

Use a rod, drop the net



**KINH TẾ VĨ MÔ & THI TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN**

**TRIỂN VỌNG NGÀNH & LỰA CHỌN
CỔ PHIẾU**

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NĂM 2015



“Khi tốc độ càng nhanh thì chu kỳ càng ngắn”, sự vận động của thị trường chứng khoán cũng vậy. Diễn biến chậm trong những tháng đầu năm gợi ý một chu kỳ dài hơn, nhưng nhiều giằng co hơn tương ứng với những cơ hội và thử thách mà nền kinh tế Việt Nam đang đối mặt. Việc đầu tư dựa vào xu hướng chung, theo trào lưu “nước lên, thuyền lên” có khả năng không còn lợi thế. Thay vào đó, chọn lọc cổ phiếu triển vọng và nắm giữ dài hạn có thể đem lại hiệu quả cao hơn.

Đã đến lúc “cắt lưới, dùng cần câu”- Báo cáo chiến lược đầu tư năm 2015 được đội ngũ phân tích Rong Việt thực hiện tập trung vào mục tiêu quan trọng là lựa chọn những gì và hành động như thế nào. Trong đó, chúng tôi chia sẻ góc nhìn về ngành và cách lựa chọn các cơ hội đầu tư. Về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, chúng tôi thay đổi so với bố cục truyền thống là dự báo và thuyết minh dự báo về các chỉ tiêu chính của nền kinh tế, mà đi vào những chủ đề mang tính thời sự có tầm ảnh hưởng xuyên suốt trong năm nay. Chúng tôi kỳ vọng, một số phần trong báo cáo này có thể đồng hành với nhà đầu tư không chỉ một tuần, một tháng mà cho đến khi chúng tôi cập nhật báo cáo mới.

Cuối cùng, chúng tôi kính gửi lời chúc sức khỏe và thành công đến quý nhà đầu tư. Mong sẽ tiếp tục được sự ủng hộ của quý nhà đầu tư trong thời gian tới.

Trân trọng,

RONG VIET RESEARCH



KINH TẾ VĨ MÔ
&
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

MỤC LỤC

KINH TẾ THẾ GIỚI 2015: GUỒNG QUAY NƯỚC KHÔNG HOÀN THIỆN	3
KINH TẾ VIỆT NAM 2015: KỶ VỌNG VÀO ĐIỀU TỐT NHẤT	6
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2015: DÒNG TIỀN THÔNG MINH SẼ TÌM VỀ CHỖ TRỮNG	17
TRIỂN VỌNG NGÀNH	25
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NĂM 2015: MUA CHỌN LỘC VÀ NẮM GIỮ	122

KINH TẾ THẾ GIỚI 2015: GUỒNG QUAY NƯỚC KHÔNG HOÀN THIỆN

Trần Thị Diễm My (my.ttd@vdsc.com.vn)

Xét về mặt tổng thể, kinh tế thế giới năm 2015 như một guồng quay nước không hoàn thiện, chỗ đẩy và lên cao, chỗ thiếu và đi xuống. Trong điều kiện đó, chính sách điều hành của NHTW các nước đang cố gắng làm đầy những chỗ còn thiếu hoặc hãm lại để không cho nước tràn ra. Việc giá hàng hóa đi xuống có thể ví là một dòng chảy mạnh có thể mang nước lên những chỗ cao đồng thời cũng có thể tàn phá những chỗ yếu ớt. Trong bối cảnh thiếu đi sự thuận lợi về tổng thể, chúng tôi cho rằng nền kinh tế Việt Nam sẽ nhận lấy cả những lợi ích và rủi ro mà môi trường kinh tế toàn cầu năm 2015 mang lại.

Tăng trưởng không đồng đều. Theo báo cáo Triển vọng kinh tế toàn cầu của IMF cập nhật ngày 19/01/2015, tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2015 ước đạt 3,5%, giảm 0,3% so với dự báo trước đó. Theo đó, triển vọng trong năm nay dự báo tiếp tục có sự phân hóa giữa các nền kinh tế, nổi bật là tốc độ tăng trưởng là Mỹ và Ấn Độ, trong khi đó, hầu hết các nền kinh tế còn lại đều đang trong tình trạng phục hồi chậm hoặc thậm chí suy giảm về tăng trưởng. Xét trong nhóm các nước phát triển, Mỹ được xem là một điểm sáng với triển vọng kinh tế khả quan trong năm nay nhờ sự cải thiện của nhiều yếu tố như tăng trưởng GDP, thị trường lao động, niềm tin tiêu dùng và hoạt động sản xuất. Ngược lại, hai nền kinh tế lớn khác là EU và Nhật Bản tiếp tục vấp phải nhiều khó khăn trong việc tìm lại động lực hồi phục kinh tế. Các báo cáo kém khả quan về tăng trưởng GDP, đặc biệt là tỷ lệ thất nghiệp còn duy trì mức cao (EU) hàm ý nhiều khó khăn mà nền kinh tế này phải tiếp tục đối mặt.

Đối với nhóm các nền kinh tế còn lại, bức tranh tăng trưởng có thể xem là *đầy đủ các thái cực*.

Trong khối các nước BRICs, Ấn Độ nổi lên với kỳ vọng đột phá trong năm 2015 đến từ sự cải thiện chỉ tiêu lạm phát và thâm hụt NSNN. Theo World Bank, tăng trưởng GDP năm 2015 của nước này ước đạt 6,4% và thuộc top các nền kinh tế tăng nhanh nhất thế giới. Ngược lại, nền kinh tế Trung Quốc dự báo sẽ bắt đầu bước vào một giai đoạn phát triển kinh tế chậm hơn sau thời gian dài tăng trưởng nóng được thúc đẩy bởi đầu tư Chính Phủ và xuất khẩu, tuy nhiên, mô hình tăng trưởng mới tập trung vào nhu cầu tiêu dùng nội địa và dịch vụ có thể xem là bước đệm để nền kinh tế lớn thứ hai thế giới chuyển sang giai đoạn *tăng trưởng chậm hơn nhưng bền vững hơn*. Trong khi đó, hai nền kinh tế còn lại thuộc khối BRICs là Nga và Brazil dự báo tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong năm 2015. Tăng trưởng chậm lại, lạm phát cao trong khi đồng nội tệ đang mất giá là nhận định trong phần lớn các dự báo của các tổ chức kinh tế đối với hai nền kinh tế này. Ngoài ra, các vấn đề nội tại liên quan đến nợ công (Brazil) và căng thẳng kinh tế với EU (Nga) cũng khiến tình hình các quốc gia này được nhận định sẽ tồi tệ hơn trong năm nay.

Đối với nhóm các nền kinh tế khu vực Đông Á và Đông Nam Á như Hàn Quốc, Singapore, Hong Kong và ASEAN-5, tăng trưởng chậm lại là bức tranh chung của hầu hết các nước thuộc khu vực này. Theo IMF, bên cạnh tác động của các yếu tố như biến động kinh tế toàn cầu và giá dầu giảm, đà suy giảm của tăng trưởng kinh tế Trung Quốc cũng sẽ có những tác động tiêu cực đối với các nền kinh tế mới nổi châu Á trong năm nay.

Làn sóng nổi lỏng tiền tệ. Trong bối cảnh các nền kinh tế trên toàn cầu có mức tăng trưởng không đồng đều, guồng quay định hướng chính sách tiền tệ của các NHTW tiếp tục có nhiều chuyển biến phân hóa trong năm nay. Hiện nay, lạm phát (chính xác hơn là lạm phát tiền lương) đang được xem là yếu tố quyết định thời điểm chính quyền FED sẽ tăng lãi suất. Theo khảo sát mới nhất của CNBC, nhiều nhà kinh tế cũng đồng thuận rằng tháng 9/2015 là thời điểm thích hợp để FED tiến hành nâng lãi suất, với lãi suất dự báo sẽ đạt mức 0,73% vào 12/2015. Tương tự với FED, chính quyền Brazil và Nga đã bắt đầu áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ với việc thực hiện nâng lãi suất cơ bản từ cuối năm 2014 để đối phó với tình trạng lạm phát cao và đồng nội tệ liên tục rớt giá ở hai nước này.

Trái ngược với định hướng về chính sách tiền tệ của ba quốc gia trên, đại bộ phận các NHTW

đều đang và dự định thực hiện các chương trình nới lỏng tiền tệ thông qua việc cắt giảm lãi suất điều hành hoặc sử dụng các gói nới lỏng định lượng. Gói kích thích kinh tế trị giá ~30 tỷ USD của BOJ (áp dụng từ cuối năm 2014) và ~1.100 tỷ USD của ECB (bắt đầu áp dụng từ tháng 03/2015) là những chương trình nới lỏng đầu tiên của hai NHTW (sau FED) thực hiện nhằm nỗ lực vực dậy đà tăng trưởng mong manh, bên cạnh đó, các chương trình này cũng kỳ vọng sẽ mang lại nhiều hiệu ứng tích cực đối với kinh tế toàn cầu. Ví dụ điển hình cho việc thực hiện nới lỏng tiền tệ thông qua công cụ lãi suất là hai NHTW PBOC (Trung Quốc) và BOI (Ấn Độ). Vào tháng 01/2015, Ấn Độ đã tiến hành cắt giảm lãi suất cơ bản 0,25% xuống còn 7,75%, đây là những tín hiệu bước đầu cho những chính sách điều hành mạnh tay hơn của chính quyền nước này trong năm nay. Theo nhiều nhận định, diễn biến của làn sóng nới lỏng kinh tế trong năm nay sẽ không dừng lại ở nhóm quốc gia phát triển (Thụy Sĩ, Canada, Đan Mạch,...), mà sẽ lan sang cả ở nhóm đang phát triển (Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ).

Sự khác biệt giữa việc tăng trưởng không đồng đều và chính sách tiền tệ đối lập của Mỹ với đại bộ phận các nền kinh tế khác khiến cho đồng USD được dự báo tăng giá so với hầu hết các đồng tiền chủ chốt trong năm nay. [\(Xem thêm Phụ lục 1 \(trang 133\) - Thống kê các dự báo các chỉ tiêu kinh tế thế giới năm 2015\)](#)

Rủi ro gia tăng đối với một số nền kinh tế khi giá dầu giảm. Theo IMF, chỉ số giá hàng hóa (trừ dầu thô) đã bắt đầu xu hướng giảm từ năm 2012, trước cả khi giá dầu thô bắt đầu giảm trong năm 2014. Trong lịch sử của một nền kinh tế, chu kỳ vận động tăng-giảm của giá hàng hóa (đặc biệt là nguyên liệu cơ bản và nông sản) là một điều hết sức bình thường, tuy nhiên, đợt giảm giá dầu thô vào cuối tháng 06 năm 2014 đã làm trầm trọng hơn đà giảm lần này. Theo World Bank, 9/10 loại hàng hóa dự báo sẽ tiếp tục đà giảm giá, do đó, điều này cũng tạo ra sự thay đổi đáng kể đối với nhiều nền kinh tế trong năm nay.

Nhật Bản, Ấn Độ và Anh là nằm trong nhóm những nước nhập khẩu dầu được hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng này nhờ duy trì tỷ lệ lạm phát ổn định, thu nhập thực tế của người dân cải thiện qua đó hỗ trợ tích cực cho tiêu dùng nội địa. Đối với nhóm các nước nhập khẩu dầu khác (EU, Trung Quốc, Hàn Quốc và Singapore), tuy được hưởng lợi nhiều nhưng yếu tố tổng cầu yếu sẽ là nguyên nhân khiến tình trạng giảm phát thêm trầm trọng và qua đó gây ra lo ngại đối với rủi ro giảm phát sẽ gia tăng ở nhóm các nước này. Ngược lại, những nước xuất khẩu dầu mỏ (Nga, Venezuela) và hàng nông sản lớn (Brazil) lại đang đối phó với tình trạng lạm phát cao. (xem bảng)

Bảng: Tác động của giá dầu lên sức khỏe của nền kinh tế

Nước nhập khẩu dầu	EU/Trung Quốc/Hàn Quốc/Singapore (+) Lạm phát "xấu"	Nhật Bản/Ấn Độ/ Anh (+++) Lạm phát "tốt"
	Nước xuất khẩu dầu	Nga/Venezuela/Brazil (-)

Nguồn: Themarketmogul.com

Hàm ý đối với Việt Nam

- 1. Xuất khẩu tích cực nhờ sự cải thiện nhu cầu tiêu dùng hàng hóa ở Mỹ:** Sự phục hồi của nền kinh tế tại Mỹ sẽ tạo ra tác động tích cực đối với hoạt động xuất khẩu của Việt Nam. Ngoài ra, trong kịch bản khả quan là các nền kinh tế lớn cải thiện nhu cầu nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ, thì Việt Nam có thể gia tăng xuất khẩu sang các thị trường như EU, Nhật Bản...
- 2. Giá hàng hóa thấp về tổng thể sẽ tác động tích cực đến kinh tế Việt Nam:** Yếu tố này góp phần cải thiện biên lợi nhuận của các doanh nghiệp có giá đầu vào giảm. Mặt khác, giá cả hàng hóa thấp cũng góp phần cải thiện thu nhập khả dụng trong nước qua đó hỗ trợ tích cực cho tổng cầu.
- 3. Rủi ro đối với Việt Nam đến từ sự phân hóa chính sách tiền tệ các nước:** Rủi ro trong sự phân hóa của chính sách tiền tệ của các nước nếu thực sự hình thành một cuộc chiến tranh tiền tệ như nhiều người quan ngại thì sẽ có ảnh hưởng đối với sự ổn định tài chính và tiền tệ của Việt Nam. Thêm vào đó, việc làn sóng nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ gián tiếp làm giảm giá đồng nội tệ của nhiều nước, từ đó hàm ý tiêu cực đối với cán cân thương mại giữa Việt Nam với các quốc gia này.

KINH TẾ VIỆT NAM 2015: KỲ VỌNG VÀO ĐIỀU TỐT NHẤT

Trần Thị Hà My (my.tth@vdsc.com.vn)

Dự báo một số chỉ số vĩ mô 2015

	2013	2014	2015F		
			Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 3
Tăng trưởng kinh tế	5,42%	5,98%	5,86%	6,04%	6,21%
Cán cân thương mại (tỷ USD)	+0,09	+1,5	Na	Na	Na
Tăng trưởng xuất khẩu	15,4%	11,6%	Na	Na	Na
Tăng trưởng nhập khẩu	16,1%	15,9%	Na	Na	Na
Lạm phát	6,0%	1,9%	2,0%	3,0%	4,0%
Trần lãi suất huy động	7,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%
Tăng trưởng cung tiền	18,51%	16,00%	Na	Na	Na
Tăng trưởng tín dụng	12,51%	12,61%	13-15%	13-15%	13-15%
Bội chi ngân sách	5,3%	5,0%	6,0%	5,8%	5,3%
Tỷ giá	21.036	21.246	21.670	21.670	21.670

Nguồn: GSO, RongViet Securities tổng hợp và dự báo
Kịch bản 1, 2, 3 tương ứng với giá dầu lần lượt là 40\$/thùng, 50\$/thùng, 60\$/thùng

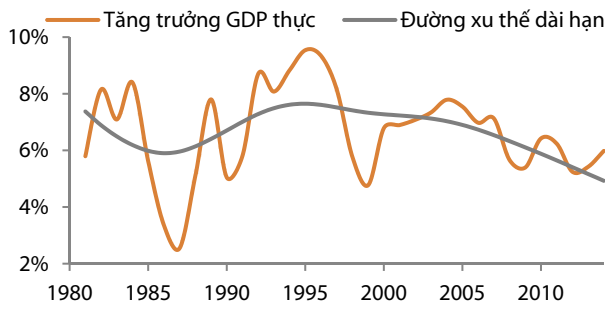
Triển vọng chung

Việt Nam đang đứng trước cánh cửa hồi phục kinh tế. Năm 2014, Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng đạt xấp xỉ 5,98%, mức cao nhất kể từ năm 2011. Xét từ cả hai khía cạnh tổng cầu và tổng cung, có thể thấy đầu tư tư nhân và tăng trưởng của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo đã tạo ra sự cải thiện trong GDP. Trong năm 2015, chúng tôi đánh giá 3 yếu tố dưới đây sẽ là trụ đỡ cho tăng trưởng kinh tế:

- (1) *Sản xuất công nghiệp* duy trì được đà tăng trưởng nhờ làn sóng dịch chuyển của các nhà sản xuất thiết bị điện tử, phụ tùng xe cộ và dệt may lớn trên thế giới đến Việt Nam. Theo HSBC, chỉ số PMI đã duy trì ở mức trên 50 điểm trong 18 tháng liên tiếp khẳng định sự tăng trưởng chắc chắn của lĩnh vực sản xuất.
- (2) *Đầu tư tư nhân* đã bắt đầu chuyển động tích cực hơn trong năm trước do mặt bằng lãi suất cho vay giảm, trong năm nay, *tiêu dùng của khu vực tư nhân* được kỳ vọng sẽ tốt hơn cùng kỳ nhờ giá dầu duy trì ở mức thấp.
- (3) Khó khăn về ngân sách có thể khiến cho hoạt động *đầu tư của khu vực nhà nước* bị ảnh hưởng, tuy nhiên, tương tự như khu vực tư nhân, *tiêu dùng của khu vực nhà nước* cũng sẽ hưởng lợi nhờ xu hướng giảm giá hàng hóa, góp phần vào tăng trưởng của lĩnh vực dịch vụ nói chung.

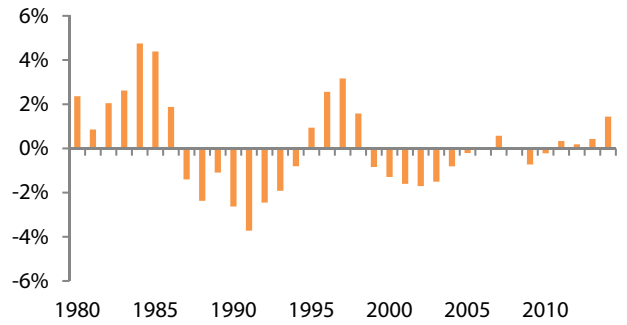
Sử dụng phương pháp lọc Hodrick-Prescott, chúng tôi ước tính được xu hướng dài hạn của tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 1990-2014. Mặc dù đường xu hướng dài hạn vẫn tiếp tục đi xuống trong năm 2014, tuy nhiên, chênh lệch giữa sản lượng thực tế và sản lượng tiềm năng đã được nới ra, đạt mức cao nhất kể từ năm 1998 đến nay. Chuyển biến khả quan chúng tôi nhận thấy là sự đóng góp của yếu năng suất tổng hợp (TFP) vào GDP gia tăng. Việc tăng trưởng thực đã đảo chiều và nằm trên đường tăng trưởng dài hạn đưa đến kỳ vọng về một thời kỳ mở rộng của tăng trưởng. Tuy nhiên, với kịch bản cơ sở tại mức giá dầu (WTI) (~50\$/thùng), chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng đối với tăng trưởng GDP năm 2015 (~6%).

Phân tích xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (1980-2014)*



Nguồn: RongViet Research
* % tăng trưởng, giá so sánh 2010

Chênh lệch giữa sản lượng thực tế và sản lượng tiềm năng (%)

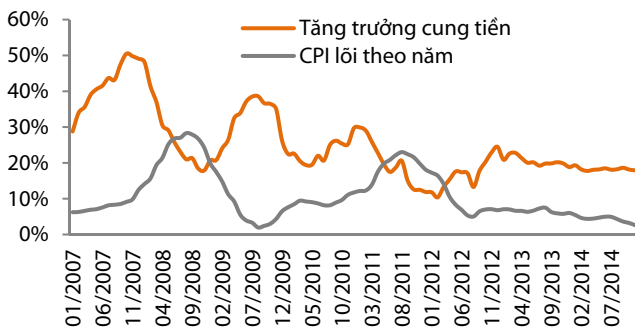


Nguồn: RongViet Research

Lạm phát ở mức vừa phải. Theo tính toán của chúng tôi, từ cuối năm 2014, xu hướng dài hạn của chỉ số giá tiêu dùng theo tháng đã chạm mức 0% cho thấy mặt bằng giá cả của hầu hết các loại hàng hóa không thay đổi. Xem xét các yếu tố có thể ảnh hưởng đến lạm phát năm 2015, chúng tôi cho rằng lạm phát ở mức 3% là hợp lý bởi giá cả hàng hóa có thể tăng nhẹ nhờ sự cải thiện của nhu cầu tiêu dùng. Các lập luận được xem xét gồm:

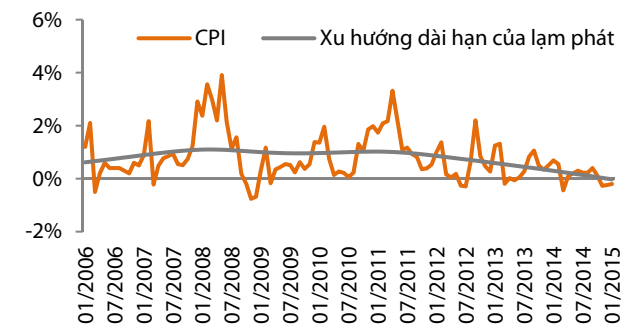
- (1) Theo dự báo của World Bank, giá các loại hàng hóa trên thế giới sẽ tiếp tục đi xuống trong năm 2015, hình thành chuỗi giảm giá 4 năm liên tiếp. Đồng thời, giá dầu duy trì ở mức thấp cũng sẽ khiến lạm phát kỳ vọng không thay đổi nhiều trong năm nay.
- (2) Trong 3 năm trở lại đây, tăng trưởng cung tiền duy trì ở mức 16-19%, trong khi tăng trưởng huy động vốn cũng duy trì ở mức xấp xỉ 16%. Điều này cho thấy người dân vẫn đang thận trọng trong chi tiêu và tâm lý tiết kiệm vẫn đang là chủ đạo. Dựa vào diễn biến giữa tăng trưởng cung tiền và lạm phát, chúng tôi cho rằng rủi ro lạm phát đến từ yếu tố cung tiền là khá thấp.
- (3) Các cấu thành có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng lạm phát tại từng thời điểm là điều chỉnh giá điện, giá dịch vụ công (học phí, viện phí) và giá nhà đất khi thị trường bất động sản hồi phục rõ nét hơn. Ngoài ra, cũng cần lưu ý đến khả năng đảo chiều của giá dầu thế giới (nửa cuối năm 2015) sẽ trực tiếp tác động lên diễn biến của chỉ số giá tiêu dùng.

Diễn biến tăng trưởng cung tiền và lạm phát



Nguồn: RongViet Research

Lạm phát & xu hướng dài hạn của lạm phát



Nguồn: RongViet Research

Đầu tư cải thiện. Chúng tôi cho rằng môi trường đầu tư hiện tại đã cải thiện so với cách đây một vài năm, cùng với sự ra đời của các luật mới (Luật Đầu tư & Luật Doanh nghiệp 2014), hoạt động đầu tư sẽ có chuyển biến tích cực hơn trong năm nay.

- (1) Đầu tư công: Theo dự toán chi ngân sách năm 2015, vốn đầu tư phát triển sẽ vào khoảng 195.000 tỷ đồng, tăng 15% so với ước thực hiện năm 2014, trong đó chi đầu tư xây dựng cơ bản sẽ tập trung phân bổ ở hai lĩnh vực là giao thông và y tế.
- (2) Đầu tư tư nhân: Năm 2014 đánh dấu sự chuyển biến tích cực của hoạt động đầu tư đến

từ khu vực tư nhân khi có mức tăng trưởng vượt trội so với hai khu vực còn lại. Trong năm nay, chúng tôi kỳ vọng quá trình đào thải các doanh nghiệp yếu kém sẽ đi đến hồi kết, vĩ mô ổn định và định hướng giảm lãi suất cho vay có thể tiếp tục thúc đẩy đầu tư của khu vực tư nhân.

- (3) Đầu tư nước ngoài: do bối cảnh kinh tế toàn cầu khó khăn, dòng vốn đầu tư nước ngoài đã không còn bùng nổ như giai đoạn 2007-2008, tuy nhiên, việc giữ được tốc độ tăng trưởng và giải ngân vốn đầu tư của khu vực này cũng góp phần đáng kể vào bức tranh chung của vĩ mô. Làn sóng dịch chuyển của các nhà sản xuất điện tử và dệt may lớn trên thế giới đến Việt Nam sẽ tiếp diễn trong năm 2015, đảm bảo tăng trưởng ổn định của dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài.

Chính sách tiền tệ:

1. Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức trên 12% trong hai năm liên tiếp, tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, dòng vốn thông qua kênh tín dụng đã có sự dịch chuyển. Cụ thể, tín dụng phục hồi đầu tiên từ lĩnh vực nông lâm nghiệp, đến xây dựng và công nghiệp, và hiện tại đã lan tỏa đến lĩnh vực thương mại và dịch vụ. Đồng thời, tiến trình gom nợ xấu của VAMC đang diễn biến tích cực, đến cuối năm 2014, VAMC đã mua được khoảng 123.000 tỷ đồng nợ xấu (~3,2% dư nợ của nền kinh tế). Với định hướng mua thêm 70.000-100.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm 2015, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu có thể giảm về dưới 3% vào cuối năm. Tăng trưởng tín dụng năm nay đạt mức 13-15% là khả thi.
2. Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay đã liên tục giảm trong các năm gần đây về mức thấp hơn giai đoạn 2005-2006. Chúng tôi cho rằng định hướng giảm lãi suất cho vay thêm 1-1,5% có thể thực hiện được trong điều kiện lạm phát thấp và nợ xấu dần được đưa ra khỏi bảng cân đối của các ngân hàng. Gói hỗ trợ 50.000 tỷ đồng cho bất động sản được NHNN trình Chính phủ xem xét được coi là tín hiệu nới lỏng tiền tệ hơn nữa trong năm 2015.

Chính sách tài khóa:

1. Trong năm 2014, tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP đạt ~5% trong bối cảnh giá dầu thô ở mức cao, bình quân khoảng 103 USD/thùng. Mục tiêu tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP năm 2015 sẽ vào khoảng 5%, tuy nhiên, chúng tôi quan ngại thâm hụt ngân sách sẽ tăng thêm do thu từ dầu thô chiếm tỷ trọng khá cao trong thu ngân sách (>12%). Với kịch bản giá dầu 50\$/thùng (WTI), chúng tôi ước tính tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP năm nay sẽ tăng lên mức 5,8%.
2. Chi đầu tư phát triển trong năm nay tăng so với năm trước, tuy nhiên, do ngân sách khó khăn, chúng tôi cho rằng dư địa cho chính sách tài khóa sẽ tiếp tục bị hạn chế. Tỷ lệ vốn đầu tư/GDP của khu vực nhà nước ước đạt 12%, giảm so với mức 12,6% của năm 2014. Đối với đầu tư cho cơ sở hạ tầng, các hình thức kêu gọi tư nhân góp vốn sẽ trở nên phổ biến.



CHỦ ĐỀ CHÍNH

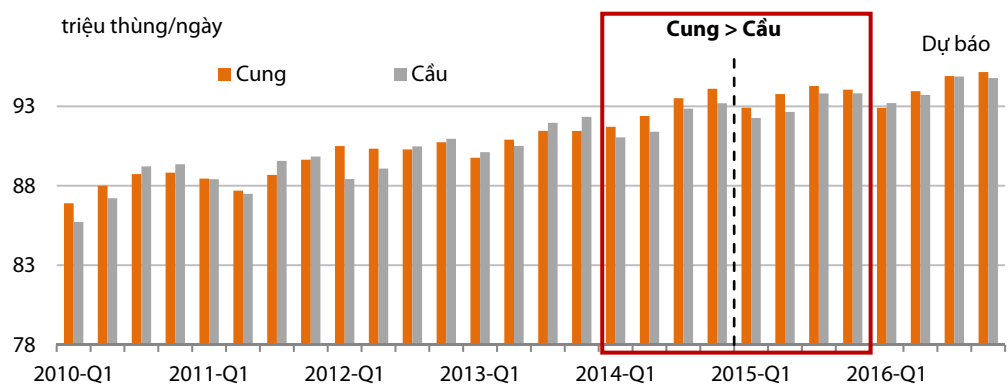
Ba chủ đề chính được RongViet Research lựa chọn trong Báo cáo chiến lược đầu tư năm 2015 đối với kinh tế vĩ mô Việt Nam đi từ thực chất của nền kinh tế, những tác nhân bên ngoài và nội tại đang song hành với sự chuyển mình của cả nền kinh tế trong năm nay. Với các chủ đề này, chúng tôi hy vọng nhà đầu tư có thể có một góc nhìn khách quan về kinh tế Việt Nam năm 2015, làm rõ tác động đến ngành của từng yếu tố, từ đó có cơ sở để xây dựng chiến lược đầu tư trong năm 2015 từ góc độ vĩ mô.

