

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN HẦU HẾT ĐẾN TỪ CHI PHÍ GIẢM

- ❖ Chúng tôi cập nhật KQKD 6T và dự báo Q3.2013 của 10 DN hàng đầu các ngành sản xuất kinh doanh khác nhau đang niêm yết, bao gồm HAG, VIC, FPT, PGS, PVD, GAS, KDC, HPG, CSM và VCB. Ngoài trừ VCB, đặc điểm chung trong kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp đều là doanh thu tăng trưởng thấp, hoặc thậm chí giảm nhưng lợi nhuận vẫn tăng trưởng tốt do chi phí tài chính giảm mạnh. Ngoài nguyên nhân khách quan là do mặt bằng lãi suất cho vay giảm mạnh trong 6T2013, một số doanh nghiệp cũng hạn chế bớt được tác động từ việc trích lập dự phòng bằng cách làm sạch danh mục đầu tư tài chính. Ngoài ra, một số DN cũng tiết giảm chi phí hoạt động nhằm cải thiện lợi nhuận. **Do đó, nhìn chung trong 6T2013, lợi nhuận của các doanh nghiệp tăng trưởng tốt phần nhiều là do chi phí giảm chứ không phải đến từ tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi khuyến nghị MUA với HAG, VIC, FPT và PGS.**
- ❖ Một số doanh nghiệp đầu ngành thuộc các ngành có yếu tố độc quyền như dầu khí (PVD, PGS và GAS) đều có kết quả thuận lợi. PVD có cả doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng tốt do hoạt động kinh doanh cốt lõi là dịch vụ khoan vẫn tăng trưởng khả quan, đồng thời chi phí hoạt động và chi phí tài chính giảm. Dự báo LNST 9T2013 tăng trưởng 22% y-o-y và hoàn thành 99% kế hoạch năm. Hai doanh nghiệp kinh doanh khí là GAS và PGS đạt lợi nhuận tốt do giá vốn giảm (GAS) và tiết kiệm được chi phí tài chính (PGS). Dự báo lợi nhuận 9T2013 đều tăng trưởng tốt và vượt kế hoạch năm khoảng 30%.
- ❖ CSM và HPG là hai doanh nghiệp được hưởng lợi từ giảm chi phí đầu vào khi giá cao su tự nhiên và giá than coke, quặng sắt giảm trong 6T2013. HPG còn được hưởng lợi từ sự cải thiện của hoạt động tài chính. Dự báo LNTT 9T2013 của CSM tăng 34% y-o-y và vượt 21% kế hoạch, trong khi dự báo cả năm 2013 lợi nhuận của HPG vượt kế hoạch 42%.
- ❖ Với doanh nghiệp thuộc ngành tiêu dùng có tính mùa vụ như KDC, mặc dù có doanh thu chỉ tăng trưởng 10% y-o-y nhưng nhờ kiểm soát chi phí hiệu quả và không bị ảnh hưởng bởi các hoạt động thoái vốn khiến cho LNTT tăng mạnh gần 5 lần so với cùng kỳ trong 6T2013. Dự báo KQKD trong Q3 sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt do yếu tố mùa vụ vào dịp trung thu.
- ❖ Hai đại diện của ngành bất động sản là HAG và VIC cũng đạt được kết quả tương đối khả quan trong 6T2013 bất chấp khó khăn chung của thị trường, tuy nhiên động lực tăng trưởng lại khác nhau. Trong khi VIC chọn cách bán tài sản để bổ sung nguồn tiền thì HAG lại chuyển hướng qua mía đường và thoái vốn bớt một số dự án thủy điện và BĐS. Dự báo hai DN có khả năng hoàn thành kế hoạch LN.
- ❖ VCB và FPT là hai doanh nghiệp đầu ngành, tuy nhiên lợi nhuận không tạo được sự cải thiện đột phá. FPT vẫn có doanh thu của các mảng sản phẩm chính tăng trưởng khả quan, tuy nhiên lợi nhuận cả năm dự báo chỉ tăng nhẹ và hoàn thành 95% KH. VCB có thu nhập lãi thuần giảm nhiều nên mặc dù thu phí dịch vụ, thu nhập kinh doanh ngoại hối cải thiện tốt và chi phí hoạt động được tiết giảm nhưng dự báo cả năm lợi nhuận vẫn giảm nhẹ 4% và hoàn thành 96% kế hoạch.

Quách Thùy Linh

+84 4 3936 6425 (ext. 120)
qtlinh@vcbs.com.vn

Lê Thị Ngọc Anh

+84 4 3936 6425 (ext. 116)
ltnanh@vcbs.com.vn

Phạm Tuyết Hà

+84 8 3820 5510 (ext. 401)
ptha@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

+84 8 3820 8116 (ext. 504)
lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Anh Thư

+84 4 3936 6425 (ext.)
nathu@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 16

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

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Mã	KQKD 6T2013	Triển vọng thời gian tới	Khuyến nghị
HAG	DT đạt 3.179 tỷ (+35% y-o-y), LNST đạt 452,8 tỷ (+14% y-o-y)	Nếu mảng cao su tiếp tục diễn biến thuận lợi thì khả năng HAG hoàn thành kế hoạch tỷ đồng 3.600 tỷ đồng DT và 1.107 tỷ đồng LNTT là có cơ sở.	MUA dài hạn
VIC	DT đạt 3.131 tỷ (-17% y-o-y), LNST đạt 4.039 tỷ (+2 lần y-o-y)	Triển vọng từ đây đến cuối năm của VIC tiếp tục khả quan khi VIC bàn giao hết và hạch toán căn hộ của các dự án Royal City và Times City, bán 20% cổ phần của Vincom Retail và hoàn tất việc chuyển nhượng 1 phần Vincom Center B (HCM)... Dự báo VIC sẽ hoàn thành kế hoạch LNTT năm 2013.	MUA
FPT	DT đạt 12.482 tỷ (+9% y-o-y), LNST đạt 1.059 tỷ đồng (+7% y-o-y)	Dự báo 9T2013: 1.807 tỷ đồng LNTT (+3% y-o-y, ~ 68% KH) Phát triển phần mềm, viễn thông và tích hợp hệ thống có triển vọng khả quan, phân phối hứa hẹn sẽ tăng mạnh vào dịp cuối năm. Ước tính FPT sẽ hoàn thành 95% KH LN.	MUA
PGS	DT đạt 3.021 tỷ (-5% y-o-y), LNST đạt 131 tỷ đồng (+63% y-o-y)	Ước tính 9T2013: 157 tỷ đồng LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ (+74,4% y-o-y, vượt 29% KH). Dự báo vượt 46% KH LNST do nhu cầu sử dụng CNG thường tăng lên vào cuối năm, giá LPG trên thị trường thế giới trong Q3 đã tăng trở lại, giá bình gas trong nước cũng đã được điều chỉnh tăng.	MUA
PVD	DT 6.528 tỷ (+31% y-o-y), LNST thuộc về cty mẹ 865 tỷ (+41% y-o-y)	Dự báo 9T2013: LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.348 tỷ đồng (+22,1% y-o-y, hoàn thành 99% KH). Dự báo vượt 32% KH LN nhờ giá cho thuê bình quân cao hơn, thời gian hoạt động của Giàn semisub nhiều hơn và dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận trong năm 2011 và 2012 của liên doanh Baker Hughes trong Q4.2013.	NẮM GIỮ
KDC	DT đạt 1.706 tỷ đồng (+10% y-o-y), LNTT đạt 131 tỷ (+382% y-o-y)	Dự báo 9T2013: LNST đạt 474 tỷ đồng (27% y-o-y, ~79% KH) Hoạt động kinh doanh cốt lõi tốt, hứa hẹn tiếp tục khả quan trong các quý còn lại do tính chất mùa vụ của DN SX&KD bánh kẹo và KDC không bị ảnh hưởng bởi các khoản đầu tư tài chính.	NẮM GIỮ
GAS	DTT đạt 31.803 tỷ (-13% y-o-y, LNST đạt 7.379 tỷ (+50% y-o-y)	Dự báo 9T2013: LNST đạt 10.224 tỷ đồng (+36% y-o-y, vượt 33% KH) Triển vọng khá tốt do (i) được hưởng lợi từ cơ chế giá đầu vào cố định do ký HĐ dài hạn theo lộ trình với các đơn vị dầu khí có thời hạn đến 2015 trong khi giá bán đầu ra được thả nổi, linh hoạt theo diễn biến thị trường (ii) Sản lượng cung cấp khí dự báo tăng	NẮM GIỮ
HPG	DTT 8.279 tỷ (-4% y-o-y), LNST đạt 1.013 tỷ (+87% y-o-y)	Thị phần tiếp tục mở rộng, lãi suất giảm, khả năng thu hồi khoản nợ tại CTCP Đầu tư ACB HN cao hứa hẹn giúp HPG vượt xa kế hoạch, dự báo vượt 42% kế hoạch LN.	NẮM GIỮ
VCB	LNST đạt 1.976 tỷ (-12,1% y-o-y)	VCB đã đạt được một số cải thiện nhất định về thị phần xuất nhập khẩu và thu nhập phí dịch vụ, đồng thời tín dụng cải thiện trong Q3. Do đó, kỳ vọng thu nhập lãi của VCB sẽ được cải thiện trong thời gian tới. Tuy nhiên, với KQKD trong 8T2013, dự báo cả năm VCB chỉ hoàn thành 96% kế hoạch lợi nhuận.	NẮM GIỮ
CSM	DT đạt 1.528 tỷ (+0% y-o-y), LNST đạt 169 tỷ (+54% y-o-y)	Dự báo 9T2013: LNTT đạt 333 tỷ đồng (+34% y-o-y, vượt 21% KH) Những thuận lợi về giá nguyên liệu đầu vào và lãi vay giảm dự kiến sẽ tiếp tục duy trì. DA lốp radial dự kiến ra SP thương mại vào Q1.2014. Dự báo đạt 450 tỷ LNTT, vượt 64% so với KH.	NẮM GIỮ

TẬP ĐOÀN VINGROUP – CTCP - VIC

KQKD 6T.2013 : VIC đạt 3.131 tỷ đồng doanh thu (-17% y-o-y); và 4.039 tỷ đồng LNST (+1,99 lần y-o-y)

Lũy kế 6T2013, VIC đạt 3.131 tỷ đồng doanh thu thuần (-17% y-o-y); 4.039 tỷ đồng LNST (+1,98 lần y-o-y) và 4.081 tỷ đồng LNST cổ đông công ty mẹ (+2,25 lần y-o-y).

Trong cơ cấu Doanh thu 6T2013 của VIC, doanh thu từ việc chuyển nhượng BĐS là nguồn thu chính chiếm 45%; doanh thu từ 4 lĩnh vực còn lại: (1) Cho thuê BĐS chiếm 26%; (2) Dịch vụ khách sạn, du lịch vui chơi giải trí và các Dịch vụ liên quan khác chiếm 25%; (3) Bệnh viện và dịch vụ chăm sóc sức khỏe chiếm 3% và (4) Dịch vụ làm đẹp và các dịch vụ liên quan khác chiếm 0,3% tổng doanh thu thuần của VIC.

So với cùng kỳ năm ngoái, lĩnh vực **Chuyển nhượng BĐS có doanh thu giảm mạnh 45% y-o-y** do trong kỳ VIC chủ yếu bàn giao các căn hộ tại 2 dự án Royal City và Times City chứ không thực hiện giao dịch nào quy mô lớn tương tự thương vụ chuyển nhượng văn phòng tháp B Vincom Bà Triệu cho Techcombank trong quý 1.2013. **Các lĩnh vực còn lại đều có sự tăng trưởng rất tốt.** Cụ thể, doanh thu đến lĩnh vực :

- (1) Cho thuê BĐS (Vincom) tăng 52% y-o-y. VIC hiện tại đang sở hữu các TTTM và văn phòng có quy mô lớn, tỷ lệ lấp đầy cao như Vincom Center Long Biên, Vincom Center B Tp.HCM..
- (2) Dịch vụ khách sạn, du lịch vui chơi giải trí và các Dịch vụ liên quan khác (Vinpearl) tăng 30% y-o-y: đây là lĩnh vực do Công ty TNHH MTV Vinpearl Land cung cấp với doanh thu đạt 788 tỷ đồng.
- (3) Bệnh viện và Dịch vụ chăm sóc sức khỏe (Vinmec) tăng 65% y-o-y
- (4) Dịch vụ làm đẹp (Vincharm) và các Dịch vụ liên quan khác tăng 4% y-o-y.

Đáng chú ý, nửa đầu năm 2013, doanh thu tài chính tăng đột biến do chuyển nhượng TTTM Vincom Center A. Chỉ trong 6T2013, doanh thu từ hoạt động này đã đạt 5.805 tỷ đồng (gấp 7,6 lần cùng kỳ năm ngoái). Nguyên nhân là trong tháng 4 và tháng 5, VIC đã chuyển nhượng toàn bộ cổ phần sở hữu tại CTCP Du lịch Việt Nam và Công ty Tương Lai. Công ty Tương Lai sở hữu khách sạn và trung tâm thương mại thuộc dự án Vincom Center A – Tp.HCM). Lợi nhuận từ hoạt động chuyển nhượng cổ phần đem lại cho VIC 5.533 tỷ. Trong kỳ, chi phí tài chính cũng tăng mạnh đạt 1.058 tỷ (+80% y-o-y). Tuy nhiên, doanh thu tăng đột biến dẫn đến lợi nhuận tài chính lãi lớn, đạt 4.747 tỷ. Kết quả này rất tốt so với năm 2012 khi mà hoạt động tài chính của VIC bị lỗ 63 tỷ.

Các đầu chi phí khác như CP bán hàng, CP quản lý DN của VIC tăng mạnh, tăng lần lượt 34% và 54% so với cùng kỳ năm ngoái. Điều này là hợp lý vì trong năm 2013, VIC đã khánh thành Trung tâm thương mại Royal City, sắp tới là Times City và đẩy mạnh việc bàn giao căn hộ tại 2 dự án này. Do đó VIC cần gia tăng các đầu chi phí trên để đẩy mạnh việc bán hàng cũng như quản lý, vận hành 2 Trung tâm thương mại mới.

Hoạt động liên doanh, liên kết của VIC trong 6T2013 cũng khá tốt, đem lại cho VIC 44,7 tỷ trong khi cùng kỳ năm ngoái hoạt động này lỗ 2,2 tỷ.

