

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q3.2012

Kết quả kinh doanh của hầu hết các DN trong Q3 đều có xu hướng sụt giảm so với Q2, kể cả những DN vẫn duy trì được tăng trưởng lợi nhuận 9T khả quan. Biến động rõ nét nhất được ghi nhận trong hệ thống ngân hàng khi tăng trưởng tín dụng cải thiện chậm và nợ xấu vẫn ở mức cao, nhiều ngân hàng lớn có khả năng không hoàn thành và phải điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận 2012. Các ngành sản xuất vẫn tiếp tục khó khăn do hàng tồn kho cao và sản xuất đình trệ. Điểm sáng vẫn đến từ một số doanh nghiệp lớn thuộc các ngành có tính phòng thủ cao như hàng tiêu dùng, cao su, dược hay lợi thế đặc thù như đạm, kinh doanh khí. Trên cơ sở đó, VCBS tiếp tục cập nhật 10 cổ phiếu nhận được sự quan tâm nhiều của các nhà đầu tư trong Q3. VCB tiếp tục có lợi nhuận ổn định trong Q3 với tăng trưởng tín dụng cải thiện tốt. CTG có lợi nhuận Q3 tăng mạnh do cắt giảm chi phí hoạt động triệt để. MSN, VNM và KDC là ba cổ phiếu thuộc ngành hàng tiêu dùng có lợi nhuận tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ, đặc biệt KDC tăng trưởng tốt trong Q3 do yếu tố mùa vụ và cắt giảm các khoản đầu tư không hiệu quả. GAS và DPM tiếp tục có lợi thế về quy mô, tuy nhiên lợi nhuận Q3 của DPM sụt giảm so với 2 quý trước. HAG và CII thuộc các ngành kinh doanh không thuận lợi. HAG tăng cường đầu tư vào các ngành như cao su, mía đường để bù đắp khó khăn trong BĐS, tuy nhiên đầu tư vào các ngành này đòi hỏi một thời gian nhất định nên trong Q3 cao su và mía đường chưa có đóng góp đáng kể vào doanh thu của HAG. CII tăng trưởng tốt nhờ vào hoạt động đầu tư, đồng thời hoạt động thu phí giao thông vẫn duy trì ổn định. HSG đạt mức tăng trưởng ấn tượng cho niên độ 2011 – 2012 do thị phần áp đảo và sản lượng xuất khẩu tăng mạnh.

Mã CP	LNST 9T2012 (tỷ đồng)	% yoy	Chi tiết	Dự báo LNST 2012	Khuyến nghị
VCB	3.366	-3,8%	TN lãi: +7,4% yoy. TN ngoại hối: +2,8% yoy. Tín dụng: +8,6% ytd. Tiền gửi KH: 15,5% ytd. Nợ xấu: 3,2%	4.425	MUA
CTG	4.828	+7,3%	TN lãi: -6,7% yoy. TN dịch vụ: +23,1% yoy. Chi phí HĐ: -15,8% yoy. Tín dụng: +2,6% ytd. Nợ xấu: 2,6%	5.744	NẮM GIỮ
MSN	2.155 (Pro Forma)	+19,7%	Masan consumer: 1.840 tỷ đồng LNST, +36% yoy Techcombank: 2.134 tỷ đồng LNST, -1% yoy. Mua 40% Proconco.	3.742	NẮM GIỮ
VNM	4.172	+31%	DT XK: +56% yoy, DT trong nước: +20% yoy	5.484	MUA
KDC	311	+22%	DTT: 1.668 tỷ đồng, +9% y-o-y. TSLN gộp tăng từ 40% trong 2011 lên 45%.	365	MUA
GAS	7.153	+58%	DT: 53.034 tỷ đồng, +8% yoy	9.000	MUA
DPM	2.537	+10,7%	DT: 10.463 tỷ đồng, +53% yoy. TSLN gộp giảm từ 30% Q2 xuống 28% Q3. Giá khí đầu vào: +40% yoy	3.500 – 3.750 (LNST)	NẮM GIỮ
HSG*	366	+129%	DTT: 10.088 tỷ đồng, +24% yoy. Thị phần tôn mạ nội địa tăng từ 37% trong 2011 lên 40%.	397 – 405	MUA
HAG	330	-69%	TSLN gộp giảm từ 45,7% xuống 16,5%.	840 (LNST)	NẮM GIỮ
CII	429	+2,8 lần	Tổng DT: 743 tỷ đồng, +58% yoy. DT HĐ đầu tư: +72% yoy.	501	MUA

**Lê Thị Lệ Dung**  
+84 4 3936 6425 (ext. 105)  
ltdung@vcbs.com.vn

**Lê Thị Ngọc Anh**  
+84 4 3936 6425 (ext. 116)  
ltnanh@vcbs.com.vn

**Trịnh Quang Dũng**  
+84 4 3936 6425 (ext. 104)  
tqdung@vcbs.com.vn

**Phạm Tuyết Hà**  
+84 8 3820 0775 (ext. 104)  
ptha@vcbs.com.vn

**Quách Thùy Linh**  
+84 4 3936 6425 (ext. 120)  
qtlinh@vcbs.com.vn

**Lê Thị Huyền Minh**  
+84 4 3936 6425 (ext. 121)  
lhminh@vcbs.com.vn

**Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 26**

**Thông kê cổ phiếu** theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại  
[www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp** cập nhật tại  
[www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

## VCB – Lợi nhuận Q3 tiếp tục ổn định. Huy động tăng trưởng tốt và tỷ lệ nợ xấu giảm trong Q3.

### Sự kiện chính trong Q3.2012

(1) Ngày 26/9/2012, S&P nâng xếp hạng tín nhiệm nội và ngoại tệ dài hạn của VCB từ “B+” lên “BB-”. Mức định giá đối tác tín dụng ngắn hạn của VCB vẫn được duy trì ổn định ở mức “B” từ năm 2007. Kèm theo đó, S&P cũng nâng mức đánh giá hệ thống ngân hàng lên tích cực.

(2) Tháng 10/2012 VCB bổ nhiệm ông Yutaka Abe làm phó tổng giám đốc. Ông Yutaka là đại diện của Mizuho Corporate Bank, đối tác chiến lược của VCB.

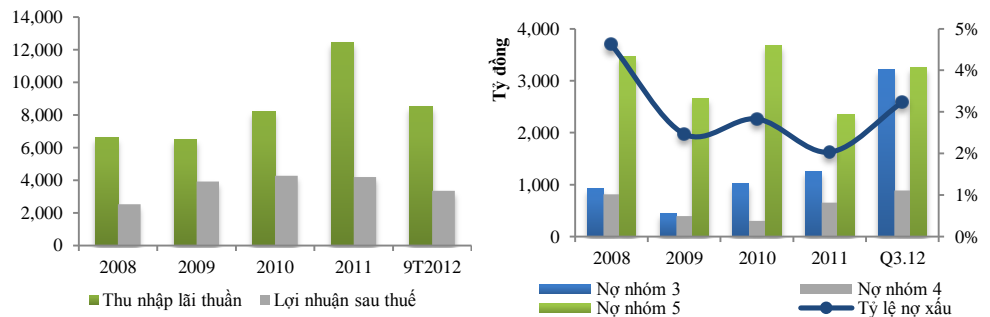
(3) VCB có thông báo chính thức về việc chốt danh sách cổ đông để lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản về việc điều chỉnh một số chỉ tiêu kinh doanh năm 2012. Ngày 28/11 là ngày giao dịch không hưởng quyền. Ngày 30/11 là ngày đăng ký cuối cùng.

### Kết quả kinh doanh 9T2012

LNST hợp nhất đạt 3.366 tỷ đồng (-3,8% y-o-y). Tăng trưởng tín dụng cải thiện rõ nét, đạt 8,6% vào cuối Q3. Hoạt động kinh doanh ngoại hối tiếp tục tăng trưởng khả quan, trong khi thu nhập lãi giảm do hạ thấp tỷ lệ lãi biên.

Trong 9T2012, LNST hợp nhất của VCB đạt 3.366 tỷ đồng (-3,8% y-o-y), trong đó thu nhập lãi thuần giảm 7,4% y-o-y, thu nhập phí dịch vụ giảm 1,9% y-o-y và thu nhập kinh doanh ngoại hối tăng trưởng 2,8% y-o-y. Các hoạt động kinh doanh chính của VCB không có biến động đáng kể trong Q3 và thể hiện đúng chính sách của Ngân hàng trong việc hạ thấp tỷ lệ lãi biên để chia sẻ khó khăn với doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, cùng lúc đó tiếp tục phát huy thế mạnh về kinh doanh ngoại hối.

Tín dụng tăng trưởng 8,6% trong 9T2012, cải thiện rõ nét từ 3% trong Q2, chủ yếu do VCB đưa ra nhiều gói cho vay với mức lãi suất ưu đãi, trên nền tảng khách hàng có chất lượng đảm bảo. Tiền gửi khách hàng tăng 15,5% so với đầu năm, trong đó tiền gửi VND tăng mạnh (+22,8% ytd) và tiền gửi ngoại tệ giảm nhẹ (-4,4% ytd). Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 3,5% trong Q2 xuống 3,2% trong Q3. Tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay khách hàng/nợ xấu của VCB vẫn ở mức cao trong Q3 (90%).



Nguồn: VCBS

### Dự báo 2012

LNST cả năm 2012 dự báo đạt 5.900 tỷ đồng (+4% y-o-y).

Trong 10T2012, LNST hợp nhất đạt khoảng 4.900 tỷ đồng. Trong đó, nguồn thu tăng trưởng khả quan nhất vẫn là hoạt động kinh doanh ngoại tệ, trong khi hai nguồn thu nhập chính còn lại là thu lãi và phí dịch vụ đều không khả quan, đặc biệt là thu nhập phí dịch vụ do thanh toán xuất nhập khẩu sụt giảm (60% nguồn thu dịch vụ đến từ xuất nhập khẩu). Trong 2 tháng cuối năm, hai nguồn thu này dự báo cũng không được cải thiện nhiều so với những tháng trước đó. Thu phí dịch vụ cả năm 2012 dự báo chỉ đạt mức tương đương năm 2011 là 1.510 tỷ đồng. Tăng trưởng tín dụng của VCB trong 10T2012 đạt 10,5%, tiếp tục cải thiện so với tháng 9, trong khi đó huy động tăng trưởng tới 18%. VCB cũng cho biết sẽ cân nhắc đầu tư thêm vào trái phiếu chính phủ, tuy nhiên mức độ đầu tư còn phụ thuộc vào diễn biến thị trường do tỷ suất sinh lời từ hoạt động này không cao.

Gần đây nhất, VCB có thông báo chính thức về việc chốt danh sách cổ đông để lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản về việc điều chỉnh một số chỉ tiêu kinh doanh năm 2012. LNST điều chỉnh từ 6.550 tỷ đồng xuống 5.800 tỷ đồng, tăng trưởng tín dụng từ 17% xuống 12%. Việc điều chỉnh này là không quá bất ngờ và sát với tình hình thực hiện của Ngân hàng trong 10T2012. Theo đó, chúng tôi dự báo LNST 2012 hợp nhất của VCB đạt mức 5.900 tỷ đồng (+4% y-o-y).

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá VCB là một trong những ngân hàng có chiến lược kinh doanh tương đối thận trọng và chắc chắn, có quan điểm nhất quán trong việc quản trị rủi ro và duy trì được chất lượng quản trị tốt. Trong giai đoạn ngành ngân hàng đang phải đối mặt với rất nhiều rủi ro như hiện nay, đây chính là điểm nhấn giúp VCB đứng vững và duy trì được hoạt động kinh doanh ổn định hơn những ngân hàng khác trong hệ thống. Do đó, chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị “MUA” cổ phiếu VCB cho mục đích đầu tư trung và dài hạn.

## CTG – Lợi nhuận Q3 được cải thiện đáng kể do cắt giảm chi phí.

### Sự kiện chính trong Q3.2012

(1) Ngày 22/8/2012 CTG triển khai gói tín dụng 10.000 tỷ cho doanh nghiệp, lãi suất 8,95%/năm. Ngày 24/8/2012 CTG triển khai gói tín dụng 5.000 tỷ cho các lĩnh vực công nghiệp, thương nghiệp, dịch vụ, nông nghiệp nông thôn với lãi suất 10,99%/năm. Ngoài ra còn có gói 5.000 tỷ hỗ trợ tín dụng cá nhân.

(2) Ngày 18/9/2012 CTG bổ nhiệm ông Phạm Văn Hoàng làm phó giám đốc phụ trách chi nhánh 2 Tp.HCM.

(3) Ngày 28/9/2012, Moody hạ xếp hạng khả năng tín dụng độc lập của CTG từ E+ xuống E. Xếp hạng tiền gửi dài hạn bằng đồng nội tệ giảm từ B1 xuống B2. Xếp hạng tiền gửi dài hạn bằng đồng ngoại tệ giảm từ B2 xuống B3. Triển vọng ở mức ổn định và xếp hạng ngắn hạn không bị ảnh hưởng.

### Kết quả kinh doanh 9T2012

LNST hợp nhất đạt 4.828 tỷ đồng (+7,3% y-o-y), chủ yếu do cắt giảm mạnh chi phí cho nhân viên. Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng lên 2,6% trong Q3 so với 2,4% của Q2.

Theo báo cáo tài chính hợp nhất Q3 của CTG, LNST trong Q3 của NH tăng mạnh, đạt 2.712 tỷ đồng (+71,4% y-o-y) và cao hơn LNST của Q1 và Q2 gộp lại (2.116 tỷ đồng). Theo đó, LNST lũy kế trong 9T2012 đạt 4.828 tỷ đồng (+7,3% y-o-y). Thu nhập lãi thuần giảm 6,7% y-o-y, lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối giảm 26,4% y-o-y, trong khi thu nhập từ dịch vụ được cải thiện (+23,1% y-o-y). Như đã nhận định trong triển vọng ngành Ngân hàng (Báo cáo thị trường chứng khoán Q3.2012), lợi nhuận Q3 của CTG sẽ được cải thiện do việc cắt giảm chi phí được tiến hành triệt để. Cụ thể, chi phí hoạt động trong Q3 của CTG sụt giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước (-47,6% y-o-y), khiến chi phí hoạt động trong 9T2012 giảm 15,8% y-o-y mặc dù con số này trong 6T2012 vẫn tăng nhẹ so với 6T2011.

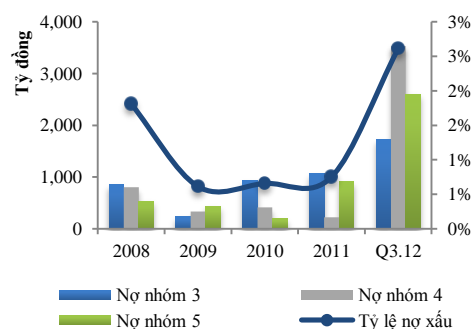
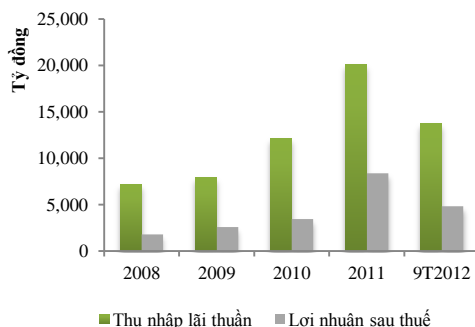
Chúng tôi lưu ý rằng CTG là ngân hàng có tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động cao nhất trong các ngân hàng niêm yết đầu ngành trong 6T2012. Cụ thể, tỷ lệ này của CTG là 51,3%, trong khi của ACB, EIB, MBB, STB và VCB lần lượt là 44,4%; 31,6%; 31,0%; 48,2% và 33,4%. Việc cắt giảm chi phí đã giúp tỷ lệ này của CTG giảm đáng kể xuống 43,7% trong 9T2012. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc cắt giảm mạnh lương nhân viên chỉ là biện pháp tạm thời nhằm duy trì lợi nhuận, nhưng không phải là giải pháp bền vững và lâu dài. Chúng tôi cho rằng CTG cần nỗ lực hơn nữa trong việc cải thiện các hoạt động kinh doanh chính như thu nhập lãi hay thu dịch vụ trong Q4.

Hoạt động tín dụng của CTG được cải thiện từ -3,1% cuối Q2 lên +2,6% ytd vào cuối Q3, trong khi tiền gửi khách hàng đạt mức tăng trưởng cao hơn (+5,2% ytd). Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng từ 2,4% trong Q2 lên 2,6% trong Q3, kéo theo tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay khách hàng/nợ xấu giảm từ 75,9% trong Q2 xuống 73,1% trong Q3. Mặc dù tín dụng được cải thiện, thu nhập lãi từ cho vay khách hàng của CTG trong 9T2012 giảm nhẹ so với cùng kỳ, cho thấy NIM của Ngân hàng bị thu hẹp trong Q3. Cơ cấu thu nhập lãi cũng cho thấy CTG đầu tư khá nhiều vào trái phiếu chính phủ (+20,4% so với cuối 2011), khiến thu lãi từ chứng khoán đầu tư tăng 8,9% y-o-y. Đây cũng là kênh đầu tư ưa thích của các ngân hàng lớn khác trong 9T2012 khi tăng trưởng tín dụng không khả quan.

### Dự báo 2012

Ước tính CTG đạt 7.659 tỷ đồng LNNT trong 2012 (-8,7% y-o-y).

Trong Q4, chúng tôi cho rằng tín dụng của CTG sẽ tiếp tục được cải thiện, tuy nhiên tỷ lệ NIM sẽ không cao. Nguồn thu phí dịch vụ cũng được dự báo tăng trưởng khả quan do thu phí kiều hối tăng lên đáng kể. Ngoài ra, do việc cắt giảm chi phí của CTG diễn ra mạnh mẽ hơn so với đánh giá của chúng tôi, đồng thời không loại trừ khả năng CTG tiếp tục cắt giảm chi phí này trong Q4, chúng tôi điều chỉnh dự báo LNNT 2012 của CTG từ 6.727 tỷ đồng lên 7.659 tỷ đồng (-8,7% y-o-y). Tuy nhiên, việc tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng sẽ là vấn đề CTG cần tập trung giải quyết trong thời gian tới.



