

NHÌN LẠI KQKD CỦA 10 DOANH NGHIỆP HÀNG ĐẦU THUỘC VN30

VCBS tiếp tục cập nhật kết quả kinh doanh 2012 của một số doanh nghiệp lớn và nhận được nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư trong thời gian qua. Kết quả kinh doanh 2012 ghi nhận sự sụt giảm rõ rệt khi hệ quả của suy thoái kinh tế đã tác động lên tất cả các lĩnh vực kinh doanh. Chỉ một số ít các doanh nghiệp lớn đầu ngành có vị thế đặc thù như VNM hay GAS vẫn duy trì được tăng trưởng lợi nhuận khả quan thông qua hoạt động kinh doanh cốt lõi. Một số doanh nghiệp có hoạt động cốt lõi ổn định, đồng thời ghi nhận mức lợi nhuận tốt từ hoạt động đầu tư tài chính do tăng tỷ lệ đầu tư vào các doanh nghiệp thuộc các ngành trọng điểm, tiềm năng (REE), tiền hành chuyển nhượng cổ phần (CII) hay hoàn nhập dự phòng (GMD). VCB và VIC là hai doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực gặp nhiều khó khăn, tuy nhiên vẫn duy trì được mức tăng trưởng khả quan so với trung bình ngành do có một số lợi thế nổi trội về qui mô và hoạt động so với các DN khác trong ngành (VCB) và nỗ lực trong hoạt động tái cơ cấu doanh nghiệp/tài chính (VIC). Những tập đoàn lớn, đầu tư vào nhiều lĩnh vực như MSN hay HAG cũng bị chịu ảnh hưởng tiêu cực từ một số lĩnh vực trong khi các nguồn thu tiềm năng chưa có nhiều đóng góp, theo đó làm lợi nhuận sụt giảm. FPT mặc dù là doanh nghiệp lớn đầu ngành nhưng hai lĩnh vực kinh doanh đóng góp chính lại bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sức cầu yếu của nền kinh tế trong 2012.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với một số mã cổ phiếu có triển vọng 2013 khả quan như VNM và GAS, đồng thời MUA cho mục đích đầu tư trung và dài hạn với các cổ phiếu có hoạt động cốt lõi vững chắc và tiềm năng tăng trưởng tốt khi kinh tế phục hồi như VCB, REE và HAG.

Mã CP	LNST2012 (tỷ đồng)	% yoy	Chi tiết	Triển vọng 2013	Khuyến nghị
VCB	4.409	+5,1%	TN lãi: -11,7% , thu dịch vụ: -8% và kinh doanh ngoại hối: +26,1%	LNST: 4.393 tỷ đồng	MUA trung & dài hạn
MSN	2.018	-19%	DTT: 10.389 tỷ đồng (+47%), TSLN ròng giảm mạnh	Lĩnh vực hàng tiêu dùng triển vọng tốt, ngành NH không khả quan	NẮM GIỮ
VNM	5.819	+38%	DTT: 27.102 tỷ đồng (+23%), giá bán tăng TB 15%, TSLN góp và ròng đều tăng	LNST: 5.230 tỷ đồng (-10% y-o-y)	MUA
GMD	111,1	+656%	DTT đạt 2.573,3 tỷ đồng (+8%) nhờ tăng trưởng DT từ logistic và cảng	Dịch vụ cảng: triển vọng tốt, các lĩnh vực khác: phụ thuộc tình hình kinh tế	NẮM GIỮ
GAS	10.098	+57,3%	DTT: 68.176 tỷ đồng (+6%), vượt kế hoạch năm 23,7%. TSLN góp của các mảng đều cải thiện	LNST: 10.572 tỷ đồng (+4,7% y-o-y).	MUA
REE	658	+28%	DTT: 2.396 tỷ đồng (+32%, vượt 5% KH). LN tăng do HĐ đầu tư và cho thuê văn phòng	LNST: 620 tỷ đồng	MUA dài hạn
FPT	1.540	-8,4%	DTT: 25.350 tỷ đồng (-2,4%, đạt 97% KH đã điều chỉnh)	LNST: +3-5% y-o-y	NẮM GIỮ
HAG	367	-72,3%	DTT: 4.405 tỷ đồng (+39,9%) nhưng TSLN góp của hầu hết các lĩnh vực đều giảm mạnh	LNST: 514 tỷ đồng, +40% y-o-y	MUA dài hạn
CII	416	+272%	DTT: 272 tỷ đồng (+37%), đóng góp chủ yếu từ hoạt động TC	LNST đạt 311 tỷ đồng (-36% y-o-y)	NẮM GIỮ
VIC	1.846	+72%	DTT: 7.904 tỷ đồng (+241,6%, 64% KH), chuyển nhượng Vincom Bà Triệu B	Mảng BĐS tiếp tục không khả quan, lợi nhuận từ việc bán Vincom Center A	THEO DÕI

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

Lý Hoàng Anh Thi
+84 8 3820 8116 (ext. 504)
lhathi@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

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCB – Lợi nhuận 2012 tăng trưởng tốt hơn trung bình ngành.

Sự kiện chính gần đây

(1) 06/02/2013: GDKHQ nhận cổ tức bằng tiền 12% và họp ĐHCĐ thường niên, dự kiến ngày 25/04/2013.

(2) 15/01/2013: VCB ký kết hợp đồng Ngân hàng chuyển đổi với Công ty trách nhiệm hữu hạn Lọc hóa dầu Nghi Sơn (NSRP). VCB sẽ cung cấp cho Công ty này dịch vụ ngân hàng chuyển đổi và trở thành ngân hàng duy nhất phục vụ cho nhu cầu chuyển đổi ngoại tệ của Dự án. Đây cũng là Dự án có quy mô chuyển đổi ngoại tệ lớn nhất Việt Nam tính đến thời điểm hiện tại với giá trị ước tính (giá trị chuyển đổi) khoảng 7-10 tỷ USD/năm (tùy theo giá dầu thô và giá xăng).

(3) 30/11/2012: Bổ nhiệm bà Trương Thị Thúy Nga, giám đốc Chi nhánh VCB TP. HCM giữ chức Phó Tổng giám đốc kiêm GD chi nhánh VCB TP. HCM, hiệu lực kể từ ngày 1/12/2012.

Kết quả kinh doanh 2012

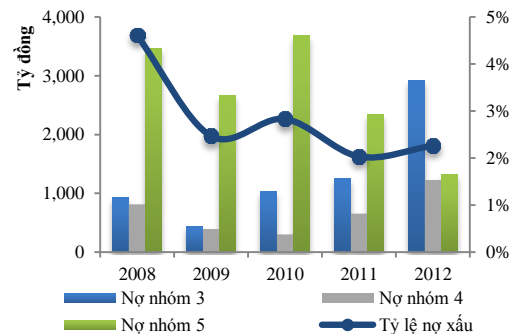
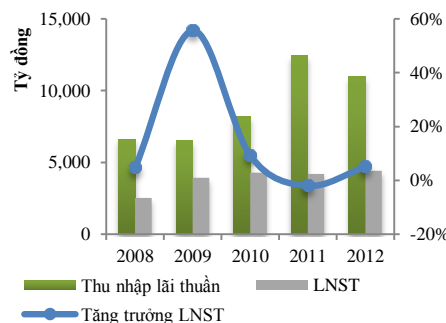
LNST hợp nhất đạt 4.409 tỷ đồng (+5,1% y-o-y). Tăng trưởng tín dụng cải thiện rõ nét, đạt 15,2% vào cuối Q4. Đầu tư giấy tờ có giá tăng trưởng mạnh (+116,3%), tập trung vào kỳ hạn ngắn.

Tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn so với trung bình toàn ngành: VCB công bố kết quả kinh doanh hợp nhất Q4.2012. Cụ thể, LNST đạt 1.055 tỷ đồng (+47% y-o-y) trong Q4.2012. Mức tăng trưởng này được đóng góp chủ yếu bởi thu nhập kinh doanh ngoại hối tăng trưởng dương (+118,4% y-o-y) và chi phí dự phòng giảm mạnh xuống 655 tỷ đồng so với 1.777 tỷ đồng trong Q4.2011. Hai nguồn thu nhập chính còn lại là thu lãi thuần và thu dịch vụ đều sụt giảm so với cùng kỳ (-23,8% và -20,4%). Tuy nhiên, chi phí hoạt động và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng đều giảm so với cùng kỳ (-2,9% và -61,3%), do đó VCB vẫn duy trì được mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ trong Q4.2012.

Như vậy, lũy kế cả năm 2012, LNST của VCB đạt 4.409 tỷ đồng (+5,1% y-o-y), trong đó thu nhập lãi thuần giảm 11,7% y-o-y, thu dịch vụ giảm 8% y-o-y và kinh doanh ngoại hối tăng 26,1% y-o-y. Mặc dù đây là mức thấp so với lịch sử tăng trưởng lợi nhuận của VCB nhưng lại là con số tương đối khả quan so với diễn biến toàn ngành. Trong năm 2012, VCB và MBB là hai ngân hàng lớn duy nhất vẫn duy trì được tăng trưởng lợi nhuận dương. Các NH lớn khác trong top 10 đều đạt lợi nhuận thấp hơn 2011, thậm chí một vài trường hợp còn sụt giảm rất mạnh như ACB (-71,1%) và STB (-65,4%).

Huy động tăng trưởng tốt chủ yếu do tiền gửi VND tăng: Huy động thị trường 1 của VCB năm 2012 đạt 286.542 tỷ đồng (+25,1% y-o-y), trong đó tiền gửi khách hàng đạt 284.515 tỷ đồng (+25,3% y-o-y). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ tiền gửi VND (+33,3% y-o-y). Tăng trưởng huy động ngoại tệ gặp nhiều khó khăn trong năm do chính sách kiểm soát chặt chẽ thị trường ngoại hối của NHNN, tuy nhiên vẫn tăng trưởng dương vào thời điểm cuối năm (+4,3% y-o-y).

Tăng cường đầu tư giấy tờ có giá kỳ hạn ngắn: Việc tăng trưởng huy động cao hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng khiến lượng vốn VND dư thừa của VCB là tương đối lớn và tạo sức ép lên việc sử dụng vốn nhằm bù đắp nguồn thu lãi sụt giảm từ tín dụng. Do đó, VCB đã tăng cường đầu tư vào giấy tờ có giá trong 2012. Chứng khoán đầu tư tăng mạnh 116,3% y-o-y lên 78.451 tỷ đồng trong 2012, bao gồm 24,9% trái phiếu chính phủ (+55,5% y-o-y), 13,2% tín phiếu kho bạc (+1.250% y-o-y) và 60% trái phiếu do các TCTD khác phát hành (+226% y-o-y). Có thể thấy, VCB tăng cường đầu tư khá nhiều vào giấy tờ có giá kỳ hạn ngắn với mục đích dự phòng nguồn vốn cho hoạt động tín dụng trong thời gian tới.



Nguồn: VCBS

Tín dụng tăng mạnh trong Q4 có thể do đóng góp từ các gói cho vay lãi suất ưu đãi: Tín dụng năm 2012 đạt 241.163 tỷ đồng (+15,2% y-o-y), cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 8,91%. Tốc độ tăng trưởng tín dụng của VCB được cải thiện dần qua từng quý, đạt âm (-0,6% ytd) trong Q1 nhưng bắt đầu tăng trở lại từ Q2, đặc biệt tăng trưởng nhanh trong Q4. Dư nợ tăng chủ yếu tập trung vào các khoản

vay ngắn hạn bằng VND, phần lớn do VCB liên tiếp triển khai các gói chương trình cho vay ngắn hạn lãi suất ưu đãi cho các khách hàng có chất lượng tín dụng thấp. Cơ cấu tín dụng của VCB trong 2012 cũng biến đổi theo hướng tăng tỷ trọng cho vay VND và ngắn hạn. Điều này hoàn toàn phù hợp với định hướng kiểm soát tăng trưởng tín dụng ngoại tệ và khuyến khích cho vay VND, đồng thời kiểm soát dư nợ trung dài hạn của VCB.

Nợ xấu tăng thấp so với các NH lớn khác: Tỷ lệ nợ xấu của VCB tại thời điểm cuối 2012 là 2,26%, tăng nhẹ so với 2,03% trong 2011. Tỷ lệ nợ xấu này của VCB đạt được là do ngân hàng đã dùng 3.583 tỷ đồng dự phòng để xử lý các khoản nợ trong năm 2012. Nợ xấu (nhóm 3-5) của VCB chỉ tăng 28,3% y-o-y trong khi các NH lớn khác như ACB, STB, CTG đều có mức tăng nợ xấu trên 100%. Tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay khách hàng/nợ xấu của VCB giảm từ 112,7% trong 2011 xuống 95,3% trong 2012. Đây là xu hướng chung các NH lớn khác trong 2012. Tuy nhiên, tỷ lệ này của VCB vẫn là mức cao nhất trong hệ thống ngân hàng, trong khi tỷ lệ này của các NH lớn khác (trừ MBB) chỉ ở quanh mức 57% – 75%. Điều này cho thấy mức độ bao phủ nợ xấu của dự phòng được trích lập của VCB vẫn ở mức an toàn.

Dự báo 2013

VCB đặt kế hoạch 5.780 tỷ đồng LNTT, tương đương 2012 trên cơ sở tăng trưởng tín dụng 12%.

Chúng tôi đánh giá diễn biến chung của ngành NH trong 2013 sẽ không khác nhiều so với 2012, tín dụng tiếp tục tăng trưởng thấp và các ngân hàng tập trung giải quyết nợ xấu, đồng thời tìm cách cải thiện các nguồn thu nhập ngoài lãi. Lợi nhuận của hệ thống ngân hàng được kỳ vọng khả quan hơn vào thời điểm cuối năm 2013, tuy nhiên khả năng này là không chắc chắn do phụ thuộc nhiều vào quá trình xử lý nợ xấu trong toàn hệ thống cũng như sự phục hồi của khu vực doanh nghiệp sản xuất. Năm 2013, VCB dự kiến LNST đạt 5.780 tỷ đồng, tương đương 2012 (5.761 tỷ đồng) dựa trên cơ sở tăng trưởng tín dụng và huy động ở mức 12%, thấp hơn mức 15,2% trong năm 2012. VCB cho biết đây là hạn mức tăng trưởng tín dụng mà NHNN yêu cầu đối với Ngân hàng trong 2013.

Theo kế hoạch này, nguồn thu nhập từ lãi năm nay của VCB dự kiến sẽ không được cải thiện nhiều. Chúng tôi cũng nhận thấy tỷ trọng của tiền gửi từ dân cư đã tăng lên so với tỷ trọng tiền gửi từ tổ chức kinh tế trong 2012. Nếu xu hướng này tiếp tục trong 2013, chi phí vốn của VCB có thể sẽ tăng lên. Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất huy động trung bình của VCB trong năm nay nhiều khả năng thấp hơn so với 2012 do những tháng đầu năm 2012 lãi suất huy động vẫn ở mức tương đối cao. Ngoài ra, lãi suất cho vay được dự báo vẫn tiếp tục ổn định ở mức hiện tại. Vì vậy, chúng tôi cho rằng NIM của VCB trong 2013 sẽ ở mức tương đương năm 2012. Các nguồn thu nhập ngoài lãi chính như thu dịch vụ và kinh doanh ngoại hối dự kiến không thay đổi nhiều. Trong khi thu dịch vụ được bổ sung một phần nhỏ từ việc thu phí ATM áp dụng từ 1/3/2013, thu nhập kinh doanh ngoại hối dự kiến giảm nhẹ so với 2012 (1.300 tỷ trong 2013 so với 1.488 tỷ trong 2012).

Chúng tôi đánh giá kế hoạch 2013 của VCB là hợp lý dựa trên hạn chế về mức tăng trưởng tín dụng và Ngân hàng có thể đạt được mức kế hoạch này. Trong trường hợp NHNN cho phép điều chỉnh tăng hạn mức tăng trưởng tín dụng như đã làm trong 2012, VCB có thể đạt được mức lợi nhuận cao hơn so với kế hoạch đã đặt ra.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị trong những báo cáo trước đây: “MUA” cổ phiếu VCB cho mục đích đầu tư trung và dài hạn với thế mạnh về quản trị rủi ro và cơ sở khách hàng tốt. Tại thời điểm hiện tại, VCB vẫn là ngân hàng duy trì được mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định, đặc biệt trong 2012 là tốt hơn so với trung bình ngành. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần cân nhắc một số điểm khi đầu tư vào VCB: (1) triển vọng ngành ngân hàng trong 2013 tiếp tục khó khăn và (2) tỷ lệ cổ tức/thị giá hiện tại (20/03/2013) thấp (3,7%).

MSN – Lợi nhuận chưa tương xứng với tăng trưởng ấn tượng của doanh thu, không hoàn thành kế hoạch 2012.

Các sự kiện chính trong Q4.2012

(1) Ngày 09.11.2012, Nghị quyết HĐQT của MSN thông qua việc MSN và/hoặc các công ty con do công ty sở hữu 100% vốn sẽ mua tối đa 25% tổng số cổ phần lưu hành của Masan Consumer. Hiện nay MSN đang có 76,2% lợi ích kinh tế tại Masan Consumer.

(2) Ngày 26.12.2012, MSN đã mua thêm 23.310.021 cổ phiếu của Masan Consumer, nâng số lượng cổ phiếu nắm giữ sau khi thực hiện giao dịch lên thành 406.055.501 cổ phiếu tương đương tỷ lệ 80,81%.

(3) Ngày 04.02.2013, Masan Consumer thông báo đã hoàn tất việc phát hành riêng lẻ hơn 22,84 triệu cổ phiếu, chiếm 100% tổng lượng dự kiến chào bán, cho KKR Ma San Aggregator. Giá phát hành là 99.486,57 đồng/cổ phiếu. Tổng giá trị của đợt chào bán sau khi trừ đi các chi phí là hơn 2.219 tỷ đồng, tương ứng hơn 100 triệu USD. Sau đợt phát hành, VDL của Masan Consumer tăng từ 5.025 tỷ lên 5.253

tỷ đồng. Trong đó, hai tổ chức thuộc KKR nắm 18,04% (KKR Ma San Aggregator nắm 8,7% và MC Holdings II (Cayman) Limited nắm 9,35% cổ phần và MSN và các công ty con nắm 77,29% cổ phần.

(4) Ngày 25.02.2013, Masan Consumer đăng ký chào mua 6.083.100 cổ phần nước khoáng Vĩnh Hảo tương đương 75,1% vốn điều lệ của Vĩnh Hảo với giá 85.000 đồng/CP. Với giá chào mua này, Masan Consumer phải bỏ ra trên 517 tỷ đồng. Trước đó GMD cũng đã hoàn tất chuyển nhượng 2.016.900 cổ phần Vĩnh Hảo tương đương 24,9% VDL cho Masan Consumer vào ngày 31.01.2013.

Kết quả kinh doanh 2012

Năm 2012: Doanh thu tiếp tục tăng trưởng ấn tượng đạt 10.839 tỷ đồng nhưng LNST lại sụt giảm mạnh chỉ khoảng 2.018 tỷ đồng (-19% y-o-y).

MSN đã công bố BCTC hợp nhất Q4.2012. Theo đó, tương tự 9T2012, doanh thu thuần Q4 vẫn tiếp tục đà tăng trưởng nhờ ngành hàng tiêu dùng, đạt 3.654 tỷ đồng (+30% y-o-y), giúp con số lũy kế cả năm tăng lên đến 10.389 tỷ đồng (+47% y-o-y). Mặc dù doanh thu tăng trưởng ấn tượng, LNST lại không tăng tương xứng mà sụt giảm mạnh chỉ còn 413 tỷ đồng (-64% y-o-y) trong Q4, và 2.018 tỷ đồng (-19% y-o-y) trong cả năm 2012. Nguyên nhân chính vẫn là do sự gia tăng của các loại chi phí khác nhau cộng với sự sụt giảm của khoản thu nhập tài chính và lợi nhuận từ công ty liên kết, cụ thể:

+ Chi phí GVHB, chủ yếu là chi phí nguyên vật liệu, tăng 36% y-o-y trong Q4 và 55% y-o-y trong cả năm 2012, cao hơn mức tăng trưởng doanh thu khiến TSLN gộp cả năm 2012 chỉ còn 41% thấp hơn so với 43% của năm 2011.

+ Chi phí BH sau khi tăng rất mạnh vào 3 quý trước, đã có sự chững lại trong quý 4, giảm tỷ trọng so với DTT và chỉ tăng nhẹ 6% y-o-y, thấp hơn nhiều so với mức tăng 46% y-o-y của 9T2012. Tuy nhiên xét về số tuyệt đối thì con số 413 tỷ đồng chi phí bán hàng vẫn là khá lớn khi chiếm hơn ¼ mức lãi gộp trong quý.

+ Chi phí QLDN tiếp tục tăng 34% y-o-y trong Q4, khiến cho cả năm con số này tăng mạnh đến 79% y-o-y.

+ Hoạt động tài chính kém hiệu quả: Lợi nhuận thu được từ mảng tài chính chỉ còn 500 tỷ đồng (-40% y-o-y) do doanh thu TC giảm mạnh hơn chi phí TC, quý 4 chỉ đạt 124 tỷ đồng (-60% y-o-y) và cả năm là 808 tỷ đồng (-32% y-o-y), do không còn khoản lãi từ cho công ty mẹ vay và thu lại từ công ty mẹ, và đặc biệt là khoản lãi thu từ tiền gửi cũng giảm mạnh 17% y-o-y xuống còn 760 tỷ đồng.

