

## DẤU HIỆU HỒI PHỤC TIẾP TỤC RÕ NÉT Ở MỘT SỐ DN HÀNG ĐẦU

- ❖ Chúng tôi cập nhật KQKD Q1.2013 của 10 DN thuộc nhóm các DN hàng đầu thuộc các ngành sản xuất kinh doanh khác nhau đang niêm yết trên sàn. Có thể thấy sự phục hồi của kinh tế chung giai đoạn vừa qua đã tạo đà cho các DN vững mạnh về thương hiệu, thị phần, năng lực SXKD bứt phá đi lên trong bối cảnh khó khăn chung.
- ❖ Giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục xu hướng giảm giúp các DN sản xuất nhựa, sẫm lớp cao su có được biên gộp lợi nhuận tốt hơn, nhưng mặt khác, các DN cũng phải có các chương trình kích cầu (giảm giá bán, nới lỏng các điều kiện thanh toán cho khách hàng) nhằm duy trì khả năng tiêu thụ và thị phần kinh doanh.
- ❖ Các DN sản xuất thực phẩm và phân phối thương mại hàng đầu cũng đạt kết quả kinh doanh tốt nhờ duy trì được đồng thời (i) mức tăng trưởng đều đặn về doanh thu, (ii) tối ưu hóa chi phí hoạt động, (3) mở rộng công suất hoạt động, (4) duy trì tỷ trọng vay nợ thấp.
- ❖ Các DN có hoạt động kinh doanh trong các ngành nghề đặc thù và lợi thế là có sự hỗ trợ mạnh từ tập đoàn mẹ như GAS, PVD tiếp tục gặt hái thành công lớn.
- ❖ Trong khi đó, việc đa dạng hóa và mở rộng hoạt động kinh doanh quá nhanh tại một số DN lớn cũng khiến chúng tôi quan ngại về áp lực vay nợ lớn, khả năng duy trì dòng tiền hoạt động trong khi ngành nghề kinh doanh chính gặp khó khăn và các lĩnh vực KD mới chưa thể mang lại lợi nhuận khả quan trong thời gian trước mắt.

Mã	KQKD Q1.2013	Triển vọng 2013	Kh/ngợi
BMP	DT đạt 435 tỷ +7% yoy, LNST -1% yoy, đạt 79,8 tỷ đồng	Thị phần 20% ông nhựa XD, CDCL là The Nawaplastic Industries hiện nắm giữ 20,47%. Giá hạt nhựa PVC đầu vào đang xu hướng giảm, giúp tăng tỷ suất lợi nhuận.	NẮM GIỮ
CSM	DT đạt 3.044 tỷ +4% yoy, LNST đạt 254 tỷ đồng (+5,5 lần yoy)	Giá nguyên liệu đầu vào giảm, lãi vay giảm và tỷ giá được dự báo sẽ ổn định. Dự án lốp radial đang được triển khai, cuối Q3.2013 chạy thử. Dự báo đạt 350 tỷ LNNTT (+4% so với TH2012, +27% so với KH).	MUA
REE	DT đạt 513 tỷ +1% yoy, LNST đạt 110 tỷ đồng (-57% yoy)	Sự tăng trưởng từ Reetech và cho thuê VP được kỳ vọng sẽ bù đắp sự sụt giảm của ĐT. KHKD phụ thuộc nhiều vào KQKD của PPC, khoản đầu tư lớn nhất của REE, đồng thời diễn biến tỷ giá JPY/VND đang thuận lợi. LN công ty LK được dự báo sẽ đạt KQ tốt.	NẮM GIỮ
GAS	DT đạt 16.052 tỷ -12,9% yoy, LNST đạt 4.374,8 tỷ đồng (+82,8% yoy).	Dự báo HĐKD tiếp tục tăng trưởng do giá bán khí tăng theo lộ trình và sản lượng khí tăng do GAS tiếp nhận nguồn khí mới.	MUA
PVD	DT đạt 3.179 tỷ đồng, +34,7% yoy, LNST đạt 452,8 tỷ (+13,7% yoy)	Ước tính 1H2013 PVD đạt 7.000 tỷ DT và LNST đạt 820 tỷ đồng (+22,8%) do giá thuê giàn khoan tăng, công ty đưa thêm 2 giàn khoan thuê vào vận hành, và mới ký thêm hợp đồng mới với Vietsovpetro.	NẮM GIỮ
PET	DT +17,8% yoy, đạt 2.753 tỷ, LNST đạt	Chuyển hướng sang phân phối điện thoại Samsung giúp PET có sự phục hồi về tăng	NẮM GIỮ

10.06.2013

**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

**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](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

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

**VCBS Bloomberg Page:** <VCBS><go>

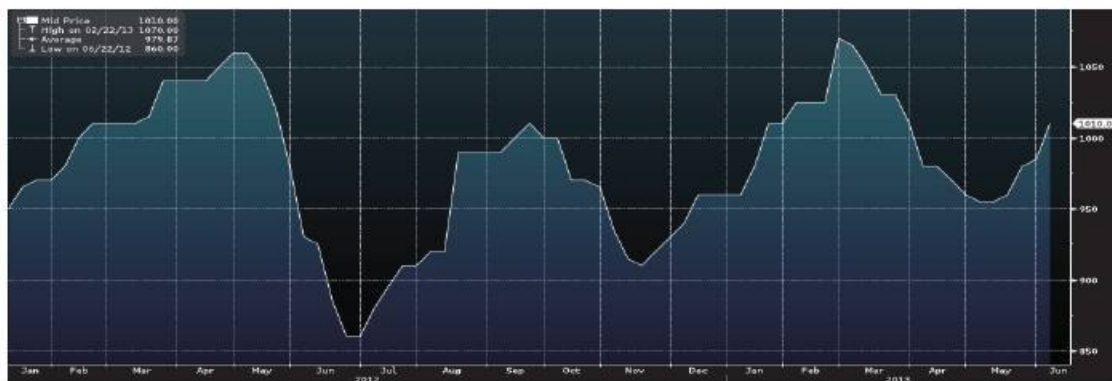
	52,8 tỷ đồng (+1,7% yoy)	trường. EPS dự phóng 2013 trong khoảng 3.100-3.450 đồng.	
VN M	DTT (+14% y-o-y) đạt 6.817 tỷ, LNST 1.531 tỷ đồng (+21% yoy)	KHKD tăng trưởng khá cao gồm 32.500 tỷ DT (=20% yoy) và 6.230 tỷ đồng LNST (+7% yoy) dựa trên việc tăng năng lực sản xuất. Nguồn tiền mặt dồi dào, tỷ lệ trả cổ tức tiền cao, khả năng tăng trưởng tốt.	NĂM GIỮ
KDC	DTT đạt 807 tỷ đồng (+14% yoy), LNST đạt 33 tỷ đồng (+2044% yoy).	KDC đạt KH 5.200 tỷ đồng DTT (+22%) và 600 tỷ đồng LNST (+23%). Cổ tức dự kiến 20%/mệnh giá, bằng tiền tương đương năm 2012. Là DN đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bánh kẹo của Việt Nam.	NĂM GIỮ
HAG	DT đạt 722 tỷ đồng (-17% yoy) LNST đạt 123 tỷ đồng (+9% yoy)	HAG đạt KH 3.620 tỷ đồng DT (-18% y-o-y) và 1.107 tỷ LNST (+111% y-o-y), do doanh thu ngành BĐS dự kiến giảm từ 2.829 tỷ đồng xuống 518 tỷ đồng. VCBS cho rằng HAG sẽ khó hoàn thành KH lợi nhuận.	THEO DÕI
DPM	DTT 2.899 tỷ đồng +4% yoy, LNST 718 tỷ đồng (-25% yoy)	Nền tảng cơ bản tốt, TSLN ổn định ở mức cao trên 20% năm, đặc biệt không vay nợ nhiều và có nguồn tiền mặt dồi dào. Tuy nhiên VCBS quan ngại tiềm năng tăng trưởng trong tương lai sau khi không thành công trong việc mua lại DCM.	NĂM GIỮ

## CTCP NHỰA BÌNH MINH - BMP

*KQKD Q1.2013: LNST giảm nhẹ 1%, hoàn thành 25% kế hoạch nhưng EPS vẫn ở mức khá cao 2.281 đồng/CP.*

Q1.2013: Doanh thu tăng 7% yoy đạt 435 tỷ đồng nhưng giá nguyên vật liệu tăng khoảng 3-4% khiến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 32,7% xuống còn 30%, theo đó lợi nhuận gộp chỉ đạt 130 tỷ đồng, giảm nhẹ 2% yoy. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng của công ty cũng tăng mạnh 35% yoy, nâng tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu từ 3,7% lên 4,7%. Mặc dù vậy, KQKD vẫn được bù đắp từ sự tăng trưởng của lợi nhuận hoạt động tài chính nhờ có nguồn lượng tiền dồi dào (+3 lần yoy, từ 1,98 tỷ đồng lên 8,1 tỷ đồng). Theo đó, LNST giảm nhẹ 1% đạt 79,8 tỷ đồng, EPS Q1.2013 vẫn ở mức khá cao, 2.281 đồng/CP. Như vậy, kết thúc Q1.2013, BMP hoàn thành 23% kế hoạch doanh thu và 25% kế hoạch lợi nhuận.