Chủ đề 1: Ảnh hưởng của giá dầu thấp đối với nền kinh tế

Theo EIA, nguồn cung nhiên liệu từ dầu mỏ sẽ tiếp tục vượt cầu cho đến cuối năm 2015 bất chấp việc các nhà sản xuất ở Mỹ đã cắt giảm một lượng lớn giàn khoan trong tháng đầu năm, do đó, kịch bản giá dầu thấp được duy trì cả năm 2015 là tương đối chắc chắn. Dựa trên những đánh giá của tổ chức tài chính lớn và khảo sát các nhà phân tích trên Bloomberg, chúng tôi đưa ra kịch bản cơ sở cho giá dầu thô bình quân năm 2015 ở mức 50\$/thùng. ([Xem thêm Phụ lục 2 \(trang 134\): Các yếu tố ảnh hưởng đến giá dầu](#))

Tại mức giá này, nền kinh tế Việt Nam sẽ có những thay đổi đáng kể xét từ góc độ người tiêu dùng, doanh nghiệp và Chính phủ.

Diễn biến cung-cầu nhiên liệu từ dầu mỏ thế giới



Nguồn: EIA

- ❖ **Người tiêu dùng:** Với mặt bằng giá xăng hiện nay (~17.280 đồng/lít, giảm 27% so với giá bình quân năm 2014) và nhu cầu tiêu thụ xăng năm 2015 ước tính khoảng 5 triệu tấn, chúng tôi tính toán người dân Việt Nam sẽ tiết kiệm được khoảng 30.000 tỷ đồng (~0,8% GDP và 10% mức tăng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng năm 2014). Đây là một khoản tiết kiệm đáng kể có thể thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nội địa trong năm nay, các ngành hàng kỳ vọng có mức tăng trưởng tốt về doanh thu bán lẻ gồm: **đồ dùng gia đình, thiết bị văn hóa, giáo dục, phương tiện đi lại, hàng tiêu dùng nhập khẩu, dịch vụ khác...** Ngoài ảnh hưởng trực tiếp đến thu nhập ròng của người dân, chúng tôi cho rằng tác động lan truyền của việc giảm giá xăng dầu đối với các hàng hóa và dịch vụ khác tương đối yếu. Diễn biến giá cả các mặt hàng trong rổ hàng hóa tiêu dùng nhìn chung ổn định sau 6 tháng giá dầu liên tục đi xuống.
- ❖ **Doanh nghiệp:** Mức độ ảnh hưởng của giá dầu đối với các doanh nghiệp sẽ tùy thuộc vào tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu có liên quan đến dầu thô và các chế phẩm từ dầu thô trong giá thành sản phẩm hoặc dịch vụ.
*Việc giá dầu duy trì ở mức thấp sẽ ảnh hưởng trực tiếp nhất đến lĩnh vực **vận tải** (đường bộ, hàng không, đường sắt, và đường thủy). Trong khi giá các loại nhiên liệu đã giảm từ 30-40%, giá cước vận tải chỉ giảm khoảng 5-15%. Với tỷ trọng chi phí nhiên liệu chiếm từ*

25%-45% giá thành, một số doanh nghiệp vận tải sẽ có cơ hội gia tăng biên lợi nhuận. *Doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng sẽ hưởng lợi hai đầu.* So với vận tải hành khách, giá cước vận tải hàng hóa giảm ít hơn với mức giảm trung bình 3-5%, như vậy, chúng tôi cho rằng phần tiết kiệm từ chi phí vận tải sẽ không nhiều. Tuy nhiên, do sự gia tăng chi tiêu của người tiêu dùng, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng có thể là đối tượng hưởng lợi tiếp theo.

Một số doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực có sử dụng nhiều nhiên liệu như **thép, nhôm kính, nhiệt điện, phân bón, ...** hoặc sử dụng nguyên liệu là các chế phẩm từ dầu thô như **nhựa, sợi tổng hợp, cao su tổng hợp...** cũng sẽ được hưởng lợi từ giá dầu thấp.

Ngược lại, những doanh nghiệp có liên quan trực tiếp đến hoạt động khai thác, sản xuất và thương mại dầu khí sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực khi giá dầu duy trì ở mức thấp (PVN).

- ❖ **Chính phủ:** Thu từ dầu thô chiếm 12,6% ước thực hiện thu NSNN 2014, là mức thấp so với giai đoạn 2011-2013. Theo dự toán thu NSNN 2015, tỷ trọng thu từ dầu thô giảm chỉ còn 10,2% tổng thu. Dù vậy, chúng tôi cho rằng với mức giá dầu thấp như hiện nay, thâm hụt NSNN chắc chắn sẽ gia tăng bởi cơ cấu nguồn thu vẫn phụ thuộc nhiều vào dầu mỏ. Cụ thể, (1) Thu thuế TNDN từ hoạt động dầu thô chiếm 35% tổng thu thuế TNDN trong khi thuế TNDN là sắc thuế chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng thu NSNN (~26%); (2) Thu thuế tài nguyên từ dầu thô chiếm đến 75% tổng khoản thu thuế tài nguyên (~4,7% tổng thu NSNN); (3) Đầu năm 2015, Bộ Tài chính đã nâng mức thuế suất nhập khẩu xăng dầu các loại lên mức 30-35%, cao hơn nhiều so với mức bình quân 15-20% trong năm trước, tuy nhiên, với mức giá dầu thấp chỉ bằng ½ mức bình quân của năm 2014, nguồn thu thuế nhập khẩu đến từ việc tăng thuế khó có thể bù đắp ảnh hưởng của giá dầu thấp đối với khoản thuế NK và thuế GTGT hàng NK. Với giả định giá dầu trong năm 2015 vào khoảng 50\$/thùng, chúng tôi ước tính thu từ dầu thô sẽ giảm khoảng 40% so với cùng kỳ, thâm hụt NSNN trong năm nay ước tăng lên mức 5,8%GDP.

Chủ đề 2: Sức cạnh tranh của nền kinh tế nhìn từ nhiều góc độ

Chúng tôi chọn chủ đề này là chủ đề chính đối với nền kinh tế Việt Nam trong năm 2015 là do sức nóng đến từ câu chuyện hội nhập. Dù vậy, xét về mặt bản chất, Việt Nam vẫn đang là một nước có lợi thế so sánh nghiêng về phía nhân công giá rẻ và tài nguyên. Bên cạnh đó, chính sách điều hành dù định hướng tốt nhưng vẫn luôn có cái giá phải trả để có được sự ổn định.

❖ Lợi thế của Việt Nam so với các nước trong khu vực là dân số trẻ và lao động rẻ

Theo báo cáo Năng lực cạnh tranh toàn cầu năm 2014, Việt Nam đứng thứ 6 trong khu vực các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển tại châu Á. So với năm trước, vị trí của Việt Nam đã cải thiện hai bậc, tuy nhiên, mức độ cải thiện lại không bằng một số quốc gia khác trong khu vực. Trong các tiêu chí được đánh giá, tiêu chí quy mô thị trường và hiệu quả thị trường lao động có mức xếp hạng cao nhất, điều này phần nào thể hiện lợi thế cạnh tranh của Việt Nam trong điều kiện hiện tại.

Dân số trung bình của Việt Nam năm 2014 ước tính khoảng 90,73 triệu người, tăng 1,08% so với năm 2013. Trong đó, lực lượng trong độ tuổi lao động chiếm 60% và tăng 1,4% so với năm trước. Tỷ số phụ thuộc ở Việt Nam là 44% (<50%) và vẫn đang ở trong thời kỳ "dân số vàng". Trong khi đó, theo báo cáo của Morgan Stanley*, nhiều nền kinh tế lớn ở khu vực Châu Á-Thái Bình Dương (Trung Quốc, Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan, Thái Lan, HongKong) phải đối mặt với thách thức dân số đang già đi, dân số trong độ tuổi lao động không tăng trưởng trong năm 2015 và sẽ suy giảm từ năm 2016 trở đi. Điều này cũng lý giải cho việc dòng vốn FDI từ các quốc gia này nằm trong top 10 vốn đầu tư đăng ký tại Việt Nam.

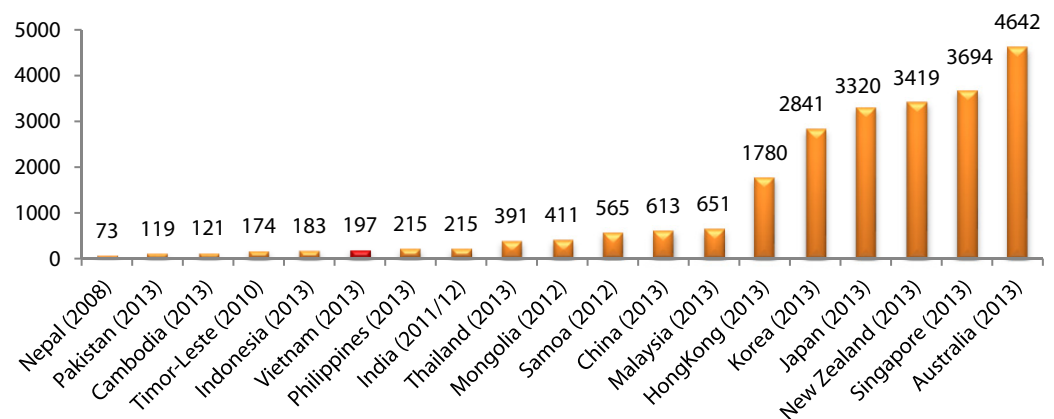
Ngoài lợi thế về dân số trẻ, chi phí nhân công rẻ cũng là một trong những yếu tố giúp Việt Nam thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài. Theo báo cáo Tiền lương toàn cầu, mức tiền lương bình



quản hàng tháng của Việt Nam chỉ ở mức 197\$/tháng, thấp hơn hầu hết các nước trong khu vực châu Á – Thái Bình Dương và thấp hơn đáng kể so với mức 613\$/tháng tại Trung Quốc. Báo cáo cũng cho biết hiện tại Trung Quốc cạnh tranh dựa trên năng suất cao hơn là giá nhân công rẻ, lợi thế so sánh của Trung Quốc đang chuyển dịch sang các ngành có giá trị gia tăng cao (sản xuất ô tô, thiết bị viễn thông...) và tách khỏi các ngành công nghiệp thâm dụng lao động như dệt may, da giày.... Trong khi đó, có thể thấy, những ngành thâm dụng lao động đang là lợi thế của Việt Nam hiện nay. Tính theo thang điểm từ 1-7, bản chất lợi thế cạnh tranh của Việt Nam được 2,6 điểm (theo Báo cáo Năng lực cạnh tranh toàn cầu 2014-2015), tức là còn phụ thuộc nhiều vào lao động giá rẻ và tài nguyên thiên nhiên.

**Asia Pacific Economics: The 3D Challenge 20/01/2015 – Morgan Stanley*

Mức lương bình quân theo tháng của một số nước trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương



Nguồn: ILO

❖ Câu chuyện hội nhập và tác động đến ngành

“Thương mại tự do không dựa trên lợi ích, mà dựa trên công bằng” – Edmund Burke

Câu chuyện hội nhập kinh tế quốc tế bắt đầu được nhắc đến nhiều hơn khi Việt Nam bước vào giai đoạn cuối của quá trình đàm phán Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP). Cho đến thời điểm hiện tại, mặc dù TPP chưa được ký kết song một số Hiệp định thương mại quan trọng đã được ký kết vào cuối năm 2014 (Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Hàn Quốc (FTA VN-HQ) và Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên Minh Hải quan Nga-Belarus-Kazakhstan (VCUFTA)). Trong năm 2015, câu chuyện đàm phán và ký kết các hiệp định thương mại tự do sẽ tiếp tục là câu chuyện nổi bật kỳ vọng sẽ giúp cả nền kinh tế trở nên lạc quan hơn. Nguyên tắc cơ bản trong hội nhập chính là thị trường tự do và cạnh tranh công bằng, đây chính là yếu tố sẽ tạo ra cả cơ hội và thách thức đối với nền kinh tế Việt Nam. Xét ở góc độ mở rộng thị trường xuất khẩu, những ngành có lợi thế so sánh về thương mại sẽ được hưởng lợi, ngược lại, những ngành có mức độ bảo hộ cao sẽ gặp khó khăn.

Đối với hai hiệp định thương mại đã ký kết:

- FTA VN – HQ: Hàn Quốc đang là nước có vốn đầu tư trực tiếp lớn nhất tại Việt Nam trong năm 2014, lợi ích thu hút đầu tư mới và tận dụng chuyển giao công nghệ kỳ vọng sẽ gia tăng sau khi ký kết FTA. Ngoài ra, ngành **thủy sản** có thể hưởng lợi về thuế quan khi xuất sang thị trường này.
- VCUFTA: Thị trường quan trọng nhất trong khối này là thị trường Nga, tuy nhiên, thương mại giữa Việt Nam và Nga chiếm tỷ trọng thấp trong tổng kim ngạch xuất nhập khẩu. Cộng thêm những khó khăn đối với nền kinh tế này và việc đồng rúp mất giá mạnh trong thời gian gần đây, chúng tôi không kỳ vọng VCUFTA sẽ mang lại lợi ích hữu hình đối với nền kinh tế trong năm 2015.

Đối với các hiệp định đang đàm phán:

- TPP: Trong khối TPP, lợi thế so sánh của Việt Nam tập trung ở nhóm hàng nông sản, nguyên liệu thô và sản phẩm chế tạo sử dụng nhiều lao động**. Đây đều là các nhóm hàng chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu xuất khẩu và cũng gắn liền với lợi thế của Việt Nam như chúng tôi đã đề cập ở trên. Tuy nhiên, do xuất khẩu nông sản và nguyên liệu thô phải đối mặt với nhiều thách thức về giá cả cũng như các rào cản phi thương mại, chúng tôi cho rằng lợi ích đến từ việc mở rộng thị trường xuất khẩu sang các nước trong TPP sẽ nổi trội nhất đối với các sản phẩm chế tạo sử dụng nhiều lao động (**đệt may, túi xách, da giày, đồ nội thất, vải sợi, thiết bị viễn thông**). Ngược lại, việc mở cửa thị trường có thể tác động tiêu cực đến ngành **chăn nuôi, bơ sữa và thức ăn chăn nuôi** do nhiều nền kinh tế trong TPP có lợi thế về các sản phẩm này. Một số nước trong TPP cũng có lợi thế so sánh trong xuất khẩu **thủy sản** có thể khiến gia tăng cạnh tranh nội khối đối với mặt hàng này sau khi TPP được ký kết. Ngoài ra, việc bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ trong ngành **dược phẩm** có thể làm tăng chi phí sản xuất thuốc và hạn chế khả năng tiếp cận của Việt Nam về công nghệ đối với các loại dược phẩm thiết yếu.

Cán cân thương mại của Việt Nam với các nước trong TPP, AEC và VCUFTA

Số liệu năm 2014 (Đơn vị: triệu USD) (-) Thâm hụt / (+) Thặng dư

ASEAN	-6.510				
Indonesia	-2.208	Myanmar	+211		
Philippines	+1.645	Laos	-331		
Thailand	-6.510	Cambodia	+2.041		
				Kazakhstan	VCUFTA
				Russia	+907
					Belarus
				VIETNAM	
Malaysia	-263	Brunei	-68		
Singapore	-3.894				
		United States	+22.371	Japan	+1.795
		Mexico	+772	Canada	+1.695
				Australia	+1.932
				New Zealand	-162
		Peru	+89	Chile	+154
TPP	+24.422				

Nguồn: RongViet Research

- FTA Việt Nam – EU: Theo nghiên cứu của MUTRAP, lợi ích Việt Nam thu được từ hiệp định này gồm: (1) thu hút vốn đầu tư nước ngoài vào ngành **dịch vụ** của Việt Nam; (2) tăng cường xuất khẩu (ngành **đệt may, da giày, thủy sản**); (3) nâng cấp trình độ kỹ thuật thông qua nhập khẩu máy móc (**điện tử và máy móc**). Tuy nhiên, cũng cần lưu ý trong bối cảnh khu vực EU đang đối mặt với thách thức tăng trưởng và đồng EUR mất giá thì lợi ích đến từ hiệp định thương mại này có thể chỉ đến sau khi khu vực này cho thấy kết quả từ gói nới lỏng định lượng mới công bố đầu năm 2015.
- Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC): Năm 2015 là năm đánh dấu cột mốc hoàn thành mục tiêu xây dựng Cộng đồng Kinh Tế ASEAN với 3 trụ cột gồm: (1) Thị trường và cơ sở sản xuất thống nhất; (2) Khu vực kinh tế cạnh tranh và phát triển đồng đều; (3) Hội nhập với nền kinh tế toàn cầu. Nghiên cứu cho thấy tác động hội nhập trong AEC đối với Việt Nam là không đáng kể do sự tương đồng khiến cho Việt Nam và các nước trong ASEAN

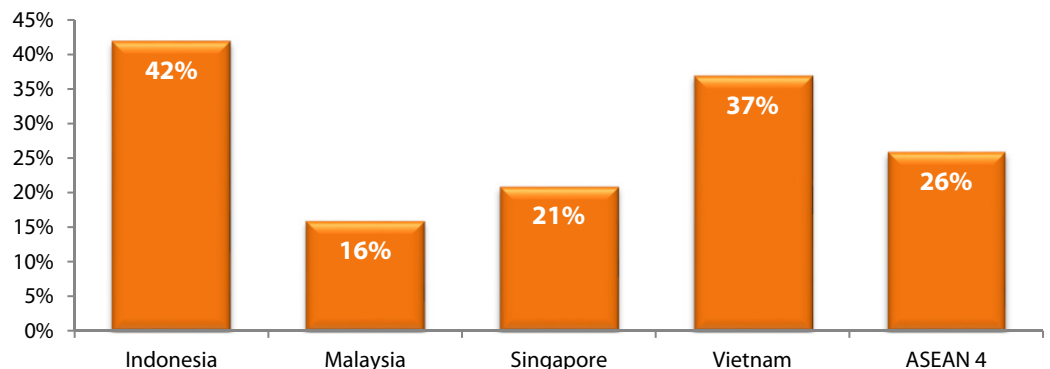


cạnh tranh cả trong thị trường xuất khẩu và trong thu hút vốn đầu tư nước ngoài**. Với lộ trình thuế suất BTC công bố, hầu như tất cả mặt hàng sẽ được cắt giảm thuế nhập khẩu về mức 0%. Việc cắt giảm thuế suất từ mức bình quân 5% về 0% tại một số sản phẩm thuộc các ngành như **Thực phẩm, Bánh kẹo, Hàng gia dụng, nội thất, Đồ trang sức, May mặc và da giày, Giấy, Cao su tự nhiên và cao su tổng hợp, ...** sẽ khiến mức độ cạnh tranh về giá giữa hàng hóa Việt Nam và các nước ASEAN tăng lên. Đối với mặt hàng **ô tô, xe máy**, thuế NK sẽ duy trì ở mức 50% trong năm 2015 và giảm dần trong giai đoạn 2016-2018 về mức 0%, trong khi đó các loại phụ tùng liên quan (**Pin ắc quy, Động cơ...**) sẽ được điều chỉnh giảm thuế còn 0% trong năm nay.

** Báo cáo thường niên kinh tế Việt Nam 2014, NXB Đại học Quốc Gia Hà Nội

Tiến trình hội nhập trong tương lai gần sẽ đem lại thay đổi về nhiều mặt đối với nền kinh tế, tuy nhiên, khả năng tận dụng các cơ hội vẫn đang là vấn đề đáng quan ngại. Theo khảo sát của EIU, Việt Nam là nước có tỷ lệ doanh nghiệp sử dụng được toàn bộ lợi ích từ các hiệp định thương mại tự do (FTAs) cao thứ hai trong nhóm nước ASEAN đã ký kết nhiều FTAs, tuy nhiên tỷ lệ này vẫn ở mức khá thấp (~37%). Trong khi đó, theo ISEAS, nhận thức của các doanh nghiệp Việt Nam về AEC còn hạn chế, có đến 63% doanh nghiệp cho rằng AEC không có ảnh hưởng hoặc ảnh hưởng rất ít đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Với lợi ích từ các FTA, các doanh nghiệp nước ngoài đã bắt đầu để chuẩn bị đón đầu các cơ hội thông qua việc đầu tư, xây dựng nhà xưởng ở Việt Nam, trong khi đó, phần lớn doanh nghiệp trong nước và tầng lớp nông dân (đối tượng chịu ảnh hưởng tiêu cực từ FTA) vẫn chưa có được tầm nhìn mang tính hội nhập và lâu dài.

Tỷ lệ sử dụng trung bình các FTA tại một số nước ASEAN



Nguồn: EIU, HSBC

❖ **Mối quan ngại về chính sách neo tỷ giá**

Sự ổn định rõ ràng sẽ thúc đẩy sự bất ổn. – Hyman Minsky -

Năm 2015, NHNN tiếp tục đưa ra định hướng ổn định tỷ giá USD/VND với khoảng biến động (nếu có) là 2%. Dựa trên điều kiện hiện tại, chúng tôi cho rằng mục tiêu ổn định tỷ giá có thể đạt được. Tuy nhiên, chúng tôi muốn mượn ý tưởng của Hyman Minsky – nhà kinh tế học người Mỹ - “Sự ổn định bất ổn” để hình dung về diễn biến cặp tỷ giá USD/VND trong thời gian tới.

Đầu năm 2015, Ngân hàng Trung ương (NHTW) của 12 nước trên thế giới đã thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ, trong đó có những nước lớn giao thương thường xuyên với Việt Nam (Trung Quốc, Ấn Độ, Nga, Úc...). Đồng thời, một số nước trong khu vực ASEAN (Singapore, Indonesia, Thailand...) cũng đang hướng về chính sách nới lỏng tiền tệ để thúc đẩy tăng trưởng và đối phó với giảm phát. Động thái nới lỏng tiền tệ của nhiều nước trên thế giới cùng với sự phục hồi tích cực của nền kinh tế Mỹ đã khiến cho chỉ số đồng USD tăng lên mức cao kỷ lục kể từ năm 2003, tăng 18% từ cuối tháng 6/2014 đến nay.



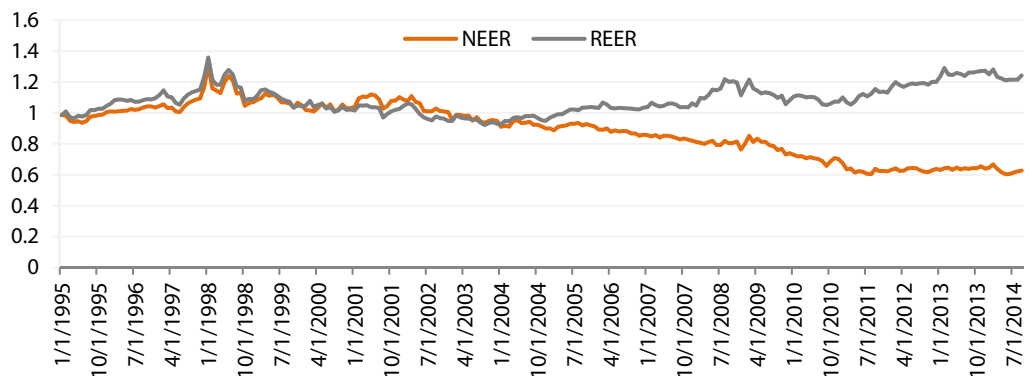
Trong 3 năm qua, chính sách điều hành tỷ giá vô hình trung đã khiến VND “neo” theo USD, điều này cũng hàm ý khi USD tăng giá, VND cũng sẽ tăng giá so với các đồng tiền chủ chốt khác. Tính toán của chúng tôi cho thấy từ sau đợt điều chỉnh mạnh tỷ giá vào năm 2011 đến nay, trong khi tỷ giá hiệu lực danh nghĩa (NEER*) duy trì ổn định thì tỷ giá hiệu lực thực (REER**) liên tục đi lên. REER tăng cho thấy hàng hóa của Việt Nam đang trở nên đắt hơn so với các đối tác thương mại khác, một cách tương đối, điều này có nghĩa là tính cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam đang giảm trong thời gian qua.

Ngày 06/01/2015, NHNN đã tiến hành điều chỉnh tỷ giá với mức điều chỉnh 1%, động thái này giúp giảm bất lợi từ việc USD tăng giá quá nhanh. Dù vậy khó có thể phủ nhận một thực tế là hàng xuất khẩu Việt Nam đang trở nên đắt hơn, trong khi hàng nhập khẩu từ nhiều nước vào Việt Nam lại đang rẻ đi, đây chính là bất ổn mà chúng tôi quan ngại. Tuy nhiên, nếu đưa quyết định điều chỉnh tỷ giá đặt lên bàn cân, chúng tôi cho rằng NHNN đang cân nhắc nhiều yếu tố cần đến sự ổn định của tỷ giá như nợ công hay thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

* NEER thể hiện giá trị danh nghĩa của tiền đồng so với bình quân 20 đồng tiền của quốc gia có thương mại lớn nhất với Việt Nam.

** REER thể hiện giá trị thực của tiền đồng so với bình quân 20 đồng tiền của quốc gia có thương mại lớn nhất với Việt Nam.

Diễn biến NEER/REER (năm gốc: 1995)



Nguồn: RongViet Research

Từ năm 2011 đến nay, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của hầu hết các mặt hàng chính yếu đã chững lại đáng kể, trong khi tốc độ tăng trưởng nhập khẩu một số mặt hàng quan trọng đang tăng trở lại. [\(Xem Phụ lục 4 \(trang 137\): Tốc độ tăng trưởng các mặt hàng xuất nhập khẩu của Việt Nam\)](#) Theo số liệu của TCHQ, kim ngạch xuất khẩu tháng 1/2015 tăng 17% so với cùng kỳ trong khi kim ngạch nhập khẩu tăng đến 37,4%, thâm hụt thương mại tháng đầu năm là 360 triệu USD, trái ngược với mức thặng dư thương mại của 2 năm liền trước. Diễn biến cán cân thương mại đầu năm 2015 khởi đầu cho một năm thách thức đối với tăng trưởng đến từ nhu cầu bên ngoài trong bối cảnh đàm phán một số hiệp định thương mại tự do vẫn chưa kết thúc. Trong trường hợp biến động tiền tệ thế giới ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động thương mại của Việt Nam và sự ổn định của vĩ mô, chúng tôi cho rằng có khả năng NHNN sẽ thay đổi chính sách điều hành tỷ giá.

Từ những phân tích trên, có thể thấy rằng khi cạnh tranh ngày càng gia tăng, đặc biệt trong môi trường hội nhập kinh tế quốc tế, nền kinh tế sẽ càng bộc lộ những yếu điểm. Để khắc phục những yếu điểm này, không cách gì khác là phải thay đổi từ nội tại. Quá trình tái cấu trúc đang diễn ra kỳ vọng sẽ mang đến những thay đổi về chất, dù không hy vọng sẽ có thay đổi rõ nét trong năm 2015 song chúng tôi cho rằng năm 2015 vẫn là một năm tích cực đối với nền kinh tế, tích cực vì đang thay đổi, buộc phải thay đổi và sẽ tiếp tục thay đổi để thích nghi.

Chủ đề 3: Tái cấu trúc chưa tạo ra nhiều sự thay đổi về chất

Trong phần này, chúng tôi chọn lọc một số tiêu chí để đánh giá một số sự thay đổi về chất trong quá trình tái cấu trúc 3 năm vừa qua thay vì đánh giá sự thay đổi về lượng (xem bảng).

Sự thay đổi về chất có thể là tổng hòa của nhiều yếu tố song tất cả đều là một phần của kết quả tái cấu trúc nền kinh tế, thể hiện những mặt đã đạt được sự chuyển biến và những hạn chế chưa khắc phục được khi so sánh hiện tại với quá khứ. Dựa trên những tiêu chí trong bảng dưới, chúng tôi nhận thấy những thay đổi về chất có thể nói là khá khiêm tốn.

Bảng: Một số chỉ tiêu đánh giá sự thay đổi về chất của quá trình tái cấu trúc nền kinh tế

Yếu tố	Nguồn	Đv	2010	2011	2012	2013	2014	Đánh giá
1 Năng suất lao động xã hội	GSO	%	3,6	3,5	3,1	3,8	4,3	Năng suất lao động cải thiện dần trong năm 2013-2014, tỷ lệ đóng góp của yếu tố năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) vào tăng trưởng GDP giai đoạn 2011-2013 là 23,6%, cao nhất so với hai giai đoạn 2001-2005 và 2006-2010.
2 Tiếng nói trách nhiệm và giải trình	WB	Điểm	7,6	8,5	9,48	11,8	Na	Sự quản lý điều hành của Chính phủ có sự cải thiện đáng kể về trách nhiệm và giải trình trong năm 2013.
3 Hiệu quả hoạt động của Chính phủ	WB	Điểm	45,9	47,4	44,5	44,0	Na	Dù vậy, hiệu quả hoạt động của Chính phủ lại giảm trong năm 2013.
4 Chất lượng của luật pháp	WB	Điểm	28,2	31,3	27,3	28,2	Na	Chất lượng của luật pháp cải thiện trong năm 2013, mặc dù chưa có kết quả khảo sát năm 2014, tuy nhiên, với sự ra đời của nhiều luật mới liên quan đến doanh nghiệp, đầu tư..., sự cải thiện của yếu tố này đã tiếp diễn trong năm 2014.
5 Kiểm soát tham nhũng	WB	Điểm	31,4	30,8	35,4	36,8	Na	Hoạt động kiểm soát tham nhũng có chuyển biến tích cực trong năm 2012-2013, góp phần cải thiện niềm tin của người dân đối với Chính phủ.
6 Chỉ số tự do kinh tế	Heritage Foundation	Xếp Hạng	49,8	51,6	51,3	51	50,8	Chỉ số tự do kinh tế giảm trong giai đoạn 2011-2014 nhưng kỳ vọng sẽ có sự thay đổi trong năm 2015, tăng lên mức 51,7 điểm, mức cao nhất từ trước đến nay.
7 Sự phát triển của thị trường tài chính	GCI	Xếp Hạng	65	73	88	93	90	Xếp hạng sự phát triển của thị trường tài chính chỉ mới cải thiện nhẹ trong năm 2014, trong đó, khả năng tiếp cận vốn vay cải thiện rõ rệt nhất trong khi sự lành mạnh của hệ thống ngân hàng chưa có thay đổi đáng kể.
8 Cơ sở hạ tầng	GCI	Xếp Hạng	83	90	95	82	81	Định hướng tập trung đầu tư vào cơ sở hạ tầng giúp cơ sở hạ tầng cải thiện 1 bậc so với năm 2013 đạt mức cao nhất trong 5 năm.
9 Hiệu quả đầu tư (ICOR)			6,2*		5,6		5,2	Hệ số ICOR giảm dần phản ánh sự tích cực của tái cơ cấu đầu tư công và tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước.

