

SAIGON- HANOI FUND MANAGEMENT COMPANY

**BÁO CÁO ĐÁNH GIÁ KẾT
QUẢ KINH DOANH &
ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP
Q3/2012**

SHF

Nguyễn Việt Đức

Giám đốc phân tích

Báo cáo này dựa trên đánh giá dựa trên 82 (77% số doanh nghiệp theo dõi) doanh nghiệp đã công bố báo cáo của công ty mẹ trong quý III.

Lợi nhuận quý III giảm mạnh 7.11% so với cùng kỳ năm trước, trong khi đó tăng trưởng GDP nominal là khoảng 7% (CPI) + 5% (GDP) là 12%. Như vậy, các công ty kinh doanh kém so với nền kinh tế chung là gần 20%. Xét trên chỉ số giá chứng khoán thì hiện tại Vnindex giảm 10% và Hnxindex là -23% so với cùng kỳ năm trước. Nếu tính cổ tức nhận được (5%) thì VNI giảm khoảng 5% và HNX giảm 18%.

Kết luận: Sự suy giảm của các mã chứng khoán mặc dù chịu ảnh hưởng nhiều yếu tố vĩ mô và vi mô nhưng nhìn chung phản ánh đúng sự đi xuống của các doanh nghiệp niêm yết so với nền kinh tế chung.

Nền kinh tế chung tăng trưởng chủ yếu do đóng góp của khu vực đầu tư nước ngoài, xuất nhập khẩu... và không có ảnh hưởng tích cực tới khu vực doanh nghiệp niêm yết.

Lợi nhuận QIII/12 (82/107 DN)	Lợi nhuận QIII/11 (82/107 DN)	Thay đổi
12.632	13.599	-7.11%

Quý III là quý thấp điểm và cũng chưa có đầy đủ kết quả nhưng nhìn chung thì sẽ có sự suy giảm mạnh so với các quý trước của cùng năm 2012. Tuy vậy xét về chu kỳ kinh tế có thể có kỳ vọng hơn vào quý IV.

Đánh giá kết quả kinh doanh một số ngành cụ thể:

Ngân hàng (thiếu SHB, EIB):

Tổng lợi nhuận Q3/12: 4605 tỷ, giảm 10.3% so với cùng kỳ.

Các ngân hàng nhóm đầu gốc nhà nước (VCB, CTG, MBB): 4692 tỷ, tăng 20% so với cùng kỳ năm ngoái: các ngân hàng này có tỷ lệ nợ xấu công bố thấp có huy động tiền gửi (+12-14% so với cuối 2011) và cho vay (+ 10%) đều ở tốc độ vượt xa mặt bằng chung của khối ngân hàng. Họ khá mạnh trong việc trích lập dự phòng các quý trước nên lợi nhuận đã phục hồi trở lại khi trích dự phòng và nợ xấu giảm xuống (VCB, CTG) hoặc đã cắt giảm mạnh lương nhân viên để nâng cao hiệu quả kinh doanh (CTG cắt lương 30% tính từ đầu năm và ghi hết vào quý III nên, chi phí hoạt động quý III chỉ là 1635 tỷ so với 3133 tỷ cùng kỳ), Chi trả nhân viên 3 quý tăng 1000 tỷ so với 3 quý năm trước (6 tháng là 1200 tỷ).

Các ngân hàng cổ phần bị lỗ 86 tỷ (cùng kỳ năm trước lãi 1200 tỷ) chủ yếu do ACB (lỗ 500 tỷ trong đó riêng lỗ do vàng là 1100 tỷ), nợ xấu cao (PVF) lỗ chứng khoán (STB ~ 200 tỷ).

Hệ thống ngân hàng nói chung vẫn công bố nợ xấu (trung bình khoảng 4%) thấp hơn nhiều mức của NHNN (9%-10%) nên các kết quả kinh doanh mang tính chất tương đối. Hiện nay hệ thống ngân hàng đã trải qua 2 năm deleveraging (credit/GDP giảm từ khoảng 125% xuống còn

108% và có thể giảm tối đa về khoảng 100%) nên quá trình deleveraging có thể sẽ kết thúc sớm nhất vào năm 2013. Tỷ lệ loan/deposit thực tế vẫn ở mức cao (105%) và không suy giảm nhiều cho thấy sự cải thiện đến chủ yếu từ tăng trưởng GDP được hỗ trợ bởi vốn nước ngoài và khu vực XNK.

