

Ngày 2 tháng 10 năm 2012



BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

CẬP NHẬT CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG QUÝ III/2012

CTCP Chứng khoán

**Rồng Việt – Rong Viet
Securities**

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

www.vdsc.com.vn

info@vdsc.com.vn

Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phanhich@vdsc.com.vn

DANH MỤC ĐẦU TƯ**Cập nhật danh mục đầu tư**

Báo cáo này là bản cập nhật của 'Báo cáo Cổ phiếu triển vọng QI/ 2012' đã được cập nhật và phát hành vào ngày 12/03/2012. Về quan điểm lựa chọn cổ phiếu, chúng tôi vẫn giữ nguyên các tiêu chí lựa chọn đã được xác định trong Báo cáo trước đây. Báo cáo này cập nhật một số nội dung sau:

- Kết quả kinh doanh quý 2 và lũy kế 6 tháng năm 2012 của các công ty được đề cập trong Báo cáo.
- Đánh giá lại triển vọng kinh doanh 6 tháng còn lại của năm và kết quả kinh doanh của cả năm 2012.
- Định giá lại các công ty trên cơ sở triển vọng kinh doanh 6 tháng đầu năm 2012 và tình hình kinh tế hiện tại.

Các thay đổi

So với Báo cáo cập nhật đã phát hành vào ngày 12/03/2012, Báo cáo cập nhật lần này có một số thay đổi như sau:

- Trên cơ sở tổng hợp các yếu tố về tình hình vĩ mô và kết quả kinh doanh, chúng tôi đã đánh giá lại triển vọng của từng doanh nghiệp cụ thể. Do vậy, việc định giá lại các doanh nghiệp là điều tất yếu. Sau khi định giá lại, chỉ duy nhất DIG là có giá mục tiêu được điều chỉnh giảm. Các doanh nghiệp có giá mục tiêu được điều chỉnh tăng gồm: VNM, HPG.
- Chúng tôi cũng bổ sung vào danh sách khuyến cáo đối với công ty SBT, DRC, PVD, PVS, FPT, HSG, MBB, HCM do xét thấy các yếu tố phù hợp với tiêu chí lựa chọn đầu tư.
- Chúng tôi loại PGD ra khỏi danh sách khuyến nghị do giá khí đầu vào của PGD bất ngờ bị điều chỉnh tăng mạnh trong năm nay. PGS cũng bị loại khỏi danh sách do giá khí LPG biến động phức tạp đã làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của Công ty này. Ngoài ra, PHR cũng bị loại do giá cao su thiên nhiên sụt giảm mạnh. Còn DPM bị loại ra khỏi danh sách là do giá cổ phiếu này đã tăng mạnh và gần đạt tới mức dự báo của chúng tôi. Riêng KLS bị loại do lợi nhuận có thể sụt giảm mạnh bởi nguy cơ tăng trích lập dự phòng quý III cho danh mục đã đầu tư nửa đầu năm, lãi tiền gửi có thể giảm thấp do lãi suất giảm. Đưa EIB ra khỏi danh mục khuyến cáo do lo ngại ngân hàng này chịu những ảnh hưởng liên đới với những khó khăn mà ngân hàng ACB đang đối mặt (thanh khoản, mất cân đối các loại tài sản). Bên cạnh đó, thu nhập lãi từ thị trường liên ngân hàng đóng vai trò khá nòng cốt trong tổng thu nhập từ EIB, do đó, trong bối cảnh khó khăn này, EIB sẽ khó khăn hơn trong việc duy trì tăng trưởng cũng như đề kháng yếu với những ảnh hưởng mang tính dây chuyền.

Lưu ý

Quý nhà đầu tư cần tham khảo giá khuyến nghị mục tiêu của chúng tôi để có quyết định đầu tư phù hợp. Trường hợp thị giá của cổ phiếu thấp hơn đáng kể so với giá khuyến nghị, quý nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào nếu xét thấy phù hợp với tiêu chí đầu tư của riêng quý vị. Tương tự, quý nhà đầu tư có thể chủ động chốt lời nếu đã đạt được kỳ vọng theo khuyến cáo của chúng tôi hoặc theo kỳ vọng của chính quý vị. Một số trường hợp cổ phiếu có thị giá cao hơn

CẬP NHẬT BÁO CÁO KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Ngày 02/10/2012



giá khuyến nghị của chúng tôi tại thời điểm phát hành, chúng tôi vẫn duy trì các cổ phiếu này trong danh sách khuyến cáo do (1) các cổ phiếu này vẫn phù hợp với tiêu chí lựa chọn và (2) trong trường giá cổ phiếu có biến động, quý nhà đầu tư có thể tham khảo quan điểm của chúng tôi để có quyết định phù hợp.

Bảng cập nhật hiệu quả khuyến nghị “Cổ phiếu triển vọng Q1/2012”:

Mã CK	Giá khuyến nghị	Giá @ thời điểm phát hành báo cáo (12/03/2012)	Giá @ 01/10/2012	Giá cao nhất kể từ thời điểm cập nhật @ 12/03/2012	Giá thấp nhất kể từ thời điểm cập nhật @ 12/03/2012
VNM	114.000	91.500	116.000	116.000	85.500
SBT	18.900	14.600	18.900	23.800	14.200
DRC	28.500	23.000	24.600	49.500	23.900
HPG	24.400	22.000	20.200	27.100	19.400
HSG	25.000	11.400	16.700	21.100	16.000
PVD	44.320	38.000	33.600	45.000	32.300
PVS	20.280	14.900	15.300	20.100	13.800
FPT	48.285	56.500	37.800	67.000	36.700
MBB	19.500	14.400	19.500	15.700	13.000
HCM	24.400	16.200	17.600	24.800	17.500
DIG	21.000	16.500	11.500	22.600	11.900

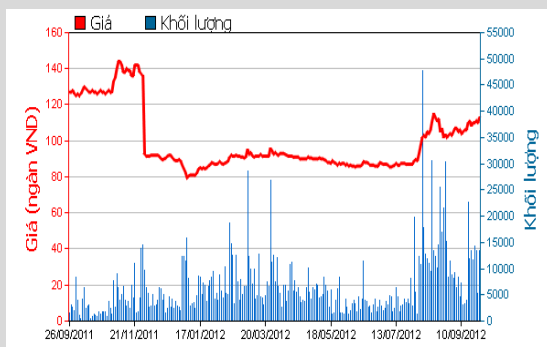
DANH SÁCH KHUYẾN CÁO ĐẦU TƯ

Mã CK	Giá mục tiêu	Lý do	Rủi ro	Mục đích đầu tư	
VNM	114.000	Khả năng tăng trưởng bền vững và mạnh mẽ trong thời gian dài. Kết quả kinh doanh năm 2011 tiếp tục tăng trưởng cao bất chấp khó khăn của nền kinh tế	Thanh khoản thấp Giá ít biến động trong ngắn hạn	Dài hạn	Giá trị
SBT	18.900	Hoạt động kinh doanh ổn định & khả năng tăng trưởng sản lượng tốt. Vụ 2012/2013 diện tích vùng nguyên liệu có khả năng mở rộng lên 15 nghìn ha, ngoài ra còn có khoảng 2,3 nghìn ha đang đầu tư tại Campuchia.	Giá đường giảm sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận, tuy nhiên không quá nhiều như các DN mía đường khác do SBT chỉ sản xuất RE, có tỷ suất LNG cao.	Trung hạn	Tăng trưởng
DRC	28.500	Giá cao su giảm, lãi vay giảm là điểm sáng cho kết quả hoạt động của DRC trong năm nay. Dự án Radial mang lại tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn	Đối với các nhà đầu tư dài hạn cần lưu ý đến tiến độ và hiệu quả của dự án lớp Radial do ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh công ty.	Trung hạn	Tăng trưởng

HPG	24.400	Doanh nghiệp đầu ngành nên sản lượng tiêu thụ vẫn giữ được mức bình quân Dây chuyền đầu tư có chiều sâu nên tỷ lệ lãi gộp vẫn duy trì ở mức khá mặc dù ngành thép vẫn chưa hồi phục	Ngành thép chưa hồi phục nên ảnh hưởng nhiều đến giá bán. Chi phí tài chính tuy giảm nhưng vẫn là gánh nặng lên lợi nhuận năm nay của doanh nghiệp. Rủi ro trích dự phòng một phần hay toàn bộ số tiền mua cổ phiếu của công ty con	Dài hạn	Tăng trưởng
HSG	25.000	Kết quả hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh nhờ thị phần lớn và đẩy mạnh xuất khẩu Dây chuyền sản xuất chiều sâu giúp HSG duy trì margin tốt	Duy trì hàng tồn kho lớn ở các chi nhánh. Do đẩy mạnh xuất khẩu nên dễ gặp nguy cơ bị kiện chống bán phá giá Trong một hoặc hai năm nữa, HSG sẽ gặp cạnh tranh lớn với DN cùng ngành trong lĩnh vực tôn lạnh	Trung hạn – Dài hạn	Tăng trưởng
PVD	44.320	Giàn TAD đi vào hoạt động từ đầu năm góp phần thúc đẩy kết quả kinh doanh trong năm 2012. Giá cho thuê giàn khoan được dự báo sẽ phục hồi	Giá cho thuê giàn khoan sụt giảm sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của PVD	Dài hạn	Giá trị
PVS	20.280	Tình hình tỷ giá ổn định đã giúp PVS cắt giảm được chi phí tài chính. Các mảng hoạt động chính có sự tăng trưởng ổn định	Rủi ro tỷ giá do các khoản vay ngoại tệ	Dài hạn	Giá trị
FPT	48.285	FPT có vị thế hàng đầu trong ngành công nghệ thông tin	Mảng phần mềm, hệ thống thông tin và phân phối bị ảnh hưởng của suy thoái kinh tế	Dài hạn	Giá trị
MBB	19.500	Tiềm năng tăng trưởng tốt trong thời gian tới. Tình hình kinh doanh năm 2012 dự kiến tiếp tục tăng trưởng tốt	Phụ thuộc vào chính sách tiền tệ và khả năng tăng trưởng của nền kinh tế	Trung – dài hạn	Tăng trưởng
HCM	24.400	Tiền mặt vẫn khá lớn trong cơ cấu tổng tài sản Doanh thu và lợi nhuận duy trì ổn định. T	Biến động gắn liền với diễn biến thị trường. Trong giai đoạn thị trường suy giảm, NĐT rất e ngại với cổ phiếu chứng khoán	Ngắn và Trung hạn	Cơ hội
DIG	21.000	Có quỹ đất thương mại lớn và có giá trị lớn Nguồn thu khá chắc chắn trong năm 2011 và năm tiếp theo 2012 Sức khỏe tài chính tương đối tốt	Khả năng bán hàng trong bối cảnh thị trường bất động sản khó khăn Phụ thuộc vào tiến độ/khả năng thanh toán của các đối tác Chính sách vĩ mô của Chính phủ đối với bất động sản, chính sách tiền tệ đối với khu vực phi sản xuất	Trung – Dài hạn	Giá trị

