

# Báo cáo tổng kết thị trường tháng hai

02/2013



**Nguyễn Duy Phong**

Chuyên viên vĩ mô

[phong.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:phong.nguyen@vcsc.com.vn)

+84 8 3 914 3588 ext. 120

## Điều chỉnh sau Tết, tin đồn

Thị trường tiếp tục xu hướng tăng trong tuần đầu của tháng hai, nhưng chỉ số VNI đã không thể bứt phá khỏi ngưỡng 500 điểm. Sau khi đạt ngưỡng cao nhất trong hai năm qua là 498 điểm vào ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Âm lịch, thị trường bắt đầu giảm trở lại. Niềm tin nhà đầu tư bị giảm sút do tin đồn về việc phá giá tiền đồng. Cuối tháng hai, chỉ số VNI đóng cửa tại ngưỡng 474,6 điểm, giảm 1,1% so với tháng một trong khi chỉ số HNI vẫn ở ngưỡng 62,6 điểm. Tổng giá trị giao dịch trên cả hai sàn giảm 4% so với tháng trước, xuống mức bình quân hàng ngày 1.750 tỷ đồng. Khối ngoại chuyển sang bán ròng trên sàn HSX với giá trị bán ròng đạt 5 tỷ đồng trong khi mua ròng 96 tỷ đồng trên sàn HNX.

Sản xuất công nghiệp (SXCN) trong tháng hai giảm mạnh 21,3% so với tháng một và 10,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, điều này là do Tết Âm lịch năm 2013 rơi vào tháng hai. Tính chung hai tháng đầu năm, SXCN tăng 6,8% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi tháng 02/2012 chỉ tăng trưởng 3,9% so với tháng 02/2011. Ngoài ra, chỉ số hàng tồn kho cũng tăng 19,9% trong tháng hai, cao hơn 2,6% so với tăng trưởng cùng kỳ năm ngoái. SXCN và chỉ số hàng tồn kho trong hai tháng đầu năm tăng trưởng mạnh hơn cho thấy các doanh nghiệp đang trở nên tự tin hơn trong việc tăng cường sản lượng và dự trữ sản phẩm cho tương lai. Điều này có thể giúp GDP tăng trưởng mạnh hơn trong Quý 1/2013.

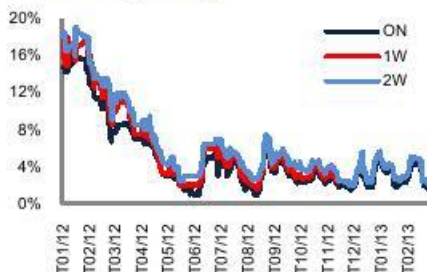
Cán cân thương mại thặng dư tháng thứ chín liên tiếp. Theo TCTK, cán cân thương mại tháng hai tiếp tục thặng dư, đạt 900 triệu USD, mức cao nhất từ trước đến nay và đây cũng là tháng thứ chín xuất siêu liên tiếp. Tổng kim ngạch xuất khẩu giảm gần 35% so với tháng một, chỉ còn 7,5 tỷ USD, nhưng tổng kim ngạch nhập khẩu thậm chí giảm còn mạnh hơn, 38,3% xuống 6,6 tỷ USD. Chúng tôi xin lưu ý rằng các số liệu trên không phản ánh chính xác tình hình do sự chênh lệch về thời điểm giữa Tết Âm lịch năm 2012 và 2013. Vì đây chỉ là các ước tính sơ bộ của TCTK cho tháng hai, số liệu tháng một và hai tổng hợp lại sẽ giúp việc đánh giá tình hình được chính xác hơn.

CPI tăng trong tháng Tết, chủ yếu do nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống. Tổng cục Thống kê cho biết chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng Hai tăng 1,32% so với tháng trước, cao hơn so với mức tăng 1,25% hồi tháng Giêng, nhưng thấp hơn so với dự báo tăng 1,5% - 2,5%. Chỉ số CPI tăng chủ yếu do giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng trong kỳ nghỉ Tết. Trong khi đó, chỉ số CPI trong tháng Hai so với cùng kỳ năm ngoái giảm xuống còn 7,02% từ mức 7,07% trong tháng Giêng, nhưng con số này vẫn cao khiến khó có khả năng hạ lãi suất trong thời gian này.