Khối BĐS và Xây dựng

Khối BĐS còn thiếu kết quả của những đại gia như VIC hay HAG (hiện đã đa dạng hóa ngành nghề. Xét trên các doanh nghiệp BĐS còn lại thì đang lỗ không nhiều (23 tỷ/13 DN) nhưng sụt giảm khá mạnh so với cùng kỳ năm ngoái (lãi 111 tỷ). Đáng lo ngại hơn là thực tế hàng tồn kho lớn và lãi hiện tại chủ yếu do việc vốn hóa các khoản vay của doanh nghiệp BĐS.

Ngược lại với khối BĐS, các doanh nghiệp xây dựng (trừ VCG, PVX) có kết quả vượt trội với lợi nhuận kinh doanh tăng 33%, chủ yếu do đóng góp của CII nhưng các doanh nghiệp khác vẫn ổn định. Điều này cho thấy các tên tuổi hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng như CII, IJC, HUT, CTD, HBC vẫn tiếp tục kinh doanh ổn định với chất lượng sản phẩm tốt cũng như phân khu vào các lĩnh vực ít ảnh hưởng hơn (đường xá, nước...) tuy nhiên vẫn đề thu hồi nợ (lợi nhuận đã ghi nhưng chưa có dòng tiền) là vấn đề với HUT.

Vật liệu xây dựng

Mặc dù ngành BĐS gặp khó nhưng các doanh nghiệp VLXD vẫn có tăng trưởng lợi nhuận tốt chủ yếu do đóng góp của hai mã đầu ngành có

thị phần áp đảo là HPG và HSG (trong khi toàn ngành suy giảm 12% doanh thu).

HPG có LN gộp tăng từ 13% lên 15%, tồn kho là 6000 tỷ không đổi so với cùng kỳ (17.000 tỷ tài sản) và kết quả tốt có lẽ do chưa hạch toán lãi vay dài hạn (vay ~ 2000 tỷ dài hạn trái phiếu) trong khi chi phí vay vốn cho các khoản ngắn hạn cũng khá thấp (chi phí vay chỉ là 108 tỷ/quý cho 3600 tỷ vốn vay hay 12%/năm). Hoạt động tốt trong kỳ chủ yếu do đóng góp của hoạt động tài chính khi doanh thu tăng 50 tỷ trong khi chi phí giảm 120 tỷ. (HPG cũng chưa trích lập dự phòng cho khoản cổ phiếu 200 tỷ ACB)

Hoạt động HSG nhìn chung giống HPG, với sự cải thiện lợi nhuận đến từ cải thiện LNG (từ 7% lên 10%), giảm chi phí vay vốn, trong khi tồn kho được quản lý tốt. HSG cũng có thị trường xuất khẩu rất tốt với doanh số khoảng 3600 tỷ/năm nhưng đang gặp rủi ro chống bán phá giá.

Dầu khí

Hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng do sự sụt giảm lợi nhuận của PVS và PGS tuy nhiên thực tế không đi xuống do PVS đã hạch toán phần lớn lợi nhuận trong 2 quý trước còn PGS năm ngoái có lợi nhuận bất thường. Nếu tính cả GAS thì lợi nhuận của ngành vẫn tăng 16% so với cùng kỳ.

Điện

Tuy vẫn chưa có đầy đủ số liệu công ty (thiếu TMP và PPC) nhưng ngành điện là ngành có

hiệu quả tốt nhất năm ~ 60% so với cùng kỳ do việc điều chỉnh giá mua đầu vào của EVN cho các nhà máy thủy điện, khiến cho lợi nhuận TBC tăng mạnh (các doanh nghiệp không theo dõi cũng vậy) trong khi VSH cũng đã được điều chỉnh lại giá mua cho thời gian tới nên VSH là cổ phiếu đáng chú ý trong ngành.

Lốp xe

Lợi nhuận quý bằng 365% so với cùng kỳ do giá đầu vào thấp trong khi giá đầu ra và doanh số vẫn ổn định. Ví dụ, DRC có LNG tăng từ 12% lên 20% trong khi doanh thu giữ nguyên. Dự báo tình hình sẽ còn tiếp tục tốt cho các doanh nghiệp ngành này trong quý IV.