MCK: VNM (HSX)**CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM****DÀI HẠN****ĐỊNH GIÁ****114.000****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 01/10/12) (VND)	116.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	116.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	72.600
Số CP đang lưu hành	555.704.034
KLGDBQ/phiên (1 tháng gần nhất)	120.239
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	64.461
Trailing P/E (x)	12,7
Forward P/E (2012) (x)	12,2
P/BV (31/12/2011) (x)	5,2

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	2011A	6T2012	2012F
DT	15.753	21.627	12.887	28.115
LNTT	4.251	4.979	3.370	6.214
LNST	3.616	4.218	2.776	5.264
VĐL	3.531	5.561	5.561	5.561
VCSH	7.964	12.477	13.865	15.704
TTS	10.773	15.583	18.122	19.842
ROE (%)	45,4	33,8	-	33,5
ROA (%)	33,6	27,1	-	26,5
EPS (VND)	10.251	7.717	4.995	9.466
GTSS (VND)	22.562	22.437	24.932	28.240
Cổ tức (%)	30	40	-	30

Nguồn: BCTC_VNM và RongViet Securities ước tính

HÀNG TIÊU DÙNG – THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG

Mặc dù thị trường âm ảm và diễn biến tiêu cực, cổ phiếu VNM đã luôn ở trong xu hướng tăng. Đây là kết quả của hoạt động kinh doanh tăng trưởng tốt và vị thế dẫn đầu ngành hàng thiết yếu ngày càng được khẳng định tại thị trường nội địa của VNM. Chúng tôi cho rằng VNM đã đạt mức giá hợp lý với những kỳ vọng vào kết quả kinh doanh trong năm nay.

6T2012 hoạt động kinh doanh của VNM tiếp tục tăng trưởng tốt và vị thế của VNM ngày càng được khẳng định. Doanh thu đạt 12.887 tỷ đồng, tăng 29,4% so với cùng kỳ, trong đó giá bán tăng khoảng 10% so với cùng kỳ, phần còn lại đóng góp từ việc gia tăng sản lượng. Tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhẹ 0,4%, đạt khoảng 32,6%. Theo đó, lợi nhuận gộp đạt 4.222 tỷ đồng, tăng 31,5%.

Tỷ lệ CPBH/DT tăng nhẹ chiếm khoảng 8,1% và CPQLDN/DT tương đương cùng kỳ khoảng 2,0%. Song nhờ lãi suất hạ nhiệt cùng với tỷ giá USD khá ổn định trong 6 tháng đầu năm, bên cạnh việc hoàn nhập chi phí dự phòng đầu tư tài chính 47,4 tỷ đồng đã giúp chi phí tài chính giảm mạnh 84%. Theo đó, LNST đạt 2.776 tỷ đồng, tăng 31,3% so với cùng kỳ. EPS tương ứng đạt 4.995 đồng/cp.

VNM có thể vượt hơn kế hoạch năm 2012. Với kết quả ổn định như trên, lũy kế 6 tháng, VNM đã đạt 12.887 tỷ đồng doanh thu và 2.776 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Dễ thấy, khả năng đạt lợi nhuận cả năm 4.690 tỷ đồng nằm trong tầm tay của công ty. Theo quan điểm của người viết, ước tính khả năng LNST của VNM năm 2012 vào khoảng 5.264 tỷ đồng, cao hơn 12,2% so với kế hoạch. Đây là kết quả kinh doanh ấn tượng nhưng không quá bất ngờ trước vị thế dẫn đầu ngành hàng thiết yếu tại thị trường nội địa.

VNM chia cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2:1 cho cổ đông hiện hữu. Thời gian phát hành dự kiến trong khoảng từ 12/2012 - 01/2013, sau khi nhận được các phê duyệt cần thiết từ UBCKNN và HOSE. Trên thực tế, việc chia cổ phiếu thưởng cơ bản không làm tăng thêm lợi ích cho cổ đông ngoài việc thị giá được điều chỉnh giảm và tăng thanh khoản. Trong trường hợp này, nhà đầu tư có thể nhận được nhiều cổ tức hơn nhờ việc chia tách, vì theo kế hoạch, VNM sẽ tiếp tục chia 10% cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu.

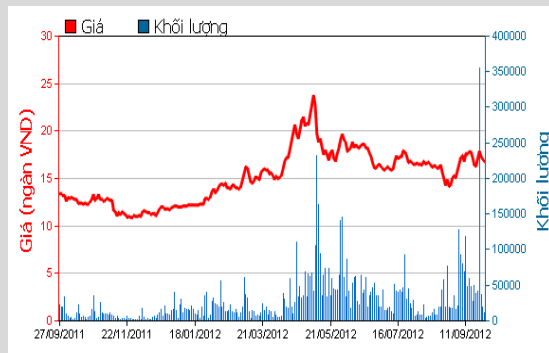
Các dự án phát triển mở rộng năng lực sản xuất của VNM vẫn đang triển khai mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn. Hiện nay, VNM có 1 nhà máy sản xuất sữa ở New Zealand và 10 nhà máy sản xuất sữa tại Việt Nam đều hoạt động hết công suất. Năm 2012, VNM tiếp tục đầu tư mở rộng năng lực sản xuất với các dự án: (1) Nhà máy sữa Đà Nẵng tại KCN Khánh Hòa chuyên sản xuất sữa tươi, sữa chua dự kiến đi vào hoạt động vào Q3/2012, trễ hơn so với kế hoạch là cuối năm 2011. (2) Nhà máy Dielac 2 tại KCN Việt Nam – Singapore và Nhà máy sữa Mega tại Bình Dương (400 triệu lít sữa tươi/năm, tương đương gần 9 nhà máy hiện tại của VNM) đang được triển khai theo đúng tiến độ và dự kiến đi vào hoạt động vào Q1/2013. (3) Nhà máy sữa Lam Sơn tại Thanh Hóa, công suất thiết kế khoảng 156 triệu hũ sữa chua/năm, 60 triệu lít sữa tươi/năm, dự kiến hoàn thành vào 4/2013. Dự kiến trong năm 2012, VNM sẽ giải ngân cho các khoản mục đầu tư nhà máy, mở rộng vùng nguyên liệu... khoảng 4.537 tỷ đồng bằng nguồn vốn giữ lại.

Cạnh tranh trong ngành sẽ ngày càng tăng. Với sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh

được giới truyền thông xem là đối thủ nặng ký - TH Milk, chưa thể kết luận điều gì trong thời gian ngắn, tuy nhiên, chắc chắn cạnh tranh sẽ mạnh mẽ hơn và thị phần sẽ bị ảnh hưởng. Điều này kéo theo các chi phí cho quảng cáo và bán hàng,... sẽ gia tăng. Đây là điều mà nhà đầu tư cần quan tâm đối với Vinamilk, doanh nghiệp đã có gần 10 năm tăng trưởng không ngừng.

MCK: SBT (HSX)**CÔNG TY CỔ PHẦN MÍA ĐƯỜNG BOURBON****TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ 18.900****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 01/10/12) (VND)	16.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	21.700
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	9.700
Số CP đang lưu hành	127.405.800
KLGBQ/phần (1 tháng gần nhất)	372.428
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.115
Trailing P/E (x)	4,9
Forward P/E (2012) (x)	5,6
P/BV (31/12/2011) (x)	1,3

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	2011A	6T2012	2012F
DT	1.104,2	2.050,3	1.176,7	2.271,6
LNTT	370,4	571,0	229,7	440,9
LNST	345,2	553,0	210,4	418,9
VĐL	1.419,3	1.419,3	1.419,3	1.419,3
VCSH	1.789,6	1.794,2	1.677,1	1.900,0
TTS	1.956,9	2.323,0	2.423,7	2.566,8
ROE (%)	19,3	30,8	-	22,0
ROA (%)	17,6	23,8	-	16,3
EPS (VND)	2.444	4.027	1.614	2.952
GTSS (VND)	12.609	12.641	11.816	13.387
Cổ tức (%)	18%	30%	-	20%

Nguồn: BCTC-SBT và RongViet Securities ước tính

HÀNG TIÊU DÙNG – MÍA ĐƯỜNG

Mặc dù không còn yếu tố thuận lợi là giá đường tăng như trong 2 năm gần đây, song hoạt động kinh doanh của SBT vẫn tăng trưởng khả quan nhờ khả năng tăng trưởng sản lượng tốt. Công suất nhà máy được nâng dần cùng với việc phát triển mở rộng vùng trồng mía tại tỉnh Tây Ninh, đã tạo được hiệu quả trong việc nâng sản lượng sản xuất của SBT. Bên cạnh đó, trong thời gian tới SBT sẽ đầu tư hơn 3.000 ha trồng mía tại Campuchia cho thấy tiềm năng tăng trưởng trung hạn của công ty. SBT là cổ phiếu tốt, có thể xem xét đầu tư trong trung hạn.

SBT là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định và khả năng tăng trưởng sản lượng tốt. Tốc độ tăng trưởng bình quân gộp CAGR của SBT đạt khoảng 25% giai đoạn 2007-2011. Trong bối cảnh chung năm 2011 nhiều doanh nghiệp mía đường tăng trưởng chủ yếu nhờ vào việc tăng giá bán, thì khả năng gia tăng sản lượng tiêu thụ của SBT khá tốt, đạt ~98,5 nghìn tấn, tăng 66% so với năm 2010. 6T2012, mặc dù nhiều nhà máy đường gặp khó khăn trong việc tiêu thụ do tình trạng dư cung trong nước, song SBT đạt 1.177 tỷ đồng doanh thu, tăng 16%, chủ yếu dựa trên việc gia tăng sản lượng. Nửa cuối năm 2012 dự báo khả năng tiêu thụ đường của SBT tiếp tục khả quan.

Năng lực sản xuất dồi dào với hệ thống nhà xưởng, máy móc hiện đại. Nhà máy ép mía của SBT được thiết kế khung với công suất mở rộng 2 giai đoạn là 16.000 TMN/ngày. Vụ 2011/2012, SBT hoạt động với công suất nhà máy ép mía là 9.000 TMN/ngày, cao nhất so với các doanh nghiệp trong ngành. Năm 2012, SBT dự kiến sẽ lắp đặt thêm một số máy móc thiết bị nhằm nâng công suất nhà máy lên 9.800TMN đưa vào sản xuất vụ mới 2012/2013.