Dự báo KQKD năm 2013 : VIC có thể sẽ không đạt chỉ tiêu kế hoạch doanh thu nhưng có khả năng hoàn thành kế hoạch LNTT

Tại ĐHĐCĐ thường niên 2013, VIC đã thông qua kế hoạch kinh doanh 2013 với DTT đạt 12.200 tỷ đồng, LNTT đạt 10.000 tỷ đồng. Ngoài ra, VIC cũng dự định phát hành 150.000 cổ phần với mệnh giá 10.000 đồng/cp tại sàn GDCK Singapore SGX-ST từ Q3.2013 đến Q1.2014 và phát hành trái phiếu chuyển đổi quốc tế trị giá 300 triệu USD cũng tại sở GDCK SGX-ST.

Như vậy có thể thấy các chỉ tiêu kế hoạch của VIC trong năm 2013 là khá cao so với thực hiện năm 2012 – chỉ tiêu Doanh thu tăng 54%, chỉ tiêu LNST gấp 3,77 lần những gì VIC đạt được trong năm 2012 (7.904 tỷ Doanh thu ; 1.847 tỷ LNST). Chúng tôi cho rằng trong năm 2013, Doanh thu và Lợi

nhuận của VIC chủ yếu sẽ đến từ:

- (1) Hoạt động Chuyển nhượng BĐS: hơn 8.000 căn hộ của các dự án Royal City và Times City sẽ được VIC bàn giao trong năm 2013.
- (2) Hoạt động Cho thuê BĐS: Theo VCBS, việc TTTM Vincom Mega Mall Royal City đã đi vào hoạt động từ ngày 26/07/2013 với tỷ lệ thuê đã được lấp đầy hơn 90% và Times City sẽ được khánh thành trong quý 4.2013 dự kiến sẽ đem lại cho VIC doanh thu, lợi nhuận tốt trong nửa cuối năm 2013.
- (3) Hoạt động tài chính:
 - Giao dịch bán Vincom Center A và một phần Vincom Center B: Vụ chuyển nhượng toàn bộ cổ phần sở hữu tại CTCP Du lịch Việt Nam và Công ty Tương Lai – đơn vị sở hữu khách sạn và trung tâm thương mại thuộc dự án Vincom Center A – Tp.HCM đã được VIC hoàn tất và ghi nhận 5.533 tỷ lợi nhuận gộp trong quý 2. VIC cũng đã chuyển nhượng xong khối offices của Vincom Center B đã hoàn tất và dự kiến sẽ ghi nhận 4.900 tỷ đồng doanh thu trong quý 3.
 - Việc bán lại 20% cổ phần của Vincom Retail cho Warburg Pincus Consortium với giá trị 200 triệu USD. Tháng 7 vừa qua, VIC công bố đã hoàn tất đợt 1 trị giá 150 triệu USD của thỏa thuận hợp tác chiến lược với Warburg Pincus thông qua Warburg Pincus Consortium.
- (4) Hoạt động Dịch vụ khách sạn, du lịch vui chơi giải trí (Vinpearl): Các tháng trong Q3 là tháng 7, 8, 9 vẫn là các tháng mùa nóng và cao điểm của hoạt động du lịch, nghỉ dưỡng. Thêm vào đó, các khu khách sạn, resort mang tên Vinpearl tập trung vào phân khúc khách hàng nghỉ dưỡng cao cấp đã tạo dựng được thương hiệu. Do đó chúng tôi cho rằng hoạt động này sẽ vẫn đem lại cho VIC doanh thu, lợi nhuận tốt.

Quan điểm đầu tư: MUA

Hiện tại, EPS 4 quý gần nhất của VIC đã đạt 5.488 đồng. P/E và P/B tương đương của VIC tại ngày 01/10/2012 đạt 11,3 lần và 4,1 lần – tương đối thấp so với trung bình ngành Bất động sản. Bên cạnh đó, giá cổ phiếu VIC đã giảm khá nhiều so với giá trong lịch sử. Trong khi ngành BĐS nói chung và các DN BĐS nói riêng vẫn gặp nhiều khó khăn, thậm chí lỗ hoặc phá sản hoặc hoạt động cầm chừng, thì VIC vẫn là DN BĐS có nhiều dự án gây tiếng vang. Với kết quả 6T2013 đã công bố, VIC mới chỉ hoàn thành 26% kế hoạch doanh thu và 55% kế hoạch LNTT. Chúng tôi xin lưu ý là chỉ tiêu DTT đạt 12.200 tỷ đồng, LNTT đạt 10.000 tỷ đồng mà VIC đã đặt ra trong đó chỉ tiêu doanh thu không bao gồm doanh thu từ hoạt động tài chính. Do đó, chúng tôi cho rằng dựa vào những cơ sở về doanh thu, lợi nhuận như VCBS đã trình bày ở trên, năm 2013 có thể VIC sẽ không đạt chỉ tiêu doanh thu thuần tuy nhiên VIC có khả năng hoàn thành kế hoạch LNTT. VCBS khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VIC.

CTCP CAO SU MIỀN NAM - CSM

KQKD 6T.2013: Khả quan. LNST tăng 54% y-o-y, hoàn thành 81% kế hoạch nhờ giá cao su nguyên liệu đầu vào giảm mạnh.

Doanh thu đạt 1.528 tỷ đồng tương đương cùng kỳ năm trước (hoàn thành 47% kế hoạch) nhưng LNST đạt 169 tỷ đồng (+54% y-o-y, hoàn thành 81% kế hoạch).

- **Doanh thu tương đương cùng kỳ năm trước do:** Theo thông tin công ty, các chính sách: chiết khấu thương mại, chiết khấu thanh toán, giảm giá bán sản phẩm (từ tháng 9.2012) đã giúp sản lượng tiêu thụ tăng (5% y-o-y), tuy nhiên sự gia tăng sản lượng chỉ đủ bù đắp sự sụt giảm giá sản phẩm nên doanh thu tương đương cùng kỳ năm trước.
- **LNST tăng trưởng mạnh chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào giảm.** Giá cao su nguyên liệu giảm liên tục kể từ đầu năm đến nay, giá cao su tự nhiên bình quân thấp hơn khoảng 22% so với cùng kỳ năm trước, đồng thời các nguyên liệu khác như: than đen, vải tanh... cũng giảm từ 2-3%

so với cùng kỳ năm trước nên lợi nhuận biên đã mạnh từ 21,2% lên 26%, theo đó lợi nhuận gộp tăng 75 tỷ đồng. Ngoài ra, đóng góp vào sự gia tăng lợi nhuận của CSM còn nhờ chi phí lãi vay và chi phí bán hàng giảm mạnh với mức giảm tương ứng là 24 tỷ đồng và 19 tỷ đồng và lợi nhuận khác cũng tăng mạnh 11 tỷ đồng nhờ thoái vốn tại dự án liên doanh – Công ty lớp Yokohama. Tuy nhiên, đáng lưu ý, chi phí QLDN đã tăng khá mạnh (+36 tỷ đồng).

Dự báo KQKD Q3 và cả năm 2013: Nâng tỷ lệ dự báo LNTT 2013 của CSM lên 450 tỷ đồng (vượt 64% kế hoạch)

Dự báo Q3, doanh thu ổn định đạt khoảng 828 tỷ đồng và LNTT đạt khoảng 110-115 tỷ đồng. Lũy kế 9T2013, CSM ước đạt khoảng 333 tỷ đồng LNTT (vượt 21% kế hoạch).

Đầu Q3 CSM đã giảm giá bán đầu ra 3-5% nhưng doanh thu Q3 dự kiến sẽ ổn định nhờ sự bù đắp bằng tăng trưởng sản lượng, đặc biệt là thị trường xuất khẩu. CSM đã mua đủ các nguyên liệu nhập ngoại và dự trữ 2 tháng nguyên liệu chính - cao su tự nhiên, trong khi đó giá cao su tự nhiên bình quân trong Q3 giảm khoảng 5% so với quý trước, ở mức thấp hơn khoảng 15% so với cùng kỳ năm trước nhưng việc giảm giá cao su này sẽ chưa phản ánh ngay vào KQKD Q3. Do giá bán sản phẩm giảm nên biên lợi nhuận Q3 có thể sẽ giảm nhẹ.

Với những thông tin mới cập nhật, **chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNTT của CSM lên 450 tỷ đồng (vượt 64% kế hoạch). EPS forward 2013 ước tính khoảng 5.016 đồng/CP.**

(i) Dự án nhà máy sản xuất lốp radial công suất 1 triệu lốp/năm GD1 sẽ cho ra sản phẩm thương mại muộn hơn, dự kiến vào cuối Q1.2014 thay vì Q4.2013 như thông tin trước đây. Do đó trong năm 2013, chi phí lãi vay sẽ tiếp tục được vốn hóa và chi phí khấu hao chưa tăng mạnh. Ngoài ra, tổng mức đầu tư giai đoạn 1 dự kiến thấp hơn 500 tỷ đồng so với dự toán.

(ii) Giá cao su đã giảm mạnh trong Q3, dự kiến sẽ góp phần tăng biên lợi nhuận trong Q4.

Quan điểm đầu tư: NẮM GIỮ

KQKD của CSM tốt trong nửa đầu năm và hứa hẹn sẽ tiếp tục khả quan trong thời gian tới, EPS forward 2013 khoảng 5.016 đồng/CP, tương ứng PE forward 2013 khoảng 7,04x, không quá cao. Hiện nay PE trailing của CSM là 6,65x thấp hơn của DRC là 9,39x, tuy nhiên chúng tôi cho rằng điều này là hợp lý do CSM đang trong giai đoạn đầu tư, sản phẩm mới ra muộn hơn DRC, các chỉ tiêu cơ bản chưa tốt bằng DRC. Do đó chúng tôi cho rằng mức giá này đã phản ánh gần hết triển vọng doanh nghiệp trên cơ sở những thông tin hiện tại, VCBS khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu CSM.

CTCP FPT - FPT

KQKD 6T.2013: LNTT tăng 6% y-o-y chủ yếu là nhờ sự tăng trưởng mạnh của phát triển phần mềm, viễn thông và tích hợp hệ thống. 6T2013 hoàn thành 46% KH doanh thu và 48% KH lợi nhuận.

KQKD 6T2013 tăng trưởng tốt so với cùng kỳ năm trước, doanh thu đạt 12.482 tỷ đồng (+9% y-o-y, ~ 46% kế hoạch) và LNTT đạt 1.277 tỷ đồng (+6% y-o-y, ~ 48% kế hoạch). LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 803 tỷ đồng (+7% y-o-y, ~ 48% kế hoạch) và EPS 6T2013 đạt 2.934 đồng/CP.

- **Doanh thu tập đoàn tăng (9% y-o-y) do sự tăng trưởng ở hầu hết các lĩnh vực chính:** phân phối, phát triển phần mềm, viễn thông và tích hợp hệ thống. Đặc biệt, hoạt động phân phối tăng trưởng mạnh (11% y-o-y) chủ yếu là nhờ công ty mở rộng lĩnh vực bán lẻ (tăng 2,3 lần).
- **Trong 6T2013, tỷ suất lợi nhuận của phát triển phần mềm và nội dung số được cải thiện trong khi tỷ suất lợi nhuận của phân phối và giáo dục giảm:** (i) tỷ suất lợi nhuận của lĩnh vực phân phối giảm ngoài việc do biên lợi nhuận từ phân phối các thiết bị IT, di động giảm còn do hoạt động bán lẻ vẫn đang trong giai đoạn mở rộng, (ii) tỷ suất lợi nhuận phần mềm cải thiện do tỷ trọng phần mềm FPT tự phát triển ngày càng lớn, (iii) tỷ suất lợi nhuận của nội dung số được cải thiện do FPT không còn phân phối thẻ trả trước (hoạt động có tỷ suất lợi nhuận thấp).
- **Cơ cấu lợi nhuận tập đoàn đã có sự chuyển dịch giữa các lĩnh vực:** phát triển phần mềm, viễn thông và tích hợp hệ thống tăng trưởng tốt nên có mức độ đóng góp ngày càng lớn cho tập đoàn.

Sự tăng trưởng của các lĩnh vực này lớn hơn sự sụt giảm lợi nhuận từ các lĩnh vực khác như: phân phối, nội dung số, giáo dục, theo đó LNTT của tập đoàn đã tăng 6% và hoàn thành 48% kế hoạch.

	DT 6T2013				LNTT 6T2013				LNTT /DT 6T 2013	LNTT /DT 6T 2012
	Tỷ đồng	% y-o-y	Tỷ trọng	% KH	Tỷ đồng	% y-o-y	Tỷ trọng	% KH		
Viễn thông	1.587	19%	13%	50%	436	20%	34%	53%	27%	27%
Nội dung số (*)	431	-9%	3%	44%	83	-30%	6%	34%	9%	13%
Phát triển phần mềm	1.207	32%	10%	43%	271	62%	21%	45%	22%	18%
Tích hợp hệ thống	1.224	21%	10%	42%	113	14%	9%	35%	9%	10%
Dịch vụ tin học	323	4%	3%	40%	63	14%	5%	61%	20%	18%
Giáo dục	258	-2%	2%	45%	67	-20%	5%	42%	26%	32%
Phân phối	7.453	11%	60%	8%	209	-22%	16%	50%	2,8%	4,0%
SX và PP sản phẩm CNTT & Mobile	6.239	-2%			230	-15%				
Bán lẻ	1.214	234%			-20	NA				
Đầu tư					34	-33%	3%			
CTCP FPT	12.482	9%	100%	46%	1.277	6%	100	48%		

(*) Doanh thu đã loại trừ hoạt động kinh doanh phân phối thẻ viễn thông. Nguồn: BCTC Q2.2013

(1) Phát triển phần mềm: là lĩnh vực tăng trưởng mạnh nhất, doanh thu tăng 32% y-o-y và lợi nhuận tăng 62% y-o-y, đóng góp 10% doanh thu và 21% lợi nhuận tập đoàn. Trong đó (i) Gia công phần mềm chiếm 82% doanh thu và 84% LNTT, đã tăng trưởng khá tốt và tăng trưởng dương ở tất cả các thị trường: Mỹ (54% y-o-y), Nhật (30% y-o-y), APAC (39% y-o-y), EU, (ii) Tại thị trường trong nước, phát triển phần mềm cũng có doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng rất mạnh so với cùng kỳ năm trước, tương ứng 25% và 177%, theo đó đóng góp lần lượt 18% doanh thu và 16% LNTT lĩnh vực phát triển phần mềm.