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

* Giai đoạn 2006-2010

Năm 2015 là năm cuối cùng của đề án tái cấu trúc nền kinh tế, trong Nghị quyết 86 về nâng cao hiệu quả thực hiện tái cơ cấu nền kinh tế, Quốc hội đã đặt ra thêm những mục tiêu quan trọng đối với đề án:

- (1) Trước cuối quý 2/2015 sẽ phải hoàn thành phê duyệt các đề án tái cơ cấu ngành, lĩnh vực và từng địa phương. Đầu năm 2015, đề án tái cơ cấu ngành xây dựng được phê duyệt sau hai đề án tái cơ cấu ngành công thương và giao thông vận tải. Hầu hết các định hướng đều tích cực song biện pháp triển khai và thực hiện vẫn chưa thực sự cụ thể.
- (2) Tạo chuyển biến mạnh mẽ về “chất” từ năm 2015 với mục tiêu tăng năng suất lao động; phát triển thị trường lao động đồng bộ với quá trình tái cơ cấu nền kinh tế, cân đối cung cầu lao động, chuyển dịch cơ cấu lao động hợp lý, đẩy mạnh lĩnh vực công nghiệp chế tạo, chế biến, công nghiệp hỗ trợ, tăng tính liên kết giữa các địa phương trong vùng...
- (3) Hoàn thiện và trình Quốc Hội dự án luật quy hoạch, quy hoạch ngành, vùng lãnh thổ.
- (4) Xây dựng kế hoạch tái cơ cấu nền kinh tế giai đoạn 2016-2020 và báo cáo Quốc Hội tại kỳ họp thứ 10 (tháng 10/2015).
- (5) Triển khai mạnh mẽ các giải pháp để bảo đảm đạt các mục tiêu, định hướng trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 2011 – 2020.

Chúng tôi cho rằng từ khóa quan trọng đối với quá trình tái cơ cấu năm 2015 là **“MẠNH MẼ”**. Tuy nhiên, trong năm nay nền kinh tế có thể sẽ chỉ ghi nhận những cột mốc quan trọng về “lượng” của quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, đầu tư công cho đến tái cấu trúc DNNN.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2015: DÒNG TIỀN THÔNG MINH SẼ TÌM VỀ CHỖ TRỮNG

Nguyễn Thị Phương Lam (lam.ntp@vdsc.com.vn)

Huỳnh Minh Tuấn (tuan.hm@vdsc.com.vn) - Huỳnh Khoa Nam (nam.hk@vdsc.com.vn)

Dưới sự dẫn dắt của nhóm cổ phiếu trụ cột và sự hỗ trợ của dòng vốn ngoại, dòng tiền năm 2014 giao dịch sôi động và khá “lành mạnh” trong nửa đầu năm. Tuy vậy, sự hưng khởi quá mức và làn sóng đầu cơ ngắn hạn đã đẩy mức độ rủi ro trên thị trường tăng cao khiến VNIndex lao dốc trong quý cuối năm. Sang năm 2015, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ đối diện nhiều thử thách hơn so với những gì đã diễn ra trong năm 2014. Sự phục hồi của kinh tế vĩ mô và hoạt động tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước sẽ làm tăng nguồn cung cho TTCK. Trong khi đó, chính sách quản lý thị trường tiền tệ của NHNN thông qua Thông tư 36 sẽ góp phần hạn chế nguồn vốn tài trợ cho hoạt động đầu cơ ngắn hạn đẩy giá cổ phiếu.

Mặc dù vậy, so với thị trường BĐS đòi hỏi vốn lớn nhưng thanh khoản thấp, thị trường ngoại tệ vẫn đang được NHNN kiểm soát tốt và việc đầu tư vàng là không khả thi, thị trường chứng khoán vẫn được kỳ vọng là kênh đầu tư hấp dẫn nhất do:

- Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết sẽ được cải thiện nhờ chi phí lãi vay cũng như chi phí sản xuất giảm, theo xu hướng giảm chung của lãi suất, giá xăng dầu và hàng hóa nguyên liệu đầu vào. Bên cạnh đó, những doanh nghiệp biết chú trọng vào hoạt động cốt lõi và phát huy lợi thế cạnh tranh của mình sẽ được hưởng lợi nhiều hơn khi các hiệp định FTA lần lượt được ký kết.
- Điều kiện vĩ mô ổn định và các cải cách hành chính gần đây góp phần nâng cao tính cạnh tranh cho TTCK Việt Nam, trong bối cảnh dòng vốn ngoại dự kiến vẫn dồi dào nhờ chính sách hỗ trợ kinh tế ở các quốc gia phát triển. Trên thực tế, sau giai đoạn bán rông cuối năm 2014, NĐT nước ngoài đã quay lại mua ròng trên sàn chứng khoán Việt Nam trong hai tháng đầu năm 2015.

Sự sụt giảm mạnh của VNIndex trong giai đoạn cuối năm 2014 đã khiến TTCK Việt Nam trở thành thị trường có mức P/E và P/B thấp nhất so với các thị trường lân cận như Malaysia, Indonesia, Phillipine và Thái Lan. Mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng cổ tức hai giai đoạn của chúng tôi cho thấy VNIndex sẽ biến động trong vùng 561 – 718 điểm tương ứng với kịch bản từ tiêu cực nhất đến tích cực nhất và dự báo kết thúc năm 2015 ở mức hợp lý là 633,23 điểm.

Về xu hướng dòng tiền, chúng tôi cho rằng thay vì chỉ đơn giản đổ vào các doanh nghiệp có “tái cấu trúc” như năm 2014, dòng tiền năm 2015 có thể sẽ khó tính hơn và chú trọng vào hiệu quả kinh doanh, cũng như tính khả thi của các kế hoạch tái cấu trúc được đưa ra trước đó.

Các dấu hiệu chuyển biến tích cực của kinh tế vĩ mô và hoạt động tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước hứa hẹn sẽ “cung cấp” thêm cho thị trường chứng khoán nhiều loại hàng hóa hơn trong năm 2015 với ba nguồn chính (1) Doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa, (2) Doanh nghiệp được SCIC thoái vốn và (3) Cổ phiếu có kế hoạch niêm yết mới và cổ phiếu phát hành thêm trong năm 2015. Mặc dù nguồn cung dồi dào và đa dạng, khả năng thu hút dòng tiền sẽ phụ thuộc vào mức độ hoàn thiện hành lang pháp lý cũng như chất lượng hàng hóa được chào bán.

Hoàn thiện hành lang pháp lý để đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa và bán vốn doanh nghiệp nhà nước

Trong năm 2014, số lượng DNNN được cổ phần hóa (CPH) là 143 và số lượng doanh nghiệp mà SCIC đã bán vốn là 72. Như vậy, sẽ còn khoảng 67% số lượng DNNN phải được CPH và 76% số lượng doanh nghiệp SCIC phải thoái vốn trong năm 2015, trong đó có nhiều doanh nghiệp đầu ngành như Tổng công ty (TCT) Hàng hải Việt Nam, TCT Đường sắt, TCT công nghiệp tàu thủy và Tổng công ty cảng hàng không.

Bảng: Kết quả IPO và SCIC bán vốn DNNN trong năm 2014

	IPO DNNN		SCIC bán vốn	
	Doanh nghiệp	% thực hiện	Doanh nghiệp	% thực hiện
Kế hoạch 2014 - 2015	432	100%	298	100%
Thực hiện 2014	143	33%	72	24%
Còn lại	289	67%	226	76%

Nguồn: Rongviet Research tổng hợp

Để đảm bảo thực hiện CPH và bán vốn theo kế hoạch 2014-2015 thì các khuôn khổ pháp lý nhằm giải quyết những bất cập như chậm trễ niêm yết sau IPO, tỷ lệ nắm giữ của Nhà nước còn lớn... đang từng bước được sửa đổi và hoàn thiện như (1) Nghị định 51 (hiệu lực từ 1/11/2014) cho phép thoái vốn dưới mệnh giá và yêu cầu ở cấp độ cao hơn đối với việc thực thi niêm yết của các DNNN (doanh nghiệp chào bán ra công chúng sau ba tháng phải lên UpCOM, sau một năm phải niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán); (2) Nghị định 128 (hiệu lực từ 01/03/2015) mới ban hành có thể được coi là giải pháp tháo gỡ khó khăn trên khi áp dụng phương thức bán thỏa thuận trực tiếp trong trường hợp chỉ có một đơn đăng ký mua doanh nghiệp hợp lệ được chấp thuận. Cũng theo quy định của Nghị định 128, Nhà đầu tư nước ngoài sẽ được mua doanh nghiệp Việt Nam với tỷ lệ không hạn chế (ngoại trừ một số ngành nghề, lĩnh vực có quy định tỷ lệ giới hạn).

Mặc dù vậy, trong bối cảnh dòng tiền năm 2015 có thể sẽ bị hạn chế do Thông tư 36, chúng tôi cho rằng tiến trình cổ phần hóa DNNN cũng như thoái vốn Nhà nước sẽ bị kéo dài thời gian hơn kế hoạch 2014-2015 hiện tại.

Làn sóng phát hành thêm: Hàng hóa vẫn chưa đi cùng chất lượng

Xu hướng phát hành quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu giai đoạn 2009 – 2010 đã giúp nhiều doanh nghiệp niêm yết (DNNY) tăng vốn và thu được thặng dư lớn. Tuy nhiên, số liệu thống kê của Rongviet Research cho thấy sau làn sóng phát hành thêm, tăng trưởng LNST của các doanh nghiệp niêm yết chưa theo kịp với tăng trưởng vốn điều lệ. Theo đó, tăng trưởng vốn điều lệ trung bình giai đoạn 2012 - 9T2014 vào khoảng 7,2%, nhưng tăng trưởng LNST chỉ đạt 2,2%. ROE toàn thị trường trong năm 2011, 2012 và 2013 lần lượt là 11,2%, 13% và 10%.

Bảng: Thống kê tăng trưởng của VDL và LNST (2011-2014)

Tỷ đồng	2011	2012	2013	Q3/2014	Bình quân 3 năm
Vốn điều lệ	244.893	269.118	291.910	301.585	
% thay đổi		9,9%	8,5%	3,3%	7,2%
Lợi nhuận sau thuế	48.086	47.018	60.586	48.470	
% thay đổi		-2,2%	28,9%	-20,0%	2,2%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Sự “khập khiễng” giữa tăng vốn và tăng trưởng LNST cho thấy nguồn vốn huy động được từ phát hành thêm đã không được sử dụng hiệu quả và ảnh hưởng tiêu cực lên diễn biến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này sau đó. Diễn biến này càng khiến NĐT thận trọng. Làn sóng phát hành thêm có xu hướng mạnh trở lại trong năm 2014, tuy nhiên tỷ lệ thành công khá thấp và chỉ đạt 66,3% trong khi vẫn còn khá nhiều doanh nghiệp thuộc danh sách quan tâm của Rongviet Research cho biết đang xem xét khả năng phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu trong năm 2015. Trong bối cảnh NĐT trên sàn chứng khoán có nhiều lựa chọn, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp muốn phát hành thêm cần chứng minh khả năng sử dụng đồng vốn hiệu quả để các đợt phát hành có thể thu hút được dòng tiền và đạt tỷ lệ thành công cao hơn.



Bảng: Kết quả phát hành cổ phiếu trong năm 2014

	Số lượng DN	Khối lượng phát hành	KL thực tế phát hành	Tỷ lệ
Chuyển từ trái phiếu chuyển đổi	17	202.343.780	199.449.150	98,6%
Cổ phiếu thưởng	69	1.167.485.201	968.944.195	83,0%
Phát hành cho CBCNV	58	73.239.762	37.081.520	50,6%
Phát hành riêng lẻ	93	1.893.646.425	884.376.896	46,7%
Quyền mua CP cho Cổ đông hiện hữu	60	1.309.436.582	868.760.463	66,3%
Trả Cổ tức bằng CP	66	1.090.372.416	949.222.568	87,1%

Nguồn: Stoxpro, RongViet Research tổng hợp

Trong khi nguồn hàng hóa dành cho NĐT chứng khoán dồi dào và đa dạng hơn thì nguồn vốn vay từ ngân hàng cho mục đích đầu tư có nguy cơ sụt giảm do chính sách quản lý thị trường tiền tệ mới đây của NHNN, thông qua Thông tư 36.

Trong ngắn hạn, Thông tư 36 là rào cản đối với khả năng hấp thu nguồn cung

Theo số liệu đến ngày 31/11/2014 của NHNN thì tổng vốn điều lệ của hệ thống ngân hàng là 435.287 tỷ đồng. Nếu theo quy định giới hạn của Thông tư 36 và giả định toàn bộ các ngân hàng đủ điều kiện cho vay đầu tư chứng khoán thì tổng vốn khả dụng mà hệ thống ngân hàng có thể cho vay đầu tư chứng khoán là 21.764 tỷ đồng, cao gấp 7,3 lần giá trị giao dịch bình quân một phiên của hai sàn chứng khoán trong năm 2014. Nếu chỉ nhìn qua số liệu này, có thể yên tâm rằng quy định siết tín dụng theo Thông tư 36 sẽ gần như không ảnh hưởng thị trường niêm yết chứng khoán. Tuy nhiên, theo số liệu của Trung tâm lưu ký chứng khoán, tổng dư nợ cho vay đầu tư và kinh doanh cổ phiếu của các ngân hàng và CTCK vào đầu năm 2014 là 38.000 tỷ đồng, cao hơn tổng vốn mà hệ thống ngân hàng có thể cho vay. Như vậy, nếu bao gồm nhóm cổ phiếu chưa niêm yết, tín dụng cho lĩnh vực kinh doanh và đầu tư cổ phiếu đã vượt mức quy định và sẽ phải giảm dần trong thời gian tới. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng mức độ ảnh hưởng của quy định này lên TTCK niêm yết sẽ không quá lớn do quy định này của Thông tư 36 không có tính hồi tố và trong điều kiện mặt bằng lãi suất tương đối thấp như hiện tại, các công ty chứng khoán hoàn toàn có thể tìm kiếm nhiều nguồn vốn thay thế khác.

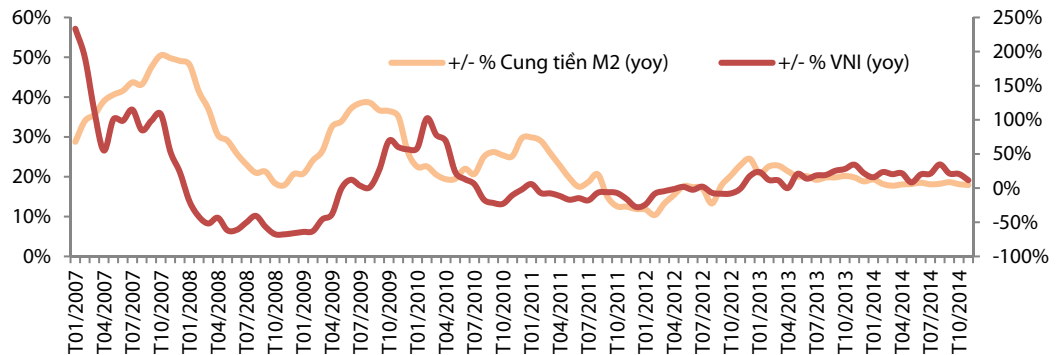
Trong dài hạn, Thông tư 36 là liều thuốc cần có để các CTCK năng động hơn trong việc đa dạng hóa nguồn vốn tài trợ vay nợ đầu tư cổ phiếu

Đồ thị diễn biến tăng trưởng cung tiền M2 và VNIndex cho thấy sự tương quan nhất định giữa biến động thị trường chứng khoán và cung tiền M2 của hệ thống ngân hàng. Trong giai đoạn 2007 – 2011, khi NHNN thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng/chặt chẽ thì TTCK cũng tăng/giảm mạnh tương ứng. Tuy nhiên, kể từ cuối năm 2012, khi tăng trưởng cung tiền M2 không có nhiều thay đổi bất thường thì biên độ biến động VNIndex cũng ổn định hơn. Điều này cho thấy những phạm phù của TTCK trong thời gian vừa qua có mối liên quan không nhỏ với chính sách điều hành trên thị trường tiền tệ của NHNN. Chúng tôi cho rằng quy định làm giảm mức dư nợ tối đa mà các TCTD có thể cấp cho CTCK trong Thông tư 36 sẽ giúp TTCK hoạt động ổn định hơn và là động lực mạnh mẽ buộc các CTCK phải chuyển mình, năng động hơn trong việc đa dạng hóa nguồn vốn, giảm dần sự phụ thuộc vào vốn vay từ ngân hàng.

Chúng tôi nhận thấy một số CTCK lớn đã có bước đi cụ thể như (1) Phát hành trái phiếu hoặc (2) Tăng vốn. Các trường hợp điển hình như SSI đã phát hành thành công 500 tỷ đồng, VCBS phát hành thêm 300 tỷ đồng (nâng tổng trái phiếu VCBS đã phát hành lên 500 tỷ đồng) và dự kiến đến cuối Q2/2015 sẽ phát hành thêm khoảng 200-300 tỷ đồng.



Tương quan giữa VNIndex và cung tiền



Nguồn: RongViet Research

Tuy vậy, bất chấp áp lực tăng lên từ phía cung cũng như giới hạn mới đối với dòng vốn cho vay đầu tư cổ phiếu, thị trường chứng khoán năm 2015 vẫn hứa hẹn là kênh đầu tư hấp dẫn nhờ (1) Quan điểm tích cực hơn đối với kinh tế vĩ mô, (2) Triển vọng cải thiện biên lợi nhuận của các DNNY nhờ lãi suất giảm và chi phí sản xuất giảm theo xu hướng chung của giá hàng hóa nguyên liệu và (3) Chính sách kích thích kinh tế ở một số nền kinh tế phát triển khiến dòng vốn rẻ từ bên ngoài chảy vào Việt Nam.

Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục được đánh giá tích cực

Theo đó, ADB đã nâng triển vọng tăng trưởng của kinh tế Việt Nam trong 2015 với dự báo tăng trưởng GDP ở mức 5,8%. Hãng đánh giá tín dụng Fitch Ratings vừa nâng xếp hạng nhà phát hành nợ nội tệ và ngoại tệ dài hạn của Việt Nam từ BB- lên B+, triển vọng cũng được nâng từ “Ổn định” lên “Tích Cực”. Tổ chức xếp hạng tín nhiệm Moody’s cũng tăng mức tín nhiệm đối với trái phiếu chính phủ từ mức B2 lên mức B1 và mức triển vọng được đánh giá là “Ổn định”.

Về triển vọng kinh doanh 2015, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp có hoạt động gắn liền với biến động giá hàng hóa sẽ được cải thiện

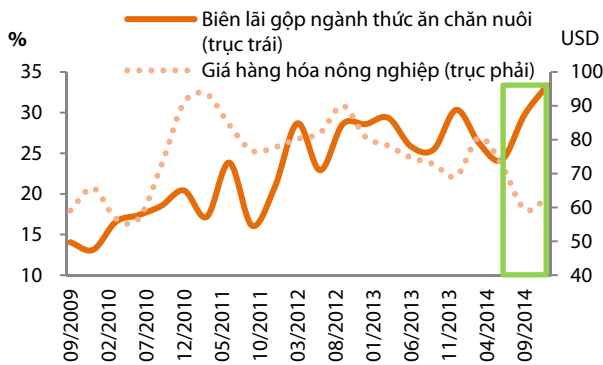
Trong năm 2014, chỉ số giá hàng hóa của Bloomberg đã giảm hơn 17%, giá dầu WTI giảm 45,8% và giá xăng A92 giảm 26%. Xu hướng giảm giá hàng hóa nguyên liệu đầu vào dự báo sẽ tiếp diễn trong năm 2015. Trước xu hướng này, chúng tôi đã thực hiện khảo sát nhận định của các chuyên viên ngành về mức độ tác động lên biên lợi nhuận của một số ngành có tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu hàng hóa cao ([Xem thêm Phụ lục 5 \(trang 138\) - Đánh giá mức độ ảnh hưởng của giá hàng hóa đối với một số ngành kinh tế](#)). Thông qua khảo sát này, chúng tôi nhận thấy:

Những ngành với giá sản phẩm đầu ra có độ nhạy thấp so với giá nguyên liệu đầu vào sẽ được hưởng lợi nhiều. Đó là những ngành có độ tập trung cao vào một số doanh nghiệp nhất định, giá sản phẩm đầu ra do một vài doanh nghiệp lớn dẫn dắt hay do sự bắt tay giữa các doanh nghiệp dẫn đến tình trạng “độc quyền”.

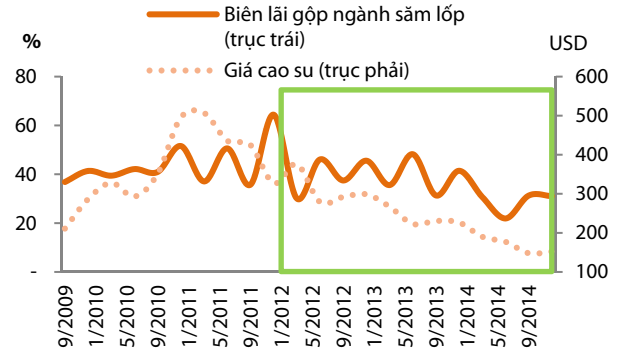
Các ngành có giá hàng hóa nguyên liệu giảm giá gần đây (đặc biệt là nửa sau 2014) sẽ có khả năng cải thiện biên lợi nhuận cao hơn. Theo quan sát, giá sản phẩm đầu ra thường được điều chỉnh để phản ánh biến động giá nguyên liệu đầu vào theo đúng quy luật thị trường. Trong năm 2015, chúng tôi cho rằng những ngành đã có giá nguyên liệu giảm sâu kể từ trước năm 2014 có thể sẽ cải thiện biên lợi nhuận không đáng kể so với các ngành vừa mới đón nhận đợt giảm giá nguyên liệu đầu vào trong năm 2014, đặc biệt là từ nửa cuối năm này. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp tạo ra giá trị gia tăng thấp, thị trường có tính quốc tế, không gặp rào cản xuất nhập khẩu..., việc nguyên liệu đang trong đợt sóng giảm sẽ càng làm kết quả kinh doanh DN khó khăn hơn. Các ngành này cũng thường có biên lợi nhuận gộp rất thấp, chẳng hạn: thép (5,2%), phân phối khí (6,6%).

Tương quan biên lợi nhuận gộp của một số ngành với giá nguyên liệu đầu vào

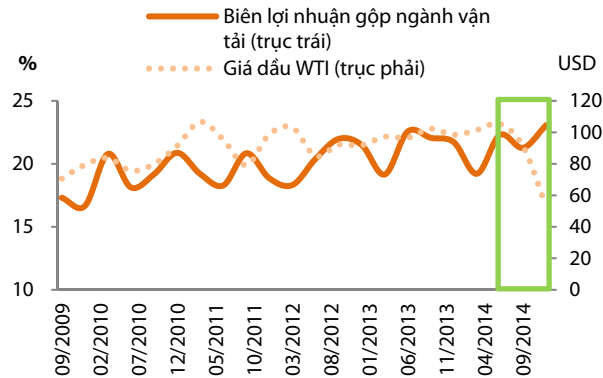
Ngành thức ăn chăn nuôi



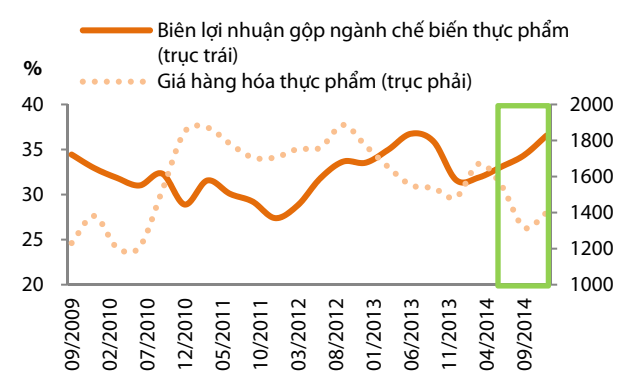
Ngành phụ tùng ô tô (săm lốp)



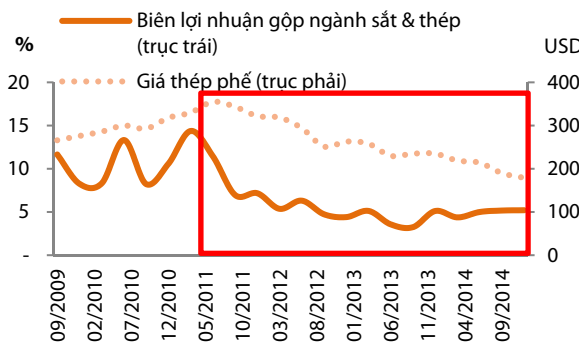
Ngành vận tải



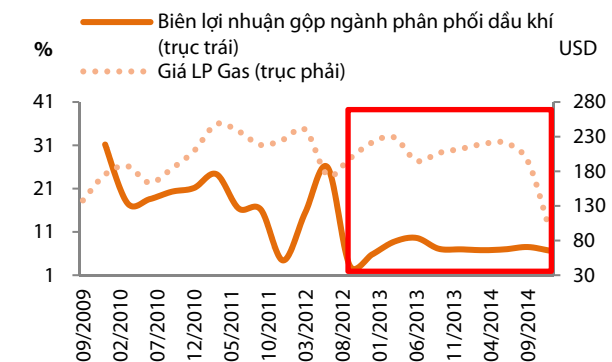
Ngành chế biến thực phẩm



Ngành sắt thép



Ngành phân phối khí



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

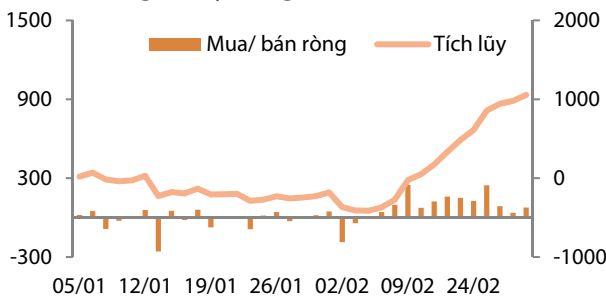
Dòng vốn ngoại vẫn sẽ hoạt động tích cực trên TTCK Việt Nam

Như những phân tích ở trên có thể thấy nền kinh tế Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp nói riêng đang có cơ hội để phát triển. Nhằm đẩy nhanh tiến độ tái cấu trúc, khung chính sách cũng từng bước được hoàn thiện để phù hợp hơn với thực tế, khả năng tiếp cận của dòng vốn ngoại đến những hàng hóa có chất lượng (được Nhà nước cung ra thị trường thông qua các đợt IPO và bán vốn) theo đó ngày càng được rút ngắn và thuận tiện hơn. Đây sẽ là những yếu tố giữ chân và thu hút thêm dòng vốn ngoại.

Về nguồn vốn đối ứng, chúng tôi kỳ vọng nhiều nhất vào dòng tiền từ các NĐT Nhật và châu Âu. Theo thống kê của Rongviet Research, dòng vốn ngoại đến từ Nhật và châu Âu (đặc biệt là từ Đức) chiếm tỉ trọng lớn trên TTCK Việt Nam, lần lượt là 23% và 18%. Các quốc gia này cũng đang có kế hoạch thực hiện kích thích kinh tế trong năm 2015, trong đó NHTW châu Âu (ECB) tung gói kích thích trị giá ít nhất 1,1 nghìn tỷ euro (~1,3 nghìn tỷ USD) đồng thời giữ nguyên mức lãi suất thấp kỷ lục 0,05% và NHTW Nhật Bản mở rộng gấp đôi quy mô gói kích thích từ 50.000 tỷ Yen lên 80.000 tỷ Yen. Với điều kiện vĩ mô ổn định và đang từng bước cải thiện, chúng

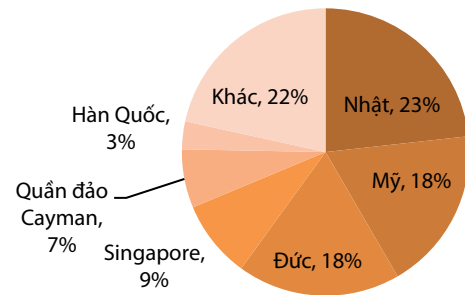
tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ là điểm đến của nguồn vốn này. Số liệu thống kê của Rongviet Research cũng cho thấy, mặc dù bán ròng trong khoảng thời gian cuối tháng 11 và tháng 12 năm 2014, nhưng trong hai tháng đầu năm 2015, khối ngoại đã trở lại mua ròng với giá trị là 983,2 tỷ đồng.