Dược phẩm

Các doanh nghiệp ngành dược có lợi nhuận tương đương cùng kỳ năm trước, thể hiện khả năng chống đỡ tốt của nhóm cổ phiếu dược phẩm

Nông nghiệp

Ngành thức ăn gia súc gặp khó khăn do giá vốn tăng cao (từ 84% lên 92%) trong quý III do ảnh hưởng của việc tăng giá lương thực thế giới (lúa mì, đậu tương), giá đầu vào tăng cũng là nguyên nhân suy giảm lợi nhuận của DPM (giảm 30%), các doanh nghiệp đường cũng bắt đầu gặp khó khăn nhưng có lẽ chỉ trong quý này (lợi nhuận SBT giảm 50% do lợi nhuận gộp giảm từ 31% xuống 20% chủ yếu do chưa đến mùa ép mía và SBT thu nhập chủ yếu từ việc gia công). Ngoài

ra giá mía đầu ra cũng giảm tới 13-15% so với cùng kỳ.

Vận tải biển

Trừ các công ty có đầu ra ổn định (VIP) nhưng với các công ty khác thì việc tăng giá vốn (từ 92% lên 99.5% cho VST) và từ 75% lên 90% cho VTO) khiến hoạt động kinh doanh từ suy giảm cho tới lỗ nặng.

Bảo hiểm

Trừ VNR (ổn định) và PVI (chưa báo cáo) các doanh nghiệp BMI và BVH có kết quả suy giảm do tăng chi phí bồi thường và nhất là các khoản trích lập nợ khó đòi (BMI 33 tỷ, do liên quan tới ALC2, và BVH 44 tỷ) tuy vậy hoạt động lãi tiền gửi vẫn là cứu cánh cho các công ty bảo hiểm.

Định giá doanh nghiệp

Mặc dù kết quả kinh doanh đi xuống nhưng thị trường chứng khoán cũng đã giảm mạnh trong năm khiến cho định giá của thị trường vẫn ở mức rất thấp. Cụ thể, với các kết quả hiện tại (các doanh nghiệp chưa có kết quả thi dùng KQK2) thì P/e của thị trường chung là 8.83 lần (dự tính sẽ tăng lên do các doanh nghiệp chậm công bố thường có kết quả kém kéo theo sự đi xuống của lợi nhuận). Định giá này tương đương với định giá thị trường vào ngày 1/2/2012 (khi có kết quả quý IV). Vào thời điểm đó VNINDEX ở mức tương đương hiện tại (380-390) và HNX là 60 điểm, cao hơn 20% so với hiện tại. Dù sao lịch sử cũng cho thấy việc mua ở mức P/E là 8-9 lần là khá an toàn trong dài hạn nếu xác định được điểm đáy của chu kỳ lợi nhuận (lợi nhuận so với cùng kỳ không tiếp tục đi xuống nữa).

Các nhóm ngành đáng chú ý

Thực tế cho thấy trong năm 2012, những nhóm ngành ít chịu ảnh hưởng của khủng hoảng hoặc có lợi nhuận đột biến cao thì cổ phiếu cũng mạnh hơn thị trường, cụ thể là ngành dầu khí (tiêu biểu là GAS), điện lực (tiêu biểu là TBC), tiêu dùng (VNM), xây dựng và đầu tư các công trình cơ sở hạ tầng (REE, CII), sẫm lớp (DRC, CSM, SRC) và dược phẩm (DHG, TRA, DMC). VLXD là một trường hợp cá biệt khi hoạt động của các công ty hàng đầu vẫn ổn định mặc dù thị trường BĐS trầm lắng do khả năng chiếm thị

phần, giảm giá đầu vào và giữ ổn định giá đầu ra nhờ xuất khẩu hay cung cấp cho mảng dân sinh.