(2) Phân phối: doanh thu tăng trưởng mạnh (11% y-o-y), chiếm 60% doanh thu tập đoàn, trong đó chủ yếu là nhờ công ty mở rộng lĩnh vực bán lẻ (tăng 2,3 lần). Tính đến ngày 19/07/2013, FPT đã có cửa hàng thứ 76 (FPT dự kiến hết năm 2013 FPT sẽ có 100 cửa hàng). Mặc dù doanh thu tăng (11% y-o-y) nhưng LNTT sụt giảm khá mạnh (22% y-o-y), chỉ chiếm 16% LNTT của tập đoàn do hoạt động bán lẻ vẫn đang trong giai đoạn mở rộng, doanh thu không bù đắp được chi phí bên cạnh đó biên lợi nhuận từ phân phối sản phẩm IT và di động cũng sụt giảm đáng kể.

(3) Tích hợp hệ thống: Doanh thu tăng 21% y-o-y và LNTT tăng 14% y-o-y, đóng góp 10% doanh thu và 9% LNTT của tập đoàn nhờ ghi nhận các hợp đồng lớn trong tháng 6 như Agribank (107 tỷ đồng), Crown Agent USA Inc. (75,6 tỷ đồng), Eximbank, Sacombank, LienViet Post Bank. Giá trị còn lại của hợp đồng đã ký tính đến 12/07/2013 đạt 1.425 tỷ đồng, nhiều hơn 16% doanh thu 6T2013 và giá trị trúng thầu 6T2013 cũng tăng 23% cùng kỳ năm trước sẽ hứa hẹn giúp mảng tích hợp hoàn thành kế hoạch.

(4) Viễn thông: Doanh thu tăng 19% y-o-y và LNTT tăng 20% y-o-y đóng góp 34% lợi nhuận tập đoàn nhờ sự tăng trưởng vững chắc của dịch vụ băng thông rộng (broadband service). Trong 6T2013, FPT đã có thêm gần 80.000 thuê bao, mở thêm 4 chi nhánh nâng sự hiện diện của FPT lên 50 tỉnh, thành phố trên toàn quốc. Bên cạnh đó, FPT mở rộng thị phần dịch vụ băng thông rộng có dây giữ vững vị thế thứ 2 tại Campuchia. Các dịch vụ hạ tầng viễn thông khác cũng tăng trưởng tốt như: kênh thuê riêng (leased line), cho thuê máy chủ (data center) và dịch vụ thoại (voice services)...

(5) Dịch vụ tin học: LNTT tăng 14% y-o-y nhờ FPT đã chuyển giao giải pháp ERP cho một số khách

lớn trong 6T2013 như: Thành Công Group, Công ty Nhựa Đại Đồng Tiến, và Tập đoàn Anova. Đồng thời, doanh thu từ dịch vụ bảo dưỡng cũng mang lại nguồn lợi nhuận ổn định đặc biệt từ các khách hàng lớn: BIDV, Vietcombank, Vietinbank.

(6) Nội dung số và Giáo dục: chưa như kỳ vọng khi nội dung số có doanh thu giảm 9% y-o-y nhưng LNTT giảm đến 30% y-o-y và giáo dục có LNTT giảm 20% y-o-y trong khi doanh thu giảm 2% y-o-y.

Dự báo KQKD Q3 và cả năm 2013: Ước tính Q3 đạt 530 tỷ đồng LNTT, cả năm hoàn thành khoảng 95% kế hoạch.

8T2013, FPT đạt 17.313 tỷ đồng doanh thu (+13% y-o-y) và 1.609 tỷ đồng (+4% y-o-y) tương ứng hoàn thành 64% kế hoạch doanh thu và 60% kế hoạch LN. Mặc dù lĩnh vực phân phối, giáo dục và nội dung số chưa như kỳ vọng nhưng các lĩnh vực chính: phát triển phần mềm, viễn thông và tích hợp hệ thống đã có kết quả kinh doanh tốt. So sánh với KQKD 6T2013, cho thấy lợi nhuận tháng 7 và 8 không tốt bằng các tháng đầu năm, tuy nhiên hoạt động phân phối thường có KQKD cao vào những tháng cuối năm khi nhu cầu mua sắm được đẩy mạnh và các hợp đồng tích hợp thường được hạch toán vào cuối năm. Do đó, chúng tôi cho rằng FPT có thể sẽ đạt khoảng 530 tỷ đồng LNTT trong Q3, lũy kế 9T2013 đạt khoảng 1.807 tỷ đồng (+3% y-o-y, ~ 68% kế hoạch), cả năm 2013 chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo FPT từ mức hoàn thành kế hoạch xuống đạt khoảng 2.500 tỷ đồng (+4% y-o-y, ~ 95% kế hoạch).

Quan điểm đầu tư: MUA với mục tiêu đầu tư dài hạn

FPT là cổ phiếu đầu ngành, có chỉ tiêu cơ bản tốt, đạt kết quả khá cao trong nửa đầu năm 2013 và có thể duy trì mức khả quan này trong thời gian tới. Mức PE hiện nay 7,71x, không quá cao, thấp hơn so mức PE của ngành trong khu vực Đông Nam Á. Bên cạnh đó, FPT đang đẩy mạnh các hoạt động mang lại giá trị gia tăng cao như: Phát triển phần mềm, viễn thông ... tạo ra động lực mới cho tăng trưởng lợi nhuận của công ty. Do đó chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể **MUA** cổ phiếu FPT với mục tiêu đầu tư dài hạn.

CÔNG TY CỔ PHẦN KINH ĐÔ – KDC

KQKD 6T.2013: Khả quan, LNTT đạt 131 tỷ đồng tăng gần 5 lần y-o-y (~22% kế hoạch) nhờ kiểm soát chi phí hiệu quả và không bị ảnh hưởng bởi các hoạt động thoái vốn

KQKD hợp nhất Q2.2013 và 6T2013 của KDC khá khả quan. 6T2013, mặc dù doanh thu chỉ tăng trưởng 10% y-o-y nhưng nhờ kiểm soát chi phí hiệu quả và không bị ảnh hưởng bởi các hoạt động thoái vốn khiến cho LN tăng mạnh, cụ thể đạt 131 tỷ đồng LNTT tăng gần 5 lần và LNST đạt 78 tỷ đồng, tăng trưởng ấn tượng so với con số lỗ 6,9 tỷ đồng của cùng kỳ năm trước, tương ứng thực hiện được 22% KH lợi nhuận năm 2013.

Doanh thu 6T2013 tăng trưởng tốt do nhu cầu vào dịp Tết tăng mạnh: Q2, DTT đạt 899 tỷ đồng (+7% y-o-y), và lũy kế 6T2013 đạt 1.706 tỷ đồng (+10% y-o-y) do nhu cầu Tết tăng mạnh trong Q1 và nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng bền vững ở các mặt hàng thường ngày trong Q2. Các ngành hàng đang chiếm lĩnh thị phần của KDC tiếp tục tăng trưởng tốt, gồm các mặt hàng bánh cracker, bánh mì, bánh quy, kem và bánh bông lan. KDC cho biết việc tiếp tục tập trung hợp tác với các nhà phân phối và nhà bán lẻ giúp cho việc tiêu thụ sản phẩm ổn định mặc dù điều kiện thị trường còn nhiều khó khăn.

Chi phí được kiểm soát tốt giúp cải thiện tỷ suất LN: Nhờ vào quá trình tái cơ cấu danh mục sản phẩm, cũng như tận dụng được quy mô sản xuất lớn, chi phí giá vốn của KDC được kiểm soát với mức tăng (8% y-o-y), thấp hơn mức tăng doanh thu (10% y-o-y), vào khoảng 1.037 tỷ đồng, giúp cải thiện nhẹ TSLN gộp từ 38% lên 39%. Các chi phí hoạt động như chi phí BH và chi phí QLDN được kiểm soát với mức biến động phù hợp, lần lượt +13% và -0,5% giúp giảm nhẹ tỷ trọng trên DTT, từ đó tiếp tục có tác dụng cải thiện biên lợi nhuận ròng.

Hoạt động tài chính cải thiện rõ rệt so với cùng kỳ năm ngoái. Mặc dù doanh thu tài chính giảm 25% xuống còn 56 tỷ đồng, nhưng nhờ chi phí tài chính giảm đến 72%, do năm nay không phải ghi nhận khoản chi phí lỗ tài chính do thoái vốn khỏi Nutifood và Tribeco và khoản chi phí lãi vay cũng

tiết kiệm được đến 56% nên hoạt động tài chính thu về khoản lãi 21 tỷ đồng, khá ấn tượng so với số lỗ 51 tỷ đồng của 6T2012.

Kết quả, LNTT 6T2013 của KDC đạt 131 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh với 382% y-o-y, LNST đạt 78 tỷ đồng. Mặc dù mới chỉ đạt 22% KH lợi nhuận, nhưng chúng tôi đánh giá cao việc kết quả LN của KDC đến từ hoạt động kinh doanh chính, và không còn bị ảnh hưởng bởi các khoản đầu tư tài chính điều này khẳng định sự ổn định trong đà tăng trưởng của KDC, và hứa hẹn khả năng Công ty tiếp tục tăng trưởng khả quan trong các quý còn lại, do tính chất mùa vụ của các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh bánh kẹo

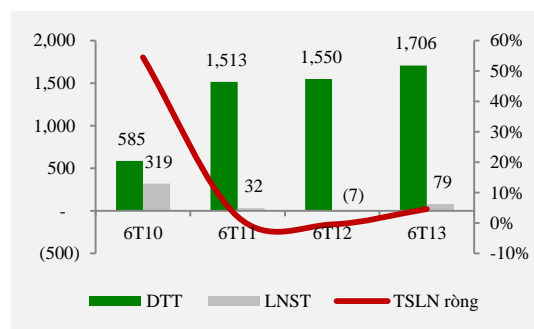
Tình trạng tài sản và nguồn vốn của KDC đảm bảo mức độ an toàn về tài chính. Tiền mặt tăng mạnh 76% y-o-y đạt 1.457 tỷ đồng. Tuy nhiên số dư nợ vay tăng 39% so với thời điểm đầu năm trong đó chủ yếu là tăng vay dài hạn nhưng hệ số nợ vay vẫn ở mức khá thấp 13%.

Dự báo KQKD Q3 và cả năm 2013: tăng trưởng tốt, LNTT ước đạt 396 tỷ đồng trong Q3 (+4% y-o-y) và 538 tỷ đồng cả năm 2013 (+10% y-o-y)

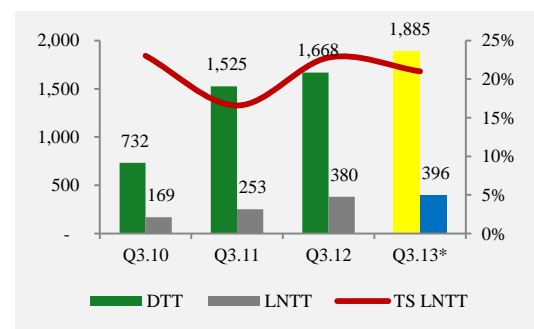
Theo như thông tin KDC mới công bố, mùa bánh trung thu năm 2013 đã kết thúc rất thành công với tổng lượng bánh tiêu thụ lên tới 2.600 tấn, vượt kế hoạch 10%. Đạt được kết quả này là nhờ Kinh Đô tiếp tục nâng cấp các dòng sản phẩm trung thu hiện hữu đồng thời mở rộng kênh phân phối (GT, MT) trong đó khối khách hàng cơ quan xí nghiệp tiếp tục tăng trưởng rất tốt ngay từ trung tuần tháng 7 âm lịch đến cận trung thu. Về phân khúc các sản phẩm, bên cạnh các dòng sản phẩm bánh nướng truyền thống với cơ cấu tự chọn, phục vụ trong gia đình và biếu tặng vẫn duy trì được lượng tiêu thụ thì dòng sản phẩm cao cấp Trăng vàng đã đạt mức tăng trưởng khá cao, tăng đến 30% so với năm trước. Đặc biệt, sản lượng tiêu thụ dòng bánh Trung thu Xanh chế biến từ 100% thành phần thực vật tự nhiên cho nhu cầu ăn chay, ăn kiêng tăng 35% so với cùng kỳ.

Nhờ vào kết quả khả quan của mùa bánh trung thu, chúng tôi dự báo KQKD trong Q3 sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt và đạt khoảng 1.885 tỷ đồng DTT (+13% y-o-y) và 396 tỷ đồng LNTT (+4% y-o-y), lũy kế 9T2013 đạt khoảng 474 tỷ đồng LNST (27% y-o-y) tương ứng hoàn thành khoảng 79% KH năm. Ngoài ra do chưa có thêm các thông tin cụ thể về kế hoạch tham gia vào thị trường mì gói của KDC do đó theo dự báo của chúng tôi, nếu chưa tính đến các sản phẩm mới như mì gói, nước chấm dầu ăn, cũng như tác động của hoạt động tài chính, kết quả của KDC có thể đạt khoảng 5.059 tỷ đồng DT (+18% y-o-y) và 538 tỷ đồng LNTT (+10% y-o-y) trong năm 2013.

KQKD 6 tháng đầu năm 2010 - 2013



Dự báo KQKD Quý 3



Nguồn: BCTC KDC, *VCBS dự báo

Quan điểm đầu tư: NẮM GIỮ

KDC là doanh nghiệp dẫn đầu ngành bánh kẹo tại Việt Nam với danh mục sản phẩm đa dạng, hệ thống phân phối sâu rộng tạo lợi thế cạnh tranh. KQKD 6T2013 cũng như dự báo Q3 tăng trưởng khả quan cho thấy tính hợp lý trong chiến lược dài hạn của KDC. Các điểm mạnh của KDC tiếp tục được duy trì tốt bao gồm sức khỏe tài chính lành mạnh, nguồn tiền mặt dồi dào, hệ thống phân phối vận hành hiệu quả và bước đầu đạt được những thành công nhất định trong việc tái cơ cấu.

Do đó, chúng tôi cho rằng KDC tiếp tục phù hợp để đầu tư trong trung và dài hạn. Xét trong ngắn hạn mức P/E hiện nay (20x) của KDC đã khá cao so với trung bình ngành, nên chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên lựa chọn mức giá phù hợp để mua vào KDC dựa trên cơ sở kết quả khả quan của quý 3, quý kinh doanh mang tính mùa vụ cao của KDC.