Nguồn: VCBS, \*: số liệu riêng lẻ

**Quan điểm đầu tư**

Chúng tôi đánh giá kết quả Q3 của CTG có một số điểm tích cực như tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ và nguồn thu nhập dịch vụ được cải thiện. Tuy nhiên, việc cắt giảm chi phí mạnh tay không phải là biện pháp lâu dài để cải thiện lợi nhuận, đồng thời lo ngại về rủi ro nợ xấu vẫn còn nhiều. Do đó, chúng tôi khuyến nghị “NẮM GIỮ” với cổ phiếu CTG.

**MSN – Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng khả quan do đóng góp từ Masan Consumer.****Sự kiện chính trong Q3.2012**

(1) Masan Consumer (MSC) đăng ký mua thêm 1 triệu cổ phiếu VCF (3,76% VDL của CTCP Vinacafe Biên Hòa) dự kiến thực hiện từ 2/10 đến 2/11/2012. Sau giao dịch này MSC sẽ nâng tỷ lệ sở hữu tại VCF từ 50,25% lên trên 54,01%. Điều này giúp cho cổ đông của MSC được chia sẻ nguồn lợi nhuận lớn hơn từ khoản đầu tư đầy tiềm năng này vì chỉ trong 9T đầu năm VCF đã đóng góp cho MSC 1,406,27 tỷ đồng doanh thu và 152,62 tỷ đồng lợi nhuận.

(2) Ngày 01.10.2012, Công ty TNHH MTV Hoa Mười Giờ, công ty con do MSN sở hữu 100% vốn đã hoàn tất giao dịch mua 40% cổ phần của CTCP Việt Pháp sản xuất thức ăn gia súc (“Proconco”) từ hai nhà đầu tư nước ngoài là Prudential Vietnam Assurance Private Limited và PCA International Funds SPC với tổng giá trị giao dịch là khoảng 96 triệu USD. Với giao dịch này, MSN chính thức tham gia vào phân khúc thị trường cung cấp chất đạm (thịt, cá, hải sản) với tiềm năng tăng trưởng được đánh giá cao dựa trên sự gia tăng dân số Việt nam cũng như mức độ tiêu thụ đạm trên đầu người cũng tăng dần.

(3) Ngày 10.10.2012, MSN chính thức công bố về tổng số cổ phiếu có quyền biểu quyết đang lưu hành là 687.280.123 cổ phiếu so với số lượng 515.272.269 cổ phiếu tại thời điểm trước khi phát hành riêng lẻ và trái phiếu chuyển đổi vào tháng 6.2012.

**Kết quả kinh doanh 9T2012**

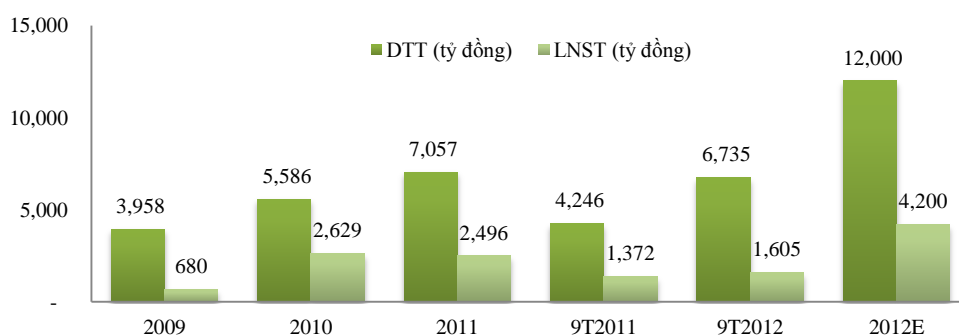
LNST hợp nhất pro forma đạt 2.155 tỷ đồng (+20% y-o-y), hoàn thành 51,31% kế hoạch tối thiểu.

MSN đã công bố BCTC hợp nhất cho Q3 và 9T2012. Theo đó, doanh thu thuần Q3 và 9T2012 đều tăng trưởng ấn tượng, đạt lần lượt 2.673 tỷ đồng (+90% y-o-y) và 6.735 tỷ đồng (+59% y-o-y). Tuy nhiên, LNST Q3 chỉ đạt 491 tỷ đồng (-12% y-o-y) và LNST lũy kế 9T2012 cũng chỉ đạt 1.605 tỷ đồng (+17% y-o-y). Nguyên nhân là do sự sụt giảm của doanh thu tài chính và sự gia tăng của các loại chi phí khác nhau, cụ thể:

+ Chi phí giá vốn hàng bán tăng nhanh hơn mức độ tăng trưởng doanh thu (103% so với 90% trong quý 3 và 66% so với 59% đối với lũy kế 9 tháng) khiến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 44% xuống còn 40% trong quý 3 và giảm từ 41% xuống còn 40% trong 9T. Hầu hết các chi phí chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn đều là nguyên vật liệu có giá cả biến động thất thường như bột mì, đậu nành, cá cơm, cà phê ... Giá lúa mì nhập khẩu về Việt Nam hiện đang ở mức 380 đô la Mỹ/tấn, tăng hơn 100 đô la Mỹ tấn so với tháng 6.2012, kéo theo giá bột mì cũng tăng trung bình 30% - 50%.

+ Doanh thu tài chính và chi phí tài chính đều giảm nhưng mức giảm của doanh thu khá mạnh, quý 3 chỉ đạt 128,5 tỷ đồng (-68% y-o-y) và 9 tháng là 684,7 tỷ đồng (-21% y-o-y) do không còn khoản lãi từ cho công ty mẹ vay và thu lại từ công ty mẹ.

+ Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng rất cao do việc mở rộng hoạt động kinh doanh, tăng cường các hoạt động quảng cáo, khuyến mãi và phát triển thương hiệu của MSC và VCF. Quý 3 và 9T 2012, chi phí bán hàng lần lượt tăng 62% và 46%, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 145% và 127% so với cùng kỳ.

**DTT và LNST của MSN qua các năm**

Nguồn: VCBS

Báo cáo Pro Forma không có sự khác biệt về doanh thu, chỉ có thay đổi về lợi nhuận thuần do có 2 giả

định được đưa thêm vào giúp cho việc phản ánh lợi nhuận phù hợp hơn trong điều kiện kinh doanh bình thường của doanh nghiệp. Theo đó, LNST lũy kế 9T2012 đạt 2.155 tỷ đồng, cao hơn 550 tỷ đồng so với báo cáo thông thường. Như vậy, so với kế hoạch tối thiểu được xây dựng trên báo cáo này, MSN hoàn thành 57% kế hoạch DT và 51% kế hoạch LNST.

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh quý 3 và 9T2012 Pro Forma**

Lợi nhuận thuần (Đvt: triệu đồng)	Q3.2012	Q3.2011	Tăng trưởng	9T2012	9T2011	Tăng trưởng	Sở hữu của MSN
MSN Pro Forma	664.400	690.240	-3,74%	2.154.940	1.799.837	19,73%	-
Masan Consumer	758.394	507.039	49,57%	1.958.328	1.353.038	44,74%	76,20%
Techcombank	452.572	619.218	-26,91%	1.681.531	1.693.709	-0,72%	30,60%

Nguồn: MSN

Ngoài ra, xem xét bảng cân đối kế toán, chúng tôi thấy rằng đòn bẩy tài chính tính đến cuối quý 3 tiếp tục duy trì ở mức khá cao. Tỷ lệ nợ chịu lãi/VCSH là 92%, cao hơn so với trung bình ngành là khoảng 45%. Tuy nhiên, hiện nay mức tăng trưởng doanh thu của MSN vẫn được duy trì khá tốt (59%), bên cạnh đó các tỷ số về thanh khoản của MSN luôn trong tình trạng khá an toàn, nên việc gia tăng đòn bẩy tài chính là không quá rủi ro, ngoài ra còn có phần tích cực trong việc cải thiện tỷ suất ROE lên 18%.

+ Sự gia tăng chủ yếu trong nợ phải trả là khoản vay và nợ dài hạn. Các khoản vay này tăng mạnh thêm 5.796 tỷ đồng trong 9T2012, bao gồm 2 khoản lớn: (1) tăng vay ngân hàng thêm 3.318,5 tỷ đồng cả tiền đồng (39%) và USD (61%). Trong đó, vay dài hạn từ các ngân hàng là 5.791 tỷ đồng, tăng 74% so với đầu năm chủ yếu là đầu tư cho dự án Núi Pháo và (2) phát hành trái phiếu trị giá 2.200 tỷ đồng đảm bảo bằng 22,3 triệu trái phiếu chuyển đổi của TCB, lãi suất năm 15%. Đồng thời, công ty cũng phát hành các quyền chọn cho phép trái chủ có thể chuyển đổi trái phiếu hoặc đăng ký mua cổ phiếu phổ thông với mức giá thực hiện là 100.000 hoặc 120.000 đồng/cổ phiếu với số lượng cổ phiếu tối đa sẽ được phát hành sẽ là 33,8 triệu cổ phiếu.

+ Vốn chủ sở hữu không biến động mạnh, chỉ giảm nhẹ 4%, tuy nhiên trong cơ cấu đã có sự thay đổi đáng kể. Thay đổi này nằm trong quá trình đơn giản hóa cơ cấu vốn trước khi MSN niêm yết ở nước ngoài vào năm 2013-2014. Tổng phần tăng của vốn cổ phần (1.720 tỷ đồng) và thặng dư vốn (5.833 tỷ đồng) gần tương đương với phần giảm trong vốn khác của chủ sở hữu (8.741 tỷ đồng). Sự thay đổi trong vốn khác của chủ sở hữu chủ yếu do công ty chủ động làm giảm số lượng công cụ vốn chủ sở hữu đã phát hành trước đó vào năm 2010 và 2011 khi thực hiện mua lại 16% lợi ích kinh tế của MasanFood, 15% lợi ích kinh tế của NPV (dự án Núi Pháo) và 16,3 triệu TPCĐ của TCB), cụ thể:

- (1) Giảm 4.104 tỷ đồng để mua lại công cụ vốn chủ sở hữu mà theo đó Công ty sẽ phải phát hành 57.929.939 cổ phiếu phổ thông có giá trị ghi sổ là 4.104.160 triệu đồng với giá mua là 4.634.395 triệu đồng (tương ứng 80.000 đồng/1 cổ phiếu).
- (2) Giảm 6.359 tỷ đồng tương đương với phát hành 96,46 triệu cổ phiếu mới để chuyển đổi công cụ vốn chủ sở hữu. Theo đó vốn cổ phần tăng lên 964 tỷ đồng và thặng dư vốn tăng lên 5.394 tỷ đồng.
- (3) Ngoài ra trong kỳ, công ty phát hành tiếp công cụ vốn chủ sở hữu nên làm tăng 1.721 tỷ đồng vốn khác của chủ sở hữu.

## CẬP NHẬT VỀ CÁC CÔNG TY CON VÀ CÔNG TY LIÊN KẾT

### Lĩnh vực thực phẩm: Masan Consumer (MSC)

MSC là nguồn đóng góp chính vào lợi nhuận của MSN. LNST của MSC tăng trưởng 38,3% y-o-y trong 6T2012 với đóng góp không nhỏ từ lợi nhuận hợp nhất của VCF.

MSC tiếp tục là nguồn đóng góp doanh thu và lợi nhuận chủ yếu cho MSN. Số liệu doanh thu thuần mà MSN ghi nhận trong kỳ đồng thời là phần MSC đã hạch toán bao gồm 2.673 tỉ đồng (+1.266 tỷ đồng, +90% y-o-y) trong quý 3 và 6.735 tỉ đồng (+ 2.489 tỷ đồng, +59% y-o-y) đối với lũy kế 9T2012. Đạt được mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng như vậy là do MSC đã định hướng đúng đắn trong việc phát triển những sản phẩm chủ lực đang được người tiêu dùng quan tâm. Bên cạnh những dòng sản phẩm cao cấp như Chinsu và Nam Ngư (đối với ngành hàng nước mắm), Ômachi (đối với ngành hàng vì ăn liền)



đang chiếm thị phần lớn thì MSC còn giới thiệu thêm những sản phẩm thuộc các phân khúc khác nhau để phục vụ nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng như mì ăn liền Yoshi (Phân khúc bình dân), Wake-up Café Saigon (mảng thị trường cà phê rang xay).

**Bảng 2: Các ngành hàng chính của MSC**

Ngành hàng	Thị phần	Nhãn hàng	Thời điểm	Phân khúc SP
Nước nắm	76%	<i>Nước nắm</i> Chin Su	T9/2003	Cao cấp
		<i>Nước nắm</i> Nam Ngư	T11/2007	Trung cấp
Nước tương	78%	<i>Nước tương</i> Chin Su	2002	Cao cấp
		<i>Nước tương</i> Tam Thái Tử	T5/2007	Trung cấp
Mì ăn liền	45%	<i>Mì ăn liền</i> Omachi	T6/2007	Cao cấp
		<i>Mì ăn liền</i> Tiên vua	2009	Trung cấp
		<i>Mì ăn liền</i> Oh Ngon	2010	Trung cấp
Cà phê	44%	<i>Cà phê hòa tan</i> Vinacafe BH		Trung cấp

Nguồn: MSN, Nielsen 2011, Euromonitor 2011

+ *Đối với ngành hàng mì ăn liền*: MSC tiếp tục củng cố và duy trì thị phần cao tại phân khúc mì gói cao cấp, ngoài ra tích cực phát triển thêm phân khúc bình dân với nhãn hàng mới là mì ăn liền “Yoshi” trong tháng 7, bên cạnh mì ăn liền Kokomi đã khá quen thuộc với người tiêu dùng. Với chiến lược marketing hướng đến tâm lý bảo vệ sức khỏe của người tiêu dùng (mì không dầu, đặc biệt được chế biến từ các loại ngũ cốc mà chất lượng vẫn đảm bảo), thị phần về mì gói của MSC hứa hẹn sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt và đóng góp tích cực vào doanh thu của Công ty.

+ *Đối với ngành hàng nước mắm*: Tiếp tục quảng bá và phát triển hai thương hiệu chính là Chin Su và Nam Ngư giúp MSC đạt được doanh số cao trong quý 3.

+ *Đối với cà phê hòa tan*: VCF tăng trưởng doanh thu khá tốt, đóng góp 21% vào kết quả kinh doanh chung của MSC. DTT quý 3 đạt 549,3 tỷ đồng (+39% y-o-y) lũy kế 9T đạt 1.386 tỷ đồng (+24% y-o-y). Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận có phần kém khả quan hơn do chi phí bán hàng tăng 68% phục vụ cho việc quảng bá và ra mắt sản phẩm “Wake up Café Saigon”. LNST quý 3 chỉ đạt 48,8 tỷ đồng (+23% y-o-y) và lũy kế 9T là 152,2 tỷ đồng (-6% y-o-y). VCF cũng đang trình xin ý kiến cổ đông về điều chỉnh kế hoạch doanh thu từ 3.000 tỷ đồng xuống còn 2.300 tỷ đồng và lợi nhuận 300 tỷ đồng thay vì 360 tỷ đồng. Theo chúng tôi đánh giá, nguyên nhân một phần có thể do MSC đang thực hiện tại cấu trúc lại hệ thống phân phối của VCF, bằng cách loại dần kênh phân phối cũ và thực hiện phân phối sản phẩm của VCF qua hệ thống bán hàng sâu rộng của MSC với hơn 180.000 điểm. Tuy nhiên giai đoạn đầu thực hiện chuyển giao và sức cầu giảm do ảnh hưởng của nền kinh tế đã khiến cho tỷ suất lợi nhuận thuần của VCF giảm nhẹ từ 15% xuống còn 11%. Chúng tôi kỳ vọng sự hiệu quả trong kênh phân phối sẽ phát huy tác dụng trong thời gian tới khi sự phối hợp giữa MSC và VCF trở nên nhịp nhàng hơn. Bên cạnh việc triển khai bán hàng tại hệ thống phân phối của MSN, VCF đã chú trọng hơn trong việc phối hợp cùng MSC để phát triển thương hiệu với việc giới thiệu một vài sản phẩm mới như cà phê hòa tan cao cấp “8 vị yêu thương” và bột ngũ cốc dinh dưỡng Kachi.

Tổng hợp những mảng hoạt động chính như trên, kết quả LNST hợp nhất quý 3 và 9T2012 của MSC lần lượt chỉ là 711 tỷ đồng (+40% y-o-y) và 1.840 tỷ đồng (+36% y-o-y). Như vậy rõ ràng là MSC có doanh thu tăng trưởng rất ấn tượng nhưng mức tăng lợi nhuận lại không tương xứng. Điều này một phần là do thu nhập tài chính quý 3 giảm 20 tỷ so với cùng kỳ năm trước khi lãi suất huy động tiền gửi ngân hàng năm nay đã giảm nhiệt. Quan trọng hơn, công ty đã chi tiêu khá nhiều vào việc mở rộng đầu tư và phát triển thị trường cũng như quảng bá thương hiệu mới khiến chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đều tăng cao lần lượt là 46% và 169%.

**Kỳ vọng tăng trưởng lớn từ thương vụ mua 40% cổ phần của CTCP Việt Pháp sản xuất thức ăn gia súc – Proconco**

Đầu tháng 10, MSN đã đại diện cho MSC mua lại 40% cổ phần Proconcon với tổng giá trị là 96 triệu USD (tương đương trên 2.000 tỷ đồng). Xem xét trong các năm gần đây, chúng tôi nhận thấy giá trị của MSN phần lớn gia tăng là nhờ những thương vụ M&A. Điển hình là việc mua lại 50,25% cổ phần VCF vào cuối năm 2011 đã đưa MSC chính thức gia nhập thị trường cà phê hòa tan và góp phần mang lại cho MSC mức doanh thu tăng trưởng đầy ấn tượng trong 9T đầu năm nay.