Kỳ vọng 2013:

Quốc tế: Trên bình diện quốc tế, 2013 được nhận định tiếp tục là một năm khó khăn tuy nhiên, các nhận định cho rằng chính sách nới lỏng sẽ tiếp tục được duy trì và kinh tế Mỹ thực tế được dự tính sẽ khởi sắc mạnh mẽ từ năm 2014. Nhìn chung tình hình kinh tế thế giới hiện đã ít rủi ro hơn trong ngắn hạn và điều này có ảnh hưởng tích cực tới hoạt động XNK và đầu tư trực tiếp và gián tiếp của Việt Nam. Tuy vậy, với định giá cao hiện tại, EPS doanh nghiệp ở mức kỷ lục trong khi Mỹ vẫn gặp nhiều vấn đề với việc cắt giảm ngân sách, dự kiến thị trường sẽ không tăng trưởng mạnh trong năm 2013.

Việt Nam: Kịch bản kinh tế chung 2013 dự kiến không khác nhiều trong năm nay, trong đó vấn đề tái cơ cấu ngân hàng và doanh nghiệp nhà nước vẫn là trọng tâm, dù chưa rõ những nỗ lực này sẽ ở mức nào. Dự tính thu ngân sách và đầu tư công tiếp tục hạn chế, trong khi đó lạm phát khả năng sẽ cao hơn so với năm nay và khoảng 10% do chịu ảnh hưởng của các chính sách nới lỏng tiền tệ cũng như sự giảm sút trong diện tích chăn nuôi và trồng trọt.

Với mức lạm phát 10% và tiết kiệm dự tính khoảng 11% - 12% (mức huy động dài hạn hiện nay của các ngân hàng) thì tỷ lệ P/E forward hấp dẫn sẽ cần ở mức 8-9 lần. Hiện nay P/E trailing của thị trường đã ở mức khá thấp và nói chung

là điểm mua an toàn cho đầu tư dài hạn và dự tính P/E sẽ giảm thấp nhất về 8 lần tương đương với hai chỉ số giảm 10% so với mức hiện nay ~ 340 cho Vnindex và 45 cho Hnxindex (giá định EPS không giảm thêm).

- Ngành rẻ nhất: Cao su tự nhiên
- Ngành yếu tố rủi ro đầu cơ cao nhất: Bất động sản
- Ngành đang có momentum: Lốp xe, vật liệu xây dựng, điện
- Ngành ổn định và có định giá hấp dẫn: Hóa chất (đạm, nhựa) Dầu mỏ, dược phẩm
- Ngành tiềm ẩn rủi ro khó đoán: Ngân hàng (trích lập nợ xấu), xây dựng (doanh thu đã ghi nhận nhưng dòng tiền chưa có)

Với sự cải tiến chậm chạp trong vĩ mô và khả năng lạm phát trở lại trong nước, tình hình thế giới ổn định hơn nhưng tăng trưởng chậm, các mã có tính ổn định, có khả năng chuyển lạm phát cho người tiêu dùng sẽ có khả năng vượt trội so với các mã đầu cơ rủi ro cao cho tới khi nền kinh tế tạo đáy.

Dự tính nửa cuối 2013, các mã có tính chu kỳ cao như vật liệu xây dựng, xây dựng, chứng khoán, ngân hàng dự kiến sẽ tăng mạnh hơn nhưng hiện chưa xác định được điểm đáy của các mã trong ngành này khi tình hình kinh doanh chưa ổn định (lợi nhuận quý cao, quý thấp)

Lựa chọn cổ phiếu theo Sortino và Sharpe ratio:

So với lần đánh giá tháng 6/2012 thì hiện tại, VNM đã trở thành mã tốt nhất trên sàn (thay thế DRC), trong nhóm dẫn đầu thì có sự đi xuống của NTL (thứ 6 xuống thứ 21), SBT (thứ 7 xuống thứ 10), STB (10 xuống 20) trong khi đó TRC đi lên (thứ 13 lên thứ 8) và NBB (25 lên 12). Điều này phản ánh xu thế đi xuống của các mã liên quan tới BĐS và nhóm cổ phiếu STB, trong khi đó các cổ phiếu ít thanh khoản, kết quả kinh doanh ổn định so với ngành lên hạng (NBB, TRC)