Diện tích vùng nguyên liệu duy trì ổn định và có khả năng sẽ mở rộng tốt trong thời gian tới. Hiện tại diện tích vùng nguyên liệu của SBT duy trì khoảng 12 nghìn ha. Tuy nhiên, để chuẩn bị cho vụ mới 2012/2013 SBT đã tích cực đầu tư cho người trồng mía tại tỉnh Tây Ninh nhằm nâng diện tích trồng mía vụ lên 15 nghìn ha. Bên cạnh đó, SBT bước đầu cũng đã đầu tư trồng mía thêm 2,3 nghìn ha tại tỉnh Svay Rieng – Campuchia. Trong thời gian tới, khi các vấn đề về hệ thống thoát nước, hệ thống giao thông giữa 2 tỉnh được hoàn thiện, khả năng diện tích vùng nguyên liệu của SBT sẽ được mở rộng đáng kể.

6T2012, SBT thanh lý nhiều khoản đầu tư tài chính với định hướng tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. 6T2012, đầu tư tài chính của SBT chiếm khoảng 690 tỷ đồng ~ 28,3% tổng tài sản, trong đó hơn 83% là đầu tư cho người trồng mía và các doanh nghiệp trong ngành. Việc sở hữu cổ phần lớn tại là BHS (22,72%) và La Ngà (25%) không loại trừ khả năng SBT sẽ tạo ra những thương vụ mua bán & sáp nhập trong tương lai nhằm mở rộng quy mô, giảm cạnh tranh vùng nguyên liệu, nâng cao hiệu quả sản xuất. Đối với việc đầu tư vào cổ phiếu, 6T2012 SBT đã thanh lý STB và SCR ghi nhận khoản lợi nhuận 110 tỷ đồng. Khoản mục đầu tư vào Bourbon An Hòa (SBT 49% ~ 245 tỷ đồng) hiện công ty đã có chủ trương thoái vốn và đang trong giai đoạn đàm phán.

Triển vọng năm 2012. Năm 2012, doanh thu SBT ước đạt 2.272 tỷ đồng, tăng 10,8%, chủ yếu dựa vào khả năng tăng sản lượng. Ước tính sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 110 nghìn tấn, tăng ~12% và giá bán bình quân 18.200 đồng/kg.

Tỷ suất lợi nhuận gộp giữ ở mức 22,2%, giảm mạnh 7,2% so với năm trước do giá nguyên liệu đầu vào tăng và giá bán giảm. Tỷ lệ CPBH/DT và CPQLDN/DT không có nhiều thay đổi. Khoản trích lập dự phòng giảm giá thêm cho Bourbon An Hòa

được bù đắp bởi lợi nhuận từ việc thanh lý cổ phiếu STB và SCR nên không ảnh hưởng nhiều kết quả kinh doanh. Theo đó, LNST ước tính đạt 419 tỷ đồng, giảm 24,2% so với năm 2011. EPS tương ứng đạt 2.952 đồng/cp, P/E forward 5,6x.

MCK: DRC (HSX)

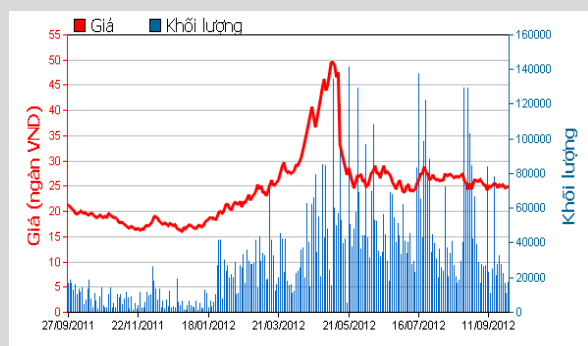
TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ 28.500

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 01/10/12) (VND)	24.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	33.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	10.700
Số CP đang lưu hành	69.230.797
KLGBQ/phiên (1 tháng gần nhất)	269.276
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.703
Trailing P/E (x)	4,7
Forward P/E (2012) (x)	5,7
P/BV (31/12/2011) (x)	1,2

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	2011A	6T2012	2012F
DT	2.160,1	2.636,7	1.474,3	2.821,4
LNTT	260,9	263,6	192,1	396,4
LNST	196,2	197,6	144,0	297,3
VĐL	307,7	461,5	692,3	692,3
VCSH	731,4	877,6	1.004,8	1.396,6
TTS	1.064,2	1.621,6	1.655,8	2.849,8
ROE (%)	26,8	22,5	-	21,3
ROA (%)	18,4	12,2	-	10,4
EPS (VND)	6.376	4.282	2.972	4.294
GTSS (VND)	23.772	19.016	14.514	20.173
Cổ tức (%)	10	0 (*)	-	N/A

Nguồn: BCTC-DRC và RongViet Securities ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐÀ NẴNG

HÀNG TIÊU DÙNG – XĂM LỐP Ô TÔ

DRC là doanh nghiệp tốt trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh xăm lốp, chiếm khoảng 25% thị phần xăm lốp tại thị trường Việt Nam. Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt và tương đối hiệu quả hơn các doanh nghiệp cùng ngành. Năm nay giá cao su giảm là điểm sáng cho kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp xăm lốp nói chung và DRC nói riêng. Bên cạnh đó, dự án Radial với các sản phẩm được tung ra thị trường trước CSM khoảng 8 tháng sẽ giúp DRC có được lợi thế cạnh tranh, ngoài tiềm năng tăng trưởng dài hạn. Nhà đầu tư quan tâm có thể xem xét đầu tư DRC cho mục tiêu TRUNG HẠN.

Tăng trưởng ngành xăm lốp Việt Nam trong trung và dài hạn tập trung ở phân khúc ô tô. Thị trường tiêu thụ xe ô tô ở Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn đầu phát triển và còn có nhiều tiềm năng tăng trưởng. Nguyên nhân là do: (1) Tỷ lệ sở hữu ô tô ở Việt Nam còn thấp và thu nhập bình quân đầu người đang có xu hướng tăng; (2) Nhu cầu vận tải gia tăng cùng với tăng trưởng kinh tế; (3) Lộ trình giảm thuế nhập khẩu xe làm giá ô tô trở nên rẻ hơn. (4) Hệ thống cơ sở hạ tầng được quan tâm đầu tư. Đó là các yếu tố quan trọng đảm bảo khả năng tăng trưởng ổn định trong dài hạn của DRC.

Là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất xăm lốp ô tô tại Việt Nam. Hiện DRC chiếm khoảng 25% thị phần tính chung cho xăm lốp ô tô, xe đạp, xe máy. Riêng phân khúc xăm lốp ô tô công ty dẫn đầu thị trường với 35% thị phần. Ngoài ra, DRC cũng đã khẳng định được thương hiệu của mình tại cả thị trường Việt Nam và nước ngoài khi sản xuất thành công dòng lốp xe đặc chủng.

Giá cao su giảm là một điểm sáng cho kết quả hoạt động kinh doanh năm nay của các doanh nghiệp xăm lốp nói chung và DRC nói riêng. Kết quả kinh doanh của DRC phụ thuộc lớn vào biến động giá nguyên liệu cao su. Sau khoảng thời gian tăng giá liên tục trong năm 2011, từ Q4/2011 giá cao su đã giảm mạnh và tiếp tục xu hướng đi ngang trong 6T2012. Giá cao su bình quân năm 2012 dự báo vào khoảng 3,2 USD/kg, giảm 27% so với mức 4,4 USD/kg năm 2011. Giá nguyên liệu giảm, giá bán không đổi là điều kiện giúp DRC tăng chiết khấu thương mại cho các đại lý và thực hiện nhiều hơn chính sách khuyến mãi nhằm cải thiện sản lượng tiêu thụ cũng như tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2012.

Hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm của DRC tiếp tục tăng trưởng tốt. Doanh thu đạt 1.474 tỷ đồng, tăng ~14,5% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ vào giá bán vẫn giữ ở mức cao của năm 2011. Tỷ lệ CPBH/DT và CPQLDN/DT không có nhiều thay đổi so với cùng kỳ, lần lượt vào khoảng 1,9% và 2,4%. Song do chi phí tài chính giảm đáng kể, chủ yếu nhờ tỷ giá USD/VNĐ ổn định hơn và lãi suất vay vốn thấp hơn, nên kết quả lợi nhuận tăng trưởng mạnh. LNST 6T2012 đạt 144 tỷ đồng, tăng 44% so với cùng kỳ.

Dự án sản xuất lốp Radial toàn thép mang lại tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn cho DRC nhưng cũng tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro. Một mặt, do xu hướng tiêu dùng trong lĩnh vực lốp xe đang có sự thay đổi theo hướng "Radial hóa", hơn nữa hiện nay lốp Radial tiêu thụ tại Việt Nam chủ yếu là nhập khẩu, do đó có thể nói việc DRC đầu tư dự án này là phát triển theo xu thế, củng cố vị thế dẫn đầu đối với phân khúc xăm lốp ô tô và tạo tiềm năng

tăng trưởng dài hạn.

Mặt khác, do dự án có tổng mức đầu tư là 3.000 tỷ đồng, được tài trợ bằng 30% vốn tự có và 70% vốn vay trong điều kiện lãi suất cao như hiện nay có khả năng ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh ở trung hạn. Trong năm nay, dự kiến kết quả kinh doanh chưa chịu tác động lớn do chi phí lãi vay được vốn hóa như tài sản công ty thay vì hạch toán vào chi phí hoạt động kinh doanh.

MCK: HPG (HSX)

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT

DÀI HẠN

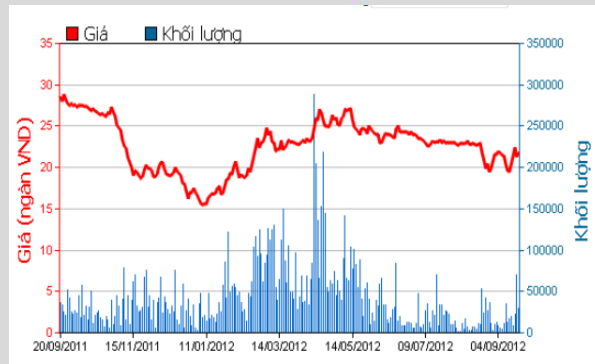
ĐỊNH GIÁ

24.400

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 01/10/12) (VND)	20.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	27.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	14.100
Số CP đang lưu hành	349.211.108
KLGDBQ/phiên (1 tháng gần nhất)	278.587
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	7.054
Trailing P/E (x)	8,7
Forward P/E (2012) (x)	6,6
P/BV (BV 30/06/12) (x)	0,9

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	2011A	6T2012	2012F
DT	14.267	17.852	8.634	17.317
LNTT	1.564	1.489	635	1.123
LNST	1.349	1.236	528	1.066
VĐL	3.179	3.179	3.492	3.492
TTS	14.904	17.524	17.717	18.229
VCSH	6.398	7.414	8.006	8.544
ROE (%)	9,1	16,7	-	12,5
ROA (%)	21,1	7,1	-	5,8
EPS (VND)	4.550	3.573	1.511	3.053
GTSS (VND)	20.129	23.329	22.925	24.466
Cổ tức (%)	30	10		20

Nguồn: BCTC HPG

CÔNG NGHIỆP – VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Nhìn chung kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm nay của HPG vẫn chưa thể bứt phá so với cùng kỳ năm trước. Tình trạng này dự kiến vẫn tiếp diễn trong nửa cuối năm nay nên lợi nhuận của HPG vẫn sẽ không đột biến. Hơn nữa, lợi nhuận của HPG có thể bị suy giảm nếu như việc mua lại cổ phần của công ty con là không hợp pháp. EPS năm nay của HPG khoảng 3.053 đồng/cổ phiếu. PE ngành thép khoảng 8,0 lần, mức giá hợp lý của HPG sẽ là 24.400 đồng/cổ phiếu.

Kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm 2012 không khả quan. So với cùng kỳ trước, kết thúc 6 tháng đầu năm 2012, doanh thu của HPG đạt 8.634 tỷ đồng, giảm 6,7% (hoàn thành 48% kế hoạch); lợi nhuận sau thuế đạt 528 tỷ đồng (hoàn thành 59% kế hoạch), giảm 4,6%. Nguyên nhân của sự sụt giảm này là sản lượng tiêu thụ đạt 308 nghìn tấn, giảm 7%, lợi nhuận gộp trong 02 quý đầu năm 2012 là 13,1%, giảm khá mạnh so với 19,5% trong nửa đầu năm 2011, doanh thu tài chính của HPG sụt giảm mạnh, chỉ đạt 47 tỷ đồng, giảm 78% so với cùng kỳ. Tuy vậy, chi phí tài chính lại giảm mạnh, đã giúp cho lợi nhuận ròng không bị sụt giảm quá mạnh. Trong 06 tháng 2012, chi phí tài chính đạt 362 tỷ đồng (chủ yếu là lãi vay), giảm 34% so với cùng kỳ do dư nợ vay ngắn hạn giảm mạnh (từ mức xoay quanh 5.000 tỷ đồng xuống còn 3.800 tỷ đồng), đồng thời lãi suất được điều chỉnh giảm. So với quý I/2012, lãi gộp trong quý II được cải thiện, lãi gộp tăng từ 13,4% lên 15% do HPG ghi nhận lợi nhuận từ bất động sản 257 Giải phóng. Chi phí lãi vay cũng giảm xuống từ 176 tỷ đồng giảm còn 139 tỷ đồng.

Hoạt động sản xuất trong 06 tháng cuối năm được giả định ở mức ổn định. Do HPG vẫn chưa đưa nhà máy coke II vào hoạt động (hiện nhà máy đã hoàn thành xong nhưng vẫn chưa sản xuất, dự kiến vào giữa năm 2013 mới đưa nhà máy này vào hoạt động), lượng than xuất khẩu sẽ không tăng thêm. Thị trường thép xây dựng vẫn ảm đạm nhưng với vị thế dẫn đầu ngành, sản lượng tiêu thụ của HPG dự kiến vẫn đạt được mức bình quân ước tính khoảng 50 nghìn tấn/tháng. Chi phí tài chính tiếp tục giảm do lãi suất giảm và tỷ giá ổn định. Doanh thu của HPG trong nửa cuối năm khoảng 8.683 tỷ đồng, cả năm ước tính khoảng 17.317 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế cả năm ước tính khoảng 1.066 tỷ đồng

Vốn tài trợ cho Mandarin phụ thuộc vào chính sách bán hàng của HPG. Số dư phải trả dài hạn khác không thay đổi nhiều, khả năng bán hàng Mandarin vẫn chưa khả quan. HPG cho biết, nguồn vốn hiện nay vẫn đủ để đảm bảo xây phần thô của dự án này. Việc vay thêm ngân hàng để tài trợ bổ sung cho dự án này vẫn đang được cân nhắc trong chính sách bán hàng. Nếu như DN bán nhà thô thì không phải vay thêm ngân hàng. Còn nếu DN bán nhà hoàn thiện thì chắc chắn phải vay thêm. Trong báo cáo trước, chúng tôi cho rằng HPG sẽ bán nhà theo phương thức hoàn thiện và HPG sẽ vay thêm vốn tài trợ cho Mandarin. Tuy nhiên, hiện tại vẫn chưa có thông tin về chính sách bán hàng, HPG từ chối cung cấp thông tin chi tiết cho chính sách này, do vậy tạm thời trong năm nay HPG không phải vay thêm ngân hàng để tài trợ cho Mandarin.

Rủi ro trích lập dự phòng từ việc mua cổ phiếu đã bị thế chấp tại ACB. Trong thời gian qua, một công con của Hòa Phát đã nhận chuyển nhượng 20

triệu cổ phiếu trị giá 264 tỷ đồng của CTCP Đầu tư ACB Hà Nội. Nhưng số cổ phần này đã được thế chấp tại ngân hàng ACB trước đó. Do vậy, nhiều khả năng HPG sẽ phải trích lập dự phòng khoảng tiền trên nếu như tính pháp lý của giao dịch này không được pháp luật thừa nhận. So với triển vọng những tháng cuối năm nay, đây thật sự là một con số không nhỏ ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

MCK: HSG (HSX)

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN

TRUNG HẠN

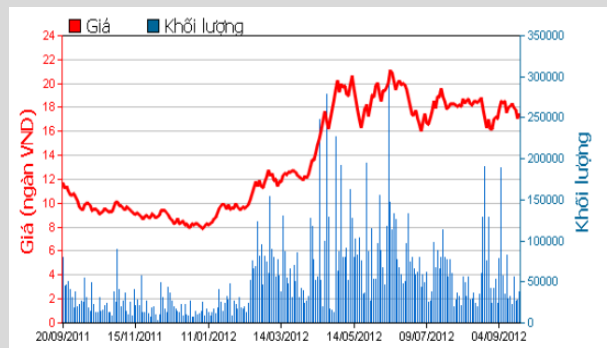
ĐỊNH GIÁ

25.000

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 01/10/12) (VND)	16.700
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	19.900
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	7.200
Số CP đang lưu hành	96.991.578
KLGDĐQ/phần (1 tháng gần nhất)	534.396
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.620
Trailing P/E (x)	5,6
Forward P/E (2012) (x)	4,4
P/BV (30/06/2012) (x)	0,8

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSG

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: Tỷ đồng	09-10A	10-11A	9T11-12	11-12F
DT	4.899,2	8.166,0	7.804,0	10.219,0
LNTT	251,9	168,5	313,3	409,4
LNST	215,4	160,2	288,0	376,4
VĐL	1.007,9	1.007,9	1.007,9	1.007,9
VCSH	1.711,5	1.782,7	1.991,4	1.985,8
TTS	4.549,1	5.915,8	5.118,5	5.497,7
ROE (%)	12,6	9	-	19,0
ROA (%)	4,7	2,7	-	6,8
EPS (VND)	2.241	1.622	2.939	3.841
GTSS (VND)	16.980	17.687	20.320	20.685
Cổ tức (%)	15	10		20

Nguồn: BCTC HSG, Rong Viet securities ước tính

CÔNG NGHIỆP - VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Kết quả kinh doanh của HSG trong quý IV niên độ này dự báo vẫn ổn định, lợi nhuận thấp hơn quý trước. Tuy nhiên, KQKD của HSG vượt khá nhiều so với dự phóng và kế hoạch, trong điều kiện thị trường tăng điểm HSG có thể sẽ là lựa chọn của NĐT nước ngoài. EPS niên độ này của HSG dự kiến khoảng 3.862 đồng/cổ phiếu. Giá trị sổ sách của HSG dự kiến khoảng 20.000 đồng/cổ phiếu. Sử dụng P/E và P/B bình quân ngành lần lượt là 8,0 lần và 0,9 lần, giá trị hợp lý của HSG vào khoảng 25.000 đồng/cổ phiếu.

Kết quả kinh doanh 9 tháng niên độ 2011-2012 đạt mức tăng trưởng tốt.

Doanh thu đạt 7.825 tỷ đồng, tăng 34% so với cùng kỳ, hoàn thành 78% kế hoạch, lợi nhuận đạt 288 tỷ đồng, tăng 129% so với cùng kỳ và hoàn thành 111% kế hoạch. Sở dĩ HSG đạt mức tăng trưởng khả quan như vậy là do: (1) Sản lượng tiêu thụ tăng do HSG đẩy mạnh xuất khẩu, doanh thu của HSG tăng mạnh, (2) Mặc dù xuất khẩu có tỷ lệ lãi gộp thấp hơn bán trong nước nhưng do HSG đầu tư xong dây chuyền cán nguội nên tỷ lệ lãi gộp không giảm mạnh, mà ở mức ổn định từ đầu năm đến nay khoảng 14%. (3) Chi phí tài chính tài chính giảm 10% do tỷ giá ổn định nên chi phí tỷ giá giảm đáng kể. Trong 10 tháng niên độ năm nay doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 8.566 và 315 tỷ đồng. Có thể nhận thấy lợi nhuận trong tháng 10 (theo niên độ của HSG) là 27 tỷ đồng, giảm xuống so với bình quân quý III là 45 tỷ đồng.

Quý cuối niên độ 2011-2012 dự kiến sẽ không nhiều đột biến. DN kinh

doanh trong lĩnh vực tôn mạ và nắm thị phần gần như chi phối, phân khúc tôn mạ ít chịu ảnh hưởng hơn phân khúc thép xây dựng, chiến lược mở rộng quy mô thông qua xuất khẩu nên sản lượng tiêu thụ của HSG gia tăng mạnh. Tuy vậy, do quý cuối niên độ của HSG trùng với thời điểm mùa mưa nên sản lượng tiêu thụ trong quý này được giả định thấp hơn quý trước, ước tính khoảng 105 nghìn tấn. Giá bán của tôn mạ sẽ không thay đổi so với giá tại thời điểm cuối quý III, bình quân khoảng 23 triệu/tấn doanh thu tương ứng của HSG sẽ là 2.415 tỷ đồng, nâng tổng doanh thu của HSG trong niên độ này lên 10.219 tỷ đồng. Tỷ suất lãi gộp ổn định từ khi dây chuyền cán nguội đi vào hoạt động. Giá thép thế giới nhìn chung vẫn chưa hồi phục nên tỷ suất lãi gộp của HSG trong quý IV niên độ này vẫn được giả định không thay đổi nhiều khoảng 14%.

Trong quý III niên độ vừa qua, hàng tồn kho của HSG giảm mạnh, theo đó dư nợ vay cũng giảm theo, chi phí lãi vay quý này cũng giảm mạnh so với những quý trước (từ 104 tỷ đồng trong quý II, giảm còn 71 tỷ đồng trong quý III). Theo tính chất chu kỳ về hàng tồn kho của HSG, quý đầu niên độ tiếp theo sẽ rơi vào thời điểm cuối năm 2012, nhu cầu tiêu thụ thường gia tăng lên, vay ngắn hạn cũng chính vì vậy mà tăng trở lại do trữ hàng tăng. Mặc dù dư nợ vay tăng nhưng lãi suất giảm mạnh nên chi phí tài chính của HSG dự kiến vẫn sẽ không tăng mạnh vào thời điểm cuối niên độ, ước tính ở mức 95 tỷ đồng.