Giá trị giao dịch ròng và giao dịch ròng tích lũy của NĐT nước ngoài (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Cơ cấu vốn ngoại ở TTCK Việt Nam theo quốc gia (top 100 cổ phiếu market cap)



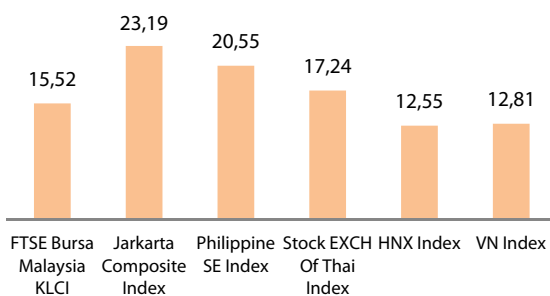
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

TTCK Việt Nam vẫn còn nhiều hấp dẫn và VNIndex dự báo biến động trong vùng 561 – 718 điểm

So với các thị trường khác trong khu vực, chỉ số P/E, P/B tại thời điểm cuối năm 2014 của thị trường chứng khoán Việt Nam ở mức thấp nhất. Ngoài ra, xem xét biến động chỉ số P/E và P/B của VNIndex, chúng tôi thấy rằng tại thời điểm cuối năm 2014, hai chỉ số này đã tăng nhẹ so với năm 2013 song vẫn ở mức thấp so với giai đoạn 2006 – 2009.

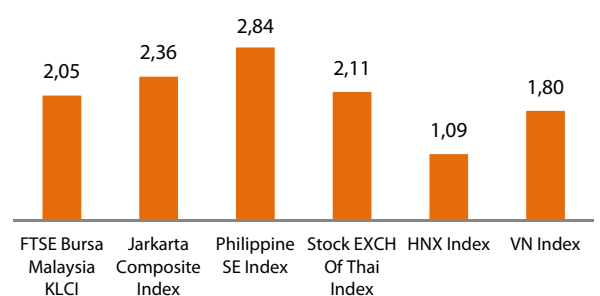
Để định lượng cụ thể hơn về vùng điểm biến động của VNIndex trong năm 2015, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng cổ tức hai giai đoạn. Kết quả chạy mô hình cho thấy, với nền tảng kinh tế vĩ mô hiện tại, VNIndex sẽ biến động trong vùng 561 – 718 điểm tương ứng với kịch bản từ tiêu cực nhất đến tích cực nhất và dự báo kết thúc năm 2015 ở mức hợp lý 633,23 điểm. [\(Xem thêm Phụ lục 6 \(trang 139\) - Xác định điểm số VNIndex sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức hai giai đoạn\)](#)

PE của Việt Nam so với một số nước trong khu vực



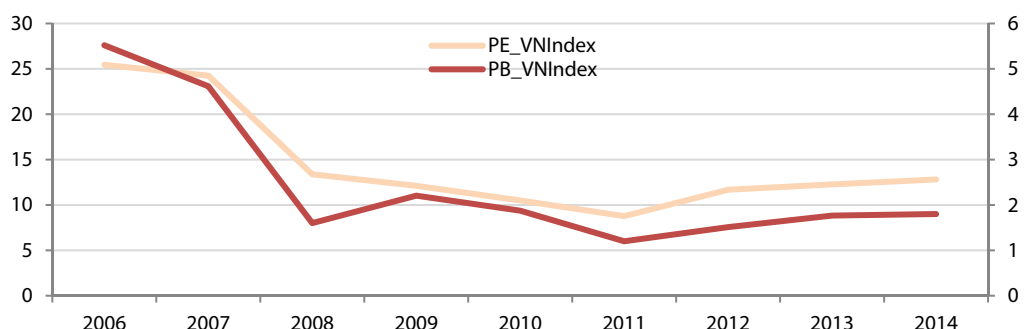
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

PB của Việt Nam so với một số nước trong khu vực



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Diễn biến PE và PB qua các năm



Rủi ro

Hệ quả của quá trình tái cấu trúc. Nền kinh tế vẫn trong giai đoạn thực hiện tái cấu trúc và năm 2015 được xem là năm cuối cùng của giai đoạn 1, trong đó tái cấu trúc hệ thống ngân hàng vẫn là trọng tâm lớn nhất. Quan sát diễn biến giai đoạn 2012 – 2014, chúng tôi nhận thấy những hệ quả của việc thực hiện tái cấu trúc luôn có những ảnh hưởng không mong muốn, đôi khi gây shock tâm lý cho nhà đầu tư trên sàn chứng khoán.

Kinh tế phục hồi, khả năng chia sẻ dòng vốn của các kênh đầu tư khác càng tăng lên. Trong đó, chúng tôi đánh giá kênh đầu tư ngoại tệ và rủi ro biến động tỷ giá sẽ có ảnh hưởng nhiều nhất đến thị trường chứng khoán do có tính thanh khoản tương đương. Số liệu vĩ mô cho thấy khoảng cách giữa tỷ giá thực (REER) và tỷ giá danh nghĩa (NEER) ngày càng lớn, cường độ và tần suất biến động tỷ giá trên thị trường tự do và trong các ngân hàng đang ngày càng mạnh và nhiều hơn. Những dấu hiệu này cho thấy áp lực đối với việc phá giá VND (với biên độ cao hơn kế hoạch 2% của NHNN) đang ngày càng lớn và có khả năng tạo nên những cơn sốt “tỷ giá” nhất định, đặc biệt vào các mùa cao điểm trong năm và ảnh hưởng tiêu cực đến TTCK.

Ngoài ra, một số rủi ro từ yếu tố bên ngoài khác cũng cần được NĐT quan sát. Trong đó, ba yếu tố cần được quan tâm nhiều nhất là (1) Việc tranh chấp lãnh hải giữa Việt Nam và Trung Quốc, (2) Sự suy thoái kinh tế cũng như biến động chính trị ở khu vực châu Âu, vốn là thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam và (3) Các bất ổn về chính trị, tôn giáo đang ngày càng tăng tại nhiều khu vực trên thế giới.



**TRIỂN VỌNG NGÀNH
&
LỰA CHỌN CỔ PHIẾU**

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Đoàn Thị Thanh Trúc (truc.dtt@vdsc.com.vn)

Với nhận định “nền kinh tế Việt Nam đang đứng trước cánh cửa của sự phục hồi”, chúng tôi cho rằng cơ hội cho các doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh là rất nhiều nhưng thử thách cũng không nhỏ. Trong đó, mặt bằng lãi suất thấp sẽ tạo thuận lợi cho các công ty thâm dụng vốn vay; niềm tin tiêu dùng tăng làm cơ sở cho các doanh nghiệp hàng tiêu dùng nội địa; TPP và các FTAs mang đến cơ hội trực tiếp cho các ngành thế mạnh của Việt Nam như Dệt may, Thủy sản và gián tiếp tác động đến các ngành Kho vận, Logistic và không thể không đề cập đến các ngành Ngân hàng, Bất động sản dự kiến sẽ phục hồi khả quan với nhiều chính sách hỗ trợ, kéo theo sự tăng trưởng cho lĩnh vực xây dựng và vật liệu xây dựng nói chung.

Tuy nhiên, đối với một số lĩnh vực, cạnh tranh đã bắt đầu tăng lên ngày một rõ rệt, đồng thời thách thức cũng đi kèm với cơ hội. Bảng xếp hạng đánh giá 5 yếu tố cơ bản của ngành dưới đây cho thấy sự chuyển biến nhất định trong quan điểm tổng quan về ngành của chúng tôi.

Tổng hợp kết quả đánh giá định tính ngành

Ngành	Triển vọng cung-cầu 2015	Yếu tố đầu vào	Chính sách	Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	Cải tiến công nghệ	Môi trường cạnh tranh	Điểm số tổng hợp	Quan điểm
Vật dụng cá nhân - Dệt may	++	+	+	++	+	-	4,3	Tích cực
Xây dựng	++	-	++	++	+	-	4,2	Tích cực
Dịch vụ & đầu tư BĐS	+	-	++	++		-	4,2	Tích cực
Kho vận	+	+	+	++	+		4,2	Tích cực
Ngân hàng	+	+	+	++	+	-	4,2	Tích cực
Vật liệu xây dựng	++		+	+	+		4,1	Tích cực
Bán lẻ ô tô	++	+	+	+		-	4,1	Tích cực
Bao bì	+	+		++	+	-	4,1	Tích cực
Xe hơi và phụ tùng - Săm lốp	+	++	+	++	+	-	4,1	Tích cực
Tiện ích công cộng	+		+	++		-	4,0	Tích cực
Hàng gia dụng	+	++		+	+	--	4,0	Tích cực
Thực phẩm - đồ uống	+	++	-	++	+	--	4,0	Tích cực
Bán lẻ thiết bị điện tử	++			+	+	--	3,8	Trung lập
Y tế	-	+	+	++	--	--	3,1	Trung lập
Thủy sản	-	+	+	+	-	-	2,9	Trung lập
Bảo hiểm	+		-	++		--	2,6	Trung lập
Hóa chất -Phân bón	-	+	-	-		-	2,5	Trung lập
DV, PP & trang thiết bị dầu khí	--		-	+		-	2,4	Trung lập
Kim loại công nghiệp		+	-			--	2,4	Trung lập
Hóa chất -cao su tự nhiên	-	+	-	++	-	+	2,2	Trung lập
Khoáng sản	-	+	-	+	+	-	1,6	Tiêu cực

So với năm 2014, có một sự chuyển dịch về đánh giá triển vọng từ các ngành phòng thủ sang những ngành nhạy cảm với chu kỳ kinh tế. Kết quả đánh giá định tính ngành ở trên cho thấy các ngành mang tính chu kỳ đều đạt mức điểm khá cao về cung-cầu. Trong đó, sự tăng trưởng về doanh thu có khả năng không chỉ đến từ thị trường nội địa mà còn từ thị trường xuất khẩu.

Các ngành được chúng tôi đánh giá cao trong năm nay bao gồm: 1- **Đệt may**, 2- **Xây dựng**, 3- **Bất động sản**, 4- **Kho vận**, 5- **Ngân hàng**

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng 6 ngành trong danh sách được đánh giá tích cực kế tiếp cũng là những ngành đáng quan tâm, bao gồm: 1- **VLXD**, 2- **Bán lẻ ô tô**, 3- **Bao bì**, 4- **Săm lốp**, 5- **Tiện ích công cộng**, 6- **Hàng gia dụng** và 7- **Thực phẩm và đồ uống**.

Đối với các ngành còn lại, cơ hội đầu tư chỉ gói gọn trong một số phân khúc nhỏ và một vài doanh nghiệp nổi trội.

CHÚ THÍCH

BẢNG ĐÁNH GIÁ ĐỊNH TÍNH NGÀNH

Bảng đánh giá định tính dựa trên 5 tiêu chí cơ bản: triển vọng cung – cầu năm 2014, chính sách, tiềm năng tăng trưởng dài hạn, cải tiến công nghệ, môi trường cạnh tranh với thang điểm từ 1-5 và phân bố trọng số các tiêu chí khác nhau giữa các ngành.

Các ngành được đánh giá tích cực là những ngành chúng tôi tin rằng sẽ có nhiều cơ hội tăng trưởng hoặc/và kết quả kinh doanh khả quan trong năm nay. Các ngành trung lập là những ngành tuy có nhiều điểm tích cực nhưng vẫn ẩn chứa khá nhiều rủi ro khách quan và chủ quan, theo chúng tôi, sẽ phù hợp với những nhà đầu tư theo dõi sát diễn biến ngành và chấp nhận rủi ro. Đối với các ngành được đánh giá tiêu cực, cơ hội vẫn luôn mở ra trong trường hợp những khó khăn chính yếu của các ngành này được giải quyết.

GIẢI THÍCH CÁC LOẠI ĐÁNH GIÁ/KHUYẾN NGHỊ

Bên dưới mỗi ngành, chúng tôi có bảng tổng hợp tài chính tóm tắt và quan điểm đối với các cổ phiếu trong ngành. Dưới đây là thuyết minh hệ thống quan điểm đánh giá.

Đối với các cổ phiếu mà định giá còn hiệu lực

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

Đối với các cổ phiếu chưa được định giá

(Các đánh giá được đưa ra thuần túy dựa trên triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp)

ĐÁNH GIÁ	GIẢI THÍCH
Tích cực	Có tiềm năng tăng trưởng hoặc cơ hội để đạt được biên lợi nhuận tốt hơn
Ổn định	Hoạt động kinh doanh duy trì ổn định
Kém khả quan	Đang hoặc sắp đối mặt với những khó khăn cản trở sự tăng trưởng của doanh nghiệp hoặc có nguy cơ thu hẹp biên lợi nhuận
Không đánh giá	Là những cổ phiếu không nằm trong danh sách quan tâm của chúng tôi hoặc tính trung lập, khách quan khi đánh giá những cổ phiếu này có khả năng bị ảnh hưởng

TRIỂN VỌNG NGÀNH

DỆT MAY: Tiếp tục tăng trưởng tốt.....	28
XÂY DỰNG: Hiệu ứng lan tỏa từ sự phục hồi của ngành bất động sản	33
BẤT ĐỘNG SẢN: Ở bước đầu của sự hồi phục	38
KHO VẬN: Cơ hội tăng trưởng từ nhiều yếu tố hỗ trợ.....	45
NGÂN HÀNG: Khó khăn nhất đã ở phía sau	52
VẬT LIỆU XÂY DỰNG: Khó khăn đã qua.....	56
NGÀNH BÁN LẺ Ô TÔ: Bức tranh toàn cảnh khả quan	61
NGÀNH BAO BÌ: Trên đà tăng trưởng	64
XE HƠI PHỤ TÙNG (SĂM LỚP): Tiếp tục hưởng lợi chi phí đầu vào.....	67
TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - ĐIỆN: Ổn định.....	70
HÀNG GIA DỤNG: Kỳ vọng vào thị trường xuất khẩu.....	73
THỰC PHẨM-ĐỒ UỐNG: Cạnh tranh gia tăng.....	77
BÁN LẺ THIẾT BỊ ĐIỆN TỬ: Sức cầu cao nhưng cạnh tranh đang tăng mạnh	82
DƯỢC VÀ THIẾT BỊ Y TẾ: Sẽ có nhiều chuyển biến khi cạnh tranh gia tăng	85
THỦY SẢN: Bức tranh nhiều mảng sáng tối	89
BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ: Khó khăn chưa qua dù có cơ hội tăng trưởng phí	94
PHÂN BÓN: Ổn định	98
DẦU KHÍ: Tiêu cực nhưng không bi quan	101
SẮT THÉP: Cạnh tranh khốc liệt.....	108
CAO SU TỰ NHIÊN: Sản lượng tiêu thụ có thể cải thiện nhưng giá vẫn ở mức thấp.....	112
KHOÁNG SẢN: Chưa phải thời điểm để đầu tư?	114
Ngành khác.....	118

DỆT MAY: Tiếp tục tăng trưởng tốt

Phạm Thị Hương (huong.pt@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Ngành dệt may là ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, chỉ sau ngành điện tử về giá trị xuất khẩu hàng năm. Giai đoạn 2010-2014, kim ngạch xuất khẩu của ngành tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) ấn tượng 21,6%/năm.

Năm 2015, khi TPP cùng các hiệp định tự do thương mại với Hàn Quốc, EU và liên minh thuế quan Nga - Belarus - Kazakhstan được kí kết, cơ hội tăng trưởng cho hàng dệt may Việt Nam tiếp tục được mở rộng. Trong đó, trừ hiệp định TPP, các hiệp định nói trên đều đã kết thúc đàm phán để tiến tới ký kết vào năm 2015. Tuy nhiên, trong những kỳ đàm phán gần đây, Mỹ cũng đã có nhiều động thái để đẩy nhanh việc ký kết hiệp định TPP. Cùng với các hiệp định này, thuế suất đối với hàng dệt may xuất khẩu vào các thị trường chính như Mỹ (trung bình 17-18%), EU (trung bình 10-12%), Nhật Bản và Hàn Quốc sẽ được giảm dần theo lộ trình về 0%. Điều này có thể giúp tăng tính cạnh tranh về giá của hàng dệt may Việt Nam, qua đó gia tăng số lượng đơn hàng cũng như doanh thu cho các doanh nghiệp trong ngành. Thực tế, xu hướng chuyển dịch đơn hàng đã bắt đầu hai năm qua với giá trị xuất khẩu năm 2013 và 2014 tăng lần lượt 17,5% và 19%. Khi việc ký kết các hiệp định đã đến gần, xu hướng này được dự báo sẽ tiếp diễn mạnh mẽ trong năm nay, đưa kim ngạch xuất khẩu toàn ngành tăng khoảng 16%, đạt hơn 28 tỷ USD (Hiệp hội dệt may).

Sức khỏe của các nền kinh tế lớn cũng có ảnh hưởng lớn đến triển vọng tăng trưởng xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam. Theo báo cáo triển vọng kinh tế toàn cầu năm 2015, IMF nhận định các nền kinh tế đầu tàu thế giới đang có những tín hiệu hồi phục tích cực. Cụ thể, Mỹ, thị trường xuất khẩu lớn nhất của dệt may Việt Nam (46,9%), đã tăng trưởng GDP đạt 2,4% trong năm 2014. Dù kinh tế EU và Nhật vẫn còn nhiều khó khăn nhưng kim ngạch xuất khẩu dệt may sang hai thị trường này vẫn đạt mức tăng trưởng khá, lần lượt 22,8% và 10,3%. Dưới tác động của các gói nới lỏng định lượng gần đây, có thể kỳ vọng hai nền kinh tế này sẽ có những hồi phục tích cực. Nhìn chung, nhu cầu đối với hàng dệt may Việt Nam tại ba thị trường lớn này được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng khá trong năm nay. Theo dự báo của Hiệp hội dệt may Việt Nam, tỷ lệ tăng trưởng ở các thị trường Mỹ, EU, Nhật Bản lần lượt đạt 13%, 17% và 9% trong năm 2015.

Bên cạnh đó, xu hướng giảm giá các nguyên phụ liệu đầu vào như sợi (sợi tổng hợp và sợi bông), vải có thể vẫn tiếp diễn và giúp cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp dệt may trong năm 2015. Tuy nhiên, sự tác động của giá đầu vào giảm đến từng doanh nghiệp sẽ khác nhau. Cụ thể, các doanh nghiệp chuyên sản xuất nguyên phụ liệu như xơ, sợi sẽ không được hưởng lợi nhiều như các doanh nghiệp ngành may do nhu cầu đối với hàng may mặc tương đối ít co giãn theo giá. Dù vậy, việc giảm giá của vải, đầu vào trực tiếp của ngành may, sẽ có độ trễ nhất định so với xơ sợi. Ngược lại, việc tăng chi phí lương do tác động của việc tăng lương cơ bản (tăng 15%, áp dụng từ 01/01/2015) và nhu cầu về lao động trong ngành càng cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp trong ngành, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Để đón đầu Hiệp định TPP và các hiệp định FTA, nhiều công ty nước ngoài đã và đang có những hoạt động đầu tư vào ngành dệt may Việt Nam. Tính đến cuối năm 2014, đã có khoảng 20 dự án đầu tư FDI lớn đầu tư vào ngành dệt may ở tất cả các khâu từ kéo sợi đến đan, dệt, nhuộm, thiết kế và may mặc. Trong đó, một số dự án FDI với quy mô lớn sẽ bắt đầu hoạt động từ năm nay như dự án của Yulun Giang Tô (Trung Quốc) hay Nam Phương Textile (Hong Kông). Các dự án này có thể góp phần gia tăng nguồn cung nguyên phụ liệu trong nước, giúp các doanh nghiệp Việt Nam tăng tỷ lệ nội địa hóa. Đây là điều cần thiết để các doanh nghiệp dệt may đáp ứng các yêu cầu về xuất xứ của các hiệp định thương mại và giảm sự phụ thuộc vào



nguyên liệu nhập khẩu (khoảng 70%). Tuy nhiên, về dài hạn, sự tham gia của các doanh nghiệp FDI sẽ gây sức ép cạnh tranh về đơn hàng xuất khẩu với các doanh nghiệp nội địa. Điều này đòi hỏi các doanh nghiệp Việt Nam cần phải nhanh chóng gia tăng năng lực sản xuất để giữ chân khách hàng và duy trì thị phần.

Thực tế, nhiều doanh nghiệp dệt may trong nước đã tiến hành đầu tư thêm theo bốn xu hướng đầu tư chính: (1) mở rộng năng lực gia công hiện hữu (may, thêu); (2) hoàn thiện chu trình sản xuất (xe sợi, dệt, nhuộm); (3) phát triển các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn (từ CMT lên FOB và ODM) và (4) xây dựng hệ thống bán lẻ để khai thác thị trường nội địa. Trong đó, việc đầu tư nhằm hoàn thiện chu trình sản xuất cũng không dễ thực hiện do các yêu cầu khắt khe về môi trường trong ngành dệt nhuộm và khó khăn trong việc xây dựng đội ngũ thiết kế. Tương tự, việc khai thác thị trường trong nước khá khó khăn do thu nhập đại bộ phận người dân chưa cao và chi phí đầu tư xây dựng hệ thống phân phối là rất lớn. Có thể nói, lãi suất thấp cùng với các chính sách ưu đãi đầu tư mới của chính phủ chỉ mới giúp giải quyết vấn đề về tài chính cho ngành dệt may. Hiệu quả đầu tư cuối cùng vẫn phụ thuộc nhiều vào kinh nghiệm quản lý và khả năng nắm bắt thị trường của từng doanh nghiệp.

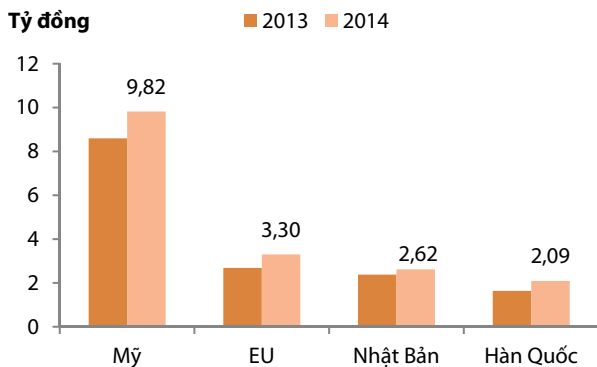
Nhân tố chính trong năm 2015

- Sức mua từ thị trường Mỹ, EU và Nhật Bản có thể cải thiện cùng với đà hồi phục về kinh tế.
- Việc kí kết các hiệp định FTA với Hàn Quốc, EU, Liên minh Thuế quan Nga - Belarus - Kazakhstan và khả năng ký kết TPP trong năm 2015 tiếp tục thúc đẩy sự dịch chuyển về đơn hàng dệt may sang Việt Nam.
- Các doanh nghiệp FDI đầu tư vào ngành dệt may sẽ tạo ra nguồn nguyên phụ liệu trong nước để tăng tỷ lệ nội địa hóa và đáp ứng các yêu cầu về xuất xứ quy định trong các hiệp định tự do thương mại.
- Giá nguyên liệu đầu vào như sợi, vải có thể tiếp tục xu hướng giảm giá trong năm 2015, ảnh hưởng tích cực đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may.

Rủi ro

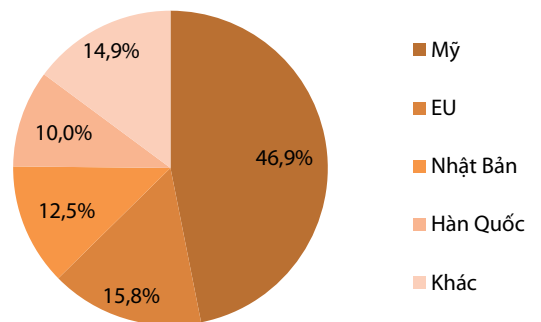
- Các doanh nghiệp FDI có thể cạnh tranh về đơn hàng với các doanh nghiệp trong nước.
- Giá các loại nguyên phụ liệu như bông, sợi, hóa chất và chi phí nhân công có thể tăng nhanh.
- Tăng trưởng kinh tế và sức mua từ các thị trường lớn có thể thấp hơn kỳ vọng.
- Sự mạnh lên của đồng nội tệ do chính sách tỷ giá neo theo đồng USD có thể làm giảm tính cạnh tranh của hàng dệt may Việt Nam xuất khẩu.

Giá trị xuất khẩu dệt may vào một số nước



Nguồn: Tổng cục hải quan (không gồm sợi, sợi và nguyên phụ liệu), RongViet Research tổng hợp

Cơ cấu thị trường xuất khẩu dệt may 2014



Nguồn: Tổng cục hải quan (không gồm sợi, sợi và nguyên phụ liệu), RongViet Research tổng hợp

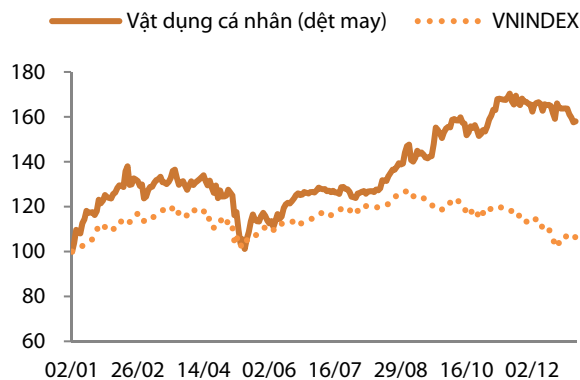


Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	++
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Như đã phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp dệt may có thị trường xuất khẩu chính là các nước trong TPP, EU và Hàn Quốc sẽ được hưởng lợi từ việc ký các hiệp định thương mại trong năm 2015. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn, công nghệ tốt và có dự án đầu tư mở rộng sắp hoàn thành sẽ có triển vọng tăng trưởng tốt hơn những doanh nghiệp nhỏ nhờ khả năng đáp ứng các đơn hàng lớn và các yêu cầu khắt khe về chất lượng và xuất xứ sản phẩm. Thêm vào đó, do đặc thù của ngành dệt may là sử dụng nhiều nhân công, chúng tôi cũng ưu tiên lựa chọn các doanh nghiệp có năng lực quản lý sản xuất tốt, thể hiện qua khả năng sắp xếp và cải tiến các khâu sản xuất để cải thiện năng suất và gia tăng biên lợi nhuận.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HSX: TCM)

- Với dây chuyền sản xuất khép kín từ se sợi đến sản phẩm cuối cùng là các mặt hàng may mặc, TCM là doanh nghiệp dệt may niêm yết duy nhất hiện nay đáp ứng quy tắc xuất xứ “từ sợi trở đi” của TPP. Bên cạnh đó, nhờ công nghệ tiên tiến cùng quy trình sản xuất khép kín nên sản phẩm của TCM có chất lượng đồng nhất và đáp ứng yêu cầu chất lượng để xuất khẩu sang các thị trường khó tính như Mỹ và Nhật Bản.
- Ngoài sự hỗ trợ về vốn, công nghệ và đơn hàng, cổ đông chiến lược Eland (Hàn Quốc) cũng đang góp tích cực vào việc quản lý sản xuất và định hướng chiến lược kinh doanh cho TCM. Từ khi có sự tham gia của Eland, biên LNG các mảng kinh doanh chính của TCM đều có sự cải thiện; riêng mảng sợi cũng không còn biến động nhiều như trước đây. Thông qua Eland, TCM có thể nắm bắt được cơ hội để thâm nhập sâu thị trường Hàn Quốc sau khi hiệp định FTA Việt Nam - Hàn Quốc được ký kết.
- Giai đoạn 1 của dự án nhà máy Vĩnh Long (công suất thiết kế 6 triệu sản phẩm/năm) dự kiến sẽ hoạt động từ đầu quý III năm 2015. Được xây dựng để phục vụ riêng cho các đơn hàng xuất sang Mỹ, nhà máy Vĩnh Long có thể tăng doanh thu xuất khẩu hàng may mặc của TCM khoảng 10% trong năm 2015.
- Cuối năm 2014, TCM đã nhập về 15 máy dệt mới (tăng 30% công suất) để sản xuất vải cao cấp phục vụ thị trường Nhật Bản. Vải dệt hiện là mảng mang lại biên lợi nhuận gộp cao nhất cho TCM (khoảng 25%). Chính vì vậy, việc tăng công suất khâu dệt sẽ giúp gia tăng biên lợi nhuận chung của toàn Công ty.