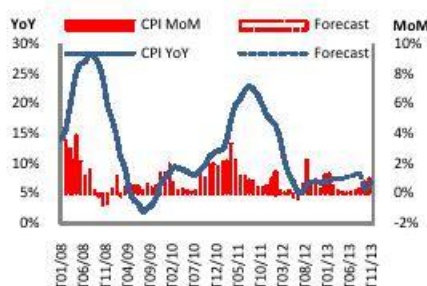
Giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài có thể tăng lên nhưng vẫn thấp hơn mức mong đợi. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) vừa công bố dự thảo Nghị định về việc nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần của tổ chức tín dụng (TCTD) Việt Nam dự kiến sẽ thay thế Nghị định 69/2007/NĐ-CP hiện tại. Ngân hàng Nhà nước sẽ nới lỏng bớt một số tiêu chuẩn và cho phép nhà đầu tư (NĐT) nước ngoài tham gia nhiều hơn vào hệ thống ngân hàng Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các đề xuất này không đáp ứng được trông đợi của NĐT nước ngoài đang kỳ vọng tăng tỷ lệ sở hữu cao hơn so với đề xuất, hay thậm chí kỳ vọng nắm sở hữu đa số nhằm tăng ảnh hưởng trong các ngân hàng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy có hai thay đổi quan trọng trong dự thảo Nghị định: (i) nước ngoài có thể sở hữu trên 30% ở các TCTD yếu kém nếu được Thủ tướng chấp thuận và (ii) loại bỏ một số tiêu chuẩn có thể cản trở việc TCTD yếu kém bán cổ phần cho tổ chức nước ngoài. Hai thay đổi này giúp các TCTD yếu kém có thể tìm kiếm nguồn vốn nước ngoài để dễ dàng hơn và được kỳ vọng giúp đẩy nhanh quá trình tái cơ cấu ngân hàng vốn hiện còn rất chậm.

	T1	T2
Q3 GDP (% Δ YoY)	N/A	N/A
Tổng mức bán lẻ (% so với cùng kỳ năm trước)	8,1	10,9
CPI (% so với cùng kỳ năm trước)	7,1	7,0
Xuất khẩu (triệu USD)	10.100	7.500
Nhập khẩu (triệu USD)	9.900	6.600
Vốn FDI giải ngân (triệu USD)	420	630
<b>Dự báo</b>	<b>2012</b>	<b>2013F</b>
GDP tính theo giá thực tế (% so với năm trước)	5,0	5,5
CPI (% so với năm trước)	6,8	6,0
Xuất khẩu (% so với năm trước)	18,3	15,0
Nhập khẩu (% so với năm trước)	7,0	15,5
Cán cân thương mại/GDP (%)	0,2	-0,4
M2/GDP (%)	115,0	110,0
Tổng giá trị tín dụng/GDP (%)	99,0	101,0
FDI thực hiện (tỷ USD)	10,5	10,5

### Lãi suất liên ngân hàng



### CPI

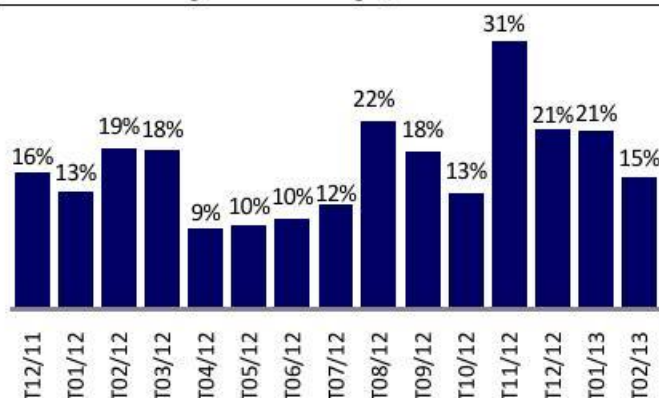


## Dữ liệu thị trường Hoạt động của khối ngoại

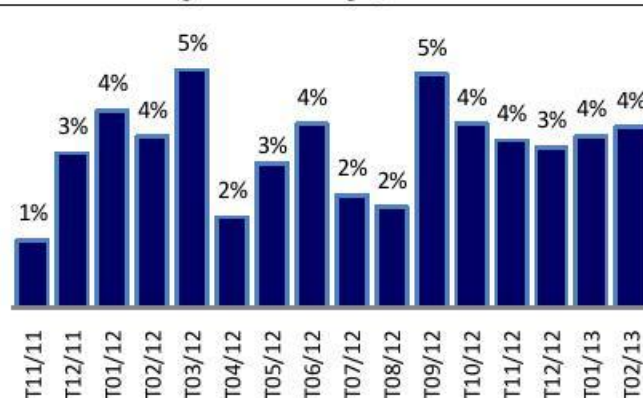
Giá trị mua ròng trên sàn HSX		Giá trị bán ròng trên sàn HSX	
Mã	tỷ đồng	Mã	tỷ đồng
DPM	249	KDH	29
MSN	197	BCI	8
CTG	175	REE	7
Giá trị mua ròng trên sàn HNX		Giá trị bán ròng trên sàn HNX	
Mã	tỷ đồng	Mã	tỷ đồng
PVS	125	SCR	15
VCG	51	VND	5
PVX	23	PVE	3