Q2 doanh thu thường cao hơn Q1 do thời gian nghỉ tết đã kéo dài khoảng 1 tháng trong Q1, bên cạnh đó giá hạt nhựa PVC trong Q2.2013 đang thấp hơn so với quý trước và cùng kỳ năm 2012 nên chúng tôi cho rằng KQKD Q2.2013 sẽ tốt hơn quý trước và cùng kỳ năm trước, ước đạt 120-130 tỷ đồng LNST.



Giá hạt nhựa PVC từ 1/1/2012-7/6/2013. Nguồn: Bloomberg.

*KH năm 2013: Lợi nhuận giảm 12%. Chúng tôi kỳ vọng LNST của BMP trong năm 2013 sẽ cao hơn kế hoạch, đạt ở mức tương đương KQKD năm 2012 với khoảng 480 tỷ đồng*

Năm 2013 BMP đặt kế hoạch doanh thu đạt 1.890 tỷ đồng tương đương với thực hiện năm 2012 nhưng LNST chỉ đạt 420 tỷ đồng giảm 12% so với thực hiện năm 2012. Chúng tôi kỳ vọng LNST của BMP trong năm 2013 sẽ cao hơn kế hoạch, đạt mức tương đương KQKD năm 2012 khoảng 480 tỷ đồng dựa trên các cơ sở sau:

- (1) Q1 là mùa thấp điểm nhưng BMP đã hoàn thành 25% kế hoạch lợi nhuận (trong khi mới hoàn thành 23% kế hoạch doanh thu).
- (2) Q2 kỳ vọng lợi nhuận sẽ cao hơn Q1.
- (3) Chi phí nguyên liệu hạt nhựa thường chiếm 70-80% chi phí sản xuất. Giá hạt nhựa PVC đã giảm kể từ cuối tháng 2 nhưng có xu hướng tăng trở lại vào giữa tháng 5. Giá hạt nhựa biến động cùng chiều với giá dầu, trong khi đó giá dầu được các chuyên gia dự báo sẽ thấp do nhu cầu dầu toàn cầu thấp, đặc biệt từ Châu Âu và Trung Quốc trong khi nguồn cung đang tăng. Theo đó, chúng tôi cho rằng từ nay đến cuối năm giá hạt nhựa PVC nhiều khả năng sẽ có xu hướng giảm.

*Một số thông tin về dự án*

Dự án đầu tư nhà máy thứ 4 tại Vĩnh Lộc, nâng công suất lên gấp 3 lần hiện nay (từ 80 nghìn tấn/năm lên 230 nghìn tấn/năm). Tổng chi phí dự kiến sẽ là 1.000-1.200 tỷ đồng, thời gian triển khai dự kiến: 3-5 năm. Giai đoạn đầu tư ban đầu dự kiến là 143 tỷ đồng, khoảng 20.000 m<sup>2</sup>/165.000 m<sup>2</sup> để đáp ứng cho việc di dời khu sản xuất ở Hậu Giang. Hiện tại, dự án đang trong giai đoạn phê duyệt thiết kế hoàn chỉnh.

*Quan điểm đầu tư: NĂM GIỮ*

BMP hiện chiếm 20% thị phần ống nhựa xây dựng, lớn thứ 2 sau NTP (25%) và thị phần của BMP hiện đang ngày càng mở rộng với việc đầu tư mở rộng năng lực sản xuất để tiến tới ngôi vị số 1 trong ngành ống nhựa xây dựng. The Nawaplastic Industries (Saraburi) Co., Ltd hiện đang sở hữu 20,47% vốn của BMP trong khi đó BMP là cổ phiếu đầu ngành, tiềm năng tăng trưởng tốt nên chúng tôi cho rằng Saraburi không thể không mong muốn tăng tỷ lệ sở hữu tại BMP. Bên cạnh đó, BMP sắp chốt cổ tức đợt 2 năm 2012 bằng tiền mặt 20% và bằng cổ phiếu 30% (ngày ĐKCC: 21/6/2013). Hiện nay cổ phiếu đang được giao dịch ở mức PE khá hấp dẫn là 7,94x nên cổ phiếu vẫn có tiềm năng tăng giá. Tuy nhiên chúng tôi có chút quan ngại về việc thị giá BMP ở mức cao làm cổ phiếu kém hấp dẫn và thanh khoản cổ phiếu không cao. Trên cơ sở đó chúng tôi cho rằng, nhà đầu tư nên tiếp tục NĂM GIỮ đối với cổ phiếu.

## CTCP CAO SU MIỀN NAM - CSM

*KQKD năm 2012: Doanh thu tăng 4% nhưng LNST tăng 5,5 lần*

Năm 2012, CSM đạt 3.044 tỷ đồng doanh thu (+4% yoy), với xuất khẩu chiếm 25% doanh thu, tăng 12% so với cùng kỳ năm trước, trong đó, sản lượng tất cả các mặt hàng đều tăng mạnh từ 12% đến 56%, trong khi giá mặt hàng lốp ô tô – chiếm 49-50% doanh thu đã giảm giá 3% trong 4 tháng cuối năm (từ ngày 1/9/2012).

Nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm, đặc biệt là nguyên liệu chính – cao su, TSLN gộp của CSM tăng mạnh từ 9% lên mức 22,9% nên mặc dù doanh thu chỉ tăng 5% nhưng LN gộp tăng mạnh 169% đạt 707 tỷ đồng (+444 tỷ đồng yoy). Theo đó, doanh thu hoạt động tài chính giảm, chi phí bán hàng và đặc biệt là chi phí QLDN tăng mạnh (+101 tỷ đồng, tương đương +169% yoy), LNST của công ty vẫn đạt 254 tỷ đồng (+5,5 lần yoy).

*KQKD Q1.2013 tiếp tục tốt và dự kiến KQKD Q2 sẽ tương đương Q1. LNST Q1 tăng 76% yoy và hoàn thành*

Q1.2013, CSM tiếp tục có KQKD khả quan nhờ những thuận lợi tiếp tục được duy trì. Doanh thu đạt 701 tỷ đồng tương đương cùng kỳ năm trước, hoàn thành 22% kế hoạch và LNST đạt 68,8 tỷ đồng tăng 76% so với cùng kỳ năm trước, hoàn thành 33% kế hoạch. Đáng lưu ý trong Q1, doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh (6,7 lần yoy, từ 2,4 tỷ đồng lên 19,5 tỷ đồng) do CSM thoái một phần vốn

33% kế hoạch

tại CTCP Cao su Phước Hòa (PHR). Tuy nhiên chi phí tài chính cũng tăng khá mạnh (37% yoy, từ 28,6 tỷ đồng lên 39,2 tỷ đồng) trong khi chi phí lãi vay giảm nhiều (-55% yoy, từ 27 tỷ đồng xuống còn 12 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng chi phí tài chính tăng do phát sinh chi phí chiết khấu thanh toán tăng 26 tỷ đồng để hỗ trợ việc tiêu thụ sản phẩm và giảm ứ đọng vốn ở khoản mục các khoản phải thu (*chiết khấu thanh toán là khoản mà người bán giảm trừ cho người mua khi thanh toán trước thời hạn*).

Đáng lưu ý, mặc dù Q1 chiết khấu thanh toán lên đến 27,2 tỷ đồng (+15,5 lần yoy), chiết khấu thương mại lên đến 10,6 tỷ đồng (+100% yoy) nhưng chỉ giúp doanh thu nhích nhẹ (+0,3% yoy) trong khi các khoản thu khách hàng vẫn tăng mạnh (+16% yoy, từ 303 tỷ đồng lên 352 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng thị trường đầu ra hiện nay của công ty còn khó khăn, CSM cần phải nói lỏng hơn các điều khoản thanh toán để thúc đẩy tăng trưởng cũng như tăng vòng quay vốn cho công ty.

Theo thông tin từ công ty, lợi nhuận Q2 sẽ tương đương kết quả của Q1. Chúng tôi cho rằng có cơ sở để KQKD Q2 của CSM tương đương Q1 vì (i) Nguyên liệu tồn kho của CSM khá lớn vào cuối Q1, (ii) giá cao su đã giảm sâu hơn trong Q1.2013 và (iii) các yếu tố khác không biến động nhiều.

*Dự án sản xuất lốp radial dự kiến sẽ có sản phẩm thử vào Q3/2013 và sản xuất thương mại vào Q4/2013*

### **(1) Dự án sản xuất lốp radial giai đoạn 1 sẽ tập trung triển khai trong năm 2013**

Hiện nay CSM đang triển khai dự án sản xuất lốp radial 1.000.000 lốp/năm với 3 giai đoạn. Đây là dự án rất lớn nên nhu cầu vốn và chi phí lãi vay sẽ ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong quá trình triển khai dự án. Theo bản cáo bạch tháng 3/2012 của CSM, tổng giá trị đầu tư của cả 3 giai đoạn (đã gồm VAT) là 3.508 tỷ đồng, cụ thể:

- Giai đoạn 1: Công suất 350.000 lốp/năm, vốn đầu tư: 2.019 tỷ đồng, thời gian: tháng 2.2012 - 2013;
- Giai đoạn 2: Nâng công suất lên 600.000 lốp/năm, vốn đầu tư: 616 tỷ đồng, thời gian: 2013-2015;
- Giai đoạn 3: Nâng công suất lên 1.000.000 lốp/năm, vốn đầu tư: 873 tỷ đồng, thời gian: 2015-2017.