CTCP Sản xuất Thương mại may Sài Gòn (HSX: GMC)

- GMC là doanh nghiệp chuyên về gia công hàng may mặc (áo khoác, áo jacket) với nguồn hàng ổn định và năng lực sản xuất tốt (100% FOB). Công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu khá ổn định từ 14-16%/năm và mức chi trả cổ tức đều đặn ở mức ~20-30%/năm.
- Trong năm 2015, GMC có kế hoạch tăng số chuyên sản xuất ở các xí nghiệp may: (1) tăng

từ 20 chuyển lên 30 chuyển ở xí nghiệp may Tân Mỹ (Vũng Tàu), (2) nâng năng lực sản xuất từ 7 chuyển lên 15 - 20 chuyển ở xí nghiệp may Hà Lam (Quảng Nam). Việc tăng số chuyển may sẽ giúp nâng cao năng lực sản xuất của GMC. Đồng thời, GMC đang phát triển thêm các sản phẩm xuân hè để cải thiện lợi nhuận trong các tháng thấp điểm.

- GMC đã thử nghiệm phương thức ODM (tự tìm kiếm khách hàng, tự phát triển mẫu và tự phát triển nguyên vật liệu) qua Chi nhánh Sài Gòn Xanh LLC tại Mỹ từ cuối năm 2013. Phương thức này đã tỏ ra khá hiệu quả khi đóng góp khoảng 3,2 tỷ đồng (~5,3%) vào LNST của GMC trong năm 2014. Sang năm 2015, GMC tiếp tục có kế hoạch phát triển chi nhánh này nhằm phát triển thương hiệu sản phẩm của GMC ở nước ngoài.

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)

- TNG là một trong những công ty có năng lực may mặc lớn miền bắc với khoảng 180 chuyển may và 4 dây chuyền phụ trợ. Các sản phẩm chính như áo jackets, các loại quần âu, quần soóc, quần bò, quần áo trượt tuyết... xuất khẩu sang Mỹ, EU và Nhật Bản hiện chiếm khoảng 70% doanh thu của TNG.
- Nhà máy may Đại Từ với tổng quy mô 32 chuyển may đã sản xuất vào đầu tháng 2/2015. Nhà máy này có công suất thiết kế khoảng 1 triệu sản phẩm/năm; TNG ước tính kim ngạch xuất khẩu của nhà máy Đại Từ vào khoảng 10 triệu USD/năm và doanh thu tiêu thụ khoảng 250 tỷ đồng/năm. Bên cạnh đó, TNG cũng đang tích cực triển khai dự án đầu tư nhà máy tại huyện Phú Lương và một nhà máy nữa tại Thành phố Thái Nguyên.
- TNG cũng đang tiến hành dịch chuyển sang phương thức ODM và xây dựng hệ thống cửa hàng bán lẻ để khai thác thị trường nội địa.
- TNG thường sử dụng nhiều nợ vay để tài trợ vốn lưu động và các khoản đầu tư mới. Đến cuối năm 2014, tỷ lệ Nợ vay/VCSH của TNG vào khoảng 307%, cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp trong ngành. Nhờ vậy, Công ty đang hưởng lợi đáng kể từ việc mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức thấp.

CTCP Sợi Thế Kỷ (Chưa niêm yết STK)

- STK là công ty Việt Nam đầu tiên có công nghệ sản xuất sợi xơ dài (DTY) từ hạt polyester. Nhờ công nghệ sản xuất tốt nên sản phẩm của STK có chất lượng cao và được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào để sản xuất vải cung cấp cho một số thương hiệu nổi tiếng như Adidas, Columbia, Reebok... Đồng thời, Công ty cũng đã xây dựng được hệ thống khách hàng rộng lớn và ổn định trong nước cũng như tại nhiều quốc gia trên thế giới. Hiện tại, STK chỉ mới đáp ứng được khoảng 20% nhu cầu của các khách hàng hiện hữu. Do đó, nếu STK tiếp tục đầu tư mở rộng, khả năng tăng trưởng sản lượng trong dài hạn là khá lớn.
- Dự kiến hoạt động từ quý 3/2015, giai đoạn 3 của nhà máy Trảng Bàng sẽ giúp nâng công suất của toàn Công ty thêm khoảng 10-15%. Từ 2016, khi nhà máy mới hoạt động hết công suất (15.000 tấn DTY/năm) thì công suất sợi của STK ước tính tăng khoảng 40% so với năm 2014.
- Việc giá dầu giảm sâu có tác động tích cực lên giá nguyên liệu đầu vào (hạt nhựa) của STK (chiếm 75%-80% giá vốn) và làm giảm giá bán các loại sợi của STK. Tuy nhiên, mức độ giảm giá bán sợi nhỏ hơn so với mức giảm của giá hạt chip nên biên lợi nhuận gộp của Công ty có thể được cải thiện nhẹ trong năm 2015.
- Dù chưa phải là doanh nghiệp niêm yết, STK được đánh giá là doanh nghiệp khá minh bạch về thông tin.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (trcp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
GIL	Tích cực	Trung hạn	24	-22	14	1,1	n/a	8,3	1,2	n/a	24	48	502,2	5,0
GMC	Tích cực	Trung hạn	95	6	26	0,9	0,9	7,4	2,0	2,0	32	11	449,3	4,1
KMR	Tích cực	Trung hạn	3	-54	2	0,2	n/a	30,7	0,6	n/a	-16	548	284,4	0,0
TCM	Mua	Dài hạn	1	36	22	1,1	19,4	9,6	2,1	8,1	27	304	1.679,2	-
TNG	Tích cực	Trung hạn	-95	279	22	3,1	n/a	7,8	2,0	n/a	180	227	534,8	7,1

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

XÂY DỰNG: Hiệu ứng lan tỏa từ sự phục hồi của ngành bất động sản

Huỳnh Khoa Nam (nam.hk@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng có sự tương quan cao với tình hình thị trường BĐS.

Cụ thể từ năm 2008 đến năm 2012, sự sụt giảm của ngành BĐS đã tác động mạnh đến ngành xây dựng. Đến năm 2013, ngành xây dựng đã có những dấu hiệu hồi phục với tốc độ vừa phải nhờ những hỗ trợ từ lãi suất, các gói tín dụng cho thị trường BĐS và dòng vốn FDI tăng mạnh. Năm 2014 được xem là năm khởi đầu chu kỳ tăng trưởng mới đối với ngành xây dựng. Theo báo cáo gần đây của BMI, giá trị xây dựng toàn ngành đạt 211,2 nghìn tỷ đồng, tăng 6,2% so với năm 2013. Ba nguyên nhân chính giải thích cho sự tăng trưởng tốt của ngành xây dựng là (1) sự tập trung đầu tư hạ tầng của Chính phủ; (2) BĐS phục hồi và (3) dòng vốn FDI tiếp tục tăng ở mức tích cực. Trong năm 2015, động lực cho sự tăng trưởng của thị trường xây dựng cũng sẽ không nằm ngoài những yếu tố trên. Tuy nhiên, sự ra đời của các văn bản pháp lý quan trọng như Luật đấu thầu 2013, luật đầu tư công số 49/2014/QH13 và một số luật hỗ trợ cho thị trường BĐS sẽ là nhân tố mới được kỳ vọng sẽ có tác động tích cực đến ngành xây dựng. Ngành xây dựng được dự báo vẫn tăng trưởng khá với mức tăng vào khoảng 6,5% trong năm nay.

Một số cải tiến trong chính sách của Chính Phủ có tác động tích cực đến ngành xây dựng.

Luật đấu thầu 2013 và Nghị định 63/2014/NĐ-CP quy định nhà thầu ngoại phải liên doanh hoặc ký hợp đồng với nhà thầu phụ Việt Nam không thấp hơn 30% giá trị gói thầu về tư vấn, xây dựng và hỗn hợp. Điều này hứa hẹn sẽ cải thiện khả năng cạnh tranh của nhà thầu trong nước cũng như tăng tính minh bạch trong đấu thầu dự án. Các công ty xây dựng trong nước sẽ có nhiều cơ hội tham gia vào các dự án do Nhà nước đầu tư. Bên cạnh đó, Luật Đầu tư công số 49/2014/QH13 cũng sẽ nâng cao hiệu quả vốn đầu tư, khắc phục tình trạng nợ đọng và tạo tính minh bạch trong phân bổ nguồn lực Nhà nước. Theo Báo cáo của Chính phủ, tổng số nợ XDCB cả nước 6T/2014 là 44.590 tỷ đồng, giảm 23% so với năm 2013. Việc tạo ra cơ chế để giải quyết nợ đọng XDCB sẽ giải quyết được vấn đề dòng tiền cho không ít doanh nghiệp. **Đặc biệt, một văn bản hướng dẫn chính thức về hình thức hợp tác công tư (PPP) trong 2015 là điều nhiều doanh nghiệp xây dựng hạ tầng đang chờ đợi.** Trong năm 2014, tổng mức đầu tư các dự án huy động vốn ngoài ngân sách Nhà nước đạt 178.165 tỷ đồng với 65 dự án được đầu tư, trong đó Bộ GTVT đã huy động được 39.077 tỷ đồng cho 19 dự án theo hình thức BOT, vượt 22% kế hoạch năm. Dự thảo Nghị định về PPP cho thấy quy định về các điều khoản hợp tác, cơ chế thực hiện dự án rõ ràng và thông thoáng hơn nhằm khuyến khích tổ chức, cá nhân trực tiếp đầu tư vào các dự án kết cấu hạ tầng kinh tế - xã hội và cung cấp dịch vụ công. Qua đó, các chính sách này được xem là động lực tăng trưởng quan trọng đối với ngành xây dựng trong năm 2015.

Với vai trò là ngành tạo cầu cho ngành xây dựng, BĐS đang được nhiều yếu tố thuận lợi hỗ trợ làm tác động tích cực đến giá trị xây dựng dân dụng.

Theo thống kê từ Bộ Xây Dựng, trong năm 2014, cả nước đã hoàn thành đầu tư xây dựng 102 dự án nhà ở xã hội với gần 40.000 căn hộ. Tổng diện tích sàn nhà ở toàn quốc tăng thêm 92 triệu m² so với 2013, diện tích bình quân nhà ở toàn quốc đạt khoảng 20,6 m² sàn/người, tăng 1m² sàn/người so với năm 2013. Với nhiều chính sách hỗ trợ thị trường BĐS như cho phép nước ngoài được sở hữu nhà tại Việt Nam, nới lỏng điều kiện tham gia gói 30.000 tỷ đồng và giảm tỷ lệ rủi ro cho vay BĐS. Sức tiêu thụ BĐS trong năm 2014 cũng có sự cải thiện đáng kể. TPHCM đã bán được khoảng 17.000 căn hộ trong năm 2014, con số cao nhất trong lịch sử, còn Hà Nội cũng có được con số tiêu thụ cao nhất trong vòng 3 năm trở lại đây, khoảng 10.700 căn hộ (CBRE). Qua đó, dòng tiền thu vào của các chủ đầu tư cũng được cải thiện, từ đó, làm cho khoản phải thu trên bảng ĐKTK của các doanh nghiệp xây dựng “đẹp” hơn. Với việc mặt bằng lãi suất vẫn ở mức thấp và nhu cầu cải thiện trong năm 2015, số lượng dự án được khởi động lại hoặc khởi công mới sẽ tiếp tục gia tăng. Theo kế hoạch từ Bộ Xây Dựng, diện tích bình quân nhà ở toàn quốc đạt khoảng 21,5 m² sàn/người trong năm 2015, tăng 1m² sàn/người so với năm 2014. Giá trị hợp đồng xây dựng và theo đó là doanh thu cho

các công ty xây dựng có thể tăng trưởng khá.

Hạ tầng giao thông tiếp tục được tập trung đầu tư. Trong năm 2015, nhu cầu đầu tư cho cơ sở hạ tầng được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh. Trong đó, Chính phủ sẽ tập trung phân bổ vốn cho các dự án trọng điểm như đường sắt, cảng hàng không.

Hình: Một số dự án đường sắt, hàng không sẽ khởi công trong năm 2015

Tên dự án	Giá trị đầu tư (triệu USD)	Thời gian thực hiện
Cảng hàng không		
Sân bay quốc tế Cam Ranh (mở rộng)	214,3	2015-2030
Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	7.830	2015-2020
Sân bay quốc tế Quảng Ninh (giai đoạn 1)	166	2015-2020
Sân bay quốc tế Vân Đồn (giai đoạn 1)	160	2015-2020
Đường sắt		
Tuyến Metro số 5	1.850	2015-2016

Nguồn: BMI

Với sự tăng trưởng nhanh của các dự án hạ tầng trong năm 2015, ngoài NSNN, Bộ Xây Dựng sẽ có những kế hoạch huy động vốn xã hội hóa để đầu tư như đề án PPP và lãi suất thấp. Cụ thể, Bộ GTVT vừa qua đã phê duyệt các Đề án Huy động vốn xã hội hóa để đầu tư kết cấu hạ tầng đường sắt và hàng không.

Dòng vốn FDI vào ngành sản xuất sẽ hỗ trợ sự tăng trưởng của mảng xây dựng công nghiệp. Theo thống kê của Cục Đầu tư nước ngoài, năm 2014, dòng tiền từ các nhà đầu tư nước ngoài đã đăng ký đầu tư vào Việt Nam bằng 93,5% so với 2013 và tăng 19% so với kế hoạch năm 2014 (17 tỷ USD). Ngoài ra, gần 80% dòng vốn FDI trong năm 2014 chảy vào ngành xây dựng, bất động sản và sản xuất như nhà máy của Samsung tại Thái Nguyên (3 tỷ USD), nhà máy Samsung ở Bắc Ninh (1 tỷ USD), công ty xây dựng Dewan International (1,25 tỷ USD) và nhà máy sản xuất thiết bị điện tử công nghệ cao ở TPHCM (1,4 tỷ USD).

Chúng tôi dự báo vốn FDI đăng ký năm 2015 sẽ nằm ở mức tương đương vốn FDI 2014, khoảng 20 tỷ USD và có thể giải ngân ở mức 15 tỷ USD. Ngoài ra, nhu cầu xây dựng nhà xưởng để sản xuất sẽ tiếp tục gia tăng. Cụ thể, một số dự án lớn đã được cấp phép trong tháng 1/2015 như dự án công ty TNHH Worldon (300 triệu USD) tại TPHCM; dự án công ty TNHH Regina Miracle International tại Hải Phòng (90 triệu USD) và dự án công ty TNHH Taekwang MTC tại Đồng Nai (43,2 triệu USD). Bên cạnh đó là xu hướng mở rộng diện tích kho bãi cho thuê của các doanh nghiệp logistics trong nước. Các công ty logistics trong nước thường khó cạnh tranh với các công ty nước ngoài về công nghệ, vốn và kinh nghiệm quản lý nhưng có lợi thế về khả năng tiếp cận quỹ đất. Với việc Việt Nam sắp ký kết nhiều hiệp định thương mại, các doanh nghiệp logistics sẽ đẩy mạnh đầu tư kho bãi để đón đầu tăng trưởng về nhu cầu. Đây cũng sẽ là một điểm cộng đối với ngành xây dựng trong năm 2015.

Nhân tố chính trong năm 2015

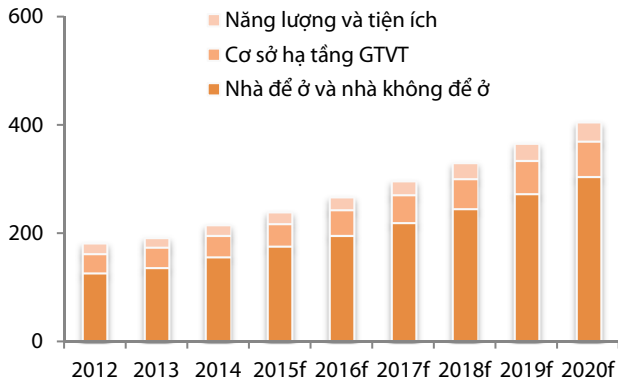
- Việc hiện thực hóa TPP sẽ giúp tăng giá trị xây dựng trong lĩnh vực hạ tầng và công nghiệp.
- Khung pháp lý chính thức về công tư PPP nhằm thúc đẩy nguồn vốn từ khu vực tư nhân.
- Quá trình “làm sạch” tỉ lệ nợ xấu đang được đẩy mạnh nhằm cải thiện nguồn vốn tín dụng.
- Chi phí VLXD vẫn giữ ở mức ổn định.
- Luật đấu thầu 2013 làm hỗ trợ cạnh tranh của các nhà thầu trong nước đối với các nhà thầu ngoại.
- “Manh nha” hồi phục của ngành bất động sản sẽ là yếu tố tích cực cho ngành xây dựng.



Rủi ro

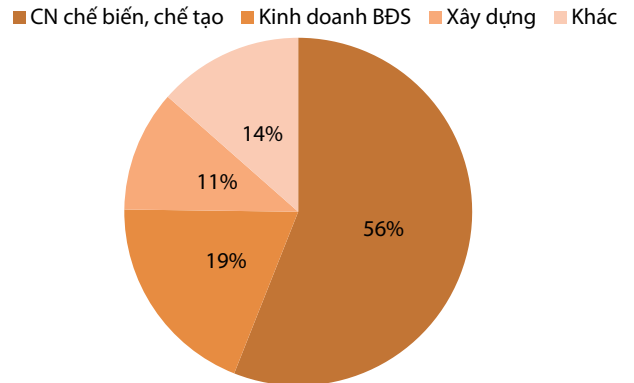
- Các chính sách pháp lý không được thực hiện hoặc tiến triển như đã kỳ vọng (luật đầu tư công và khung pháp lý cho công tư PPP).
- Việc ký kết TPP và các FTA khác không như dự kiến.
- Mức độ ảnh hưởng từ sự hồi phục của ngành BĐS không như mong đợi.

Giá trị ngành xây dựng qua các năm (tỷ VND)



Nguồn: BMI

Cơ cấu dòng vốn FDI theo lĩnh vực năm 2014



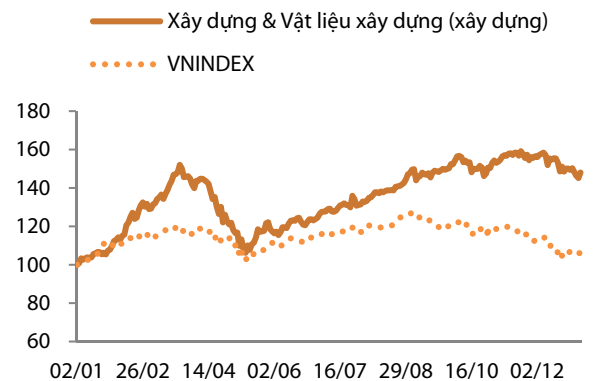
Nguồn: FIA Việt Nam

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	++
Yếu tố đầu vào	-
Chính sách	++
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Với các yếu tố được nêu ở trên, chúng tôi tin tưởng rằng ngành xây dựng sẽ tiếp tục được cải thiện. Cụ thể, các công ty xây dựng hạ tầng có nhiều dự án trong tay và vốn lớn sẽ có được lợi thế nhất định trên thị trường. Ở khía cạnh khác, những công ty có quy mô vốn trung bình nhưng có thể mạnh riêng, đặc biệt trong từng lĩnh vực cụ thể cũng có thể gặt hái được kết quả kinh doanh tốt trong năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi cũng kết hợp cân nhắc các yếu tố về sức khỏe tài chính như tỷ lệ vay nợ và chất lượng các khoản phải thu của doanh nghiệp.

Cổ phiếu ưa thích

Công ty Cổ phần Xây dựng Cotec (HSX – CTD)

- Tập trung vào mảng xây dựng công nghiệp. Doanh nghiệp đã nắm bắt cơ hội từ dòng vốn FDI để tăng nhanh tỷ trọng doanh thu các dự án công nghiệp và giảm tỷ trọng phân khúc dân dụng và khách sạn. Một phần các hợp đồng năm 2013 tiếp tục được chuyển sang năm 2015.
- Mở rộng sang mảng xây dựng công trình hạ tầng dân dụng nhằm tận dụng thời cơ khi khung pháp lý về PPP được hoàn thiện. CTD đã ký kết hợp tác với Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao Thông 1 (Cienco1) và CTCP Nền móng và Công trình ngầm Fecon (FCN) để thành lập công ty chuyên về xây dựng các công trình hạ tầng.
- Mở rộng thị phần sang khu vực Đông Nam Á. Công ty Unicons (đã hợp nhất với CTD) đã

thành lập văn phòng đại diện tại Campuchia và đang chuẩn bị thành lập văn phòng đại diện tại Myanmar.

Công ty cổ phần Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hòa Bình (HSX – HBC)

- Đang từng bước chuyển cơ cấu doanh thu sang mảng xây dựng công nghiệp, văn phòng và trung tâm thương mại do gặp nhiều khó khăn ở mảng xây dựng nhà ở.
- Ngoài các hoạt động xây dựng, HBC còn đầu tư một số dự án BĐS như dự án nhà ở xã hội Long Thới (Nhà Bè), dự án nhà ở thấp tầng Phước Lộc Thọ (Nhà Bè), dự án căn hộ diện tích nhỏ Bình An (quận 8) và dự án căn hộ cao cấp The Ascent (quận 2).
- Doanh nghiệp đang từng bước tiến tới mô hình tổng thầu như mô hình của các tập đoàn xây dựng lớn trên thế giới. Mặc dù vậy, HBC sẽ gặp sự cạnh tranh gay gắt từ CTD và các nhà thầu nước ngoài.

Công ty cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật T.P Hồ Chí Minh (HSX – CII)

- Công ty sở hữu nhiều dự án xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông lớn như đoạn Quốc lộ 1A qua Ninh Thuận, dự án mở rộng xa lộ Hà Nội, và một số dự án BOT khác.
- Công ty cũng có các dự án BĐS lớn là 152 Điện Biên Phủ, Diamond Riverside, Thủ Thiêm, và nhà máy nước Tân Hiệp 2.
- Công ty sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận từ việc bán 20 triệu cổ phần của CTCP Cầu đường CII (LGC) trong năm 2015.

Công ty Cổ phần Tasco (HNX – HUT)

- Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng hạ tầng theo hình thức BT và BOT trong năm 2015.
- Nghiệm thu dự án BT39 với LNST khoảng 100 tỷ đồng trong năm 2015.
- Dự án BĐS Nhà ở sinh thái ở xã Xuân Phương, Tây Hà Nội có khả năng đóng góp vào doanh thu 2015.

Công ty cổ phần kỹ thuật nền móng và công trình ngầm FECON (HSX – FCN)

- FCN là công ty hoạt động trong phân khúc xây lắp khá đặc thù là thiết kế, thi công xử lý nền đất yếu sử dụng công nghệ cốt kết chân không. FCN là đơn vị đầu tiên và duy nhất của Việt Nam sản xuất thành công sản phẩm cọc bê tông ly tâm dự ứng Mac 800 đạt tiêu chuẩn quốc tế.
- Các dự án nền móng lớn đã được thi công bởi FCN là nhà máy gang thép FORMOSA Hà Tĩnh và nhà máy điện tử Samsung Thái Nguyên và LG Hải Phòng. Trong tháng 1/2015, FCN đã trúng thầu nhiều dự án với tổng giá trị hợp đồng hơn 123 tỷ đồng từ các dự án Tổ hợp Lộ hóa dầu Nghi Sơn, dự án Tổ hợp nhà máy Samsung Thái Nguyên, dự án nhà máy Masan Nghệ An và dự án chung cư Goldmark City.
- Mở rộng thêm hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng. Với những ưu thế có sẵn trong lĩnh vực nền móng, FCN đã hợp tác với Cienco 1 và CTD để thành lập công ty chuyên về xây dựng hạ tầng. Ngoài ra, với việc đang nắm giữ 10% cổ phần tại Cienco 1 và 5% cổ phần tại Tedi, FCN sẽ có cơ hội tiếp cận các dự án hạ tầng giao thông theo hình thức BOT trong thời gian tới.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h. tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
BCE	Ổn định	Dài hạn	-42	-58	6	0,4	n/a	15,5	0,9	n/a	-16	32	306,0	13,8
CII	Tích cực	Dài hạn	275	351	14	1,9	n/a	5,5	1,3	n/a	-18	1.417	3.573,8	89,6
CTD	Tích cực	Dài hạn	23	27	13	0,4	n/a	7,7	1,0	n/a	-2	4	2.528,0	6,5
FCN	Tích cực	Dài hạn	12	39	20	0,8	n/a	6,8	1,4	n/a	-11	183	987,6	22,4
HBC	Ổn định	Dài hạn	2	169	7	1,8	n/a	23,9	0,9	n/a	-22	335	849,0	25,9
HUT	Tích cực	Trung hạn	56	1.985	20	2,0	n/a	4,6	1,1	n/a	39	1.470	1.391,3	46,4
LCG	Tích cực	Trung hạn	344	101	0	0,4	n/a	164,2	0,6	n/a	8	419	610,0	37,0
PVV	Không đánh giá		75	103	2	1,7	n/a	-1,7	0,6	n/a	6	186	111,0	14,7
PVX	Không đánh giá		85	107	10	2,0	n/a	17,6	1,7	n/a	24	3.596	2.080,0	195,2
PXI	Không đánh giá		33	996	9	0,7	n/a	7,8	0,7	n/a	22	142	234,0	14,6
S99	Không đánh giá		-20	805	14	0,1	n/a	7,9	2,9	n/a	100	223	449,9	18,2
SD6	Không đánh giá		12	61	14	0,8	n/a	10,4	1,1	n/a	20	137	556,3	17,0
SD9	Không đánh giá		2	4	10	1,7	n/a	7,3	0,8	n/a	15	113	470,7	15,0
SDT	Tích cực	Dài hạn	-7	4	9	1,1	n/a	7,8	0,7	n/a	-11	40	645,2	18,8
VNE	Ổn định	Dài hạn	19	422	12	0,6	n/a	8,2	1,0	n/a	64	492	745,5	0,0

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

BẤT ĐỘNG SẢN: Ở bước đầu của sự hồi phục

Nguyễn Bá Phước Tài (tai.nbp@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Bắt đầu “manh nha” hồi phục từ giữa năm 2014, ngành BĐS được kỳ vọng sẽ thu hút được sự quan tâm của nhu cầu thực cũng như nhận được hỗ trợ từ các yếu tố vĩ mô. Trong đó, các chính sách hỗ trợ ngành và nới lỏng việc cho vay BĐS sẽ có tác động tích cực đến khả năng kinh doanh cũng như tình hình tài chính của các doanh nghiệp trong ngành.

Áp lực tài chính đối với các doanh nghiệp BĐS sẽ giảm đi đáng kể Việc Thông tư 36 giảm tỷ lệ rủi ro cho vay BĐS từ 250% còn 150% được kỳ vọng sẽ giúp khơi thông dòng tín dụng đối với lĩnh vực BĐS, giúp các doanh nghiệp trong ngành nới lỏng hoạt động bán hàng và đầu tư cho các dự án. Bên cạnh đó, lãi suất đi vay thấp hơn cũng sẽ giảm áp lực về chi phí lãi vay đối với những công ty đã vay nợ nhiều trong các năm trước. Cuối cùng, sự sôi động trở lại của TTCK sẽ làm tăng khả năng thành công cho kế hoạch phát hành thêm của nhiều công ty BĐS niêm yết. Từ đó, các doanh nghiệp này sẽ có thêm nguồn tiền để trả bớt nợ vay và cải thiện tình hình tài chính.

Mặt bằng lãi suất thấp có tác động tích cực đến lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS một cách trực tiếp lẫn gián tiếp. Một mặt, doanh nghiệp tiết giảm được chi phí lãi vay, mặt khác, với lãi suất thấp, những người có nhu cầu thực tự tin hơn để mua nhà hoặc bất động sản để kinh doanh. Trong đó, hưởng lợi một cách rõ ràng nhất là những công ty có các sản phẩm được định vị phù hợp với nhu cầu thị trường và sẵn sàng để kinh doanh.

Bất động sản công nghiệp tiếp tục cho thấy triển vọng tươi sáng nhất trong năm 2015. Với dự báo vốn FDI giải ngân 2015 tăng 10%, xu hướng chuyển cơ sở sản xuất sang Việt Nam để đón đầu các hiệp định thương mại lớn như TPP và FTA của các công ty đa quốc gia cùng sự mở rộng của các doanh nghiệp vệ tinh và logistics là yếu tố thúc đẩy nhu cầu thuê đất tại các KCN. Trong khi đó, nguồn cung mới được dự báo là khá hạn chế; nhờ đó, giá thuê đất sẽ tăng khoảng 5-7% trong năm nay (Cushman & Wakefield). Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng nhu cầu thuê sẽ tập trung nhiều vào các khu công nghiệp có vị trí thuận lợi và quy hoạch phù hợp với một số ngành hưởng lợi từ TPP như dệt may, linh kiện điện tử... Có thể thấy, các dự án FDI lớn của Samsung (Bắc Ninh, Thái Nguyên), Nokia (Bắc Ninh) LG (Hải Phòng), Texthong (Quảng Ninh, Nam Định), TAL (Thái Nguyên), Itochu (Nam Định) đều nằm ở những địa phương có nguồn nhân công rẻ và nhiều ưu đãi cho doanh nghiệp nước ngoài. Vì vậy, những doanh nghiệp kinh doanh BĐS KCN còn quỹ đất sạch ở những khu vực này sẽ có lợi thế lớn để thu hút thêm nhiều khách thuê trong năm 2015 cũng như các năm tới.