Nguồn: VCSC, HSX, HNX

Hình 3a: Tham gia của khối ngoại trên sàn HSX

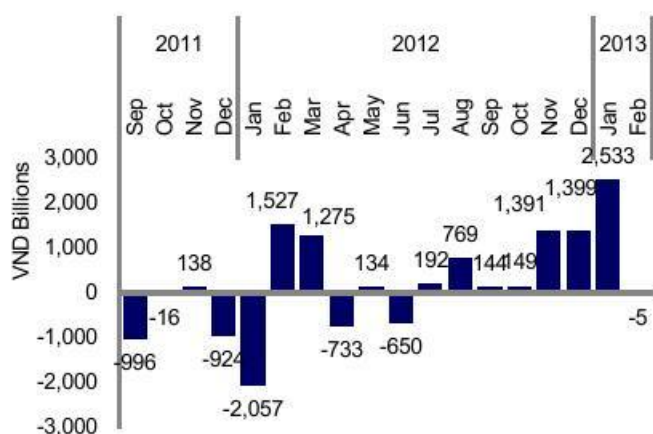


Hình 3b: Tham gia của khối ngoại trên sàn HNX

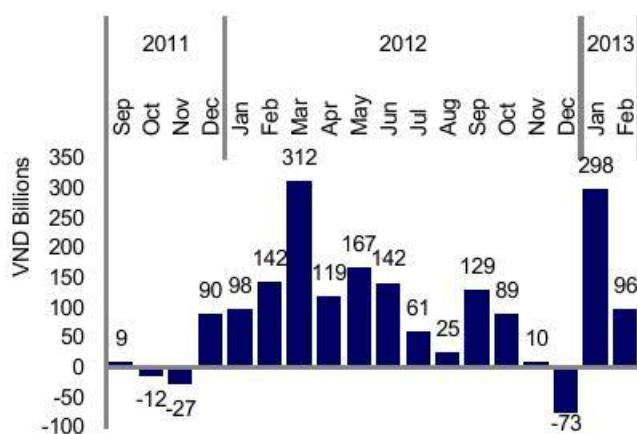


Nguồn: VCSC, HSX, HNX

Hình 4a: Giá trị giao dịch của khối ngoại trên sàn HSX



Hình 4b: Giá trị giao dịch của khối ngoại trên sàn HNX

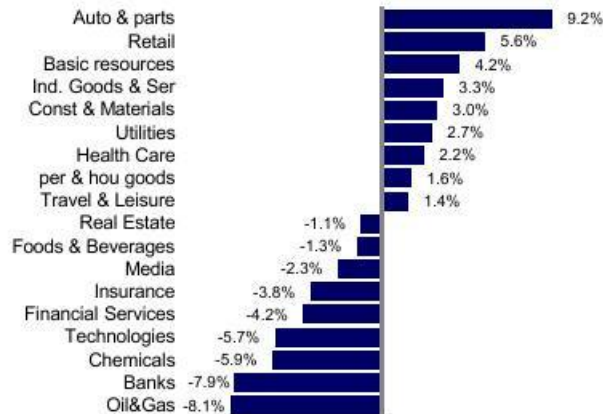


Nguồn: VCSC, HSX, HNX

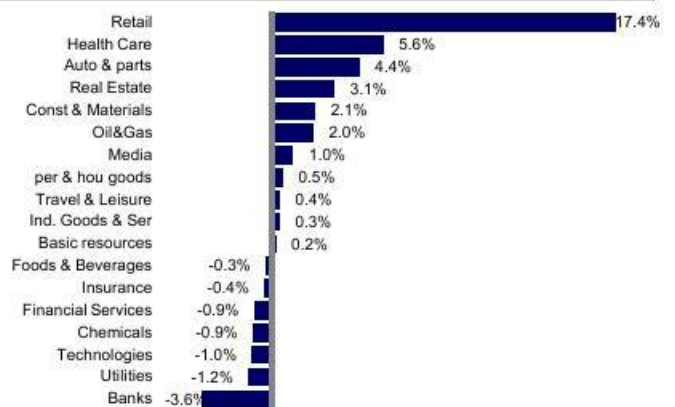


## Diễn biến cổ phiếu các ngành

Hình 5a: Diễn biến cổ phiếu các ngành trên sàn HSX



Hình 5b: Diễn biến cổ phiếu các ngành trên sàn HNX



Nguồn: Bloomberg

Những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất trên sàn HSX (vốn hóa > 50 triệu USD)