Theo tài liệu ĐHCĐ, năm 2012 giá trị đầu tư xây dựng cơ bản là 969 tỷ đồng nhưng theo công ty giá trị này chưa được ghi nhận hết vào BCTC. Số dư khoản đầu tư xây dựng cơ bản dự án lốp radial toàn thép tại ngày 31/3/2013 chỉ đạt hơn 310 tỷ đồng (theo BCTC Q1.2013). Trong năm 2012, CSM đã tiến hành đàm phán và ký hợp đồng nhập thiết bị với mức độ hoàn thành trên 90% giá trị dự án, thực hiện các hợp đồng xây dựng đến cuối năm 2012 đạt 60%, các đối tác đã cung cấp 70% số lượng máy móc thiết bị.

Mức đầu tư xây dựng cơ bản kế hoạch trong năm 2013 là 301 tỷ đồng, dự kiến đầu Q2/2013 sẽ hoàn thành việc xây dựng và đến cuối Q3/2013 sẽ hoàn thành công tác lắp đặt, phần đầu để có sản phẩm thử vào Q3/2013 và sản xuất thương mại vào Q4/2013. Như vậy, nếu giá trị đầu tư xây dựng cơ bản thực hiện năm 2012 là 969 tỷ đồng và kế hoạch năm 2013 là 301 tỷ đồng thì ước tính giá trị đầu tư của dự án sản xuất lốp radial giai đoạn 1 (công suất 350.000 lốp/năm, T2/2012-2013) vào khoảng 1.270 tỷ đồng, khá thấp so với mức đầu tư dự kiến giai đoạn 1 ở bản cáo bạch vào tháng 3/2012 của CSM (2.019 tỷ đồng) và thấp hơn so với giá trị đầu tư giai đoạn 1 của DRC có công suất thấp hơn (công suất 300.000 lốp/năm, giá trị đầu tư: 1.711 tỷ đồng). Do đó, chúng tôi cho rằng thông tin giá trị đầu tư xây dựng cơ bản thực hiện năm 2012 và kế hoạch năm 2013 chưa phản ánh hết giá trị đầu tư dự án sản xuất lốp radial giai đoạn 1.

### **(2) Dự án liên doanh than đen và các dự án BĐS hầu như đều bị hoãn lại**

Khoản mục chi phí đầu tư xây dựng cơ bản dở dang tại ngày 31/3/2013 của dự án văn phòng 180 Nguyễn Thị Minh Khai vẫn là 14,4 tỷ đồng (dự kiến sẽ khởi động lại dự án từ Q3/2013) và của các dự án khác chỉ tăng nhẹ 1,5 tỷ đồng lên 3 tỷ đồng.

*Một số điểm nổi bật khác về tình hình tài chính*

Nhờ những thuận lợi: giá nguyên liệu đầu vào giảm, lãi vay và tỷ giá ổn định nên các chỉ tiêu tài chính cơ bản của CSM năm 2012 khá tốt so với các năm trước. Tuy nhiên khả năng sinh lời của CSM vẫn chưa cao bằng DRC do tỷ lệ chi phí lãi vay, chi phí QLDN cũng như chi phí bán hàng trên doanh thu của CSM tương đối lớn so với DRC. Tổng chi phí tài chính, chi phí QLDN và chi phí bán hàng trên doanh thu của CSM năm 2012 là 12,5% trong khi của DRC là 6,7% và SRC là 9,9%.

CSM đang triển khai dự án sản xuất lốp radial nên nợ dài hạn mặc dù đã tăng nhưng chưa nhiều, dự kiến sẽ bắt đầu tăng mạnh vào cuối Q3.2013 khi máy móc chuyển về để tiến hành chạy thử. Đồng thời, nhờ có lợi nhuận lớn vào năm 2012 và giá nguyên liệu đầu vào ổn định nên nợ ngắn hạn vào cuối Q1.2013 giảm nhiều so với cùng kỳ năm trước (-45% yoy, từ 694 tỷ đồng xuống còn 381 tỷ đồng). Hệ số nợ của CSM tại ngày 31/3/2013 là 48%.

*Kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2013 được điều chỉnh nhưng không nhiều. Chúng tôi ước tính LNTT đạt khoảng 350 tỷ đồng, tăng 4% so với năm 2012 và cao hơn 27% so với kế hoạch.*

Doanh thu kế hoạch được điều chỉnh tăng từ mức 3.100 tỷ đồng (+2% yoy) lên mức 3.252 tỷ đồng (+7% yoy) và LNTT được điều chỉnh tăng từ mức 250 tỷ đồng (-26% yoy) lên mức 275 tỷ đồng (-19% yoy). Chúng tôi cho rằng sau khi điều chỉnh, kế hoạch của CSM vẫn khá thận trọng. Kế hoạch doanh thu có thể sẽ hoàn thành nhờ đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu và các hoạt động hỗ trợ tiêu thụ sản phẩm như: chiết khấu thanh toán, chiết khấu thương mại... Tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức lợi nhuận sau khi điều chỉnh vẫn khá thấp khi (i) các doanh nghiệp cùng ngành như DRC và SRC đặt kế hoạch lợi nhuận năm 2013 tăng từ 0-3%, (ii) giá nguyên liệu đầu vào cao su có xu hướng giảm, (iii) lãi suất có xu hướng duy trì ở mức thấp, tỷ giá ổn định trong khi dự án lốp radial chỉ dự kiến đưa vào hoạt động từ Q4 nên chi phí lãi vay chưa tăng mạnh, theo đó chi phí tài chính sẽ chưa tăng nhiều. Chúng tôi ước tính CSM sẽ đạt 350 tỷ đồng LNTT trong năm 2013, tăng 4% so với thực hiện năm 2012 và cao hơn 27% so với kế hoạch.

*Quan điểm đầu tư: MUA*

CSM có các chỉ tiêu cơ bản tốt, KQKD hứa hẹn tiếp tục khả quan trong năm 2013. Hiện nay CSM đang triển khai dự án sản xuất lốp radial nên mặc dù dự án sử dụng nhiều vốn vay sẽ tiềm ẩn rủi ro lãi suất và có thể cả rủi ro tỷ giá nhưng sẽ là tiền đề cho tăng trưởng công ty trong tương lai. Hiện nay PE trailing của CSM là 8,26x, công ty dự kiến ngày 19/07/2013 sẽ chốt quyền nhận cổ tức năm 2012 (tỷ lệ 30% trong đó 15% bằng tiền và 15% bằng cổ phiếu) nên chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CSM.

## CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH - REE

*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 657 tỷ đồng LNST của cổ đông công ty mẹ (+28% yoy, vượt 11% KH). Trong đó, doanh thu đến chủ yếu từ cơ điện (52%), Reetech (30%). Tuy nhiên lợi nhuận lại đến chủ yếu hoạt động đầu tư (52%) và văn phòng cho thuê (27%), còn lại 21% đến từ cơ điện và Reetech. Cụ thể:

- (1) *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 338 tỷ đồng LNST (+56% 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 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 (22,22%), trong đó tăng sở hữu đầu tư tại PPC là thương vụ lớn nhất của REE trong năm 2012.
- (2) *Lĩnh vực M&E* 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 vốn công ty do có thể sử dụng nợ thương mại cao (iii) ROE khá cao. Năm 2011 tổng giá trị hợp đồng ký mới cao nhất từ trước đến nay đạt 1.522 tỷ đồng (+1,4 lần yoy) và phần lớn được hạch toán cho năm 2012. Theo đó, lĩnh vực cơ điện của công ty đạt 1.245 tỷ đồng doanh thu (+46% yoy) và 107 tỷ đồng LNST (+34% yoy) trong năm 2012.

- (3) *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 trên 95%). Lĩnh vực văn phòng cho thuê mang lại 437 tỷ đồng doanh thu (+18% yoy) và 180 tỷ đồng LNST (+7% yoy) trong năm 2012.
- (4) *Lĩnh vực Reetech* có lợi nhuận sụt giảm nhẹ mặc dù doanh thu tăng trưởng đáng kể 22% do sức tiêu thụ giảm sút, thị trường sản phẩm điện lạnh có sự cạnh tranh gay gắt trong khi Reetech quản lý chi phí chưa tốt, ngoài ra Reetech còn phải trích lập dự phòng cho các khoản phải nợ khó đòi. Tuy nhiên, hoạt động này chiếm vốn của công ty và có mức độ đóng góp không cao vào KQKD của REE. Hiện nay REE đang cơ cấu lại bộ máy hoạt động và tìm kiếm các nhà cung cấp có giá cả cạnh tranh để cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

	DT 2012			LNST 2012			TSL N ròng 2011	TSL N ròng 2012
	Giá trị (tỷ đồng)	Tăng trườn g	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ đồng)	Tăng trườn g	Tỷ trọng		
M&E	1.245	46%	52%	107	34%	16%	9,4%	8,6%
Reetech	713	22%	30%	31	-3%	5%	5,5%	4,3%
VP cho thuê	437	18%	18%	180	7%	27%	48,4 %	43,9 %
Đầu tư				338	56%	52%		
<b>Tổng</b>	<b>2,396</b>	<b>32%</b>		<b>656</b>	<b>28%</b>			

Nguồn: BCTN2012

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% KLCPLH 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.