Việc mua lại Proconco không chỉ giúp MSN mở rộng ngành nghề mà còn hoàn tất việc xây dựng chuỗi giá trị trong ngành thực phẩm “giống sạch – thức ăn sạch – nuôi sạch – chế biến sạch – phân phối, bảo quản sạch”. Ngoài ra, Proconco đang là nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi nội địa hàng đầu của Việt Nam và chúng tôi cũng nhận thấy rằng khoản đầu tư vào Proconco là đầy tiềm năng và dự báo cũng sẽ mang lại cho MSC nguồn doanh thu và lợi nhuận đáng kể. Năm 2011, Proconco đạt sản lượng 1,2 triệu tấn với doanh thu đạt 12.400 tỷ đồng và LNST đạt 680 tỷ đồng. Bên cạnh đó, Proconco không chỉ là công ty có khả năng sinh lời cao (ROE đạt 36,2%) mà còn có sức khỏe tài chính khá lành mạnh khi được CIC – Trung tâm thông tin tín dụng của Ngân hàng Nhà nước VN- xếp hạng tín dụng AAA+. Hiện nay với việc sở hữu 40% cổ phần thì MSC sẽ thực hiện ghi nhận lợi nhuận từ Proconco theo hình thức công ty liên kết, và nếu thực hiện ghi nhận ngay trong quý 4 thì MSN có khả năng sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 4.200 tỷ đồng đã đặt ra. Tuy nhiên, hiệu quả của thương vụ M&A này đều đâu còn phụ thuộc nhiều vào kết quả kinh doanh của Proconco sau khi sáp nhập, đặc biệt là trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế, giá cả nguyên vật liệu đầu vào tăng cao và hơn 70% thị phần của thị trường thức ăn chăn nuôi vẫn thuộc về các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài.

#### Lĩnh vực ngân hàng: Techcombank (TCB)

*LNTT trong 9T2012 đã giảm so với cùng kỳ (-1% y-o-y) trong khi 6T2012 vẫn tăng trưởng 14%. Tín dụng tiếp tục suy giảm trong Q3, tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ. Đóng góp của TCB vào lợi nhuận của MSN bị âm 5,5 tỷ đồng trong Q3 nếu tính phân bổ lợi thế thương mại.*

Theo báo cáo tài chính quý 3 của TCB, LNTT trong Q3 đạt 680 tỷ đồng (-12% y-o-y). Trong đó thu nhập thuần tăng 14% y-o-y và thu nhập thuần từ dịch vụ tăng 14%. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh ngoại hối và mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư tiếp tục lỗ, trong khi chi phí hoạt động tăng 16% y-o-y và chi phí dự phòng giảm nhẹ 4% y-o-y. Điều này khiến LNTT trong Q3.2012 thấp hơn tương đối so với cùng kỳ. Lũy kế 9T2012, TCB không còn duy trì được đà tăng trưởng, LNTT chỉ đạt 2.134 tỷ đồng (-1% y-o-y) và hoàn thành 53% kế hoạch 2012. Tuy nhiên, cần lưu ý là LNTT Q3 của TCB đã được cải thiện nhiều so với Q2 (492 tỷ đồng).

Tín dụng của TCB tiếp tục suy giảm trong Q3 và tăng trưởng âm trong 9T2012 (-3% ytd), trong khi đó tiền gửi khách hàng tiếp tục được cải thiện (+10% ytd trong 9T2012). Đây cũng là xu hướng chung của nhiều ngân hàng trong hệ thống khi tăng trưởng tiền gửi vượt trội so với tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, hầu hết các ngân hàng lớn đều có sự cải thiện về hoạt động cho vay trong Q3 và TCB không đi theo xu hướng này. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu không tích cực vì thu nhập hoạt động dịch vụ cũng gắn liền với tăng trưởng tín dụng, và nhiều khả năng thu nhập từ hai mảng kinh doanh này tiếp tục tăng trưởng âm so với cùng kỳ trong Q4. Trong khi đó, kinh doanh ngoại hối và mua bán chứng khoán kinh doanh, chứng khoán đầu tư có kết quả không khả quan. Điều này sẽ khiến khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2012 của TCB ngày càng trở nên khó khăn hơn.

Mặc dù tăng trưởng tín dụng âm làm cho tỷ lệ cho vay/huy động giảm xuống còn 61% và đưa tỉ lệ an toàn vốn về mức 12.0% vào tháng 8, cao hơn so với mức quy định 9.0%, các chỉ số này của TCB trước đó đều vẫn ở mức an toàn. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu của TCB trong Q3 là 3,09%, cao hơn 2,9% trong Q2 và 2,8% trong 2011. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc cải thiện hoạt động cho vay trong Q4 là động lực chính có thể giúp TCB cải thiện lợi nhuận của mình. Nếu nợ nhóm 3-5 không tăng đáng kể như trong Q3, trong khi tín dụng được cải thiện thì tỷ lệ nợ xấu của TCB cũng giảm xuống. Nhìn chung, với kế hoạch lợi nhuận 2012 là 4.000 tỷ đồng LNTT, khả năng TCB không hoàn thành kế hoạch là tương đối cao và MSN không thể kỳ vọng quá nhiều vào đóng góp lợi nhuận của TCB trong năm nay. Với mức lợi nhuận hiện tại, TCB đang chỉ đóng góp vào mức lợi nhuận chung của MSN 514,7 tỷ đồng lũy kế 9T, tuy nhiên nếu tính phân bổ lợi thế thương mại thì sẽ bị âm 5,5 tỷ đồng trong quý 3 và chỉ có 82,5 tỷ đồng trong 9T.

**Lĩnh vực khai thác khoáng sản: Masan Resources (MSR)**

Kỳ vọng đóng góp lợi nhuận từ 2013. Đã ký được hợp đồng bao tiêu cho Florit và Bismut. Đang lựa chọn đơn vị bao tiêu cho Vonfram.

Dự án trọng điểm của Masan Resources là mỏ Núi Pháo. Đây là 1 trong những mỏ khoáng sản lớn nhất Việt Nam với trữ lượng khoảng 55,4 triệu tấn. Sản lượng khai thác của mỏ mỗi năm có thể đạt khoảng 6.000 tấn WO<sub>3</sub>, 196.000 tấn Fluorit, 360 tấn Bismuth, 5.600 tấn đồng chứa 5.000 ounce vàng nung chảy.

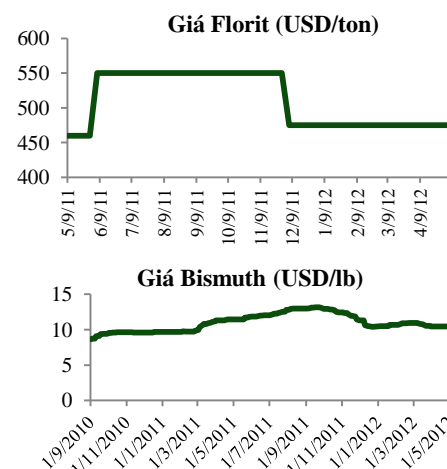
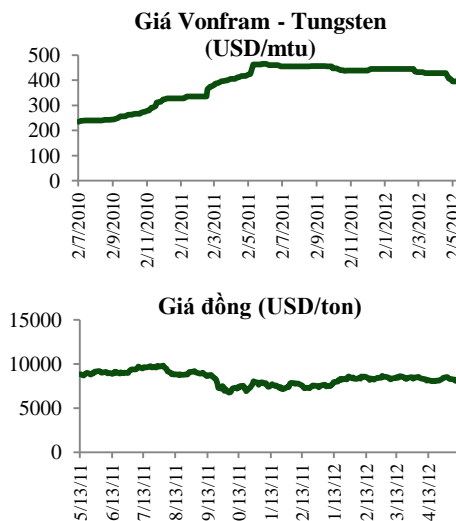
Bắt đầu triển khai dự án từ năm 2004, tuy nhiên phải đến cuối tháng 6 năm 2010 khi chính thức thuộc quyền sở hữu của MSN thì dự án mỏ Núi Pháo mới được đẩy nhanh tiến trình xây dựng. Trong năm nay, hoạt động xây dựng tiếp tục được đẩy mạnh tối đa với sự đầu tư thêm hơn 70 triệu USD chi phí vốn chỉ trong vòng 9 tháng và tiến độ xây dựng của dự án đã đến bước tiến hành lắp đặt máy móc cho nhà máy chế biến quặng. Do đó, MSR cho biết dự kiến thời gian chính thức để đưa nhà máy vào khai thác là vào khoảng quý 1 năm 2013. Ngoài ra về hoạt động khai thác, thì sẽ tiến hành với tốc độ nhanh hơn dự kiến, đảm bảo việc cung cấp quặng cho nhà máy. Việc đào và đánh giá quặng đã bắt đầu rất sớm trước khi khai thác mỏ. Theo dự kiến ban đầu, dự án Núi Pháo sẽ đóng góp khoảng 300 triệu USD doanh thu và 100 triệu USD lợi nhuận mỗi năm khi bắt đầu đi vào hoạt động.

Hiện nay, MSR đã ký kết được hợp đồng bao tiêu với Comets CMC đối với florit cấp axit, với sản lượng được bao tiêu ít nhất là 200.000 DMT florit hàng năm và hợp đồng bao tiêu khác dành cho bismut với Sidech với sản lượng bao tiêu ít nhất 2.000 DMT bismut hàng năm. Cả 2 hợp đồng đều thỏa thuận mức giá được liên kết với giá thị trường. Như vậy, với 2 hợp đồng bao tiêu này, mức doanh thu từ 2 sản phẩm này sẽ vào khoảng 142 triệu USD, tương đương 50% với doanh thu dự kiến ban đầu.

Sản phẩm	Sản lượng bao tiêu	Giá tham khảo	Doanh thu ước tính
Bismut - Bi	2.000	23.479	46.957.672
Fluorspa - CaF <sub>2</sub> (Florit)	200.000	475	95.000.000
Tổng cộng doanh thu ước tính theo HĐ bao tiêu			141.957.672

Nguồn: VCBS tổng hợp

Ngoài ra, MSR đang lựa chọn một đơn vị bao tiêu thích hợp cho sản phẩm vonfram. Hiện nay với tình hình sản xuất và giá cả trên thị trường, giá vonfram trung bình dự kiến đến cuối năm ở mức 430-475USD/10 kgWO<sub>3</sub> do trong năm nay có rất ít các dự án vonfram mới đi vào hoạt động nên nguồn cung cấp của vonfram còn hạn chế. Tuy nhiên, giá cả của vonfram dự kiến sẽ suy giảm trong giai đoạn từ giữa năm 2013 và năm 2015, bởi vì có một loạt các dự án mới đi vào hoạt động, và thị trường sẽ được đáp ứng đầy đủ bởi hầu hết năng lực sản xuất dự kiến của các nhà sản xuất vonfram. Vì thế kết quả kinh doanh của MSR còn phụ thuộc vào sản lượng được bao tiêu và giá cả được ký kết trong thời gian tới đối với sản phẩm vonfram. Ngoài ra, dự thảo về việc tăng thuế xuất khẩu khoáng sản trong đó có quặng và tinh quặng vonfram từ 20% lên 30% cũng sẽ ảnh hưởng bất lợi đến lợi nhuận của dự án.



Nguồn: Bloomberg, Metal Bulletin, Industrial Minerals



**Dự báo 2012**

LNST 2012 Pro forma ước đạt 3.742 tỷ đồng (+14% y-o-y).

Hiện nay, đóng góp chủ yếu vào doanh thu và lợi nhuận của MSN vẫn là mảng kinh doanh mặt hàng tiêu dùng thiết yếu mà MSC đang tập trung phát triển với các sản phẩm về mì ăn liền, nước mắm và cà phê. Giả định một cách thận trọng các mảng này vẫn tiếp tục duy trì khả năng tăng trưởng như 9T đầu năm mặc dù quý 4 thường là quý mang lại tăng trưởng tốt hơn về cả doanh thu và lợi nhuận thì kết quả kinh doanh MSN có thể đạt được trong năm 2012 vào khoảng 11.1454 tỷ đồng DTT (+34% y-o-y), và 3.742 tỷ đồng LNST (+14% y-o-y). Trong đó chưa tính đến việc hạch toán khoản lợi nhuận từ Proconco. Do đó, nếu hợp nhất thêm khoản lợi nhuận này thì việc hoàn thành kế hoạch 4.200 LNST Pro Forma là khả thi.

**Quan điểm đầu tư**

MSN là tập đoàn kinh tế tư nhân hàng đầu của Việt Nam hiện nay với chiến lược phát triển được định hướng rõ ràng. Tập trung vào mảng kinh doanh thực phẩm với thế mạnh về thương hiệu, quản trị và khả năng đàm phán trong các thương vụ M&A lớn trong thời gian vừa qua càng khẳng định thêm sức mạnh của MSN. Mặc dù triển vọng về Proconco và mảng hàng tiêu dùng của MSN là tương đối tốt nhưng dự án Mỏ Núi Pháo chỉ đem lại lợi nhuận bắt đầu từ 2013 và lĩnh vực ngân hàng đang gặp nhiều khó khăn. Đồng thời, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại (P/E: 23,8) khá cao so với trung bình ngành (P/E: 18,3) và có thể đã phản ánh tương đối đầy đủ tiềm năng từ những dự án và thương vụ M&A của MSN đến thời điểm này. Do đó, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị “NĂM GIỮ” đối với MSN.

## VNM – Kết quả kinh doanh 9T tiếp tục tăng trưởng ấn tượng, tích cực đầu tư nâng cao năng lực sản xuất để duy trì thị phần trong nước và phát triển ở thị trường nước ngoài.

**Các sự kiện chính trong Q3.2012**

- (1) Ngày 23.08.2012, VNM chốt danh sách cổ đông trả cổ tức bằng tiền 20%.
- (2) Ngày 23.10.2012, Nghị quyết ĐHĐCĐ 2012 thông qua việc phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ từ nguồn vốn CSH. Tỷ lệ phát hành cổ phiếu là 2:1. Số lượng cổ phần phát hành thêm tối đa là 278,06 triệu cổ phần. Nguồn vốn thực hiện phát hành cổ phần sẽ được trích từ quỹ đầu tư phát triển và LNST chưa phân phối. Ngày 21.12.2012: chốt danh sách cổ đông để nhận cổ phiếu thưởng.
- (3) Ngày 19.11.2012, Amersham Industries Limited đã chuyển nhượng 2 triệu cổ phiếu cho Dempsey Hill Asia Master Fund, giảm tỷ lệ sở hữu từ 2,35% xuống 1,99% vốn điều lệ của VNM. Ngoài Amersham Industries Limited, 5 nhà đầu tư khác là KITMC Vietnam Growth Fund 2, KITMC Worldwide Vietnam Fund 2, Vietnam Investment Property Holdings Limited, VOF Investment Limited, Asia Value Investment Limited cũng chuyển nhượng tổng cộng 1 triệu cổ phiếu cho Dempsey Hill Asia Master Fund.

**Kết quả kinh doanh 9T2012**

9T2012: VNM tăng trưởng ấn tượng: tổng DT đạt 19.897 tỷ đồng (+25% y-o-y; 75% KH), LNST đạt 4.172 tỷ đồng (+31% y-o-y; 89% KH).

Theo báo cáo tài chính 9T2012 hợp nhất, VNM tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng: tổng DT đạt 19.897 tỷ đồng (+25% y-o-y; 75% KH), LNST đạt 5.035 tỷ đồng (+34% y-o-y; 90% KH) và LNST đạt 4.172 tỷ đồng (+31% y-o-y; 89% KH). Kết quả rất tốt này của VNM đến từ các nguyên nhân chính sau:

- (1) **Về doanh thu:** DT bán ra trên 2 thị trường trong và ngoài nước đều tăng mạnh. Thị trường nội địa vẫn là thị trường chủ lực của VNM khi chiếm đến 85% DTT trong 9T2012 và đặc biệt chiếm đến 92% trong Q3 năm nay. DT nội địa trong 9T2012 tăng trưởng 20% y-o-y, chủ yếu là do tăng sản lượng trong khi giá bán chỉ tăng nhẹ khoảng 5 -7% vào thời điểm đầu năm. Đối với thị trường xuất khẩu, tính lũy kế 9T2012, VNM đã đạt kim ngạch xuất khẩu 2.865 tỷ đồng (tương đương khoảng 138 triệu USD), tăng trưởng 56% y-o-y với TSLN gộp đạt 21%. Như vậy có thể thấy chỉ trong 9T2012, DT và LN gộp từ mảng xuất khẩu đã cao hơn kết quả của cả năm 2011. Tuy nhiên, nếu so với 2 quý đầu năm, tăng trưởng DT mảng xuất khẩu vào Q3 đã có dấu hiệu chậm lại. DT chỉ đạt 545 tỷ đồng, giảm 53% q-o-q và giảm 24% y-o-y. Theo VNM cho biết, sự sụt giảm này là do lịch xếp hàng để xuất khẩu cho các đối tác không ổn định vào mỗi quý, nên có sự sụt giảm trong quý 3. Tuy nhiên, điều này không đáng lo ngại khi các hợp đồng đã được ký kết ổn định theo năm, do đó DT xuất khẩu Q4 và cả năm 2012 kỳ vọng vẫn đạt được sự tăng trưởng tốt.