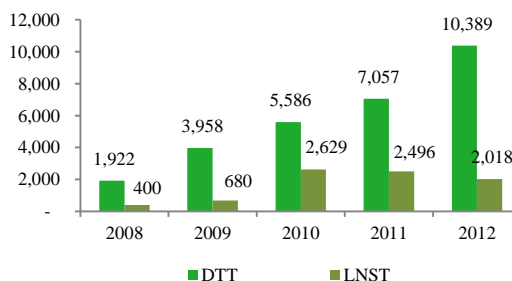
+ Lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết giảm từ mức lãi 303 tỷ đồng trong Q4 năm 2011 xuống thành lỗ 370 tỷ đồng trong Q4.2012 do kết quả kinh doanh yếu kém của Techcombank trong điều kiện kinh doanh đầy khó khăn thách thức trong lĩnh vực ngân hàng trong năm 2012.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh năm 2012 Pro Forma (Nguồn: MSN)

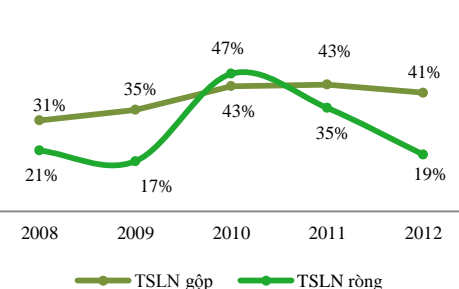
(Đvt: triệu đồng)	2012	2011	Tăng trưởng
Tập đoàn Masan Pro Forma			
Doanh thu	10.389.415	7.056.849	47,2%
Lợi nhuận thuần HĐKD	2.834.990	2.507.946	13,0%
LNST	2.781.110	3.089,504	-10%
Masan Consumer			
Doanh thu	10.389.415	7.056.849	47,2%
LNST	3.076.022	2.280.436	34,9%
Techcombank			
LNST	762.620	3.153.766	-75,8%

MSN cũng công bố thêm báo cáo Pro Forma với 3 giả định liên quan đến các khoản lợi thế thương mại từ các thương vụ M&A giúp phản ánh lợi nhuận phù hợp hơn trong điều kiện kinh doanh bình thường của doanh nghiệp. Theo đó LNST của MSN Pro Forma năm 2012 đạt 2.781 tỷ đồng, cao hơn 763 tỷ đồng so với báo cáo thông thường. Như vậy so với kế hoạch tối thiểu được xây dựng trên báo cáo này (12.000 tỷ đồng DT, 4.200 tỷ đồng LNST), MSN cũng chỉ mới hoàn thành 90% kế hoạch DT và 66% kế hoạch LNST. Chúng tôi lưu ý sự phân tích theo kết quả Pro Forma sẽ gặp nhiều rủi ro do việc xác định chi phí đột biến và lợi thế thương mại phụ thuộc vào đánh giá chủ quan của doanh nghiệp.

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



Biểu đồ 2: Tỷ suất lợi nhuận qua các năm



Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp

Biến động quan trọng của tài sản – nguồn vốn

Xem xét bảng cân đối kế toán, chúng tôi thấy rằng có một số biến động quan trọng như sau:

+ Cơ cấu tài sản có sự thay đổi khá lớn trong Q4 khi tài sản ngắn hạn giảm 32% q-o-q và 26% y-o-y, chỉ còn 9.221 tỷ đồng, chủ yếu là do giảm trong các khoản tiền và tương đương tiền, trong khi TSDH tăng đến 17% q-o-q và 40% y-o-y, đạt 29.527 tỷ đồng, chủ yếu do TSCĐ tăng đến 6.441 tỷ đồng, trong đó thành phần chiếm tỷ trọng lớn nhất là chi phí xây dựng cơ bản dở dang tăng đến 5.982 tỷ đồng. Điều này hoàn toàn phù hợp với Kế hoạch đầu tư TSCĐ mà MSN đã đề ra. Ngoài ra TSDH tăng còn do MSN tăng 1.677 tỷ đồng đầu tư vào công ty liên kết. Đây chính là khoản tiền tăng lên để đầu tư vào 32,32% lợi ích kinh tế trong CTCP Việt Pháp Sản xuất thức ăn gia súc (Proconco)

STT	Hạng mục	Chi phí vốn đầu tư TSCĐ năm 2012 (tỷ đồng)	Chi phí vốn đầu tư TSCĐ năm 2011 (tỷ đồng)
1	Nhà máy Masan Consumer	950	550
2	Nhà máy Vinacafé Biên Hòa	570	1.200
3	Dự án Núi Pháo	4.830	1.540
Tổng cộng		6350	2.110

+ Cơ cấu nguồn vốn cũng có sự thay đổi tương ứng để phù hợp với nhu cầu đầu tư tài sản trong năm. Theo đó Nợ phải trả tăng đến 18.989 tỷ đồng (+58% y-o-y), trong khi Vốn CSH giảm nhẹ 12% y-o-y chỉ còn 13.928 tỷ đồng. Như vậy tính đến cuối năm 2012, tỷ lệ sử dụng đòn bẩy của MSN tiếp tục đẩy lên mức cao. **Tỷ lệ nợ chịu lãi/ Vốn CSH là 104%, tăng cao so với thời điểm cuối Q3 là 92% và cuối năm 2011 là 59%. Chúng tôi cho rằng đây là điểm đáng quan ngại đối với MSN.** Mặc dù mức tăng trưởng doanh thu của MSN vẫn được duy trì khá tốt (46%), các tỷ số về thanh khoản vẫn đang trong trạng thái khá an toàn (TSTT hiện thời và TSTT nhanh lần lượt là 1,7 và 1,1), đồng thời một phần chi phí lãi vay (khoảng 1.047 tỷ đồng) đã được vốn hóa vào chi phí xây dựng CBDD nên tạm thời chưa tác động vào kết quả kinh doanh trong kỳ, nhưng việc duy trì tỷ lệ nợ quá cao trong bối cảnh tình hình kinh tế khó khăn, vẫn sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính và gián tiếp ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh.

+ Khoản nợ chịu lãi gia tăng tập trung vào khoản vay và nợ dài hạn. Trong năm 2012, các khoản vay này tăng mạnh đến 5.237 tỷ đồng bao gồm 2 khoản lớn: (1) tăng vay dài hạn ngân hàng 3.338 tỷ đồng chủ yếu để 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%.

+ VCSH giảm 1.364 tỷ đồng trong Q4, chủ yếu là do phần vốn khác tiếp tục giảm 1.494 tỷ đồng, là phần giảm lợi ích cổ đông thiểu số từ việc mua cổ phần của công ty con và công ty liên kết.

Cập nhật về các công ty con và công ty liên kết

Lĩnh vực thực phẩm: Masan Consumer (MSC)

MSC tiếp tục là động lực chính cho sự tăng trưởng của MSN trong năm 2012. Số liệu DTT mà MSN ghi nhận hoàn toàn là hợp nhất từ MSC, bao gồm 3.654 tỷ đồng (+30% y-o-y) trong Q4 và 10.389 tỷ đồng (+47% y-o-y) trong cả năm 2012. Đạt được mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng như vậy là do các ngành

hàng chính của MSC tiếp tục đạt doanh số ấn tượng với thị phần liên tục được giữ vững và gia tăng qua các năm. Đặc biệt trong năm 2012, MSC đã ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ ở sản phẩm Mi ăn liền, thực hiện thành công chiến lược nâng cấp giá trị mặt hàng nước mắm và tăng thị phần cà phê hòa tan.

Bảng 2: Tăng trưởng thị phần các ngành hàng qua các năm

Ngành hàng	2008	2009	2010	2011
Nước mắm	39%	55%	65%	76%
Nước tương	66%	69%	70%	78%
Tương ớt	33%	36%	37%	37%
Mi ăn liền	2%	10%	12%	16%
Cà phê hòa tan				44%

(Nguồn MSN, Nielsen 2011, Euromonitor 2011)

+ **Đối với ngành hàng mì ăn liền:** Phân khúc mì gói cao cấp với nhãn hàng Omachi tiếp tục tăng trưởng mạnh ngoài ra phân khúc bình dân với sản phẩm mì gói Kokomi được tung ra từ cuối năm 2011 cũng đã đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh số của MSC.

+ **Đối với ngành hàng nước mắm:** Thực hiện thành công chiến lược nâng cấp giá trị ngành hàng bằng cách chuyển đổi người tiêu dùng sử dụng các sản phẩm ở phân khúc trung cấp Nam Ngư lên phân khúc cao cấp Chinsu – Nam Ngư được tung ra từ năm 2012.

+ **Đối với cà phê hòa tan:** Sau hơn 1 năm kể từ khi mua VCF, tác động cộng hưởng hiện nay mới bắt đầu phát huy tác dụng khi giúp cho KQKD của VCF tăng trưởng khá cao trong Q4, và nhờ đó đóng góp trở lại cho MSC doanh thu và lợi nhuận đáng kể. Cụ thể, DTT đạt 728,3 tỷ đồng (+55,8% q-o-q), LNST đạt 151,7 tỷ đồng (+184,7% q-o-q). Lũy kế cả năm 2012, DTT đạt 2.114,7 tỷ đồng (+33,4% y-o-y), hoàn thành 92% KH năm, LNST đạt 303,8 tỷ đồng (+43,9% y-o-y), hoàn thành 101,3% KH năm. Doanh thu tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ vào sản lượng tiêu thụ tăng, trong đó nhân tố trợ lực chính là việc sản phẩm của VCF được đưa vào hệ thống bán hàng của MSC, nâng số điểm bán hàng lên 140 điểm và 185 nhà phân phối, giúp cho VCF bán được 20.281 tấn cà phê và 5.960 tấn ngũ cốc dinh dưỡng, tăng tương ứng là 30% và 40% y-o-y. Bên cạnh đó, do cách thức định vị nhãn hiệu của VCF cũng được thừa hưởng những thành công vốn có của MSC đã tạo lập trong thời gian trước nên các nhãn hiệu mới của VCF như “Wake up hương chồn”, “New Vina Café” cũng nhanh chóng tiếp cận được người tiêu dùng. Như vậy, sự kỳ vọng trước đây của chúng tôi về sự hiệu quả trong kênh phân phối đã thực sự phát huy tác dụng trong thời gian qua và điều này cũng là nguyên nhân giúp cho việc kiểm soát chi phí BH và chi phí QLDN hiệu quả hơn trong Q4.2012 với mức tăng nhẹ của CPBH và CPQLDN chỉ khoảng 3,4% q-o-q.

+ **Đối với mảng thức ăn chăn nuôi:** Hiện nay với việc sở hữu 40% cổ phần thì MSC thực hiện ghi nhận lợi nhuận từ Proconco theo hình thức công ty liên kết. Trong Q4 2012, khoản lợi nhuận từ công ty liên kết của MSC là 53,3 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng mức độ cải thiện đối với hoạt động của Proconco sau khi được MSC mua lại cần thêm thời gian để kiểm chứng, tương tự thương vụ MSC mua Vinacafé đến nay cũng đã cho thấy tín hiệu khá tích cực.

Tổng hợp những mảng hoạt động chính như trên, kết quả LNST hợp nhất quý 3 và 9T2012 của MSC lần lượt chỉ là 1.048 tỷ đồng (+16% y-o-y) và 2.888 tỷ đồng (+28% y-o-y). Như vậy rõ ràng mức tăng trưởng lợi nhuận chưa tương xứng với mức tăng trưởng doanh thu khá ấn tượng như đã đề cập ở phần trên. Nguyên nhân chủ yếu là do MSC đã chi tiêu khá nhiều vào việc mở rộng đầu tư và phát triển thị trường cũng như quảng bá thương hiệu mới cho các công ty mục tiêu trong các thương vụ M&A trong năm 2012, khiến chi phí BH và chi phí QLDN cả năm đều tăng cao lần lượt là 30% và 112% y-o-y.

Năm 2012, TCB đã không thể mang về cho MSN mức lợi nhuận như kỳ vọng, chỉ đóng góp vào mức lợi nhuận chung của MSN khoảng 318 tỷ đồng, giảm 67% y-o-y.

Lĩnh vực ngân hàng: Techcombank (TCB)

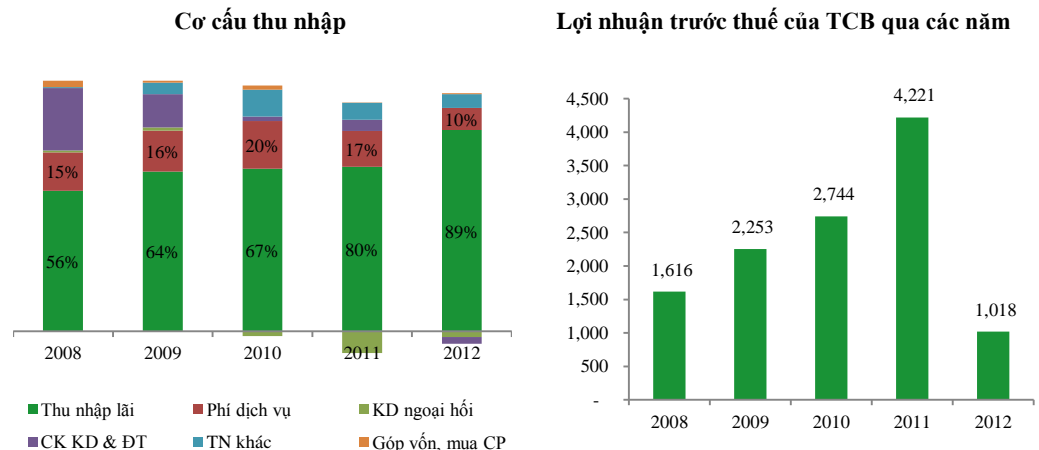
Theo BCTC Q4.2012 của TCB, LNTT trong Q4 đạt -1.216 tỷ đồng trong khi Q4.2011 đạt 1.963 tỷ đồng. Trong đó, thu nhập lãi thuần và thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ đều lần lượt giảm mạnh 44% y-o-y và 86% y-o-y. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh ngoại hối và đầu tư tiếp tục lỗ, trong khi chi phí hoạt động tăng 121% y-o-y và chi phí dự phòng lên tới 1.128 tỷ đồng trong khi Q4.2011 được hoàn nhập dự phòng 251 tỷ đồng. Đây là những nguyên nhân khiến TCB có lợi nhuận âm vào Q4.2012. Lũy kế cả năm

2012, TCB không còn duy trì được đà tăng trưởng, LNTT chỉ đạt 1.018 tỷ đồng (-76% y-o-y) và chỉ mới hoàn thành 25% kế hoạch 2012.

Tín dụng của TCB được cải thiện đáng kể trong Q4, tăng 11% so với Q3, trong khi 9T2012 vẫn tăng trưởng âm, giúp cho cả năm tín dụng tăng trưởng dương 7% y-o-y. Tuy nhiên, đây vẫn là con số khá khiêm tốn so với mức tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống là 8,91% và thấp hơn nhiều so với các ngân hàng đang niêm yết như MBB (26,1%), STB (19,6%), VCB (15,2%), CTG (13,6%).

Tiền gửi khách hàng tiếp tục được cải thiện (+12% q-o-q) và lũy kế tăng 26% y-o-y, vượt trội hơn so với tăng trưởng tín dụng. Theo đó tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) tiếp tục giữ ở mức thấp, chỉ khoảng 61% so với 71% của năm 2011. Mặc dù việc không hoàn thành kế hoạch năm của TCB đã được dự báo trước và cũng không nằm ngoài bức tranh chung của hệ thống ngân hàng với lợi nhuận sụt giảm khoảng 50% so với năm 2011, việc TCB để lỗ khá lớn trong Q4 cần đặc biệt chú ý. Hiện nay TCB chưa công bố BCTC đầy đủ do đó chưa có cơ sở để phân tích chất lượng nợ của ngân hàng, tuy nhiên với việc trích lập chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng đến 325% y-o-y cũng phần nào cho thấy rủi ro mà TCB đang đối mặt. Bên cạnh đó, hai nguồn mang lại doanh thu cốt lõi của một ngân hàng là thu nhập lãi và thu nhập dịch vụ đều giảm khá mạnh là điều rất đáng quan ngại cho TCB. Chúng tôi cũng cho rằng việc thay đổi nhân sự Ban điều hành trong thời gian qua có ảnh hưởng nhất định đến hoạt động và cơ cấu khách hàng của TCB.

Với kết quả kinh doanh yếu kém trong năm vừa qua, TCB đã không thể mang về cho MSN mức lợi nhuận như kỳ vọng. Trong năm 2012, TCB chỉ đóng góp vào mức lợi nhuận chung của MSN khoảng 318 tỷ đồng, giảm 67% y-o-y, tuy nhiên nếu tính phân bổ lợi thế thương mại thì khoản đóng góp này sẽ bị âm đến 287,9 tỷ đồng, tức làm giảm của MSN đến 679 tỷ đồng lợi nhuận.



Dự kiến nhà máy sẽ đi hoạt động theo đúng kế hoạch vào khoảng Q2.2013. Như vậy nhiều khả năng doanh thu và lợi nhuận của MSR sẽ bắt đầu được ghi nhận từ cuối năm 2013.

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

Đến thời điểm hiện nay, dự án mỏ Núi Pháo vẫn chưa đóng góp doanh thu cho MSN. 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. Trong năm 2012, MSR đã tiếp tục đầu tư hơn 70 triệu USD để triển khai các hoạt động xây dựng nhà máy.

+ Hoạt động xây dựng: Công tác san lấp mặt bằng cho đập chứa đuôi quặng đã được hoàn tất và bàn giao cho đội ngũ vận hành, mở đường cho việc chuẩn bị bắt đầu đi vào sản xuất. Việc vận hành thử hệ thống bể lắng đã bắt đầu, đánh dấu bước đầu tiên trong việc xây dựng nhà máy hoàn chỉnh. Những công đoạn cuối cùng trong việc lắp đặt đường ống, hệ thống dây và dụng cụ điện vẫn đang được tiến hành.

+ Hoạt động vận hành: Hai triệu m³ vật liệu đã được bóc tách ra từ mỏ lộ thiên Núi Pháo và mẻ quặng đầu tiên đã được khai thác. Đây là bước tiến đáng kể của dự án kể từ khi được MSN chính thức đầu tư vào năm 2010. Ngoài ra hệ thống quản trị SAP đã được thiết lập ở Núi Pháo, giúp mang lại hệ thống quản trị thông tin chất lượng quốc tế cho dự án.

Dự kiến vào khoảng Q2.2013 nhà máy sẽ hoạt động theo đúng kế hoạch. Như vậy nhiều khả năng doanh thu và lợi nhuận của MSR sẽ bắt đầu được ghi nhận từ cuối năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi vẫn lưu ý nhà đầu tư về giá của Vonfram đã đề cập trong báo cáo cập nhật Q3.2012: xét về dài hạn, giá cả của vonfram trên thị trường thế giới nhiều khả năng suy giảm do nhu cầu phụ thuộc vào tăng trưởng của kinh tế Trung Quốc, trong khi nền kinh tế này được dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại, ngoài ra lượng cung vonfram trên thế giới lại gia tăng khi một loạt các dự án mới đi vào hoạt động.

Triển vọng ngành và doanh nghiệp trong năm 2013

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. Theo chúng tôi, triển vọng của những ngành hàng này sẽ tiếp tục tăng trưởng và bị ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế ở mức độ thấp. Ngoài ra với thương vụ MSN thông qua MSC mua lại CTCP Nước khoáng Vĩnh Hảo sẽ bổ trợ thêm danh mục đầu tư của MSN một ngành nghề mới đầy tiềm năng và dư địa phát triển là khá lớn. Đánh giá triển vọng ngành, theo BMI - Tổ chức Giám sát kinh doanh Quốc tế cho biết, ngành đồ uống không cồn của Việt Nam dự báo sẽ đạt 8,2% về tốc độ tăng trưởng doanh thu và 6,3% về tốc độ tăng trưởng doanh số trong giai đoạn 2011-2016. BMI còn cho rằng đồ uống pha chế sẵn không cồn sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng cao nhất trong ngành công nghiệp nước giải khát tại Việt Nam từ nay cho đến năm 2016, nhờ vào nền kinh tế phát triển ổn định, xu hướng đô thị hóa ngày càng tăng, vốn đầu tư nước ngoài tăng và số lượng khách du lịch ngày càng nhiều. Tương tự như các thương vụ trước đó của MSN, chúng tôi kỳ vọng rằng với sự hậu thuẫn từ MSN, Vĩnh Hảo có thể phát huy những điểm mạnh của mình đồng thời tận dụng được những lợi thế về khả năng tiếp cận nguồn vốn quốc tế với chi phí rẻ, lượng tiền mặt dồi dào, hệ thống phân phối chuyên nghiệp trên toàn quốc và đặc biệt là chiến lược PR & Marketing rất hiệu quả mà MSN đã và đang áp dụng rất thành công.

Tuy nhiên chúng tôi vẫn lưu ý đối với triển vọng của Techcombank trong năm 2013. Tăng trưởng tín dụng nhiều khả năng tiếp tục ở mức thấp trong bối cảnh nền kinh tế chưa có dấu hiệu hồi phục rõ ràng trong khi giải pháp với vấn đề nợ xấu chưa rõ ràng. Do đó, lợi nhuận của các ngân hàng dự báo sẽ không được cải thiện nhiều trong 2013, và TCB cũng không nằm ngoài bối cảnh chung.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ cho cổ phiếu MSN.

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.

Tuy nhiên trong năm 2012, MSN đã không hoàn thành kế hoạch DT và LN với chỉ 90% kế hoạch DT và 66% kế hoạch LNST. Ngoài ra chúng tôi cũng có một vài điểm lưu ý đối với MSN: (1) Mức định giá cao hiện nay của MSN gần như đã phản ánh kỳ vọng tăng trưởng, (2) Thanh khoản thấp và (3) Mảng ngân hàng được dự báo tiếp tục gặp nhiều khó khăn.

Do đó chúng tôi tiếp tục khuyến nghị “NẮM GIỮ” đối với MSN với điều kiện MSN duy trì và gia tăng được doanh thu từ MSC.