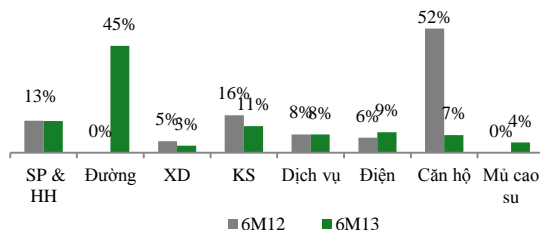
CÔNG TY CỔ PHẦN HOÀNG ANH GIA LAI – HAG

KQKD 6T.2013: khá cao với 1.414 tỷ đồng doanh thu (+23% y-o-y) và 500 tỷ đồng LNTT (+138% y-o-y, ~ 45% KH)

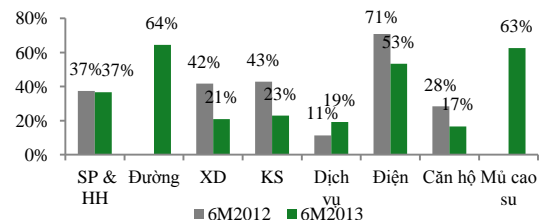
KQKD tăng trưởng mạnh trong Q2 đã giúp HAG phục hồi tăng trưởng trong doanh thu và cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận. Cụ thể DTT tăng mạnh 151% y-o-y giúp lũy kế 6T2013 đạt 1.414 tỷ đồng (+23% y-o-y) và LNTT cũng gia tăng đáng kể so với cùng kỳ năm trước khi đạt 500 tỷ đồng (+138% y-o-y) tương ứng thực hiện được khoảng 45% KH lợi nhuận.

Doanh thu tăng trưởng tốt nhờ mĩn đường: Theo chiến lược phát triển cho giai đoạn 2013 - 2015, mĩn đường sẽ đóng góp quan trọng trong cơ cấu doanh thu kể từ năm 2013. Kết quả Q2 và 6T2013 của doanh nghiệp đã phần nào thể hiện tính khả thi của chiến lược này. Q2, DTT tăng trưởng mạnh 151%, chủ yếu là từ mĩn đường giúp cho DTT trong 6T2013 tăng trưởng tốt đạt 23%, là mức tăng cao nhất so với cùng kỳ trong vòng 3 năm trở lại. Trong đó cơ cấu doanh thu của HAG trong 6 tháng đầu năm cũng có sự thay đổi đáng kể so với cùng kỳ năm trước.

Cơ cấu doanh thu 6T2013



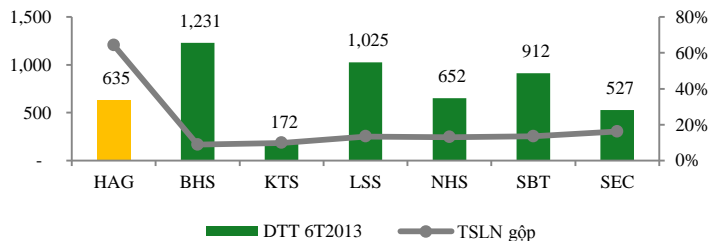
TSLN gộp 6T2013



Nguồn: BCTC hợp nhất 6 tháng 2013 - HAG

Cụ thể, đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu đến từ kinh doanh đường. Niệm vụ mĩn đường 2012 -2013 của HAG đã kết thúc thành công theo như kế hoạch với doanh thu bán đường đạt 635 tỷ đồng, chiếm 45% DTT của HAG. Mặc dù quy mô doanh thu từ đường của HAG khiêm tốn hơn so với 1 số doanh nghiệp đường lớn trên sàn như BHS, LSS, SBT, NHS, tuy nhiên TSLN gộp của HAG là rất cao, khoảng 64% trong khi trung bình các doanh nghiệp trong ngành chỉ khoảng 12% là điểm nổi bật đáng ghi nhận.

DTT và TSLN gộp từ đường của HAG so với các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: BCTC 6 tháng của các doanh nghiệp đường niêm yết, VCBS tổng hợp)

Mảng kinh doanh bán sản phẩm và hàng hóa tăng trưởng khá và duy trì tỷ trọng 13% trên DTT. Tỷ trọng doanh thu từ BĐS giảm mạnh từ 52% xuống còn 7%, chỉ đạt 103 tỷ đồng, tương ứng 20% KH DT năm, do ảnh hưởng chung của thị trường BĐS. Hầu hết lĩnh vực còn lại có tỷ trọng khá nhỏ và biến động không đáng kể nên tác động đến tăng trưởng doanh thu là không lớn.

Hiệu quả hoạt động tài chính tăng mạnh. Doanh thu tài chính tăng đáng kể, khoảng 44% y-o-y, đạt 561 tỷ đồng, chủ yếu là lãi thu về từ chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần khoảng 358 tỷ đồng (+66% y-o-y) và chiếm 64% thu nhập tài chính, nên mặc dù chi phí lãi vay cũng tăng khá 33%, nhưng hoạt động tài chính vẫn mang về lợi nhuận khoảng 103 tỷ đồng, lớn hơn gấp đôi so với cùng kỳ năm trước. Đồng thời khả năng chi trả lãi vay được cải thiện nhẹ với tỷ số EBIT/lãi vay tăng từ 1,77 lên 2,39.

Tổng hợp các yếu tố trên, cùng với ảnh hưởng của hoạt động khác không đáng kể, LNTT tăng mạnh 138% y-o-y. Ngoài ra, nhờ giảm được chi phí thuế khoảng 13 tỷ đồng so với cùng kỳ, giúp cho LNST đạt 455 tỷ đồng (+196% y-o-y) trong đó LN thuộc cổ đông Công ty mẹ đạt 368 tỷ đồng, gấp 2 lần so với cùng kỳ năm trước

Đáng lưu ý, các phải thu khác tăng gấp khoảng 3,8 lần, đạt hơn 5.084 tỷ đồng, do phần phải thu từ bán các khoản đầu tư tăng mạnh, trong đó có khoảng 2.100 tỷ đồng công ty dự kiến thu về trước 31.08.2013. Ngoài ra, tổng dư nợ vay vào ngày 30.06.2013 giảm 10% kể từ đầu năm, còn khoảng 14.595 tỷ đồng và dự kiến giảm xuống 12.339 tỷ đồng sau khi tái cấu trúc.

Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh mặc dù đã giảm khoảng 30% y-o-y nhưng vẫn tiếp tục bị âm bên cạnh đó dòng tiền đầu tư cũng tiếp tục âm khá lớn, khoảng - 2.800 tỷ đồng, phần lớn do các hoạt động đầu tư sang dự án ở Myanmar vẫn đang được xúc tiến mạnh mẽ. Do đó dòng tiền từ động tài chính tiếp tục tăng để tài trợ cho hoạt động kinh doanh và hoạt động đầu tư. Trong kỳ, HAG đã thu được 1.052 tỷ đồng từ phát hành cổ phiếu và nhận góp vốn của chủ sở hữu và vay thêm nợ khoảng trên 1.800 tỷ đồng.

HAG đã công bố chiến lược tái cấu trúc lần thứ 3. Theo đó Tập đoàn sẽ phát triển tập trung vào hai mảng chính là nông nghiệp và bất động sản. Trong đó nông nghiệp bao gồm: cao su, mía đường và cò dầu, còn Bất động sản phát triển với dự án trọng điểm tại Myanmar. HAG cũng khẳng định sẽ bán bớt hoặc tách ra một số lĩnh vực, cụ thể

- **Về thủy điện:**

- Đã bán 6 dự án tại Việt Nam trong T6.2013 (bao gồm 4 dự án đã vận hành là Bá Thước 2, Đắc Srông 2, Đắc Srông 2A, Đắc Srông 3B và hai dự án đang xây dựng là Bá Thước 1 và Đắc Srông 3A), giảm được số dư nợ vay 1.876 tỷ đồng.
- Hiện nay HAG đang tiếp tục xây dựng dự án Nậm Kông 2 tại Lào (công suất 66MW) dự kiến hoàn thành cuối năm 2014, có thể xem xét bán tiếp hoặc giữ lại tùy theo điều kiện kinh doanh

- **Về khoáng sản:** dần dần thu hẹp hoạt động và tìm đối tác để bán lại các dự án, do những rủi ro về chính trị, chi phí lớn, tỷ suất sinh lợi không cao.

- **Về ngành gỗ, đá:** đang thu hẹp dần quy mô hoạt động, sẽ tiến hành bán cổ phần cho người lao động, và tập đoàn chỉ giữ lại khoảng 20% cổ phần.

- **Về Bất động sản:** Thực hiện tái cấu trúc ngành bất động sản bằng cách tách các công ty con sở hữu các dự án căn hộ ra khỏi Tập đoàn và chỉ giữ lại dự án Myanmar và một số dự án trực thuộc công ty phát triển Nhà Hoàng Anh, nhằm mục tiêu chính là đến cuối năm 2013, nợ ròng HAG xuống 10,000 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu trên 13,000 tỷ đồng. Quá trình tái cơ cấu

bao gồm 3 bước chính:

+ **Bước 1:** Công ty Phát triển Nhà Hoàng Anh bán cổ phần Công ty An Phú cho Công ty HAGL mẹ. Vốn điều lệ của Công ty An Phú là 360 tỷ đồng, HAGL đang nắm giữ 99,9% và 2 cổ đông nhỏ nắm giữ 0,1%. Cách thức hoạt động của Công ty An Phú được lãnh đạo HAG xem tương tự như một công ty mua bán tài sản (AMC) để xử lý các khoản nợ cho HAG và sẽ giải thể sau 3 năm hoạt động.

+ **Bước 2:** Công ty Phát triển Nhà Hoàng Anh bán cổ phần/vốn góp trong 13 công ty con sang cho Công ty An Phú bằng giá trị số dư khoản đầu tư

	Công ty	Giá trị đầu tư	Dự án
1	Đông Nam	1.119 tỷ đồng	Dự án Hiệp Bình Phước 35,3 ha
2	Phú Hoàng Anh	309 tỷ đồng	Dự án Phú Hoàng Anh 2
3	Phúc Bảo Minh	245 tỷ đồng	Dự án căn hộ lũy Bán Bích
4	Minh Tuấn	149 tỷ đồng	Dự án đất nền tại Quận 9 đang bán
5	Minh Thành	129 tỷ đồng	Dự án căn hộ tại Hóc môn
6	Hoàng Anh Incomex	64 tỷ đồng	Dự án căn hộ đang xây
7	Hoàng Anh MêKông	118 tỷ đồng	Dự án còn khoảng 60 căn hộ ở Cần Thơ
8	Hợp tác đầu tư	710 tỷ đồng	Dự án Bình Chánh
9	Hoàng Nguyên	267 tỷ đồng	Thực hiện công tác xây dựng
10	Hoàng Anh Viễn Đông	7,6 tỷ đồng	Cung cấp dịch vụ quản lý căn hộ
11	Hoàng Anh An Tiến	189 tỷ đồng	Đã bán hết chung cư An Tiến
12	Hoàng Thơ	10 tỷ đồng	Mua bán cung ứng vật tư
13	Công ty Hasco	18 tỷ đồng	Cung cấp dịch vụ quản lý căn hộ

Phương pháp thanh toán là An Phú vay tiền của Công ty mẹ để thanh toán các khoản mua công ty con và dự án nêu trên, tiếp theo Công ty PT Nhà Hoàng Anh điều động số tiền này để trả nợ cho Công ty mẹ, tổng cộng khoảng 3.083 tỷ đồng. Biện pháp đảm bảo khoản tiền An Phú vay của Công ty mẹ: Đoàn Nguyên Đức đứng ra bảo lãnh cá nhân.

+ **Bước 3:** Bán cổ phần Công ty An Phú, cho các đối tượng là cổ đông sở hữu cổ phần HAG; trái chủ sở hữu trái phiếu chuyển đổi của HAG và cổ đông thiểu số của Công ty PT Nhà với giá chào bán bằng mệnh giá, tương ứng tổng giá trị chào bán khoảng 360 tỷ đồng. Đồng thời Công ty HAGL mẹ chỉ cổ tức 500 đồng/cp để cổ đông có nguồn tiền mua cổ phần Công ty An Phú. Tổng giá trị cổ tức khoảng 360 tỷ đồng. Ngày 25.09.2013, HAG lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản liên quan đến trả cổ tức bằng tiền 5% và mua CP công ty BĐS An Phú.

Chúng tôi thấy rằng sự phát triển của HAG đều được đánh dấu bằng những lần tái cấu trúc mạnh mẽ. Trong lần tái cấu trúc này, bên cạnh yếu tố khách quan là do ảnh hưởng của nền kinh tế nói chung khiến hoạt động kinh doanh cốt lõi là bất động sản bị ảnh hưởng khá nhiều thì yếu tố nội tại xuất phát từ chính cấu trúc tập đoàn đa ngành quá phức tạp trong đó có nhiều ngành chưa thực sự hiệu quả, khiến không chỉ hiệu quả sinh lời của dòng vốn bị giảm sút mà còn khiến cơ cấu vốn mất cân đối khá nghiêm trọng. Trong cơ cấu tổng tài sản và nợ vay thì BĐS vẫn chiếm tỷ trọng khá lớn trong khi tình hình thị trường bất động sản chưa hồi phục. Áp lực lãi vay gia tăng trong khi khối tài sản đang có mức sinh lời thấp đã khiến cho công ty cần phải tiến hành cơ cấu để chuyển sang các ngành có suất sinh lời cao trong một triển vọng dài hạn (như cao su và mía đường) là điều tất yếu.

Xét trên quan điểm cổ đông của HAG, chúng tôi cho rằng với cách thức tái cơ cấu như vậy, sẽ giúp cho HAG giảm bớt sự phức tạp về quản lý cũng như cải thiện mức độ an toàn về tài chính và giảm bớt áp lực về dòng tiền và lãi vay, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động và cải thiện tỷ suất sinh lời. Mỗi liên hệ duy nhất là khoản phải thu 3.000 tỷ đồng mà An Phú đang vay HAG. Tuy nhiên, món nợ này sẽ được ông Đoàn Nguyên Đức đảm bảo cá nhân thì rủi ro của khoản nợ này có thể coi là khá thấp.

Điều chúng tôi quan ngại chủ yếu là đối với nhà đầu tư lựa chọn nắm giữ cổ phần của Công ty An Phú. Một số rủi ro cần phải xem xét kỹ đó là: vấn đề thanh khoản, mức độ hiệu quả của công ty này khi hoạt động cốt lõi là thanh lý các dự án bất động sản trong bối cảnh thị trường chưa thật sự khởi sắc và đặc biệt là vấn đề công bố thông tin khi An Phú không phải là công ty niêm yết.