Năm 2012	DTT trong nước (tỷ đồng)	+/-y-o-y (%)	Tỷ trọng (%)	DTT xuất khẩu (tỷ đồng)	+/-y-o-y (%)	Tỷ trọng (%)
Quý I	4.717	16%	80%	1.159	144%	20%
Quý II	5.850	22%	83%	1.161	83%	17%

Quý III	6.074	22%	92%	545	-24%	8%
9T2012	16.641	20%	85%	2.865	56%	15%

Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

(2) **Về cơ cấu sản phẩm:** VNM tiếp tục tập trung phát triển những sản phẩm có tăng trưởng doanh thu tốt trong những năm gần đây. Hiện nay, những dòng sản phẩm chính của VNM vẫn là sữa đặc, sữa nước, sữa bột, sữa chua, đồ uống và các sản phẩm khác với thị phần được duy trì ở mức cao. Sữa nước vốn là sản phẩm chủ lực của VNM và duy trì tăng trưởng khá tốt trong năm nay. Ở sản phẩm này đối thủ lớn nhất của VNM là Dutch Lady, tuy nhiên với 50% thị phần, VNM vẫn có khả năng cạnh tranh tương đương và liên tục tung ra sản phẩm chất lượng cao như sữa tươi công thức ADM được người tiêu dùng đón nhận.

Đối với các sản phẩm truyền thống như sữa đặc và sữa chua, VNM gần như không có đối thủ với khả năng chiếm lĩnh gần như hoàn toàn thị trường, lần lượt chiếm 80% và 90% thị phần, do đó tốc độ tăng trưởng doanh thu luôn được duy trì khá ổn định. Đối với sản phẩm sữa bột, VNM hiện chiếm 30% thị phần trong nước về sản lượng, và dự kiến khi nhà máy Dielac 2 đi vào hoạt động sẽ giúp gia tăng sản lượng, dự kiến sẽ giúp đẩy mạnh doanh thu xuất khẩu.

(3) **Về chiến lược:** Chiến lược phát triển sản phẩm VNM đang hướng tới là cung cấp các sản phẩm ngày càng có giá trị dinh dưỡng và chất lượng cao với giá cả hợp lý để đáp ứng tốt nhất nhu cầu của người tiêu dùng, điển hình là việc tung ra một loạt các sản phẩm mới trong năm 2012 như sữa đậu nành Goldsoy, sữa Vinamilk Sure Prevent dành cho người lớn tuổi, Sữa chua Collagen, Dielac Optimum... Những sản phẩm này sẽ góp phần giúp cho mức tăng trưởng về doanh thu của VNM tiếp tục duy trì ở mức ấn tượng, trên 20% mỗi năm.

(4) **Về chi phí:** VNM tiếp tục thực hiện chương trình quản lý và kiểm soát chi phí hiệu quả, đồng thời gặp thuận lợi khi nguyên vật liệu đầu vào giảm giá:

+ Chi phí GVHB tăng nhẹ 6% trong quý 3, và tăng 20% trong 9T2012 thấp hơn mức tăng trưởng DTT giúp cho TSLN gộp được cải thiện từ 31% lên 34% trong 9T2012. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong CP GVHB chủ yếu là chi phí nguyên vật liệu (trên 90%), bao gồm các nguyên liệu chính như bột sữa – đầu vào để sản xuất sữa bột, sữa nước, sữa đặc; sữa tươi – đầu vào để sản xuất sữa nước, đường, dầu thực vật... Trong đó, bột sữa chiếm đến 70% nguyên liệu đầu vào đều nhập khẩu từ nước ngoài và giá cả nhìn chung giảm so với cùng kỳ năm trước (-7% y-o-y). Ngoài ra, VNM cũng có sự chủ động nhất định từ nguồn nguyên liệu trong nước, đó là sữa tươi nguyên liệu chiếm khoảng 20%-25%. Bên cạnh 5 trang trại với khoảng 7.000 con bò sữa, VNM còn liên kết với người nông dân trong đầu tư và hướng dẫn kỹ thuật chăn nuôi 61.000 con bò sữa, thu mua 500 tấn sữa/ngày với giá cả hầu như do VNM quyết định. Sản lượng sữa tươi VNM đang thu mua chiếm gần 60% sản lượng sữa khai thác trên cả nước. 9T2012, VNM thu mua 129 triệu lít sữa bò tươi nguyên liệu của nông dân và từ 5 trang trại của công ty với giá trị 1.300 tỷ đồng (+19% y-o-y). Dự kiến trong tương lai, VNM sẽ đầu tư phát triển đàn bò để gia tăng tính chủ động về nguyên liệu lên khoảng 35%-40%, giúp việc kiểm soát chi phí giá vốn ngày càng hiệu quả hơn.

+ Tỷ trọng CP bán hàng/DTT là 9%, được duy trì khá ổn định như những năm trước, thể hiện chiến lược đầu tư khá rõ ràng của VNM trong việc xây dựng thương hiệu sản phẩm chất lượng cao, nhằm củng cố và duy trì thị phần của các dòng sản phẩm hiện hữu, cũng như quảng bá cho các sản phẩm mới. CP bán hàng trong 9T2012 tăng 30% y-o-y chủ yếu là chi phí quảng cáo (+27% y-o-y), khuyến mãi (+42% y-o-y) và hỗ trợ nhà phân phối (19% y-o-y). Hiệu quả của chiến lược này thể hiện khá rõ trong kết quả tăng trưởng doanh thu ấn tượng gần 4.000 tỷ đồng lũy kế 9T (+25% y-o-y).

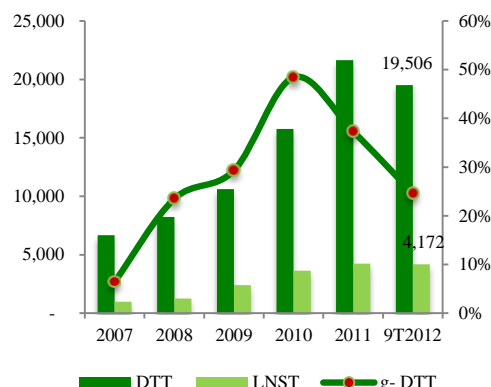
+ Chi phí quản lý doanh nghiệp (CPQLDN) chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong giá thành sản phẩm (chỉ khoảng 2%) và có mức tăng hợp lý (+ 20% y-o-y) thấp hơn so với mức tăng doanh thu 25%. Chiếm tỷ trọng cao nhất trong CPQLDN là CP lương cho nhân viên (31%) cũng chỉ tăng 18%.

(5) **Hoạt động tài chính** khá hiệu quả khi mang về lợi nhuận 346 tỷ đồng (+14%). Mặc dù DT tài chính giảm 28% y-o-y chủ yếu do lãi tiền gửi và lãi trái phiếu giảm lần lượt 28% và 11% nhưng CP tài chính giảm mạnh đến 91% nên tổng tác động của hoạt động tài chính lên kết quả lợi nhuận vẫn là tích cực. CP tài chính sụt giảm, chủ yếu là do CP lãi vay giảm -76% y-o-y, lỗ chênh lệch tỷ giá thực hiện và chưa thực hiện giảm 68% y-o-y, đặc biệt hoàn nhập tới 58 tỷ đồng dự phòng tổn thất đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn do thanh lý dần các khoản đầu tư tài chính, trong đó có việc giảm tỷ lệ sở hữu tại VPK để tập

trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Nhìn chung lũy kế 9T2012, kết quả kinh doanh hợp nhất của VNM khá tốt. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng mặc dù TSLN được duy trì ổn định ở mức cao nhưng rõ ràng tốc độ tăng trưởng doanh thu đã có phần chững lại và giảm so với 2 năm trước đó, tăng trưởng doanh thu trong năm 2010 và 2011 lần lượt đạt 48% và 37%. Điều này là do sự cạnh tranh trong nước đang ngày càng gia tăng và tình hình kinh tế khó khăn trong 2 năm gần đây khiến sức mua của người tiêu dùng bị ảnh hưởng.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng DTT, LNST qua các năm**



**Biểu đồ 2: Tỷ suất lợi nhuận qua các năm**



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

*Năng lực sản xuất tiếp tục được đầu tư và nâng cao*

Hiện nay VNM đã có 10 nhà máy sản xuất sữa hiện đại từ Bắc vào Nam và đã chạy hết 100% công suất và một nhà máy sản xuất sữa ở New Zealand. Năm 2012, VNM tiếp tục đầu tư nâng cao năng lực sản xuất phục vụ chiến lược dài hạn để trở thành một trong 50 công ty sữa lớn nhất thế giới, với doanh số 3 tỷ USD/năm vào năm 2017. Trong 9T2012, VNM đã đầu tư hơn 2.500 tỷ đồng mua sắm và xây dựng TSCĐ, tăng mạnh 114% y-o-y, để nâng cấp và sửa chữa các nhà máy hiện hữu, cũng như đầu tư cho 4 nhà máy mới.

+ Đối với thị trường trong nước: Trong quý 3, VNM đã khởi công xây dựng nhà máy sữa Lam Sơn tại Thanh Hoá với tổng vốn đầu tư khoảng hơn 276 tỷ đồng; công suất thiết kế khoảng 156 triệu hũ sữa chua ăn/năm, 60 triệu lít sữa tiệt trùng/năm. Dự kiến nhà máy sẽ hoàn thành và chính thức đi vào hoạt động vào ngày 30/4/2013, nhằm phục vụ cho các thị trường Thanh Hoá, Nam Định, Thái Bình và Ninh Bình.

+ Đối với thị trường xuất khẩu: VNM đã tập trung đầu tư vào 3 nhà máy mới trong giai đoạn 2011-2012. Trong đó có nhà máy sữa ở Đà Nẵng đi vào hoạt động vào tháng 8 năm nay và 2 nhà máy còn lại sẽ vận hành vào quý 1 năm sau giúp cho năng lực sản xuất của VNM sẽ được cải thiện đáng kể.

(Đvt: tỷ đồng)	Tổng mức đầu tư đến 2016	Thực hiện các năm trước	KH giải ngân 2012	Giải ngân 2013-2016
Dự án Nhà máy sữa Việt Nam (1)	2.349	415	1.651	283
Dự án Nhà máy sữa Dielac II (2)	1.906	569	958	379
Dự án Nhà máy sữa Đà Nẵng (3)	421	204	176	40
<b>Tổng đầu tư vốn cho 3 dự án</b>	<b>4.676</b>	<b>1.188</b>	<b>2.785</b>	<b>702</b>

Nguồn: VNM

- (1) Nhà máy ở Bình Dương công suất tương đương gần 9 nhà máy hiện nay của VNM, giai đoạn 1 cho 400 triệu lít sữa/năm, giai đoạn 2 sẽ nâng công suất lên 800 triệu lít sữa/năm. Nhà máy hoàn toàn tự động hóa và được vận hành bằng robot (vận hành vào quý 1.2013).
- (2) Nhà máy chuyên sản xuất sữa bột trẻ em Dielac 2 ở Khu công nghiệp Việt Nam - Singapore mà

VNM mua lại của Công ty F & N, công suất 54.000 tấn/năm (vận hành vào quý 1.2013).  
(3) Nhà máy sữa Đà Nẵng chuyên sản xuất sữa tươi, sữa chua (vận hành vào tháng 8.2012).

### Dự báo 2012

Năm 2012, dự báo VNM sẽ đạt 27.368 tỷ tổng DT (+24% y-o-y) và 5.484 tỷ LNST (+30% y-o-y).

Năm 2012, VNM đặt kế hoạch 26.480 tỷ đồng tổng DT, tăng trưởng 20% và 4.690 tỷ đồng LNST, tăng trưởng 11%. Như vậy trong lũy kế 9 tháng, VNM đã hoàn thành 75% chỉ tiêu doanh thu và 89% chỉ tiêu lợi nhuận của năm 2012.

Mặc dù 2012 là một năm khó khăn với ngành công nghiệp chế biến nhưng riêng ngành sữa vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt 19,9%. Bên cạnh đó chúng tôi cho rằng với vị thế nắm giữ hơn 40% thị phần ngành, ở một số dòng sản phẩm sữa đặc và sữa chua, chiếm giữ từ 80% - 90% thị phần, VNM có thể đạt mức doanh thu cao hơn từ 3%-4%. Vì thế ở một mức độ lạc quan hơn, chúng tôi dự báo cả năm VNM sẽ đạt 27.368 tỷ tổng doanh thu (tăng trưởng 24%) và 5.484 tỷ LNST (tăng trưởng 30%). Trong đó, doanh thu xuất khẩu của VNM dự kiến đạt khoảng 4.436 tỷ đồng, tăng 60% so với 2011. Theo đó, mức EPS dự phóng của 2012 sẽ là 9.861 đồng, và PE dự phóng là 13.

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA cho cổ phiếu VNM

Với kết quả kinh doanh ấn tượng, cùng sự tăng trưởng ổn định và kỳ vọng sẽ tiếp tục phát triển bền vững trong tương lai, VNM được đánh giá là một doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt, đồng thời là một cổ phiếu tốt. Ngoài ra, VNM còn được biết đến là cổ phiếu có lịch sử chi trả cổ tức cao và ổn định (30%-40%). Giá cổ phiếu của VNM cũng phản ứng khá tốt với các thông tin về chi trả cổ tức, hay phát hành tăng vốn. Theo tiền lệ như các năm trước, cổ phiếu VNM đã chứng kiến sóng tăng giá khá mạnh (khoảng 50%) kèm thanh khoản tăng cao từ đầu tháng 8 đến nay. Do đó chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VNM.

## KDC – Sau khi để lỗ 8 tỷ đồng trong Q2, KDC ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trong Q3 nhờ kinh doanh tốt từ các sản phẩm mang tính mùa vụ và quản lý tốt chi phí đầu vào.

### Các sự kiện chính trong Q3.2012

Ngày 31.08.2012, KDC chốt danh sách cổ đông nhận cổ phiếu thưởng 20%. Ngày 26.10.2012, chính thức giao dịch 26.403.744 cổ phiếu phát hành thêm, nâng tổng số lượng CPDLH là 158.429.369 cổ phiếu, trong đó có 1.492.256 cổ phiếu quỹ.

(2) Ngày 05.11.2012, CTCP Kinh Đô Bình Dương đăng ký mua 8 triệu cổ phiếu, nâng số lượng cổ phiếu nắm giữ lên 13,4 triệu cổ phiếu, để trở thành cổ đông lớn với tỷ lệ sở hữu 8,379%. Thời gian giao dịch dự kiến 15.11.2012-15.12.2012.

(3) Ngày 19.11.2012, TGD Trần Lê Nguyên đã mua 1.827.290 cp nâng số lượng cổ phiếu nắm giữ lên 13.498.668 đơn vị tương ứng tỷ lệ sở hữu là 8,44%. Trước đó, số lượng được đăng ký mua là 3 triệu cổ phiếu, tuy nhiên do biến động thị trường ngoài mức giá mục tiêu, nên không mua được hết số lượng như đã đăng ký.

(4) Ngày 21.11.2012, một số cổ đông nội bộ đăng ký bán cổ phiếu:

+ Phó TGD Trần Tiến Hoàng đăng ký bán 117.482 cổ phiếu. Thời gian giao dịch dự kiến 26.11.2012 - 26.12.2012. Ngày 23.11.2012, đã hoàn tất bán số cổ phiếu như đã đăng ký. Số lượng cổ phiếu nắm giữ sau giao dịch chỉ là 15.000 cổ phiếu.

+ Vương Thu Bình – em của Bà Vương Ngọc Xiêm, TV HĐQT kiêm Phó TGD – đăng ký bán 300.639 cổ phiếu. Thời gian giao dịch dự kiến 27.11.2012 - 27.12.2012.

### Kết quả kinh doanh 9T2012

9T2012, DTT đạt 3.218 tỷ đồng (+6%y-o-y), LNST dương trở lại 311 tỷ đồng (22% y-o-y) sau khi báo lỗ 8 tỷ đồng vào Q2.

Theo BCTC hợp nhất Q3, KDC công bố KQKD khá ấn tượng sau khi báo lỗ 8 tỷ đồng vào quý trước. DTT và LNST Q3 lần lượt đạt 1.668 tỷ đồng (+9% y-o-y), và 318 tỷ đồng (+43% y-o-y) giúp cho lũy kế 9T2012, DTT đạt 3.218 tỷ đồng (+6%y-o-y), LNST dương trở lại 311 tỷ đồng (22% y-o-y). Sự phục hồi khá mạnh của lợi nhuận có được nhờ sự đóng góp tích cực trong tăng trưởng doanh thu đồng thời với khả năng quản lý tốt các chi phí đầu vào của doanh nghiệp, và đặc biệt không còn khoản lỗ thoái vốn từ đầu tư tài chính.

- Trong Q3, DTT đạt 1.668 tỷ đồng tăng 9% y-o-y, nhưng tăng mạnh đến 98% q-o-q thể hiện tính biến động doanh thu theo mùa vụ vốn là đặc thù của KDC. Mặc dù lo ngại tình hình doanh thu bị ảnh hưởng do suy thoái kinh tế, nhưng mức tiêu thụ đối với thương hiệu bánh Trung thu của Kinh Đô vẫn không hề sụt giảm. Lợi thế về uy tín và thương hiệu đã phát huy tốt tác dụng trong thời điểm hiện nay, khi vấn đề

chất lượng thực phẩm đang được người tiêu dùng đặc biệt quan tâm. Trong khi tình trạng tồn đọng xảy ra khá nhiều ở các cửa hàng bánh trung thu nhỏ không có thương hiệu, thì việc tiêu thụ sản phẩm bánh trung thu của Kinh Đô diễn ra khá thuận lợi. KDC cho biết, doanh thu bánh Trung thu năm nay đạt khoảng 740 tỷ đồng, tăng 13% y-o-y, trong đó chủ yếu là do tăng sản lượng (+10% y-o-y) và giá tăng không đáng kể (+3% y-o-y). Bên cạnh đó, mảng kem tăng trưởng khá tốt nhờ vào việc đầu tư thêm dây chuyền sản xuất kem vào cuối năm 2011. Năng lực sản xuất qua đó được cải thiện để đáp ứng tốt sức bật về cầu gia tăng trong mùa hè năm nay giúp doanh thu kem cũng tăng trưởng đáng kể đến 31%. Trong bối cảnh kinh tế khó khăn, cầu đối với sản phẩm bánh kẹo bị ảnh hưởng không nhỏ, do đó việc KDC chú trọng vào các sản phẩm có biên lợi nhuận cao như bánh cracker cùng các sản phẩm theo mùa như bánh Trung thu (TSLN gộp trên 55%) và kem (TSLN gộp trên 30%) tỏ ra khá hiệu quả.