VNM – Lợi nhuận 2012 tiếp tục tăng trưởng ấn tượng, đạt 5.819 tỷ đồng, vượt 24% so với kế hoạch lợi nhuận

Các sự kiện chính trong Q4.2012

(1) Ngày 19.12.2012 GDKHQ nhận cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn vốn chủ sở hữu theo tỷ lệ 2:1. Cuối phiên, giá cổ phiếu VNM đóng cửa tại mức 84.500 đồng, cao hơn 3% so với giá tham chiếu sau khi điều chỉnh giảm giá kỹ thuật.

(2) Ngày 25.01.2013, giao dịch 277.841.042 cổ phiếu phát hành thêm, nâng tổng số cổ phiếu niêm yết lên 833.955.796 cổ phiếu.

(3) Ngày 15.01.2013, cổ đông nội bộ Grinling International Limited bán 500.000 cổ phiếu giảm số lượng cổ phiếu nắm giữ xuống còn 5.715.985 cổ phiếu tương đương tỷ lệ 0,69%. Hiện nay, cổ đông này tiếp tục đăng ký bán 2 triệu cổ phiếu VNM từ ngày 22.02 đến 08.03.2013 với mục đích cơ cấu lại danh mục đầu tư

(4) Tháng 2.2013, VNM triển khai quản lý bán hàng trực tuyến DMS.ONE giúp cho hệ thống bán hàng của VNM sẽ hoạt động hiệu quả hơn khi toàn bộ các nhà phân phối, giám sát bán hàng và nhân viên bán hàng sẽ được kết nối trên một phần mềm thống nhất, cơ sở dữ liệu tập trung và cập nhật liên tục.

Kết quả kinh doanh 2012

Theo báo cáo tài chính năm 2012 hợp nhất, VNM tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong Q4 với 7.204 tỷ

Năm 2012: VNM tăng trưởng ấn tượng: tổng DT đạt 27.102 tỷ đồng (+23% y-o-y; 102% KH), LNST đạt 5.819 tỷ đồng (+38% y-o-y; 124% KH).

đồng tổng DT (+18% y-o-y) và 1.648 tỷ đồng LNST (+58% y-o-y) giúp kết quả cả năm 2012 đạt được 27.102 tỷ đồng tổng DT (+23% y-o-y) và 5.819 tỷ đồng LNST (+38% y-o-y). Thành tích rất tốt này của VNM đến từ hai nguyên nhân chủ yếu sau:

(1) Doanh thu tăng trưởng cả về sản lượng và giá bán.

Năm 2012, VNM đạt sản lượng cao nhất từ trước đến nay với trên 4 tỷ sản phẩm và giá bán tăng trung bình khoảng 15%. Trong đó doanh thu Q4 tiếp tục đà tăng trưởng của các quý trước và đặc biệt tăng mạnh hơn tại thị trường trong nước. Đây vẫn là thị trường chủ lực của VNM khi chiếm đến 88% DTT trong Q4 và 86% trong cả năm 2012. Tính chung cả năm, doanh thu nội địa tăng trưởng 21% y-o-y. Đối với thị trường xuất khẩu, DTT có phần sụt giảm nhẹ trong Q4 khi chỉ đạt 847 tỷ đồng (-10% y-o-y) và chỉ đóng góp khoảng 12% DTT cả công ty. Tuy nhiên cả năm 2012, kim ngạch xuất khẩu vẫn đạt 3.712 tỷ đồng (gần 180 triệu USD), tăng trưởng 34% y-o-y với TSLN gộp đạt 21% (+1% y-o-y).

(2) Các loại chi phí đều được quản lý và kiểm soát hiệu quả giúp cho mức tăng chi phí thấp hơn mức tăng doanh thu.

+ Chi phí GVHB tăng nhẹ 6% trong Q4, và tăng 16% trong cả năm, thấp hơn mức tăng trưởng DTT (23% y-o-y). Năm 2012, VNM cũng tăng cường sự chủ động về nguồn nguyên liệu trong nước, khi thu mua của người nông dân và từ các trang trại lên đến 161 triệu lít sữa tươi (+17% y-o-y); với giá trị 1.776 tỷ đồng (+21% y-o-y). Tuy nhiên, nguyên nhân chính giúp cho chi phí GVHB được kiểm soát tốt là nhờ biến động giá sữa nguyên liệu trên thế giới. Hiện nay, bột sữa chiếm tới 70% cơ cấu nguyên liệu sản xuất của VNM, do đó giá sữa thế giới liên tục giảm trong năm 2012 đã giúp VNM tiết kiệm đáng kể chi phí đầu vào trong khi giá đầu ra vẫn liên tục tăng do nhu cầu về các sản phẩm sữa tại VN vẫn ở mức cao, giúp cải thiện TSLN gộp tăng lên 34% (+4% y-o-y).

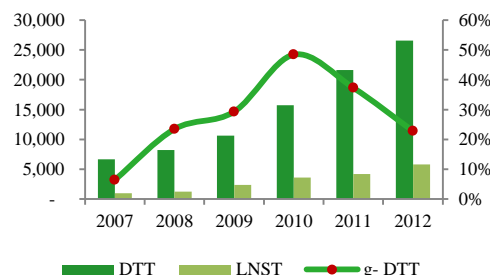
+ Tỷ trọng CP bán hàng/DTT là 9%, tập trung vào việc củng cố và duy trì thị phần của các dòng sản phẩm hiện hữu, cũng như quảng bá cho các sản phẩm mới như Sữa đậu nành Goldsoy, sữa Vinamilk Sure Prevent dành cho người lớn tuổi, Sữa chua Collagen... CP bán hàng tăng 29% y-o-y chủ yếu là chi phí quảng cáo (+47% y-o-y), khuyến mãi (+27% y-o-y) và hỗ trợ nhà phân phối (+23% y-o-y). Tuy nhiên việc tăng các chi phí này đều hợp lý khi mang về mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng 27.102 tỷ đồng (+23% y-o-y).

+ Chi phí quản lý doanh nghiệp (CPQLDN) chiếm tỷ trọng khá nhỏ (khoảng 2% trong DTT), và chỉ tăng 14% y-o-y thấp mức tăng doanh thu (23% y-o-y). Chiếm tỷ trọng cao nhất trong CPQLDN là CP lương cho nhân viên (31%) cũng chỉ tăng 19%.

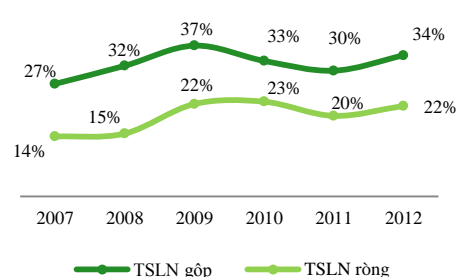
+ Chi phí tài chính giảm mạnh 79% y-o-y chỉ còn khoảng 51 tỷ đồng, chủ yếu là do lỗ chênh lệch tỷ giá thực hiện và chưa thực hiện giảm 64% y-o-y, và hoàn nhập gần 30 tỷ đồng dự phòng tổn thất đầu tư tài chính và chi phí lãi vay chỉ khoảng 4 tỷ đồng do VNM hầu như không vay nợ cả ngắn hạn và dài hạn.

Như vậy VNM đã khép lại năm 2012 rất thành công khi hoàn thành vượt mức kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đã đặt ra, cụ thể 27.102 tỷ đồng DT (102% KH) và 5.819 tỷ đồng LNST (124% KH), **EPS đạt 6.981 đồng/cp sau khi bị pha loãng**. Điều này tiếp tục khẳng định VNM là doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt với TSLN ổn định ở mức cao qua các năm (22%). Tuy nhiên một điểm cần lưu ý, 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 chỉ còn 23%, giảm khá nhiều so với tăng trưởng doanh thu trong năm 2010 và 2011 lần lượt đạt 48% và 37%. Điều này là do tác động của sự cạnh tranh trong nước đang ngày càng gay gắt và ảnh hưởng một phần của suy thoái kinh tế nói chung.

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

Biến động quan trọng của tài sản – nguồn vốn.

Xem xét bảng cân đối kế toán, chúng tôi thấy rằng có một số biến động quan trọng như sau:

(1) Chi phí xây dựng cơ bản dở dang tăng đến 3.565 tỷ đồng (+175% y-o-y) chủ yếu để nâng cấp bảo dưỡng các nhà máy hiện hữu và đặc biệt là đầu tư xây mới các nhà máy sữa theo chiến lược của công ty, bao gồm nhà máy sữa Việt Nam (51%) và nhà máy Sữa bột Dielac 2 (42%)... Dự kiến 2 nhà máy này sẽ được vận hành vào đầu Q2.2013 và khi đó năng lực sản xuất của VNM sẽ gia tăng đáng kể. Nhà máy sữa Việt Nam đặt tại Bình Dương có công suất tương đương gần 9 nhà máy hiện nay của VNM và được vận hành bằng robot, hoàn toàn tự động hóa. Nhà máy chuyên sản xuất sữa bột trẻ em Dielac 2 ở Khu công nghiệp Việt Nam - Singapore có công suất 54.000 tấn/năm.

(2) Vốn chủ sở hữu của VNM cũng tăng gần 24% y-o-y chủ yếu thông qua đợt chia cổ phiếu thưởng, với tỷ lệ 2:1 vào cuối tháng 12.2012. Hiện nay cơ cấu vốn của VNM có đến 79% là vốn chủ, với lượng tiền mặt dồi dào (số dư tiền mặt hơn 1.224 tỷ đồng). Đây cũng là lý do công ty không thực hiện vay nợ để tài trợ vốn sản xuất kinh doanh cũng như đầu tư vào xây dựng nhà máy, từ đó công ty không phải chịu áp lực về chi phí lãi vay

Triển vọng ngành 2013

Năm 2013, ngành sữa Việt Nam dự báo sẽ vẫn tiếp tục tăng trưởng nhưng không lạc quan nhiều như trong năm 2012.

Năm 2013 ngành sữa được dự báo tiếp tục tăng trưởng, tuy nhiên diễn biến giá sữa thế giới nhiều khả năng sẽ không hỗ trợ tốt cho DN sữa VN như trong năm 2012. Trong năm vừa qua, ngành Sữa Việt Nam được hưởng lợi từ biến động giá sữa trên thế giới. Hầu hết các thời điểm trong năm, giá sữa thế giới đều có xu hướng giảm thì tại thị trường Việt Nam, giá sữa nhìn chung có xu hướng tăng. Giá sữa chỉ tạm ổn định sau đợt tăng giá sữa vào tháng 4, sau đó lại tiếp tục tăng trở lại vào cuối tháng 9 và đầu tháng 10. Chi phí đầu vào khá thấp trong khi giá bán đầu ra vẫn liên tục tăng giúp cho TSLN gộp của các doanh nghiệp trong ngành sữa đều tăng mạnh trong năm 2012. Bước sang năm 2013, giá sữa được dự báo sẽ tăng cao trên phạm vi toàn cầu, nguyên nhân do nguồn cung sắp bước sang giai đoạn khan hiếm khi chi phí thức ăn chăn nuôi đang tăng cao, thời tiết không thuận lợi. Như vậy lượng dư cung sữa dành cho xuất khẩu nhiều khả năng đều giảm sút ở các khu vực xuất khẩu sữa lớn của thế giới bao gồm Mỹ, EU, New Zealand, Úc, Argentina và Brazil trong thời gian tới. Về phía cầu, dù không tăng mạnh nhưng vẫn được dự báo sẽ tiếp tục tăng do mức độ phát triển kinh tế và đô thị hóa nhanh tại Việt Nam. Do đó giá sữa của Việt Nam cũng được dự báo tiếp tục tăng và triển vọng ngành sữa Việt Nam sẽ vẫn tăng trưởng.

Mặc dù có nhiều khó khăn hơn nhưng với vị thế là một doanh nghiệp đầu ngành, 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, chúng tôi cho rằng VNM sẽ tận dụng triệt để các lợi thế này để tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong năm 2013 và không khó để hoàn thành kế hoạch đặt ra cho năm 2013 của VNM là 31.780 tỷ đồng tổng DT (+20% y-o-y), 5.230 tỷ đồng LNST (-10% y-o-y) theo định hướng doanh thu – lợi nhuận giai đoạn 2012-2016 đã được thông qua trong Nghị quyết ĐHCĐ thường niên 2012.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA cho cổ phiếu VNM

VNM là doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt với TSLN ổn định ở mức cao qua các năm (22%). Năm 2012, VNM đạt KQKD ấn tượng với tổng DT đạt 27.102 tỷ đồng (+23% y-o-y; 102% KH), LNST đạt 5.819 tỷ đồng (+38% y-o-y; 124% KH). Nguồn tiền mặt tiếp tục khá dồi dào trong thời gian tới khi hầu hết kế hoạch đầu tư tài sản trong giai đoạn 2012 -2016 đều đã thực hiện phần lớn trong năm 2012, chiếm gần 60%, phần còn lại sẽ được thực hiện dần trong 4 năm tới. Đồng thời đây cũng là cổ phiếu rất tốt khi mang lại lợi nhuận hấp dẫn cho nhà đầu tư với mức tăng giá hơn 50% trong năm 2012, và tỷ lệ cổ tức tiền mặt khá cao (20%).

Điểm đáng lưu ý duy nhất đối với cổ phiếu VNM là mức định giá khá cao mặc dù đã chia thưởng cùng với thanh khoản khá thấp, số lượng cổ phiếu giao dịch bình quân mỗi phiên khoảng 200.00 cổ phiếu/phiên do hiện nay cơ cấu cổ đông của VNM bao gồm 45,05% sở hữu nhà nước, 49% sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài hạn chế giao dịch.

Chúng tôi vẫn tiếp tục khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VNM.

GMD – Hoạt động kinh doanh chính ổn định, tỷ suất LN gộp từ dịch vụ cảng và hoàn nhập dự phòng tăng.

Các sự kiện chính trong Q4.2012

(1) Ngày 29/10/2012, GMD công bố thông tin giải thể công ty cổ phần Sư Tử Chúa (GMD nắm 55% vốn điều lệ) với lý do hoạt động kinh doanh không hiệu quả.

(2) Ngày 26.09.2012, GMD công bố Nghị quyết HĐQT, trong đó có các nội dung chính: phát hành 3,28

triệu cổ phiếu ưu đãi cho người lao động, giải thể chi nhánh Gemadept Quy Nhơn theo chủ trương tái cơ cấu công ty và chấp nhận đơn từ nhiệm thành viên HĐQT của ông Tô Hải.

(3) Ngày 24.09.2012, Deutsche Bank AG London - cổ đông lớn của GMD, thông báo đã bán ròng 919.730 cổ phiếu GMD, tỷ lệ nắm giữ cổ phần sau khi bán giảm xuống còn 4,81% và không còn là cổ đông lớn.

Kết quả kinh doanh Q4 và cả năm 2012

Hoạt động kinh doanh chính ổn định, sự gia tăng tỷ suất lợi nhuận gộp từ dịch vụ cảng và hoàn nhập dự phòng các khoản đầu tư tài chính là yếu tố chính mang lại lợi nhuận ròng cho GMD trong năm 2012.

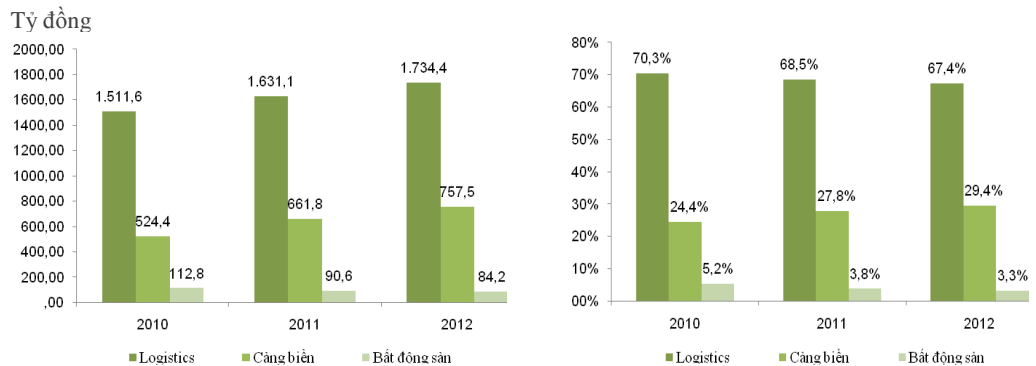
GMD đã công bố KQKD hợp nhất Q4 và cả năm 2012 với doanh thu tăng trưởng khiêm tốn nhưng lợi nhuận ròng tăng trưởng cao so với cùng kỳ năm 2011, chủ yếu nhờ sự gia tăng tỷ suất lợi nhuận gộp và việc hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn. Cụ thể trong Q4, DTT đạt 636 tỷ đồng (-4,2% q-o-q) và LNST đạt 28,6 tỷ đồng, ngược lại với khoản lỗ 18 tỷ đồng trong cùng kỳ năm 2011. Lũy kế cả năm 2012, DTT đạt 2.573,3 tỷ đồng (+8% y-o-y, hoàn thành 129% KH năm) và LNST đạt 111,1 tỷ đồng (+655,5% y-o-y).

(1) Về doanh thu: Trong năm 2012, doanh thu của công ty tập trung vào 3 hoạt động logistics, dịch vụ cảng và bất động sản, trong đó logistics và dịch vụ cảng là hai mảng kinh doanh cốt lõi, chiếm tỷ trọng 97% DTT của công ty. Dự án trồng cao su vẫn đang được triển khai nhưng dự kiến sẽ chỉ mang lại doanh thu cho công ty kể từ năm 2016.

Trong Q4/2012 có sự thay đổi đáng kể trong hoạt động logistics và dịch vụ cảng, cụ thể DT từ logistics tăng 33,6% q-o-q trong khi DT từ dịch vụ cảng giảm 41% q-o-q, đây là hai yếu tố chính khiến DTT giảm nhẹ 4,2% q-o-q. DT từ logistics tăng trưởng mạnh chủ yếu do công ty đưa trung tâm phân phối (DC2) với diện tích 24.000m² vào hoạt động từ tháng 11/2012 và nhanh chóng đạt công suất khoảng 60-70%, góp phần tăng thêm doanh thu bên cạnh DC1 vẫn đạt 100% công suất hoạt động. Ngược lại, DT từ dịch vụ cảng giảm do sự suy giảm chung của ngành vận tải biển trên cả nước. Kết quả trái ngược của hai mảng kinh doanh này cũng dẫn đến sự thay đổi về tỷ trọng, cụ thể DT từ logistics đã chiếm tỷ trọng 67% DTT (so với mức 48% cùng kỳ năm trước), trong khi DT từ dịch vụ cảng chỉ chiếm tỷ trọng 30% DTT (giảm từ mức 49% cùng kỳ năm trước). Ngoài ra, DT từ dịch vụ cho thuê văn phòng tăng nhẹ khoảng 6%, tuy nhiên chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ 3% DTT.

Lũy kế cả năm 2012, DTT tăng trưởng 8,4% y-o-y, trong đó DT từ logistics và khai thác cảng tăng tương ứng 6,3% y-o-y và 14,5% y-o-y nhờ đạt được những kết quả khả quan trong 9 tháng đầu năm, tuy nhiên DT từ dịch vụ cho thuê văn phòng giảm 7,1% y-o-y chủ yếu do sự suy giảm giá cho thuê. Cơ cấu DT theo từng loại hình dịch vụ không có sự thay đổi lớn so với cả năm 2011, DT từ logistics chiếm tỷ trọng 67,4%, DT từ dịch vụ cảng chiếm 29,4% và DT từ dịch vụ cho thuê văn phòng chỉ chiếm 3,3% DTT.

Cơ cấu DTT theo từng mảng dịch vụ



Nguồn: GMD, VCBS tổng

(2) Về chi phí

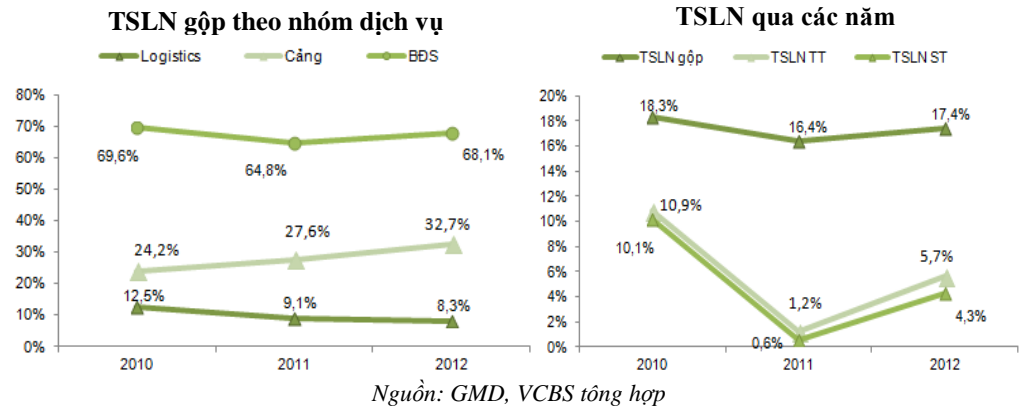
+ Chi phí giá vốn hàng bán (GVHB) trong Q4 giảm 7,6% q-o-q, giảm mạnh hơn mức giảm của DTT, điều này dẫn đến lợi nhuận gộp Q4 tăng 13,6% q-o-q. Lũy kế cả năm 2012, GVHB tăng 6,7% y-o-y, tăng chậm hơn mức tăng của DTT khiến lợi nhuận gộp cả năm tăng 14,9%. Trong cơ cấu dịch vụ, GVHB Q4 từ logistics tăng 24,26% q-o-q nhưng GVHB từ dịch vụ cảng và cho thuê văn phòng giảm tương ứng 51,55% và 36,8% q-o-q. Lũy kế cả năm 2012, GVHB từ logistics và dịch vụ cảng tăng nhẹ tương ứng 7,4% và 6,4% y-o-y, nhưng GVHB từ cho thuê văn phòng giảm 15,7% y-o-y. Ngoài ra, tỷ trọng

GVHB/DT từ dịch vụ cảng trong Q4 và cả năm 2012 đã giảm xuống còn 56,7% và 67,3% so với mức 69% và 72,4% của cùng kỳ năm trước, đây là dấu hiệu rất tích cực trong hoạt động của công ty. Nhìn chung, những biến động trong GVHB, đặc biệt sự sụt giảm GVHB từ dịch vụ cảng và cho thuê văn phòng trong Q4 đã góp phần giúp gia tăng giá trị và tỷ suất lợi nhuận gộp cho GMD.