Do doanh thu tăng nên chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của HSG tăng theo, 02 khoản chi phí này vào quý IV/NĐ11-12 lần lượt là 99 và 57 tỷ đồng, lợi nhuận ròng tương ứng khoảng 88 tỷ đồng, nâng tổng lợi nhuận của HSG lên 376 tỷ đồng.

Rủi ro đầu tư: Hệ thống chi nhánh lớn, HSG phải duy trì tồn kho lớn ở các chi nhánh này. Bên cạnh đó, do tăng xuất khẩu, HSG rất dễ gặp phải tình trạng

bị kiện chống bán phá giá ở các nước xuất khẩu. Về trung và dài hạn, trong điều kiện không đầu tư thêm các dự án mới, KQKD của HSG dự kiến vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ vào lợi thế quy mô và chi phí tài chính giảm. Tuy nhiên, nhiều dự án thép cán nguội của các công ty trong ngành (như DTL, NKG, Blue Scope,...) có thể hoàn thành vào cuối năm nay, sẽ làm tăng thêm áp lực cạnh tranh, qua đó ảnh hưởng tới giá bán và tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG trong những năm tới.

MCK: PVD(HSX)

DÀI HẠN

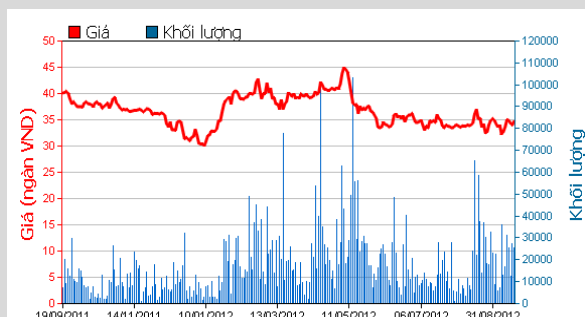
ĐỊNH GIÁ

44.320

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 01/10/12) (VND)	33.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	43.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	28.700
Số CP đang lưu hành	209.567.165
KLGDBQ/phiên (01 tháng gần nhất)	182.914
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	7.061
P/E (2011) (x)	6,2
Forward P/E (2012) (x)	5,7
P/BV (30/06/2012) (x)	1,1

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010 A	2011A	6T/2012	2012(F)
DT	7.572,0	9.210,8	4.994,8	10.182,8
LNTT	1.018,6	1.229,4	777,2	1.531,9
LNST	881,9	1.067,0	663,1	1.243,1
VĐL	2.105,1	2.105,1	2.105,1	2.105,1
VCSH	5.226,9	6.202,2	6.811,0	6.677,2
TTS	14.639,8	18.535,4	19.140,7	19.428,2
ROA (%)	6,0	5,8	-	6,4
ROE (%)	16,9	17,2	-	18,6
EPS (VND)	4.235	5.088	-	5.932
GTSS (VND)	24.830	29.463	32.356	31.862
Cổ tức (%)	20	-	-	20

Nguồn: BCTC PVD và RongViet Securities ước tính

TỔNG CÔNG TY KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ

DẦU KHÍ

Trong các năm qua, giá cho thuê giàn khoan ở mức thấp nhưng hiện tại số lượng giàn khoan được sử dụng ở hầu hết các thị trường lớn trên thế giới đang có sự gia tăng so với cách đây 6 tháng nhờ giá dầu duy trì ở mức cao. Như vậy, mảng hoạt động cho thuê giàn khoan đã bắt đầu cho thấy dấu hiệu phục hồi và nhiều khả năng giá cho thuê giàn khoan sẽ dần được cải thiện từ năm 2013. Khi đó, kết quả kinh doanh của PVD sẽ được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, PVD đang có kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông chiến lược nên có thể tạo ra rủi ro pha loãng. Nhìn chung, triển vọng của PVD khá quan trọng ngắn và dài hạn. Lợi nhuận sau thuế năm 2012 được dự báo là 1.243,1 tỷ, tương đương EPS là 5.932 đồng/cp, mức giá hợp lý của PVD vào khoảng 44.300 đồng/cp.

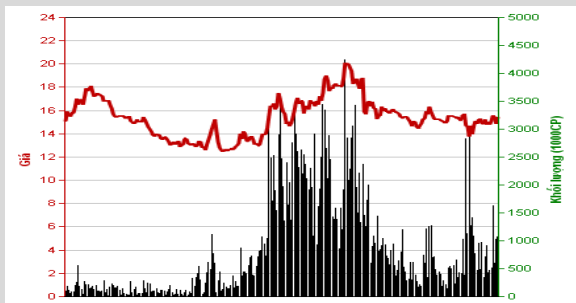
Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm đạt mức tăng trưởng tốt. Lũy kế 6 tháng, doanh thu của PVD đạt 4.994,8 tỷ, tăng 20,3% so với cùng kỳ. Doanh thu tăng trưởng mạnh là nhờ giàn khoan PV Drilling V (TAD) đi vào hoạt động với giá cho thuê 205.000 USD/ngày đã làm cho doanh thu từ mảng cho thuê giàn khoan tăng 13,3% so với cùng kỳ. Ngoài ra, các mảng dịch vụ kỹ thuật hỗ trợ khoan cũng có sự tăng trưởng tốt (27,4%). Ngoài ra, mảng dịch vụ kỹ thuật cũng có tỷ suất lãi gộp tăng từ 22,8% lên 27,7% do các công ty con đã được đầu tư một số máy móc thiết bị để thực hiện một số dịch vụ kỹ thuật mà trước đây phải thuê bên ngoài. Nhờ đó, tỷ suất lãi gộp của PVD đã tăng từ 24,2% lên 25,3%. Mặt khác, tỷ lệ chi phí quản lý trên doanh thu tăng từ 6,3% lên 6,9% còn chi phí bán hàng mặc dù có tăng nhưng vẫn chiếm tỷ lệ không đáng kể. Doanh thu và chi phí từ hoạt động tài chính của PVD đều giảm mạnh chủ yếu là do lãi và lỗ tỷ giá nên nhìn chung lợi nhuận từ hoạt động tài chính gần tương đương so với cùng kỳ. Do đó, tỷ suất lãi ròng của PVD tăng từ 12,6% lên 13,3% và lợi nhuận sau thuế đạt 663,1 tỷ, tăng 26,8% so với cùng kỳ.

Triển vọng 06 tháng của năm của PVD dự kiến không nhiều đột biến so với nửa đầu năm. Trong giai đoạn còn lại của năm, do giá cả và thời hạn hợp đồng của các giàn khoan gần như đã được thỏa thuận cho đến hết năm nên kết quả kinh doanh từ mảng cho thuê giàn khoan trong giai đoạn còn lại của năm nhiều khả năng sẽ không khác biệt đáng kể so với đầu năm. Còn mảng dịch vụ kỹ thuật khoan cũng được dự báo tiếp tục tăng trưởng ổn định. Do đó, doanh thu dự phóng năm 2012 được điều chỉnh tăng lên 10.182,8 tỷ. Còn tỷ suất lãi gộp dự báo cho cả năm được ước tính là 25,6%, gần tương đương tỷ lệ trong 6 tháng đầu năm. Tỷ số chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu được dự phóng không khác biệt đáng kể so với 6 tháng đầu năm. Sau khi ước tính chi phí tài chính và các chi phí khác, lợi nhuận sau thuế năm 2012 được dự báo là 1.243,1 tỷ, tương đương mức EPS là 5.932 đồng/cp.

Tiềm năng tăng trưởng lớn sau khi các dự án hoàn thành. Giàn khoan TAD đi vào hoạt động đã thúc đẩy kết quả kinh doanh của PVD trong năm 2012. Ngoài ra, PVD đang có kế hoạch đầu tư một giàn xà lan khoan có tổng vốn đầu tư là 150 triệu USD. Dự án này có khả năng hoàn thành vào cuối năm 2013 và đã có sẵn khách hàng là Chevron. Bên cạnh đó, PVD đang dự tính sẽ đầu tư vào một giàn MOPU (80 triệu USD) hoặc giàn tự nâng cao cấp (220 triệu USD) nhưng hiện vẫn chưa có kế hoạch cụ thể.

MCK: PVS(HNX)
TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM
DÀI HẠN**ĐỊNH GIÁ****20.280****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 01/10/12) (VND)	15.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	18.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	11.100
Số CP đang lưu hành	297.802.094
KLGDBQ/phần (1 tháng gần nhất)	641.795
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4.556
P/E (2011) (x)	3,1
Forward P/E (2012) (x)	4,1
P/BV (30/06/2012) (x)	0,8

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010 A	2011A	6T/2012	2012(F)
DT	16.879,6	24.312,6	11.429,2	25.042,0
LNTT	1.132,9	1.833,2	793,3	1.426,9
LNST	920,6	1.418,8	590,0	1.104,3
VĐL	1.988,0	2.978,0	2.978,0	2.978,0
VCSH	3.525,3	5.913,5	5.714,5	6.422,2
TTS	17.513,2	23.546,5	22.918,8	25.572,2
ROA (%)	5,3	6,0	-	4,3
ROE (%)	26,1	24,0	-	17,2
EPS (VND)	4.658	4.973	-	3.708
GTSS (VND)	17.733	19.857	19.189	21.566
Cổ tức (%)	15,0	-	-	20

Nguồn: BCTC PVS và RongViet Securities ước tính

DẦU KHÍ

Với các sản phẩm và dịch vụ hiện có thì PVS là doanh nghiệp có khả năng hưởng lợi nhiều nhất từ hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí của PVN trong các năm tới. Các dịch vụ mà Công ty đang cung cấp gần như là độc quyền hoặc có thị phần chi phối nên PVS hoàn toàn có thể tận dụng vị thế vững chắc của mình để tận dụng các cơ hội có được. Ngoài ra, PVS cũng sẽ đẩy mạnh các dịch vụ mới như tàu thăm dò địa chất 2D... Với triển vọng phát triển của ngành dầu khí cùng với vị thế chi phối trong tất cả các hoạt động chính, PVS vẫn có thể tiếp tục duy trì sự tăng trưởng trong tương lai. Nhìn chung, PVS là công ty thích hợp để đầu tư dài hạn. Lợi nhuận ròng dự phóng vào khoảng 1.104,3 tỷ, tương ứng với EPS là 3.708 đồng/cp, mức giá hợp lý của PVS vào khoảng 20.200 đồng/cp.