- Kiểm soát tốt chi phí đầu vào:

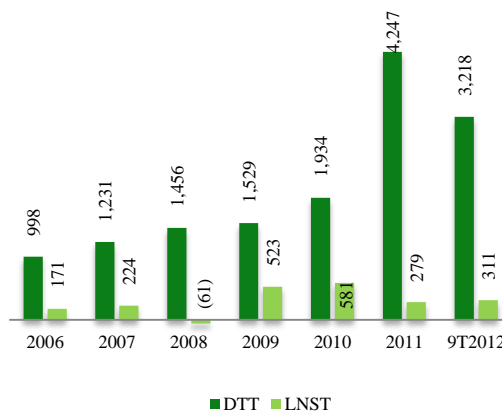
+ CP GVHB giảm nhẹ 1% y-o-y trong Q3 và 2% y-o-y lũy kế 9T đã giúp cho LN gộp tăng đến 17% y-o-y, cải thiện TSLN gộp lên 45% so với 40% của năm 2011. GVHB chủ yếu bao gồm chi phí nguyên vật liệu, bao bì đóng gói..., trong đó CP NVL chiếm đến 70% giá thành. Một số nguyên vật liệu chính có diễn biến giá khá thuận lợi giúp tiết kiệm đáng kể chi phí giá vốn: giá trứng gia cầm giảm 38 - 40%, giá đường giảm 20%. Giá bột mì nhập khẩu giảm 5% trong 2 quý đầu năm sau đó tăng nhẹ trở lại trong quý 3, tuy nhiên do hợp đồng mua nguyên liệu được ký trước 3-4 tháng nên không ảnh hưởng đến giá vốn trong Q3.

+ CP bán hàng và CPQLDN cũng được kiểm soát với mức tăng hợp lý. CP bán hàng Q3 là 387 tỷ đồng, tăng 10% y-o-y, chủ yếu nhằm đẩy mạnh các hoạt động bán hàng trong dịp tết trung thu, góp phần mang lại tăng trưởng DT 9%. CPQLDN giảm 14% y-o-y trong Q3, do việc sắp xếp và cơ cấu nhân sự và áp dụng chính sách lương phù hợp trong bối cảnh kinh tế khó khăn. Hiện nay chiếm 50% các CP hoạt động là CP cố định dành cho hệ thống phân phối của KDC. Công ty cũng dự kiến tập trung khai thác và nâng cao hiệu quả của hệ thống phân phối bằng cách đưa vào các sản phẩm tiêu dùng khác như mỹ phẩm vào đầu năm sau.

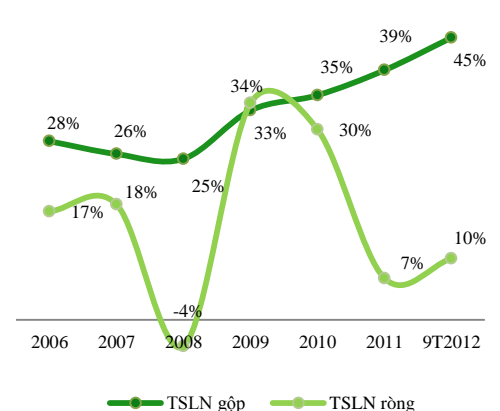
- Hoạt động tài chính vào quý 3 đã tỏ ra hiệu quả hơn khi mang về lợi nhuận 9 tỷ đồng so với khoản lỗ 51 tỷ đồng trong 6T đầu năm chủ yếu từ việc thoái vốn ở Nutifood đã lỗ ròng 71,317 tỷ đồng trong quý 2. Trong Q3, KDC tiếp tục thanh lý các khoản đầu tư chứng khoán, chịu lỗ khoảng 720 triệu đồng, bù lại công ty không phải trích lập dự phòng giảm giá khoảng 10 tỷ đồng như Q3/2011. Ngoài ra chi phí lãi vay giảm 21% y-o-y, do công ty cũng tranh thủ trả bớt nợ khi có dòng tiền kinh doanh thu về khá tốt.

Nhìn chung, kết quả kinh doanh của KDC đạt được là khá tích cực, LNST tăng lần lượt 43% trong Q3, và 22% trong 9T cho thấy nỗ lực của KDC trong bối cảnh khó khăn hiện nay. Rõ ràng sau khi thoái vốn khỏi những khoản đầu tư không hiệu quả, việc tập trung vào ngành nghề chính là kinh doanh bánh kẹo đã mang lại những tín hiệu khá lạc quan.

Tăng trưởng DTT, LNST qua các năm



TSLN qua các năm



Nguồn: KDC, VCBS tổng hợp

Tiếp tục thanh lý khoản đầu tư chứng khoán, tạm hoãn thi công các dự án BĐS.

Xem xét biến động tài sản đáng chú ý trong kỳ. Khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (chiếm 13% trong tổng giá trị đầu tư) giảm 31% do công ty đã thực hiện thanh lý 43 tỷ đồng đầu tư chứng khoán và giảm 108 tỷ đồng cho công ty TNHH Đầu tư Kinh Đô vay. Hiện nay danh mục chứng khoán KDC đang nắm giữ chỉ



còn 49 tỷ đồng chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết. Khoản đầu tư tài chính dài hạn (tỷ trọng 87%) vẫn duy trì số dư khá lớn, trong đó chủ yếu là khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết (75%). Đây là khoản đầu tư vào các công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản: CTCP Đầu tư Lavenue với dự án Khu Thương mại Khách sạn 5 sao & căn hộ dịch vụ Lavenue Crown (1.050 tỷ đồng), CT TNHH Tân An Phước với dự án An Phước Tower tại Thủ Đức (203,8 tỷ đồng), CTCP BĐS Thành Thái (1,8 tỷ đồng). Do tình trạng đóng băng của thị trường BĐS trong những năm gần đây, hiện các dự án này đều đang tạm hoãn thi công. Tỷ trọng của đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm khá nhỏ trong tổng giá trị đầu tư, do đó việc giảm đầu tư tài chính ngắn hạn chỉ góp phần tích cực trong việc giảm khoản dự phòng giảm giá chứng khoán và không tác động quá nhiều đến KDC khi khoản đầu tư dài hạn vào BĐS vẫn khá lớn.

*Hệ số nợ thấp giảm gánh nặng chi phí lãi vay.*

Chúng tôi cho rằng KDC sử dụng khá linh hoạt công cụ đòn bẩy tài chính để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong kỳ, hệ số nợ giảm đáng kể từ 34% xuống còn 24% do công ty tiến hành trả bớt nợ nhờ kết quả kinh doanh tốt, tiền thu hồi được nhanh. Thông thường hệ số nợ của KDC chỉ tăng nhẹ để tài trợ cho nguồn vốn lưu động vào dịp trước Tết Trung Thu và Tết Âm lịch. Hiện nay KDC vẫn còn hạn mức khá lớn đối với các ngân hàng. Cơ cấu nợ của KDC chủ yếu là nợ ngắn hạn (85%) với mức lãi suất dao động từ 12%-16%. Cụ thể, vay nợ ngắn hạn NH chỉ khoảng 314 tỷ đồng (-65% y-o-y) và vay nợ dài hạn NH là 54 tỷ đồng (-52% y-o-y).

### **Dự báo 2012**

*Ước tính năm 2012, KDC sẽ đạt 4.449 tỷ đồng DT (81% KH) và đạt 486 tỷ đồng LNTT (97% KH).*

Năm 2012, KDC đặt kế hoạch 5.500 tỷ đồng DT và 500 tỷ đồng LNTT ( kỳ vọng tăng 30% DT và 43% LNTT so với thực hiện năm 2011). Lũy kế 9T2012, công ty đã hoàn thành 59% KH DT và 81% KH LNTT. Ban điều hành của KDC cho biết, mặc dù tình hình môi trường hoạt động còn nhiều khó khăn, tuy nhiên công ty vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt do tập trung phát triển ngành nghề kinh doanh chính, do đó lợi nhuận sẽ tiếp tục ổn định đến cuối năm. Dự kiến trong Q4, KDC đưa ra thị trường hơn 3.800 tấn bánh kẹo các loại phục vụ người tiêu dùng, tăng 20% sản lượng trong đợt Tết, và không chủ trương tăng giá bán. TSLN gộp trong Q4 có khả năng sẽ giảm do một số mặt hàng phục vụ Tết nguyên đán có mức lợi nhuận biên không cao. Chúng tôi ước tính năm 2012, KDC sẽ đạt 4.449 tỷ đồng DT (81% KH) và đạt 486 tỷ đồng LNTT (97% KH).

### **Quan điểm đầu tư**

*Chúng tôi khuyến nghị MUA cho cổ phiếu KDC.*

Trong những năm gần đây các mảng hoạt động khác (BDS và đầu tư CK) đã ảnh hưởng khá nhiều đến KQKD của KDC, khiến lợi nhuận của KDC liên tục bất ổn qua các năm. Tuy nhiên, hiện nay ban lãnh đạo công ty đã chủ động thực hiện quá trình tái cấu trúc, loại bỏ những khoản đầu tư không hiệu quả để tập trung vào ngành nghề kinh doanh chính. Đồng thời đối với kinh doanh thực phẩm, KDC cũng đang giảm tỷ lệ phụ thuộc vào các mặt hàng mang tính mùa vụ, chú trọng tham gia thêm các phân khúc khác và các sản phẩm khác đang rất tiềm năng. Chúng tôi cho rằng, với lợi thế về thương hiệu và thị phần cùng KQKD 9T phục hồi ấn tượng như một tín hiệu lạc quan cho tiến trình tái cấu trúc đang thực hiện, KDC là cổ phiếu thích hợp để đầu tư dài hạn.

Hiện tại, EPS trailing của KDC đang đạt 2.723 đồng, P/E trailing và P/B trailing đạt lần lượt 14,6 lần và 1,7 lần – thấp hơn so với P/E và P/B trung bình ngành thực phẩm đang đạt 17,9 lần và 4,3 lần. Tuy nhiên giá cổ phiếu KDC đã tăng khá nhiều trong thời gian qua (tăng hơn 50% kể từ giữa tháng 9), cộng với room nước ngoài cũng đã hết, nên khả năng tăng giá sẽ bị hạn chế. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên cân nhắc thời điểm MUA hợp lý đối với KDC.

## **GAS – Triển vọng tăng trưởng tốt do lợi thế đầu ngành**

### **Các sự kiện chính trong 9T2012**

- (1) 21/11/2012: Nghị quyết HĐQT về việc tạm ứng cổ tức năm 2012 bằng tiền mặt với tỉ lệ 10%. Ngày chốt quyền: 06/12/2012. Ngày chi trả: 31/12/2012.
- (2) 23/10/2012: ĐHĐCĐ bất thường năm 2012 đã thông qua sửa đổi, bổ sung Điều lệ GAS. Theo đó, bổ sung nội dung “nạp LPG vào chai, xe bồn” vào Điều lệ Tổng CTCP Khí Việt Nam.
- (3) 02/10/2012: GAS giải trình những lưu ý của kiểm toán trong báo cáo soát xét bán niên 2012 theo yêu cầu của UBCKNN. Theo đó, doanh thu ghi nhận từ hoạt động vận chuyển và bán khí trong tháng 5 và 6/2012 sẽ được hạch toán vào KQKD cuối năm 2012. Tương tự, doanh thu hoạt động vận chuyển và bán khí trong tháng 11 và 12/2011 đã được GAS hạch toán vào KQKD 6 tháng đầu năm 2012.
- (4) 22/08/2012: Nghị quyết HĐQT về việc tạm ứng cổ tức năm 2012 bằng tiền mặt với tỉ lệ 10%. Ngày

chốt quyền: 05/09/2012. Ngày chi trả: 28/09/2012.

- (5) 16/08/2012: GAS lọt vào rổ MSCI Frontier Index. MSCI Frontier Index đại diện cho 98% vốn hóa của 31 thị trường 'biên', xếp sau các thị trường phát triển và thị trường mới nổi. Việt Nam là 1 trong 4 quốc gia Châu Á được MSCI lựa chọn cổ phiếu đưa vào danh mục.
- (6) Tháng 7/2012, GAS công bố thành lập 4 chi nhánh tại Đồng Nai, Quảng Ngãi, Hải Phòng (ngành nghề chính của 4 chi nhánh: tàng trữ, phân phối LPG; nạp LPG vào chai, xe bồn; kinh doanh dịch vụ kho bãi).

### Kết quả kinh doanh 9T2012

GAS đạt 53.034,45 tỷ đồng DT (+8% y-o-y); 7.506,94 tỷ đồng LNST (+49% yoy) và 7.152,86 tỷ đồng LNST cổ đông cty mẹ (+58% yoy).

9T2012, GAS đạt 53.034,45 tỷ đồng DT (+8% y-o-y); 7.506,94 tỷ đồng LNST (+49% y-o-y) và 7.152,86 tỷ đồng LNST cổ đông công ty mẹ (+58% y-o-y). Trong 9 tháng đầu năm, DT và LN tốt như vậy là do:

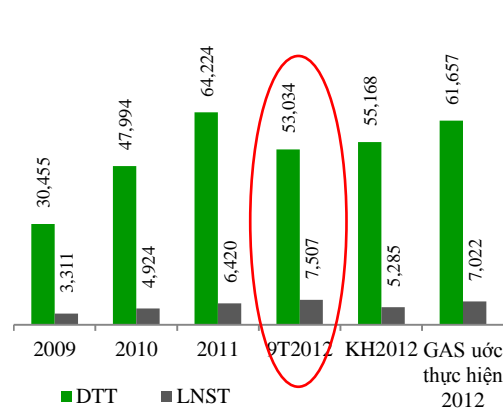
- (1) Giá bán bình quân khí LPG tăng 11,3%. Trong 6T2012, DT từ việc bán khí LPG đang chiếm 39% tổng DT của GAS. 9T đầu năm, sản lượng LPG bán ra của GAS đạt 783.000 tấn.
- (2) Sản lượng khí khô sản xuất và cung cấp đạt 6,9 tỷ m<sup>3</sup>, tăng 6,4% so với 9T2011 và đạt 78% kế hoạch 2012. 6T đầu năm, DT từ việc bán khí khô chiếm 55% tỉ trọng tổng DT của GAS. Trong Q3, GAS đã quyết định hồi tố giá bán khí cho PGD tính từ ngày 1/4/2012 thêm 26% từ 8,35 USD/MMBTU lên 10,55 USD/MMBTU.

Việc giá bán hàng tăng (DT tăng nhiều hơn giá vốn – DT tăng 8% trong khi giá vốn chỉ tăng 3%) trong năm 2012 đã làm tỉ suất LN gộp của GAS được cải thiện rõ rệt so với năm 2011. Trong 6T2012, tỉ suất LN gộp đạt 19,6%; 9T2012 đạt 20,7%. Năm 2011, tỉ suất LN gộp chỉ đạt 16,5%.

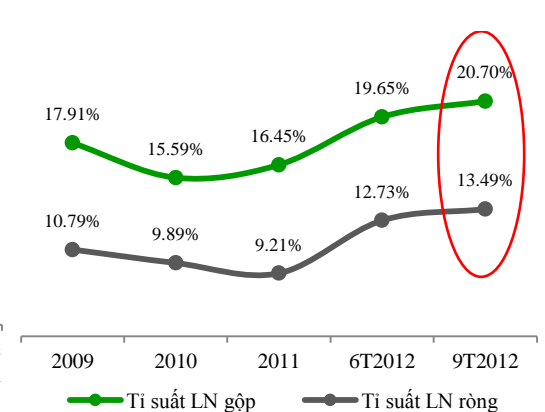
Tỉ suất LN ròng của GAS cũng được cải thiện khá nhiều so với cùng kỳ năm ngoái, 9T2012 tỉ suất LN ròng đạt 13,5% trong khi cùng kì năm ngoái chỉ là 9,3%.

Bên cạnh đó, việc chi phí tài chính giảm mạnh, đạt 402,8 tỷ (-67% y-o-y) và chỉ tương đương 24% so với 1.711 tỷ chi phí tài chính của cả năm 2011 cũng góp phần làm tăng thêm LN cho GAS. LN đến từ hoạt động tài chính đạt 467,4 tỷ đồng, trong khi năm 2011 hoạt động tài chính gây cho GAS một khoản lỗ là 370,4 tỷ.

Biểu đồ: Tăng trưởng DT, LN qua các năm



Biểu đồ: Tỉ suất LN gộp và ròng trong kì



Nguồn: GAS, VCBS tổng hợp và cập nhật số liệu đến BCTC hợp nhất Q3.2012

### Sức khỏe tài chính

Cuối Q3, GAS đang có số dư tiền rất dồi dào với 12.393,6 tỷ đồng (chiếm 25% tỉ trọng TTS, tăng 23% so với số dư đầu năm). Bên cạnh đó, hệ số nợ của GAS chỉ là 44% - rất tốt so với các DN đang niêm yết trên sàn vào thời điểm hiện tại. Trong cơ cấu vay nợ của GAS, tổng các khoản vay ngắn hạn và vay dài hạn chỉ chiếm 45% tỉ trọng tổng nợ phải trả. Còn lại là các khoản tín dụng của người bán và các khoản chi phí phải trả.