+ Chi phí tài chính Q4 và cả năm 2012 giảm mạnh tương ứng 52,9% q-o-q và 4,4% y-o-y do hai yếu tố: (i) chi phí lãi vay giảm 19,2% q-o-q và giảm 11,8% y-o-y; (ii) cả năm 2012, công ty đã hoàn nhập dự phòng 94 tỷ đồng, nhờ đó chi lỗ tổng cộng khoảng 15 tỷ đồng từ hoạt động ĐTTC (trong khi cả năm 2011 công ty chịu lỗ 107 tỷ đồng ĐTTC), trong đó trích lập dự phòng 97,6 tỷ đồng; (iii) lỗ do biến động tỷ giá năm 2012 giảm 56% so với năm 2011.

+ CPBH và QLDN trong Q4 và cả năm 2012 tăng tương ứng 22,1% q-o-q và 16,4% y-o-y, chủ yếu do tăng lương nhân viên quản lý.

(3) **Về LNTT và LNST:** Trong Q4, LNTT và LNST đạt lần lượt 30,1 và 28,6 tỷ đồng, trong khi Q4/2011 công ty chịu lỗ tương ứng 15,2 và 18 tỷ đồng. Lũy kế cả năm, công ty đạt 146,2 tỷ đồng LNTT (+394% y-o-y) và 111,1 tỷ đồng LNST (+656% y-o-y). Có thể thấy sự tăng trưởng LNTT và LNST của năm 2012 đạt được chủ yếu nhờ vào việc tiết kiệm nhiều khoản chi phí trong GVHB và nhờ hoàn nhập dự phòng ĐTTC.



Một số điểm nổi bật khác trong tình hình hoạt động và tài chính năm 2012

+ Hiện nay công ty có ba cảng đang hoạt động là cảng ICD Phước Long ở TP.HCM, cảng Nam Hải ở thành phố Hải Phòng và cảng Quốc tế Dung Quất ở tỉnh Quảng Ngãi. Trong năm 2012, nhìn chung hoạt động và doanh thu của các cảng vẫn khá ổn định, cho dù nền kinh tế nói chung và ngành vận tải biển nói riêng đang gặp nhiều khó khăn, cụ thể: (i) tổng sản lượng hàng hóa thông qua cảng Phước Long đạt 369.000 teus (đơn vị chuyên chở tính theo container), doanh thu đạt 438 tỷ đồng (-5,6% y-o-y); (ii) lượng hàng hóa thông qua cảng Nam Hải là 230.000 teus, đạt hơn 150% công suất thiết kế, doanh thu đạt 367 tỷ đồng (+25% y-o-y); (iii) cảng Gemadept Dung Quất đã tiếp nhận và khai thác an toàn các tàu có trọng tải trên 40.000 DWT, tiếp nhận sản lượng 1,15 triệu tấn hàng rời, doanh thu đạt 73 tỷ đồng (+4% y-o-y).

+ Bắt đầu từ năm 2012, GMD tái cấu trúc công ty theo hướng tập trung vào hai mảng kinh doanh bao gồm (i) mảng cốt lõi là dịch vụ cảng và logistics, (ii) mảng đầu tư cơ hội gồm bất động sản và trồng cao su. Đối với dịch vụ cảng, công ty hiện đang ưu tiên đầu tư dự án cảng Nam Hải Đình Vũ và có thể giãn tiến độ xây dựng hai cảng GML - Cái Mép và GMD Hoa Sen. Đối với lĩnh vực logistics, công ty định hướng tập trung vào các hoạt động của trung tâm phân phối DC1 và DC2, vận tải hàng dự án và ga hàng hóa hàng không. Trong lĩnh vực BĐS, ngoài cao ốc Gemadept Tower đã đưa vào khai thác từ tháng 6/2008, hai dự án Saigon GEM và khu phức hợp Viêng Chăn vẫn đang được triển khai ở giai đoạn tiền thiết kế.

+ GMD đã phát hành thành công 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi cho Vietnam Investment Fund II, L.P với giá chuyển đổi bằng 88% trung bình giá thị trường cổ phiếu trong 1 tháng trước thời điểm phát hành, tương đương khoảng 19.400 đồng/cp, thấp hơn 32% so với mức thị giá 28.600 đồng/cp tại thời điểm 27/02/2013. Số tiền này được ưu tiên đầu tư vào dự án cảng Nam Hải - Đình Vũ. Trái chủ được phép chuyển đổi từng phần hoặc toàn bộ trái phiếu thành cổ phiếu GMD từ tháng 8 năm nay. Giả định nếu VI Fund thực hiện chuyển đổi toàn bộ thành cổ phiếu, số lượng cổ phiếu GMD sẽ tăng lên hơn 43 triệu cổ phiếu và sẽ gây pha loãng chỉ số EPS 2013.

Các dự án đang thực hiện

+ Cảng nước sâu Gemalink Cái Mép liên doanh giữa GMD (nắm 75% thông qua GMD-Vũng Tàu) và hãng tàu CMA-CGM (25%). Cảng đã khởi công giai đoạn 1 dự án vào năm 2010 với tổng vốn đầu tư dự án 400 triệu USD và là cảng duy nhất được thiết kế để tiếp nhận tàu có trọng tải 200.000 DWT. Năng lực thiết kế của cảng trong giai đoạn 1 là 1,2 triệu teus/năm và dự án đã hoàn thành 40% tổng khối lượng thi công. Tuy nhiên, dự án đang được giãn tiến độ do công ty đánh giá tình hình thị trường hàng hải Việt Nam không thuận lợi như kỳ vọng ban đầu, do đó nếu đưa cảng vào khai thác sẽ bị hạn chế về công suất và tổn chi phí.

+ Cảng Nam Hải – Đình Vũ là dự án liên doanh giữa GMD và CTCP Vận tải Xăng dầu Vipco với quy mô về diện tích bãi, cầu tàu gấp 3 lần cảng Nam Hải tại Hải Phòng. Dự án có tổng diện tích gần 15ha, có thể tiếp nhận tàu có trọng tải 20.000 DWT và công suất thiết kế lên đến 500.000 teus/năm. Dự án dự kiến đi vào hoạt động Q2/2012 với tổng vốn đầu tư 980 tỷ đồng. Hiện công ty đang ưu tiên xây dựng cảng Nam Hải – Đình Vũ do các yếu tố sau: (i) cảng Nam Hải đã được khai thác vượt 100% công suất thiết kế, (ii) tận dụng tiềm năng tăng trưởng sản lượng hàng hóa quá cảnh qua các cảng ở Hải Phòng năm từ 10-15%/năm và dự kiến đến năm 2015 sẽ đạt trên 60 triệu tấn.

+ Dự án cao su tại Campuchia: công ty đã khởi công dự án trồng 30.000 ha cao su tại tỉnh Mondul Kiri, Campuchia đầu năm 2011 với tổng vốn đầu tư 150 triệu USD và hiện công ty đã trồng được 5.500 ha. Dự án dự kiến sẽ đi vào khai thác kể từ năm 2016. Lĩnh vực trồng rừng gồm công ty Pacific Pearl, Pacific Pride và Pacific Lotus, mỗi công ty phụ trách 10.000 ha cao su.

+ Bất động sản bao gồm hai dự án Saigon Gem và khu phức hợp Vietiane-Lào. Qua trao đổi với doanh nghiệp, hiện 2 dự án đang được giãn tiến độ do thị trường bất động sản đang gặp khó khăn. Dự án Saigon Gem tọa lạc tại khu đất vàng Tp.Hồ Chí Minh với tổng vốn đầu tư khoảng 150 triệu USD, liên doanh với Saigon tourist, tập đoàn Tân Tạo, vốn vay khoản 75% tổng VĐT và tổng diện tích sàn 5.600m². Đây là khu phức hợp 49 tầng gồm trung tâm thương mại, khách sạn, văn phòng làm việc và căn hộ cho thuê. Dự án khu phức hợp Vientiane – Lào tọa lạc tại đại lộ Lane Xang với tổng vốn đầu tư 35 triệu USD và tổng diện tích sàn 6.745m².

Một số thông tin quan trọng ảnh hưởng đến giá cổ phiếu GMD trong hai tháng đầu năm 2013

+ Tháng 1/2013, GMD đã chuyển nhượng 24,9% trong số 29,1% số cổ phần tại CTCP Nước khoáng Vĩnh Hảo cho tập đoàn Masan với giá bán 85.500 đồng/ cp. Số cổ phần có giá trị sổ sách tại thời điểm cuối 2012 là 39,0 tỷ đồng, tương đương 16.618 đồng/cp. Chúng tôi dự kiến công ty sẽ ghi nhận lãi tài chính 137,9 tỷ đồng trong Q1/2013. Ngoài ra, GMD dự kiến cũng sẽ bán hết 4,2% cổ phiếu còn lại cho Masan.

+ Dự án cao ốc Gemadept Tower tại khu vực trung tâm thành phố đã được công ty rao bán trong vài năm gần đây. Tại thời điểm cuối năm 2012, giá trị sổ sách của tòa nhà được ghi nhận là 227,3 tỷ đồng. Qua trao đổi với doanh nghiệp, hiện tại vẫn chưa có đối tác để tiến hành thương lượng và chưa có mức giá chào bán cụ thể. Tuy nhiên, qua một số thông tin chưa chính thức thì giá chào bán vào khoảng 45 triệu USD.

Quan điểm đầu tư

Với sự đóng góp của những khoản lợi nhuận tài chính đột biến mà GMD đã và còn sẽ thu được trong năm 2013, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu GMD hiện nay có thể được coi là hợp lý cho mục tiêu đầu tư trong năm 2013.

Về dài hạn, lợi nhuận của GMD sẽ phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố vĩ mô, do đó chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu GMD trong năm nay 2013 và khả năng có tiếp tục đầu tư hay không sẽ được xem xét vào cuối năm.

Tuy kết quả lợi nhuận năm 2012 tốt hơn rất nhiều so với năm 2011, nhưng EPS năm 2012 chỉ đạt gần 1.000 đồng/cp. Qua trao đổi với doanh nghiệp, mức cổ tức 2012 cũng chưa được công ty tính đến. Giá cổ phiếu GMD đã tăng hơn 51% kể từ đầu năm lên đến 28.600 đồng/cp ngày 27/02/2013, P/E đạt gần 31 lần, rất cao so với mặt bằng chung. Tuy nhiên giá cổ phiếu GMD tăng rất mạnh chủ yếu nhờ khoản lợi nhuận tài chính, dự kiến gần 138 tỷ đồng sau khi GMD thoái vốn khỏi công ty Vĩnh Hảo. Theo tính toán của chúng tôi, với việc hạch toán lợi nhuận tài chính nói trên vào Q1 năm nay, EPS trailing 4 quý đến Q1 sẽ đạt ít nhất 2.440 đồng/cp, chưa tính đến khoản lợi nhuận ròng từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Nếu doanh thu và lợi nhuận từ dịch vụ cảng tiếp tục tăng trưởng, và dịch vụ logistics phục hồi thì EPS 2013 dự kiến sẽ cao hơn 3.000 đồng/cp. Như vậy P/E sau khi công bố BCTC Q1 dự kiến sẽ giảm xuống thấp hơn 12 lần và P/E 2013 có thể giảm xuống còn khoảng 9,5 lần.

Ngoài ra, nếu công ty hoàn tất việc bán được tòa nhà với mức giá 45 triệu USD ngay trong năm 2013 thì hai khoản lợi nhuận tài chính bất thường sẽ đóng góp khoảng 7.800 đồng/cp trong EPS 2013. Tiếp tục giả định công ty phát hành thêm 43 triệu cổ phiếu khi trái chủ TPCĐ tiến hành chuyển đổi toàn bộ giai đoạn cuối Q3, đầu Q4 thì phần đóng góp nói trên trong EPS 2013 sẽ được pha loãng còn khoảng 5.900 đồng/cp, P/E 2013 sẽ có thể giảm xuống thấp hơn 4,8 lần. Như vậy, mức giá cổ phiếu GMD hiện nay có

thể được coi là hợp lý cho mục tiêu đầu tư trong năm 2013.

Xét về dài hạn, lợi nhuận ròng của GMD sẽ phụ thuộc nhiều nhất vào các dự án cảng, tiếp đến là hoạt động logistics, dự án trồng cao su và BĐS. Theo đánh giá của chúng tôi, mảng dịch vụ cảng sẽ tiếp tục đóng góp tích cực nhất vào lợi nhuận của công ty, đặc biệt là 2 cảng Nam Hải – Đình Vũ và cảng Quốc tế Dung Quất, cho dù đang có sự cạnh tranh rất khốc liệt giữa trong hệ thống các cảng ở Hải Phòng và Tp.HCM. Tuy nhiên, hiệu quả của các mảng kinh doanh còn lại sẽ phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố vĩ mô như: tình hình kinh tế và thương mại thế giới quyết định đến sự phục hồi của ngành logistics; biến động giá cao su trên thị trường thế giới và khả năng phục hồi thị trường BĐS ở nước ta. Do đó, chúng tôi khuyến nghị NÂM GIỮ cổ phiếu GMD trong năm nay 2013 và khả năng tiếp tục đầu tư sẽ được xem xét vào cuối năm trên cơ sở cập nhật và đánh giá chính xác hơn tình hình kinh tế Việt Nam và thế giới.

GAS – Lợi thế độc quyền, tiềm năng tăng trưởng lớn.

Sự kiện chính trong Q4.2012

(1) HĐQT chấp thuận thay đổi ngày thanh toán tạm ứng cổ tức đợt 2 năm 2012 từ ngày 31/12/2012 sang ngày 28/12/2012.

(2) 4/12 GDKHQ nhận tạm ứng cổ tức đợt 2 năm 2012 bằng tiền tỷ lệ 10%

(3) 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) Các giao dịch nội bộ trong Q4:

- Ông Phạm Đình Đạt – thành viên BKS đã bán 11.000CP
- Vợ Ông Vũ Đình Chiến – Phó chủ tịch HĐQT đã bán 9.100 CP
- Vợ ông Hồ Tùng Vũ – Phó Tổng giám đốc đã bán 24.000 CP

Kết quả kinh doanh Q4 và cả năm 2011-2012

Trong Q4-2012, GAS ghi nhận mức LNST đạt 2.499 tỷ đồng (+ 80,9% y-o-y) tăng ấn tượng so với cùng kỳ năm 2011.

Lũy kế cả năm 2012, GAS đạt 10.098 tỷ LNST, +57,3% y-o-y. Đây là mức LNST cao nhất trong lịch sử hoạt động của GAS.

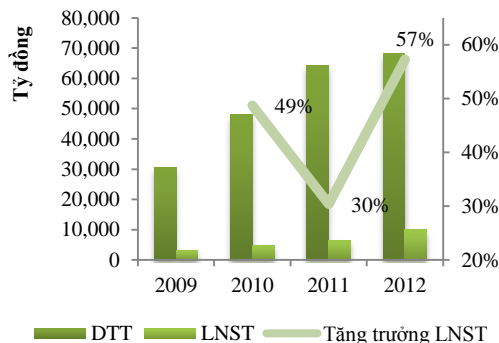
Trong Q4-2012, DT thuần của GAS đạt 15.157 nghìn tỷ, giảm nhẹ so với cùng kỳ năm 2011 (-0,7% y-o-y). Tuy nhiên do chi phí giá vốn bán hàng được giảm mạnh trong kỳ xuống 11.165 tỷ đồng (-12% y-o-y) đã khiến cho mức LNST của GAS tăng mạnh lên 3.977 tỷ đồng (+56% y-o-y). Ngoài ra chi phí tài chính giảm mạnh trong khi doanh thu tài chính được giữ ổn định cũng đóng góp cho mức lợi nhuận ấn tượng của GAS. LNST của GAS trong Q4 đạt 2.499 tỷ đồng (+80,9% y-o-y). Đây là mức tăng rất ấn tượng so với cùng kỳ năm 2011.

Lũy kế cả năm 2012, GAS đạt 10.098 tỷ LNST, +57,3% y-o-y, vượt kế hoạch năm 91,1%. Đây là mức LNST cao nhất trong lịch sử hoạt động của GAS. DT thuần của GAS đạt 68.176 tỷ đồng (+6% y-o-y), vượt kế hoạch năm 23,7% trong khi giá vốn hàng bán giảm nhẹ xuống 53.219 tỷ (-1%) đã khiến cho LNST của GAS tăng lên 14.956 tỷ (+41,5% y-o-y). Ngoài ra, chi phí tài chính của cả năm cũng giảm mạnh xuống 559 tỷ (-67,3% y-o-y) cũng đóng góp quan trọng vào kết quả kinh doanh ấn tượng của GAS trong năm 2012. Mức tăng trưởng này vẫn là do đóng góp chủ yếu từ hoạt động kinh doanh khí khô và khí LPG.

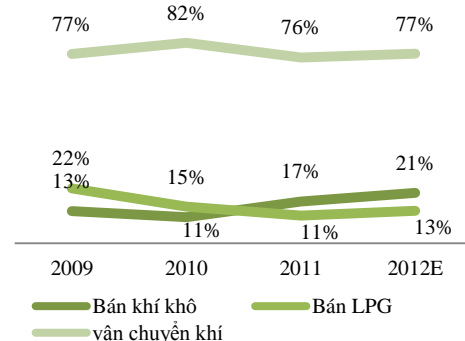
Khí khô: Cả sản lượng và giá bán khí khô đều tăng. Trong 2012 sản lượng khí khô tiêu thụ đạt 9,008 triệu m³ (+3,1% y-o-y). Điều này đạt được nhờ nguồn cung khí từ các bể Nam Côn Sơn và Malay Thổ Chu tăng do tiêu thụ nhà máy điện và nhà máy đạm Cà Mau tăng. Trong tháng 8, GAS tiến hành hội tổ giá bán khí cho PGD (tăng 26%), đồng thời điều chỉnh tăng giá 32% với các hộ công nghiệp trong 9T2012. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh khí khô đã tăng từ 17% năm 2011 lên 20,6% trong 9T2012 và ổn định ở mức 21% cho cả năm 2012.

Khí hóa lỏng (LPG): Kinh doanh LPG có nhiều biến động trong 2012, một số khách hàng công nghiệp và hộ dân dụng chuyển sang sử dụng nguồn nguyên liệu thay thế khác do giá LPG trên thị trường cao, công tác nhập khẩu và kinh doanh quốc tế khó khăn. Theo đó, sản lượng LPG cung cấp cho thị trường trong năm 2012 là 1.035 tỷ tấn (-11,2% y-o-y). Giá LPG biến động mạnh trong 2012 nhưng nhìn chung giá cuối năm vẫn cao hơn so với đầu năm. Do đó, mặc dù sản lượng LPG giảm, tỷ suất lợi nhuận gộp của sản phẩm này vẫn được cải thiện từ 11,1% trong 2011 lên 12,9% trong 9T2012 và ước tính ổn định ở mức này trong Q4.

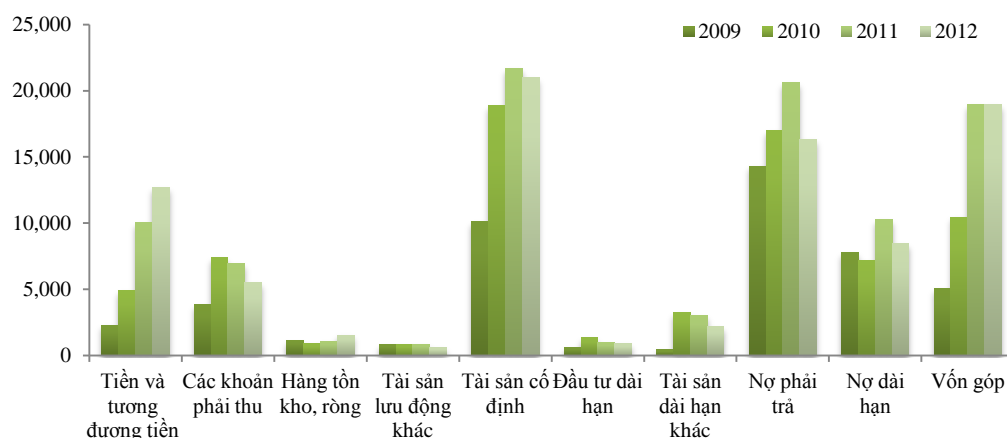
Tăng trưởng DT - LNST



Tỷ suất LN gộp



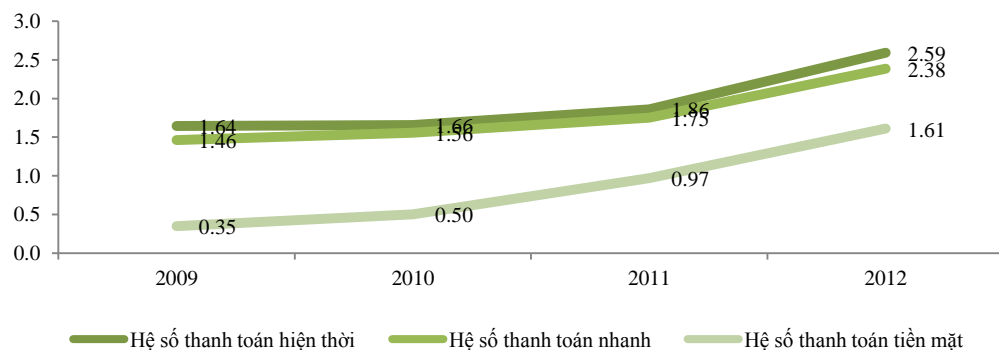
Nguồn tiền và tương đương tiền dồi dào, cơ cấu nợ cân bằng.