Dự báo KQKD 2013

Năm 2013, HAG đặt kế hoạch 3.620 tỷ đồng DT (-18% y-o-y) và 1.107 tỷ đồng LNTT (+111% y-o-y), do giảm tỷ trọng ngành BDS và gia tăng hai mảng cao su và mía đường, cụ thể tổng doanh thu từ mảng cao su và mía đường là 1.150 tỷ đồng, chiếm 32% tổng doanh thu. Hai mảng này được kỳ vọng sẽ cải thiện tỷ suất LNTT cho tập đoàn bởi hiệu quả của các dự án HAG đang triển khai là khá tốt. Đánh giá về khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2013 của HAG, chúng tôi cho rằng nếu mảng cao su tiếp tục diễn biến thuận lợi thì khả năng HAG hoàn thành kế hoạch tỷ đồng 3.600 tỷ đồng DT và 1.107 tỷ đồng LNTT là có cơ sở.

Quan điểm đầu tư: MUA với mục tiêu đầu tư trung và dài hạn

Sự thay đổi cơ cấu doanh thu trong Q2.2013 nằm trong định hướng của công ty hướng tới việc giảm dần sự phụ thuộc vào mảng BĐS, để tập trung sang các ngành có doanh thu bền vững và ổn định hơn, như mía đường và cao su. KQKD 6T2013 phần nào cho thấy tín hiệu lạc quan của chiến lược này. Tính đến thời điểm này, HAG đã hoàn thành được 45% KH lợi nhuận năm.

Xét về dài hạn, HAG có tiềm năng phát triển rất lớn khi các dự án đầu tư (cao su, mía đường) dự kiến sẽ mang về doanh thu và lợi nhuận cao từ sau năm 2014, đặc biệt với kế hoạch tái cấu trúc mạnh mẽ đã và đang thực hiện sẽ giúp HAG cải thiện mức độ an toàn về tài chính và giảm bớt áp lực về dòng tiền và lãi vay, cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Tuy nhiên tình hình tài chính trong ngắn hạn đối với HAG vẫn chưa được cải thiện đáng kể, do đó chúng tôi khuyến nghị xem xét HAG với mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

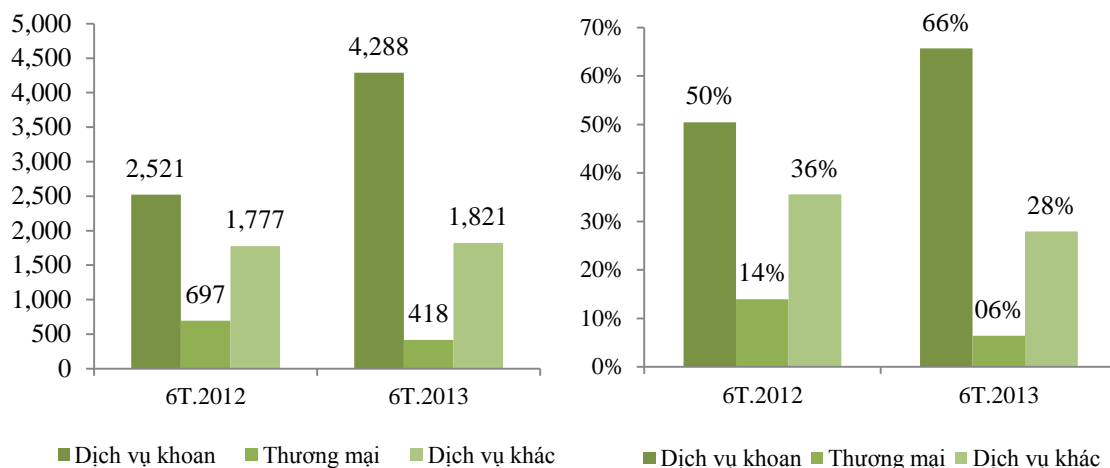
CTCP KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ - PVD

KQKD 6T.2013: tăng trưởng ấn tượng, DT đạt 6.527,8 tỷ đồng (+30,7% y-o-y, hoàn thành 57,9% KH năm) và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 864,9 tỷ đồng (+41,2% y-o-y).

Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của PVD là dịch vụ khoan vẫn tăng trưởng tốt: Hiện nay PVD đang sở hữu năm giàn khoan (bao gồm PV Drilling I, II, III, PV Drilling 11 và TAD - Drilling V) và thuê năm giàn khoan (Key Hawaii, Ensco 107, Naga2, West Tucana và Key Gibraltar). Trong Q2.2013, dịch vụ khoan đã đạt doanh thu 2.059,7 tỷ đồng (+54,7% y-o-y), đóng góp 61,5% tổng DT công ty do: (i) Tất cả các giàn khoan sở hữu luôn được vận hành xuyên suốt 6 tháng với hiệu suất hoạt động trên 98%, trong khi năm trước chỉ có 4 giàn sở hữu vận hành liên tục 6 tháng; (ii) Giá cho thuê các giàn khoan tự nâng do PVD sở hữu được điều chỉnh tăng 7% so với cùng kỳ năm trước, ngoài ra giá cho thuê lại của bốn giàn khác do PVD đi thuê cũng tăng lên mức bình quân 150.000-160.000 USD/ngày; (iii) Số lượng giàn khoan do PVD đi thuê trong Q2.2013 tăng lên đến bốn giàn so với một giàn trong Q2.2012. Cụ thể, công ty đã gia hạn thành công hợp đồng khoan của giàn Ensco 107 tới cuối năm 2013. Ngoài ra, PVD đã thuê thêm ba giàn mới Naga2, West Tucana và Key Gibraltar, trong đó Naga2 đi vào hoạt động từ Q2.2013, điều này cũng đã góp phần gia tăng DT và LN cho PVD. Hai giàn khoan West Tucana và Key Gibraltar sẽ hoạt động từ Q3.2013.

Các mảng kinh doanh khác như cung cấp dịch vụ kỹ thuật giếng khoan, dịch vụ khác và kinh doanh thương mại đạt doanh thu tương ứng 1.057,5 tỷ đồng và 231,3 tỷ đồng, đóng góp lần lượt 31,6% và 6,9% DTT, tỷ suất LN gộp từ hai mảng này đạt 22,1% và 4,8%.

Cơ cấu DTT theo từng mảng



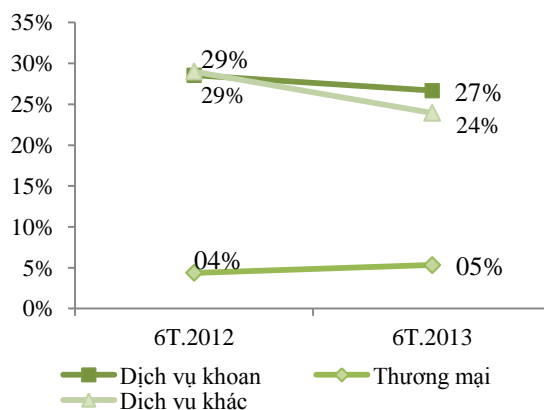
Nguồn: PVD, VCBS

GVHB tăng nhưng chi phí tài chính và chi phí hoạt động giảm: Trong Q2.2013, giá vốn dịch vụ khoan (chiếm tỷ trọng 58,8% tổng GVHB) tăng mạnh 52,8% y-o-y do PVD tăng số lượng giàn khoan thuê, tuy nhiên mức tăng này thấp hơn mức tăng DT dẫn đến LN gộp trong Q2.2013 của mảng này vẫn tăng 59,7% và tỷ suất LN gộp biên đạt 27,7%, nhỉnh hơn mức 26,8% cùng kỳ năm trước. Tổng GVHB của PVD trong Q2.2013 tăng 26,3% y-o-y, cũng thấp hơn mức tăng DT nên LN gộp toàn công ty đã đạt 814,5 tỷ đồng (+29,5% y-o-y).

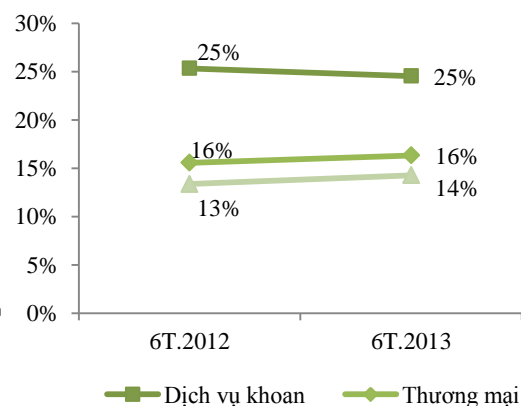
Chi phí tài chính trong Q2.2013 giảm 12,1% chủ yếu đến từ chi phí lãi vay giảm 32,1% y-o-y (do giảm nợ vay) và lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện giảm 45,3% y-o-y. Lũy kế 6 tháng đầu năm, chi phí tài chính giảm 4,6% y-o-y. Ngoài ra, chi phí hoạt động trong Q2 giảm 17,1% y-o-y và lũy kế 6T.2013 tăng 9,7% y-o-y. Đây là kết quả cả việc kiểm soát khá tốt chi phí vận hành, quản lý hiệu quả và an toàn các giàn khoan nên LN thuần từ hoạt động kinh doanh Q2 và lũy kế 6 tháng đầu năm đạt lần lượt 526,3 và 1.036,4 tỷ đồng, tăng tương ứng 76,7% và 40% y-o-y.

LNTT và LNST tăng trưởng ấn tượng: Tăng trưởng DT và LN gộp là hai yếu tố chính dẫn đến LNTT và LNST của cổ đông công ty mẹ tăng đến trong Q2.2013 đạt lần lượt 548,9 và 443,8 tỷ đồng, tăng mạnh 67,1% và 83,2% y-o-y. Trong nửa đầu năm 2013, LNTT và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.066 và 864,9 tỷ đồng, tăng mạnh tương ứng 39,7% và 41,2% y-o-y.

TSLN gộp từng mảng



TSLN qua các năm



Nguồn: PVD, VCBS

Một số điểm đáng chú ý khác

Đến cuối Q2.2013, TSDH chiếm tỷ trọng 68,5% tổng TS do PVD đang sở hữu năm giàn khoan cùng với nhiều máy móc vật tư thiết bị phục vụ dịch vụ khoan. Tuy nhiên, TSNH đã tăng thêm khoảng 23,2%, trong đó phải kể đến lượng tiền mặt lên đến 2.334,5 tỷ đồng, tăng 1.267 tỷ đồng so với thời điểm đầu năm nhờ kết quả kinh doanh ấn tượng và chưa có động thái đầu tư nào đáng kể trong năm.

Tuy tổng nợ của PVD không thay đổi nhiều so với đầu năm, nhưng tổng các khoản nợ vay NH và DH đã giảm khoảng 827 tỷ đồng, giúp giảm chi phí lãi vay. Điểm đáng chú ý ở đây là việc giảm nợ của PVD không liên quan gì đến đợt phát hành riêng lẻ vừa qua.

Kế hoạch sử dụng số tiền thu được từ đợt phát hành riêng lẻ: tổng số tiền công ty thu được từ đợt phát hành trong tháng là 1.453,9 tỷ đồng, chủ yếu được sử dụng cho mục tiêu góp vốn liên doanh với Falcon Energy Group Ltd. để đầu tư thêm giàn tự nâng, gia tăng vốn lưu động và tái cấu trúc nợ từ Q3.2013. Theo như chúng tôi được biết, PVD có kế hoạch đưa tỷ lệ nợ vay về dưới 30% tổng nguồn vốn (đến cuối tháng 6 đã về đúng 30% so với mức 36% hồi đầu năm). Tuy việc phát hành này sẽ gây pha loãng EPS, nhưng với kết quả kinh doanh đạt ấn tượng trong nửa đầu năm 2013 và dự báo LNST của cổ đông công ty mẹ cả năm có thể đạt trên 1.700 tỷ đồng, cũng như giả định PVD sẽ niêm yết số cổ phiếu phát hành thêm trong tháng 7 thì EPS 2013 sau khi pha loãng vẫn có thể đạt trên 7.200 đồng/cp.

Kế hoạch đầu tư giai đoạn 2013-2015: Trong 6T.2013, liên doanh PVD Overseas (PVD và Falcon Energy Group Ltd) đã ký hợp đồng với Keppel Fels để đóng một giàn khoan tự nâng thế hệ mới, dự kiến đi vào vận hành từ Q1/2015. Ngoài ra, trong năm 2014, PVD dự kiến sẽ đầu tư thêm một giàn khoan tự nâng mới khác.

Dự báo KQKD Q3 và cả năm 2013: DT đạt trên 3.355 tỷ đồng (+0,8% y-o-y) và LNST cổ đông công ty mẹ có thể đạt trên 475 tỷ đồng (-3,4% y-o-y).

Dự báo KQKD Q3.2013: Trong Q3/2013, PVD đã ngừng cho thuê giàn Key Hawaii, tuy nhiên công ty cũng đã cung cấp thêm hai giàn khoan thuê (i) Giàn West Tucana phục vụ cho chiến dịch khoan tại mỏ Đại Hùng của PVEP POC từ tháng 7/2013; (ii) Giàn Key Gibraltar phục vụ cho chiến dịch khoan của PVEP POC từ tháng 9/2013. Chúng tôi dự báo DT Q3 vẫn đạt trên 3.355 tỷ đồng (+0,8% y-o-y) và ước tính LNST cổ đông công ty mẹ có thể đạt trên 475 tỷ đồng (-3,4% y-o-y). Lũy kế 9T.2013, DT ước đạt 9.885 tỷ đồng (+18,7% y-o-y, hoàn thành 87,7% KH năm) và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.347,6 tỷ đồng (+22,1% y-o-y, hoàn thành 99% KH năm).

Dự báo KQKD 2013: Trong mô hình dự báo dòng tiền của chúng tôi, KQKD của công ty năm 2013 sẽ tiếp tục tăng trưởng ấn tượng với DT đạt trên 13.150 tỷ đồng, vượt 16,6% KH năm; LNTT đạt 2.184 tỷ đồng, vượt 35,2% KH năm và LNST cổ đông công ty mẹ là 1.798 tỷ đồng, vượt 32,2% KH năm. Đóng góp vào mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong năm 2013 nhờ (i) Giàn semisub PVD V sẽ hoạt động trong cả năm, trong khi năm trước giàn này chỉ bắt đầu trong tháng 2; (ii) Giá cho thuê bình quân ngày tăng hơn so với năm 2012; (iii) Theo BCTC kiểm toán năm 2012, PVD vẫn chưa ghi nhận lợi nhuận trong năm 2011 và 2012 của liên doanh Baker Hughes và dự kiến sẽ được ghi nhận trong Q4.2013.