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng trong VN-Index	Giá hiện tại	% tăng giá trong 1 tháng
PPC	Tiện ích	250	0,7	16.500	17
HVG	Hàng tiêu dùng	106	0,3	28.000	12
GMD	Công nghiệp	155	0,4	29.800	9
KDC	Hàng tiêu dùng	382	1,1	48.600	9
BMP	Công nghiệp	90	0,3	54.000	6

Những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất trên sàn HNX (vốn hóa > 25 triệu USD)

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng trong VN-Index	Giá hiện tại	% tăng giá trong 1 tháng
FLC	Tài chính	30	0,6	8.100	21
HGM	Công nghiệp	31	0,6	103.400	12
VCG	Công nghiệp	269	4,4	12.800	9
SCR	Tài chính	62	1,2	9.100	5
SHB	Tài chính	312	6,2	7.400	4

Những cổ phiếu giảm giá mạnh nhất trên sàn HSX (vốn hóa > 50 triệu USD)

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng trong VN-Index	Giá hiện tại	% giảm giá trong 1 tháng
CTG	Tài chính	2.497	1,4	20.000	-15
IJC	Công nghiệp	134	0,4	10.300	-10
DIG	Công nghiệp	90	0,3	13.200	-10
DPM	Vật liệu cơ bản	764	2,2	42.500	-9
ITA	Tài chính	167	0,5	7.900	-9

Những cổ phiếu giảm giá mạnh nhất trên sàn HNX (vốn hóa > 25 triệu USD)

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng trong VN-Index	Giá hiện tại	% giảm giá trong 1 tháng
PVX	Công nghiệp	112	2,6	5.900	-14
NTP	Công nghiệp	78	1,6	39.600	-8
ACB	Tài chính	737	17,9	16.500	-7
VNR	Tài chính	86	1,6	18.000	-5
NVB	Tài chính	101	2,1	7.100	-4

Nguồn: Bloomberg



## Sự kiện nổi bật

**CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam (DBC) thông báo đã hoàn tất việc chuyển đổi trái phiếu, giữ nguyên khuyến nghị MUA.** DBC cho biết đã chuyển đổi toàn bộ 1,87 triệu trái phiếu chuyển đổi phát hành năm 2011 còn lại. Mức giá chuyển đổi là 13.067 đồng/cổ phiếu, tương đương 58,6% giá cổ phiếu hiện tại. Tổng cộng, có 14,3 triệu cổ phiếu được phát hành, tăng 29,5%. Việc chuyển đổi hoàn toàn cho đợt phát hành đã được đưa vào báo cáo lần đầu của chúng tôi hồi tháng 11/2012. Mức giá chuyển đổi mới thấp hơn 7% so với giá định ban đầu của chúng tôi do hiệu ứng pha loãng của việc trả cổ tức. Cổ phiếu mới không tác động đáng kể lên định giá của chúng tôi. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA.

**Kết quả lợi nhuận quý 4/2012 của Đạm Phú Mỹ (DPM) giảm mạnh, phù hợp với dự báo của chúng tôi, khuyến nghị NẮM GIỮ.** Doanh thu chưa hợp nhất Quý 4/2012 của DPM đạt 2.432 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 538 tỷ đồng; doanh thu tăng 14,5% so với cùng kỳ năm 2011 trong khi lợi nhuận ròng giảm 42% so với cùng kỳ năm 2011. DPM đã phân phối 189.000 tấn sản phẩm từ nhà máy Phú Mỹ và 82.000 tấn từ nhà máy Cà Mau. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm từ 55% xuống còn 35% so với cùng kỳ năm 2011. Giá bán ure trung bình từ nhà máy Phú Mỹ giảm 10,6% so với cùng kỳ năm 2011, từ 471 USD/tấn xuống còn 421 USD/tấn. Ngoài ra, giá thành khí đầu vào tăng 40% từ 4,59 USD/MMBTU lên 6,43 USD/MMBTU. Tổng chi phí sản xuất đã tăng thêm 28%.