Nhà đất giá rẻ đón nhận nhu cầu thực trong khi phân khúc cao cấp còn nhiều rủi ro. Năm nay, chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục có sự gia tăng đều đặn về nhu cầu phân khúc nhà ở vừa túi tiền (diện tích 45-70m², giá bán 12-17 triệu/m²) đặc biệt là sau khi các điều kiện từ gói 30.000 tỷ đồng được nới lỏng (lãi suất giảm còn 5%/năm, thời gian cho vay tối đa lên tới 15 năm). Nhờ khả năng tiêu thụ tốt, các dự án này có thể tạo ra dòng tiền cho các doanh nghiệp có sẵn sản phẩm để kinh doanh. Tương tự, triển vọng tiêu thụ của sản phẩm đất nền trong năm nay cũng khá tích cực nhờ sự hình thành các dự án hạ tầng trọng điểm như cao tốc Bến Lức-Long Thành, Đà Nẵng - Quảng Ngãi... Vì sản phẩm đất nền không cần nhiều vốn đầu tư và có thể triển khai nhanh nên đây sẽ là nguồn ghi nhận doanh thu và lợi nhuận chính cho nhiều công ty BĐS.

Ngược lại, việc cho phép người nước ngoài mua nhà ở Việt Nam và đẩy nhanh các dự án hạ tầng giao thông sẽ thúc đẩy việc phát triển các dự án nhà ở cao cấp ở các thành phố lớn và làm gia tăng nguồn cung. Trong khi đó, theo đánh giá của chúng tôi, nhu cầu thực ở phân khúc này vẫn chưa cải thiện nhiều. Đồng thời, những quy định mới, cởi mở hơn đối với việc cho vay thế chấp nhà ở hình thành trong tương lai cũng có thể kích thích hoạt động đầu cơ và đẩy giá BĐS lên cao. Thực tế, nhiều doanh nghiệp BĐS vẫn đang đẩy mạnh bán hàng qua các nhà đầu tư thứ cấp

để tăng doanh số. Điều này dẫn đến rủi ro hàng bán bị trả lại trong các năm tới nếu các sản phẩm không tiêu thụ được.

Bên cạnh đó, gần đây có sự bùng nổ xu hướng mua nhà và cho thuê lại như một bài toán kinh doanh rủi ro thấp trong điều kiện lãi suất hiện nay. Thậm chí, nhiều chủ đầu tư và sàn môi giới BĐS còn cam kết thuê lại của khách hàng để thúc đẩy tiêu thụ. Tuy nhiên, sự bùng nổ này có thể sẽ dẫn đến dư cung tạm thời mảng cho thuê nhà ở và làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh này. Điều đó càng khiến chúng tôi nghi ngờ về sự hồi phục thực sự của phân khúc căn hộ trung cấp – cao cấp.

Cho thuê văn phòng – Mặt bằng bán lẻ đứng trước áp lực tăng cung. Nguồn cung về diện tích văn phòng cho thuê và mặt bằng bán lẻ được dự báo sẽ tăng nhanh so với nhu cầu. Riêng mảng cho thuê TTTM còn đứng trước áp lực cạnh tranh từ các tập đoàn bán lẻ nước ngoài. Tuy nhiên, nhu cầu thuê văn phòng và mặt bằng bán lẻ có thể cải thiện môi trường kinh doanh và sức mua nội địa hồi phục sẽ giúp giá thuê ổn định ở phân khúc trung bình, thấp. Nhìn chung, nhiều doanh nghiệp hướng tới cái nhìn dài hạn khi đầu tư vào mảng văn phòng và mặt bằng bán lẻ hơn là kỳ vọng sự khởi sắc trong vòng 1 năm tới.

Kỳ vọng đã đưa giá cổ phiếu đi trước sự cải thiện về KQKD. Tính chung cả năm 2014, chỉ số giá cổ phiếu ngành bất động sản đã tăng khoảng 20%. Dù tăng trưởng EPS bình quân của toàn ngành vào khoảng 57% (loại trừ VIC do công ty này có thu nhập bất thường từ việc chuyển nhượng một phần TTTM Vicom Center A trong năm 2013), EPS bình quân của các cổ phiếu BĐS chỉ vào khoảng 560 đồng và tỷ số P/E trailing của nhóm cổ phiếu này cũng lên tới 44 lần (khoảng 29 lần nếu tính cả VIC). Điều này cho thấy TTCK vẫn đang kỳ vọng rất nhiều vào sự đảo chiều về KQKD của các doanh nghiệp BĐS tuy thực tế, sự cải thiện này vẫn chưa thực sự rõ nét.

Năm nay, chúng tôi cho rằng KQKD của các công ty BĐS niêm yết nhìn chung sẽ chỉ ở mức khá về giá trị tuyệt đối do điểm rơi ghi nhận doanh thu của các hầu hết dự án vừa được khởi công hoặc khởi động lại đều rơi vào giai đoạn 2016-2017. Tất nhiên, với KQKD khiêm tốn năm 2014, tăng trưởng lợi nhuận bình quân của hầu hết các doanh nghiệp có thể đạt mức cao. Một vài doanh nghiệp, đặc biệt những doanh nghiệp vốn hóa vừa và nhỏ có quỹ đất nhưng đang gặp khó khăn về tài chính cũng có cơ hội ghi nhận lợi nhuận đột biến qua việc chuyển nhượng hoặc kêu gọi hợp tác đầu tư vào các dự án.

Như vậy, khả năng tăng giá trên diện rộng của nhóm cổ phiếu BĐS là không nhiều. Thay vào đó, sự đột phá sẽ vẫn đến từ “câu chuyện” riêng của từng doanh nghiệp. Điểm sáng cố hữu của ngành này là một số doanh nghiệp vẫn có giá trị sổ sách/NAV cao hơn giá thị trường. Bên cạnh đó, cổ phiếu BĐS là nhóm ngành chiếm tỷ trọng lớn xét về số lượng mã cổ phiếu và quy mô vốn hóa trên thị trường. Cùng với những chính sách hỗ trợ ngành bất động sản vừa mới ban hành của Chính Phủ, năm 2015, ngành bất động sản dự kiến vẫn thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư.

Nhân tố chính trong năm 2015

- Các dự án hạ tầng giao thông lớn sẽ thúc đẩy việc phát triển các dự án và giao dịch BĐS ở khu vực có hạ tầng đi qua.
- Hoạt động cho vay BĐS được nới lỏng sau khi Thông tư 36 giảm hệ số rủi ro cho vay BĐS từ 250% còn 150%.
- Việc cho phép người nước ngoài mua nhà ở Việt Nam có thể thúc đẩy nhu cầu ở phân khúc cao cấp.
- Khung giá đất mới được áp dụng từ tháng 01/2015 tạo ra lợi thế cho những doanh nghiệp đã có sẵn quỹ đất lớn.

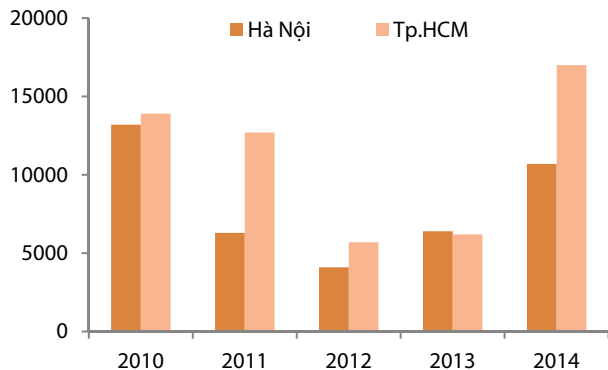
Rủi ro

- Nguồn cung mới tăng nhanh ở các phân khúc có thể tạo áp lực lên khả năng tiêu thụ và giá thuê, mua BĐS.



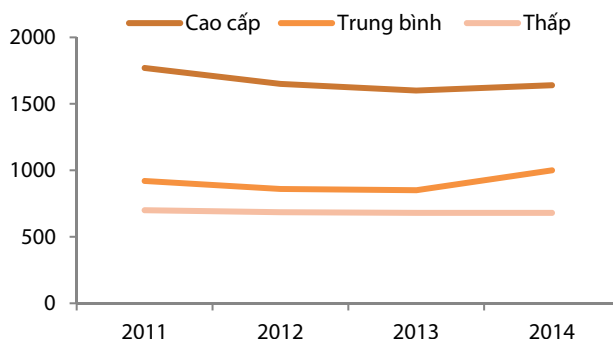
- Việc thi hành các chính sách mới sau khi có các văn bản hướng dẫn có thể không thuận lợi như kỳ vọng.
- Lãi suất cho vay có thể tăng trở lại, ảnh hưởng đến KQKD của các doanh nghiệp trong ngành.

Số căn hộ tiêu thụ ở Hà Nội và Tp.HCM qua các năm (căn)



Nguồn: CBRE

Giá bán căn hộ trên thị trường thứ cấp tại TP.HCM (USD/m²)



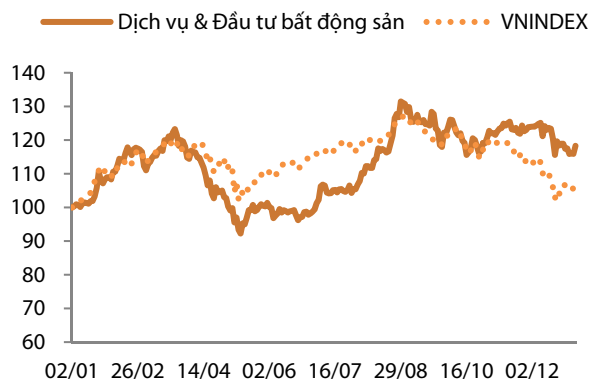
Nguồn: CBRE

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	-
Chính sách	++
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Đối với BĐS nhà ở, chúng tôi ưu tiên lựa chọn những doanh nghiệp đang có các dự án sẵn sàng để kinh doanh hoặc sắp hoàn thành, đặc biệt là các dự án đất nền và căn hộ phân khúc trung bình, thấp vì đây là những sản phẩm mà thị trường đang thực sự có nhu cầu. Dù không quá lạc quan đối với phân khúc cao cấp, chúng tôi vẫn cho rằng những dự án có giá cả hợp lý và vị trí đẹp sẽ thu hút được sự quan tâm của một số đối tượng, trong đó có người nước ngoài có nhu cầu mua nhà ở Việt Nam. Ngoài ra, những công ty BĐS vừa tình hình tài chính cải thiện được nhờ huy động vốn hoặc chuyển nhượng dự án thành công và những doanh nghiệp đang thực hiện tái cấu trúc cũng được xem là một cơ hội để xem xét đầu tư.

Trong lĩnh vực BĐS khu công nghiệp, các doanh nghiệp FDI hiện nay có xu hướng xây dựng cơ sở sản xuất ở những địa phương có nguồn nhân công giá rẻ, nhiều chính sách ưu đãi và gần các đô thị lớn. Cụ thể, Bình Dương, Đồng Nai, Long An, Bà Rịa - Vũng Tàu ở phía Nam và Hải Phòng, Thái Nguyên, Nghệ An, Bắc Ninh, Nam Định ở phía Bắc là những tỉnh thành có tiềm năng thu hút FDI. Do đó, những doanh nghiệp BĐS còn quỹ đất lớn để phát triển KCN ở những khu vực này sẽ là những doanh nghiệp nên được quan tâm.

Đối với mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ và văn phòng, hiện tại, nhu cầu thuê mới vẫn chưa cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, vẫn có cơ hội đầu tư dài hạn vào các doanh nghiệp có dự án bán lẻ quy mô lớn, hệ thống trải rộng hoặc dự án là mục tiêu M&A.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Tập đoàn Vingroup (HSX: VIC)

- VIC là doanh nghiệp BĐS hàng đầu Việt Nam với quy mô vốn, quy mô doanh thu tầm cỡ khu vực cũng như danh mục dự án và quỹ đất lớn hơn nhiều lần so với các doanh nghiệp cùng ngành. Công ty còn có thế mạnh cạnh tranh lớn ở khả năng tích lũy quỹ đất ở những vị trí đắc địa, tốc độ triển khai dự án nhanh và năng lực huy động nguồn vốn trên thị trường quốc tế.
- VIC có hệ thống TTTM và văn phòng cao cấp ở trung tâm các hầu hết thành phố lớn trên cả nước bao gồm Vincom Center Bà Triệu, Đồng Khởi, Long Biên, Vincom Mega Mall Times City, Royal City. Các dự án này là nguồn thu lớn và ổn định cho VIC các năm qua. Giai đoạn 2012-2014, VIC đã chuyển nhượng có lãi một số dự án thương mại có giá trị lớn nằm trên những “khu đất vàng” ở Hà Nội và Tp.HCM như tháp B Vincom Bà Triệu, toàn bộ Vincom Center A và khu văn phòng của Vincom Center B. Năm 2015, doanh thu từ mảng cho thuê thương mại có sự đóng góp của 2 dự án mới với gần 70.000 m² diện tích sàn cho thuê là Vincom Center Hạ Long (Q4/2014) và Vincom Hải Phòng (Q1/2015)
- Bên cạnh việc kinh doanh tại các dự án hiện hữu như Times City, Royal City và Vinhomes Nguyễn Chí Thanh, dự án BĐS trọng điểm của giai đoạn 2015-2017 là Vinhomes Central Park (43ha, Tân Cảng, Tp.HCM, mở bán tháng 10/2014) sẽ tiếp tục đem lại dòng tiền dồi dào cho VIC trong năm 2015
- Năm 2015, VIC sẽ đầu tư nâng công suất phòng tại hai khu du lịch nghỉ dưỡng Vinpearl Nha Trang và Vinpearl hù Quốc (hoạt động từ tháng 10/2014) lên gấp đôi qua đó gia tăng đáng kể doanh thu từ mảng kinh doanh khách sạn, du lịch.
- Sau khi mua lại chuỗi cửa hàng Vinatex Mart và Ocean Mart, VIC sẽ đẩy mạnh phát triển các hệ thống cửa hàng bán lẻ mang thương hiệu VinMart trong năm 2015. Đồng thời, Công ty sẽ tiếp tục triển khai xây dựng hạ tầng để mở rộng sang thương mại điện tử với thương hiệu VinE-com.

CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy (HSX: NBB)

- NBB có lợi thế lớn trong phân khúc đất nền nhờ quỹ đất lớn với tỷ lệ đền bù khá cao ở khu vực miền Trung. Trong đó, dự án đất nền KDC Sơn Tĩnh – Quảng Ngãi được kỳ vọng sẽ kinh doanh tốt hơn cùng với việc đẩy nhanh tiến độ xây dựng tuyến cao tốc Đà Nẵng- Quảng Ngãi và cấp sổ đỏ cho các hộ dân trong dự án.
- NBB sẽ nhận thanh toán từ việc chuyển nhượng 80% dự án City Gate Towers cho Creed Group (Nhật Bản) trong năm 2015. Đồng thời, Công ty có thể ghi nhận lợi nhuận lớn từ giá trị phần đất của dự án NBB Garden II và NBB Garden III trong quá trình tiếp tục hợp tác đầu tư với Creed Group.
- Sau khi NBB được cấp giấy phép khai thác mỏ titan sa khoáng Mộ Đức, việc thoái vốn tại CTCP Khoáng sản Quảng Ngãi sẽ thuận lợi hơn. Thương vụ này được kỳ vọng có thể đem lại lợi nhuận đột biến cho Công ty.
- Mỏ đá của Công ty trên địa bàn tỉnh Quảng Ngãi có thể tiêu thụ tốt hơn khi việc xây dựng tuyến cao tốc Đà Nẵng- Quảng Ngãi được đẩy mạnh.

CTCP Nhà Khang Điền (HSX: KDH)

- KDH sở hữu quỹ đất sạch ở quanh quận 2 và quận 9 TP.HCM, những khu vực thuận tiện về giao thông và có thanh khoản tốt. Đặc biệt, dự án của KDH hầu hết đã hoàn thiện về pháp lý trước khi xây dựng. Điều này cho phép Công ty triển khai các dự án trong thời gian ngắn hoặc chuyển nhượng ngay khi cần thiết.
- Sau Mega Residence, dự án Mega Ruby của KDH đang kinh doanh khá tốt với nhiều căn đã sẵn sàng bàn giao và ghi nhận doanh thu trong năm 2015. Nhờ vị trí đẹp và định vị tốt, dòng sản phẩm nhà liền kề thương hiệu Mega của KDH có thể thu hút những người nước

ngoài có nhu cầu mua nhà ở Việt Nam.

- Kế hoạch phát hành thêm 48,5 triệu cổ phiếu sẽ bổ sung nguồn vốn để KDH tiếp tục tích lũy quỹ đất sạch và đầu tư thêm cho 3 dự án mới: Trí Minh (5,7ha); Song Lập (14,5ha), Sapphire (Mega Ruby GĐ2).
- Ban lãnh đạo của KDH khá nhạy bén trong việc phát triển quỹ đất sạch và nắm bắt nhu cầu thị trường.
- Sự tham gia của các quỹ đầu tư nước ngoài như SAM, Dragon Capital và VinaCapital trong cơ cấu cổ đông giúp nhà đầu tư an tâm về chất lượng quản trị doanh nghiệp.

CTCP Nhà Thủ Đức (HSX: TDH)

- TDH sở hữu nhiều dự án đất nền phân khúc trung bình và chung cư giá rẻ quanh khu vực quận 2, quận 9, quận Thủ Đức TP.HCM và Long An. Các dự án đất nền của TDH hầu hết nằm gần các khu dân cư hiện hữu nên có khả năng kinh doanh cao và biên LNG khá tốt.
- TDH sẽ tiếp tục triển khai 3 dự án đất nền trong năm nay, gồm có: Phước Long Spring Town (GĐ2), KDC Bình Chiểu, Long Hội City và TDH-Tocontap. Các dự án này đều đã hoàn thành đến bù, giải tỏa, xây dựng hạ tầng và có thể triển khai nhanh để kinh doanh.
- Dự án chung cư TDH-Phước Long cũng đã xây xong phần móng và có thể mở bán trở lại trong năm 2015. Triển vọng bán hàng của dự án khá tốt nhờ có nhiều căn hộ có thể tham gia vào gói tín dụng 30.000 tỷ đồng.
- TDH được đánh giá là doanh nghiệp khá minh bạch trong việc trình bày báo cáo tài chính cũng như công bố thông tin ra thị trường.

CTCP Phát triển đô thị Kinh Bắc (HSX: KBC)

- KBC có thế mạnh cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ quỹ đất KCN lớn (gần 6.000ha), tập trung nhiều ở các tỉnh Bắc Bộ (Hải Phòng, Bắc Giang, Bắc Ninh) và Tp.HCM, những khu vực có lợi thế về thu hút FDI. Trong đó, các KCN chính của KBC như KCN Trảng Duệ (400ha, Hải Phòng), KCN Quế Võ mở rộng (300 ha, Bắc Ninh) KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh (402ha, Hải Phòng), KCN Tân Phú Trung (590ha, TP.HCM) đang hưởng lợi đáng kể từ hoạt động đầu tư của các tập đoàn đa quốc gia trong lĩnh vực công nghệ cao như LG Electronics (Hàn Quốc), Cannon (Nhật Bản), Foxconn (Đài Loan) và Wintek (Trung Quốc).
- Sau khi hiệp định FTA Việt Nam – Hàn Quốc được ký kết, hoạt động đầu tư mở rộng của LGE và Samsung ở Hải Phòng và Bắc Ninh được kỳ vọng sẽ thu hút thêm các công ty vệ tinh đến các KCN của KBC.
- Sau khi phát hành thành công 1.200 tỷ đồng TPCĐ (đã chuyển đổi 100% trong tháng 1/2015; giá chuyển đổi 15.000 đồng/cổ phiếu), KBC dự kiến sẽ tiếp tục chào bán riêng lẻ 120 triệu cổ phiếu (giá phát hành 15.000 đồng/cp). Nếu phát hành thành công, KBC sẽ được bổ sung tổng cộng 4.000 tỷ đồng để trả bớt các khoản nợ. Nhờ đó, Công ty có thể tiết kiệm đáng kể chi phí lãi vay trong năm 2015.

CTCP Đầu tư và Công nghiệp Tân Tạo (HSX: ITA)

- ITA là một trong những công ty BĐS có quỹ đất lớn nhất trên TTCK. Quỹ đất của ITA (gần 2.200ha) chủ yếu là đất sạch và được tích lũy từ sớm với giá vốn thấp. Hoạt động chính của Công ty là cho thuê đất, và nhà xưởng ở 3 KCN chính là KCN Tân Tạo – TP.HCM (161ha), KCN Tân Tạo mở rộng (182ha) và KCN Tân Đức – Long An (545ha).
- KCN Tân Tạo và Tân Tạo mở rộng hiện đã lấp đầy hơn 90% nhưng vẫn còn hơn 30 đất thương phẩm có nhiều triển vọng để thu hút đầu tư để phát triển các lĩnh vực công nghiệp có giá trị cao.
- KCN Tân Đức còn nhiều tiềm năng khai thác nhờ tỷ lệ đất trống lớn (giai đoạn 1 còn gần 30%; giai đoạn 2 còn gần 70%) và hạ tầng đi kèm (trường đại học, khu giải trí, khu dân cư...) đầy đủ.
- Sau khi được Chính Phủ cho phép đầu tư theo hình thức BOT, ITA đã tìm được nhà đầu tư cho Nhà máy Nhiệt điện Kiên Lương 1 (131ha). Giá trị tiền thuê đất phải thu của giai đoạn 1

vào khoảng 120 triệu USD sẽ được ghi nhận ngay khi dự án khởi công.

- ITA cũng đã tìm được một số nhà đầu tư nước ngoài tiềm năng cho Giai đoạn 2 và 3 của Nhiệt Điện Kiên Lương. Giá trị tiền đất đối với khu vực nhà máy (122ha) và khu phụ trợ (265ha) ước tính vào khoảng 300 triệu USD.

CTCP Đầu tư xây dựng Bình Chánh (HSX: BCI)

- BCI sở hữu hơn 300ha đất sạch, chủ yếu tại khu vực quận 8 và quận Bình Chánh TP.HCM. Ngoài kinh doanh căn hộ và đất nền, BCI còn có nguồn thu ổn định từ cho thuê đất và cung cấp dịch vụ tại KCN Lê Minh Xuân và Lê Minh Xuân mở rộng.
- Nếu hoàn tất thủ tục cấp giấy phép đầu tư, BCI có thể bắt đầu triển khai cho thuê KCN Lê Minh Xuân mở rộng (100,9ha) trong năm 2015.
- BCI là có nhiều kinh nghiệm trong việc phát triển căn hộ phân khúc thấp với chuỗi dự án chung cư Nhất Lan kinh doanh khá thành công trong giai đoạn 2012-2014. BCI sẽ triển khai hai dự án là An Lạc Plaza (7.553m²) và chung cư Nhất Lan 5 (4.701m²) trong năm 2015.
- BCI đã mở bán tiếp phần diện tích còn lại (~5ha) của dự án KDC Phong Phú 4. Phần 14ha đất bán cho Ban quản lý khu Nam tại dự án là khoản phải thu lớn từ nhiều năm qua và có thể đem lại lợi nhuận đột biến cho BCI nếu việc đàm phán giá sớm hoàn tất.
- So với nhiều doanh nghiệp BĐS khác, BCI có tỷ lệ Nợ vay/VCSH khá thấp (25%) nên Công ty gần như không chịu áp lực về chi phí lãi vay trong khi vẫn còn nhiều dư địa để gia tăng đòn bẩy tài chính.

CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm (HSX: NTL)

- Doanh thu và lợi nhuận của NTL các năm trở lại đây chủ yếu đến từ dự án Bắc Quốc lộ 32 – Trạm Trôi (16,4 ha). Dự án đã kinh doanh được hơn 500 lô đất nền cộng biệt thự và hiện còn gần 300 nền (200m²/nền) đã có biệt thự đang được chào bán với giá khoảng 14-16 triệu/m².
- Việc NTL đẩy mạnh đầu tư các tiện ích nội khu (siêu thị mini, khu thể thao, nhà hàng...) được kỳ vọng sẽ giúp gia tăng khả năng bán hàng tại dự án Trạm Trôi.
- Dự án Chung cư N04B1 vừa mở bán từ quý 3/2014 với giá bán từ 31,5 triệu đồng/m² hiện đang kinh doanh khá tốt.
- Năm 2015, NTL sẽ tiếp tục triển khai 3 Dự án nhà thu nhập thấp X2. Nếu hoàn tất thủ tục đầu tư, Công ty sẽ khởi công thêm 2 dự án chung cư 202 Hồ Tùng Mậu và dự án X3 giai đoạn 2.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
BCI	Ổn định	Dài hạn	-31	2	5	0,3	18	16,3	0,9	13,8	11	39	1.582,6	9,0
DIG	Ổn định	Trung hạn	-76	-62	1	0,6	n/a	52,4	1,0	n/a	1	506	2.359,4	35,8
DXG	Tích cực	Trung hạn	48	103	17	0,1	-44	5,6	1,7	10,0	-15	1.160	1.871,9	32,4
HDC	Ổn định	Trung hạn	43	-6	4	0,6	n/a	23,4	1,0	n/a	-7	5	575,6	6,4
HDG	Tích cực	Dài hạn	60	11	16	0,1	14	14,1	2,3	12,4	-32	53	1.928,5	17,9
HLD	Không đánh giá		5	7	19	0,3	n/a	6	5,8	n/a	-11	142	488,0	9,5
HQC	Tích cực	Trung hạn	-30	39	2	0,4	n/a	25,3	0,8	n/a	16	2.295	1.380,0	92,3
ITA	Tích cực	Trung hạn	2.593	79	2	0,2	n/a	34,5	0,7	n/a	5	4.401	5.463,7	240,4
ITC	Tích cực	Trung hạn	109	103	1	0,1	n/a	60,8	0,4	n/a	13	149	521,7	14,7
KBC	Tích cực	Dài hạn	0	350	6	0,8	31	18,2	1,2	13,9	-23	2.253	6.353,1	96,6
KDH	Tích cực	Trung hạn	444	182	7	0,9	12	14,7	1,8	13,1	-27	106	2.784,6	-
LHG	Ổn định	Trung hạn	30	4	4	0,4	n/a	19,7	0,8	n/a	-9	2	348,4	5,2
NBB	Tích cực	Dài hạn	15	37	2	0,7	-10	17,1	0,8	18,9	2	234	1.192,7	0,2
NLG	Ổn định	Trung hạn	44	350	5	0,3	5	22,5	1,2	21,4	5	38	2.411,4	6,7
NTL	Tích cực	Trung hạn	-51	-60	4	-	n/a	11,1	1,0	n/a	19	260	853,9	25,2
NVT	Không đánh giá		2	-81	0	0,4	n/a	105	105,3	n/a	71	309	407,3	0,6
OCH	Không đánh giá		17	-78	1	0,5	n/a	183	183,1	n/a	27	52	4.940,0	97,8
PDR	Tích cực	Ngắn hạn	948	1.691	3	1,9	n/a	53,4	1,5	n/a	-28	286	2.239,4	52,4
QCG	Tích cực	Trung hạn	-46	282	2	0,8	n/a	20,8	0,5	n/a	-21	701	1.196,0	49,1
SCR	Không đánh giá		-37	221	1	0,9	n/a	39	38,8	n/a	12	4.068	1.464,0	89,8
SJS	Ổn định	Trung hạn	94	122	9	0,8	n/a	15,9	1,4	n/a	-3	373	2.476,0	38,1
SZL	Ổn định	Dài hạn	17	10	9	0,0	n/a	7,7	0,7	n/a	27	26	334,7	7,4
TDC	Ổn định	Trung hạn	0	-25	9	1,0	n/a	9,1	0,9	n/a	7	689	990,0	44,5
TDH	Tích cực	Trung hạn	97	68	3	0,4	56	22,1	0,6	14,2	-15	120	797,3	0,8
VIC	Tích cực	Dài hạn	51	-53	16	1,6	-16	17,8	3,5	21,2	3	761	72.000,5	477,2
VPH	Tích cực	Trung hạn	-31	-63	0	1,3	n/a	142,1	0,7	n/a	-8	71	329,3	9,9

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

KHO VẬN: Cơ hội tăng trưởng từ nhiều yếu tố hỗ trợ

Nguyễn Hải Hoàng (hoang.nh@vpsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Ngành kho vận ở Việt Nam có thể được chia thành 03 phân khúc chính : vận tải và kho bãi, khai thác cảng và vận tải thủy. HĐKD của các công ty kho bãi và khai thác cảng các năm qua nhìn chung khá ổn định và có tỷ suất sinh lời trên VCSH trung bình hằng năm đều trên 15%. Trong khi đó, hoạt động vận tải thủy, tuy chịu ảnh hưởng nặng nề từ suy thoái kinh tế toàn cầu, đã cho thấy dấu hiệu chậm đáy và được dự báo sẽ hồi phục sớm. Trên cơ sở nền kinh tế phục hồi, triển vọng ký kết các hiệp định thương mại lớn cùng nhiều chính sách hỗ trợ, chúng tôi đánh giá triển vọng phát triển của nhóm ngành kho vận trong năm 2015 là khá tích cực.