06 tháng đầu năm doanh thu tăng trưởng nhẹ nhưng lợi nhuận tăng trưởng tốt nhờ vào hoạt động liên kết. Lũy kế 6 tháng năm 2012, doanh thu của PVS chỉ tăng nhẹ 3% và đạt 11.429,2 tỷ đồng. Trong các mảng hoạt động chính của PVS, mảng dịch vụ khảo sát có sự tăng trưởng ấn tượng với doanh thu tăng hơn gấp đôi. Mảng kinh doanh cảng và tàu biển cũng tiếp tục có sự tăng trưởng tốt với tốc độ lần lượt là 47,6% và 22,4%. Tuy nhiên, mảng tạo ra doanh thu lớn nhất là cơ khí vốn có doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ trong các năm gần đây lại sụt giảm 9,7% và đây cũng là nguyên nhân chính làm cho doanh thu của PVS tăng trưởng thấp trong 6 tháng đầu năm 2012. Tuy nhiên, mảng này lại có tỷ suất lãi gộp tăng từ 4% lên 5,8%. Ngoài ra, các mảng có sự tăng trưởng về mặt doanh thu đều có tỷ suất lãi gộp cao hơn tỷ suất lãi gộp bình quân của PVS. Do đó, tỷ suất lãi gộp của PVS đã tăng từ 7,5% lên 8,1%. Mặt khác, tỷ lệ chi phí quản lý trên doanh thu tăng từ 2% lên 2,5% trong khi chi phí bán hàng vẫn chiếm tỷ trọng không đáng kể (0,2%). Một điều đặc biệt là chi phí tài chính của PVS đã giảm hơn 340 tỷ so với cùng kỳ nhờ lỗ chênh lệch tỷ giá và lỗ do thanh lý các khoản đầu tư giảm mạnh. Do đó, mặc dù doanh thu từ hoạt động tài chính cũng giảm hơn 110 tỷ (do ảnh hưởng của lãi tỷ giá), lợi nhuận từ hoạt động tài chính của Công ty được cải thiện mạnh mẽ so với cùng kỳ. Ngoài ra, PVS cũng có được lợi nhuận hơn 127 tỷ từ các công ty liên doanh liên kết trong lĩnh vực FSO/FPTS khi các công ty này đi vào hoạt động ổn định. Tuy nhiên, do không còn lợi nhuận từ định giá lại tài sản nên lợi nhuận từ hoạt động khác của PVS cũng giảm hơn 180 tỷ. Do đó, tỷ suất lãi ròng tăng từ 3,8% lên 5,2% và lợi nhuận sau thuế đạt 590 tỷ, tăng 39% so với cùng kỳ.

Triển vọng cuối năm được ước tính thận trọng trong tình hình tỷ giá ổn định. Dựa trên kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của các mảng hoạt động chính, chúng tôi dự phóng doanh thu cho cả năm của PVS là 25.042 tỷ. Trên quan điểm thận trọng, tỷ suất lãi gộp cả năm được ước tính là 7,5%. Các khoản mục còn lại như chi phí bán hàng, chi phí quản lý và lợi nhuận từ hoạt động tài chính được điều chỉnh lại dựa trên kết quả kinh doanh thực tế 6 tháng. Do đó, tỷ suất lãi ròng năm 2012 được dự báo là 4,4% và lợi nhuận ròng dự phóng vào khoảng 1.104,3 tỷ, tương ứng với EPS là 3.708 đ/cp. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh này được dự báo dựa trên giả định là tỷ giá không tăng trong giai đoạn còn lại của năm. Nếu tỷ giá được điều chỉnh tăng, lợi nhuận của PVS có khả năng sẽ thấp hơn đáng kể so với số dự phóng trên.

MCK: FPT (HSX)

CÔNG TY CỔ PHẦN FPT

CÔNG NGHỆ

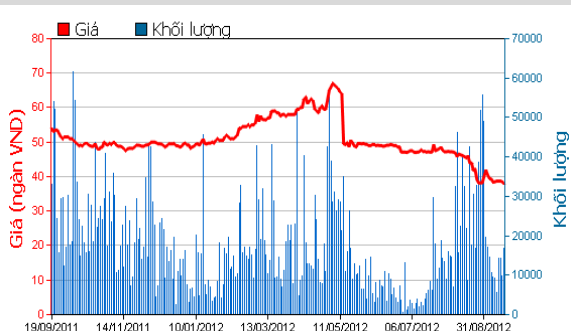
DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ 48.285

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 01/10/12) (VND)	37.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	51.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	36.500
Số CP đang lưu hành	216.075.617
KLGBQ/phiên (1 tháng gần nhất)	142.071
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	10.102
P/E (2011) (x)	6,2
Forward P/E (2012) (x)	6,4
P/BV (30/06/2012) (x)	1,7

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010 A	2011A	6T/2012	2012(F)
DT	20.017,3	25.370,2	11.241,3	23.572,5
LNTT	2.023,2	2.501,5	1.205,1	2.580,7
LNST	1.264,5	1.681,8	753,0	1.627,3
VĐL	1.934,8	2.160,8	2.738,5	2.738,5
VCSH	3.980,7	5.518,3	6.086,5	6.998,2
TTS	12.304,5	14.943,1	14.404,6	15.302,4
ROA (%)	10,3	11,3	-	10,6
ROE (%)	31,8	30,5	-	23,3
EPS (VND)	6.584	7.861	-	5.945
GTSS (VND)	20.574	25.538	22.226	25.554,7
Cổ tức (%)	15	20	-	15

Nguồn: BCTC FPT và RongViet Securities ước tính

Mặc dù các mảng hoạt động chính bao gồm phân phối, phần mềm và hệ thống thông tin gặp nhiều khó khăn nhưng những vấn đề này chỉ mang tính chất ngắn hạn. Do đó, với vị thế là một doanh nghiệp hàng đầu và có sự tăng trưởng ổn định, FPT là cổ phiếu đáng để xem xét đầu tư trong dài hạn. Lợi nhuận sau thuế của FPT dự báo đạt 1.627,3 tỷ, tương đương mức EPS là 5.945 đồng/CP, mức giá hợp lý của FPT vào khoảng 48.200 đồng/CP.

Doanh thu và lợi nhuận biến động nhẹ nhưng ngược chiều nhau. Lũy kế 6 tháng, doanh thu của FPT chỉ đạt 11.241,3 tỷ, giảm gần 6% so với cùng kỳ. Nguyên nhân doanh thu sụt giảm là do mảng phân phối vốn chiếm khoảng 60% trong cơ cấu doanh thu có doanh thu sụt giảm 17,1% do ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế làm nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng điện tử sụt giảm. Ngoài ra, trong năm trước FPT Trading có hạch toán một khoản doanh thu bán giùm cho đối tác và phần doanh thu này bị loại ra trong năm nay theo ý kiến của kiểm toán. Bên cạnh đó, mảng tích hợp hệ thống cũng có doanh thu sụt giảm 15,8% do thủ tục đấu thầu các dự án cho Chính Phủ phức tạp hơn và các đối tượng khách hàng khác cũng hoãn các dự án đầu tư CNTT do hoạt động kinh doanh khó khăn. Trong khi đó, các mảng hoạt động khác vẫn duy trì được sự tăng trưởng khá tốt về doanh thu.

Tỷ suất lãi gộp lũy kế 6 tháng của FPT gần tương đương với cùng kỳ là 19,8% mặc dù mảng phân phối có biên lợi nhuận thấp sụt giảm mạnh. Nguyên nhân chủ yếu là do biên lợi nhuận của mảng nội dung số và phần mềm sụt giảm mạnh. Do phải đầu tư vào các dự án mới và mảng game online gặp khó khăn do Chính phủ ngăn cấm nên biên lợi nhuận của mảng nội dung số bị sụt giảm. Còn biên lợi nhuận của mảng phần mềm suy giảm là do các khách hàng trong nước tạm ngưng đầu tư vào CNTT làm kết quả kinh doanh của mảng phần mềm trong nước giảm mạnh. Các biên lợi nhuận của các mảng hoạt động còn lại cũng không khác biệt nhiều so với cùng kỳ. Chỉ số chi phí bán hàng trên doanh thu tăng từ 2,8% lên 3,3% trong khi chỉ số chi phí quản lý trên doanh thu không đổi ở mức 6,1%. Mặt khác, doanh thu từ hoạt động tài chính không thay đổi đáng kể nhưng chi phí tài chính giảm gần 170 tỷ do lỗ tỷ giá giảm mạnh. Nhờ đó, tỷ suất lãi ròng tăng từ 6% lên 6,7% và lợi nhuận sau thuế đạt gần 753 tỷ, tăng 5,8% so với cùng kỳ.

Triển vọng nửa cuối năm được đánh giá lạc quan nhờ vào yếu tố mùa vụ.

Về triển vọng trong 6 tháng cuối năm, FPT mới được nhận thêm một phần thị trường miền Trung của Nokia từ PET nhưng do hiện PET vẫn còn hàng tồn kho khá nhiều nên việc gia tăng thị phần này vẫn chưa thể đóng góp đáng kể vào doanh thu trong năm nay. Hai mảng phần mềm và hệ thống thông tin thường có kết quả tốt hơn trong 6 tháng cuối năm khi các hợp đồng thực hiện từ đầu năm hoàn thành và ghi nhận vào doanh thu. Trong khi đó, các mảng hoạt động khác đều có tốc độ tăng trưởng 15-30%. Doanh thu dự phóng năm 2012 ước tính 23.572,5 tỷ. Tỷ suất lãi gộp của các mảng hoạt động dự báo sẽ không thay đổi nhiều trong 6 tháng còn lại ngoại trừ mảng phần mềm và hệ thống thông tin có biên lợi nhuận tăng nhờ doanh thu tăng so với nửa đầu năm. Do đó, tỷ suất lãi gộp năm 2012 của FPT được dự phóng vào khoảng 20,2%. Sau khi ước tính các chi phí khác như chi phí bán hàng, chi phí quản lý và kết quả từ hoạt động tài chính, chúng tôi ước tính tỷ

suất lãi ròng dự báo ở mức 6,9% nên LNST dự báo đạt 1.627,3 tỷ, tương đương mức EPS là 5.945 đ/cp.

Rủi ro từ pha loãng cổ phiếu. Việc trẻ hóa đội ngũ lãnh đạo trong thời gian gần đây có thể sẽ giúp cho các chính sách phát triển của FPT trong tương lai năng động hơn. Tuy nhiên, cổ phiếu FPT có rủi ro pha loãng từ 1.800 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi. Nếu chuyển đổi toàn bộ, SLCPLH sẽ tăng thêm 27,8 triệu cổ phiếu (tăng 13,0%) và quyền sở hữu của cổ đông hiện hữu sẽ giảm đi hơn 11%.