Nguồn: GAS, VCBS, Đơn vị: tỷ đồng

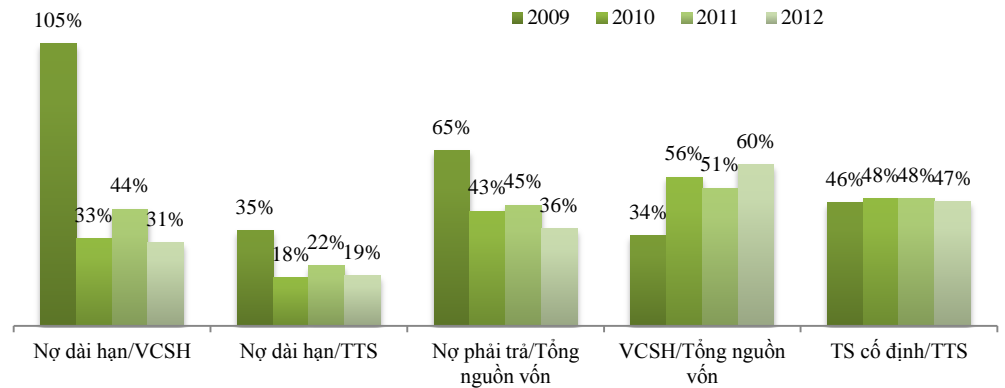
Tại thời điểm 31/12/2012, GAS đang duy trì lượng tiền và tương đương tiền rất dồi dào ở mức 12.722 tỷ đồng, tương đương tới 28% tổng tài sản của GAS. Lượng tiền mặt luôn được duy trì ở mức trên dưới 2.000 tỷ đồng giúp GAS có khả năng linh hoạt trong các hoạt động của công ty. Ngoài ra, lượng tiền mặt dồi dào cũng đem lại cho GAS lãi tiền gửi đáng kể, đóng góp 1.063 tỷ đồng vào doanh thu tài chính trong 2012.

Các khoản phải thu giảm 20,8% trong khi hàng tồn kho tăng tới 44,9% trong 2012. Tuy nhiên, số vòng quay hàng tồn kho lại được cải thiện qua các năm cho thấy việc bán hàng của GAS được thực hiện rất tốt và việc tăng giá trị hàng tồn kho là cần thiết để phục vụ nhu cầu thị trường. Mặt khác, tỉ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản chỉ ở mức khiêm tốn là 3,4% nên rủi ro từ hàng tồn kho là không đáng kể.



Các tỉ số thanh toán của GAS được duy trì ổn định qua các năm và có xu hướng tốt dần lên. Điều này

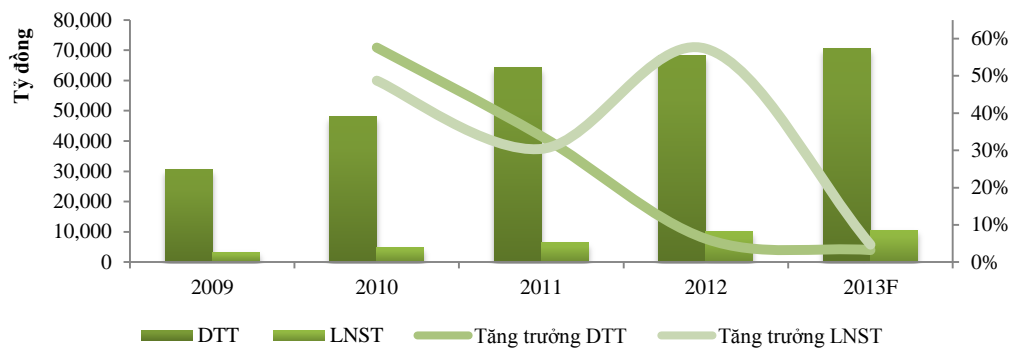
càng trở nên quan trọng hơn khi mà quy mô về doanh thu bán hàng của GAS liên tục nhảy vọt qua các năm vừa rồi. Hiện tại hệ số thanh toán hiện thời, thanh toán nhanh và thanh toán tiền mặt lần lượt là 2,59; 2,38; và 1,61 lần. Các hệ số này đều cao hơn nhiều so với thời điểm cuối năm 2011.



Cơ cấu nợ-vốn chủ sở hữu của GAS cũng được duy trì ổn định qua các năm, tỷ lệ thuận với quy mô tăng trưởng của tổng tài sản. Tỷ lệ nợ/tổng tài sản luôn duy trì ở mức cân bằng khoảng 45% và giảm mạnh xuống 36% trong 2012. Trong đó, vay và nợ tính đến 31/12/2012 là 9.230 tỷ đồng (-16,2% y-o-y), chỉ chiếm 20,5% tổng tài sản. Sự sụt giảm này chủ yếu là vay nợ dài hạn giảm từ 8.150 tỷ đồng trong 2011 xuống 6.338 tỷ đồng trong 2012 (-22,2% y-o-y). Chúng tôi cho rằng lượng tiền mặt dồi dào và lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong 2012 là động lực chính để GAS giảm bớt nợ vay ngân hàng, kéo theo giảm gánh nặng chi phí tài chính trong năm 2013.

Triển vọng 2013

Nhu cầu tăng cao về khí khô và LPG tiếp tục là động lực cho sự tăng trưởng của GAS trong năm 2013. Chúng tôi dự báo GAS tiếp tục vượt kế hoạch trong năm 2013, tăng trưởng DT và LNST có thể đạt lần lượt 3,2% và 4,7% trên cơ sở tăng trưởng kinh tế của Việt Nam ở mức khoảng 5%.



Nguồn: VCBS, BCTC GAS

GAS đặt kế hoạch doanh thu năm 2013 là 55.750 tỷ đồng (-15,8% y-o-y). Dự kiến sẽ cung cấp 9.010 triệu m³ khí khô (bằng với 2012), 51.000 tấn condensate (xăng nhẹ) (-12% y-o-y), sản xuất và tiêu thụ 920.000 tấn LPG (-11% y-o-y), cùng với các đơn vị thành viên đáp ứng trên 60% nhu cầu LPG của cả nước. GAS chưa công bố con số lợi nhuận kế hoạch. Chúng tôi dự báo xu hướng của doanh nghiệp dựa trên một số cơ sở sau đây:

- Theo quan sát của chúng tôi trong 2 năm 2011 và 2012, GAS có xu hướng đặt kế hoạch kinh doanh tương đối thận trọng và kết quả thực hiện đều vượt xa so với kế hoạch ban đầu. Cụ thể, năm 2011 vượt 32% KH DT và 65% KH LNTT. Năm 2012, vượt 20% KH DT và 72% KH LNTT. Do đó, không loại trừ khả năng việc này có thể lặp lại trong 2013.
- Tuy nhiên, theo một số nguồn thông tin, có khả năng GAS đã không còn ghi nhận doanh thu của khí vận chuyển qua đường ống PM3 – Cà Mau từ Q4.2012, điều này có thể ảnh hưởng đến doanh thu của GAS trong 2013.
- Chúng tôi dự báo sản lượng khí khô 2013 đạt mức 9.100 triệu m³ (+1% y-o-y), đồng thời giá bán có thể tăng khoảng 6%, tương đương với mức tăng trưởng doanh thu 10%.
- Trong năm 2013, chúng tôi dự báo chi phí lãi vay sẽ tăng do tổng nợ của GAS tăng do GAS sẽ thực

hiện giải ngân khoảng 3.000 tỷ đồng, tập trung vào 2 lĩnh vực chính thu gom, vận chuyển, xử lý và phân phối khí.

- Với giả định như trên, chúng tôi thận trọng đưa ra dự báo về doanh thu và lợi nhuận cho GAS như sau: DT 2013 có thể đạt 70.452 tỷ đồng (+3,2% y-o-y), LNST 2013 có thể đạt 10.572 tỷ đồng (+4,7% y-o-y).

Quan điểm đầu tư

Mặc dù doanh thu và lợi nhuận của GAS dự báo chỉ tăng trưởng khiêm tốn trong 2013 nhưng do trong 2012, kết quả kinh doanh của Công ty đã tăng trưởng mạnh, chúng tôi cho rằng mức tăng của 2013 là hợp lý để đảm bảo yếu tố bền vững. Ngoài ra, với các lợi thế đặc thù trong việc vận chuyển và phân phối khí, sở hữu hệ thống cơ sở hạ tầng đồng bộ, đồng thời nhu cầu khí được dự báo vẫn ở mức cao trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của GAS với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành phân phối khí đốt là rất lớn. Do đó, chúng tôi khuyến nghị “MUA” cổ phiếu GAS.

REE – Đặt mục tiêu đạt 650 tỷ đồng LNST trong năm 2013, giảm nhẹ 1% so với thực hiện năm 2012.

Sự kiện chính thời gian vừa qua

- Tính đến ngày 21/01/2013, số lượng cổ phiếu nắm của REE tại NBC là: 3.805.866 CP (tương ứng tỷ lệ 19,03%).
- Ngày 20/2/2013 là ngày GDKHQ nhận cổ tức 16% và họp ĐHCĐ. Ngày trả cổ tức: 25/04/2013 và ngày dự kiến tổ chức ĐHCĐ: 29/03/2013. Địa điểm thực hiện: Hội trường toàn nhà Etown- Số 364 Cộng Hòa, P.13, Q.Tân Bình, TP.HCM.
- Tính đến ngày 26/02/2013, số lượng cổ phiếu nắm của REE tại TDN là: 3.362.800 CP (tương ứng với tỷ lệ 21,02%).

KQKD năm 2012 khả quan, các hoạt động chính đều tăng trưởng mạnh, đặc biệt là hoạt động đầu tư khi mở rộng sang loại hình công ty liên kết.

KQKD năm 2012 khả quan bắt nguồn từ sự tăng trưởng ở các lĩnh vực chính của REE, trong đó đóng góp lớn nhất là hoạt động đầu tư (nhờ thành công trong thương vụ thoái vốn STB). REE đạt 2.396 tỷ đồng doanh thu (32% yoy, vượt 5% KH) và 658 tỷ đồng LNST của cổ đông công ty mẹ (+28% yoy, vượt 11% KH). Trong đó, doanh thu đến chủ yếu từ cơ điện (70%), văn phòng cho thuê (18%). Tuy nhiên LN lại đến chủ yếu hoạt động đầu tư (43%) và văn phòng cho thuê (34%), còn lại 21% đến từ cơ điện và một phần rất nhỏ đến từ hoạt động Reetech. Cụ thể:

- Lĩnh vực đầu tư** là hoạt động chiếm nguồn lực lớn nhất và cũng đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận của REE. Năm 2012, lĩnh vực này đem lại 297 tỷ đồng EBIT (+38% yoy), chủ yếu nhờ thoái vốn thành công tại STB. REE đang cơ cấu danh mục đầu tư theo hướng giảm tỷ trọng đầu tư vào lĩnh vực ngân hàng, tài chính (STB, ACB), tăng tỷ trọng đầu tư vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng như điện, nước, than (PPC, NBC...), và chuyển sang hình thức đầu tư liên doanh liên kết để giảm ảnh hưởng sự biến động ngắn hạn của giá cổ phiếu đến lợi nhuận công ty. Hiện nay tỷ lệ sở hữu của REE đã tăng lên trên 20% tại các công ty PPC, NBC, TDN cụ thể: NBC (20%), PPC (22,26%), TDN (21,02%), trong đó tăng sở hữu đầu tư tại PPC là thương vụ lớn nhất của REE trong năm 2012.
- Lĩnh vực cơ điện** có nhiều lợi thế: (i) REE chiếm thị phần lớn trong lĩnh vực này và ngành còn nhiều tiềm năng phát triển, (ii) hoạt động sử dụng ít nguồn lực công ty (do được có thể sử dụng nợ thương mại) (iii) ROE khá cao. Năm 2011 tổng giá trị hợp đồng ký mới cao nhất từ trước đến nay đạt 1.522 tỷ đồng và phần lớn được hạch toán cho năm 2012. Theo đó, lĩnh vực cơ điện của công ty đạt 1.674 tỷ đồng doanh thu (+96% yoy) và 149 tỷ đồng EBIT (+32% yoy) trong năm 2012.
- Lĩnh vực văn phòng cho thuê** có lợi nhuận lớn và tăng trưởng khá khi REE Tower tại Đoàn Văn Bơ được đưa vào khai thác từ giữa năm 2011 và tỷ lệ lấp đầy tại các văn phòng cho thuê ngày càng tăng lên (hiện đạt khoảng 95%). Lĩnh vực văn phòng cho thuê mang lại 369 tỷ đồng doanh thu (+20% yoy) và 233 tỷ đồng EBIT (+8% yoy) trong năm 2012.
- Lĩnh vực Reetech** có KQKD không khả quan do sức mua của thị trường yếu. Tuy nhiên hoạt động này chiếm ít nguồn lực công ty và có mức độ đóng góp không cao vào KQKD của REE. REE thay đổi cách hạch toán trong lĩnh vực Reetech nên doanh thu, lợi nhuận có mức sụt giảm mạnh.

	DT 2012			EBIT 2012			EBIT/ DTT 2011	EBIT/ DTT 2012
	(tỷ)	Tăng trưởng	Tỷ trọng	(tỷ)	Tăng trưởng	Tỷ trọng		
Cơ điện	1,674	96%	70%	149	32%	21%	13%	9%
Reetech	280	-52%	12%	17	-70%	2%	9%	6%
VP cho thuê	441	20%	18%	233	8%	34%	59%	53%
Đầu tư				297	38%	43%		
Tổng	2,396		32%	696	16%			

Nguồn: BCTC của REE quý 4.2012

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản của REE tốt hơn trong năm 2012: (i) khả năng sinh lời tăng khi ROA tăng từ 9,7% lên 10,1%, ROE tăng từ 13,3% lên 15,6%, EPS đạt 2.689 đồng/CP, (ii) hiệu quả hoạt động tăng với số ngày các khoản phải thu và số ngày các hàng tồn kho đều giảm trong khi vòng quay TTS, vòng quay VCSH và vòng quay TTS đều tăng (iii) khả năng thanh toán tốt khi các hệ số thanh toán đều lớn hơn 1, (iv) quy mô tài sản và lợi nhuận đều tăng. Ngoài ra, hệ số nợ của REE không lớn (35%) và chỉ có 34% nợ phải chịu lãi, trong đó lĩnh vực đầu tư và văn phòng cho thuê sử dụng nợ thấp, còn lĩnh vực cơ điện sử dụng nợ lớn (74%) nhưng phần lớn là nợ thương mại.

Cuối năm 2012, REE đã phát hành thành công 557.846 trái phiếu chuyển đổi với tổng trị giá 557,85 tỷ đồng nhằm huy động vốn cho hoạt động đầu tư và phát triển các dự án BĐS. Theo đó, tối đa 25.356.615 cổ phiếu (tương đương 10% KLCPĐLH hiện nay) dự kiến sẽ được phát hành dần tại các thời điểm chuyển đổi trong 3 năm tới khi còn room nhà đầu tư nước ngoài (HSX đã điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ của NĐTNN đối với cổ phiếu REE từ 49% xuống 43,7% từ ngày 03/12/2012). Có thể thấy, REE ngày càng phân bổ nhiều nguồn lực cho hoạt động đầu tư và đây cũng là hoạt động mang lại lợi nhuận chủ yếu cho công ty. Chúng tôi cho rằng hoạt động đầu tư của REE đã đạt được thành công nhất định trong việc tái cơ cấu khi đầu tư ở vùng giá thấp giúp giảm bớt áp lực lợi nhuận trên khoản đầu tư. Do tăng đầu tư theo hình thức liên kết và tất toán khoản đầu tư vào ngân hàng nên biến động giá cổ phiếu trong ngắn hạn sẽ tác động ít hơn đến KQKD của REE, thay vào đó KQKD của các công ty liên kết sẽ quyết định nhiều đến KQKD của REE.

Dự báo 2013

REE đặt mục tiêu đạt 650 tỷ đồng LNST trong năm 2013, giảm nhẹ 1% so với thực hiện năm 2012.

HDQT của REE đặt mục tiêu đạt 650 tỷ đồng LNST trong năm 2013, giảm nhẹ 1% so với thực hiện năm 2012. Trong đó 300 tỷ đồng đến từ lĩnh vực đầu tư, 200 tỷ đồng đến từ lĩnh vực văn phòng cho thuê, 105 tỷ đồng đến từ lĩnh vực cơ điện và 50 tỷ đồng đến từ lĩnh vực Reetech. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng LNST của REE trong năm 2013 sẽ khoảng 620 tỷ đồng (-6% y-o-y). Cụ thể như sau:

- (1) *Lĩnh vực đầu tư* có khả năng đạt 300 tỷ đồng LNST nếu TTCK khởi sắc hoặc REE có khoản lợi nhuận đột biến khi tất toán khoản mục đầu tư hoặc PPC có lợi nhuận cao hơn năm 2012. Tuy nhiên với quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng LNST của lĩnh vực đầu tư sẽ đạt khoảng 270 tỷ đồng, cụ thể: (i) lãi suất vẫn trong xu hướng giảm nên lãi tiền gửi sau thuế sẽ giảm, đạt khoảng 60 tỷ đồng (-20% yoy), (ii) cổ tức sụt giảm do REE tất toán STB, ACB... ước tính lợi nhuận từ cổ tức khoảng 60 tỷ đồng (-18% yoy), (iii) lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết sẽ tăng lên khoảng 120 tỷ đồng (+2,6 lần yoy) khi PPC, TDN, NBC trở thành công ty liên doanh liên kết và KQKD của các công ty liên kết còn lại tiếp tục khả quan (đặc biệt là TMP, TBC, CTCP BOO Thủ Đức), (iv) LN từ hoạt động thanh lý đầu tư nếu không có đột biến, ước tính khoảng 30 tỷ đồng (-87% yoy).
- (2) *Lĩnh vực văn phòng cho thuê* hứa hẹn sẽ tiếp tục mang lại lợi nhuận ổn định nhờ tỷ lệ lấp đầy lớn. REE ước LNST khoảng 200 tỷ đồng từ lĩnh vực này và chúng tôi cho rằng mức LN này là hoàn toàn có thể thực hiện được.
- (3) *Lĩnh vực cơ điện* sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2013 khi tổng giá trị hợp đồng ký mới của REE trong năm 2012 đạt khoảng 2.000 tỷ đồng (+31,4% yoy) và phần lớn giá trị này sẽ được hạch toán trong năm 2013. Do đó, theo thông tin công ty, lĩnh vực này sẽ đem lại 105 tỷ đồng LNST. Với sự tăng mạnh giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2012 chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực này sẽ đem lại lợi nhuận lớn hơn, ước khoảng 120 tỷ đồng LNST.
- (4) *Lĩnh vực Reetech* đặt kế hoạch khoảng 50 tỷ đồng LNST. Dựa trên KQKD năm 2012 chúng tôi ước tính lĩnh vực Reetech sẽ mang lại 30 tỷ đồng LNST.

Quan điểm đầu tư**MUA**

REE là cổ phiếu ưa thích của NĐTNN, có cơ bản tốt, cổ tức thường bằng tiền và khá ổn định, PE ở mức 6,6x. Cùng với sự kỳ vọng REE sẽ tăng trưởng bền vững hơn khi tái cơ cấu danh mục đầu tư, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét tăng tỷ lệ đầu tư vào cổ phiếu REE cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

FPT – KQKD năm 2012 suy giảm và không đạt như kỳ vọng chỉ hoàn thành 92% KH đã điều chỉnh.**Sự kiện chính thời gian vừa qua**

- (1) Ngày 15/01/2013 giải toả 173.899 cổ phiếu hạn chế chuyển nhượng.
- (2) Ngày 19/2/2013, FPT thông qua phương án thành lập văn phòng đại diện CTCP FPT tại Myanmar và bổ nhiệm ông Hoàng Minh Châu làm Trưởng văn phòng đại diện tại Myanmar.
- (3) Ngày 26/2/2013 là ngày ĐKCC họp ĐHCĐTN năm 2013. Thời gian tổ chức: 06/04/2013. Địa điểm thực hiện: Khách sạn Crowne Plaza West Hà Nội, 36 Lê Đức Thọ, Mỹ Đình, Từ Liêm, Hà Nội.

KQKD năm 2012 suy giảm và không đạt như kỳ vọng, mặc dù LN kế hoạch đã điều chỉnh giảm 15% từ cuối tháng 8.2012 nhưng kết thúc năm FPT vẫn chỉ hoàn thành 92% KH đã điều chỉnh.

KQKD năm 2012 suy giảm và không đạt như kỳ vọng, mặc dù LN kế hoạch đã điều chỉnh giảm 15% từ cuối tháng 8.2012 nhưng kết thúc năm FPT vẫn chỉ hoàn thành 92% kế hoạch. Năm 2012, FPT đạt 25.350 tỷ doanh thu (*) (-2,4% yoy, HT 97% KH đã điều chỉnh) và 1.540 tỷ đồng LNST của cổ đông công ty mẹ (-8,4% yoy, HT 92% KH đã điều chỉnh).