*KQKD Q1.2013: LNST giảm 57% yoy chủ yếu là do REE không còn khoản lãi từ thoái vốn STB như Q1.2012.*

Q1.2013 doanh thu đạt 513 tỷ đồng (+1% yoy), lãi gộp đạt 141 tỷ đồng (14% yoy) nhưng LNST giảm 57% so với cùng kỳ năm trước chỉ đạt 110 tỷ đồng. Q1.2013, mảng cho thuê văn phòng tiếp tục đóng góp chính vào lợi nhuận gộp của REE và cũng là mảng tạo ra động lực chính của sự tăng trưởng lợi nhuận gộp. Việc sụt giảm LNST bắt nguồn từ lãi hoạt từ bán, thanh lý các khoản đầu tư giảm từ 279 tỷ đồng xuống còn 21 triệu đồng do Q1.2012 REE ghi nhận lãi từ việc thoái vốn NHTMCP Sài Gòn Thương Tín (STB). Tuy nhiên, sự sụt giảm LNST được bù đắp một phần từ việc thay vì trích lập dự phòng 62,6 tỷ đồng như Q1.2012, thì REE đã hoàn nhập 1,1 tỷ đồng trong Q1.2013. Theo đó, kết thúc Q1.2013, REE hoàn thành 22% kế hoạch lợi nhuận.

*Dự báo 2013: REE đặt mục tiêu đạt 650 tỷ đồng LNST*

HDQT đặt mục tiêu đạt 650 tỷ đồng LNST trong năm 2013, giảm nhẹ 1% so với thực hiện năm 2012. Trong đó REE kỳ vọng sự tăng trưởng từ lợi nhuận mảng Reetech và cho thuê văn phòng sẽ bù đắp sự

trong năm 2013, giảm nhẹ 1% so với thực hiện năm 2012.

sự giảm lợi nhuận từ hoạt động đầu tư. Chúng tôi cho rằng khả năng hoàn thành kế hoạch của REE phụ thuộc nhiều vào kết quả hoạt động đầu tư, trong đó đáng kể đến là kết quả từ hoạt động đầu tư PPC vì PPC có KQKD khá biến động và cũng là khoản đầu tư có tiềm năng mang lại lợi nhuận lớn trong trường hợp REE thoái vốn. Theo những thông tin cập nhật thêm chúng tôi cho rằng khả năng hoàn thành kế hoạch của REE là khá cao.

Kế hoạch 2013	Doanh thu (tỷ đồng)	g-DT	LNST (tỷ đồng)	g-LNST
M&E	1.200	-3,6%	105	-1,8%
Reetech	750	5,1%	45	45,1%
Cho thuê VP	450	3,9%	200	5,2%
Đầu tư			300	-11,2%
<b>Tổng</b>	<b>2.400</b>	<b>0,2%</b>	<b>650</b>	<b>-1,0%</b>

Nguồn: BCTN 2012

Chúng tôi đánh giá cụ thể các lĩnh vực hoạt động của REE trong năm 2013 như sau:

- (1) *Lĩnh vực đầu tư*: Theo thông tin từ công ty REE đặt kế hoạch 300 tỷ đồng LNST cho lĩnh vực đầu tư, trong đó lĩnh vực điện: 324 tỷ đồng, lĩnh vực nước: 46 tỷ đồng, lĩnh vực BĐS: 14 tỷ đồng, hoạt động tài chính: 4 tỷ đồng và điều phối cho khoản chi phí khoảng 89 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng năm 2013 hoạt động đầu tư của REE hoàn toàn 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 nào đó hoặc PPC tiếp tục có KQKD tốt như năm 2012 (do tỷ lệ đầu tư của REE tại PPC khá lớn, 22,22% trong khi đó KQKD của PPC biến động rất lớn). Hiện nay diễn biến tỷ giá JPY/VND đang ủng hộ cho khả năng PPC tiếp tục có KQKD tốt trong năm 2013. Đồng thời, lợi nhuận của các công ty liên kết như: CTCP BOO Thủ Đức, CTCP Thủy điện Thác Mơ cũng hứa hẹn sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2013. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng lĩnh vực đầu tư nhiều khả năng sẽ hoàn thành kế hoạch 300 tỷ đồng LNST.
- (2) *Lĩnh vực văn phòng cho thuê* hứa hẹn sẽ tiếp tục mang lại lợi nhuận ổn định nhờ tỷ lệ lấp đầy duy trì ổn định và giá thuê không còn giảm sâu. Do đó, khả năng hoàn thành kế hoạch 200 tỷ đồng LNST là khá cao.
- (3) *Lĩnh vực M&E*: 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, nhiều khả năng lĩnh vực M&E sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2013, chúng tôi ước LNST đạt khoảng 120 tỷ đồng, cao hơn 15 tỷ đồng so với mức 105 tỷ đồng kế hoạch đặt ra.
- (4) *Lĩnh vực Reetech*: Mặc dù REE có kế hoạch tái cấu trúc lại hoạt động Reetech, tìm kiếm các nhà cung cấp giá cả cạnh tranh để cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong năm 2013. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng công việc này cần nhiều thời gian hơn và việc cải thiện tỷ suất lợi nhuận phụ thuộc nhiều vào biến động giá nguyên liệu đầu vào. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính chỉ mang lại khoảng 35 tỷ đồng LNST, thấp hơn 10 tỷ đồng so với mức 45 tỷ đồng kế hoạch đặt ra.

*Chiến lược đầu tư trong 5 năm tới: REE dự kiến trong vòng 5 năm tới ROE sẽ không thấp hơn 20%*

REE vẫn tiếp tục đầu tư vào 3 lĩnh vực chính: Cơ điện lạnh, bất động sản và hạ tầng điện nước. Đặc biệt REE kỳ vọng sắp tới sẽ có thể nâng thành tỷ lệ chi phối trong lĩnh vực hạ tầng điện nước, REE sẽ thành lập công ty chuyên quản lý thống nhất, nhằm nâng cao sự tham gia vào việc vận hành và quản lý các nhà máy, để bổ sung nguồn lợi nhuận cho công ty trong những năm tới. Đối với lĩnh vực văn phòng, hiện tại đất của công ty không còn nhưng công ty đang theo đuổi một số dự án. Trong đó, REE đang hợp tác với một công ty để xin giấy phép cho 1 dự án trong khu vực Q4, nếu thuận lợi thì có thể khởi công xây dựng với diện tích xây dựng là 60.000 m<sup>2</sup> và diện tích cho thuê là 40.000 m<sup>2</sup>, công suất dự kiến gấp đôi tòa nhà ReeTower. Dự kiến khu vực này sẽ trở thành Ree Tower Central và sẽ đưa dự án vào khai thác cho thuê từ năm 2015. Điều này phù hợp với mục tiêu của REE là 3 năm tăng thêm

40.000 m2, tương ứng trung bình mỗi năm khoảng 10.000-15.000 m2.

*Cổ tức 2013: 50% LNST nhưng không thấp hơn 12%/VĐL.*

Do nhu cầu tái đầu tư lớn nên HĐQT đề xuất một chiến lược trả cổ tức linh hoạt cho năm 2013 là 50% LNST hợp nhất của toàn nhóm công ty nhưng không thấp hơn 12% trên VĐL.

*Quan điểm đầu tư: NĂM GIỮ*

REE là cổ phiếu ưa thích của NĐTNN, có cơ bản tốt, cổ tức thường bằng tiền và khá ổn định. Đồng thời sự tăng trưởng của REE được kỳ vọng sẽ bền vững hơn khi tái cơ cấu danh mục đầu tư. Tuy nhiên, PE hiện nay của REE là 12,48x - mức PE không quá hấp dẫn nên chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên tiếp tục NĂM GIỮ đối với cổ phiếu REE.

## TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM – CTCP (PVGAS) - GAS

*GAS đã công bố KQKD hợp nhất Q1.2013, mặc dù DT giảm nhưng LNST vẫn đạt kết quả ấn tượng. Cụ thể, DTT đạt 16.052,1 tỷ đồng (-12,9% yoy), hoàn thành 28,8% KH năm 2013 và LNST đạt 4.374,9 tỷ đồng (+82,7% yoy), hoàn thành 56,9% KH năm 2013.*

Doanh thu và LN gộp: Nguyên nhân DTT trong Q1.2013 giảm 12,9% yoy do hoạt động khí MP3 Cà Mau sẽ chuyển ghi nhận DT về PVN, GAS chỉ ghi nhận DT từ cước phí vận chuyển. Nhìn chung, DT tuy giảm nhưng không làm ảnh hưởng đến lợi nhuận bởi từ trước tới nay GAS chỉ thực hưởng phần cước phí vận chuyển. Trong cơ cấu DT, hai mảng KD chính của GAS là khí khô và mảng LPG đạt DT tương ứng 8.320,5 tỷ đồng và 6.662,7 tỷ đồng, đóng góp lần lượt 51,8% và 41,5% DTT, tỷ suất LN gộp từ hai mảng này đạt ổn định quanh mức 39,7% và 15,9%. Hai mảng kinh doanh phụ khác lại đạt hiệu quả cao cho công ty bao gồm (i) DT vận chuyển khí đạt 716,7 tỷ đồng, mặc dù chỉ chiếm 4,5% DTT nhưng mang lại LN gộp 55%, do chi phí GVHB chủ yếu khấu hao hệ thống đường ống dẫn khí; (ii) DT bán condensate đạt 116,7 tỷ đồng, đóng góp 0,72% DTT nhưng tỷ suất LN gộp đạt 56,9%. Ngoài ra, DT cho thuê tòa nhà PVGAS và DT khác chiếm khoảng 1,5% tổng DT công ty.