Kết quả cả năm cũng phù hợp với dự báo của chúng tôi với doanh thu tăng 54% so với cùng kỳ năm 2011 và lợi nhuận ròng giảm 4,3%. DPM ghi nhận doanh thu cả năm đạt 11.730 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 2.984 tỷ đồng. DPM đã cung cấp tổng cộng 1.270.000 tấn ure trong năm 2012. Khoảng 900.000 tấn đến từ nhà máy Phú Mỹ, tăng khoảng 20%. 370.000 tấn còn lại đến từ nhà máy Cà Mau. Ure của DPM bán tại mức giá trung bình là 429 USD/tấn, cao hơn giá ure trung bình cả năm 2011 là 6%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp lại giảm mạnh, từ 50% năm 2011 xuống còn 34% do biên lợi nhuận phân phối sản phẩm ure của Cà Mau thấp hơn và giá thành khí đầu vào tăng lên.

**Eximbank - Lợi nhuận Quý 4 thấp do các lĩnh vực kinh doanh chính hoạt động kém.** Tính chung cả năm 2012, tất cả các hoạt động kinh doanh chính đều đạt kết quả thấp hơn so với năm 2011 cũng như dự báo của chúng tôi. Thu nhập ròng từ hoạt động cho vay giảm 7,6% xuống 4.901 tỷ đồng và biên lợi nhuận ròng giảm từ 3,7% năm 2011 xuống 3,1%. Thu nhập từ phí dịch vụ giảm 57% xuống 243 tỷ đồng. Thu nhập ngoại hối lỗ lớn 297 tỷ đồng. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí/thu nhập tăng từ 30,6% năm 2011 lên 42,6%. Không giống như các ngân hàng khác, EIB đã trích lập dự phòng thấp hơn năm 2011.

**CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hoà Bình (HBC) đạt kết quả Quý 4/2012 khá trùng với dự báo của chúng tôi.** Lợi nhuận ròng Quý 4 tăng 82% so với cùng kỳ năm trước nhờ doanh thu và lợi nhuận từ các công ty liên kết cao hơn. Doanh thu cả năm thấp hơn dự báo của chúng tôi 3% trong khi lợi nhuận ròng cao hơn 4%, đạt 135 tỷ đồng. Theo trao đổi gần đây của chúng tôi với ban lãnh đạo, HBC hiện đang đặt mục tiêu đầy tham vọng cho năm 2013 là tăng trưởng lợi nhuận đạt 33%, lên 180 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn với dự báo lợi nhuận ròng của HBC sẽ đạt 120 tỷ đồng với giả định biên lợi nhuận ròng chỉ đạt 9%.

**Kết quả hợp nhất của KDH cho thấy lỗ lớn hơn so với dự báo của chúng tôi do sản phẩm bị trả lại, khuyến nghị đang được xem xét.** Doanh thu ròng Quý 4 của KDH cho thấy lỗ 6 tỷ đồng do một lượng lớn hàng tại dự án Hoja Villa bị trả lại. Thông tin duy nhất mà ban lãnh đạo cung cấp cho chúng tôi là việc trả tiền sử dụng đất của dự án hiện có vấn đề. Điều khiến chúng tôi ngạc nhiên là việc chuyển nhượng 25% cổ phần dự án cho chủ đầu tư nước ngoài Capitaland. Trong khi chúng tôi được biết thương vụ này sẽ mang lại khoản lợi nhuận từ 10-20 tỷ đồng, số liệu trên báo cáo tài chính thực ra thấp hơn chi phí, dẫn đến khoản lỗ ròng 14 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng kết quả của KDH năm 2013 sẽ có chuyển biến tích cực không chỉ nhờ tiến độ của cơ sở hạ tầng xung quanh có thể thúc đẩy tiến độ bán hàng, mà



còn nhờ việc Công ty đã lấy lại cổ phần kiểm soát tại dự án lớn nhất và có thể mở bán sớm nhất Villa Park, qua đó Công ty có thể hợp nhất hoàn toàn dự án này vào báo cáo tài chính năm 2013. Một điểm tích cực khác, chúng tôi nhận thấy thanh khoản của KDH vẫn ổn định. Tỷ lệ tiền và tương đương tiền so với nợ ngắn hạn hiện là 242% và tỷ lệ nợ/CSH là 75%, so với mức trung bình của toàn ngành lần lượt là 93% và 158%. Trước đây chúng tôi đã định giá công ty theo phương pháp giá trị tài sản ròng tại mức 21.180 đồng/cổ phiếu nhưng do tiến độ bán hàng tại các dự án chính chứng lại đáng kể, chúng tôi cho rằng cần phải định giá lại.