Quan điểm đầu tư: NẮM GIỮ

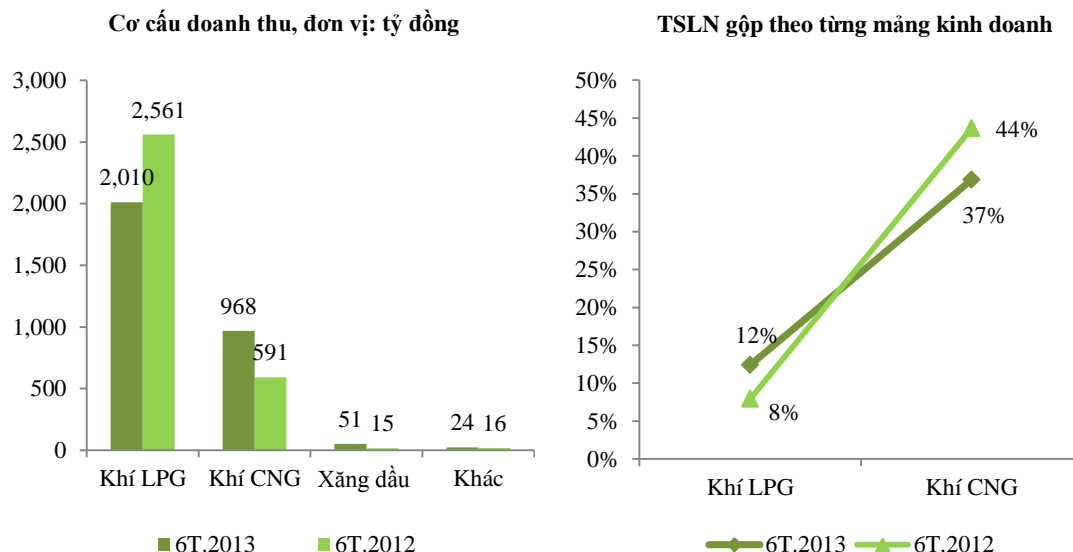
Với những dự báo khá lạc quan về kết quả Q3 nói trên, chúng tôi tin rằng năm 2013 sẽ là năm rất thành công của PVD xét trên hai góc độ hoạt động SXKD và phát hành cổ phiếu huy động vốn. Chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo EPS năm 2013 đạt trên 7.200 đồng/cp (đã pha loãng sau đợt phát hành thêm trong tháng 7), P/E forward là 9 lần. Giá cổ phiếu PVD đã tăng rất mạnh 45,6%, từ mức 45.000 đồng/cp lên đến 65.500 đồng/cp, nguyên nhân chính là thông tin kết quả SXKD hợp nhất 6T.2013 được công bố vào gần cuối tháng 7. Căn cứ theo mô hình định giá dòng tiền, chúng tôi cho rằng giá PVD đã tiệm cận mức giá trị thực. Do đó, chúng tôi hạ mức khuyến nghị từ MUA xuống NẮM GIỮ đối với cổ phiếu PVD.

CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM - PGS

KQKD 6T.2013: DT giảm nhẹ 4,6% nhưng LNST tăng trưởng ấn tượng 62,5% so với cùng kỳ năm trước nhờ mức tăng trưởng cao trong mảng kinh doanh khí CNG và chi phí lãi vay giảm mạnh.

CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam (PGS) đã công bố BCTC hợp nhất bán niên năm 2013, theo đó lợi nhuận ròng tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ năm trước. Cụ thể, DTT đạt 3.021 tỷ đồng (-4,6% y-o-y), vượt 3% KH 6T.2013 và hoàn thành 48,7% KH năm. LNST đạt 131 tỷ đồng (+62,5% y-o-y), vượt 43% KH 6T.2013 và hoàn thành 72% KH năm.

Cơ cấu doanh thu kinh doanh khí LPG (Gas) và khí CNG (Khí thiên nhiên) 6 tháng đầu năm nay có một số thay đổi rất đáng chú ý. LPG vẫn là mảng kinh doanh chính của PGS, chiếm tỷ trọng lớn nhất 66,5% DTT, tuy nhiên mức tăng trưởng lại giảm 21,5% y-o-y. Ngược lại, mảng CNG tuy chỉ chiếm 32% DTT, nhưng tăng trưởng đến 63,6% y-o-y. Hai mảng còn lại là kinh doanh xăng dầu và cung cấp dịch vụ (bảo dưỡng, sửa chữa bình gas và cho thuê kho) đạt lần lượt 51,2 và 23,5 tỷ đồng, tuy tăng mạnh tương ứng 249,2% và 45% y-o-y, nhưng hai mảng này chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ, khoảng 3% DTT của công ty.



Nguồn: PGS, VCBS

+ **Doanh thu kinh doanh LPG suy giảm:** Giá LPG trên thị trường thế giới trong 6T đầu năm nay đã giảm mạnh từ 955 USD/tấn xuống còn 790 USD/tấn và giảm khoảng 9-11% so với cùng kỳ năm trước, điều này đã khiến giá bán khí bình quân của PGS giảm theo. Ngoài ra do có nhiều công ty cạnh tranh trong ngành như Petrolimex Gas, Elf Gas, Saigon Petro, Petronas Gas... đã tác động đến sản lượng kinh doanh LPG của công ty, cụ thể sản lượng tiêu thụ LPG tại công ty mẹ chỉ đạt hơn 90.000 tấn (-16,7% y-o-y) và sản lượng kinh doanh LPG hợp nhất đạt 117.522 tấn (-5% y-o-y). Sản lượng và giá bán đều giảm đã dẫn đến DT khí LPG tại công ty mẹ chỉ đạt 973,5 tỷ đồng (-19,1% y-o-y); DT khí LPG hợp nhất chỉ đạt 2.010 tỷ đồng (-21,5% y-o-y), hoàn thành 95% KH 6T và 44,3% KH cả năm 2013.

+ **Doanh thu kinh doanh CNG tăng trưởng tốt:** Theo lộ trình tăng giá CNG từ Tổng công ty PV GAS đưa xuống, giá bán khí sẽ tăng dần hàng năm để đến năm 2015 giá khí trong nước sẽ bằng giá thế giới. Trong 6 tháng đầu năm nay, PGS đã đàm phán được với các khách hàng lớn, qua đó tăng giá bán khoảng 15,7% y-o-y từ 14 USD/MMBTU lên 16,2 USD/MMBTU. Ngoài ra công ty cũng tiêu thụ 66,5 triệu m³ khí (trong đó riêng công ty mẹ tiêu thụ 37 triệu m³ khí), vượt 17% KH 6T và hoàn thành 53,2% KH cả năm 2013, do đó DT khí CNG hợp nhất đạt 967,9 tỷ đồng (+63,8% y-o-y), trong

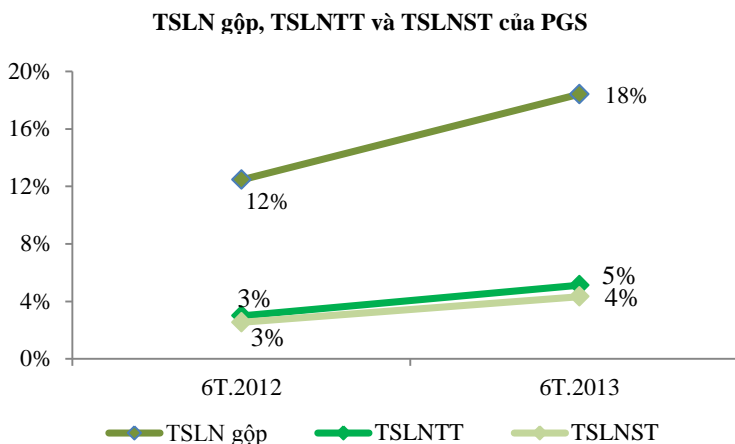
đó DT khí CNG tại công ty mẹ đạt 531,7 tỷ đồng (24,2% y-o-y). Lượng tiêu thụ vượt quá KH 6 tháng đầu năm cũng là yếu tố khiến giá trị tồn kho giảm mạnh.

LN gộp 6T.2013 tăng trưởng mạnh 41% y-o-y trên cả hai mảng KD chính. Bất chấp DT khí LPG suy giảm, LN gộp của mảng này vẫn tăng trưởng 23,1% y-o-y nhờ công ty tiết kiệm chi phí. Ngược lại, đối với mảng CNG, tuy DT tăng mạnh 64% y-o-y nhưng GVHB cũng tăng đến 83,6% y-o-y, do đó LN gộp của mảng này chỉ tăng khoảng 38% y-o-y và tỷ suất LN gộp đạt 36,9%, thấp hơn so với mức 44% cùng kỳ năm 2012.

Chi phí hoạt động tăng khá mạnh do thay đổi chính sách khấu hao. Trong 6 tháng đầu năm nay, PGS đã điều chỉnh giảm thời gian khấu hao TSCĐ cũng như khấu hao vô hình gas (từ 10 năm xuống còn 6 năm), điều này đã khiến chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng khá mạnh, khoảng 47,3% và 15,8% y-o-y.

Chi phí lãi vay giảm mạnh. So với 6 tháng đầu năm trước, chi phí lãi vay của PGS đã giảm gần 50%, chủ yếu do công ty giảm nợ vay. Tuy nhiên, PGS cũng tiếp tục trích lập dự phòng nốt phần còn lại của khoản đầu tư vào CTCP Năng lượng Vinabenny, tương đương 19,59 tỷ đồng, do đó chi phí tài chính 6T.2013 đã giảm 20,0% y-o-y.

LNTT và LNST tăng trưởng cao: Mặc dù chi phí hoạt động tăng mạnh nhưng nhờ mức tăng trưởng LN gộp cao cũng như giảm bớt chi phí lãi vay, do đó LNTT và LNST hợp nhất 6T.2013 của PGS đạt lần lượt 154,6 và 130,9 tỷ đồng, tăng mạnh 63,2% và 62,5% y-o-y.



Một số điểm đáng chú ý khác

So với thời điểm đầu năm, cơ cấu TS của PGS không có nhiều thay đổi, ngoại trừ giá trị phải thu ngắn hạn tăng gần 20% và tồn kho giảm 53%, theo chúng tôi, cả hai đều có liên quan đến tình hình tiêu thụ CNG trong 6 tháng vừa qua.

Nợ vay ngắn hạn và dài hạn tính đến cuối tháng 6.2013 đã giảm khoảng 28% so với thời điểm đầu năm. Nếu so với thời điểm cuối Q2 năm ngoái, số nợ này đã giảm đến 44,6%, đây là yếu tố chính khiến chi phí lãi vay năm nay giảm mạnh. Tuy hệ số thanh toán nhanh của PGS vẫn duy trì ở mức 0,9 lần, nhưng với tỷ lệ nợ vay chỉ chiếm khoảng 32% tổng nợ, phần nợ phải trả còn lại hầu hết liên quan đến các đơn vị thành viên của PV Gas nên có thể nói PGS không gặp rủi ro thanh toán. Đây cũng là đặc điểm xuyên suốt từ năm 2010 đến nay đối với PGS.

Dự báo KQKD Q3 và cả năm 2013

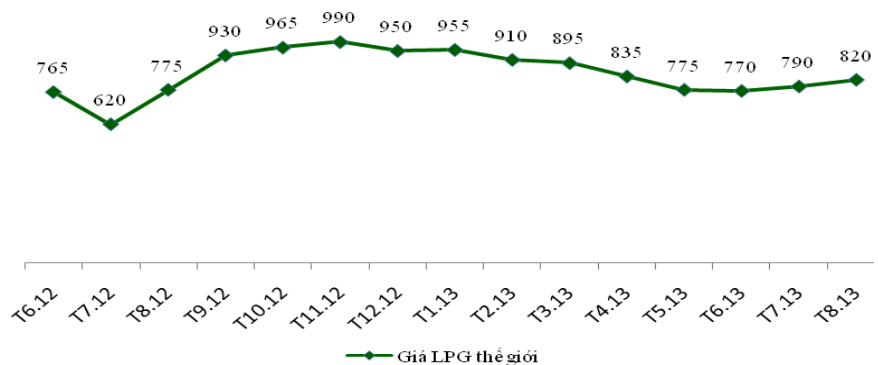
Dự báo KQKD Q3.2013: Qua trao đổi với lãnh đạo doanh nghiệp, công ty ước tính DT và LNST của công ty mẹ trong Q3 đạt tương ứng 1.300 tỷ đồng (+13% y-o-y) và 30 tỷ đồng (+66% y-o-y). DT hợp nhất và LNST dành cho cổ đông công ty mẹ trong Q3 đạt tương ứng 2.200 tỷ đồng (+51,5% y-o-y) và

50 tỷ đồng (+17,2% y-o-y). Lũy kế 9T.2013, DT và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 3.725 tỷ đồng (-6,3% y-o-y, hoàn thành 69,1% KH năm) và 118 tỷ đồng (+27,9% y-o-y, hoàn thành 128% KH năm). DT hợp nhất và LNST dành cho cổ đông công ty mẹ trong 9T.2013 đạt tương ứng 5.221 tỷ đồng (+13,0% y-o-y, hoàn thành 84,1% KH năm) và 147 tỷ đồng (+65,2% y-o-y, hoàn thành 120,5% KH năm). LN công ty mẹ trong Q3 tăng rất mạnh nếu so với mức tăng của DT chủ yếu nhờ công ty giảm được chi phí lãi vay (công ty đã trả xong khoản 297 tỷ đồng nợ dài hạn đến hạn trả), đồng thời công ty không còn phải trích lập dự phòng vào CTCP Vinabenny (đã trích lập 100% tính đến Q2.2013). DT hợp nhất trong Q3 tăng mạnh 51,5% y-o-y do sự đóng góp từ các công ty con (PGS nắm 57,5% cổ phần tại CNG, 55% tại VT-Gas và 100% tại Pvgas SG). Theo tìm hiểu của chúng tôi, hoạt động SXKD của các cty con CNG và VT-Gas vẫn ổn định và có lãi, chỉ riêng CNG trong 6 tháng đầu năm DT liên tục tăng, tỷ suất LNST đạt ổn định quanh mức 15% và đã đóng góp hơn 38 tỷ đồng vào LN hợp nhất của PGS và dự báo trong Q3 cũng có thể đóng góp trên 18 tỷ đồng vào LN hợp nhất của PGS. Do đó chúng tôi tin rằng LN hợp nhất trong Q3 của PGS sẽ đạt ít nhất 60 tỷ đồng, cao hơn con số ước tính 50 tỷ đồng nói trên.