Chi phí: GVHB trong Q1.2013 đã giảm 24,8% yoy do giá khí đầu vào ít biến động bởi giá được ấn định bởi hợp đồng mua bán khí dài hạn giữa GAS và các chủ mỏ, điều này đã giúp LN gộp của GAS tăng trưởng 9% và tỷ suất LN gộp tăng khá mạnh từ mức 19,3% cùng kỳ năm trước lên mức 30,2%. Chi phí lãi vay trong Q1.2013 đạt 89,7 tỷ đồng (-39,6% yoy) do công ty đã trả bớt một số khoản nợ vay, ví dụ nợ vay VCB chỉ còn 6,8 tỷ so với mức 47,7 tỷ cuối năm 2012, trả hết nợ vay BIDV so với mức 75 tỷ đồng cuối năm 2012..., điều này giúp LN trước thuế và lãi vay tăng 9,7% yoy. Ngoài ra, chi phí hoạt động chỉ tăng nhẹ 2,7% yoy.

LNTT và LNST: Trong Q1.2013, GAS ghi nhận một khoản lợi nhuận khác 1.125,6 tỷ đồng do công ty đã thực hiện hoàn nhập số dư quỹ phát triển khoa học công nghệ 1.146,7 tỷ đồng, điều này đã giúp LNTT và LNST trong Q1.2013 của GAS đạt lần lượt 5.382,8 tỷ đồng và 4.374,8 tỷ đồng, tăng mạnh đến 82,7% và 82,8% yoy.

Một số điểm đáng chú ý khác trong cấu trúc tài chính: Nhìn chung nhờ kinh doanh có lãi nên cấu trúc tài chính của GAS cũng thay đổi theo hướng tích cực, cụ thể TSNH tăng lên nhưng nợ giảm đi. TSNH tính đến cuối Q1 đã tăng hơn 3.202 tỷ đồng, trong đó lượng tiền mặt tăng hơn 3.200 tỷ đồng và giá trị các khoản phải thu tăng hơn 1.200 tỷ đồng (trong đó phải thu khách hàng là 20 công ty thành viên và công ty con trong nội bộ PVN tăng gần 960 tỷ đồng). Mặc dù phải thu tăng nhưng chỉ chiếm tỷ trọng 27,5% TSNH, trong khi cùng kỳ năm trước, tỷ lệ này đạt gần 50%. Ngược lại, giá trị tồn kho lại giảm 48,1% chủ yếu là giảm khoản mục thành phẩm, hàng hóa.

Tổng nợ đến cuối Q1.2013 của GAS đã giảm 8,4% chủ yếu do nợ vay NH giảm 5,7% và nợ vay DH giảm 6,5%, nhất là việc hoàn nhập quỹ phát triển khoa học công nghệ đã làm giảm hơn 1.100 tỷ đồng nợ DH. Hệ số nợ/Vốn CSH là 0,47 lần, trong đó nợ vay NH và DH/vốn CSH là 0,28 lần.

*Dự báo KQKD năm 2013*

Hoạt động kinh doanh của GAS dự báo năm 2013 vẫn tăng trưởng tốt nhờ hoạt động kinh doanh khí tăng trưởng mạnh mẽ do tăng mạnh giá bán và một phần đến từ sản lượng cung cấp khí.



+ Giá bán khí dự báo tăng mạnh nhờ lộ trình tăng giá khí hướng đến sự đồng nhất với giá khí trong khu vực, đây là chủ trương của Chính phủ nhằm đảm bảo hiệu quả của việc khai thác và sử dụng tài nguyên.

+ Sản lượng cung cấp khí dự báo tăng do (1) GAS sẽ tiếp nhận và vận chuyển nguồn khí mới từ mỏ Hải Thạch, Mộc Tinh từ bể Nam Côn Sơn đi vào hoạt động vào Q4.2013; (2) Vận hành trạm nén khí Cà Mau vào Q3.2013 sẽ gia tăng sản lượng khí MP3 vào bờ cung cấp cho khách hàng tiêu thụ; (3) Nhu cầu tiêu thụ nhà máy Đạm Cà Mau cũng như nhu cầu tiêu thụ nhóm khách hàng điện sẽ giúp sản lượng khí tăng dần.

Với mức thực hiện Q1 năm nay, chúng tôi dự báo công ty sẽ dễ dàng hoàn thành kế hoạch LNST năm 2013 là 7.693 tỷ đồng.

#### *Quan điểm đầu tư MUA*

Với mức LNST tăng khá mạnh ngay từ Q1 năm nay và đã đạt đến 56,9% kế hoạch năm, EPS trailing đến Q1 đạt hơn 6.100 đồng/cp và cuối năm có thể đạt trên 7.000 đồng/cp, P/E 2013 dự kiến khoảng 8-9 lần, đây là mức khá thấp nếu so sánh giữa GAS với các cổ phiếu của các công ty hàng đầu trong VN30. Do đó, chúng tôi vẫn giữ quan điểm MUA đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu 70.000 đồng/cp.

## CTCP KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ PV-DRILLING - PVD

*PVD đã công bố KQKD Q1/2013 tăng trưởng ấn tượng với DTT đạt 3.179 tỷ đồng tăng 34,7% yoy, LNST tăng 13,7% yoy.*

Doanh thu và LN gộp: DTT trong Q1.2013 tăng mạnh 34,7% yoy đạt 3.179 tỷ đồng nhờ vào (i) Thời gian và hiệu suất hoạt động của một số giàn khoan cao hơn so với cùng kỳ năm trước; (ii) Số lượng giàn khoan thuê trong Q1/2013 tăng lên đến ba giàn so với một giàn trong Q1/2012; (iii) Các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan hoạt động hiệu quả như dịch vụ kỹ thuật dầu giếng, đo thông số khai thác... Mặc dù doanh thu tăng cao, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q1/2013 chỉ đạt 24,7%, giảm nhẹ so với mức 26,9% trong Q1/2012. Điều này được giải thích bởi DTT tăng đến từ việc tăng thêm hai giàn khoan thuê, tuy nhiên tỷ suất LN gộp từ giàn khoan thuê chỉ khoảng 3-5%. Trong cơ cấu doanh thu, mảng dịch vụ khoan đạt 2.228,1 tỷ đồng (+87,3% yoy), đóng góp 70% DTT, tỷ suất LN gộp đạt 25,7%. Hai mảng kinh doanh thương mại và dịch vụ khác đạt DT tương ứng 187,1 tỷ đồng và 763,7 tỷ đồng, đóng góp lần lượt 5,9% và 24,0% DTT, tỷ suất LN gộp từ hai mảng này đạt 6% và 26,5%.

Chi phí: GVHB trong Q1/2013 đã tăng 38,7% yoy, trong đó chủ yếu giá vốn dịch vụ khoan tăng mạnh 100,1% yoy do số giàn tăng. Chi phí lãi vay giảm 91,2% yoy, CPBH và CPQLDN tăng mạnh 66,1% yoy chủ yếu đến từ khoản trích lập Quỹ khoa học và phát triển công nghệ trong Q1/2013 tăng thêm 56,2 tỷ đồng.

LNST và LNST: LNNT và LNST trong Q1.2013 của PVD đạt lần lượt 517 và 452,8 tỷ đồng, tăng 15,2% và 13,7% yoy. Đây là kết quả tổng hợp của hiệu quả kinh doanh, chú trọng tối ưu hóa quy trình quản lý và vận hành, đảm bảo các giàn khoan hoạt động ổn định và xuyên suốt với hiệu suất cao. Tuy nhiên, đóng góp đóng góp mức tăng trưởng của lợi nhuận Q1.2013 phải kể đến khoản lợi nhuận bất thường hơn 16,2% yoy.

#### *KQKD 6T.2013 ước tính*

Theo ước tính kết quả SXKD trong nửa đầu năm 2013, PVD đạt doanh thu 7.000 tỷ đồng (+40,1 % yoy), LNST đạt 820 tỷ đồng (+22,8% yoy). Sự tăng trưởng này do giá cho thuê 1 số giàn được điều chỉnh tăng từ 10-15% theo giá khu vực cùng với việc đưa thêm hai giàn khoan thuê là Naga 2 và West Tucana vào hoạt động trong Q3.2013. Ngoài ra, PVD đã có được hợp đồng mới với Vietsovetro cho giàn khoan PV Drilling III với mức giá 162.000 USD/ngày kéo dài đến Q1.2014. Từ T6 tới, đa phần các hợp đồng thuê các giàn khoan tự nâng do PVD sở hữu và đi thuê có mức giá được điều chỉnh lên đến 150.000 – 165.000 USD/ngày, là tiền đề rất tốt để PVD tiếp tục vượt mức kế hoạch trong các tháng cuối năm.

*Dự báo KQKD năm 2013*

Theo nghị quyết ĐHCĐ ngày 26/04/2013, PVD đặt mục tiêu năm 2013 khá thận trọng và thấp hơn so với thực hiện năm 2012. Cụ thể, DTT dự kiến đạt 11.275 tỷ đồng (-5,5% y-o-y), LNNTT đạt 1.615 tỷ đồng (-4,9% y-o-y), LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 1.360 tỷ đồng (+2,8% y-o-y) và EPS 2013 đạt 5.596 đồng/cp (-11% y-o-y). Chú ý, EPS 2013 đã điều chỉnh theo đợt phát hành thêm dự kiến thực hiện trong tháng 6-7 năm nay.