MCK: MBB (HSX)

NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI

TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ

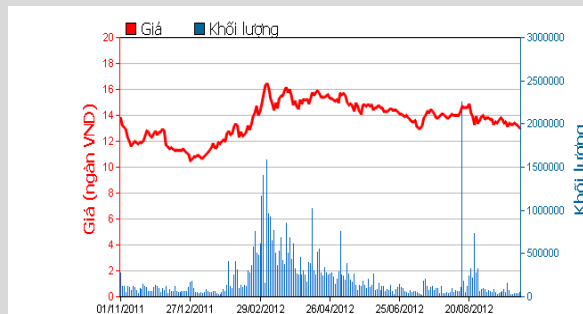
19.500

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@01/10/12) (VND)	13.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	16.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	9.700
Số CP đang lưu hành	1.000.000.000
KLGBQ/phiên (1 tháng gần nhất)	564.962
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	13.000
Trailing P/E (x)	3,9
Forward P/E (2012) (x)	3,7
P/BV (BV 30/06/12) (x)	1,0
Div Yield (2012)	>11,3%

Nguồn: Stox, RongViet Securities

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	2011A	6T/12	2012F
LNTT	2.288	2.625	1.861	3.706
LNST	1.712	2.127	1.396	2.808
Vốn điều lệ	7.300	7.300	10.000	13.000
Vốn CSH	8.882	9.642	13.022	17.567
Dư nợ cho vay	48.058	57.952	64.344	72.440
Vốn huy động	71.151	94.080	106.180	115.990
Tổng tài sản	109.623	138.831	150.870	162.638
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Dư nợ cho vay	64,9	20,6	11,0	25,0
Vốn huy động	67,8	32,2	12,9	23,3
Tổng tài sản	58,9	26,6	8,8	17,1
Vốn CSH	29,0	8,6	35,0	82,2
LNST	56,4	24,2	-	32,0
Chỉ số tài chính				
Lãi suất biên (NIM)	3,5	4,3	-	4,6

TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

Ngành ngân hàng trong thời gian gần đây đã xuất hiện khá nhiều thông tin bất lợi, không chỉ liên quan đến vấn đề nợ xấu và tăng trưởng tín dụng thấp như đầu năm. Những vụ bê bối, vi phạm pháp luật trong giới lãnh đạo một số ngân hàng gây thiệt hại cho các ngân hàng và có khả năng ảnh hưởng hệ thống, tuy nhiên mức độ ảnh hưởng nặng hay nhẹ chưa thể xác định ngay. Do đó, nhà đầu tư thận trọng tạm thời đứng ngoài quan sát thêm tình hình trước khi có quyết định đầu tư, trường hợp còn lại, MBB có thể là một lựa chọn tốt trong ngành ngân hàng tại thời điểm hiện nay.

Kết quả kinh doanh 6 tháng vượt trội so với các ngân hàng niêm yết. Tính đến hết quý 2/2012, MBB là ngân hàng duy nhất trên sàn có kết quả kinh doanh tăng trưởng về nhiều mặt. Cho vay khách hàng của MBB đạt 64.344 tỷ đồng, tăng đến 11%, trong khi các ngân hàng còn lại, có 4 ngân hàng giảm hoặc không tăng trưởng và 3 ngân hàng tăng tín dụng trong mức 2,5 -5,4%. Bên cạnh đó, huy động (gồm cả phát hành giấy tờ có giá) tăng gần 13%, trong đó tiền gửi khách hàng tăng khoảng 11%. Lợi nhuận sau thuế nửa đầu năm đạt 1.396 tỷ đồng, tăng đến 63% so với cùng kỳ.

Hiệu quả kinh doanh cao trong các năm vừa qua. MBB đạt được các tỷ suất sinh lời trên vốn khá cao và ổn định trong các năm qua, ROE và ROA bình quân 3 năm gần nhất đạt 21,3% và 1,9%; dự kiến ROA và ROE vẫn đạt mức khá trong năm 2012 (lần lượt khoảng 1,9% và 21,6%). Tỷ lệ lãi biên (NIM) cao so với ngành và các chỉ số về an toàn vốn và thanh khoản được xem là ổn định.

Lợi thế về khả năng huy động vốn với giá trị lớn và chi phí tốt. Theo quan sát của chúng tôi, MBB có lợi thế khá lớn trong việc thu hút được nguồn vốn rẻ và ổn định, khoản mục tiền gửi khách hàng của MBB luôn cao, trong khi chi phí lãi thấp. Dựa vào cơ cấu thời hạn các khoản vay và huy động, cho thấy MBB có thể đang hưởng lợi trong điều kiện lãi suất có xu hướng giảm như hiện nay. Bên cạnh đó, khả năng huy động ngoại tệ từ khách hàng của MBB thậm chí còn cao hơn cả EIB, STB, ACB và gần xấp xỉ CTG, đến cuối quý 2 đạt 27.294 tỷ đồng (quy đổi).

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2012. Chúng tôi dự báo huy động tiền gửi khách hàng cả năm của MBB sẽ đạt khoảng 107.458 tỷ đồng, tăng 20% so với năm 2011. Huy động trên thị trường 2 sẽ giảm mạnh (-20%) và huy động thông qua phát hành giấy tờ có giá sẽ theo như kế hoạch, tăng thêm khoảng 4.000 tỷ đồng dưới hình thức trái phiếu chuyển đổi (1.000 tỷ sẽ phát hành cho cổ đông hiện hữu và 3.000 tỷ cho đối tác chiến lược). Về tăng trưởng tín dụng, theo thông tin gần đây nhất, MBB được phép tăng trưởng tín dụng 25% thay vì 17% như ban đầu. Ngoài những lợi thế về khách hàng lớn ổn định như Viettel, Tổng Cục Hàng Không, Tập Đoàn Dầu Khí,..., nguồn huy động ngoại tệ ổn định cũng là một hướng để tăng trưởng tín dụng. Tổng dư nợ cho vay dự kiến sẽ tăng chậm mức trần mới (25%), tương ứng đạt 72.440 tỷ đồng.

Với những dự phóng nêu trên, thu nhập lãi thuần năm nay của MBB ước đạt 6.253 tỷ đồng, tăng 19,7% so với năm trước, mức lãi suất biên duy trì ở 4,6%. lợi nhuận sau thuế đạt 2.808 tỷ đồng, tăng 32%, tương đương EPS 2.787 VND/CP.

Ngân hàng đã thống nhất kế hoạch tăng mạnh vốn điều lệ từ 7.300 tỷ lên

Dư nợ/ Tổng tài sản	43,8	41,7	42,6	44,5
Dư nợ/ Vốn huy động	67,5	61,6	60,6	62,5
ROEA	21,7	23,0	-	20,6
ROAA	1,9	1,7	-	1,9

EPS (VND)	2.844	2.913	1.600	2.787
Giá trị sổ sách (VND/cp)	12.168	13.208	13.022	13.513
Cổ tức (%)		17,0	-	>15,0

Nguồn: BCTC MBB, *Rong Viet securities ước tính

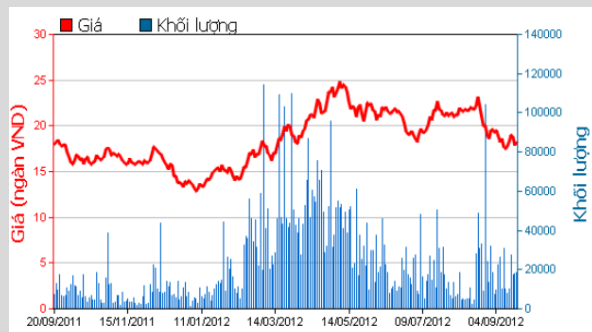
13.000 tỷ đồng, trong đó, đã tăng lên 10.000 tỷ đồng ngay trong quý I/2012. Có thể nhìn thấy định hướng mở rộng quy mô và tăng cường hoạt động kinh doanh trên một số thị trường như Lào và Campuchia của MBB. Bên cạnh đó, MBB cũng đã thống nhất tỷ lệ cổ tức năm 2012 tối thiểu là 15%.

MBB đang được định giá thấp so với cổ phiếu ngành ngân hàng nói chung. Các chỉ số định giá theo phương pháp so sánh của MBB hiện đang thấp so với bình quân ngành, trailing P/E chỉ 3,9x so với bình quân ngành ngân hàng là 4,6x và P/B chỉ 1,0x so với mức bình quân 1,4x). Ngoài ra, ở mức giá hiện tại, tỷ suất cổ tức/thị giá ít nhất cũng đạt 11,5%, hấp dẫn so với mặt bằng lãi suất hiện nay.

Rủi Ro. Nguồn huy động vốn khá dồi dào, tuy nhiên, MBB đang có tỷ lệ cho vay trên thị trường 2 khá cao. Việc đầu tư khá nhiều vào trái phiếu các tổ chức tín dụng với kỳ hạn dài (2-5 năm) tạo một khoảng chênh lệch giữa tài sản và vốn của kỳ hạn này, tiềm ẩn rủi ro thanh khoản.

MCK: HCM (HSX)**CTCP CHỨNG KHOÁN HỒ CHÍ MINH****NGẮN HẠN****ĐỊNH GIÁ****24.400****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 01/10/12) (VND)	17.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	24.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	12.500
Số CP đang lưu hành	100.602.309
KLGDBQ/phần (1 tháng gần nhất)	150.785
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.771
Trailing P/E (x)	6,5
Forward P/E (2012) (x)	6,1
P/BV (BV 30/06/12) (x)	0,8

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	2011A	6T2012	2012F
DT	470,8	480,5	330,5	637,5
LNTT	227,9	236,9	204,2	370,6
LNST	182,3	194,4	130,6	297,1
VĐL	600,0	998,5	1.008,5	1.008,5
VCSH	1.589,2	2.029,0	2.130,9	2.246,4
TTS	2.525,0	2.628,2	3.034,0	2.790,8
ROE (%)	11,5	9,6	-	13,2
ROA (%)	7,2	7,4	-	10,6
EPS (VND)	3.044	2.920	1.295	2.946
GTSS (VND)	26.486	20.320	21.129	22.275
Cổ tức (%)	17,0	15,0	-	20,0

Nguồn: BCTC HCM Rongviet Securities

TÀI CHÍNH – CHỨNG KHOÁN

Quan sát hai quý đầu năm 2012 cho thấy chiến lược kinh doanh của HCM vẫn khá an toàn, không giải ngân nhiều cho tự doanh mặc dù thị trường đã tăng rất mạnh trong quý I. Nếu chiến lược này tiếp tục duy trì cho đến cuối năm, lợi nhuận của HCM có thể giảm mạnh do lãi suất ở mức thấp. Giả định rằng thị trường sẽ hồi phục trở lại, bên cạnh đẩy mạnh cho vay ký quỹ, repo trái phiếu, HCM sẽ tiếp tục giải ngân cho tự doanh để nâng cao lợi nhuận. Giá trị sổ sách của HCM năm 2012 ước tính vào khoảng 22.200 đồng/cổ phiếu. Mức P/BV sử dụng để định giá HCM là 1,1 lần, cao hơn so với P/BV của ngành. Giá trị hợp lý của HCM được xác định vào khoảng 24.400 đồng/cổ phiếu. Cổ phiếu ngành chứng khoán thuộc nhóm cổ phiếu thị trường, độ rủi ro cao, kết quả kinh doanh thường là yếu tố hỗ trợ thêm. Chính vì vậy, nhóm chứng khoán thích hợp cho mục tiêu lướt sóng hơn là đầu tư dài hạn.