### Dự báo 2012

Trong Q3.2012, giá LPG thế giới tăng mạnh sau khi chạm đáy vào tháng 7. Theo tổng hợp của VCBS, trung bình giá LPG Q3.2012 đã giảm 6% so với Q2.2012, tuy nhiên so với đáy từ tháng 7, giá LPG thế giới đã tăng 83% vào thời điểm cuối tháng 11. Dự báo xu hướng tăng giá LPG vẫn còn tiếp diễn vào các

tháng cuối năm 2012 và 3 tháng đầu năm 2013, do đây là thời gian nhu cầu tiêu thụ LPG thường tăng mạnh nhất trong năm của nhiều quốc gia trên thế giới, trong đó có Việt Nam.

Đầu năm 2012, GAS đặt kế hoạch 55.168 tỷ DT và 5.285 tỷ LNST. Tuy nhiên trong năm, GAS đã đưa ra con số ước thực hiện cao hơn nhiều so với kế hoạch đầu năm là 61.657 tỷ doanh thu và 7.022 tỷ LNST. Đến thời điểm hiện tại, sau 9 tháng, GAS đã hoàn thành 68% DT ước thực hiện và vượt LNST ước đạt 7%.

Chúng tôi cho rằng trong Q4 sắp tới, sản lượng và DT đến từ hoạt động bán khí LPG của GAS sẽ tăng đáng kể do thông thường nhu cầu tiêu thụ LPG tăng mạnh vào quý cuối năm và giá LPG thế giới vẫn đang trên đà tăng. Trung bình giá LPG thế giới trong tháng 10 và 11 năm 2012 đã tăng 34% so với trung bình giá khí Q3. Chúng tôi điều chỉnh lại dự báo về kết quả 2012 của GAS – hợp nhất so với báo cáo “Báo cáo cập nhật 6T2012 ngành dầu khí và 9 DN ngành dầu khí” ngày 29.08.2012 như sau: dự tính GAS - hợp nhất đạt 71.800 tỷ DT và 9.000 tỷ LNST.

#### ***Quan điểm đầu tư***

EPS trailing của GAS tính đến Q3.2012 đang đạt 4.504 đồng. Với mức giá 38.900 đồng tại ngày 27.11.2012, P/E trailing của GAS đạt 8,64 lần; P/B trailing đạt 2,79 lần. So với chỉ tiêu ngành Phân phối Dầu khí với P/E, P/B đang lần lượt đạt 7,5 lần và 1,0 lần và vị thế, tiềm năng của GAS đang là DN chi phối, độc quyền trong ngành thì chúng tôi cho rằng cổ phiếu GAS đang ở mức giá tương đối hợp lý so với cổ phiếu các doanh nghiệp cùng ngành khác. Thêm vào đó, đây là mức P/E tương đối thấp của GAS kể từ khi niêm yết đến thời điểm hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với GAS.

### **DPM – LNST giảm 31% trong quý 3 nhưng vẫn tăng 11% trong 9T2012 và vượt 47% kế hoạch**

#### ***Sự kiện chính trong Q3.2012***

- (1) PVFC đăng ký bán toàn bộ 31.300 cổ phiếu DPM. Tính đến ngày 31.8.2012, PVFC đã bán 1.300 cổ phiếu và tiếp tục đăng ký bán nốt số cổ phiếu còn lại. Tuy nhiên tính đến ngày 31.10.2012 thì PVFC chưa bán thêm được cổ phiếu nào.
- (2) Thủ tướng Chính phủ yêu cầu duy trì cả DPM và CT TNHH MTV Phân bón dầu khí Cà Mau. CT TNHH MTV Phân bón dầu khí Cà Mau sẽ được thực hiện cổ phần hóa khi có đủ điều kiện.
- (3) HĐQT DPM đã thông qua bán tối đa 1 triệu cổ phiếu quỹ, thời gian dự kiến từ tháng 10.2012 đến 01.2013. Sau đó, DPM đã đăng ký bán 1 triệu cổ phiếu quỹ từ 2.11-1.12.2012.
- (4) Ngày 14.09.2012 là ngày ĐKCC nhận tạm ứng cổ tức đợt 1.2012 bằng tiền với tỷ lệ 15%/CP.
- (5) Ngày 3.12.2012 là ngày GDKHQ nhận cổ tức bằng tiền mặt đợt 2 năm 2012 tỷ lệ 10%/CP. Thời gian thanh toán: 24/12/2012.

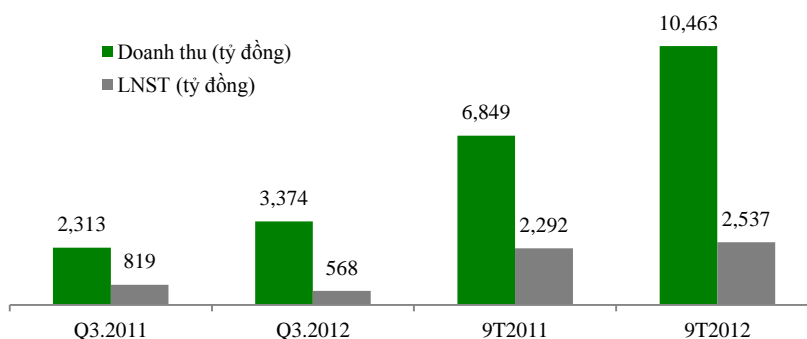
#### ***Kết quả kinh doanh 9T2012***

*LNST giảm 31% trong quý 3 nhưng vẫn tăng 11% trong 9T2012.*

Quý 3.2012, kết quả kinh doanh của DPM không cao so với các quý trước, đạt 3.374 tỷ đồng doanh thu (+46% y-o-y) và 568 tỷ đồng LNST (-32% y-o-y, thấp hơn nhiều so với mức 937 tỷ đồng trong quý 1.2012 và 1.032 tỷ đồng trong quý 2.2012). Ngoài các mặt hàng đang kinh doanh của công ty, kể từ quý 2.2012 DPM đã kinh doanh thêm sản phẩm Đạm Cà Mau nên doanh thu tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận giảm trong khi doanh thu tăng là do: (1) Tỷ suất lợi nhuận gộp của DPM trong quý 3.2012 là 28%, thấp hơn mức 45% của quý 3.2011 do giá khí đầu vào năm 2012 tăng 40% y-o-y trong khi đó giá bán bình quân giảm 4% y-o-y, và thấp hơn mức 30% của quý 2.2012 do DPM đã phân phối ngày càng nhiều sản phẩm của Đạm Cà Mau. (2) Doanh thu từ hoạt động tài chính quý 3 chỉ đạt 71 tỷ đồng (-15% yoy, thấp hơn nhiều so với mức 163 tỷ đồng trong quý 2.2012 và 145 tỷ đồng quý 1.2012). (3) Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp lại tăng mặc dù lợi nhuận giảm, thuế suất thu nhập doanh nghiệp thực tế quý 3.2012 là 22% trong khi cùng kỳ năm trước là 10% (có thể lợi nhuận từ phân phối Đạm Cà Mau phải chịu mức thuế suất cao hơn).

9T2012, sản lượng sản xuất DPM đạt 635.970 tấn (+9% yoy và hoàn thành 79% KH). Tổng sản lượng kinh doanh phân bón kinh doanh nội địa đạt 955.000 tấn (+25% yoy, bao gồm: 646.000 tấn Đạm Phú Mỹ, 288.000 tấn Đạm Cà Mau) và xuất khẩu 87.000 tấn ure tại các thị trường Campuchia, Myanmar, Thái Lan ... (bao gồm: 65.000 tấn Đạm Phú Mỹ và 22.000 tấn Đạm Cà Mau). Theo đó, 9T2012, DPM đạt 10.463 tỷ đồng doanh thu (+53% yoy, hoàn thành 67% KH) và đạt 2.950 tỷ đồng LNST (+15% yoy, vượt 47% kế hoạch). Như vậy, mặc dù lợi nhuận quý 3 giảm nhưng lũy kế 9T2012 vẫn tăng trưởng tốt và vượt xa kế hoạch nhờ kết quả khả quan trong nửa đầu năm.

Doanh thu và LNST của DPM



Nguồn: BCTC Q3.2012 của DPM

Dự án mua lại tối đa 51% cổ phần của Nhà máy Đạm Cà Mau là dự án lớn nhất, có tầm ảnh hưởng nhiều nhất đến hoạt động kinh doanh của DPM chưa được Thủ tướng Chính phủ chấp thuận. Do đó, DPM sẽ tập trung vào các dự án khác và có thể sẽ tham gia sở hữu nhà máy Đạm Cà Mau khi Công ty TNHH một thành viên Phân bón Dầu khí Cà Mau cổ phần hóa. Bên cạnh đó, DPM đã dừng đầu tư tại các dự án: NPK Phú Mỹ và NPK Nam Định, dự án Glyphosate, CO2 thực phẩm. Hiện nay, DPM đang chuẩn bị kế hoạch đầu tư tại Tổ hợp dự án NH3 và Nitrat Amon, thẩm tra hiệu quả đầu tư tại dự án H2O2, tiếp tục đầu tư hệ thống kho cảng. Riêng dự án nâng cấp dây chuyền sản xuất nhà máy bao bì Đạm Phú Mỹ đang thực hiện quyết toán công trình. Với nguồn tiền mặt dồi dào, chúng tôi cho rằng việc quan trọng của DPM chủ yếu sẽ là sử dụng hiệu quả nguồn vốn, chọn lọc các dự án hiệu quả để triển khai.

Hàng tồn kho có xu hướng tăng so với các quý trước cũng như cùng kỳ năm trước, chiếm 10% tổng tài sản tại thời điểm cuối quý 3.2012, trong đó một phần dự trữ hàng tồn kho tăng lên nhằm phục vụ cho vụ Đông - Xuân. DPM đang trong tình trạng chiếm dụng vốn thương mại giúp công ty không phải sử dụng nhiều nợ vay ngân hàng, tiết giảm chi phí lãi vay và tăng khả năng sinh lời của nguồn vốn. Ngoài ra, mặc dù khả năng sinh lời giảm nhưng doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng tốt, dòng tiền rất dồi dào, số dư tiền và tương đương tiền lớn với 5.669 tỷ đồng, chiếm 53% tổng tài sản.

### Dự báo 2012

Quý 4, giá ure dự kiến sẽ giảm nhẹ do cung vượt cầu. Nguồn cung từ Đạm Phú Mỹ, Đạm Cà Mau, Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình cùng nhập khẩu dự kiến khoảng 850 nghìn tấn trong khi nhu cầu chỉ khoảng 550 nghìn tấn. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ của công ty trong quý 4 dự kiến sẽ cao hơn quý 3 để phục vụ vụ Đông - Xuân. Sang quý 4.2012, DPM đặt kế hoạch với 3.376 tỷ đồng doanh thu và 360 tỷ đồng LNTT. Chúng tôi cho rằng, DPM có thể sẽ vượt kế hoạch đặt ra trong quý 4, ước đạt 500-800 tỷ đồng LNTT. Như vậy, với kết quả và thông tin cập nhật thêm trong quý 3 cùng triển vọng quý 4.2012 của ngành phân bón, chúng tôi điều chỉnh dự báo LNTT cả năm 2012 của DPM giảm từ 4.000 tỷ đồng xuống 3.500 -3.750 tỷ đồng, vượt kế hoạch khoảng 75-87%.

Năm 2013, DPM đặt kế hoạch sản xuất với 770.000 tấn ure và 41 triệu bao bì. Theo đó, DPM đặt kế hoạch kinh doanh với 800.000 tấn ure Phú Mỹ, 770.000 tấn Đạm Cà Mau, 150.000 tấn phân bón và hóa chất khác và 41 triệu bao bì. Như vậy, DPM dự kiến sẽ phân phối sản lượng ure Phú Mỹ tương đương năm nay và mở rộng phân phối Đạm Cà Mau khi nhà máy Đạm Cà Mau đi vào sản xuất ổn định với công suất ngày càng tăng.

### Quan điểm đầu tư

DPM có các chỉ tiêu tài chính cơ bản lành mạnh với khả năng sinh lời cao, không vay nợ nhiều, tỷ lệ tiền mặt lớn, LNTT 9T2012 đã vượt 47% kế hoạch. Tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2012 có thể được điều chỉnh tăng trên 25% khi DPM có nguồn tiền mặt dồi dào và chưa đầu tư ngay vào Đạm Cà Mau. Ngoài ra, mức PE trailing của DPM ngày 26.11.2012 (3,97x) là tương đối hấp dẫn. Do đó, chúng tôi cho rằng DPM là cổ phiếu tốt và nên tiếp tục được NẮM GIỮ.

## HSG – Thắng lớn nhờ công nghệ tiên tiến, thị phần áp đảo cũng như lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực tôn mạ

### Sự kiện chính trong Q3.2012

- (1) HĐQT thông qua tỷ lệ chi trả cổ tức đợt 4 theo phương án gộp phần cổ tức chưa thực hiện của niên độ tài chính 2009-2010 và 2010-2011 là 5% tức mỗi cổ phiếu của cổ đông hiện hữu được nhận 500 đồng. Đối tượng nhận cổ tức là theo danh sách cổ đông chốt ngày 28/11/2012.
- (2) Vợ chồng Chủ tịch HĐQT đăng ký mua 9 triệu cổ phiếu. Cụ thể:
  - Ông Lê Phước Vũ đăng ký mua 5 triệu cổ phiếu nâng lượng cổ phiếu nắm giữ từ 39.024.152 cổ phiếu lên 44.024.152 cổ phiếu.
  - Vợ ông Lê Phước Vũ là bà Hoàng Thị Xuân Hương đăng ký mua 4 triệu cổ phiếu nâng lượng cổ phiếu nắm giữ từ 2.776.800 đơn vị lên 6.776.800 đơn vị.
- (3) Sau khi nâng tỷ lệ sở hữu lên mức 13.32% theo thông báo ngày 20/9/2012, quỹ Red River Holding tiếp tục nâng tỷ lệ nắm giữ tại HSG lên mức 14.44% bằng việc mua thêm 1.083.020 cổ phiếu.

### Kết quả kinh doanh Q4 và niên độ 2011-2012

Trong Q4 niên độ 2011-2012, HSG ghi nhận mức LNST ấn tượng, đạt 78 tỷ đồng (+126,2% y-o-y)

Mặc dù thị trường vật liệu xây dựng nội địa bị ảnh hưởng khá nặng nề từ tình trạng tăng trưởng thấp của nền kinh tế nhưng do đặc thù sản phẩm tôn thép cũng như vị thế nổi trội về thị phần, HSG vẫn đạt kết quả kinh doanh ấn tượng trong Q4 niên độ 2011-2012. Theo báo cáo hợp nhất cho niên độ 2011-2012 từ HSG, trong kỳ từ 01/07/2012-30/09/2012, doanh thu thuần của HSG vẫn đạt 2.283 tỷ đồng, chỉ giảm 1,57% (y-o-y), trong khi chi phí giá vốn hàng bán lại giảm tới 7,13% (y-o-y), khiến cho lợi nhuận gộp tăng gần 49% (y-o-y). Mặc dù doanh thu từ hoạt động tài chính có giảm so với cùng kỳ, cũng như chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng do việc mở rộng hệ thống phân phối của HSG trên toàn quốc, HSG vẫn đạt mức lợi nhuận sau thuế ấn tượng, ghi nhận 78 tỷ đồng, tăng 126,2% (y-o-y).

Lũy kế cả niên độ 2011-2012 (từ 1/10/2011 đến 30/9/2012), lợi nhuận sau thuế của HSG đạt 366 tỷ đồng, tăng 129% (y-o-y) vượt 53% so với kế hoạch đặt ra nhờ tăng thị phần trên thị trường tôn mạ cũng như đạt được kết quả khá quan với thị trường xuất khẩu.

Lũy kế cả niên độ 2011-2012 (từ 1/10/2011 đến 30/9/2012), lợi nhuận sau thuế của HSG đạt 366 tỷ đồng, +129% (y-o-y), vượt 53% so với kế hoạch đặt ra. Doanh thu thuần đạt 10.088 tỷ đồng, đạt 99,6% so với kế hoạch và tăng 24% (y-o-y). Đặc biệt sản lượng xuất khẩu đạt tới 179.945 tấn, tương đương 146,1% kế hoạch đề ra. Đạt được kết quả khả quan này là do:

- (1) Thị phần nội địa của sản phẩm tôn mạ (chiếm 70-80% cơ cấu doanh thu) của HSG được nâng lên 40% (số liệu 9T2012) so với mức 37% của 2011. Hệ thống phân phối rộng lớn cũng như công nghệ sản xuất thép cán nguội (CRC) từ thép cán nóng (HRC) nhập khẩu đã giúp cho HSG được miễn thuế nhập khẩu do chính sách khuyến khích tự sản xuất thép cán nguội của chính phủ. Cụ thể thép cán nguội nhập khẩu sẽ phải chịu mức thuế 7% trong khi thép cán nóng được miễn thuế suất hoàn toàn. Do đó giá thành sản xuất của HSG cũng thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh.
- (2) Nhu cầu tôn mạ trên thị trường vẫn khả quan. Trái với tình hình ảm đạm trên thị trường thép xây dựng khi nhu cầu sụt giảm cũng như nguồn cung đã vượt quá nhu cầu thị trường tới hơn 50%, nhu cầu tôn mạ vẫn tăng trưởng, đặc biệt là ở các tỉnh phía Bắc.
- (3) Sản lượng xuất khẩu được tăng lên. Mặc dù tỷ suất lợi nhuận xuất khẩu thấp hơn so với thị trường trong nước, nhưng đẩy mạnh xuất khẩu là hướng đi hợp lý để mở rộng, đa dạng hóa thị trường cũng như chuẩn bị được nguồn ngoại tệ dồi dào phục vụ cho việc thanh toán nguyên liệu nhập khẩu.
- (4) Quy trình sản xuất và phân phối khép kín với 108 chi nhánh phân phối trên toàn quốc giúp cho công ty kiểm soát chặt chẽ chất lượng sản phẩm, tạo dựng thương hiệu, tiếp cận trực tiếp với người tiêu dùng và có thể thu được lợi nhuận trên biên độ rộng nhất.