Cuối tháng 9 năm nay, PGS cũng đã công bố ý định mua lại số cổ phần của GAS và các cổ đông khác tại công ty chuyên sản xuất vỏ bình là PV GAS Cyclinder (vốn ĐL 71,5 tỷ đồng, GAS nắm gần 71%). Tuy thông tin về giá mua chưa được công bố, tuy nhiên do là chuyển nhượng nội bộ, nên giá chuyển nhượng sẽ căn cứ theo giá trị sổ sách, vào khoảng 7.500 đồng/cp. Theo PGS, việc chuyển nhượng cổ phần lần này là nằm trong chiến lược tái cấu trúc của GAS, cũng như lãnh đạo PGS nhận thấy việc đưa PV Gas Cyclinder về thành công ty con phù hợp với hoạt động kinh doanh của mình. Ngoài ra, việc chuyển nhượng cũng mang lại cho PGS một lợi ích khác là được GAS cho phép kéo dài thời gian thanh toán trả chậm từ 60 lên 90 ngày, điều này giúp PGS chủ động hơn trong việc cân đối dòng tiền ra (thanh toán cho GAS) và dòng tiền vào (cho các khách hàng của PGS trả chậm).

Dự báo KQKD 2013: Theo số liệu thống kê những năm gần đây, chúng tôi thấy rằng nhu cầu sử dụng CNG thường tăng lên vào cuối năm, tuy nhiên trước tình hình kinh tế còn khó khăn, thị trường đang trở nên bão hòa, cũng như do giá CNG của PGS đã tăng khá mạnh từ đầu năm nên chúng tôi dự báo giá bán CNG trong Q4 sẽ không tăng thêm để hỗ trợ khách hàng và duy trì sức cầu, tập trung tăng sản lượng để tăng doanh thu. Ngược lại, giá LPG trên thị trường thế giới trong Q3 đã tăng trở lại. Trên thị trường trong nước, giá bình gas cũng đã được điều chỉnh tăng đến 4 lần kể từ tháng 7 sau 6 lần giảm giá trước đó từ đầu năm và có thể sẽ tiếp tục tăng nhẹ vào cuối năm. Chúng tôi dự báo DT hợp nhất và LNST dành cho cổ đông công ty mẹ cả năm 2013 của PGS sẽ đạt trên 6.500 tỷ đồng (vượt 4,8% KH năm) và 200 tỷ đồng (vượt 46% KH năm), theo đó EPS 2013 đạt khoảng 5.300 đồng/cp.

Diễn biến giá LPG thế giới



Quan điểm đầu tư: MUA

Nhìn chung, PGS là công ty có cấu trúc tài chính khá lành mạnh và hoạt động kinh doanh ổn định. Tuy giá cổ phiếu PGS đã tăng gần 30% trong Q3 năm nay, tuy nhiên với mức EPS dự phóng cho năm 2013 vào khoảng 5.300 đồng/cp thì P/E forward chỉ khoảng 4,5 lần, đây là mức P/E rất thấp so với các bình quân P/E trên thị trường. Do đó chúng tôi vẫn tiếp tục khuyến nghị MUA đối với CP PGS.

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP (GAS)

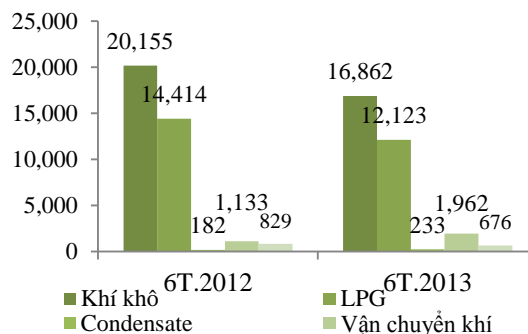
KQKD 6T.2013: GAS ghi nhận DTT đạt 31.802,3 tỷ đồng (-13,2% y-o-y, hoàn thành 57% KH năm) và LNST tăng trưởng ấn tượng đạt 7.379 tỷ đồng, (+ 49,7% y-o-y, hoàn thành 96% KH năm).

Trong cơ cấu DT, hai mảng KD chính của GAS là khí khô và mảng LPG đạt DT tương ứng 16.861,9 và 12.122,5 tỷ đồng, đóng góp lần lượt 53% và 38,1% DTT, tỷ suất LN gộp từ hai mảng này 34,1% và 16,1%. Hai mảng KD phụ khác lại đạt hiệu quả cao cho công ty bao gồm (i) DT vận chuyển khí đạt 1.961,9 tỷ đồng, mặc dù chỉ chiếm 6,1% DTT nhưng mang lại LN gộp biên 65,4%, do chi phí GVHB chủ yếu khấu hao hệ thống đường ống dẫn khí; (ii) DT bán condensate đạt 233,3 tỷ đồng, đóng góp 0,73% DTT nhưng tỷ suất LN gộp đạt 54,7%. Ngoài ra, DT cho thuê tòa nhà PVGAS và DT khác chiếm khoảng 2,1% tổng DT công ty.

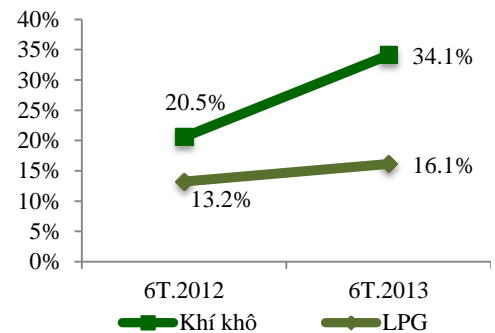
Mảng kinh doanh khí khô chiếm tỷ trọng lớn 53% cơ cấu DT của GAS: Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng phân phối khí của GAS đạt 5.163 triệu m³ (+8% y-o-y, hoàn thành 57,3% KH năm), cộng với giá bán khí đều tăng ở hầu hết các nhóm khách hàng, tuy nhiên DT từ mảng kinh doanh này chỉ đạt 16.861,9 tỷ đồng (-16,3% y-o-y, hoàn thành 57,3% KH năm) chủ yếu do DT hợp đồng bán khí từ mỏ MP3-Cà Mau được chuyển về ghi nhận tại PVN, GAS chỉ hạch toán doanh thu vận chuyển. Việc này làm giảm DT nhưng không làm ảnh hưởng đến hoạt động chung cũng như lợi nhuận của GAS do từ trước đến nay lợi nhuận thực sự của GAS chỉ là cước phí vận chuyển. Theo lộ trình tăng giá khí khô từ GAS, giá bán khí khô từ Tổng công ty cho các đơn vị thành viên sẽ tăng dần hàng năm đến 2016 giá khí khô trong nước sẽ bằng giá thế giới. Với lộ trình tăng giá này, GAS đã tăng giá bán khí cho PGD khoảng 10% y-o-y, từ mức 10,8 USD/MMBTU lên 11,8 USD/MMBTU; còn giá khí bán cho PGS và CNG điều chỉnh tăng 10% so với cùng kỳ năm trước, từ mức 8,4 USD/MMBTU lên 9,2 USD/MMBTU (giá chưa tính phí vận chuyển qua đường ống PGD). Đối với các nhà máy đạm và điện giá bán khí sẽ tăng theo lộ trình Chính phủ phê duyệt mỗi năm tăng tương ứng 2% và 4% từ năm 2012 đến năm 2015, đối với các hộ công nghiệp thì giá bán do GAS tự quyết định tùy thuộc vào điều kiện thị trường.

Hoạt động kinh doanh LPG suy giảm nhưng vẫn giữ được hiệu quả. Đây là mảng kinh doanh thứ hai của GAS, chiếm tỷ trọng 38,1% DTT. Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng kinh doanh LPG đạt 467.729 tấn, hoàn thành 50,8% KH năm. Mặc dù DT từ mảng kinh doanh khí hóa lỏng đạt 12.122,5 tỷ đồng (-15,9% y-o-y), tuy nhiên tỷ suất LN gộp vẫn cải thiện đáng kể từ mức 13,2% trong 6T.2012 lên 16,1% trong 6T.2013. Tổng Công ty khí chỉ là người quản lý, vận hành, hướng chi phí và dịch vụ thêm, do đó diễn biến giá LPG thế giới trong 6 tháng đầu năm biến động liên tục từ mức 950 USD/tấn trong tháng 1 giảm còn 770 USD/tấn trong tháng 6.2013 sẽ không tác động nhiều đến hoạt động của công ty bởi giá bán tính theo giá CP được công bố hàng tháng của A Rập Xê Út cộng thêm giá premium (chi phí vận hành, thuế nhập khẩu,...), do đó GAS chỉ được nhận về giá premium hàng năm.

Cơ cấu doanh thu, đơn vị: tỷ đồng



TSLN gộp mảng khí khô và LPG



Nguồn: GAS, VCBS

GVHB và chi phí hoạt động giảm: GVHB trong 6T.2013 đã giảm mạnh hơn 23% y-o-y khiến LN gộp tăng 27,8% và tỷ suất LN gộp tăng khá mạnh từ mức 19,6% cùng kỳ năm trước lên mức 28,9% nhờ đóng góp chủ yếu từ hoạt động kinh doanh khí khô và LPG. Lợi thế của GAS là được hưởng lợi từ cơ chế giá đầu vào cố định, được ký hợp đồng mua bán khí dài hạn giữa GAS và các chủ mỏ, trong khi giá đầu ra tăng theo lộ trình Chính phủ. Hoạt động thu gom khí của GAS tại ba bể Cửu Long, Nam Côn Sơn và Malay-Thổ Chu, trong đó giá đầu vào của GAS tại hai bể Cửu Long và Nam Côn Sơn sẽ điều chỉnh chỉ tăng 2%/năm từ năm 2012 đến 2016 và tại bể Malay-Thổ Chu giá mua khí được quy định theo giá dầu FO nhập khẩu. Ngoài ra, chi phí hoạt động cũng giảm nhẹ khoảng 2% y-o-y chủ yếu do tiết kiệm chi phí quản lý doanh nghiệp.

Lợi nhuận từ hoạt động tài chính giảm do dự phòng ĐTTC và lỗ chênh lệch tỷ giá: ĐTTC trong 6T.2013 của GAS giảm 8,1% y-o-y chủ yếu do lãi tiền gửi, tiền cho vay giảm 57 tỷ đồng và lãi chênh lệch tỷ giá đã thực hiện giảm 17,3 tỷ đồng. Ngoài ra, chi phí TC lại tăng lên đến 82 tỷ đồng do lỗ chênh lệch tỷ giá và dự phòng giảm giá ĐTTC, mặc dù chi phí lãi vay trong Q2.2013 giảm hơn 4 tỷ đồng, do đó, lợi nhuận từ hoạt động tài chính trong 6T.2013 giảm mạnh 57,4% y-o-y.

Về LNTT và LNST: Nhờ kết quả LN gộp tăng ấn tượng 27,8% y-o-y, đồng thời GAS ghi nhận một khoản lợi nhuận khác 1.142,3 tỷ đồng do công ty đã thực hiện hoàn nhập số dư quỹ phát triển khoa học công nghệ là 1.146,7 tỷ đồng. Điều này đã giúp LNTT và LNST trong 6T.2013 đạt lần lượt 9.083,1 và 7.379,0 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh đến 49,5% và 23,3% so với cùng kỳ năm trước.

Một số điểm đáng chú ý khác trong cấu trúc tài chính của GAS

TSNH tính đến cuối Q2.2013 đã tăng hơn 5.503 tỷ đồng, trong đó lượng tiền mặt tăng hơn 5.028 tỷ đồng và giá trị các khoản phải thu tăng hơn 400 tỷ đồng. Mặc dù phải thu tăng nhưng chỉ chiếm tỷ trọng 23,0% TSNH, trong khi cùng kỳ năm trước, tỷ lệ này đạt 26,4%. Tổng nợ đến cuối Q2.2013 của GAS đã giảm 7,2% chủ yếu do nợ vay DH giảm 16,3%, nhất là việc hoàn nhập quỹ phát triển khoa học công nghệ đã làm giảm hơn 1.146 tỷ đồng nợ DH. Hệ số nợ/Vốn CSH là 0,46 lần, trong đó nợ vay NH và DH/vốn CSH là 0,26 lần.

Dự báo KQKD Q3 và cả năm 2013

Dự báo KQKD Q3.2013: Chúng tôi ước tính doanh thu trong Q3.2013 của công ty có thể vẫn đạt trên 15.800 tỷ đồng, giảm nhẹ 3,4% y-o-y nhưng vẫn ổn định so với hai quý đầu năm nay. Tuy giá bán khí cho hai nhóm khách hàng điện và đạm phải tuân thủ theo lộ trình tăng giá đã được lập ra, nhưng công ty có thể chủ động tăng giá bán khí cho các hộ công nghiệp theo biến động của giá khí thế giới (đã tăng khoảng 10% kể từ tháng 6 cho đến nay). Lũy kế 9 tháng đầu năm, DT của GAS có thể đạt trên 47.600 tỷ đồng (-10,2% y-o-y) và hoàn thành 85,4% KH năm.

Chúng tôi cũng ước tính tỷ suất LN gộp của GAS có thể giảm về mức 26% sau khi đã tăng lên đến đỉnh 30,2% trong Q1 bởi giá khí đầu vào tăng do sản lượng khí bổ sung từ mỏ Hải Thạch – Mộc Tinh (giá khí đầu vào khoảng 6 USD/MMBTU, cao hơn so với các mỏ khác). Sự sụt giảm tỷ suất LN gộp có thể dẫn đến tỷ suất LN ròng giảm về mức 18%. Trong trường hợp công ty không ghi nhận các khoản thu nhập hay chi phí bất thường nào khác, LNST có thể đạt 2.845 tỷ đồng (+14,5% y-o-y). Lũy kế 9T.2013, LNST ước đạt 10.224 tỷ đồng (+36,2% y-o-y) và vượt 33% KH năm.