Mặc dù doanh thu của phần lớn các lĩnh vực đều tăng trưởng từ 17%-60% nhưng doanh thu của hai lĩnh vực có vai trò quan trọng nhất đối với FPT lại có mức sụt giảm mạnh. Hai lĩnh vực đó là: Sản xuất, phân phối, bán lẻ sản phẩm công nghệ (chiếm 57% doanh thu, -12% yoy) và tích hợp hệ thống (chiếm 12% doanh thu, -11% yoy), nguyên nhân sụt giảm là do nhu cầu nội địa sụt giảm kèm theo xu hướng thắt chặt chi tiêu của Chính phủ, doanh nghiệp và người dân. Theo đó, doanh thu của FPT đạt 25.350 tỷ đồng giảm -2,4% yoy.

Hoạt động chính - phân phối sản phẩm CNTT, viễn thông đóng góp 57% doanh thu tập đoàn nhưng do có tỷ suất lợi nhuận thấp và giảm (từ 3,2% xuống còn 2,7%) nên LNTT giảm 24% yoy, chỉ đóng góp 17% LNTT của tập đoàn. Thêm vào đó, nhiều lĩnh vực khác có doanh thu tăng mạnh nhưng LNTT vẫn giảm như: Nội dung số (doanh thu tăng 60% nhưng LNTT giảm 19%), phát triển phần mềm (doanh thu tăng 28% nhưng LNTT giảm 1%). Các lĩnh vực dịch vụ tin học, giáo dục tăng trưởng mạnh cả về doanh thu và lợi nhuận nhưng mức độ đóng góp chưa nhiều cho tập đoàn. Riêng hoạt động viễn thông có kết quả kinh doanh tốt nhưng cần phải lưu ý rằng FPT chỉ tham gia góp 42,51% vốn tại FPT Telecom nhưng công ty này được hợp nhất vào FPT nên lợi nhuận thuộc về FPT không nhiều như số liệu trong BCTC.

Xem xét tổng quan các lĩnh vực hoạt động của FPT cho thấy, tỷ suất lợi nhuận của phần lớn các lĩnh vực đều sụt giảm và sự tăng trưởng lợi nhuận của lĩnh vực viễn thông, dịch vụ tin học và giáo dục không đủ bù đắp sự sụt giảm lợi nhuận của các hoạt động còn lại. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự sụt giảm lợi nhuận của FPT là lĩnh vực phân phối, bán lẻ sản phẩm công nghệ (LNTT giảm 123 tỷ đồng, tương ứng giảm 24%), lĩnh vực tích hợp hệ thống (LNTT giảm 74 tỷ đồng, tương ứng giảm 19%), lĩnh vực nội dung số (LNTT giảm 47 tỷ đồng, tương ứng giảm 19%), lĩnh vực đầu tư (LNTT giảm 41 tỷ đồng, tương ứng giảm 44%). Theo đó, LNTT đạt 2.407 tỷ đồng (-3,8% yoy) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 1.540 tỷ đồng (-8,4% yoy).

	DT 2012			LNTT 2012			LNTT/ DTT 2011	LNTT/ DTT 2012
	(tỷ)	Tăng trưởng	Tỷ trọng	(tỷ)	Tăng trưởng	Tỷ trọng		
Viễn thông	2.750	17%	11%	691	26%	29%	23%	25%
Nội dung số	1.812	60%	7%	203	-19%	8%	22%	11%
Phát triển phần mềm	2.400	28%	9%	496	-1%	21%	26%	21%
Tích hợp hệ thống	2.919	-11%	12%	322	-19%	13%	12%	11%
Dịch vụ tin học	680	30%	3%	98	70%	4%	11%	14%
Giáo dục	508	28%	2%	146	9%	6%	34%	29%
Phân phối	14.337	-12%	57%	397	-24%	17%	3,2%	2,8%
Đầu tư				53	-44%	2%		
Tổng	25.350	-2,4%	100%	2.407	-6%	100%		

Nguồn: BCTC của FPT quý 4.2012

Khả năng sinh lời của FPT sụt giảm trong năm 2012 nhưng cơ cấu tài sản và nguồn vốn tại ngày 31/12/2012 tốt hơn khi hàng tồn kho giảm (-17% yoy), VCSH tăng (+12% yoy) và nợ giảm (-17% yoy) và EPS vẫn ở mức cao, đạt 5.625 đồng/CP.

Ngày 29/12/2012 Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TienPhong Bank) đã hoàn tất đợt tăng vốn điều lệ từ 3.000 tỷ đồng lên 5.550 tỷ đồng nhưng khoản mục đầu tư của FPT vào TienPhong Bank tại BCTC quý 4.2012 vẫn là 487,4 tỷ đồng (tỷ lệ sở hữu của FPT tại TienPhongBank sẽ giảm xuống còn 8,9%). Đáng lưu ý, dự phòng giảm giá đầu tư ngắn và dài hạn tăng mạnh trong năm 2012, chi phí dự phòng tăng 191 tỷ đồng (3,5 lần yoy) trong khi lợi nhuận hoạt động đầu tư thu về lại sụt giảm cho thấy hoạt động đầu tư có hiệu quả chưa cao. Tại ĐHCĐ năm 2012, lãnh đạo FPT từng chia sẻ: FPT sẽ chưa thoái vốn cũng như không đầu tư thêm vào các công ty không nằm trong lĩnh vực kinh doanh cốt lõi như Chứng khoán FPT, Tiên phong Bank. Sang năm 2013, lãnh đạo FPT tiếp tục khẳng định chiến lược của FPT vẫn là OneFPT và tập trung vào lĩnh vực cốt lõi là công nghệ.

Dự báo 2013:

Doanh thu và lợi nhuận của FPT sẽ tăng trưởng lần lượt là 5-7% và 3-5%.

Ngành CNTT và viễn thông đã trở thành ngành kinh tế quan trọng, đóng góp lớn cho tăng trưởng GDP của cả nước và còn nhiều tiềm năng về dài hạn. Trong ngắn hạn, nền kinh tế phục hồi nhưng chưa nhiều khiến nhu cầu mua sắm khó tăng mạnh nên chúng tôi cho rằng doanh thu FPT có thể tăng trưởng 5- 7%. Trong đó, doanh thu của các mảng viễn thông, xuất khẩu phần mềm, dịch vụ tin học, nội dung số và giáo dục có thể tiếp tục tăng trưởng tốt và doanh thu mảng phân phối, tích hợp hệ thống phục hồi. Tuy nhiên sự cạnh tranh đang diễn ra ngày càng gay gắt trên tất cả các lĩnh vực FPT hoạt động nên tỷ suất lợi nhuận gộp của nhiều hoạt động có xu hướng giảm, cụ thể:

- Lĩnh vực phân phối cạnh tranh nhiều (đặc biệt là Samsung với dòng smartphone giá rẻ) nên tỷ suất lợi nhuận có xu hướng giảm. Đặc biệt khi các hãng thay đổi mô hình phân phối theo phương thức hãng sẽ bán hàng trực tiếp theo các thỏa thuận tùy vào thể mạnh từng đối tác, chi phí thay vì chỉ gắn với nhà phân phối chính.
- Nội dung số phát triển mạnh trên internet điện thoại di động nên FPT sẽ phải chia sẻ chi phí cho các nhà mạng. Các hoạt động mới như thanh toán online và kinh doanh thẻ có tỷ suất lợi nhuận không cao như game và quảng cáo trực tuyến.
- Tỷ suất lợi nhuận lĩnh vực xuất khẩu phần mềm có thể sẽ giảm xuống để mở rộng thị trường xuất khẩu phần mềm.
- Tỷ suất lợi nhuận lĩnh vực giáo dục phải có thể sẽ giảm xuống để thu hút học viên.

Theo đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của FPT có thể sẽ tăng trưởng nhẹ 3- 5%. Chúng tôi kỳ vọng FPT sẽ tập trung nhiều nguồn lực hơn cho các lĩnh vực có tiềm năng lớn như: phát triển phần mềm (đặc biệt là xuất khẩu phần mềm) và viễn thông bên cạnh các lĩnh vực khác.

Quan điểm đầu tư

NĂM GIỮ

FPT là cổ phiếu đầu ngành lĩnh vực CNTT, viễn thông và FPT đang được định giá thấp so với các DN trong ngành đang niêm yết trên sàn cũng như các DN cùng lĩnh vực trong khu vực Châu Á-Thái Bình Dương. Bên cạnh đó, phát triển thương mại, dịch vụ và công nghiệp của Việt Nam được dự báo tương đối tốt trong năm 2013, do đó chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên tiếp tục NẮM GIỮ đối với cổ phiếu FPT.

HAG – Triển vọng từ mảng cao su và mía đường.

Sự kiện chính trong Q4.2012

- (1) 21/02/2013: Bà Đoàn Thị Nguyên Dung - Chị ông Đoàn Nguyên Thu - Phó TGDĐ đăng ký bán 54.300 cp.
- (2) 30/01/2013: Bổ sung kế hoạch triển khai phương án chào bán thêm cổ phần cho cổ đông hiện hữu.
- (3) Ngày 04.12.2012 là ngày GDKHQ lấy ý kiến về việc phát hành 175 triệu cổ phiếu.
- (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

Kết quả kinh doanh 2012

Doanh thu tăng trưởng 39,9% nhưng lợi nhuận sụt giảm mạnh so với cùng kỳ do tỷ suất lợi nhuận gộp của hầu hết các lĩnh vực kinh doanh đều giảm.

quyền mua cổ phiếu của CTCP Cao su Hoàng Anh Gia Lai với giá trị phát hành là 2.000 tỷ đồng.

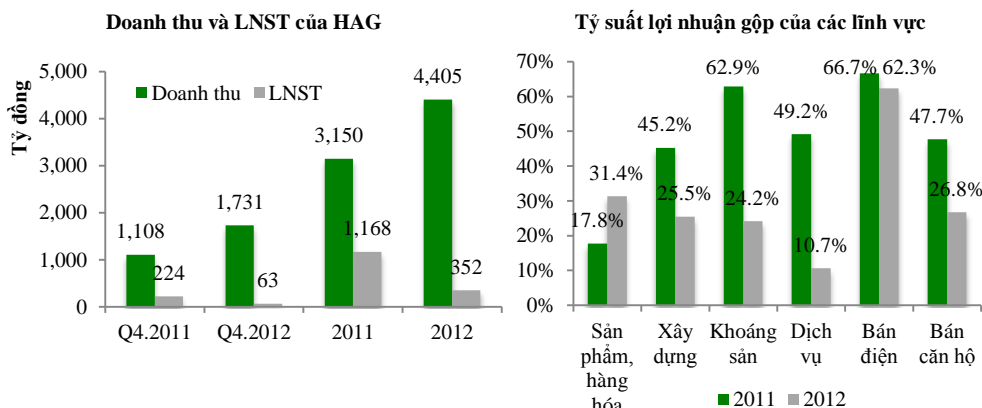
Quý 4.2012, doanh thu sụt giảm so với Q3 (-27,7% q-o-q) nhưng vẫn tăng mạnh so với cùng kỳ, đạt 1.731 tỷ đồng (+56,3% y-o-y). LNST giảm nhiều, đạt 26,6 tỷ đồng (-90% y-o-y). Lũy kế cả năm 2012, doanh thu thuần đạt 4.405 tỷ đồng (+39,9% y-o-y) nhưng lợi nhuận lại sụt giảm đáng kể so với 2011, đạt 367 tỷ đồng (-72,3% y-o-y).

Doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ sự đóng góp của doanh thu bán căn hộ, đạt 2.831 tỷ đồng (+60,8% y-o-y và chiếm 64,3% DTT), phần lớn đến từ việc bán dự án căn hộ Phú Hoàng Anh và An Tiến. Doanh thu từ các hợp đồng xây dựng tăng trưởng tốt, chủ yếu tập trung trong Q4 do các Công ty hoạt động xây dựng của HAG đã hoàn thành và ghi nhận doanh thu của các công trình thi công bên ngoài, đạt 473 tỷ đồng (+41,4% y-o-y, chiếm 10,7% DTT). Doanh thu cung cấp dịch vụ và bán điện cũng tăng trưởng đáng kể, lần lượt đạt mức tăng trưởng là 54,9% và 36,3% do các nhà máy thủy điện mới là Bá Thước 2, Đăk Srông 3B và Đăk Srông 2A đi vào hoạt động, tăng công suất điện của HAG. Doanh thu khoáng sản có mức tăng thấp nhất là 5,8% y-o-y do tác động chủ yếu của quy định cấm xuất khẩu quặng sắt. Mặc dù có phát sinh doanh thu bán sản phẩm mủ cao su nhưng do chiếm tỷ trọng nhỏ (46 tỷ đồng, chiếm 11,6% DT thương mại) nên doanh thu từ bán sản phẩm hàng hóa vẫn giảm 17,6% y-o-y.

LNST sụt giảm do tỷ suất lợi nhuận gộp của hầu hết các mảng đầu sụt giảm, đồng thời thu nhập tài chính giảm mạnh. Cụ thể:

- Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh từ mức 45,2% trong 2011 xuống còn 27,2% trong 2012. Ngoại trừ lĩnh vực bán sản phẩm hàng hóa có tỷ suất lợi nhuận gộp tăng (từ 17,8% lên 31,4%), 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 47,7% xuống 26,8% do giá bán căn hộ giảm trong khi chi phí giá vốn tăng mạnh 125,2% y-o-y, theo đó lợi nhuận gộp chỉ đạt 759 tỷ đồng (-9,7% y-o-y). Tỷ suất lợi nhuận của các lĩnh vực xây dựng và dịch vụ cũng giảm sút rõ rệt. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp của lĩnh vực khoáng sản cũng giảm là do quy định cấm xuất khẩu quặng sắt áp dụng từ T1/2012, khiến HAG phải tiêu thụ ở trong nước, chủ yếu bán cho HPG, với mức giá bán không cạnh tranh.

- Thu nhập từ hoạt động tài chính giảm mạnh, từ 1.227 tỷ đồng xuống còn 498 tỷ đồng (-59,4% y-o-y), là do lãi suất giảm và năm 2012 không phát sinh lợi nhuận đột biến từ bán cổ phần HAG Land như năm 2011. Tuy nhiên, do vay và nợ dài hạn tăng mạnh nên chi phí tài chính vẫn tăng 25,5% y-o-y, trong đó chi phí lãi vay tăng 6,5%. Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất được dự báo ổn định có thể giúp giảm bớt phần nào biến động trong hoạt động tài chính của HAG trong năm 2013.



Nguồn: BCTC HN chưa kiểm toán Q4.2012 của HAG

Như đã đề cập trong báo cáo Q3, giai đoạn 2012 – 2013 là giai đoạn HAG dự báo sẽ có nhu cầu vốn đầu tư cao nhất. Tại thời điểm cuối 2012, chi phí xây dựng cơ bản dở dang đạt 9.943 tỷ đồng (+70,9% y-o-y, chiếm 31,8% tổng tài sản). Trong đó, đầu tư vào trồng cây cao su tăng 1.860 tỷ đồng so với đầu năm (+69,4%) và bắt đầu đầu tư vào nhà máy đường và nhiệt điện (+1.409 tỷ đồng). Ngày 25/02/2013 vừa qua, HAG đã khánh thành và đưa vào sử dụng nhà máy mía đường và trung tâm nhiệt điện khu công nghiệp Hoàng Anh-Attapeu, tổng vốn đầu tư là 87,8 triệu USD, cao hơn so với mức 70 triệu USD dự kiến. Do đó, trong những năm tới, nhu cầu vốn sẽ tập trung cho các lĩnh vực: cao su, bất động sản và thủy điện. Tương ứng với qui mô đầu tư, vay và nợ dài hạn của HAG tăng mạnh lên 14.650 tỷ đồng trong

2012 (+57% y-o-y), trong đó chủ yếu là vay ngân hàng tăng 60% và dư nợ trái phiếu trong nước tăng 195%. Hai nguồn vay này chiếm tới 74,3% tổng vay và nợ dài hạn của HAG.

Hàng tồn kho giảm (-764 tỷ đồng) trong 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 2.888 tỷ đồng, chiếm 9,2% tổng tài sản. Ngoài ra, mặc dù khoản phải thu khách hàng của HAG tăng nhẹ 4,3% y-o-y, khoản mục phải thu tiền bán căn hộ vào thời điểm cuối 2012 đã giảm nhẹ so với đầu kỳ xuống 1.407 tỷ đồng (-9,3%), trong khi Q3 vẫn tăng 33%. Tuy nhiên, do khoản mục trả trước người bán vẫn tăng mạnh 54,4% so với đầu kỳ lên 3.110 tỷ đồng nên 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 vẫn tăng nhẹ từ 2,1 lần trong 2011 lên 2,3 lần trong 2012, cho thấy tình trạng bị chiếm dụng vốn vẫn chưa được cải thiện.

Dự báo 2013

Lĩnh vực bất động sản: Trong giai đoạn 2013 - 2015, nguồn thu từ lĩnh vực BĐS của HAG chủ yếu đến từ các dự án: Phú Hoàng Anh GD2, Hoàng Anh Incomex, và dự án Thanh Bình và khu phức hợp tại Myanmar. Cần nhắc nhu cầu vốn hiện tại, nhiều khả năng HAG sẽ tiếp tục bán sớm các dự án bất động sản này và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán căn hộ dự báo sẽ ở mức thấp. Với dự án Phú Hoàng Anh GD2, HAG triển khai tương đối thận trọng trên cơ sở cân nhắc điều kiện thị trường. Trong khi đó, dự án khu phức hợp tại Myanmar được đánh giá là dự án dài hạn, do đó gánh nặng chi phí vốn từ dự án này không phải là quá nặng nề với HAG trong 2013.

Lĩnh vực cao su: bước đầu đã đem lại doanh thu cho HAG (46 tỷ đồng), tuy nhiên tỷ trọng còn rất khiêm tốn. Năm 2012, HAG đã trồng được 14.497 ha, năng tổng diện tích cao su lên 43.500 hecta. Trong đó, diện tích trồng nhiều nhất tại Lào là 24.300 hecta. Sản lượng cao su thu hoạch ước tính trong năm 2013 là 10.000 tấn, với mức giá cao su xuất khẩu trung bình dự báo ở mức 3.000 USD/tấn, doanh thu từ cao su sẽ ở mức 620 tỷ đồng trong 2013. Ngoài ra, trong năm 2013, theo kế hoạch, HAG tiếp tục đầu tư vào cao su, năng tổng diện tích lên 51.000 ha.

Lĩnh vực mía đường: Diện tích trồng mía hiện tại là 6.000 ha, nếu năng suất bình quân là 120 tấn/ha thì lượng mía thu được đạt khoảng 720.000 tấn trong 2013, với tỷ lệ thu hồi ở mức thận trọng là 10%, sản lượng đường dự kiến đạt 72.000 tấn. Hiện nay, chưa có thông tin chính thức về đầu ra cho sản phẩm đường của HAG. Trong trường hợp HAG được phép nhập khẩu đường về Việt Nam với mức giá bán ước tính là 13.500 đồng/kg, doanh thu từ mía đường có thể đạt 972 tỷ đồng.

Lĩnh vực khoáng sản: Do không còn được phép xuất khẩu quặng sắt mà phải tiêu thụ trong nước, với đối tác mua chủ yếu là HPG, chúng tôi cho rằng HAG sẽ không có lợi thế trong việc đàm phán về giá. Ngoài ra, giá quặng sắt thế giới dự báo giảm 20% trong 2013 do nguồn cung gia tăng cũng khiến giá bán trong nước của HAG bị ảnh hưởng, từ đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của lĩnh vực này. Theo kế hoạch của HAG, doanh nghiệp dự kiến sẽ khai thác 260 tấn quặng sắt trong 2013 (tương đương với sản lượng của năm 2012), do đó doanh thu từ mảng này dự báo không được cải thiện so với 2012.

Như vậy, trong năm 2013, mảng bất động sản vẫn sẽ đóng góp chủ yếu vào doanh thu của HAG, tỷ trọng mảng mía đường và cao su sẽ tăng lên, tuy nhiên mức độ đóng góp cụ thể là chưa được xác định do chưa có thông tin rõ ràng về đầu ra của mía đường.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng năm 2013 vẫn nằm trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư của HAG, theo đó doanh thu và lợi nhuận sẽ có nhiều khả năng bứt phá hơn trong giai đoạn 2014 – 2015 khi doanh thu từ mía đường và cao su có tỷ trọng đóng góp lớn hơn và hỗ trợ HAG trong việc tài trợ các dự án trong những lĩnh vực còn lại. Với nhiều lợi thế trong lĩnh vực bất động sản và các lĩnh vực đầu tư khác mang tính chiến lược và tiềm năng cao, chúng tôi vẫn đánh giá HAG thích hợp cho mục đích đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư nên cân nhắc một số điểm sau khi đầu tư vào HAG: (1) khả năng pha loãng EPS khi phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn, (2) gánh nặng về chi phí lãi vay tiếp tục trong năm 2013, và (3) lĩnh vực bất động sản dự báo chưa có khởi sắc trong 2013.

CII- Thu nhập tài chính đột biến là tác nhân thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng của công ty.

Các sự kiện chính trong Q4.2012

(1) Ngày 26.11.2012, Công ty CP Đầu tư và Xây dựng Xa lộ Hà Nội đăng ký bán 11,2 triệu cp CII, số lượng nắm giữ sau giao dịch: 0 cp. Thời gian đăng ký thực hiện từ ngày 29/11/2012 đến 29/12/2012.

(2) Ngày 22.11.2012, CII bán 50,5% cổ phần tại công ty Vinaphil, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 49,5% và

đăng ký bán thêm 9,5% cổ phần.

(3) Ngày 08.11.2012, Công ty Đầu tư Tài chính nhà nước TP.HCM đã mua 900.000 cp CII, tăng số lượng cp nắm giữ sau giao dịch lên 14,4 triệu cp.

(4) Ngày 29.10.2012, công ty Vinaphil đăng ký mua 16,9 triệu cp CII, chiếm tỷ lệ 15%. Thời gian đăng ký thực hiện từ ngày 5/11/2012 đến 5/12/2012.