Theo đánh giá của chúng tôi, DT từ mảng dịch vụ giàn khoan của PVD sẽ tăng nhờ hai yếu tố (i) Giàn semisub PVD V sẽ hoạt động trong cả năm, trong khi năm trước giàn này chỉ bắt đầu trong tháng 2, do đó doanh thu năm 2013 từ giàn này sẽ cao hơn năm 2012; (2) Hai giàn mới được ký với giá thuê trên 150.000 USD/ngày, cao hơn so với giá thuê của hai giàn cũ sắp hết hạn hợp đồng (giàn Key Hawaii hết hạn vào tháng 11/2013 và giàn Ensco hết hạn trong tháng 9/2013). Theo BCTC kiểm toán năm 2012, PVD vẫn chưa ghi nhận lợi nhuận của liên doanh Baker Hughes trong hai năm 2011 và 2012 do báo cáo tài chính của PVD – Baker Hughes vẫn chưa được Hội đồng thành viên của liên doanh phê duyệt. Dự kiến một phần lợi nhuận 82 tỷ đồng từ liên doanh này sẽ được ghi nhận trong năm 2013.

Trong mô hình của chúng tôi dự báo, KQKD của PVD năm 2013 sẽ khả quan hơn với dự báo doanh thu đạt 13.150 tỷ đồng, vượt 16,6% so với KH năm; LNNTT đạt 2.184 tỷ đồng, vượt 35,2% KH năm và cổ đông của công ty mẹ là 1.798 tỷ đồng, vượt 32,2% KH năm 2013.

*Quan điểm đầu tư: NẮM GIỮ*

Căn cứ vào dự báo kế hoạch kinh doanh năm 2013 khả quan đã bao gồm cả yếu tố tăng vốn, chúng tôi dự báo EPS khoảng 6.800-7.400 đồng/cp. Tại mức giá 52.500 đồng/cp, P/E dự phóng 2013 từ 7,1-7,7 lần. Ngoài ra, giá PVD cũng đã tăng hơn 30% trong 1 tháng vừa qua, do đó chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu PVD.

**TỔNG CTCP DỊCH VỤ TỔNG HỢP DẦU KHÍ PETROSETCO - PET**

*PET công bố KQKD với DTT đạt 2.753,1 tỷ đồng (+17,8% yoy), hoàn thành 30,6% KH năm và LNNTT đạt 52,8 tỷ đồng (+1,7% yoy), hoàn thành 29,3% KH năm 2013.*

Về doanh thu: DTT của PET gồm (i) Thương mại và phân phối; (ii) Dịch vụ dầu khí; (iii) Bất động sản. Trong cơ cấu DT, mảng thương mại và phân phối thường chiếm tỷ trọng khoảng 90% DTT của công ty. Mặc dù DTT tăng 17,8% yoy, nhưng chưa đạt được kỳ vọng do đặc thù Q1 có tháng tết.

Chi phí: GVHB trong Q1.2013 tăng mạnh 20,9% yoy, tăng mạnh hơn mức tăng DTT khiến LN gộp chỉ đạt 166,2 tỷ đồng (-16,1% yoy). Chi phí tài chính giảm 25,7% yoy nhờ chi phí lãi vay giảm 20,6% yoy, lỗ chênh lệch tỷ giá giảm 47,5% yoy. Việc chuyển hướng sang phân phối điện thoại Samsung, PET chỉ cần mua Samsung tại Việt Nam, thay vì nhập khẩu Nokia trước đây, điều này giúp nhu cầu vốn lưu động của PET cũng giảm xuống. Ngoài ra, CPBH và CPQLDN giảm 18,4% yoy.

LNNTT và LNST: LNNTT và LNST trong Q1.2013 của PET lần lượt đạt 70,9 tỷ đồng và 52,8 tỷ đồng, tăng 0,53% và 1,7% yoy. Kết quả này nhờ việc giảm mạnh chi phí tài chính, đồng thời DT tài chính tăng gần 4 tỷ đồng.

*Dự báo KQKD năm 2013*

Tính đến hết 5 tháng đầu năm 2013, PET đạt doanh số 5.000 tỷ đồng, hoàn thành 55,6% KH năm và LNNTT gần 115 tỷ đồng, hoàn thành 47,9% KH năm 2013. Doanh số của công ty chủ yếu đến từ hoạt động phân phối điện thoại các hãng Samsung, Sony Ericsson, LG, trong đó sản phẩm Samsung được đánh giá tiêu thụ tốt với doanh thu tiêu thụ tăng trưởng 50% so với tháng trước nhờ dòng sản phẩm Galaxy S4 đưa vào thị trường trong tháng 5.2013. Dự báo KQKD 6T.2012 của PET sẽ khả quan hơn so với cùng kỳ năm 2012 nhờ ghi nhận doanh thu của dòng sản phẩm Galaxy S4 và H.T.C One.

Bước đi chuyển hướng sang phân phối điện thoại Samsung nhờ công ty con PSD sẽ phân phối hoàn toàn sản phẩm của Samsung tại thị trường Việt Nam, cũng như sự hợp tác để trở thành kênh phân phối các hãng di động lớn như HTC, Blackerry và khai trương cửa hàng Blackerry được coi là bước đi kịp thời có thể giúp công ty sớm phục hồi mức tăng trưởng trong thời gian tới. Hiện nay thị phần Samsung

tại Việt Nam năm 2012 tăng mạnh lên 40% so với mức 25% năm 2011, trong khi Nokia giảm từ 51% trong năm 2011 xuống còn 47% trong năm 2012 và mục tiêu của Samsung hiện đang đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu 30% tại thị trường Việt Nam. Năm 2012, Samsung đã dẫn đầu chiếm 22% thị phần điện thoại di động trên thị trường thế giới (Nguồn: Gartner). Do đó, chúng tôi dự báo KQKD năm 2013 của PET vẫn khá quan với DTT đạt khoảng 10.000, vượt 11,1% so với KH năm và LNTT đạt khoảng 320 tỷ đồng, vượt 33% KH năm.

#### *Quan điểm đầu tư NĂM GIỮ*

Thông tin quỹ FTSE Vietnam Index chính thức đưa PET đang là thông tin hỗ trợ tốt đối với cổ phiếu này, nhờ đó thanh khoản cũng tăng mạnh lên trên 1 triệu cp/ngày trong vòng 1 tháng gần đây. Với EPS 2013 khoảng 3.100-3.450 đồng/cp, tại mức giá 24.700 đồng/cp, P/E dự phóng 2013 khoảng 7,2-7,9 lần. Do đó, chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ cổ phiếu PET.

## CTCP SỮA VIỆT NAM VINAMILK – VNM

#### *KQKD Q1.2013*

VNM tiếp tục đạt kết quả kinh doanh ấn tượng trong Q1 nhờ doanh thu nội địa tăng trưởng ổn định và chi phí được kiểm soát tốt.

Về doanh thu: VNM đạt 6.817 tỷ đồng DTT (+14% y-o-y) tương ứng 21% KH năm. Nếu so với mặt bằng chung của các doanh nghiệp niêm yết hiện nay, mức tăng trưởng 14% mà VNM đã đạt trong Q1 được cho là khá tốt, tuy nhiên nếu so với bản thân VNM thì tốc độ này đã có phần chậm lại khi tăng trưởng doanh thu của VNM vào các năm trước trung bình đạt khoảng 30%-40%.

Nguyên nhân chính là do doanh thu xuất khẩu giảm mạnh tới 47% y-o-y chỉ đạt 628 tỷ đồng, tương ứng đóng góp khoảng 9% tổng DT, thấp hơn nhiều so với 20% DTT của năm 2012. Sản phẩm xuất khẩu chủ yếu là sản phẩm sữa bột mà trong thời điểm Q1, hầu hết các nhà máy sữa bột đã hết công suất. Chúng tôi kỳ vọng tình hình này sẽ được cải thiện trong Q2, khi nhà máy sữa bột Dielac của VNM đã chính thức đi vào hoạt động vào tháng 4 giúp tăng năng lực sản xuất đáp ứng nhu cầu không chỉ trong nước mà còn quốc tế. Doanh thu nội địa tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho VNM trong Q1 khi tăng đến 29% y-o-y và đóng góp tới 6.048 tỷ đồng DTT.

Về chi phí: Trong kỳ, VNM chủ động cơ cấu lại sản phẩm, đặc biệt nâng dần tỷ trọng các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp nên cải thiện đáng kể biên lợi nhuận. Theo đó giá vốn hàng bán chỉ tăng nhẹ 4%, thấp hơn nhiều so với tăng trưởng doanh thu (14%), nhờ vậy TSLN gộp được cải thiện tăng lên 36% (cao hơn so với 30% của cùng kỳ năm trước), và LN gộp tương ứng đạt 2.456 tỷ đồng (+36% y-o-y).

Ngoài ra chương trình quản trị chi phí tiếp tục được thực hiện tốt khi DN giao chỉ tiêu đến từng đơn vị sản xuất và tiết kiệm 10% mức chi phí dự phòng, giúp duy trì tỷ trọng chi phí BH & QLDN trên DTT ở mức ổn định khoảng 11%. Chúng tôi cho rằng VNM sẽ tiếp tục phát huy những điểm mạnh này trong những quý còn lại của năm 2013.

Như vậy chỉ trong Q1.2013, VNM đã đạt 1.531 tỷ đồng LNST tăng trưởng 21% y-o-y, tương ứng đạt 25% KH năm, tăng nhẹ so với tỷ lệ hoàn thành của Q1.2012 chỉ khoảng 21% KH. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực cho VNM trong việc hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2013 có phần khá thách thức.