**MBB - lợi nhuận Quý 4 giảm do trích lập dự phòng cao, giữ khuyến nghị MUA.** Thu nhập từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của ngân hàng vẫn ổn định tăng 26% so với cùng kỳ năm trước đạt 6.604 tỷ đồng và biên lợi nhuận ròng đạt 4,5%, phù hợp với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, trích lập dự phòng triệt để và cao hơn 74% dự báo của chúng tôi, dẫn đến lợi nhuận trước thuế thấp hơn so với dự kiến, chỉ đạt 84% dự báo của chúng tôi. MBB tuy vậy hiện giao dịch tại mức P/B là 1,1 lần, thấp hơn nhiều so mức trung bình 1,5 lần của các ngân hàng khác và vẫn là mã duy nhất trong ngành ngân hàng mà chúng tôi khuyến nghị mua.

**Petrosetco (PET)** công bố trả cổ tức đợt 1 năm 2012 là 1.000 đồng/cổ phiếu, lợi suất 6,4%. Cổ tức sẽ được trả vào ngày 25/03/2013. Ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 06/03. Theo ĐHCĐ thường niên năm 2012, ban lãnh đạo công ty dự kiến sẽ trả cổ tức cả năm 1.500 đồng/cổ phiếu. Nghĩa là công ty sẽ còn trả thêm cổ tức 500 đồng/cổ phiếu trong năm 2013. PET hiện đang giao dịch ở mức PER năm 2013 là 4,2 lần.

**Kết quả năm 2012 của Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD) vượt kế hoạch 15%, phù hợp với dự báo.** PVD công bố kết quả tài chính chưa hợp nhất Quý 4/2012 với doanh thu đạt 2.340 tỷ đồng (tăng 36% so với cùng kỳ năm 2011) và lợi nhuận ròng đạt 155 tỷ đồng (giảm 41% so với cùng kỳ năm 2011). Lợi nhuận ròng giảm chủ yếu do: i) chi phí bảo trì giàn khoan PVD Drilling I lớn (cần thiết sau mỗi 5 năm hoạt động) được ghi nhận vào Quý 4/2012, ii) chi phí tiền lương tăng 10% và iii) các giàn khoan PVD Drilling II & III bắt đầu chịu mức thuế suất 12,5% thay vì được miễn thuế như năm 2011.

Công ty đạt doanh thu hợp nhất 11.859 tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ năm 2011) và thu nhập ròng hợp nhất 1.318 tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ năm 2011), vượt kế hoạch đề ra 15% nhờ i) đóng góp từ giàn khoan TAD kể từ tháng 02/2012 với biên lợi nhuận gộp đạt 40% so với mức trung bình 32% từ giàn khoan tự nâng, ii) giàn khoan trên đất liền PV Drilling 11 đã trở lại hoạt động kể từ tháng 11/2011 và cả năm 2012.

**CTCP Cơ điện lạnh (REE) công bố lợi nhuận hợp nhất năm 2012 tăng 28% so với cùng kỳ năm 2011.** REE công bố doanh thu và lợi nhuận sau thuế hợp nhất Quý 4/2012 lần lượt đạt 660 tỷ đồng (tăng 28% so với cùng kỳ năm 2011) và 177 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ năm 2011). Doanh thu cả năm đạt 2.396 tỷ đồng (tăng 32% so với cùng kỳ năm 2011) và lợi nhuận sau thuế đạt 658 tỷ đồng (tăng 28% so với cùng kỳ năm 2011). Kết quả lợi nhuận ròng này vượt dự báo của chúng tôi 10%.

Mảng kinh doanh cơ điện vào mùa cao điểm trong Quý 4, doanh thu tăng 40% so với cùng kỳ năm 2011 do REE tăng tiến độ xây dựng các dự án của công ty. Tuy nhiên, biên lợi nhuận hoạt động trong Quý 3 đột ngột giảm xuống mức thấp nhất trong năm 2012. Mảng Reetech cũng không hoạt động tốt trong Quý 4 với doanh thu giảm 8% và lợi nhuận hoạt động giảm 83%. Biên lợi nhuận hoạt động cũng giảm 1% so với mức 4,5% hồi Quý 4/2011. Biên lợi nhuận thấp hơn một phần là do ghi nhận phần trích lập dự phòng nợ xấu trong Quý 4. Lợi nhuận hoạt động mảng cho thuê văn phòng không đổi đạt 55 tỷ đồng trong Quý 4/2012.