Định giá thị trường 5/11/2012

Date	Chỉ số P/E 05.11.12
P/E thị trường	8.80
Median	6.42
Top 3	25.20
Top 11	14.31
Chứng khoán (-KLS,BVS, VND)	11.63
Bất động sản	157.39
Ngân hàng	8.13
Cung ứng công nghiệp	8.62
Bảo hiểm	9.21
Dược phẩm	7.10
Thực phẩm	14.46
XD nặng (-PVX, VCG)	2.87
Vận tải	3.57
hóa chất	4.88
VLXD	14.83
Viễn thông	6.78
Cao su	3.92
Điện	11.96
Lốp xe	6.04
Dầu mỏ	7.81
VN30 (29 mã -GMD)	11.26
VN30 median	8.18
Vn30 tỷ trọng	13.13

* (VN30 hiện không tính GAS)

** Định giá nói trên không tính tới các mã lỗ các ngành vận tải, bất động sản, xây dựng, ngân hàng

Các mã tốt nhất từ đáy 2009

		Average Daily	Standard	Sharpe	Sharpe Ratio
1	VNM	0.0019	0.0195	0.0950	DRC
2	DRC	0.0024	0.0286	0.0846	VNM
3	TRA	0.0018	0.0243	0.0734	TRA
4	BMP	0.0017	0.0248	0.0682	BMP
5	VIC	0.0017	0.0262	0.0643	VIC
6	KDC	0.0013	0.0229	0.0548	NTL
7	MSN	0.0014	0.0258	0.0525	SBT
8	TRC	0.0013	0.0251	0.0518	MSN
9	VNS	0.0015	0.0291	0.0516	KDC
10	SBT	0.0013	0.0266	0.0503	STB
11	MPC	0.0013	0.0281	0.0473	NTP
12	NBB	0.0013	0.0278	0.0464	HUT
13	PNJ	0.0011	0.0234	0.0461	TRC
14	DPR	0.0011	0.0240	0.0460	PNJ
15	DHG	0.0009	0.0195	0.0454	LSS
16	NTP	0.0014	0.0301	0.0451	MPC
17	VSC	0.0010	0.0220	0.0442	VNS
18	CII	0.0012	0.0278	0.0433	TTP
19	TTP	0.0011	0.0272	0.0420	TAC
20	STB	0.0008	0.0213	0.0388	VSC
21	NTL	0.0011	0.0296	0.0373	VHC
22	TAC	0.0011	0.0302	0.0372	PVA
23	REE	0.0010	0.0261	0.0371	DPR
24	VHC	0.0011	0.0304	0.0363	REE
25	HUT	0.0014	0.0392	0.0361	NBB
26	DBC	0.0011	0.0335	0.0342	DHG
27	HRC	0.0008	0.0254	0.0314	CII
28	HSG	0.0008	0.0298	0.0285	DBC
29	VCS	0.0011	0.0414	0.0273	VCS
30	PVA	0.0011	0.0423	0.0266	FPT
31	LSS	0.0006	0.0269	0.0226	HRC
32	VNR	0.0008	0.0351	0.0226	SJS
33	DPM	0.0005	0.0235	0.0215	HSG
34	KLS	0.0007	0.0347	0.0204	KLS
35	VNINDEX	0.0003	0.0160	0.0200	SSI
36	FPT	0.0004	0.0209	0.0200	VNINDEX

Các mã tốt nhất 2012

		Average	Standard	Sharpe
1	CSM	0.0052	0.0322	0.1614
2	TRA	0.0045	0.0287	0.1572
3	BMC	0.0050	0.0333	0.1497
4	HSG	0.0042	0.0300	0.1405
5	DRC	0.0042	0.0304	0.1367
6	MPC	0.0038	0.0291	0.1314
7	VNM	0.0020	0.0162	0.1253
8	DPM	0.0026	0.0222	0.1160
9	TAC	0.0033	0.0294	0.1108
10	KDC	0.0024	0.0215	0.1094
11	DBC	0.0026	0.0265	0.0989
12	CII	0.0030	0.0303	0.0984
13	POM	0.0026	0.0267	0.0961
14	TRC	0.0018	0.0222	0.0826
15	HVG	0.0021	0.0256	0.0812
16	REE	0.0019	0.0231	0.0803
17	VNR	0.0025	0.0317	0.0798
18	TBC	0.0017	0.0215	0.0784
19	SBT	0.0020	0.0271	0.0727
20	VIP	0.0022	0.0304	0.0711