Ngành kho vận đứng trước cơ hội phát triển nhờ tăng trưởng XNK cả nước cũng như việc ký kết các hiệp định thương mại lớn. Việc kinh tế Việt Nam đang thoát đáy với tăng trưởng GDP năm 2014 cao hơn dự báo là một tín hiệu tích cực đối với lĩnh vực kho vận. Trong đó, các chỉ tiêu liên quan trực tiếp đến ngành như tổng kim ngạch XNK và sản lượng hàng hóa thông quan năm 2014 đều tăng ở mức hai con số lần lượt là 12,8% và 13,5% so với năm 2013. Bên cạnh đó, việc ký kết các hiệp định như FTA Việt Nam-Hàn Quốc, Việt Nam-EU, Việt Nam-Liên minh Hải Quan và TPP cũng như Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) chính thức được thực hiện trong năm nay sẽ thúc đẩy hoạt động ngoại thương của Việt Nam.

Mặt khác, chính triển vọng ký kết các Hiệp định thương mại nói trên cũng đang thu hút dòng vốn FDI đổ vào các lĩnh vực sản xuất hàng xuất khẩu. Ví dụ điển hình là xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam của các tập đoàn đa quốc gia như Samsung, LG và Nokia. Xu hướng này sẽ làm gia tăng nhu cầu sử dụng dịch vụ vận tải và thuê kho bãi cũng như sản lượng hàng hóa thông qua cảng. Năm 2015, Hiệp hội cảng biển Việt Nam (VPA) dự báo sản lượng hàng hóa thông quan sẽ tiếp tục tăng trưởng 10%-12% so với 2014; trong đó, sản lượng container thông quan có thể tăng trưởng khoảng 13%. Theo Business Monitor International, sản lượng hàng hóa vận tải đường bộ cả năm 2015 dự kiến tăng trưởng khoảng 8,28%, tức là cao hơn hẳn mức 6,01% của năm 2014 góp phần cải thiện lưu lượng hàng hóa (tấn.Km).

Các chính sách hỗ trợ của Nhà nước cũng đang đem lại nhiều thuận lợi cho ngành. Để thúc đẩy thương mại, gần đây, Nhà Nước đang quan tâm nhiều đến việc đầu tư phát triển hệ thống giao thông đường bộ và đường thủy thông qua việc xây dựng và hoàn thiện nhiều tuyến cao tốc (TPHCM-Long Thành-Dầu Giây, Nội Bài – Lào Cai, Hà Nội-Hải Phòng, TPHCM- Cần Thơ) và tăng cường nạo vét luồng lạch ở các khu vực cảng lớn (luồng Soài Rạp, luồng tàu vào cảng Hải Phòng) song song với việc khai trương một số tuyến vận tải ven biển (tuyến Quảng Ninh – Quảng Bình- ĐBSCL, tuyến Hải Phòng - Đà Nẵng). Việc đầu tư này sẽ giúp doanh nghiệp tiết giảm đáng kể chi phí bảo trì, thời gian, tăng lưu lượng vận chuyển và hạn chế ùn tắc ở cảng.

Hoạt động vận tải - kho bãi

Các công ty kho vận trong nước có xu hướng đầu tư mở rộng quy mô kho bãi, nâng cao chất lượng dịch vụ để cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài. Thị trường kho vận hiện nay có sự phân hóa rõ rệt về thị phần của các doanh nghiệp kho vận nước ngoài (80%) và nội địa (20%), dù số lượng doanh nghiệp kho vận nội địa vẫn chiếm tỷ trọng áp đảo. Tiềm lực tài chính thấp, khả năng ứng dụng công nghệ và kinh nghiệm quản lý hạn chế, thiếu liên kết là những điểm yếu của các doanh nghiệp kho vận trong nước. Xu hướng chung của nhiều doanh nghiệp kho vận trong nước hiện nay là nâng cao chất lượng dịch vụ để từng bước cung cấp các dịch vụ hỗ trợ cho các công ty kho vận nước ngoài qua đó tiếp cận hệ thống mạng lưới khách hàng, đặc biệt là nhóm doanh nghiệp FDI.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp kho vận nội địa cũng có những lợi thế nhất định, đặc biệt là khả năng tiếp cận và tích lũy quỹ đất lớn. Trong ngắn hạn, ngoài việc đầu tư cho công nghệ và

chuyên môn quản lý, nhiều doanh nghiệp kho vận nội địa đang tận dụng lãi suất vay vốn thấp để gia tăng năng lực vận chuyển cũng như diện tích kho bãi. Trong vấn đề này, những doanh nghiệp có sự chuẩn bị về nguồn vốn và kế hoạch đầu tư mở rộng sẽ có lợi thế hơn so với các đối thủ khác.

Khả năng giá xăng dầu giảm hoặc duy trì ở mức thấp trong 2015 là một yếu tố hỗ trợ đối với ngành vận tải đường bộ. Đặc thù của ngành vận tải đường bộ là cạnh tranh nhiều và khó tăng giá cước. Do đó, việc giảm giá cước luôn có độ trễ nhất định so với thay đổi giá nhiên liệu. Thực tế, đến nay dù giá dầu diesel đã giảm ~35% so với thời điểm đầu năm 2014, số lượng doanh nghiệp vận tải đường bộ tiến hành điều chỉnh giá cước là rất ít. Ngay cả khi Bộ GTVT có chỉ thị yêu cầu giảm cước vận chuyển thì mức giảm giá vẫn khá khiêm tốn. Theo khảo sát của chúng tôi, chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 30-40% giá vốn của các doanh nghiệp vận tải đường bộ. Do đó, trong bối cảnh giá xăng dầu liên tục giảm và có thể duy trì ở mức thấp trong năm 2015, các doanh nghiệp vận tải đường bộ nói chung sẽ có điều kiện để gia tăng biên LNG.

Chính sách siết chặt tải trọng tạo ra môi trường hoạt động lành mạnh hơn cho các doanh nghiệp vận tải. Chính sách siết chặt tải trọng xe cơ giới ban hành vào quý 2/2014 được kỳ vọng sẽ có nhiều tác động tích cực như: (1) tăng trưởng doanh thu cho các doanh nghiệp kho vận thông qua việc tăng số chuyến xe, (2) hạn chế cạnh tranh về giá và tạo ra sân chơi bình đẳng hơn giữa các doanh nghiệp và (3) khuyến khích các doanh nghiệp chuyển dần sang vận tải hàng hóa bằng đường thủy để giảm ùn tắc và tăng lưu lượng hàng hóa. Trước mắt, việc mặt bằng giá cước được đẩy lên cao sau khi chính sách này có hiệu lực còn có lợi cho các doanh nghiệp đang tuân thủ tốt quy định về tải trọng. Về dài hạn, nếu Nhà Nước và các cơ quan chức năng thực thi nghiêm túc chính sách quản lý đường bộ đã được ban hành, triển vọng của mảng vận tải đường bộ là rất khả quan.

Hoạt động khai thác Cảng

Phân hóa về hiệu suất khai thác có thể khiến cạnh tranh giữa các cảng ngày càng tăng. Tình trạng phân bố nguồn cung cảng và phát triển hạ tầng giao thông liên kết không đồng đều đã tạo ra sự chênh lệch lớn về hiệu quả kinh doanh giữa các khu vực cảng trên cả nước. Ở khu vực miền Bắc, hiệu suất khai thác cảng của cụm cảng Hải Phòng và Đình Vũ hiện rất cao (trung bình trên 80%). Theo World Bank, thì nếu sản lượng container tiếp tục tăng trưởng 8,5%-9%/năm thì khu vực cảng Hải Phòng sẽ đạt mức toàn dụng vào năm 2018 (công suất hiện tại là 4,8 triệu TEUS/năm). Tuy nhiên, khu vực miền Bắc vẫn đứng trước khả năng cung vượt cầu khi giai đoạn 1 dự án Cảng Lạch Huyện đi vào khai thác vào năm 2016 sẽ làm tăng nguồn cung cảng khoảng 1 triệu TUES/năm. Bên cạnh đó với sự ra đời của một số cảng mới như cảng Nam Hải Đình Vũ (GMD), cảng Hải Phòng 128 mở rộng (TCL), cảng Hải An (HAH) và Greenport-VIP (VSC) từ năm 2015 sẽ làm cạnh tranh trong khu vực này ngày càng gay gắt.

Trong khi đó, tuy cũng nằm ở phía Bắc nhưng khu vực cảng Cái Lân (Quảng Ninh) luôn có hiệu suất khai thác rất thấp dưới 30% trong nhiều năm qua do nhiều nguyên nhân. Thực tế, khu vực cảng Quảng Ninh nằm ở vị trí chiến lược trung tâm Bắc Bộ rất thuận tiện cho hàng thông quan XNK đi Trung Quốc. Ngoài ra, với quy hoạch là cảng nước sâu, cảng Quảng Ninh hơn hẳn cảng Hải Phòng trong việc tiếp nhận tàu cỡ lớn trên 3.000TEUS. Tuy nhiên, quyết định thoái hết vốn Nhà Nước tại cảng Quảng Ninh sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp tư nhân có kinh nghiệm và tiềm lực tài chính tham gia vào. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng vào sự cải thiện đáng kể về hiệu suất khai thác cảng ở khu vực này trong các năm tới.

Ở miền Nam, các ICD và cảng nằm gần các trung tâm công nghiệp như Bình Dương, Đồng Nai và TPHCM chiếm đến 2/3 sản lượng container thông quan cả nước. Trong đó, hoạt động của cảng Cát Lái (CLL) luôn đặt trong tình trạng quá tải khi phải thông quan hơn 80% sản lượng container ở TPHCM. Việc đưa vào khai thác giai đoạn 1 cảng Tân Cảng-Hiệp Phước (tổng công suất dự kiến 500.000TEUS/năm) từ cuối 2014 (giai đoạn 2 dự kiến giữa năm 2015) sẽ giúp giảm tải áp lực cho cảng Cát Lái nhưng cũng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng hàng hóa qua khu vực Cái Mép-Thị Vải nơi có một số dự án cảng lớn đang đầu tư như cảng Gemadept Hoa Sen và Gemalink.



Hoạt động vận tải thủy

Ngành vận tải biển đang thoát đáy và sẽ bước vào giai đoạn phục hồi nhờ nhiều yếu tố thuận lợi (1) nguồn cung tàu dự báo sẽ cân bằng hơn sau khi hàng loạt doanh nghiệp vận tải biển đã buộc phải bán bớt tàu hoặc ngừng hoạt động, (2) sản lượng hàng vận chuyển bằng đường biển dự báo sẽ tăng trưởng tốt từ năm 2015, (3) chính sách siết chặt tải trọng đường bộ giúp vận chuyển hàng hóa nội địa bằng đường biển trở nên tiết kiệm và hấp dẫn hơn, (4) giá dầu duy trì ở mức thấp là cơ hội cho doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận và (5) môi trường lãi suất thấp giúp các doanh nghiệp vận tải biển vốn có dư nợ vay mua tàu cao giảm đáng kể chi phí tài chính. Tuy nhiên, việc đồng đô la Mỹ tăng cao trong thời gian gần đây và tình hình chính trị bất ổn trên thế giới dẫn đến rủi ro tỷ giá cho các doanh nghiệp có dư nợ vay là đồng đô la Mỹ.

Hoạt động vận tải thủy nội địa được hỗ trợ nhiều bởi chính sách. Trong giai đoạn 2010-2013, sản lượng hàng hóa thông quan và tổng khối lượng luân chuyển hàng hóa (tấn.km) theo đường thủy nội địa đạt mức tăng trưởng kép CAGR là 9,2% và 3,3%. Hiện nay, có nhiều doanh nghiệp niêm yết đang khai thác hình thức vận chuyển này như TCL, GMD, HMM, TMS, STG... Chính sách siết chặt tải trọng gần đây đang mở ra cơ hội phát triển cho hoạt động vận tải thủy nội địa do chi phí xà lan theo khảo sát thấp hơn bốn lần cước phí xe tải. Bên cạnh đó, việc Chính phủ thông qua đề án phát triển ngành đường thủy nội địa đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 sẽ giúp hoạt động vận tải thủy nội địa phát triển có quy hoạch hơn. Đề án này đặt mục tiêu sản lượng hàng hóa thông quan cảng thủy nội địa đạt 356 triệu tấn vào năm 2020 với tăng trưởng trung bình hàng năm đạt 8%. Ngoài ra, các chính sách của Nhà Nước trong việc hỗ trợ doanh nghiệp vay vốn mua xà lan công suất lớn và chưa cho phép doanh nghiệp nước ngoài hoạt động tuyến thủy nội địa sẽ khuyến khích sự phát triển của các doanh nghiệp vận tải thủy nội địa.

Hoạt động vận tải xăng dầu đường biển sẽ khó bứt phá (chỉ xét trong giới hạn kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết). Do các doanh nghiệp vận tải xăng dầu niêm yết ở Việt Nam chủ yếu là công ty thành viên Petrolimex và PVN với phần lớn đội tàu được xem như cho thuê định hạn (PVT chủ yếu là tàu dầu thô; VIP và VTO là tàu dầu thành phẩm) nên tuy đảm bảo được sự ổn định về doanh thu nhưng các doanh nghiệp này không có sự linh hoạt để tăng trưởng nhanh khi thị trường thuận lợi.

Với kỳ bảo dưỡng định kỳ tiếp theo vào cuối năm 2016, hoạt động của NMLD Dung Quất nhiều khả năng sẽ không có nhiều thay đổi trong năm nay. Vì vậy, doanh thu của các doanh nghiệp vận tải liên quan nguyên tắc sẽ tăng trưởng so với 2014. Đồng thời, nếu Petrolimex tăng cường nhập khẩu xăng dầu, cơ hội tăng trưởng mảng vận tải của VIP, VTO sẽ rất tích cực. Tuy vậy, với tình hình giá dầu thấp ảnh hưởng đến nguồn thu của tập đoàn PVN, chúng tôi quan ngại giá cước vận tải dành cho các công ty thành viên như PVT sẽ bị "điều tiết".

Trong dài hạn, triển vọng của các doanh nghiệp vận tải xăng dầu nhìn chung khá lạc quan. Tốc độ tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam đang tăng nhanh nhất trong khu vực vượt mức tăng trưởng bình quân 7,5%/năm trong 20 năm trở lại đây và nhanh hơn cả Trung Quốc (ANZ). Thêm vào đó, năng lực lọc hóa dầu đến 2020 của Việt Nam dự kiến sẽ tăng lên gần 10 lần đạt khoảng 60 triệu tấn/năm với hơn 8 dự án lọc dầu mới như dự án mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, Nhơn Hội, Vũng Rô và Long Sơn... sẽ là động lực cho sự phát triển của mảng vận tải xăng dầu trong tương lai.

Nhân tố chính trong năm 2015

- Nhà Nước đang tập trung nhiều cho việc đầu tư hạ tầng giao thông đường thủy và đường bộ.
- Mặt bằng lãi suất thấp, chính sách tỷ giá ổn định thúc đẩy việc vay vốn để đầu tư kho bãi và phương tiện vận chuyển.
- Triển vọng ký kết các hiệp định thương mại như FTA và TPP sẽ thúc đẩy hoạt động ngoại thương.
- Dòng vốn FDI tiếp tục đổ mạnh vào các lĩnh vực sản xuất hàng xuất khẩu như điện tử và



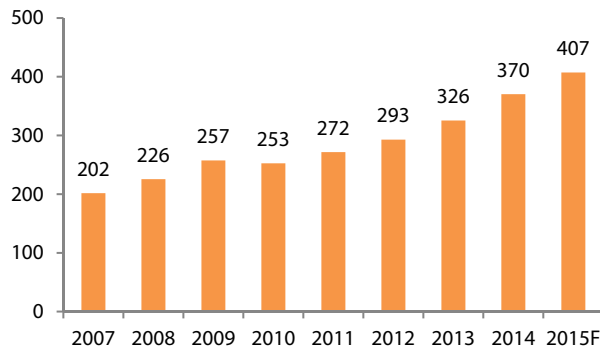
dệt may.

- Giá nhiên liệu giảm mạnh theo diễn biến giá dầu thế giới và dự báo duy trì ở mức thấp.
- Chính sách siết chặt trọng tải đường bộ sẽ tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh cho các doanh nghiệp trong ngành.

Rủi ro

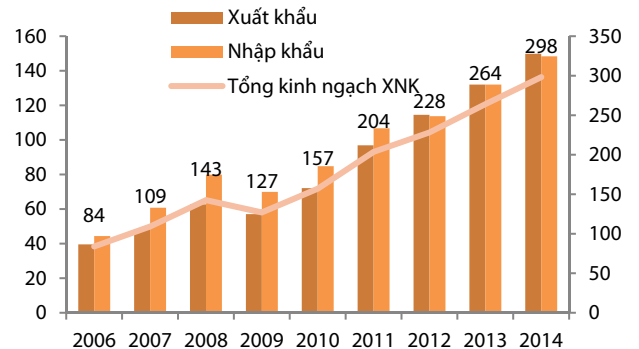
- Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp kho vận trong nước với các doanh nghiệp nước ngoài sẽ ngày càng tăng.
- Việc ký kết các hiệp định thương mại có thể tiếp tục trì hoãn.
- Nhu cầu XNK hàng hóa có thể không tăng trưởng như dự báo.
- Căng thẳng chính trị trên biển Đông.

Tổng sản lượng hàng hóa thông quan (triệu tấn)



Nguồn: RongViet Research

Tổng kim ngạch XNK hàng hóa (tỷ đô la Mỹ)



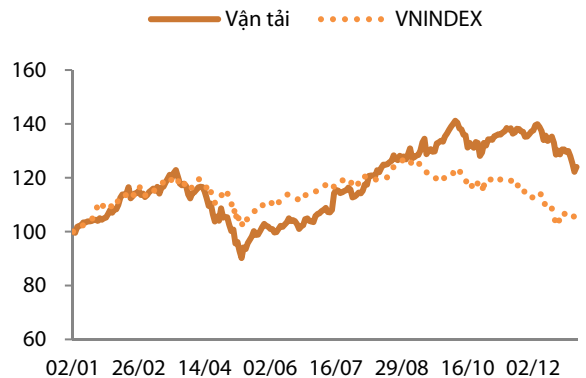
Nguồn: RongViet Research

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	++
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Những doanh nghiệp thuần túy cung cấp các dịch vụ **vận tải và kho bãi** thường có những đặc điểm chung như lợi nhuận thường ổn định, tiềm lực tài chính tốt, khả năng thanh toán cao và nợ vay ít. Trong năm 2015, chúng tôi quan tâm đến những doanh nghiệp có khả năng mở rộng quy mô và năng lực kinh doanh. Cụ thể, chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp có quỹ đất để tăng diện tích kho bãi, kế hoạch gia tăng năng lực đội xe hay xà lan hàng năm, có kinh nghiệm cung cấp dịch vụ cho khối doanh nghiệp FDI, khả năng ứng dụng công nghệ trong điều hành quản lý HĐKD và cung cấp nhiều dịch vụ giá trị gia tăng cũng là điểm cộng.

Trong hoạt động **khai thác cảng**, vị trí là điều kiện tiên quyết đảm bảo hiệu suất khai thác của các cảng. Do đó, chúng tôi quan tâm những cảng có vị trí gần các cụm công nghiệp, có cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh, và dịch vụ kho bãi, vận tải phát triển ở khu vực Hải Phòng, TP.HCM, Đồng Nai và Đà Nẵng.

Về lĩnh vực **vận tải biển**, chúng tôi kỳ vọng vào sự phục hồi của các doanh nghiệp vận tải xăng dầu có đội tàu chạy tự khai thác, tuổi tàu trẻ, hiệu suất khai thác tàu cao, cấu trúc tài chính đòn bẩy lành mạnh và nguồn khách hàng ổn định.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Gemadept – (HSX: GMD)

- GMD là doanh nghiệp logistics nội địa đầu ngành với chuỗi cung ứng khép kín nhờ hệ thống tài sản trải dài Bắc-Nam như cảng Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Dung Quất, Phước Long và Gemalink cùng nhiều dịch vụ hỗ trợ đi theo (kho bãi, đội xe vận chuyển).
- Hiệu suất khai thác cảng Nam Hải Đình Vũ trong năm đầu tiên 2014 đạt ~60% và dự kiến sẽ đạt mức tối đa từ năm 2015 với tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua cụm cảng Hải Phòng. Các trung tâm phân phối (DC) có tổng diện tích 30.000m² đang hoạt động với hiệu suất khai thác cao (trên 90%).
- Năm 2015, GMD lên kế hoạch xây thêm DC3 với diện tích ~10.000m² và triển khai cung cấp nhiều dịch vụ gia tăng có biên LNG cao như lưu kho, bảo quản, phân loại hàng, đóng gói lại,... cho nhiều công ty đa quốc gia như 7Eleven, Aeon, Jardines, Emart và Don Quijote...
- Dự án khách sạn Viên Chăn (Lào) sẽ được khởi công vào tháng 03/ 2015 và dự kiến hoàn thành vào quý 2/2017 với tổng vốn đầu tư là 35 triệu đôla Mỹ.
- Ngoài ra, dự án Sài Gòn Gem nằm ở trung tâm Quận 1-TPHCM nếu được chuyển nhượng thành công sẽ có ảnh hưởng tích cực đến thị giá cổ phiếu GMD.
- Tổng diện tích cao su đã trồng đến cuối năm 2014 đạt 7.800ha. Gần đây, GMD cũng xúc tiến hợp tác kinh doanh với Bridgestone Tire Manufacturing Vietnam LLC trong kế hoạch tiêu thụ cao su và dịch vụ logistics của công ty trong tương lai.

CTCP Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng- (HSX: TCL)

- Là thành viên của TCT Tân Cảng- Sài Gòn với hoạt động chính là cung cấp dịch vụ kho vận tại cảng Cát Lái (cảng chiếm 80% hàng hóa thông quan ở miền Nam).
- Năm 2014, TCL vừa đầu tư mới 2 cầu RTG 6+1 và khai thác thêm 21.205 m² bãi container hàng tại cảng Tân Cảng Cát Lái. Ở Đồng Nai, với định hướng xây dựng ICD Tân Cảng Nhơn Trạch, TCL tiếp tục đầu tư thêm 4ha bãi, nâng tổng diện tích sử dụng lên 5,2ha và đưa vào khai thác thêm 1 cầu Liebherr. Các kế hoạch mở rộng này sẽ giúp cải thiện đáng kể tốc độ tăng trưởng DT và LNST của TCL từ năm 2015.
- Năm 2015, việc TCT Tân Cảng Sài Gòn đưa vào khai thác giai đoạn 1 cảng Tân Cảng-Hiệp Phước (Tổng công suất: 500.000 TEUS/năm) và kế hoạch mở rộng Cảng Hải Phòng 128 (khai thác thêm 75m cầu tàu và đầu tư mới 1 cầu bờ Liebherr) là động lực tăng trưởng doanh thu cho TCL.
- Nhằm giải quyết tình trạng quá tải ở cảng Cát Lái, TCL đã đưa vào khai thác Depot Mỹ Thủy ngay trong tháng 01/2015 với tổng diện tích là 11ha nằm ở vị trí đắc địa ngay cụm Công Nghiệp Quận 2 –TPHCM.

CTCP Tập đoàn Container Việt Nam – (HSX: VSC)

- Hiệu suất khai thác cảng Greenport (công suất 350.000TEU/năm) luôn đạt mức gần như toàn dụng trong các năm qua trước cạnh tranh gay gắt từ các cảng khác như Gemadept, cảng Đình Vũ, cảng Đoạn Xá.
- Tổng diện tích CFS của Công ty đến cuối năm đạt 20.000m² với hiệu suất khai thác khoảng 70%. Năm 2015, lưu lượng hàng hóa qua khu vực cảng Hải Phòng dự báo tăng lên có thể giúp VSC tối đa hóa hiệu suất khai thác mảng kinh doanh này.
- Việc VSC đưa vào vận hành cảng VIP-Greenport (công suất thiết kế khoảng 500.000TEUS/năm) từ cuối năm 2015 sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng cho VSC trong dài hạn. Cảng mới này có vị trí chiến lược (nằm ngay cửa biển, trên bán đảo Đình Vũ), có thể tiếp nhận được tàu lớn đến 30.000 DWT.

CTCP Vận tải xăng dầu VITACO – (HSX: VTO)

- VTO có lợi thế nguồn hàng ổn định từ công ty mẹ Petrolimex. Đồng thời, việc VTO cho Petrolimex thuê định hạn toàn bộ đội tàu cũng giúp Công ty hạn chế rủi ro về biến động giá nhiên liệu.
- Là đơn vị vận chuyển hàng xăng dầu hàng đầu Việt Nam với tổng năng lực vận chuyển của đội tàu 10 chiếc là ~143.000DWT. Đội tàu trẻ dưới 10 năm tuổi giúp tiết giảm chi phí bảo dưỡng hàng năm.
- Chính sách tiếp tục ưu tiên tàu trong nước khai thác các tuyến ven biển nội địa và giá thành xăng dầu thấp là điều kiện tốt cho Doanh nghiệp cải thiện KQKD trong 2015.
- Cổ phiếu VTO đang giao dịch ở mức chiết khấu cao so với giá trị sổ sách (P/B ~ 0,62) cũng là một yếu tố đáng quan tâm. Tuy nhiên, rủi ro về tỷ giá của các khoản vay bằng đồng đô la Mỹ để mua tàu từ 2008 cần được lưu ý (dư nợ vay bằng đô la Mỹ cuối năm 2014 tương đương ~ 920 tỷ đồng).

CTCP Hải Minh – (HSX: HMM)

- Với quy mô hoạt động tương đối nhỏ, HMM luôn duy trì KQKD ổn định, tình hình tài chính lành mạnh và tỷ lệ cổ tức khá hấp dẫn trong các năm qua.
- Năng lực vận tải đường bộ (½ cơ cấu doanh thu) khá cao ở khu vực Hải Phòng gồm 90 đầu xe, chỉ kém hơn VSC ~130 đầu xe. Năm 2015, nhằm đón đầu nhu cầu vận chuyển tăng cao, HMM sẽ đầu tư khoảng 10 xe đầu kéo mới.
- Tổng diện tích Depot hiện nay đạt 7,5ha với hiệu suất khai thác cao. Vị trí Depot Long Bình (1,5ha) gần Cảng Đồng Nai có sản lượng hàng hóa thông quan cao. Năm 2015, Doanh nghiệp quyết tâm đầu tư thêm 2,3ha Depot ở khu vực hạ lưu Sông Cấm (Hải Phòng).
- Công tác tái cấu trúc đội xà lan trong năm 2014 giúp tiết giảm chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động từng chuyến. Năm 2015, Công ty dự kiến sẽ đưa vào khai thác thêm 1 xà lan mới (tải trọng 56 TEUS).

Công ty Cổ phần vận tải sản phẩm khí quốc tế – (HSX: GSP)

- HĐKD luôn đạt sự ổn định và hiệu quả cao với lợi thế là công ty con của Tổng công ty Cổ phần vận tải dầu khí (HSX: PVT) và ưu thế gần như độc quyền về vận chuyển khí LPG cho Nhà máy lọc dầu Dung Quất (NMLDDQ) và nhà máy xử lý khí Dinh Cố.
- Hiện nay, GSP đang sở hữu đội tàu gồm 7 chiếc, tuổi trung bình thấp với tổng năng lực vận chuyển là 21.000m³, chiếm phần lớn năng lực vận tải LPG ở Việt Nam bằng tàu.
- Hiệu suất khai thác của đội tàu GSP trong năm 2015 dự kiến sẽ cao hơn năm 2014 do các khách hàng lớn như NMLDDQ không phải tạm dừng hoạt động để bảo dưỡng định kỳ.
- Năm 2015, Công ty lên kế hoạch đầu tư thêm một tàu chở LPG với tổng vốn đầu tư gần 253,2 tỷ đồng, qua đó nâng tổng năng lực của đội tàu lên thêm 20%.
- Tỷ suất cổ tức khá hấp dẫn với thị giá hiện hành.
- Về trung hạn, nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2017 với sản lượng LPG dự kiến 32.000 tấn/năm sẽ tạo động lực tăng trưởng cho Công ty.

Công ty Cổ phần Dịch vụ vận tải dầu khí Cửu Long – (HSX: PCT)

- Hoạt động kinh doanh của PCT là vận tải (taxi, cho thuê xe văn phòng, xe bồn) và thương mại (máy móc thiết bị, phụ tùng vận tải và sản phẩm khí).
- PCT đang tái cấu trúc mảng kinh doanh vận tải theo hướng nhượng quyền toàn bộ số lượng taxi sở hữu để tiết giảm chi phí kinh doanh và tập trung nguồn lực phát triển cho mảng cho thuê xe bồn và xe văn phòng.
- Ở mảng kinh doanh xe bồn, trong năm 2015, công ty dự kiến đầu tư thêm 2 xe bồn trong định hướng phát triển thành đầu mối vận chuyển LPG ở miền Nam với tổng đầu xe là 20 chiếc vào năm 2017.
- Nhờ vào mối quan hệ với các công ty thành viên của PVN, mảng cho thuê xe văn phòng đang hoạt động khá hiệu quả. Năm 2015, Công ty sẽ đầu tư thêm khoảng 20 đầu xe nâng

tổng đầu xe sở hữu lên 160 chiếc.