#### *Dự báo KQKD 2013*

Năm 2013, VNM đặt kế hoạch kinh doanh tăng trưởng khá cao bao gồm 32.500 tỷ đồng tổng doanh thu (+20% y-o-y), 6.230 tỷ đồng LNST (+7% y-o-y). Cơ sở để VNM có thể hoàn thành kế hoạch chủ yếu đến từ việc tăng năng lực sản xuất nhờ hai nhà máy sữa mới của VNM là nhà máy sữa Việt Nam và nhà máy sữa bột trẻ em Dielac 2 đều chính thức đi vào hoạt động trong năm 2013. Chúng tôi cho rằng đây cũng là yếu tố chính để VNM duy trì và đảm bảo tăng trưởng trong trung hạn.

Tuy nhiên điều khiến chúng tôi quan ngại là khả năng kiểm soát chi phí có thể gặp khó khăn trong các quý còn lại của năm 2013, đến từ việc tăng giá sữa nguyên liệu đầu vào. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo của VNM tại ĐHCĐ, giá bột sữa nguyên liệu đang tăng hơn 30% và diễn biến giá vẫn đang tiếp tục cho đến vụ mùa mới vào tháng 10 và 11. Trong khi giá đầu vào tăng nhưng VNM đã cam kết bình ổn giá sản phẩm sữa bột cho trẻ em và 1 số sản phẩm sữa nước từ 01/04/2013 – 01/04/2014, do đó chúng tôi cho rằng điều này nhiều khả năng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của VNM và lợi nhuận sẽ khó tăng trưởng ấn tượng trên 20% như trong Q1. Do đó chúng tôi dự báo năm 2013, VNM có thể đạt khoảng 31.874 tỷ đồng DT (+20% y-o-y) và 6.149 tỷ đồng LNST (+6% y-o-y), EPS forward đạt 7.377 đồng/cp.

### Quan điểm đầu tư NĂM GIỮ

VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sản phẩm sữa hàng đầu của Việt Nam với thị phần lớn tiếp tục duy trì và tăng trưởng nhờ nhu cầu của người tiêu dùng tăng lên và khả năng chiếm lĩnh thị phần của đối thủ. Theo Euromonitor, năm 2012 thị phần của VNM đang dẫn đầu ngành sữa VN với 45,5% cao hơn doanh nghiệp đứng thứ 2 là Friesland Campina Việt Nam hiện chiếm 20,4% thị phần.

Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt và nguồn tiền mặt dồi dào, tỷ lệ chia trả cổ tức tiền mặt và cổ phiếu ổn định là những điểm mạnh của VNM liên tiếp trong các năm qua.

Điểm đáng lưu ý duy nhất đối với cổ phiếu VNM là mức định giá khá cao cùng với thanh khoản khá thấp do cơ cấu sở hữu tập trung. Do đó chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu VNM

## CTCP KINH ĐÔ VIỆT NAM - KDC

### KQKD Q1.2013

Lợi nhuận Q1 tăng ấn tượng chủ yếu nhờ hiệu quả hoạt động tiếp tục được cải thiện đáng kể.

Về doanh thu: DTT đạt 807 tỷ đồng, tăng 14% y-o-y, đạt 16% KH năm, chủ yếu do ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ khi Tết năm nay đến trễ hơn năm trước. Các mặt hàng mang về doanh thu chủ yếu cho KDC bao gồm: bánh cracker (27% DT), bánh bông lan (20% DT), kem và sữa chua (22% DT), còn lại là bánh mì (13%), bánh quy (10%) và một số các sản phẩm khác.

Về chi phí: được tiết kiệm thông qua quy mô sản xuất lớn và hệ thống phân phối vận hành hiệu quả. Trong bối cảnh sức mua của nền kinh tế còn yếu, KDC tiếp tục tập trung vào những sản phẩm có biên lợi nhuận cao, từ việc có trên 500 sản phẩm khác nhau, đến nay công ty đã quy hoạch lại chỉ khoảng 150 sản phẩm đứng đầu với biên lợi nhuận tốt và đưa vào 4 nhóm chính: bánh snack, đồ ăn đóng gói, sản phẩm làm quà tặng và các sản phẩm bơ sữa. Nhờ đó chi phí giá vốn chỉ tăng 7%, thấp hơn mức tăng doanh thu, giúp TSLN gộp được cải thiện tăng lên 38% từ mức 34% của cùng kỳ năm trước.

Chi phí BH và chi phí QLDN được kiểm soát với mức biến động phù hợp, lần lượt +16% và -2% giúp giảm nhẹ tỷ trọng trên DTT, từ đó tiếp tục có tác dụng cải thiện biên lợi nhuận ròng.

Về hoạt động tài chính: Mặc dù thu nhập tài chính giảm đến 56% y-o-y, tuy nhiên mức giảm của chi phí tài chính lớn hơn, lên tới 65%, trong đó chi phí lãi vay giảm mạnh 72% y-o-y, nên tác động của hoạt động tài chính vẫn là tích cực khi mang về khoản lãi 5,7 tỷ đồng (+64% y-o-y).

Kết quả, LNST Q1.2013 của KDC đạt 33 tỷ đồng, tăng mạnh 2044% y-o-y, nhưng mới đạt khoảng 5,4% KH. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá cao việc hầu hết kết quả LN đến từ hoạt động kinh doanh 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 mạnh trong các quý còn lại, do tính chất mùa vụ của các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh bánh kẹo.

### Dự báo KQKD 2013

Năm 2013, KDC tập trung "Tăng trưởng có lợi nhuận", do đó kế hoạch đặt ra khá cao, bao gồm 5.200 tỷ đồng DTT (+22%) và 600 tỷ đồng LNNT (+23%). Cổ tức dự kiến 20%/mệnh giá, bằng tiền tương đương năm 2012. KDC tập trung mở rộng danh mục sản phẩm cả về chiều rộng và chiều sâu hướng

đến các sản phẩm phục vụ nhu cầu thiết yếu của người tiêu dùng, khai thác và nâng cao hiệu quả của hệ thống phân phối. Dự kiến KDC mở rộng thêm các ngành hàng như kem và các sản phẩm sữa đối với đối tác chiến lược Glico. Đối với sản phẩm mì gói, KDC cũng sẽ triển khai trong thời gian gần nhất. Theo KDC chia sẻ, nếu mở rộng ra các sản phẩm mì gói, nước chấm, dầu ăn doanh thu của KDC có thể đạt đến 6.000 tỷ đồng, cho thấy tín hiệu lạc quan hơn đối với khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của KDC trong năm nay.

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).

### Quan điểm đầu tư NĂM GIỮ

KDC là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bánh kẹo của Việt Nam với danh mục sản phẩm đa dạng, hệ thống phân phối sâu rộng tạo lợi thế cạnh tranh, chiếm lĩnh thị trường bánh kẹo trong nước. Kinh Đô hiện chiếm khoảng 29% thị phần, trong khi các đối thủ cạnh tranh chính chiếm thị phần khá khiêm tốn so với KDC (Orion Việt Nam: 17%, BBC: 7,3%, Hữu Nghị 7%).

Hiện nay công ty đang dần mở rộng phạm vi hoạt động sang lĩnh vực khác của ngành thực phẩm như mì gói, nước chấm dầu ăn nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng. Chúng tôi cho rằng cách làm này sẽ tận dụng được kênh phân phối vốn là lợi thế của KDC, song cũng tồn tại những thách thức không nhỏ khi trong các ngành hàng này có không ít các tên tuổi lớn đang chiếm lĩnh thị phần.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá cao KDC về khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2013 nhờ vào 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, tuy nhiên, mức P/E hiện nay đã khá cao so với trung bình ngành, nên chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** trong ngắn hạn.

## CTCP HOÀNG ANH GIA LAI – HAG

### KQKD Q1.2013

Q1.2013, doanh thu của HAG giảm 17% y-o-y chỉ đạt 722 tỷ đồng, nhưng các chỉ tiêu về lợi nhuận đã có sự cải thiện khi LN gộp đạt 340 tỷ đồng (tăng mạnh 35% y-o-y) và LNST 123 tỷ đồng (+9% y-o-y).

Về doanh thu: Cơ cấu doanh thu của HAG trong Q1.2013 đã có sự thay đổi đáng kể, trong đó tỷ trọng doanh thu từ BDS giảm mạnh từ 66% xuống còn 7%, chỉ đạt 48 tỷ đồng, chủ yếu đến từ việc ghi nhận doanh thu của dự án Thanh Bình và Phú Hoàng Anh. Bù đắp sự sụt giảm này là sự tăng mạnh đến từ ba lĩnh vực (1) bán sản phẩm và hàng hóa, (2) khai thác khoáng sản và (3) thủy điện. Trong đó doanh thu từ bán sản phẩm và hàng hóa tăng đột biến 166% lên 419 tỷ đồng giúp tăng tỷ trọng từ 18% lên 58%. Chúng tôi cho rằng đóng góp lớn cho sự tăng trưởng này, nhiều khả năng đến từ doanh thu bán mía đường khi nhà máy mía đường tại Lào đã chính thức đi vào hoạt động vào tháng 1.2013. Doanh thu từ khai thác khoáng sản cũng tăng khá mạnh đạt 111 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 15% trong khi không có đóng góp trong Q1.2012. Đối với mảng thủy điện, doanh thu cũng tăng mạnh 58% y-o-y và đạt 47 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 7% (cao hơn so với cùng kỳ khoảng 3%). Ba lĩnh vực còn lại là xây dựng, dịch vụ và cao su không có biến động đáng kể. Tổng hợp các yếu tố này, khiến doanh thu của HAG đã giảm 17% so với cùng kỳ, chỉ đạt 722 tỷ đồng, tương ứng với 20% KH doanh thu năm 2013.