(5) Ngày 18.10.2012, CII thành lập Công ty CP Đầu tư Hạ tầng Việt Nam Philippines (VPI) với vốn điều lệ 900 tỷ đồng và tỷ lệ sở hữu 100%.

(6) Ngày 18.10.2012, CII đưa vào niêm yết và giao dịch 37,7 triệu cổ phiếu phát hành theo chương trình ESOP năm 2010, ESOP 2012 và số cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu.

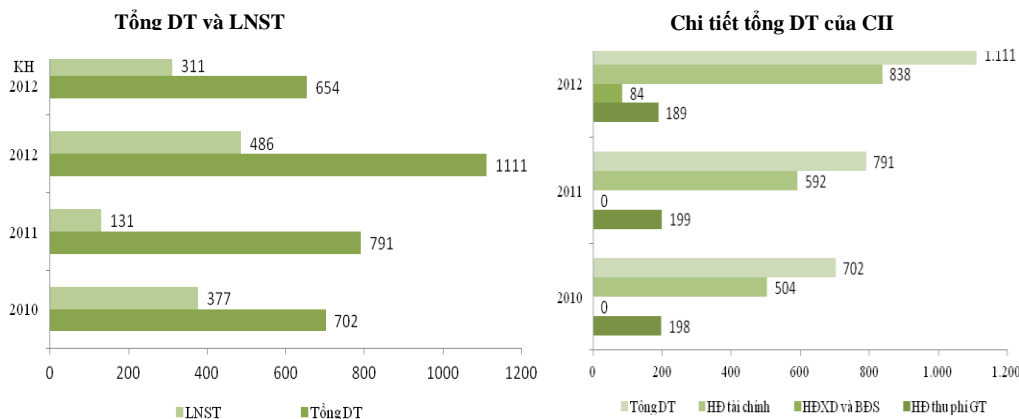
(7) Ngày 01.10.2012, CII được phép điều chỉnh tỷ lệ room của nhà đầu tư nước ngoài từ 39,97% xuống 33,91%.

Kết quả kinh doanh Q4 và cả năm 2012

Lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án sản xuất nước sạch và hoàn nhập dự phòng tài chính là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

CII đã công bố KQKD hợp nhất Q4 và cả năm 2012, theo đó lợi nhuận ròng tăng trưởng đột biến nhờ doanh thu tài chính. Cụ thể trong Q4, DTT đạt 84 tỷ đồng (+63,2% q-o-q) và LNST đạt 57 tỷ đồng (+213,3% q-o-q). Lũy kế cả năm 2012, DTT đạt 272 tỷ đồng (+36,9% y-o-y) và LNST đạt 416 tỷ đồng (+271,7% y-o-y), hoàn thành 157% kế hoạch năm.

(1) Về doanh thu: Trong năm 2012, DTT của CII đến từ ba mảng gồm: (i) Hoạt động thu phí giao thông: mặc dù được hưởng lợi nhờ phí cầu đường tăng áp dụng từ ngày 01/07/2011, DT từ mảng này giảm nhẹ 7,6% q-o-q và 3% y-o-y do tình hình kinh tế khó khăn, giá cả nhiên liệu, hàng hóa tăng cao dẫn đến hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như nhu cầu vận chuyển đều sụt giảm, kéo theo sự sụt giảm lưu lượng giao thông qua các trạm. (ii) Hoạt động bán hàng và cung cấp dịch vụ liên quan đến xây dựng hạ tầng của CII và các công ty con: DT từ mảng này đã tăng đột biến 997,7% q-o-q và 844,3% y-o-y. (iii) Hoạt động xây dựng và kinh doanh BĐS, chủ yếu đến từ các công ty con và bắt đầu từ năm nay. Mảng kinh doanh này đã đóng góp khoảng 21 tỷ vào DTT Q4 và 46,8 tỷ đồng vào DTT cả năm 2012.



Nguồn: CII, VCBS tổng hợp

Tuy nhiên, điểm nổi bật nhất trong kết quả kinh doanh cả năm 2012 của CII là DTTC đạt 838,7 tỷ đồng, tăng đến 41,6% y-o-y và chiếm tỷ trọng 76% trong tổng DT từ các hoạt động kinh doanh. Hoạt động chuyển nhượng dự án tiếp tục mang về nguồn thu lớn cho công ty, cụ thể (i) công ty đã chuyển nhượng thành công 44,7% cổ phần ở dự án nhà máy nước BOO Thủ Đức và chỉ còn nắm giữ 7,33%; (ii) trong tháng 10/2012, công ty đã hoàn tất giai đoạn 2 của hợp đồng chuyển nhượng vốn cổ phần tại một dự án đầu tư. Theo nguồn tin chưa chính thức là nhà máy nước Kênh Đông (tổng VĐT 1.305 tỷ đồng, vốn điều lệ 300 tỷ đồng và CII đang nắm giữ 36% cổ phần) cho nhà đầu tư nước ngoài sẽ thu về gần 200 tỷ đồng và hạch toán vào DTTC trong Q4.2012 (giai đoạn 1 hợp đồng chuyển nhượng đã hoàn tất vào tháng 7/2012).

(2) Về chi phí

+ Chi phí giá vốn hàng bán (GVHB) Q4 và cả năm 2012 đã tăng mạnh 443,9% q-o-q và 217,1% y-o-y

chủ yếu từ các hoạt động cung cấp dịch vụ, xây dựng và kinh doanh BĐS, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp từ các hoạt động này lại rất thấp. Đối với mảng thu phí giao thông, GVHB Q4 và cả năm 2012 lại giảm nhẹ 6% q-o-q và 2,5% y-o-y khiến lợi nhuận gộp cũng giảm nhẹ 7,8% q-o-q và 3,2% y-o-y. Nhìn chung, biến động ngược chiều giữa GVHB của các mảng kinh doanh nói trên đã dẫn đến tổng lợi nhuận gộp Q4 và lũy kế cả năm không thay đổi nhiều so với cùng kỳ năm trước, tức là giảm nhẹ 1,3% q-o-q nhưng tăng nhẹ 3,8% y-o-y.

+ Chi phí tài chính: chi phí lãi vay Q4 đã tăng mạnh 43,5% q-o-q chủ yếu do công ty liên tục gia tăng nợ vay kể từ Q2 trước đó, tuy nhiên lũy kế cả năm 2012, chi phí lãi vay lại giảm nhẹ 4,4% y-o-y nhờ lãi suất vay giảm. Ngoài ra, công ty đã hoàn nhập dự phòng 768,9 triệu đồng trong Q4 và 66,7 tỷ đồng trong cả năm, cũng như giảm được các chi phí tài chính khác khoảng 66,6% q-o-q và 12,9% y-o-y, do đó tổng chi phí tài chính trong Q4 cả năm 2012 đã giảm mạnh 54,3% q-o-q và 51,5% y-o-y.

+ CPBH và QLDN Q4 và cả năm 2012 tăng 92% q-o-q và 42,1% y-o-y chủ yếu do công ty tăng nhân sự điều hành nên tăng chi phí QLDN 282,9% q-o-q và 209,1% y-o-y. Ngược lại, với tính chất là công ty đầu tư vào cơ sở hạ tầng nên chi phí bán hàng không thay đổi mấy so với cùng kỳ năm trước, cụ thể trong Q4 giảm nhẹ 1,3% q-o-q và cả năm 2012 tăng nhẹ 2,1% y-o-y.

(3) **Về LNTT và LNST:** Trong Q4, LNTT và LNST đạt lần lượt 149 tỷ đồng và 58 tỷ đồng, tăng tương ứng 590% và 213% q-o-q. LNTT và LNST cả năm 2012 của công ty đạt 628 tỷ đồng (+363% y-o-y) và 416 tỷ đồng (+272% y-o-y). Lợi nhuận ròng tăng mạnh chủ yếu đến từ lợi nhuận tài chính, đây là điều khá bất ngờ với các cổ đông CII.

Một số điểm nổi bật khác trong tình hình hoạt động và tài chính năm 2012

Tuy năm 2012 là năm rất thành công đối với CII, nhưng lợi nhuận của công ty vẫn phụ thuộc chủ yếu vào các khoản đầu tư tài chính, đặc biệt là từ việc thoái vốn khỏi một số công ty con và công ty liên kết. Hoạt động mang lại doanh thu và lợi nhuận ổn định nhất cho đến nay vẫn là hoạt động từ thu phí giao thông, tuy nhiên doanh thu mảng này chỉ chiếm tỷ trọng khoảng 17% trên tổng DTT + DTTC, nếu loại bỏ doanh thu từ các hoạt động chuyển nhượng dự án thì doanh thu mảng này vẫn chỉ chiếm tỷ trọng 45% trên tổng DTT + DTTC.

Trong năm 2012, với định hướng phát triển trở thành một công ty đầu tư tài chính trong lĩnh vực hạ tầng, trên cơ sở hoạt động thu phí giao thông làm nền tảng, công ty tập trung vào phát triển các dự án hạ tầng dạng BOT (Xây dựng – Vận hành – Chuyển giao) và BT (Xây dựng – Chuyển giao, hay các dự án nước dạng BOO (Xây dựng – Sở hữu – Vận hành). Công ty đã giảm tỷ trọng vốn đầu tư vào mảng BĐS do trong tình hình thị trường địa ốc khó khăn, điển hình công ty đã thoái vốn đầu tư vào dự án KDC Tân An Hội và khu Tam Tân. Hiện công ty chỉ còn thực hiện dự án cao ốc văn phòng 155 Nguyễn Chí Thanh (đã duyệt bán 95% căn hộ thương mại) và khoảng 70 căn phục vụ mục tiêu tái định cư của UBND Quận 5.

Tổng tài sản của công ty đã tăng 32,6% so với cuối năm 2011, trong đó chủ yếu là tăng TS dài hạn (+56,7% y-o-y). Tính đến hết ngày 31/12/2012, tình hình đầu tư của công ty như sau: (i) Lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng gồm 12 dự án bao gồm: 8 dự án cầu đường giao thông với tổng vốn đầu tư đã giải ngân là 2.337 tỷ đồng, 3 dự án sản xuất nước sạch đã giải ngân 400 tỷ đồng và 1 dự án khu CN đã giải ngân 33 tỷ đồng. Tổng vốn cam kết đầu tư là 6.547 tỷ đồng, chiếm 80% tổng vốn đầu tư, trong đó công ty đã giải ngân 2.770 tỷ đồng. (ii) Lĩnh vực bất động sản gồm 3 dự án với tổng vốn cam kết đầu tư là 1.184 tỷ đồng, chiếm 14,4% tổng vốn đầu tư, trong đó đã giải ngân 417,4 tỷ đồng. (iii) Lĩnh vực đầu tư tài chính: đầu tư vào 12 đơn vị với tổng vốn đã đầu tư là 474,4 tỷ đồng.

Một số dự án BOT của CII					
Dự án	Tỷ lệ SH	VĐT (tỷ.đ)	Vốn CSH (tỷ.đ)	Khai thác	Thời gian thu phí
Xa Lộ Hà Nội	100%	1.000	300	12	Giai đoạn thu phí kết thúc T12/2013. Để ứng vốn đầu tư cầu Rạch Chiếc nên được quyền thu phí giao thông kéo dài 12 năm kể từ T1/2014.
Kinh Dương Vương	100%			12	Thu phí từ T9/2002 đến T8/2014
Cầu Bình Triệu 2	51%	231	36	5	Thu phí từ T7/2009

Mở rộng Xa lộ Hà Nội	100%	2.287	458	25 years +9T	Đang thi công
Cầu Rạch Chiếc	100%	1.000	200	12	Dự kiến thu phí từ 2014
Tuyến tránh P.Rang-Tháp Chàm	64%	600	165	15	Hoàn thành Q4/2012

Nguồn: CII, VCBS tổng hợp

Tổng nợ đã tăng thêm 33,1% y-o-y, trong đó nợ ngắn hạn tăng gần 98% và nợ vay ngắn hạn tăng 201,6% y-o-y. Nợ dài hạn tuy chỉ tăng 12% nhưng vẫn chiếm tỷ trọng đến 64,6% tổng nợ, trong đó công ty vay ngân hàng 2.125,8 tỷ đồng, phát hành trái phiếu thường 500 tỷ đồng và trái phiếu chuyển đổi hơn 900 tỷ đồng cho quỹ HIFU và các nhà đầu tư do Goldman Sachs quản lý (28,1%). Theo đó, các trái chủ nước ngoài hiện nay đã có thể yêu cầu chuyển đổi thành cổ phiếu với mức giá chuyển đổi khoảng 29.000 đồng/cp, cao hơn khoảng 19,3% so với thị giá 24.300 đồng/cp ngày 01/03/2013 (mức giá này đã được pha loãng sau khi CII phát hành cổ phiếu thường tỷ lệ 2:1).

Tỷ lệ Nợ/vốn CSH đã tăng lên 3,4 lần, cao hơn so với mức 3,1 lần vào cuối năm 2011, tuy nhiên không ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của CII do (i) các khoản trái phiếu và TPCĐ có lãi suất thấp, ví dụ lãi suất vay 40 triệu USD TPCĐ chỉ 4%/năm và có khả năng chuyển đổi cao nên có thể giảm áp lực trả lãi cho CII; (ii) lãi suất CII được khoán theo các hợp đồng BOT, BT... khá cao, ví dụ như dự án xây cầu Sài Gòn có mức lãi suất khoán 15,9%/năm, do đó CII chỉ phải chịu phần chênh lệch lãi suất vay thương mại tại từng thời điểm nếu cao hơn lãi suất thực hiện dự án. Ngoài ra, CII không còn chịu áp lực kinh doanh thua lỗ do chỉ số khả năng thanh toán lãi vay đạt 5,07 lần, ngược lại so với thời điểm cuối năm 2011.

Kế hoạch năm 2013

KQKD 2013 đã được HĐQT công ty thông qua với kế hoạch thận trọng hơn so với năm 2012 với DT đạt 778 tỷ đồng và LNST đạt 311 tỷ đồng (-36% y-o-y).

CII công bố thông tin và nội dung cuộc họp HĐQT của công ty ngày 19/02/2013. Kế hoạch kinh doanh 2013 đã được HĐQT thông qua với doanh thu đạt 778 tỷ đồng, LNST đạt 311 tỷ đồng và cổ tức tiền mặt 2013 tối thiểu 12%. So với thực hiện 2012, kế hoạch 2013 đưa ra có phần thận trọng hơn với LNST giảm 36% y-o-y do kết quả kinh doanh năm 2012 của CII rất tốt nhờ dòng thu ổn định từ hoạt động thu phí và lợi nhuận tăng mạnh từ thương vụ thoái vốn đầu tư các dự án nên sẽ là áp lực lớn cho kế hoạch chỉ tiêu năm 2013. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục chuyển nhượng một phần hoặc thoái vốn một số dự án hiện hữu để tập trung cho lĩnh vực cơ sở hạ tầng với các dự án trọng điểm có quy mô lớn như mở rộng Xa Lộ Hà Nội, dự án Cầu Sài Gòn 2. Công ty đang có kế hoạch sớm đưa trạm thu phí tuyến tránh Phan Rang – Tháp Chàm vào hoạt động, do đó dự báo hoạt động thu phí sẽ có mức tăng trưởng nhẹ khoảng 5% y-o-y và ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn đạt trong phạm vi 85-86%.

Trong năm 2013, CII dự định phát hành trái phiếu doanh nghiệp với mục đích đầu tư dự án cầu Sài Gòn 2, tổng giá trị 1.000 tỷ đồng, thời hạn 6 năm, lãi suất cố định 14%/năm. Đây là loại trái phiếu doanh nghiệp không chuyển đổi và có tài sản đảm bảo. Với trái phiếu phát hành nói trên, nếu không thanh toán dần gốc trái phiếu, hàng năm CII phải chi trả khoảng 140 tỷ đồng chi phí lãi vay. Tuy nhiên theo công bố thông tin từ chính công ty, khoản chi phí lãi vay này sẽ được bù đắp bởi mức lãi suất khoán 15,9%/năm trên hợp đồng thực hiện dự án cầu Sài Gòn 2, mức lãi suất khoán này đang nhỉnh hơn mặt bằng lãi suất của các ngân hàng đang có quan hệ tín dụng với công ty, do đó về dài hạn, rủi ro lãi suất là rất thấp, đặc biệt khi dự án cầu Sài Gòn 2 được triển khai tốt, doanh thu chênh lệch từ dự án là khá rõ ràng.

Quan điểm đầu tư

CII là doanh nghiệp được hưởng rất nhiều ưu đãi và thuận lợi so với các doanh nghiệp đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng khác theo dạng BOT, BT... trên địa bàn Tp.HCM và một số tỉnh lân cận, điều này thể hiện rõ ở các dự án trọng điểm tại cửa ngõ phía Đông của Tp.HCM mà công ty đang thực hiện và khả năng tiếp cận khá dễ dàng các nguồn vốn vay dài hạn để thực hiện dự án.

Kết quả lợi nhuận năm 2012 của CII cao hơn rất nhiều so với năm 2011, cụ thể lợi nhuận ròng đã vượt 57% kế hoạch đề ra, EPS 2012 đạt gần 3.700 đồng/cp, P/E tính đến ngày 01/03/2013 đạt gần 6,6 lần, thấp hơn mức P/E bình quân trên TTCK. Tuy nhiên kết quả kinh doanh này có sự đóng góp rất lớn từ các hoạt động tài chính, đặc biệt là việc thoái vốn khỏi một số dự án. Đó cũng chính là lý do khiến HĐQT chỉ đưa ra kế hoạch lợi nhuận năm 2013 ở mức 311 tỷ đồng, thấp hơn 36% so với thực hiện năm 2012, do đó EPS 2013 dự kiến chỉ đạt khoảng 2.760 đồng/cp trong trường hợp trái chủ TPCĐ nước ngoài không thực hiện quyền chuyển đổi, P/E forward đạt khoảng 8,8 lần.

Cho đến nay, rủi ro lớn nhất mà CII có thể gặp phải là biến động lãi suất. Tuy về dài hạn, CII được đối tác trên các dự án hạ tầng khoán mức lãi suất khoảng 16-19%/năm, nhìn hơn so với mặt bằng lãi suất mà các ngân hàng đang có quan hệ tín dụng với CII, nhưng công ty chỉ được bù lãi suất sau khi hoàn tất dự án, do đó trong ngắn hạn, công ty vẫn phải trả trước chi phí lãi vay. Trong trường hợp DTTC sụt giảm do không còn nhiều cơ hội chuyển nhượng dự án như trong năm 2012, lợi nhuận trước thuế và lãi vay sẽ giảm. Nếu biến động lãi suất cho vay trong năm 2013 theo chiều hướng tăng lên, khả năng dẫn đến lợi nhuận ròng giảm.

Trên cơ sở tổng hợp các yếu tố có thể tác động đến hoạt động SXKD và lợi nhuận năm 2013 của công ty, chúng tôi khuyến nghị NÂM GIỮ đối với cổ phiếu CII.

VIC – Tăng trưởng mạnh trong Q4, LNTT cả năm 2012 đạt 2.655 tỷ đồng.

Các sự kiện chính trong Q4.2012

- (1) Ngày 28/2/2013 VIC công bố chuyển nhượng toàn bộ số vốn là 4.050 tỷ đồng tương ứng 100% VDL CT TNHH MTV Dịch vụ Thương mại và Đầu tư Tương Lai là đơn vị quản lý toàn bộ khu đất và tài sản trên đất là TTTM, DV khách sạn và bãi đậu xe ngầm Vincom tại địa chỉ 53 Lê Thánh Tôn, 171 Đồng Khởi, 6A Lê Lợi, 116 Nguyễn Huệ.
- (2) Miễn nhiệm ông George Edward Royle, Giám đốc Tài chính từ 6.2.2013. Ông Royle mới được bổ nhiệm làm GD tài chính từ ngày 4/9/2012.
- (3) VIC tăng VDL tập đoàn từ 7.004,6 tỷ đồng lên 9.281,1 tỷ đồng bằng hình thức phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn thặng dư vốn cổ phần lũy kế đến 30/6/2012, theo tỷ lệ 1.000:325.
- (4) Tháng 11/2012, Vingroup giành hai giải thưởng danh giá thuộc Giải thưởng BĐS Đông Nam Á 2012 do Ensign Media tổ chức, là ‘Chủ đầu tư tốt nhất Việt Nam – Vingroup’ và ‘Dự án biệt thự tốt nhất Việt Nam – Vincom Village’.
- (5) Ngày 10/10/2012 VIC chính thức khai trương TTTM Vincom Center A – Tp Hồ Chí Minh tọa lạc tại vị trí trung tâm thành phố, với bốn mặt tiền là các tuyến đường Lê Lợi – Đồng Khởi – Lê Thánh Tôn – Nguyễn Huệ. Tòa nhà có quy mô 9 tầng nổi, 6 tầng ngầm với tổng diện tích xây dựng là 98.000m², trong đó TTTM gồm 3 tầng ngầm, và 4 tầng nổi với diện tích 39.000m², khách sạn Vinpearl Luxury Tp Hồ Chí Minh 5 sao với 293 phòng và bãi đậu xe ngầm hơn 25.000m². Diện tích TTTM đã được thuê 100%.
- (6) Vingroup công bố 80% tổng diện tích TTTM tại Vincom Mega Mall Royal City (72A Nguyễn Trãi, Hà Nội) với quy mô 230.000m² đã được đăng ký thuê.
- (7) Vingroup nhận chuyển nhượng 60 triệu cp của CTCP Đầu tư Xây dựng Đại An, tương đương 600 tỷ đồng theo mệnh giá, chiếm 40% VDL của công ty.
- (8) Nhận chuyển nhượng từ CTCP Đầu tư và Phát triển Sinh Thái và các cổ đông khác 14,75 triệu cổ phần PFV (tương đương 24,59%) theo đó nâng sở hữu tại PFV lên 59,4 triệu cp, tương đương tỷ lệ 99%.
- (9) Nhận chuyển nhượng 21,6 triệu cổ phần từ các cổ đông khác, tương đương 18% VDL của CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng, nâng tỷ lệ sở hữu lên 94,8 triệu cổ phần, tương đương tỷ lệ 79% ngày 1.10.2012.
- (10) Thành lập CTTNHH MTV Thương mại Đầu tư và Phát triển Thời Đại với VDL ban đầu là 6 tỷ đồng, sau đó tăng VDL công ty thêm 2.994 tỷ đồng, với hình thức góp vốn bằng tiền cho đủ và tài sản gắn liền với đất là 1 phần cụm công trình TTTM, DV, KS, VP, căn hộ cao cấp và bãi đỗ xe ngầm Vincom tại 72 Lê Thánh Tôn và 47 Lý Tự Trọng, Bến Nghé, Q1, tp HCM bao gồm các hạng mục TTTM dịch vụ, Khu văn phòng, Bãi đậu xe ngầm.