Gần đây trong bản cáo bạch phát hành trái phiếu chuyển đổi, công ty đặt kế hoạch lợi nhuận ròng năm 2013 đạt 614 tỷ đồng tương đương giảm 6,7% so với cùng kỳ năm 2012. Chúng tôi cho rằng các hoạt động cốt lõi sẽ mang lại lợi nhuận tốt trong năm nay, trong khi chúng tôi khó có thể đưa ra chính xác ước tính lợi nhuận ngoài hoạt động chính (đầu tư tài chính). Chúng tôi thận trọng dự báo công ty sẽ đạt lợi nhuận ròng 604 tỷ đồng trong năm 2013.



**SJS công bố kết quả kinh doanh lợi nhuận hợp nhất quý 4 và cả năm 2012.** Vấn đề chính là sự gia tăng đột biến của giá vốn hàng bán do khoản trích lập dự phòng cho dự án tại Đà Nẵng. Đây chỉ là sự điều chỉnh về bút toán kế toán thuần túy, nhằm đem lại cho SJS một sự khởi đầu minh bạch hơn trong năm 2013. Năm 2012, doanh thu đạt 74 tỷ, giảm 46%, thu nhập ròng cả năm lỗ 303 tỷ. Chúng tôi không thay đổi định giá RNAV của SJS, hiện tại đang ở mức 49.500 đồng cho năm 2012, với giả định giá bất động sản giảm đáng kể so với giá thị trường.

**Kết quả lợi nhuận của TDH phù hợp với dự báo của chúng tôi.** Doanh thu giảm 80% do hàng bán bị trả lại và lợi nhuận Quý 4 giảm 31% so với năm 2011 khi thị trường BĐS tiếp tục trầm lắng. Tuy nhiên, lợi nhuận tốt và dòng tiền vào trị giá 120 tỷ đồng từ việc bán lại các khoản đầu tư đã giúp TDH đạt được lợi nhuận dương vào Quý 4 và cải thiện đáng kể vấn đề thanh khoản trong 2013, mà chúng tôi ước thiếu hụt 207 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng cả năm phù hợp với dự báo của chúng tôi, đạt 20 tỷ đồng.

**Cổ đông Vietinbank (CTG) chấp thuận Ngân hàng Tokyo Mitsubishi UFJ (BTMU) trở thành cổ đông chiến lược nước ngoài.** Điều này được thông qua tại ĐHCĐ bất thường của ngân hàng tổ chức ngày 26/02. CTG sẽ phát hành thêm 644 triệu cổ phiếu mới cho BTMU với giá 24.000 đồng/cổ phiếu và nhận 15.465 tỷ đồng tiền mặt. Việc phát hành dự kiến hoàn thành trong Quý 1 hay Quý 2/2013. Sau khi phát hành, cơ cấu cổ đông của CTG sẽ như sau: cổ đông Nhà nước (64,46%), BTMU (19,73%), IFC và các bên liên quan (8,03%) và các cổ đông khác (7,78%).

Đây là tin tích cực đối với CTG vì ngoài hỗ trợ hoạt động và quản lý, việc bơm thêm vốn sẽ tạo hỗ trợ cho nguy cơ chất lượng tài sản suy giảm. Theo ước tính của chúng tôi, tăng vốn chủ sở hữu 46% sẽ cải thiện hệ số an toàn vốn của CTG lên hơn 17% từ mức 12% hiện tại. Giá trị sổ sách sau phát hành sẽ là 15.036 đồng/cổ phiếu so với hiện tại là 12.829 đồng/cổ phiếu.

Trong năm 2013, CTG đặt kế hoạch tăng trưởng huy động 10% và tăng trưởng tín dụng và đầu tư 13%. Lợi nhuận dự kiến tăng 5% với mức ROE đạt 15%-18% và ROA đạt 1,5%-1,8%. CTG hiện đang giao dịch tại mức P/B là 1,65 lần so với mức trung bình 1,5 lần của ngành ngân hàng. Dù việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược là khả quan nhưng chúng tôi không cho đây là yếu tố đẩy giá CTG do ngân hàng vẫn đối mặt với tình trạng chất lượng tài sản suy giảm và tỷ lệ dự phòng/nợ xấu giảm.