Về chi phí: HAG đã có sự cải thiện nhất định trong việc quản trị và kiểm soát chi phí. Theo đó chi phí GVHB giảm mạnh 38% y-o-y, chỉ khoảng 382 tỷ đồng, giúp LN gộp tăng mạnh 35% y-o-y, tương ứng với TSLN gộp đạt 47%, cao hơn nhiều so với 29% của Q1.2012. Trong đó hai mảng về có tỷ suất cao nhất là kinh doanh sản phẩm hàng hóa và khoáng sản đạt lần lượt 62% và 44%. Tuy nhiên chi phí BH, chi phí QLDN đều tăng khá mạnh lần lượt là 42% và 37% và hoạt động tài chính bị lỗ 97 tỷ đồng

(+92% y-o-y) khiến cho LN thuần từ HĐKD chỉ còn tăng 5% đạt 129 tỷ đồng.

Kết quả, LNTT tăng nhẹ 5% y-o-y, tương ứng đạt 10% KH năm và LNST đạt 123 tỷ đồng trong đó LN thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 86 tỷ đồng (+9% y-o-y).

#### *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 doanh thu ngành BĐS dự kiến giảm từ 2.829 tỷ đồng xuống 518 tỷ đồng, tuy nhiên các mảng như cao su và mía đường bắt đầu tăng đóng góp trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Tập đoàn, 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 được cho là khá tốt. Trong định hướng của HAG, cơ cấu doanh thu tiếp tục dịch chuyển mạnh hơn kể từ năm 2013, trong đó tỷ trọng ngành BĐS giảm từ 64% (năm 2012) xuống 14%, 15% và 27% trong giai đoạn 2013- 2015 và tỷ trọng ngành cao su và mía đường lần lượt tăng lên 30% và 20% trong năm 2015. Điều này giúp cho HAG có thể tăng trưởng khá tốt trong 3 năm tới, dự kiến doanh thu và lợi nhuận tăng trung bình mỗi năm lần lượt khoảng 27% và 106%.

Đánh giá về khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2013 của HAG, chúng tôi cho rằng chỉ tiêu về doanh thu có thể thực hiện tuy nhiên xét về chỉ tiêu lợi nhuận có vẻ sẽ khó khăn hơn, khi hiệu quả thực sự của việc cải thiện lợi nhuận biên dù có thể hiện trong Q1 nhưng cũng không quá cao (tăng từ 11% lên 15%). Do đó chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận biên có thể cải thiện tối đa khoảng 22%, tương ứng LNTT có thể đạt là 814 tỷ đồng, bằng 74% KH.

#### *Quan điểm đầu tư: THEO DÕI*

Sự thay đổi cơ cấu doanh thu Q1.2013 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. Mặc dù kết quả Q1 cũng phần nào cho thấy tín hiệu lạc quan tuy nhiên diễn tiến còn khá chậm. Chúng tôi cho rằng cần thời gian ít nhất đến cuối năm nay để kiểm định hiệu quả kinh tế của các dự án này cũng như có kết luận rõ ràng hơn về các thông tin gần đây liên quan đến việc HAG đầu tư tại Lào và Campuchia.

Ngoài ra mỗi quan ngại về khả năng cân đối dòng tiền và khả năng trả nợ vẫn còn hiện hữu. Do đó một cách thận trọng, trong ngắn hạn chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên tiếp tục THEO DÕI đối với cổ phiếu HAG trước khi đưa ra quyết định đầu tư mang tính trung và dài hạn.

## **TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ – DPM**

#### *KQKD Q1.2013*

Kết quả Q1 cho thấy DPM không còn tăng trưởng ấn tượng như các năm trước

Về doanh thu: Q1.2013, DPM đạt 2.899 tỷ đồng DTT, chỉ tăng nhẹ 4% y-o-y thấp hơn nhiều so với mức tăng trung bình 40% - 44% của 2 năm trước, và đạt 27% KH năm. Sản lượng sản xuất DPM đạt 220 ngàn tấn, tương ứng với 26,6% KH, sản lượng sản xuất bao bì đạt 10,8 triệu bao tương ứng 26,3% KH. Sản lượng kinh doanh DPM đạt 252 ngàn tấn, tương ứng 31,5%KH.

Về chi phí: chi phí GVHB tăng 15% y-o-y cao hơn mức tăng doanh thu, khiến TSLN gộp giảm chỉ còn 37% thấp hơn mức 43% của Q1.2012. Nguyên nhân chủ yếu do (1) Giá khí đầu vào nguyên liệu tăng theo lộ trình của chính phủ, khiến giá thành cao hơn, (2) Tình trạng cung vượt cầu do 2 nhà máy Đạm Cà Mau và Đạm Ninh Bình đã đi vào hoạt động trong năm nay khiến cho giá bán năm nay không bằng như năm ngoái.

Các chi phí hoạt động khác cũng tăng mạnh, cụ thể chi phí BH và chi phí QLDN tăng lần lượt 41% và 47% y-o-y, do áp lực cạnh tranh cao hơn. Bên cạnh đó chi phí lãi vay cũng tăng mạnh trong khi thu nhập tài chính lại sụt giảm đáng kể (-47% y-o-y)

Tổng hợp các yếu tố trên khiến LNST của DPM chỉ đạt 718 tỷ đồng, sụt giảm khá mạnh (-25% y-o-y). Điều này khiến chúng tôi khá quan ngại về triển vọng tăng trưởng của DPM trong những quý còn lại, bởi lẽ nguyên nhân sâu xa của việc sụt giảm lợi nhuận đến từ công tác quản trị và kiểm soát chi phí, trong khi công ty gần như khá bị động về các yếu tố này.

#### *Dự báo KQKD 2013*

Năm 2013, DPM tiếp tục đặt kế hoạch kinh doanh khá thấp và giảm đáng kể so với thực hiện 2012, lần lượt chỉ 10.710 tỷ đồng tổng DT (-23% y-o-y), và 1.915 tỷ đồng LNST (-37% y-o-y). Kế hoạch về sản xuất DPM giảm khoảng 10%, với sản lượng chỉ khoảng 770 ngàn tấn đạm Phú Mỹ với lý do trong năm 2013, nhà máy sẽ ngưng 1 tháng để bảo trì theo định kỳ 1 lần/2 năm.

Chúng tôi cho rằng việc thực hiện kế hoạch trên là tương đối khả thi đối với DPM, mặc dù công ty vẫn phải đối mặt với một số khó khăn nhất định gồm (1) tình trạng cung vượt cầu khoảng 300 – 500 ngàn tấn khi hai nhà máy đạm Ninh Bình và đạm Cà Mau đã đi vào hoạt động, (2) sản lượng sản xuất và tiêu thụ giảm do nhà máy ngưng hoạt động để bảo trì 1 tháng và (3) quản trị chi phí đầu vào khó khăn hơn với lộ trình giá khí đầu vào tăng 2% theo như hợp đồng ký kết 5 năm giữa DPM và PVGas, cùng sự biến động của các chi phí đầu vào khác như chi phí xăng dầu vận chuyển...

Tổng vốn đầu tư trong năm 2013 tiếp tục ở mức thấp, thậm chí giảm đến 34% so với năm trước, tập trung chủ yếu vào xây dựng và mua sắm thiết bị, trong khi dự án quan trọng trong định hướng đầu tư giai đoạn 2013-2015, bao gồm dự án tổ hợp sản xuất 450.000 tấn Amoniac/năm và 200.000 tấn Nitrat Amon/năm và nhà máy Nhà máy sản xuất nước Oxy già công suất 20.000 tấn/năm, vẫn đang trong khâu chuẩn bị mà chưa có kế hoạch giải ngân cụ thể. Vấn đề đáng quan ngại đối với DPM hiện nay chính là nhà máy đã vận hành hơn 9 năm và định kỳ 2 năm phải thực hiện ngưng sản xuất 1 tháng để bảo dưỡng, trong khi dự án đầu tư góp vốn vào dự án nhà máy DCM cũng như hai dự án đầu tư xây dựng nhà máy NPK Phú Mỹ và NPK Nam Định đều không được thực hiện, cộng với kế hoạch đầu tư cho giai đoạn 3 năm tới chỉ ở dạng tiền khả thi, rõ ràng là triển vọng về tăng trưởng của DPM trong trung và dài hạn khá mờ nhạt.

#### *Quan điểm đầu tư: NẮM GIỮ*

DPM là cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt, TSLN ổn định ở mức cao trên 20% năm, đặc biệt công ty không vay nợ nhiều và có nguồn tiền mặt dồi dào (tính đến Q1.2013 là 5.629 tỷ đồng). Điểm hấp dẫn đối với nhà đầu tư là tỷ lệ chi trả cổ tức luôn ở mức cao (45% trong năm 2012).

Tuy nhiên điều chúng tôi quan ngại là các kế hoạch đầu tư của DPM hiện nay chưa tương xứng với quy mô và chiến lược phát triển của công ty, việc mua lại DCM không thành công ảnh hưởng lớn đến hoạt động của DPM trong trung và dài hạn và việc dừng triển khai 2 nhà máy NPK cho thấy khả năng có thể duy trì mức tăng trưởng như hiện tại đang là câu hỏi lớn. Do đó chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với DPM.

## 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