Doanh thu và lợi nhuận qua các niên độ



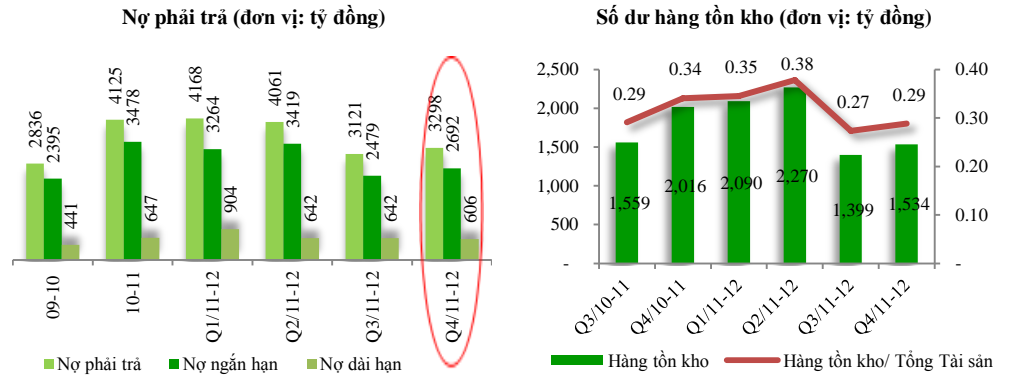
Nguồn: VCBS tổng hợp



**Sức khỏe tài chính**

Tại thời điểm cuối Q4/11-12, nợ phải trả của HSG cũng như lượng hàng tồn kho đều đã giảm mạnh so với thời điểm 31/12/2011.

Hiện tại nợ phải trả theo BCTC hợp nhất niên độ 2011-2012 đã giảm xuống còn 3.298 tỷ đồng, bằng 1,63 lần tổng nguồn VCSH, giảm 18,8% so với thời điểm cuối Q1/11-12 do công ty đã hoàn tất đầu tư và đưa vào vận hành giai đoạn 1 nhà máy Phú Mỹ vào tháng 8/2011, nên nhà máy đã tạo ra thêm lợi nhuận giúp HSG chi trả bớt nợ vay và giảm nhu cầu vốn vay. Lượng hàng tồn kho cũng giảm mạnh do tình hình tiêu thụ được cải thiện đáng kể trên thị trường nội địa cũng như xuất khẩu. Cuối Q4/11-12, lượng hàng tồn kho hiện đang ở mức 1.534 tỷ đồng, giảm 26,6% so với thời điểm cuối Q1/11-12. Tỷ lệ hàng tồn kho/TTS cũng đã giảm mạnh so với thời điểm cuối Q1/11-12, giảm từ 0,35 xuống 0,29.



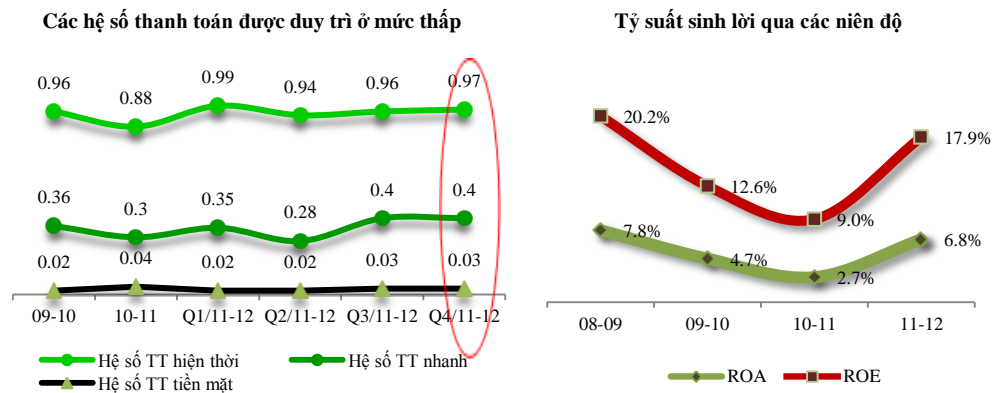
Nguồn: VCBS, BCTC HSG

Các hệ số thanh toán được duy trì ở mức thấp. Công ty cần cải thiện đối với hệ số thanh toán tiền mặt.

Các hệ số thanh toán của HSG đều được duy trì ở mức thấp. Hiện tại, nhờ nợ ngắn hạn và tồn kho giảm mạnh nên các hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh được cải thiện đôi chút so với thời điểm đầu năm 2012. Tuy nhiên, việc HSG duy trì hệ số thanh toán tiền mặt ở mức thấp trong những năm qua khiến chúng tôi quan ngại về khả năng thanh toán bằng tiền mặt để trả nợ ngắn hạn của công ty.

Khả năng sinh lời được cải thiện vượt bậc so với niên độ 2010-2011.

Mặc dù thị trường thép còn gặp nhiều khó khăn nhưng kết quả kinh doanh trong niên độ 2011-2012 đã cho thấy sự nổi bật của HSG khi mà lợi nhuận hơn hẳn và tăng mạnh so với cùng kỳ. Tỷ suất ROE trong niên độ có sự tiến bộ vượt bậc khi tăng từ 9% của năm ngoái lên tới 17,8% trong năm nay. Tỷ suất ROA cũng ghi nhận mức tăng đáng kể từ 2,7% lên 6,8%.



Nguồn: VCBS, BCTC HSG

**Dự báo cho niên độ 2012-2013**

Kết quả ấn tượng của HSG trong một năm khó khăn như năm 2012 chính là động lực cho dự báo khá lạc quan của VCBS về hoạt động của HSG trong năm 2013. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng khoảng 13-15% từ 452.000 tấn lên khoảng 510.000-520.000 tấn trong năm 2013, với hai nguồn tiêu thụ chính là thị trường trong nước và thị trường xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng HSG có thể đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu từ 180.000 tấn lên 200.000 tấn với 90% sản lượng xuất khẩu được tập trung ở thị trường Đông Nam Á, nơi HSG có lợi thế cạnh tranh về giá so với các sản phẩm cùng loại. Hơn nữa, giá thép cuộn nóng (HRC) trên thị trường quốc tế đang trong xu thế giảm từ tháng 4 năm 2012 sẽ giảm bớt chi phí nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu cho doanh nghiệp. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng HSG sẽ tiếp tục giữ

được tốc độ tăng trưởng trong niên độ tới, tiếp tục chiếm lĩnh thị phần tôn mạ khoảng 40-45% nhờ vào lợi thế về giá thành sản xuất, hệ thống phân phối rộng khắp và năng lực sản xuất được mở rộng. Cùng với đà tăng được duy trì liên tục, doanh thu của HSG được dự báo tăng 20% lên 12.115 tỷ, lợi nhuận sau thuế sẽ tăng 13-15% lên mức 397-405 tỷ đồng cho niên độ 2012-2013.

#### ***Quan điểm đầu tư***

Với triển vọng tăng trưởng tích cực, cũng như kỳ vọng về sự hồi phục của nền kinh tế nói chung và sức tiêu thụ tôn mạ nói riêng, chúng tôi khuyến nghị “MUA” với cổ phiếu HSG.

### **HAG – Tỷ suất lợi nhuận của hầu hết các lĩnh vực đều sụt giảm.**

#### ***Sự kiện chính trong Q3.2012***

- (1) Ông Đoàn Nguyên Đức – Chủ tịch HĐQT đã mua 1,1 triệu cổ phiếu nâng số cổ phiếu nắm giữ lên 259.670.859 cổ phiếu, tương đương 48,32% tính đến ngày 6.7.2012.
- (2) Tháng 7.2012, HAG mua lại 15 triệu USD trái phiếu Credit Suisse với giá mua bằng 97% mệnh giá, giải tỏa các ràng buộc quan trọng và giải chấp tài sản đảm bảo.
- (3) Ngày 17.8.2012, HAG phát hành thành công 850 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 3 năm, lãi suất năm đầu là 16%.
- (4) Ngày 19.11.2012, Nghị quyết HĐQT thống nhất xin ý kiến cổ đông bằng văn bản về:
  - Phát hành 1.564 tỷ đồng cổ phiếu nhằm chuyển đổi 75 triệu USD trái phiếu quốc tế HAG đã phát hành ngày 20/5/2011 với giá phát hành 23.000 đồng/CP.
  - Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 5:1. Tổng giá trị phát hành dự kiến là 1.075 tỷ đồng, với giá phát hành là 10.000 đồng/CP nhằm đầu tư vào các dự án cao su, mía đường và bổ sung vốn hoạt động của tập đoàn.

Ngoài ra, HĐQT thống nhất cho phép CTCP Cao su Hoàng Anh Gia Lai phát hành trái phiếu kèm theo quyền mua cổ phiếu của CTCP Cao su Hoàng Anh Gia Lai với giá trị phát hành là 2.000 tỷ đồng.

- (5) Ngày 04.12.2012 là ngày GDKHQ lấy ý kiến về việc phát hành 175 triệu cổ phiếu.

#### ***Kết quả kinh doanh 9T2012***

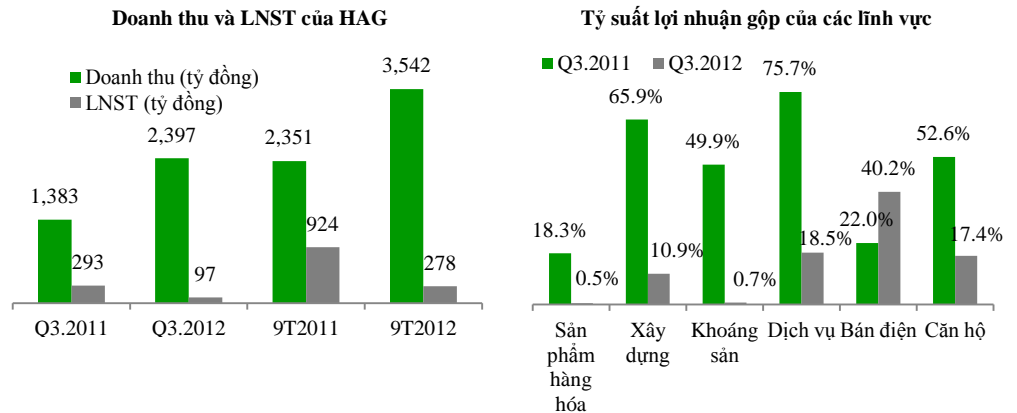
*9T2012 lợi nhuận chỉ bằng 1/3 cùng kỳ năm trước, hoàn thành 39% kế hoạch. Tỷ suất lợi nhuận của hầu hết các lĩnh vực đều sụt giảm.*

Quý 3.2012, doanh thu tăng mạnh, đạt 2.397 tỷ đồng (+73% y-o-y) nhưng LNST giảm nhiều, đạt 177 tỷ đồng (-48% y-o-y) và LNST của cổ đông của công ty mẹ chỉ đạt 97 tỷ đồng (-67% y-o-y). Trong đó, doanh thu và lợi nhuận đến chủ yếu từ mảng kinh doanh bất động sản (chiếm 89% doanh thu và 94% lợi nhuận gộp). Doanh thu tăng do HAG ghi nhận dự án căn hộ An Tiến, nhưng lợi nhuận giảm vì các nguyên nhân sau:

- Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh từ mức 45,7% quý 3.2011 xuống còn 16,5% trong quý 3.2012. Ngoài trừ lĩnh vực thủy điện có tỷ suất lợi nhuận gộp tăng (từ 22% lên 40%) còn lại hầu hết các lĩnh vực khác đều có tỷ suất lợi nhuận sụt giảm mạnh. Trong đó, lĩnh vực bất động sản, nguồn đóng góp chính vào lợi nhuận của tập đoàn, có tỷ suất biên gộp giảm từ 52,6% xuống 17,4% do giá bán giảm trong khi chi phí không thay đổi, theo đó lợi nhuận gộp chỉ đạt 395 tỷ đồng (-38% y-o-y). Chúng tôi cho rằng, khi giá bán căn hộ giảm thì tỷ suất lợi nhuận của các hoạt động trong cùng chu trình xây dựng bất động sản của HAG như kinh doanh gỗ, đá và xây dựng cũng sẽ giảm theo. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp của lĩnh vực khoáng sản cũng giảm là do giá quặng sắt thế giới giảm.

- Thu nhập từ hoạt động tài chính giảm mạnh, từ 182 tỷ đồng xuống còn 78 tỷ đồng (-57% yoy), chủ yếu là do lãi suất giảm. Lãi suất giảm dẫn đến cả doanh thu và chi phí tài chính đều giảm, trong đó chi phí lãi vay giảm mạnh xuống còn 100 tỷ đồng (-126 tỷ đồng, tương đương -56% y-o-y). Điều đó cho thấy gánh nặng chi phí lãi vay của HAG lớn, hoạt động doanh nghiệp chịu ảnh hưởng nhiều bởi biến động lãi suất và hiện nay lãi suất giảm đã giúp giảm mạnh áp lực chi phí tài chính cho HAG.

Theo đó, lũy kế 9T2012, HAG đạt 3.542 tỷ đồng doanh thu (+51% yoy) nhưng chỉ đạt 330 tỷ đồng LNST (-69% yoy), hoàn thành 39% kế hoạch lợi nhuận.



Nguồn: BCTC Q3.2012

HAG đang ở giai đoạn đầu tư, với số dư chi phí xây dựng dở dang khoảng 9.230 tỷ đồng (tăng 59% so với đầu năm, chiếm 33% tổng tài sản), tại ngày 30.9.2012. Trong đó, đáng chú ý, trong năm 2012, HAG tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào trồng cây cao su (+1.783 tỷ đồng so với đầu năm) và bắt đầu đầu tư vào nhà máy đường và nhiệt điện (+1.242 tỷ đồng so với đầu năm). Cụm công nghiệp mía đường HAG tại Lào có tổng đầu tư 70 triệu USD, dự kiến sẽ đưa vào hoạt động trong tháng 11/2012. Tính đến ngày 30.9.2012, chi phí xây dựng dở dang nhà máy là 1.242 tỷ đồng, tương đương khoảng 59 triệu USD (hoàn thành 84% kế hoạch). Ngoài ra, chi phí trồng mía tính đến 30.9.2012 là 221 tỷ đồng. Năm 2012, do HAG về cơ bản đã xong giai đoạn đầu tư cho lĩnh vực đường, chúng tôi cho rằng nhu cầu vốn của lĩnh vực trồng mía sẽ không lớn trong các năm tới, khi cây giống trồng 1 lần có thể thu hoạch 4 lần tương ứng khoảng 4 năm.

Tuy nhiên, nhu cầu về vốn của công ty cho các lĩnh vực: cao su, bất động sản, thủy điện vẫn khá lớn. Dựa theo suất đầu tư 5 năm đầu và diện tích đã trồng trong các năm, chúng tôi ước tính năm 2012-2013 sẽ là những năm có nhu cầu vốn đầu tư cao nhất (9T2012 chi phí xây dựng dở dang vườn cao su tăng 1.783 tỷ đồng, nhu cầu vốn dự kiến sẽ giảm xuống còn khoảng 1.300-1.500 tỷ đồng vào năm 2013, xuống khoảng 900-1.000 tỷ đồng vào năm 2014 và tiếp tục giảm các năm sau đó). Ngoài ra, chúng tôi cho rằng nhu cầu cho lĩnh vực bất động sản và thủy điện cũng không nhỏ khi một loạt các dự án bất động sản đang trong quá trình triển khai như: Phú Hoàng Anh giai đoạn 2, Hoàng Anh Incomex, Phúc Bảo Minh, Đông Nam, thêm vào đó là các dự án thủy điện như: Bá Thước 1, Đắc Srông 3A, Nậm Kõng 2.

Hàng tồn kho giảm (-1.298 tỷ đồng) trong quý 3.2012 do HAG đã hạch toán một phần dự án An Tiến vào kết quả kinh doanh, tuy nhiên số dư chi phí của các căn hộ đang xây dựng để bán vẫn lớn, với 2.872 tỷ đồng, chiếm 10% tổng tài sản (tại ngày 30.9.2012). Ngoài ra, số dư khoản phải thu tiền bán căn hộ tại ngày 30.9.2012 là 2.023 tỷ đồng (tăng 33% so với đầu năm, chiếm 7,2% tổng tài sản). Theo đó, mức độ bị chiếm dụng vốn thương mại của HAG tăng lên, khi tại 30.9.2012, hệ số các khoản phải thu khách hàng và trả trước người bán trên các khoản phải trả nhà cung cấp và tạm ứng của khách hàng tăng lên mức 4,7 lần từ mức 2,1 lần vào đầu năm. Chúng tôi cho rằng tình hình khó khăn chung của nền kinh tế đã ảnh hưởng đến tiến độ thanh toán các dự án bất động sản của khách hàng HAG.

Mức độ bị chiếm dụng vốn tăng cộng với nhu cầu vốn cho các dự án lớn đang triển khai nên số dư vay nợ tăng và số dư tài khoản tiền mặt giảm so với đầu năm (- 1.298 tỷ đồng, tương đương -45%). Nợ phải trả tăng 2.195 tỷ đồng so với đầu năm (+64%) lên 17.688 tỷ đồng (chiếm 63% tổng nguồn vốn). Trong đó, vay dài hạn tăng mạnh so với đầu năm (+ 2.751 tỷ đồng, tương đương +33%) và vay ngắn hạn cũng tăng (+462 tỷ đồng, +14%) chủ yếu là do nợ vay dài hạn ngân hàng đến hạn trả trong vòng 1 năm tăng. Bên cạnh việc giảm giá bán một số dự án để đẩy nhanh việc tiêu thụ sản phẩm, giúp giảm áp lực và thu hồi vốn trong lĩnh vực bất động sản, trong thời gian tới HAG dự kiến sẽ tiếp tục phát hành cổ phiếu ở công ty mẹ để huy động thêm vốn (khoảng 1.075 tỷ đồng) và cơ cấu lại nguồn vốn (khoảng 1.564 tỷ đồng) nhằm giảm chi phí lãi vay. Công ty con - CTCP Cao su Hoàng Anh Gia Lai cũng dự kiến phát hành 2.000 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi (theo nội dung NQ HĐQT ngày 19.11.2012).