Dự báo KQKD năm 2013: Nhìn chung hoạt động kinh doanh của GAS năm 2013 cũng như triển vọng dài hạn khá tốt nhờ hai yếu tố (i) Giá bán khí dự báo tăng theo lộ trình được lập ra từ trước theo chủ trương của Chính phủ nhằm đảm bảo hiệu quả của việc khai thác và sử dụng tài nguyên. GAS tiếp tục được hưởng lợi từ cơ chế giá đầu vào cố định do ký hợp đồng dài hạn theo lộ trình với các đơn vị dầu khí có thời hạn đến 2015 và mức điều chỉnh chỉ từ 2-3% hàng năm, trong khi giá bán đầu ra được thả nổi và linh hoạt theo diễn biến thị trường; (ii) Sản lượng cung cấp khí dự báo tăng do nhu cầu trong nước tăng cao, đặc biệt từ nhóm khách hàng điện và đạm.

Quan điểm đầu tư: NẮM GIỮ.

So với các công ty niêm yết hàng đầu khác trên HOSE, GAS là một trong những mã cổ phiếu hàng đầu về mức tăng trưởng cả về lợi nhuận và giá cổ phiếu. Giá cổ phiếu GAS đã tăng liên tục kể từ đầu

năm cho đến nay, thuộc nhóm tăng trưởng cao nhất trong rổ cổ phiếu VN30 với mức tăng giá lên đến 81%. Riêng trong Q3, giá GAS cũng tăng gần 13,6% từ 59.000 lên 67.000 đồng/cp. Với EPS 2013 được chúng tôi điều chỉnh về mức 6.850 đồng/cp thì P/E forward đã ở mức 9,8 lần, gần bằng mức P/E bình quân của nhóm cổ phiếu trong VN30. Do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng mức P/E nói trên vẫn còn thấp nếu so sánh với mức P/E của cổ phiếu các công ty dầu khí trong khu vực Asean. Hiện đang có một số ý kiến đề xuất PVN bán bớt một phần cổ phiếu ở GAS để HOSE đưa GAS vào danh sách VN30, cũng như tạo cơ hội cho các quỹ đầu tư nước ngoài, nhất là các ETF xem xét đầu tư, điều này sẽ làm tăng số lượng cổ phiếu giao dịch trên sàn.

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT - HPG

KQKD 6T2013: Khả quan, DTT đạt 8.279 tỷ đồng (-3,73% y-o-y) hoàn thành 45,5% KH và 1.013 tỷ đồng LNST (+86,5% y-o-y), hoàn thành 84,4% KH

Doanh thu giảm nhẹ nhưng lợi nhuận vẫn tăng mạnh do hoạt động tài chính cải thiện. Lũy kế 6T 2013 HPG đạt 8.410 tỷ đồng doanh thu giảm nhẹ 3,9% y-o-y hoàn thành 45,5% KH nhưng LNST đạt 1.013 tỷ đồng, tăng mạnh 86,5% y-o-y, hoàn thành 84,4% KH. Sản xuất và kinh doanh thép là hoạt động đóng góp lớn nhất vào tập đoàn với tỷ trọng đóng góp ngày càng tăng lên, đóng góp 83,16% doanh thu và 70,15% LNST trong 6T2013. Doanh thu sụt giảm nhẹ nhưng lợi nhuận lại tăng mạnh chủ yếu là do:

(i) Tỷ suất lợi nhuận lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thép được cải thiện tăng từ 6,5% lên 10,9% do giá các nguyên liệu đầu vào giảm như than coke, quặng sắt...

(ii) Lợi nhuận từ hoạt động tài chính là -65,7 tỷ (cùng kì năm trước là -314,6 tỷ) do doanh thu HĐTC đạt 202,3 tỷ đồng tăng 243% y-o-y vì ghi nhận khoản lãi từ công ty con cấp 2 (Công ty con cấp 1 của HPG là CTCP Khoáng Sản Hòa Phát đã thanh lý phần vốn cổ phần tại Công ty TNHH Đức Tiên thuộc 100% vốn sở hữu của công ty này); chi phí tài chính là 268 tỷ đồng giảm 28,9% y-o-y do chi phí lãi vay còn 159 tỷ đồng, giảm mạnh 51,8% y-o-y do mặt bằng lãi suất giảm. Ngoài ra, HPG còn phải bỏ ra 41,7 tỷ đồng chi phí hoa hồng trả cho bên thứ 3 liên quan đến việc thanh lý công ty con cấp 2 ở trên.

Đáng lưu ý, sau khi trích lập 164 tỷ đồng dự phòng khoản phải thu khó đòi cho giao dịch chuyển nhượng 15% cổ phần CTCP Thép Hòa Phát từ CTCP Đầu tư ACB Hà Nội, HPG không trích lập thêm cho khoản phải thu này trong 6T2013. HPG đã xác nhận việc thu hồi được khoản nợ và dự kiến Q3 sẽ hoàn nhập khoản dự phòng này.

Một số dự án nổi bật

(1) Giai đoạn 2 - Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát

Trong Q3, GD - Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát đã đi vào hoạt động, Khu liên hợp có thể coi là nơi luyện phôi thép áp dụng công nghệ hiện đại nhất Việt Nam. Tuy nhiên thời gian đầu khu liên hợp chưa hoạt động hết công suất cùng với chi phí khấu hao lớn nên chưa mang lại lợi nhuận cao.

(2) Công ty MTV thép Hòa Phát nâng cấp dây chuyền đúc phôi

Công ty đã nâng cấp thành công dây chuyền đúc phôi, từ hai dòng lên ba dòng trên cơ sở hệ thống thiết bị được nhập từ Châu Âu đưa công suất của nhà máy phôi thép Hòa Phát tại Khu Công nghiệp Phố Nối A, Hưng Yên lên 300.000 tấn/năm.

(3) Dự án Mandarin Garden

Năm 2013, HPG dự kiến sẽ hạch toán 100 tỷ đồng lợi nhuận từ bán căn hộ Mandarin Garden (bằng 1/5 tổng lợi nhuận dự kiến). Đến nay công ty đã bán được khoảng 700 căn hộ và thu được tối đa bình

quân 70% giá trị hợp đồng đã bán.

Dự báo KQKD Q3 và cả năm 2013: ước tính LN cả năm 2013 sẽ vượt khoảng 42% KH 2013

Kết thúc Q3, chúng tôi dự đoán doanh thu của HPG không có sự tăng trưởng mạnh so với Q2. Vì trong Q3 có tháng 8, là mùa mưa bão không thuận lợi cho công tác xây dựng cơ bản đồng thời tháng 7 âm lịch theo quan niệm của người Việt Nam không tốt cho việc mua sắm, xây dựng các công trình nên lượng thép bán ra khả năng sẽ giảm so với quý trước; cùng với chi phí khấu hao gia tăng khi Khu liên hợp gang thép – giai đoạn 2 đi vào hoạt động trong tháng 9. Thêm vào đó, việc có nhiều nhà máy đi vào hoạt động trong thời gian tới như: nhà máy Công ty CP Thép Miền Trung, Hòa Phát, CVSC Sumikin làm tăng sức ép cạnh tranh trong bối cảnh dư cung. Tuy nhiên, việc hoàn nhập dự phòng do thu hồi được khoản nợ từ Công ty CP Đầu tư ACB Hà Nội sẽ khiến lợi nhuận được cải thiện.

HPG khả năng vượt KH về lợi nhuận cả năm. Kế hoạch đặt ra của HPG cho năm 2013 là 18.500 tỷ đồng doanh thu và 1.200 tỷ đồng LNST. Kết thúc 6T đầu năm 2013, HPG hoàn thành 44,5% KH doanh thu và 84,4% KH về lợi nhuận. Với những thế mạnh của mình, chúng tôi dự kiến lợi nhuận HPG vượt khoảng 42% KH 2013, đạt khoảng 1.700 tỷ đồng LNST, EPS năm 2013 ước đạt khoảng 4.060 đồng/CP.

Quan điểm đầu tư: NĂM GIỮ

Ngành thép nói chung vẫn đang phải đối mặt với nhiều khó khăn như giá điện tăng, các vụ kiện bán phá giá, hàng tồn kho lớn... Tuy nhiên HPG nổi lên như một điểm sáng khi kết thúc 6T2013 hoàn thành 84,4% KH về lợi nhuận. Hiện tại HPG đang giao dịch ở mức P/B là 1,65 lần và P/E là 10,18 lần, so với mức trung bình ngành là P/B 1,4 lần và P/E là 9,1 lần. Với lợi thế về quy mô và năng lực sản xuất thì HPG đang được định giá tương đối hợp lý. Cổ tức dự kiến năm 2013 là 10%. Với mức giá giao dịch ngày 03/10/2013 là 34.500 đồng theo đó lợi tức là 3%/năm thấp hơn nhiều so với lãi suất ngân hàng. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu HPG.

NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM - VCB

6T2013: Lợi nhuận sụt giảm chủ yếu do tác động của thu nhập lãi. Chi phí hoạt động được tiết giảm.

Trong 6T2013, lợi nhuận sụt giảm so với cùng kỳ do thu nhập lãi giảm nhưng tỷ lệ dự phòng/nợ xấu vẫn đứng đầu ngành. LNTT và LNST của VCB đạt lần lượt 2.603 tỷ đồng (-10,8% y-o-y) và 1.976 tỷ đồng (-12,1% y-o-y), hoàn thành 45% kế hoạch cả năm. Trong đó, thu nhập lãi thuần giảm 10,6% y-o-y, là nguyên nhân chủ yếu khiến lợi nhuận của VCB sụt giảm. Mặc dù khoản thu lãi từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán nợ của VCB tăng mạnh 87,4% y-o-y trong 6T2013 do NH đã thanh lý bớt một phần danh mục chứng khoán nợ trong thời gian này (-28,8% ytd), nhưng nguồn thu này chỉ chiếm 20% tổng thu nhập lãi và không bù đắp được sự sụt giảm của các nguồn thu lãi còn lại như cho vay khách hàng (-22,2% y-o-y), tiền gửi (-38,2%), cho thuê tài chính (-13,5% y-o-y). Điều này khiến NIM của VCB vẫn giữ nguyên ở mức 2,7% của năm 2012. Trái ngược với thu nhập lãi, các nguồn thu nhập phi lãi chính của VCB đều được cải thiện, bao gồm thu nhập phí dịch vụ tăng 17,2% y-o-y và kinh doanh ngoại hối tăng 33%.

Tăng trưởng tín dụng của VCB trong 6T2013 chỉ đạt -1,5% ytd do có các khoản đáo hạn của một vài khách hàng lớn. Trong khi đó, nợ nhóm 3-5 tăng 15,5% so với đầu năm, khiến tỷ lệ nợ xấu tăng từ 2,4% trong 2012 lên 2,8% trong 6T2013. Tuy nhiên, VCB vẫn duy trì được tỷ lệ dự phòng rủi ro khách hàng/nợ xấu ở mức cao 89,4% (giảm nhẹ từ 91,4% trong 2012). Đây cũng là mức cao nhất trong các NH niêm yết, và có thể là của toàn hệ thống.

Cập nhật 8T2013 và dự báo cả năm

Trong 8T2013, LNTT riêng lẻ của VCB đạt 3.561 tỷ đồng trong khi kế hoạch LNTT hợp nhất đề ra là 5.800 tỷ đồng. Tăng trưởng tín dụng cải thiện, đạt 2,83% tính đến hết tháng 8 với động lực tăng chính đến từ cho vay thể nhân và SME. Trong đó, tăng trưởng tín dụng VND đạt 12% và tín dụng USD sụt giảm 19%. Nợ xấu của VCB ở mức khoảng 3%, tuy nhiên chúng tôi cho rằng sau khi trích lập dự phòng tỷ lệ này có thể giảm xuống 2,7% - 2,8% vào cuối Q3. Với kết quả trong 8T2013, nhiều khả năng VCB sẽ gặp khó khăn trong việc hoàn thành kế hoạch lợi nhuận cả năm. Tuy nhiên, Ngân

hàng đã đạt được một số cải thiện nhất định về thị phần xuất nhập khẩu và cải thiện thu nhập phí dịch vụ thông qua tiến hành thu phí ATM trong thời gian qua. Ngoài ra, tính đến 25/9 tăng trưởng tín dụng đã đạt mức khoảng 3,2%, đồng thời VCB có thể giải ngân được thêm một phần vốn thông qua mua trái phiếu doanh nghiệp của Vinacomin trong đợt phát hành vừa mới đây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thu nhập lãi của VCB sẽ được cải thiện trong thời gian tới.

Dự báo 2013: Dự báo cả năm, tăng trưởng tín dụng của VCB có thể đạt khoảng 8% - 10%, NIM không thay đổi nhiều so với 2012. Theo đó, thu nhập lãi thuần có thể cải thiện nhẹ trong 6 tháng cuối năm nhưng cả năm giảm 4,7% so với 2012. Thu nhập dịch vụ và kinh doanh ngoại hối dự báo được cải thiện, tăng trưởng lần lượt 17,6% và 26,3% so với cùng kỳ. Hoạt động thu phí ATM dự kiến đóng góp khoảng 0,6% vào tổng thu nhập năm 2013. VCB đã thực hiện tiết giảm chi phí hoạt động trong 6T2013, do đó chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn tiếp diễn trong 6 tháng cuối năm và tỷ lệ chi phí/thu nhập của NH trung bình cho 2013 dự kiến ở mức 36,5% (thấp hơn mức 39,8% trong năm 2012). Chúng tôi cũng dự báo chi phí dự phòng cả năm của NH sẽ tăng 18,6% y-o-y. LNTT 2013 dự báo đạt 5.555 tỷ đồng (-3,6% y-o-y), hoàn thành 96% kế hoạch năm. EPS 2013 tương ứng đạt 1.798 đồng/cổ phiếu và P/E forward đạt 15,4x.

Quan điểm đầu tư: NẮM GIỮ

Theo phát biểu gần đây của Thủ tướng, Chính phủ có kế hoạch cho phép nhà đầu tư nước ngoài sở hữu tới 49% cổ phần của các ngân hàng trong tương lai gần. Nếu khả năng này diễn ra, chúng tôi cho rằng một số NHTM có sở hữu Nhà nước chi phối như VCB có thể là lựa chọn của nhiều nhà đầu tư nước ngoài và được hưởng lợi từ thay đổi này. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì dự báo không khả quan cho ngành ngân hàng trong cả năm 2013 do các vấn đề nợ xấu, tăng trưởng tín dụng khó và thu nhập lãi suy giảm. Đồng thời, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư về mức P/E tương đối cao và khả năng cải thiện lợi nhuận của VCB. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu VCB.

CAM KẾT

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

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

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

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội
Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024
Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

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

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