**Kết quả hợp nhất 2012 của Vinamilk không chênh lệch nhiều so với kết quả chưa hợp nhất.** Doanh thu đạt 26.500 tỷ đồng, tăng 23% so với năm 2011 và lợi nhuận ròng đạt 5.800 tỷ đồng, tăng 38%. Trong năm 2012, Vinamilk đã đầu tư 3.200 tỷ đồng vào tài sản cố định, trong đó có 2.700 tỷ đồng được đầu tư vào Nhà máy sữa Việt Nam và Dielac 2. Chúng tôi kỳ vọng cả hai nhà máy này sẽ đi vào hoạt động trong Quý 2/2013 và sẽ đóng góp vào công suất hiện tại thêm 400 triệu lít sữa lỏng và 54.000 tấn sữa bột. Do chi phí nguyên liệu năm 2012 giảm 20% so với năm 2011, biên lợi nhuận gộp của VNM tăng 3,4ppt lên 33,9%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sang năm 2013 giá nguyên liệu sẽ tăng lại từ 10% đến 15% và do đó, biên lợi nhuận gộp sẽ giảm xuống 32,2%.

## Các báo cáo đã công bố trong tháng của Phòng Nghiên cứu Công ty Chứng khoán Bản Việt

Trong tháng hai, Phòng Nghiên cứu chúng tôi đã công bố các báo cáo nghiên cứu sau:

Ngày	Báo cáo	Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
01/02/2013	Vietnam Strategy	N/A	N/A	N/A
04/02/2013	Vietnam Macro Roadmap January 2013	N/A	N/A	N/A
06/02/2013	HCMC Infrastructure Investment - Initiation	CII	BÁN	24.200
06/02/2013	Hoa Binh Corporation - Initiation	HBC	MUA	16.400
07/02/2013	PetroVietnam Fertiliser & Chemical - Update	DPM	NĂM GIỮ	46.800
07/02/2013	REE Corp - Earnings Flash	REE	N/A	N/A
08/02/2013	Khang Dien House - Earnings Flash	KDH	N/A	N/A
08/02/2013	Sudico - Earnings Flash	SJS	N/A	N/A
18/02/2013	Military Bank - Earnings Flash	MBB	N/A	N/A
18/02/2013	Petrosetco - Earnings Flash	PET	N/A	N/A
18/02/2013	HCMC Infrastructure Investment -Earnings Flash	CII	N/A	N/A
18/02/2013	Sacombank -Earnings Flash	STB	N/A	N/A
19/02/2013	Eximbank - Earnings Flash	EIB	N/A	N/A
19/02/2013	Macro News Flash - January trade	N/A	N/A	N/A
19/02/2013	Hoa Binh Corporation - Earnings Flash	HBC	N/A	N/A
19/02/2013	Dabaco - Earnings Flash	DBC	N/A	N/A
20/02/2013	Vietcombank - Earnings Flash	VCB	N/A	N/A
20/02/2013	Lam Son Sugar - Earnings Flash	LSS	N/A	N/A
20/02/2013	FPT Corp - Earnings Flash	FPT	N/A	N/A
20/02/2013	Macro News Flash - Gasoline	N/A	N/A	N/A
20/02/2013	HAGL JSC - Earnings Flash	HAG	N/A	N/A
20/02/2013	Vietin Bank - Earnings Flash	CTG	N/A	N/A
20/02/2013	Asia Commercial Bank - Earnings Flash	ACB	N/A	N/A
20/02/2013	Phu Nhuan Jewellery - Earnings Flash	PNJ	N/A	N/A
21/02/2013	Kinh Do Corp - Earnings Flash	KDC	N/A	N/A
22/02/2013	Thu Duc House - Earnings Flash	TDH	N/A	N/A
25/02/2013	Macro News Flash - CPI	N/A	N/A	N/A
25/02/2013	Banking Update - Vietnam's unlisted banks	N/A	N/A	N/A
26/02/2013	Macro News Flash - FDI flowing in for now	N/A	N/A	N/A
26/02/2013	Banking News Flash	N/A	N/A	N/A
27/02/2013	Macro News Flash - February trade	N/A	N/A	N/A

Mọi câu hỏi, thắc mắc và yêu cầu liên quan tới các báo cáo này, vui lòng liên hệ với Giám Đốc bộ phận Nghiên cứu của chúng tôi: Ông Robert Zielinski, email [robert.zielinski@vcsc.com.vn](mailto:robert.zielinski@vcsc.com.vn) hoặc điện thoại +(84 8) 3914 3588 - ext: 145.



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Duy Phong, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15  
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

Tòa nhà Vinatex-Tài Nguyên, Lầu 3  
10 Nguyễn Huệ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145  
[robert.zielinski@vcsc.com.vn](mailto:robert.zielinski@vcsc.com.vn)

**Phó Giám Đốc**, Vũ Thanh Tú, ext 105

**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**CV cao cấp**, Nguyễn Thế Anh, ext 194

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.