#### Dự báo 2012

9 tháng đầu năm 2012, HAG chỉ hoàn thành 39% kế hoạch lợi nhuận, ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp nhiều lĩnh vực đã giảm tương đối lớn nên chúng tôi cho rằng HAG có thể không hoàn thành kế hoạch lợi

nhuận đã đặt ra. Ước tính HAG sẽ hoàn thành khoảng 70% kế hoạch lợi nhuận, đạt khoảng 840 tỷ đồng LNTT trong năm 2012.

### Quan điểm đầu tư

Có thể thấy, HAG sở hữu nhiều lợi thế trong lĩnh vực bất động sản, có các dự án cao su, mía đường nhiều tiềm năng, ngoài ra doanh nghiệp có khả năng huy động vốn tốt, và hiện tại áp lực chi phí lãi vay đã giảm phần nào. Tuy nhiên, nhiều dự án của công ty vẫn trong giai đoạn đầu tư, do đó nhu cầu vốn vẫn còn lớn, trong khi nguồn lợi nhuận từ KD BĐS đã suy giảm, lĩnh vực mía đường, cao su đã bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận tập đoàn nhưng chưa lớn. HAG đang có kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn và để chuyển đổi trái phiếu quốc tế nên EPS sẽ bị pha loãng.

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu HAG chỉ nên được nắm giữ cho mục đích đầu tư dài hạn đối với nhà đầu tư có nguồn tài chính lớn (Lưu ý: HAG đang xin ý kiến cổ đông phát hành cổ phiếu nhằm chuyển đổi 75 triệu USD trái phiếu quốc tế HAG với giá phát hành 23.000 đồng/CP, cao hơn 13,3% so với mức giá giao dịch 20.300 đồng/CP của ngày 26.11.2012).

## CII - Tăng trưởng đột biến nhờ vào hoạt động đầu tư, triển vọng tích cực trong Q4

### Kết quả kinh doanh 9T2012

9T2012, CII đạt 743,3 tỷ tổng DT; 428,6 tỷ LNST và 359,2 tỷ LNST cổ đông cty mẹ. So với cùng kỳ năm ngoái, tổng DT tăng 58%, LNST tăng gấp 2,8 lần.

9T2012, CII đạt 743,3 tỷ tổng DT; 428,6 tỷ LNST và 359,2 tỷ LNST cổ đông cty mẹ. So với cùng kỳ năm ngoái, tổng DT tăng 58%, LNST tăng gấp 2,8 lần. Kết quả kinh doanh rất tốt này là do:

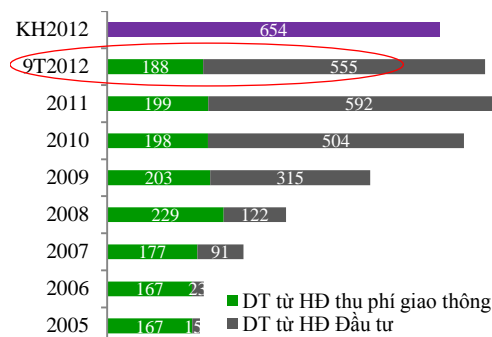
- (1) DT từ HĐ đầu tư tăng 72% y-o-y
- (2) Chi phí tài chính giảm 49% y-o-y, chủ yếu là do: (1) Chi phí lãi vay giảm 24% y-o-y; (2) Hoàn nhập 65,9 tỷ dự phòng giảm giá cho các khoản đầu tư ngắn hạn và dài hạn trong 9T2012 trong khi cùng kỳ năm ngoái CII phải trích lập dự phòng lên tới 95 tỷ; và (3) CII không có lỗ chênh lệch tỷ giá trong kỳ.

Việc DT từ hoạt động đầu tư tăng và chi phí tài chính giảm mạnh so với cùng kỳ năm ngoái giúp cho tỉ suất LN gộp hoạt động đầu tư tài chính được cải thiện rõ rệt, đạt 76% giúp cho thu nhập tài chính đạt 422,4 tỷ (+5,7 lần yoy).

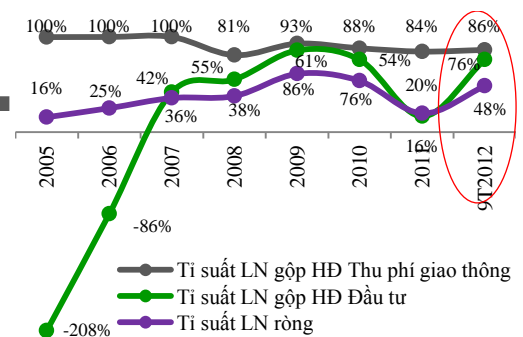
Như vậy DT và LN của CII tăng trưởng rất tốt trong 9 tháng đầu năm 2012 chủ yếu là nhờ hoạt động đầu tư. Đáng chú ý nhất trong kỳ là CII ghi nhận khoản doanh thu 67,1 tỷ phát sinh từ điều khoản chi phí bảo toàn VCSH theo hợp đồng BOT (cùng kỳ là 6,9 tỷ đồng). Đây là khoản thu chênh lệch lãi suất giữa tỷ lệ vốn vay/VCSH của CII để thực hiện một số dự án BOT mà CII ký với UBND Tp.HCM với lãi suất định mức vay 18,7%/năm. Xu hướng lãi suất vay giảm hiện nay sẽ giúp cho CII tiếp tục được hưởng lợi từ khoản chênh lệch này trong thời gian tới.

Ngoài ra, trong 9 tháng đầu năm, CII còn ghi nhận khoản DT từ đầu tư chứng khoán 78 tỷ đồng, khoản này đến từ việc bán ra 5,129 triệu cổ phiếu CII trong danh mục đầu tư của công ty con của CII là CTCP Đầu tư và Xây dựng cầu đường Bình Triệu. Lượng cổ phiếu CII do chính các công ty con của CII nắm giữ thực chất là cổ phiếu quỹ nhưng qua hình thức này, CII sẽ không bị ràng buộc về mặt thời gian khi đầu tư vào chính cổ phiếu công ty mình vì theo qui định, khi mua cổ phiếu quỹ công ty phải cam kết nắm giữ ít nhất 06 tháng mới được phép bán.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng DT qua các năm



Biểu đồ 2: Tỉ suất LN qua các năm



Nguồn: CII, VCBS tổng hợp và cập nhật số liệu đến BCTC hợp nhất Q3.2012

**Sức khỏe tài chính**

Có thể thấy trong cơ cấu tài sản – nguồn vốn của CII chiếm tỉ trọng lớn là các khoản đầu tư dài hạn, tài sản cố định, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Trong những năm gần đây, CII thường xuyên có hệ số Nợ/TTS khá cao – trên 70% và chỉ số này có xu hướng tăng dần. Trong đó tỉ lệ Nợ chịu lãi/Nợ phải trả khá lớn, thường xuyên đạt gần 90% qua các năm. Do đặc điểm mô hình hoạt động của CII là đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng nên tổng mức đầu tư thường rất lớn, cơ cấu vốn vay thường chiếm khoảng 80% tổng vốn đầu tư.

Tại thời điểm 30.09.2012, tổng nợ phải trả của CII là 4.297 tỷ đồng. Trong đó, vay dài hạn chiếm tới 71%, vay ngắn hạn chiếm 18%. Năm 2011, tỉ trọng trong tổng nợ lần lượt là 76% cho vay dài hạn và 10% cho vay ngắn hạn. Việc sử dụng đòn bẩy cao làm phát sinh chi phí lãi vay cao, nhất là trong bối cảnh lãi suất không được thuận lợi. Trong năm 2011, chi phí lãi vay tăng 49% so với năm 2010. Hiện tại, lãi suất vay đang có xu hướng giảm sẽ giúp CII giảm thiểu đáng kể chi phí lãi vay. 9T2012, chi phí lãi vay đã giảm 24% so với cùng kỳ 2011.

Trừ khoản vay cho Cầu Sài Gòn 2 được hưởng lãi suất 15,9% trong thời hạn 7 năm (hiện CII vay của VCB với lãi suất 12,6 -13%/năm, hưởng chênh lệch 2,9%/năm), các khoản vay còn lại được Chính phủ bảo đảm lợi nhuận định mức 18,67% trên tỷ lệ vốn vay/VCSH của CII. Ngoài ra, CII vay trái phiếu thường 500 tỷ đồng, trái phiếu chuyển đổi 904 tỷ đồng từ Goldman Sachs, lãi suất 4%/năm, giá chuyển đổi 43.500 đồng, kỳ hạn 5 năm, bắt đầu từ năm thứ 2 trở đi, trái chủ được quyền chuyển đổi.

Cuối Q3, tiền và tương đương tiền của CII chỉ đạt 546 tỷ, tương đương 9% TTS, giảm so với thời điểm cuối năm 2011 (số dư tiền đạt 819 tỷ, chiếm 16% TTS). Mặc dù vậy, các chỉ số về khả năng thanh toán hiện thời, thanh toán nhanh và thanh toán tiền mặt của CII vẫn đang ở mức an toàn. Tại Q3.2012, các chỉ số này lần lượt đạt 1,31; 1,14 lần và 0,45 lần, cao hơn nhiều DN trong ngành Đầu tư phát triển BĐS khác.

**Dự báo 2012**

Năm 2012, chúng tôi dự báo DT thu phí có thể tăng trưởng 10% khi trạm thu phí tuyến đường Phan Rang – Tháp Chàm, trạm 1 chiều Bình Triệu 2 đưa vào khai thác. DT từ HĐ đầu tư sẽ tiếp tục đóng góp lớn trong tổng DT và vẫn chủ yếu đến từ hoạt động thoái vốn.

Qua trao đổi gần đây với DN, CII cho biết Công ty vừa mới hoàn thành xong giai đoạn 2 một hợp đồng chuyển nhượng vốn cổ phần tại một dự án đầu tư cho đối tác nước ngoài thu về 200 tỷ đồng LNTT (giai đoạn 1 của dự án đã hoàn thành xong vào tháng 7/2012).

Mặc dù thông tin về dự án này chưa được phía CII công bố chính thức, nhưng chúng tôi dự đoán nhiều khả năng dự án chuyển nhượng thành công đợt này là Nhà máy nước Kênh Đông trong đó CII nắm giữ 36% cổ phần (tổng vốn đầu tư của CII vào dự án này là 118,8 tỷ đồng). Giai đoạn 3 của thương vụ này dự kiến sẽ thu về tiếp 50 tỷ đồng. Thời gian cho phép thực hiện giai đoạn 3 đến cuối 2015 nhưng có thể kết thúc sớm hơn. CII cũng cho biết lợi nhuận thu được từ việc hoàn tất giai đoạn 2 sẽ được ghi nhận trong Q4.2012.

Theo quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo LNST cuối năm của CII vào khoảng 501 tỷ đồng (vượt 61% KH năm), EPS cả năm ước tính khoảng 4.600 đồng (EPS cơ bản pha loãng được tính với VDL của CII tăng từ 752 tỷ lên 1.129,5 tỷ bắt đầu từ T10.2012).

**Quan điểm đầu tư**

Tại mức giá 24.600 đồng ngày 27.11.2012, CII có EPS trailing (tính đến hết Q3.2012) đạt 4.868 đồng; P/E trailing và P/B trailing lần lượt đạt 5,0 lần và 2,1 lần.

Với EPS dự phóng 2012 theo ước tính của chúng tôi là 4.600 đồng, P/E dự phóng cuối năm khoảng 5,3 lần, thấp hơn rất nhiều so với P/E ngành Đầu tư BĐS hiện tại đang là 16,2 lần.

Cổ phiếu CII có nhiều tiềm năng tăng trưởng trong thời gian tới. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CII.



## PHỤ LỤC

Bảng 1: Cập nhật các dự án Đầu tư cơ sở hạ tầng của CII

STT	Tên dự án	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Loại hình đầu tư	Thời gian khai thác	Tiến độ
<b>Dự án Cơ sở hạ tầng</b>								
<b>Nhóm Dự án cầu đường, giao thông</b>								
1	Dự án chuyển nhượng quyền thu phí 2 tuyến Điện Biên Phủ và Kinh Dương Vương	HCM	100%	1.000	165	BOT	12 năm	Đang thu phí và sẽ hoàn thành việc thu phí vào T8/2014
2	Dự án BOT mở rộng Xa Lộ HN (Giai đoạn 2)	HCM	99%	2.286,6	457,6	BOT	25 năm 9 tháng (tính từ 01/01/2019)	Khởi công T4/2010 - Dự kiến hoàn thành T4/2013
3	Dự án cầu Bình Triệu 2 (phần 1 – Giai đoạn 2)	HCM	51%	230,66	70	BOT	5 năm 3 tháng (đến T11/2016)	Sẽ thu phí chiều ra (nâng số chiều thu phí lên thành 2 chiều) từ T11/2012 đến T11/2016
4	Dự án liên tỉnh Lộ 25B – giai đoạn 2	HCM		625		BT		Đã khởi công vào T6/2009. Dự kiến hoàn tất trong năm 2012 (Quý 4).
5	Dự án Cầu Rạch Chiếc (trên Xa Lộ Hà Nội)	HCM		1.000		BOT	12 năm (Từ 01/01/2014 - 31/12/2026)	Sẽ hoàn thành vào năm 2012, CII ứng vốn đầu tư Cầu Rạch Chiếc và được quyền thu phí trên tuyến XLHN, dự kiến bắt đầu thu phí từ 1/1/2014.
6	Dự án Tuyến tránh Phan Rang - Tháp Chàm (Trạm thu phí Cam Thịnh - Ninh Thuận)	Ninh Thuận	64%	548	165	BOT	15 năm	Đã hoàn thành và sẽ đi vào thu phí từ ngày 20/10/2012
7	Dự án Cầu Sài Gòn 2	HCM		1.495,520		BT		Đã hoàn tất việc lựa chọn nhà thầu EPC và ký kết hợp đồng xây dựng cuối T2/2012. Đã khởi công ngày 14/04/2012. Dự kiến hoàn thành vào T5/2014
7	Dự án Cầu Đồng Nai	Đồng Nai	5%	1.255	500	BOT		Công trình đã hoàn thành và đưa vào sử dụng trong T1/2010.
8	Dự án Cầu Phú Mỹ	HCM	16%	2.200	745			CII đã thoái vốn gần hết, chỉ còn nắm giữ 29,7 tỷ đồng mệnh giá
<b>Nhóm Dự án Sản xuất nước sạch</b>								
1	Nhà máy nước Thủ Đức	Thủ Đức	52%	1.664,7	500	BOO		Dự án đã đi vào hoàn thành và đưa vào khai thác. CII đã thoái vốn gần hết trong năm 2011, chỉ còn nắm giữ 7,33%
2	Nhà máy nước Đồng Tâm	Tiền Giang	49%	1.412	375	BOO		Nhà máy đã phát nước ngày 28/12/2011. CII đang hoàn tất các thủ tục với UBND Tiền Giang để chuyển nhượng và thu hồi vốn đã đầu tư vào dự án. Dự kiến trong Vào T4.2012, dự án đã hoàn thành hồ chứa nước thô, công tác xây dựng nhà máy xử lý nước đạt 90%. Dự kiến CII tiến hành thoái vốn trong thời gian 12 tháng kể từ 30/06/2012
3	Nhà máy nước Kênh Đông	Củ Chi	36%	956	300	BOO		
<b>Nhóm Dự án Khu công nghiệp</b>								
1	Cụm Công nghiệp Hòa Phú		30%	372	100			Đã đền bù giải tỏa 88%
2	Khu Công nghệ cao Sài Gòn		5%		300			Đã thoái vốn trong năm 2011
<b>Tổng cộng</b>				<b>15.045,48</b>				

Nguồn: CII, Báo cáo thường niên CII, VCBS tổng hợp và cập nhật đến ngày 30/10/2012

**Bảng 2: Cập nhật Dự án BĐS của CII**

STT	Tên dự án	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Loại hình đầu tư	Tiến độ
1	Cao ốc văn phòng 152 Điện Biên Phủ	HCM	90%	1.245	300	BOT	Đã hoàn tất công tác thu hồi mặt bằng, lập thiết kế cơ sở, kỹ thuật và đấu thầu, giao thầu gói thầu thi công cọc.
2	KDC Tân An Hội	Cù Chi		4.090			Xong 1/500, đang chờ đơn giá GPMB. Hội đồng quản trị CII đã quyết định thoái vốn dự án này trong 2012
3	Khu TĐC Tam Tân	Cù Chi		1.012			Đang chờ phê duyệt đơn giá GPMB. Hội đồng quản trị CII đã quyết định thoái vốn dự án này trong 2012
4	155 Nguyễn Chí Thanh	HCM	60%	378			Đã đưa vào kinh doanh. Năm 2011 đã duyệt bán được 42,6%. Năm 2012 bán phần còn lại. Dự kiến ghi nhận LN khoảng 50 tỷ trong năm 2013
<b>Tổng cộng</b>				<b>6.725</b>			

*Nguồn: CII, Báo cáo thường niên CII, VCBS tổng hợp và cập nhật đến ngày 30/10/2012*

## **CAM KẾT**

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

## **ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG**

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## **CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank**

**198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

**<http://www.vCBS.com.vn>**

---

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116 Lầu 6, Tòa nhà Khánh Nguyên, số 63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200774/75/76; 38200799 - Số máy lẻ: 101-104
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812

---