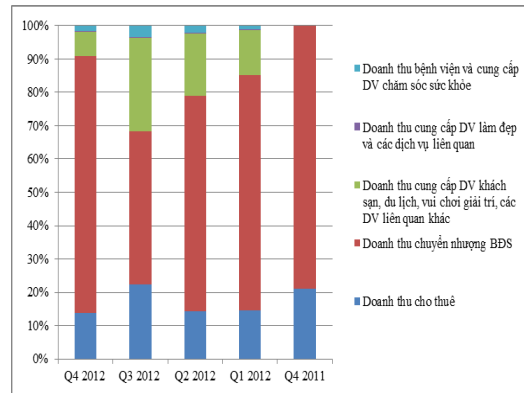
Kết quả kinh doanh Q4 và cả năm 2012: Tăng trưởng cao là điểm đáng chú ý nhất trong kết quả kinh doanh Q4.2012 của VIC.

VIC đã công bố báo cáo hợp nhất Q4 và cả năm 2012 với kết quả kinh doanh khá ấn tượng. Doanh thu Q4 đạt 2.838 tỷ đồng (+138,9% yoy), LSNT đạt 373 tỷ đồng (+43% yoy), theo đó LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt còn 219,23 tỷ đồng, (-10,75% yoy). Với kết quả này, lũy kế cả năm 2012, công ty ghi nhận doanh thu 7.904 tỷ đồng với mức tăng ngoạn mục (+241,6% yoy), tương ứng LNST và LNST của cổ đông công ty mẹ +72% và +91,3% yoy, theo thứ tự đạt 1.846 và 1.571 tỷ đồng.

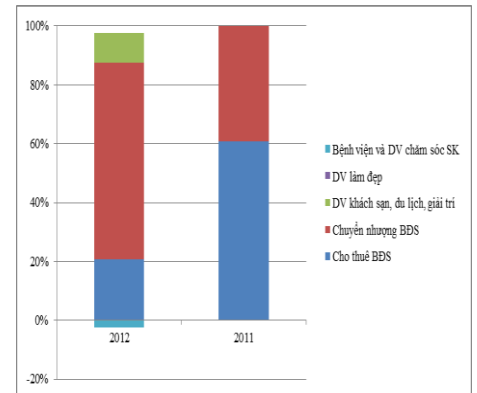
KQKD Q4.2012

Doanh thu Q4 đạt 2.838 tỷ đồng (+138,9% yoy) trong khi giá vốn hàng bán ghi nhận mức tăng thấp hơn (+102% yoy) đạt 1.773 tỷ đồng, điều này đã giúp lợi nhuận gộp của VIC trong kỳ tăng mạnh, đạt 1.062,6 tỷ đồng (tương ứng tăng 2,44 lần yoy và tỷ suất lợi nhuận là 34,47%, một sự cải thiện đáng kể so với 26,02% của Q4 2011).

Chiếm tỷ trọng lớn nhất (~77%) trên tổng doanh thu là khoản thu từ chuyển nhượng dự án BĐS, đạt 2.182 tỷ đồng trong kỳ (+132,6% yoy, +271% qoq) bao gồm doanh thu từ chuyển nhượng hạ tầng dự án Vincom Village ở Sài Đồng, Gia Lâm. Doanh thu từ cho thuê BĐS đứng thứ hai, đạt 393,78 tỷ đồng, với mức tăng trưởng tốt (+58,43% yoy, +37,1% qoq, chiếm 13,88% doanh thu), do cuối năm 2012 VIC đã đưa vào hoạt động và bổ sung thêm nguồn thu từ các TTTM Vincom Center B và Vincom Center A tại tp Hồ Chí Minh, Vincom Center Long Biên tại Hà Nội. Hoạt động cung cấp dịch vụ khách sạn, du lịch, vui chơi giải trí và các dịch vụ liên quan khác ghi nhận mức doanh thu 210,32 tỷ đồng (-41,44% qoq, tỷ trọng 7,42% doanh thu), đây là lĩnh vực do CTTNHH MTV Vinpearl Land cung cấp. Ngoài ra, VIC còn có nguồn thu từ bệnh viện và dịch vụ chăm sóc sức khỏe (Vinmec) đạt 44,39 tỷ đồng (+5,95% qoq) và dịch vụ làm đẹp Vincharm ghi nhận 4,93 tỷ đồng doanh thu (-7,93% qoq).



Cơ cấu doanh thu VIC theo quý



Tỷ trọng lợi nhuận gộp của các mảng KD

Xét theo cơ cấu lợi nhuận gộp, hoạt động chuyển nhượng BĐS đóng góp tới 791,5 tỷ đồng trong tổng số 1.062,64 tỷ đồng, tương ứng 74,5% lợi nhuận. Đứng thứ hai là hoạt động cho thuê BĐS, đóng góp 262,5 tỷ đồng lợi nhuận, với tỷ trọng 24,7% nhưng ghi nhận tỷ suất biên gộp ở mức cao là 66,67%. Hoạt động DV khách sạn, vui chơi giải trí mang lại tỷ suất gộp khiêm tốn hơn là 9,29% trong khi các dịch vụ bệnh viện và dịch vụ làm đẹp vẫn đang lỗ lần lượt -10,35 và -0,56 tỷ đồng.

Thu từ hoạt động tài chính đạt mức khiêm tốn 174,8 tỷ đồng, (-72,11% yoy) do trong kỳ công ty không có khoản thu nhập từ bán cổ phần công ty con và các công ty liên doanh liên kết như năm trước. Trong khi đó chi phí tài chính tăng 22,8% yoy, lên tới 322 tỷ đồng bao gồm hơn 285 tỷ đồng tỷ đồng lãi vay.

Chi phí bán hàng và chi phí QLDN tăng tương ứng 195% và 49,6% yoy, lần lượt đạt 74 và 321 tỷ đồng, khiến LN thuần từ HĐKD chỉ còn tăng nhẹ 19,9% so với cùng kỳ, đạt 520,35 tỷ đồng. Cuối quý 4, công ty ghi nhận LNTT và LNST lần lượt là 558 và 373 tỷ đồng (lần lượt +36 và 43% yoy), nhưng LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ chỉ còn 219,23 tỷ đồng, giảm 10,75% yoy, do lợi ích cổ đông thiểu số chiếm hơn 41,24% LNST (con số này của Q4 2011 là 5,7%).

KQKD năm 2012

Kết quả cả năm 2012, VIC ghi nhận doanh thu 7.904 tỷ đồng với mức tăng ấn tượng (+241,6% yoy, nhưng chỉ bằng 64% kế hoạch). Giá vốn hàng bán tăng thấp hơn ở mức 213,27%, giúp lợi nhuận gộp ghi nhận mức tăng 278,4% yoy đạt 3.812,4 tỷ đồng. Tính chung cả năm 2012, VIC đạt doanh thu HĐTC là 1.178,26 tỷ đồng (-30,17% yoy) trong khi chi phí tài chính tăng khá cao (+37,23% yoy), đạt 1.241 tỷ đồng bao gồm 1.097 tỷ đồng tiền lãi vay. Chi phí bán hàng và chi phí QLDN cũng tăng mạnh lần lượt là 104,44% và 120,86% tương ứng 204,73 và 980,96 tỷ đồng, theo đó, công ty ghi nhận 2.563,5 tỷ đồng LN thuần từ HĐKD và 2.655 tỷ đồng LNTT (bằng 62% kế hoạch năm). Mặc dù LNST và LNST của cổ đông công ty mẹ vẫn tăng mạnh +72% và +91,3% yoy, theo thứ tự là 1.846 và 1.571 tỷ đồng, nhưng EPS của VIC vẫn giảm từ 2.238 đồng/cp năm 2011 về mức 1.819 đồng/cp, do công ty đã thực hiện tăng VDL từ 3.911 tỷ đồng lên 7.004 tỷ đồng trong năm 2012 qua việc sáp nhập VPL vào công ty và trả cổ tức bằng cổ phiếu từ đầu năm 2012.

Một số điểm đáng chú ý về HĐKD và tình hình tài chính

Năm 2012 đóng góp chính vào doanh thu từ mảng chuyển nhượng dự án BĐS của VIC bao gồm chuyển nhượng tòa tháp văn phòng Vincom Bà Triệu B cho Techcombank, ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong Q1 và bán căn biệt thự tại dự án Vincom Village là chủ yếu. VIC đang tích cực triển khai xây dựng tại các

dự án BĐS để bán như Royal City, Times City, theo kế hoạch dự kiến hoàn thành và bàn giao 8.000 căn cho khách hàng vào năm nay.

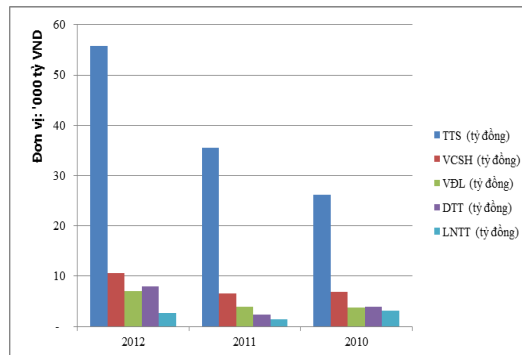
Về hoạt động tài chính, VIC đã thành công trong việc huy động 300 triệu USD mệnh giá trái phiếu chuyển đổi cho NĐTNN, với lãi suất 5%/năm, không có tài sản đảm bảo. Đây là một thành công lớn của VIC trong bối cảnh huy động vốn trong và ngoài nước đều gặp khó khăn, khi thị trường BĐS và chứng khoán đều suy giảm, kinh tế phục hồi rất yếu.

Trong năm 2013 VIC sẽ sớm đưa thêm TTTM tại Royal City vào kinh doanh vào đầu quý 3.2013 (hiện tại đã có 80% diện tích tại đây được khách hàng cam kết thuê) và TTTM tại Times City vào cuối năm 2013. VIC đã đưa vào hoạt động các TTTM Vincom Center Long Biên, Vincom Center A tại Tp Hồ Chí Minh lần lượt vào tháng 12/2011, và tháng 10/2012, bổ sung thêm nguồn thu cho mảng kinh doanh cho thuê BĐS. Các dự án của VIC đều có tỷ lệ lấp đầy rất cao do vị trí đắc địa của các tòa nhà và thương hiệu của VIC trong mảng hoạt động này.

Mới đây nhất, **VIC công bố đã chuyển nhượng toàn bộ 100% cổ phần** (tương đương hơn 4.000 tỷ đồng VDL) tại **công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ và Đầu tư Tương Lai, là công ty đang sở hữu và quản lý Vincom Center A** bao gồm khu trung tâm thương mại đã khai trương vào tháng 10/2012 và 1 khách sạn 5 sao sắp khai trương. Việc chuyển nhượng này, theo chúng tôi sẽ mang lại cho VIC một nguồn tiền đáng kể đáp ứng nhu cầu vốn triển khai các dự án BĐS, nhưng cũng đồng nghĩa với việc VIC mất đi một nguồn thu tiềm năng từ cho thuê.

Cơ cấu tài sản: Trong bảng cân đối tài sản, tiền mặt của công ty tăng 31,27% yoy, đạt 1.616 tỷ đồng. Khoản mục hàng tồn kho tăng mạnh 120,7% yoy, đạt 17.375 tỷ đồng tương đương hơn 31% tổng tài sản, phần lớn bao gồm các sản phẩm căn hộ của dự án Vincom Village, Royal City và Times City. Khoản mục tài sản ngắn hạn khác tăng gần 700% đạt 1.720 tỷ đồng, trong khi ĐTTC ngắn hạn (phần lớn là các khoản cho vay) và khoản phải thu lần lượt giảm -7,49% và -26% yoy còn 3.864 tỷ đồng và 3.809 tỷ đồng.

Tài sản cố định tăng 45%, đạt 10.982 tỷ đồng, trong đó bao gồm khoản CP xây dựng CBDD 5.851 tỷ đồng. BĐS đầu tư tăng 68,7%, đạt 6.812 tỷ đồng. Khoản ĐTTC dài hạn tăng 53% gồm tăng các khoản đầu tư vào công ty liên kết liên doanh và đầu tư dài hạn khác. Lợi thế thương mại cũng tăng mạnh từ 2.264 tỷ đồng cuối 2011 lên 5.323 tỷ đồng cuối năm 2012.



TTS – VCSH – DTT giai đoạn 2010-2012



Các chỉ tiêu sinh lời

Cơ cấu nguồn vốn: Nợ phải trả tăng 66,5% yoy, lên tới 44.944 tỷ đồng chiếm 80,5% tổng nguồn vốn, trong đó vay nợ ngắn hạn giảm -33,7% đạt 3.066 tỷ đồng, vay nợ dài hạn tăng 245% yoy, lên 18.762 tỷ đồng từ mức 5.408 tỷ đồng cùng kỳ năm trước, do trong năm 2012 VIC đã thực hiện phát hành thành công 300 triệu USD mệnh giá trái phiếu chuyển đổi cho NĐTNN. Ngoài ra, cần lưu ý Nợ phải trả cũng bao gồm khoản mục Người mua trả tiền trước (tỷ trọng 39,6%) tương đương 17.800 tỷ đồng, là khoản tiền người mua đã đóng theo tiến độ xây dựng cho các dự án Royal City, Times City và Vincom Village.

VCSH đã tăng 62% bao gồm VDL tăng từ 3.911 tỷ đồng lên 7.004 tỷ đồng do: a) Cuối năm 2011, VIC phát hành thêm 158,23 triệu cổ phần để hoán đổi 205,5 triệu cổ phiếu của VPL đang niêm yết trong thương vụ sáp nhập VPL vào VIC, b) Trong năm VIC trả cổ tức năm 2011 và Quý 1.2012 bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 1.000:275.

Danh sách các trái phiếu hiện hành

ST T	Loại hình	Giá trị ghi sổ	Tổ chức bảo lãnh phát hành	Tài sản đảm bảo	Ngày đáo hạn	Lãi suất đang áp dụng
1	Trái phiếu DN	2.000 tỷ VNĐ	Agriseco	Không có TS đảm bảo	06/05/2013	15,5%/năm
2	Trái phiếu DN	1.000 tỷ VNĐ	Vietinbank	N/A	11/05/2015	17,5%/năm
3	Trái phiếu DN	500 tỷ VNĐ	BIDV	19.572.712 cổ phiếu VIC	06/05/2012	16,5%/năm
4	Trái phiếu DN	1.000 tỷ VNĐ	BIDV	Toàn bộ TS, quyền sử dụng đất, mặt nước và TS gắn liền mặt nước của Vinpearl	18/03/2013	13,5%/năm
5	Trái phiếu DN	1.000 tỷ VNĐ	Vietinbank	Quyền sử dụng đất và TS trên đất DA Royal City	N/A (Kỳ hạn 5 năm)	15,5%/năm
6	Trái phiếu DN	2.000 tỷ VNĐ	Techcombank	Khu văn phòng của Vincom Center B có diện tích sàn 78.653m2 có ngoại trừ TS cùng các quyền và lợi ích phát sinh từ TS hợp pháp của Vinpearl gồm Vinpearl Luxury, Vinpearl HA	21/06/2015	11,47%/năm
7	Trái phiếu DN	1.000 tỷ VNĐ	Techcombank	Công trình gồm 1 phần căn hộ từ T01 đến T12 và T15 của DA Times City (ngoại trừ 20% diện tích)	16/07/2015	11,47%/năm
8	Trái phiếu DN	2.000 tỷ đồng	Vietinbank		28/08/2017	18% và 16,5%/năm
9	Vay chuyển đổi	25 triệu USD		11.602.499 cổ phiếu VIC	02/07/2016	6%/năm
10	Trái phiếu chuyển đổi	300 triệu USD	Credit Suisse	Không có TS đảm bảo	03/04/2017 & 05/07/2017	5%/năm

Lưu chuyển tiền tệ: Lưu chuyển tiền từ HĐKD của VIC âm -5.345 tỷ đồng, so với cùng kỳ năm trước là +3.298 tỷ đồng, mặc dù LNTT tăng +81,16% yoy lên 2.655 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ một số lý do như sau: a) thay đổi số dư hàng tồn kho trong năm tăng 27,2% b) tiền lãi vay đã trả tăng 96,4% và c) thay đổi số dư các khoản phải thu chuyển từ +962 sang -396 tỷ đồng so với cùng kỳ. Tương tự, lưu chuyển tiền từ HĐĐT của VIC cũng phát sinh âm -1.951 tỷ đồng do doanh nghiệp tăng mua thêm cổ phần từ các công ty con và các công ty khác, và tăng cho vay các bên có liên quan. Công ty phải tài trợ dòng tiền cho HĐKD và đầu tư bằng việc huy động từ nguồn vay và phát hành trái phiếu, trong kỳ đạt 7.681 tỷ đồng.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu VIC.

VIC là doanh nghiệp BĐS hàng đầu của Việt Nam, hiện đang sở hữu nhiều dự án BĐS cao cấp, quy mô, có vị trí trung tâm và đã ghi dấu trên thị trường là một DN BĐS chuyên nghiệp, uy tín và có năng lực tài chính. Chúng tôi đánh giá cao khả năng của VIC đối với việc triển khai dự án và năng lực huy động nguồn vốn từ NĐTNN. Ngoài ra, DN cũng đang sở hữu nhiều tài sản sinh lợi/có tiềm năng sinh lợi rất tốt, mang lại dòng tiền đều như các khu du lịch nghỉ dưỡng tại Nha Trang, Đà Nẵng, Hội An, các khu TTMT quy mô vị trí đẹp tại Hà Nội và Hồ Chí Minh, bệnh viện Vinmec tại Hà Nội (dù trong năm 2012 mảng hoạt động này vẫn đang lỗ). Nhưng xét trên tổng thể, KQKD của VIC phụ thuộc rất lớn vào triển vọng thị trường BĐS trong thời gian tới, khi tới hơn 90% doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp đến từ mảng kinh doanh BĐS bao gồm xây nhà để bán và kinh doanh cho thuê BĐS.

Ngành BĐS trong năm 2013, theo nhận định của chúng tôi, chưa thể sớm trở lại trạng thái phục hồi vì một số lý do: a) Xu hướng đầu cơ giảm mạnh do tín dụng BĐS, nguồn nhiên liệu tiếp sức chính cho thị trường trong nhiều năm trước đây nay đã bị siết chặt và khó có thể được sớm nới lỏng trở lại, b) Giá BĐS có khả năng tiếp tục giảm khi các DN đang nắm giữ một lượng hàng tồn kho khổng lồ; bên cạnh đó những dự án đang triển khai dở dang vẫn tiếp tục bổ sung thêm nguồn cung mới ra thị trường, c) Nhu cầu BĐS trong xã hội rất lớn nhưng tập trung nhiều vào phân khúc nhà ở bình dân hơn là mảng các chung cư

cao cấp, điều này khiến cho khả năng giải phóng hàng tồn kho của DN BĐS không đơn giản, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế đang gặp khó khăn và giá BĐS đang ở mức rất cao so với thu nhập của đại bộ phận dân chúng. Mặc dù các dự án của VIC đều được đánh giá cao về vị trí, quy mô, chất lượng nhà và tiến độ xây dựng, cũng như năng lực của VIC đã được khẳng định, chúng tôi vẫn cho rằng trong năm 2013 doanh nghiệp sẽ không dễ dàng tiêu thụ được các sản phẩm căn hộ bán như trong thời gian trước đây.

Thời gian qua, VIC đã và đang triển khai đồng loạt nhiều dự án BĐS lớn cùng lúc, bên cạnh việc mở rộng và đẩy mạnh các mảng hoạt động khác như khách sạn, khu du lịch nghỉ dưỡng, chăm sóc sức khỏe. Trong khi đó, thị trường BĐS trầm lắng và đi xuống đã khiến cho việc tiêu thụ sản phẩm đầu ra của DN chịu ảnh hưởng tiêu cực, buộc DN phải sử dụng và huy động tối đa các nguồn lực khác của mình (vay vốn ngân hàng, phát hành trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi cho NĐTNN, chuyển nhượng tài sản) để đảm bảo dòng tiền cho hoạt động và tiến độ các dự án, theo đó áp lực trả nợ và lãi vay là không nhỏ. HĐKD của DN có thể sẽ gặp khó khăn trong năm 2013 nếu thị trường BĐS tiếp tục diễn biến theo chiều hướng không tích cực, ảnh hưởng đến công tác bán hàng của DN.

Mặc dù kết quả kinh doanh 2012 khá tốt, EPS của VIC, như đã nói ở trên, vẫn giảm từ 2.238 đồng/cp năm 2011 về mức 1.819 đồng/cp sau khi tăng VDL và nhận sáp nhập VPL vào tập đoàn. Hiện tại, VIC đang giao dịch ở mức giá 66.000 đồng/cp, tương ứng với P/E ~ 35 lần, khá cao so với mức trung bình của ngành là 11,2 lần. Do đó, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu VIC.

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 TYCHỨNG 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 Bru 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