Kết quả kinh doanh 06 tháng đầu năm 2012 đạt mức tăng trưởng tốt. Lũy kế 02 quý đầu năm, HCM đạt 330 tỷ đồng doanh thu (+64% so với cùng kỳ), hoàn thành 73% kế hoạch, vẫn là sự đóng góp chủ yếu của doanh thu môi giới và kinh doanh vốn. Chi phí hoạt động kinh doanh của HCM là 84 tỷ đồng, tăng 59% chủ yếu do chi phí môi giới, lãi trái phiếu phát hành, các khoản chi phí cố định khác tăng mạnh. Lợi nhuận ròng đạt 164 tỷ đồng (+85% so với cùng kỳ), hoàn thành 66% kế hoạch. Trong quý I/2012, HCM giải ngân 60-70 tỷ đồng và khoản này được bán trong đợt tăng đến tháng 04, thu về khoảng lợi nhuận gần 10 tỷ đồng mỗi quý. Tuy nhiên do thị trường giảm mạnh trong nửa cuối quý II, HCM không giải ngân tiếp cho danh mục mới, điều này có thể nhận thấy qua số dư đầu tư ngắn hạn cuối quý II, số dư này không thay đổi nhiều so với thời điểm đầu năm.

Thị phần môi giới giả định trong nửa cuối năm vẫn không thay đổi so với nửa đầu năm. Mặc dù thị trường suy giảm mạnh từ nửa cuối quý II, nhưng với chính sách vĩ mô tích cực, kỳ vọng sẽ hỗ trợ mạnh cho thị trường trong nửa cuối quý III và quý cuối năm nay. Giá trị giao dịch bình quân dự kiến sẽ đạt ở mức 800 tỷ đồng/phần trong quý III và 2.200 tỷ đồng trong quý IV. Định hướng của HCM là tiếp tục phát triển mạnh khách hàng cá nhân, giả định thị phần môi giới mảng khách hàng này tiếp tục gia tăng 8% trong quý III và duy trì quanh mức đó cho đến hết năm; thị phần khách hàng tổ chức vẫn duy trì quanh mức 2,7%- 2,8%. Doanh thu môi giới ước tính trong 02 quý còn lại là 80 tỷ đồng, tương ứng cả năm là 169 tỷ đồng.

Kế hoạch giải ngân và repo trái phiếu dự kiến vẫn tiến hành theo ĐHCĐ. Kế hoạch giải ngân dự kiến vẫn sẽ tiến hành theo như ĐHCĐ thông qua là 200 tỷ đồng. Danh mục này sẽ được giải ngân khi thị trường hồi phục và mức sinh lời khoảng 30%, doanh thu tự doanh trong 02 quý cuối năm là 60 tỷ đồng, nâng tổng doanh thu tự doanh cả năm là 78,5 tỷ đồng. Hoạt động repo vẫn được duy trì theo định hướng của HCM tại thời điểm cuối năm, lượng trái phiếu repo khoảng 450 tỷ đồng (trong dự phóng trước chỉ giả định 240 tỷ đồng). Doanh thu kinh doanh vốn của HCM trong 02 quý cuối năm ước tính ở mức 158 tỷ đồng. Tổng doanh thu trong 06 tháng còn lại của HCM là 307 tỷ đồng.

Các khoản chi phí dự kiến vẫn sẽ ổn định trong 02 quý cuối 2012. Tổng chi phí hoạt động kinh doanh của HCM trong 02 quý còn lại được ước tính ở mức 93 tỷ đồng trong đó bao gồm: (1) Chi phí môi giới và chi phí tự doanh trong 02 quý cuối năm lần lượt là 24 và 20 tỷ đồng. (2) Lãi trái phiếu phát là 9 tỷ đồng (từ 160 tỷ đồng mệnh giá, lãi suất 11%/năm). (3) Các khoản chi phí cố định khác dự kiến sẽ không thay đổi nhiều so với 02 quý đầu năm vào khoảng 40 tỷ đồng. Thuế suất thu nhập doanh nghiệp 20%, lợi nhuận ròng là 133 tỷ đồng. Như vậy, cả năm tổng doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt ở mức 638 và 297 tỷ đồng, EPS tương đương là 2.970 đồng/cổ phiếu.

MCK: DIG (HSX)

CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN XÂY DỰNG

TRUNG - DÀI HẠN

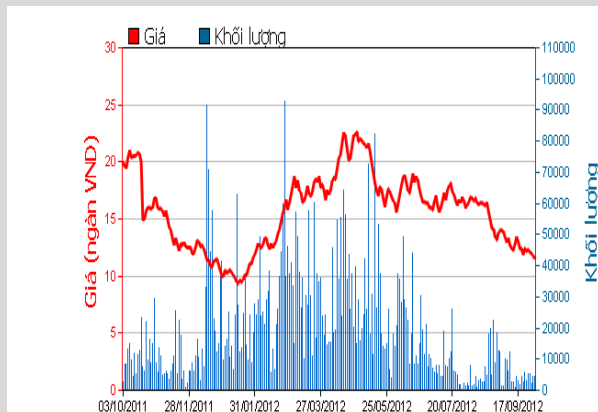
ĐỊNH GIÁ

21.000

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 01/10/12) (VND)	11.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	22.600
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	9.400
Số CP đang lưu hành	126.375.450
KLGBQ/phần (1 tháng gần nhất)	46.256
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.453
Trailing P/E (x)	14,0
Forward P/E (2011) (x)	7,5
P/BV (30/06/2012) (x)	0,6

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010	2011	6T/12	2012F
DT	1.194,5	851,8	381,3	1.075,8
LNTT	599,9	137,1	54,2	266,0
LNST	449,0	103,8	46,5	199,5
VĐL	1.000,0	1.300,0	1.299,9	1.300,0
TTS	4.227,0	4.849,3	5.000,1	4.957,9
VCSH	2.429,4	2.375,6	2.434,6	2.318,5
ROA (%)	10,6%	2,1%	-	4,0%
ROE (%)	18,5%	4,4%	-	8,6%
EPS (VND)	4.523	821	-	1.535
GTSS (VND)	24.294	18.274	-	17.835
Cổ tức (%)	5%	10%	-	20%

Nguồn: BCTC DIG, Rong Viet securities ước tính

XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN

Với quỹ đất lớn, sức khỏe tài chính tốt, cộng với kết quả kinh doanh 2012 được dự báo đạt kế hoạch, chúng tôi giữ nguyên quan điểm đánh giá DIG là một cổ phiếu hấp dẫn cho chiến lược đầu tư trong trung và dài hạn trong ngành bất động sản. Bên cạnh đó, mức giá hợp lý của DIG hiện tại theo đánh giá của chúng tôi là 21.000 đ/cp, cao hơn ~1,8x so với giá tham chiếu ngày 02/10/2012.

DIG hoàn thành 41% kế hoạch lợi nhuận ròng trong nửa đầu năm 2012. 6 tháng đầu năm 2012, DIG đạt 381 tỷ đồng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng 47 tỷ đồng. Nguồn thu trong kỳ chủ yếu là từ doanh thu bán hàng hóa – VLXD, bê tông hàng, ~223 tỷ đồng. Ngoài ra, Công ty vẫn có nguồn thu từ hoạt động xây lắp của các công ty con (~50 tỷ đồng), dịch vụ (~41 tỷ đồng) và doanh thu từ kinh doanh bất động sản (~67 tỷ đồng). Nguồn thu bất động sản trong kỳ đến chủ yếu từ ghi nhận phần doanh thu còn lại của dự án chung cư Lakeside và Seaview.... Như vậy, trong nửa đầu năm 2012 DIG đã hoàn thành được 41% kế hoạch lợi nhuận ròng của cả năm. Với đặc thù doanh nghiệp bất động sản thường ghi nhận doanh thu và lợi nhuận lớn vào cuối năm nên kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm trên chưa phản ánh được thực lực hoạt động của DIG.

Mặc dù tiến độ các dự án hiện chưa được như kỳ vọng nhưng chúng tôi đánh giá khả năng DIG hoàn thành kế hoạch 200 tỷ đồng LNST là vẫn khả thi. Hiện tại phần doanh thu đã bán dự kiến ghi nhận trong kế hoạch 2012 của các dự án: Đại Phước, Đồi An Sơn và KDC Nam Vĩnh Yên vẫn chưa đủ điều kiện hạch toán do Công ty chưa hoàn chỉnh hạ tầng để bàn giao cho khách hàng. Tuy nhiên, qua tìm hiểu chúng tôi cho rằng DIG vẫn có khả năng hoàn thành mục tiêu 200 tỷ đồng LNST năm 2012. Cơ sở cho việc thực hiện kế hoạch vẫn đến từ (1) dự án Khu biệt thự đồi An Sơn đã hoàn thành việc kinh doanh chỉ chờ ghi nhận doanh thu (~174 tỷ đồng LNST); (2) dự án Đại Phước có 6 ha đã bán cho CBCNV nhưng chưa ghi nhận (~60 tỷ đồng); (3) dự án Nam Vĩnh Yên đã ký hợp đồng bán 8,59 ha đất thương phẩm (~125 tỷ đồng). Bên cạnh đó, DIG còn ghi nhận nguồn thu từ dự án Lakeside và nguồn thu từ các hoạt động khác như xây dựng, dịch vụ....

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn là rất lớn. Với số lượng quỹ đất khoảng 478ha, DIG hiện là doanh nghiệp đứng đầu về diện tích quỹ đất, hơn hẳn 2 doanh nghiệp lớn cùng ngành là SJS và BCI. Bên cạnh đó, Đại Phước và Nam Vĩnh Yên là 2 dự án lớn có khả năng đảm bảo nguồn thu cho DIG trong nhiều năm tiếp theo. Ngoài ra, hiện DIG đang sở hữu khoảng 10 dự án đã là đất sạch, diện tích rộng, chỉ chờ triển khai hạ tầng để kinh doanh khi thị trường bất động sản diễn biến thuận lợi.

Rủi ro: Về cơ bản, rủi ro lớn nhất mà DIG phải đối mặt là rủi ro bán hàng. Do hàng hóa của ngành bất động sản là những hàng hóa có giá trị cao và có tính chất đầu cơ nên thường chịu ảnh hưởng lớn từ những chính sách vĩ mô của Chính Phủ. Việc chậm trễ trong kinh doanh sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp cũng như tiến độ triển khai các phần còn lại của dự án cũng như tiến độ triển khai các dự án khác của DIG.

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2012.



CTCP CHỨNG KHOÁN

RỒNG VIỆT – VDSC

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,
141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà

Trung – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần
Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579