- Tuy nhiên, việc các công ty thành viên PVN đang tự đầu tư đội xe văn phòng sẽ là rủi ro lớn nhất đến tiềm năng tăng trưởng mảng cho thuê xe văn phòng của PCT.
- Nhằm tạo ra động lực tăng trưởng dài hạn, BLĐ Công ty cũng đang xem xét đầu tư vào lĩnh vực khá tiềm năng là vận chuyển khí LPG cho nhà máy xử lý khí Cà Mau (dự kiến hoạt động vào năm 2017) bằng đường thủy nội địa.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
CLL	Tích cực	Dài hạn	18	-7	20	0,2	n/a	9,9	1,9	n/a	n/a	8	758,0	9,7
DVP	Tích cực	Dài hạn	8	16	28	0,2	-9	8,5	2,4	9,4	9	4	1.948,0	13,6
GMD	Tích cực	Dài hạn	18	180	11	0,4	-51	6,1	0,7	12,5	-16	200	3.298,0	18,6
GSP	Tích cực	Dài hạn	8	-34	8	0,3	59	12,0	1,0	7,6	-4	41	369,0	11,7
HMH	Ổn định	Dài hạn	4	6	19	0,0	-7	6,2	1,2	6,7	14	35	259,0	3,4
MHC	Tích cực	Trung hạn	9	357	36	0,1	n/a	3,0	1,9	n/a	122	271	382,0	12,2
PCT	Tích cực	Ngắn hạn	14	108	7	-	n/a	9,8	0,7	n/a	67	145	189,0	9,9
PDN	Tích cực	Dài hạn	33	6	15	0,5	n/a	9,1	1,4	n/a	53	4	432,0	5,9
PVT	Tích cực	Dài hạn	6	41	11	1,2	4	9,6	1,1	9,3	5	2.070	3.556,0	91,1
SFI	Tích cực	Trung hạn	34	59	19	0,0	-32	5,9	1,2	8,7	-2	26	304,0	3,4
TCL	Tích cực	Dài hạn	18	27	21	0,3	12	7,3	1,4	6,5	25	39	712,0	6,2
TCO	Tích cực	Trung hạn	-3	-8	12	0,1	16	7,6	1,0	6,6	10	34	179,0	6,5
VIP	Ổn định	Dài hạn	-12	58	21	0,5	n/a	3,8	0,8	n/a	18	742	826,0	24,1
VOS	Không đánh giá		-8	137	6	2,2	n/a	11,9	0,7	n/a	50	62	840,0	61,3
VSC	Tích cực	Dài hạn	13	3	23	-	10	7,1	1,7	6,4	-7	27	1.753,0	-
VTO	Tích cực	Trung hạn	-2	17	5	0,8	n/a	12,3	0,6	n/a	17	640	647,0	34,0

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

NGÂN HÀNG: Khó khăn nhất đã ở phía sau

Nguyễn Thị Phương Lam (lam.ntp@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Sau hai năm các ngân hàng tập trung vào nhiệm vụ ưu tiên là giải quyết nợ xấu, ổn định hoạt động, trong khi các nhà điều hành giải quyết được một phần nhiệm vụ là lành mạnh hóa môi trường kinh doanh ngân hàng, chúng tôi nhìn thấy những dấu hiệu đầu tiên sẵn sàng cho sự tăng trưởng trở lại tại một số ngân hàng lớn.

Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành năm 2015 có khả năng giảm về mức 3%. Cơ sở cho nhận định này là (1) NHNN đã ban hành nhiều quy định có tính ràng buộc khiến các ngân hàng phải tích cực hơn trong xử lý nợ xấu như TCTD có tỷ lệ nợ xấu trên 3% không bán nợ cho VAMC sẽ bị thanh tra (Nghị định 53), không được mở thêm chi nhánh (Thông tư 21) hay các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu dưới 3% mới được cho vay đầu tư cổ phiếu (Thông tư 36), (2) Thông tư 36 tăng giới hạn tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ 30% lên 60% đã tạo điều kiện để các ngân hàng có thể cơ cấu lại các khoản nợ ngắn hạn có rủi ro thành nợ dài hạn trước khi điều khoản cho phép cơ cấu lại nợ theo Thông tư 09 hết hạn (31/03/2015), và (3) Tăng trưởng tín dụng có vẻ tăng tốc nhanh hơn trong khi sự tham gia mua nợ của VAMC đã phần nào làm chậm lại tốc độ tăng nợ xấu, tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ do đó cũng được kéo giảm.

Lợi nhuận giữa các ngân hàng sẽ phân hóa, tùy thuộc vào (1) Mức độ chặt chẽ trong phân loại nợ và trích lập chi phí dự phòng ở các năm trước và (2) Triển vọng thu nợ ngoại bảng, gắn liền với sự phục hồi của nền kinh tế. Theo Thông tư 02 và Thông tư sửa đổi bổ sung 09, từ ngày 01/01/2015, các TCTD phải sử dụng kết quả phân loại nhóm nợ đối với khách hàng do CIC cung cấp để điều chỉnh kết quả tự phân loại nợ. Theo đó, một số ngân hàng đã thực hiện phân loại nợ và trích lập dự phòng theo sát hệ thống phân loại nợ của CIC sẽ ít bị ảnh hưởng khi quy định phân loại nợ theo kết quả phân loại của CIC có hiệu lực từ đầu tháng 1/2015. Ngoài ra, các ngân hàng đã thực hiện xóa nợ cũng có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến nếu thu được nợ từ nợ ngoại bảng nhờ thị trường BĐS phục hồi và sự cho phép tái cơ cấu nợ của NHNN trước đây đã tạo điều kiện cho một số doanh nghiệp khôi phục lại hoạt động kinh doanh.

Hoạt động tăng vốn và M&A dự kiến sôi động và giúp giảm áp lực thoái vốn tại một số TCTD theo quy định của Thông tư 36. Theo điều khoản quy định liên quan, NHTM nếu đáp ứng được các điều kiện cho phép nắm giữ cổ phiếu, thì giới hạn nắm giữ (trừ trường hợp hỗ trợ tái cơ cấu theo chỉ định của NHNN) là (a) Sở hữu cổ phiếu của không quá 2 TCTD khác, trừ trường hợp TCTD là công ty con của NHTM đó và (b) Tỷ lệ nắm giữ tối đa là dưới 5% vốn cổ phần có quyền biểu quyết của TCTD khác đó. Theo quy định này, sẽ có nhiều trường hợp NHTM phải thoái vốn do có tỷ lệ hoặc số lượng TCTD nắm giữ vượt quá giới hạn cho phép như Vietcombank sở hữu (1) 9,6% MBB; (2) 5,1% OCB, (3) 8,2% EIB, (4) 4,3% Saigonbank và (5) 10,9% Công ty tài chính xi măng; Maritimebank sở hữu (1) 10,2% MDBank, (2) 11% Công ty tài chính dệt may và (3) 9,95% MBB; CTG sở hữu 10,4% NHTM cổ phần Sài Gòn công thương; Techcombank sở hữu 10% Công ty tài chính hóa chất... Ở chiều ngược lại, chúng tôi nhận thấy nhiều kế hoạch phát hành thêm cũng như sáp nhập giữa các ngân hàng đã được công bố như trường hợp BID, VCB, MBB, Saigonbank, Maritimebank... Việc tăng vốn bằng phát hành riêng lẻ sẽ làm giảm tỷ lệ sở hữu của NHTM tại TCTD tăng vốn trong khi việc hợp nhất sẽ làm giảm số lượng ngân hàng, hai hình thức này sẽ góp phần giảm bớt áp lực phải thoái vốn.

Ngành ngân hàng đã đi đến những bước cuối cùng của giai đoạn tái cấu trúc 2011 – 2015, bài toán xử lý nợ xấu cũng trở nên dễ dàng hơn nhờ (1) Sự ra đời và tham gia tích cực của VAMC và (2) chính sách hỗ trợ cho doanh nghiệp sản xuất và các gói giải cứu của Chính phủ dành cho lĩnh vực BĐS được kỳ vọng sẽ giúp hệ thống ngân hàng thu hồi nợ nhanh hơn. Bên cạnh đó, các ngân hàng đã tỏ ra năng động hơn khi chuyển trọng tâm từ phục vụ thành phần kinh tế là các tổ chức lớn sang lĩnh vực bán lẻ gồm các doanh nghiệp vừa và nhỏ, hộ kinh doanh gia đình và tài



chính cá nhân. Sự chuyển hướng này không chỉ giúp các ngân hàng tránh được sự phụ thuộc quá lớn vào thu nhập từ lãi vốn khá nhạy cảm với các chính sách tiền tệ của NHNN mà còn tạo điều kiện để các ngân hàng cải thiện tỷ lệ NIM vốn đã suy giảm liên tục kể từ năm 2011. Những lý do này là động cơ thúc đẩy cổ phiếu ngân hàng tăng trưởng mạnh trong những tháng đầu năm và kỳ vọng sẽ là nhóm ngành dẫn dắt thị trường trong năm 2015.

Nhân tố chính trong năm 2015

- Các TCTD phải sử dụng kết quả phân loại nhóm nợ của CIC từ 01/01/2015 và không được cơ cấu lại khoản nợ và thời hạn trả nợ từ 01/04/2015 theo Thông tư 02 và Thông tư sửa đổi bổ sung 09.
- Phương án mua nợ xấu theo giá thị trường đã được VAMC trình và chờ NHNN phê duyệt, kỳ vọng thúc đẩy việc xử lý nợ xấu.
- Hoạt động sáp nhập giữa các TCTD dự báo sẽ diễn ra sôi động.
- Thông tư 36 quy định các giới hạn, tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của TCTD có hiệu lực từ 01/02/2015.

Rủi ro

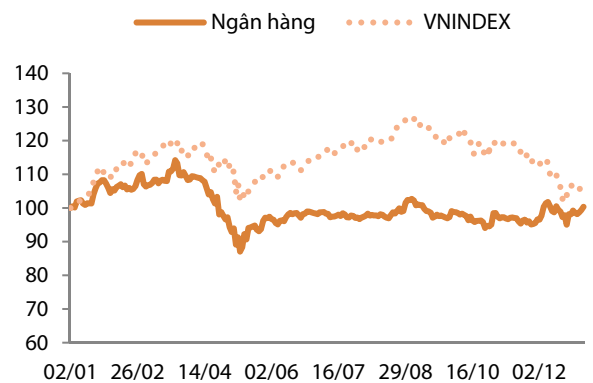
- Việc xử lý nợ của VAMC chậm và giải pháp mua nợ theo giá thị trường không đạt hiệu quả kỳ vọng. Sự cải thiện về chất lượng của bảng cân đối tài sản của các TCTD theo đó chỉ mang tính nhất thời.
- Thị trường BĐS phục hồi chậm hơn dự báo khiến việc xử lý và tỷ lệ thu hồi nợ đối với những khoản nợ xấu có tài sản đảm bảo là BĐS đạt kết quả thấp.
- Các TCTD vẫn dựa vào kênh TPCP để giải quyết tình trạng dư thừa thanh khoản có thể khiến NIM duy trì ở mức thấp và ảnh hưởng đến nguồn thu nhập từ lãi, nguồn thu nhập chiếm tỷ trọng cao trong tổng thu nhập của các ngân hàng.

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Chúng tôi cho rằng sẽ còn nhiều thách thức chờ đợi các ngân hàng phía trước do những rủi ro song hành với quá trình tái cấu trúc nền kinh tế và áp lực cạnh tranh gia tăng khi mọi ngân hàng đều hướng đến khai thác mảng kinh doanh bán lẻ. Trong bối cảnh như vậy, các ngân hàng có khả năng quản trị rủi ro tốt và có kinh nghiệm trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ sẽ là những ngân hàng có khả năng bứt phá cao nhất. Với quan điểm này, những ngân hàng được đề cập bên dưới là những ngân hàng được chúng tôi đánh giá cao ở một trong hoặc tất cả các mặt về (1) Hệ thống quản trị rủi ro, (2) Kinh nghiệm và khả năng tạo bứt phá ở mảng ngân hàng bán lẻ, và (3) Triển vọng lợi nhuận khả quan, gắn liền với sự phục hồi của lĩnh vực bất động sản và xây dựng.

Cổ phiếu ưa thích

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HSX: VCB)

- VCB đã thực hiện phân loại nợ theo hệ thống phân loại của CIC và tích cực trích lập dự phòng trong năm 2014, số dư dự phòng đến thời điểm cuối quý 3/2014 đã cao hơn số dư nợ xấu. Chúng tôi cho rằng VCB sẽ ít bị ảnh hưởng nhất khi các quy định của Thông tư 02 và 09 hoàn toàn có hiệu lực trong năm 2015.
- Chi phí hoạt động được quản lý hiệu quả, dưới 40%.
- Vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực thanh toán xuất nhập khẩu và kinh doanh ngoại hối là cơ hội để VCB thúc đẩy tăng trưởng thu nhập ngoài lãi, trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang dần hồi phục.
- Với vai trò NHTM quốc doanh lớn, việc VCB tham gia vào quá trình sáp nhập, tái cơ cấu của NHNN là chắc chắn. Trong quá trình này, VCB có hai công việc phải làm:
 - ✓ *Sáp nhập SaigonBank*: Sáp nhập tự nguyện theo định hướng của NHNN. Thương vụ này nhìn ở mặt tích cực Vietcombank tiết kiệm được thời gian và chi phí để mở rộng quy mô tài sản và mạng lưới hoạt động. Nhưng ở mặt khác, các chi phí sáp nhập theo chúng tôi là không nhỏ.
 - ✓ *Hỗ trợ tái cấu trúc VNCB*: Việc hỗ trợ, theo thông tin công bố đến hiện tại, chỉ đang dừng ở chia sẻ nhân sự cấp cao, hỗ trợ về mặt quản trị. VCB đã có nhiều kinh nghiệm hỗ trợ tái cấu trúc (điển hình như Eximbank và Giadinh bank) do đó sẽ không gặp trở ngại lớn ở nhiệm vụ này. Tuy nhiên, chúng tôi nghi ngờ rằng VNCB sẽ phải sáp nhập vào một ngân hàng nào đó sau tái cấu trúc, không loại trừ là VCB.

Ngân hàng TMCP đầu tư và phát triển Việt Nam (HSX: BID)

- Kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực trong năm 2013 và 2014, với LNTT tăng trưởng lần lượt 56% và 14%. Năm 2015, BID đặt kế hoạch LNTT sau trích lập dự phòng tăng trưởng ~24%, trong đó thu nợ ngoại bằng đóng góp khoảng 24%.
- BID áp dụng hệ thống phân loại nợ và trích lập dự phòng khá chặt chẽ, số dư dự phòng tương đương hơn 90% số dư nợ xấu.
- Trong năm 2014, BID đã bán hơn 6.000 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC và xử lý hơn 4.000 tỷ đồng nợ xấu bằng nguồn dự phòng. Tỷ lệ nợ xấu nhờ vậy giảm mạnh xuống còn 1,9% vào cuối năm 2014.
- Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu có thể được cải thiện nhưng ROE đối diện với khả năng suy giảm do các kế hoạch phát hành thêm gồm (1) Phát hành 10% cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu trong 6T2015, (2) Phát hành cho NĐT chiến lược 15% và (3) Phát hành cho NĐT tài chính 10%.

Ngân hàng TMCP Quân đội (HSX: MBB)

- Mục tiêu phát triển mảng bán lẻ đang mang lại kết quả với tỷ trọng thu nhập từ phí và dịch vụ tăng lên 11,8% trong 9T2014 từ mức 9,6% của năm 2013. Kế hoạch hợp tác với Viettel nhằm tận dụng ưu thế về mạng lưới của Tập đoàn này để triển khai sản phẩm thu phí, chuyển tiền qua điện thoại hứa hẹn sẽ giúp tỷ trọng thu nhập ngoài lãi tiếp tục cải thiện.
- Tỷ lệ NIM năm 2014 đã phục hồi nhẹ và cao thứ hai (sau STB) trong nhóm các ngân hàng niêm yết. Quản lý chi phí hoạt động hiệu quả nhất trong nhóm các ngân hàng niêm yết.
- Chính sách cổ tức đều và ổn định.

Ngân hàng TMCP Á Châu (HNX: ACB)

- ACB là cổ phiếu được lựa chọn bởi sau 3/4 chặng đường (lộ trình 4 năm 2012 – 2015) thực hiện tái cấu trúc, những kết quả ban đầu đang phản ánh bước đi đúng đắn của lãnh đạo ngân hàng:
 - ✓ Chất lượng bảng cân đối kế toán đã được cải thiện sau khi ngân hàng tích cực xử lý vấn đề nợ xấu tồn tại từ trước. Tỷ lệ NPL tại thời điểm cuối năm 2014 giảm còn 2,2% (tính toán dựa trên BCTC chưa kiểm toán) từ mức 3% của năm 2013.

- ✓ Chi phí hoạt động/Tổng thu nhập được kiểm soát tốt hơn (giảm từ mức 73% năm 2012 xuống 64% năm 2014). ACB cũng tăng cường sử dụng lợi nhuận để trích lập dự phòng, với tỷ lệ chi phí dự phòng/LNTT bình quân giai đoạn 2012 – 2014 là 41%.
- ✓ Tăng trưởng cho vay khách hàng phục hồi mạnh và đạt 8,6% vào cuối năm 2014 và tỷ lệ NIM tăng nhẹ lên 3,04%. LNTT (sau trích lập dự phòng) nhờ đó tăng mạnh 17%.
- Sau tái cấu trúc, kỳ vọng thể mạnh và kinh nghiệm ngân hàng bán lẻ sẽ giúp ACB tăng trưởng tốt hơn trong những năm tiếp theo.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Mã	Quan điểm		@31/12/2014 (Tỷ đồng)		2014								Chỉ tiêu giao dịch			
					Tăng trưởng (%)		LNST (tỷ đồng)	ROAE	NIM	NPL	P/E Trailing	P/B hiện tại	+/- Giá 1N (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn CP)	Vốn hóa (tỷ VND)	Room NĐTNN (%)
			TTS	Vốn CSH	Huy động	Tín dụng										
ACB	Tích cực	Dài hạn	179.610	12.397	11,9	8,6	952	7,6	3,0	2,2	16,1	1,2	2,9	459	15.487	0,0
BID	Tích cực	Trung hạn	650.364	33.367	30,0	14,1	5.029	15,4	2,8	1,9	10,4	1,6	16,4	1.888	52.288	29,2
CTG	Không đánh giá		661.132	55.013	16,4	16,8	5.712	10,5	3,2	1,1	12,6	1,3	20,0	1.336	72.234	1,1
EIB	Không đánh giá		161.104	14.068	27,6	4,2	56	0,4	2,1	2,5	289,4	1,2	-2,9	912	16.229	4,5
SHB	Trung lập	Dài hạn	169.363	10.516	35,8	36,6	818	7,8	1,9	2,0	9,7	0,8	8,2	4.179	7.975	13,3
MBB	Tích cực	Dài hạn	200.489	16.561	23,2	14,1	2.476	15,6	3,8	2,9	6,6	1,0	-2,0	2.102	16.347	20,0
STB	Trung lập	Dài hạn	189.803	18.069	23,9	16,0	2.212	12,6	4,6	1,2	10,0	1,2	-10,6	1.258	22.165	23,9
VCB	Tích cực	Dài hạn	574.260	44.181	26,1	18,1	4.629	10,7	2,4	2,5	22,1	2,3	50,8	1.020	102.337	9,0

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

VẬT LIỆU XÂY DỰNG: Khó khăn đã qua

Phạm Thị Hương (huong.pt@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Thị trường BĐS đóng băng và hoạt động xây dựng sa sút trong giai đoạn 2010-2013 đã khiến ngành VLXD gặp nhiều khó khăn trong các năm qua. Trong bối cảnh tiêu thụ giảm và tồn kho tăng cao, một số công ty, đặc biệt trong ngành xi măng, phải hoạt động dưới điểm hòa vốn. Tuy nhiên, sự ấm dần của thị trường BĐS và sự hồi phục của hoạt động xây dựng dân dụng cũng như xây dựng công nghiệp trong năm 2015 hứa hẹn sự cải thiện về sản lượng đầu ra và theo đó là doanh thu và lợi nhuận của các công ty VLXD.

Có nhiều yếu tố hỗ trợ tiêu thụ VLXD

Số liệu thống kê của Bộ xây dựng cho thấy ngành BĐS và xây dựng đã có những hồi phục tích cực. Cụ thể, giá trị sản xuất ngành xây dựng đã tăng 10,2% trong năm 2014 và được dự báo có thể tiếp tục tăng 10% năm 2015. Với sự ấm dần của thị trường BĐS và các chính sách hỗ trợ đối với ngành, nhiều dự án BĐS như Vinhomes Central Park Tân Cảng, The Landmark, Masteri Thảo Điền, tòa R6 Vinhomes Royal City, Vinhomes Riverside, Imperia Garden,... sẽ được khởi động trong năm 2015.

Trong lĩnh vực hạ tầng giao thông, dự kiến sẽ có 169 dự án giao thông được khởi công và hoàn thành trong năm 2015. Trong đó, nhiều dự án trọng điểm như đường cao tốc Ninh Bình - Thanh Hoá - Vũng Áng, cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận... đang được đẩy nhanh tiến độ triển khai. Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư FDI dồi dào và sự hồi phục của nền kinh tế nói chung cũng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy việc xây dựng nhà xưởng và kho bãi trên cả nước. Tất cả các yếu tố trên đều có tác động tích cực đối với hoạt động xây dựng và theo đó là nhu cầu với các loại VLXD, đặc biệt là các loại xi măng, nhựa, sắt thép.

Các loại chi phí đầu vào đang có những diễn biến trái chiều

Quy định siết chặt tải trọng và giá nhiên liệu lên cao giữa năm 2014 đã làm tăng chi phí vận chuyển cho nhiều doanh nghiệp VLXD. Tuy nhiên, việc giá xăng dầu đã giảm khoảng 40% từ cao điểm đang giúp các doanh nghiệp cải thiện dần biên lợi nhuận. Trong đó, các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa và đá xây dựng với thị trường tiêu thụ thường xa nơi sản xuất được hưởng lợi khá nhiều. Bên cạnh đó, những công ty xi măng phải nhập clinke từ bên ngoài để sản xuất như HT1 cũng sẽ tiết kiệm được một phần đáng kể chi phí vận chuyển nhờ giá xăng giảm. Đồng thời, giá dầu thô giảm cũng kéo theo sự giảm giá các loại chế phẩm từ dầu thô như dầu FO, DO (nhiên liệu đốt lò quay xi măng) và các loại bột nhựa (PVC, HDPE, PPR - nguyên liệu chính trong sản xuất ống nhựa). Ở chiều ngược lại, giá điện, nước dự kiến sẽ được điều chỉnh tăng theo lộ trình trong thời gian tới. Khi đó, chi phí của doanh nghiệp sản xuất sẽ tăng lên đáng kể. Riêng đối với ngành xi măng, chi phí điện thường chiếm khoảng 10-12% giá thành sản xuất. Điều này sẽ làm gia tăng sự chênh lệch về biên lợi nhuận giữa các nhà máy có công nghệ sản xuất tiên tiến, tiêu hao điện năng thấp và các nhà máy sử dụng công nghệ cũ đã đầu tư từ lâu.

XI MĂNG:

Nguồn cung mới tương đối hạn chế trong khi nhu cầu nội địa dự kiến tăng khá sẽ tạo dư địa để doanh nghiệp xi măng giảm tồn kho và duy trì giá bán

Đến cuối năm 2014, cả nước có 74 dự án xi măng đang hoạt động với tổng công suất thiết kế khoảng 77,35 triệu tấn/năm và công suất thực tế có thể đạt từ 73-74 triệu tấn/năm. Theo thống kê của Hiệp hội xi măng, sản lượng xi măng tiêu thụ năm 2014 đạt 70,6 triệu tấn, tăng 15% so với năm 2013. Điều này cho thấy sự thu hẹp đáng kể trong khoảng cách cung - cầu. Năm 2015, nhu cầu tiêu thụ xi măng nội địa được Bộ Xây dựng dự báo sẽ tiếp tục tăng thêm khoảng 3 triệu tấn (+6%), góp phần cải thiện tình trạng dư cung xi măng trên thị trường nội địa.



Mặt khác, theo quy hoạch mới của Bộ xây dựng, chỉ có 1 dự án xi măng nhỏ (công suất thiết kế 0,6 triệu tấn/năm) được đưa vào vận hành năm 2015 nên nguồn cung dự kiến sẽ không thay đổi nhiều. Nhu cầu tăng trưởng khả quan trong khi nguồn cung ít thay đổi có thể giúp duy trì tồn kho xi măng ở mức vừa phải và cho phép các doanh nghiệp tăng giá bán để cải thiện lợi nhuận.

Lợi nhuận tài chính của các doanh nghiệp xi măng có thể cải thiện nhờ lãi suất và tỷ giá VND/EUR có xu hướng giảm

Sử dụng nhiều nợ vay là một trong những đặc thù của các doanh nghiệp ngành xi măng. Đến cuối năm 2014, phần lớn các doanh nghiệp xi măng đang niêm yết vẫn còn hệ số Nợ vay/VCSH khá cao (HT1: 1,9x, BCC: 2,3x, BTS: 2,5x...). Điều này đã tạo ra áp lực tài chính không nhỏ khiến lợi nhuận của một số doanh nghiệp thậm chí tăng trưởng âm trong giai đoạn 2011-2013. Việc mặt bằng lãi suất thấp và vẫn còn dư địa để giảm thêm trong năm 2015 sẽ là một yếu tố hỗ trợ đối với lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng.

Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xi măng thuộc TCT Vicem thường phải vay những khoản nợ lớn bằng đồng EUR trong quá trình đầu tư dây chuyền sản xuất là nguyên nhân dẫn đến khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lớn trong giai đoạn 2009-2010 khi đồng EUR tăng giá mạnh. Tại thời điểm cuối năm 2014, dư nợ EUR của BTS, HT1 và BCC còn chiếm gần một nửa tổng nợ vay ngắn và dài hạn của các công ty này. Như chúng tôi đã đánh giá ở phần "Triển vọng vĩ mô", việc ECB công bố sẽ tung gói nới lỏng định lượng quy mô từ tháng 3 này có thể khiến tỷ giá VND/EUR giảm mạnh trong năm 2015. Thực tế, tính đến ngày 28/02/2015 đồng EUR đã giảm khoảng 9,1% so với thời điểm đầu năm. Điều này hứa hẹn khả năng ghi nhận lợi nhuận lớn từ chênh lệch tỷ giá lớn cho các doanh nghiệp xi măng niêm yết trong năm 2015.

NHỰA XÂY DỰNG:

Cạnh tranh trong ngành đang ngày càng khốc liệt hơn

Tính đến thời điểm hiện tại, có 4 doanh nghiệp chuyên sản xuất ống nhựa xây dựng niêm yết là nhựa Bình Minh (BMP), nhựa Tiên Phong (NTP), nhựa Đà Nẵng (DPC) và nhựa Đồng Nai (DNP). Trong đó, hai công ty niêm yết lớn là BMP và NTP đang nắm giữ hơn 50% thị trường nhựa xây dựng. Rào cản gia nhập ngành thấp khiến sự cạnh tranh trong ngành ngày càng khốc liệt hơn. Nhiều doanh nghiệp, trong đó chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ, đang cạnh tranh bằng cách tăng chi phí hoa hồng cho đại lý và giảm giá đầu thầu vào các dự án làm ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng và biên lợi nhuận hoạt động của hai doanh nghiệp đầu ngành. Sự tham gia mới đây của Tập đoàn Hoa Sen, một doanh nghiệp sẵn có hệ thống phân phối rộng và tiềm lực tài chính mạnh được dự báo sẽ khiến tình hình cạnh tranh trên thị trường ống nhựa trở nên gay gắt hơn bao giờ hết. Nói tóm lại, dù nhu cầu gia tăng nhưng DT và LN của các doanh nghiệp ống nhựa khó có thể tăng trưởng mạnh trước sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường.

Nhân tố chính trong năm 2015

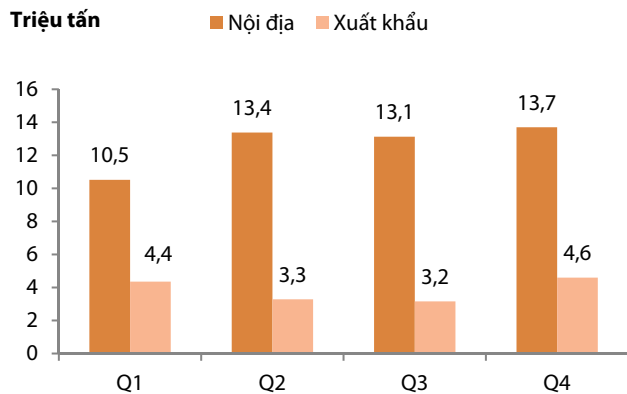
- Hoạt động xây dựng công nghiệp, hạ tầng và dân dụng tăng trưởng tích cực sẽ thúc đẩy nhu cầu VLXD nội địa.
- Lãi suất và tỷ giá VND/EUR có thể tiếp tục giảm trong năm 2015 sẽ giúp cải thiện lợi nhuận từ hoạt động tài chính cho doanh nghiệp.
- Xu hướng giảm giá một số loại nguyên vật liệu chính và nhiên liệu (than, dầu FO, dầu DO) có thể giúp gia tăng biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp VLXD.

Rủi ro

- Nhu cầu có thể tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng.
- Giá các loại nguyên liệu và nhiên liệu có thể tăng nhanh trở lại.

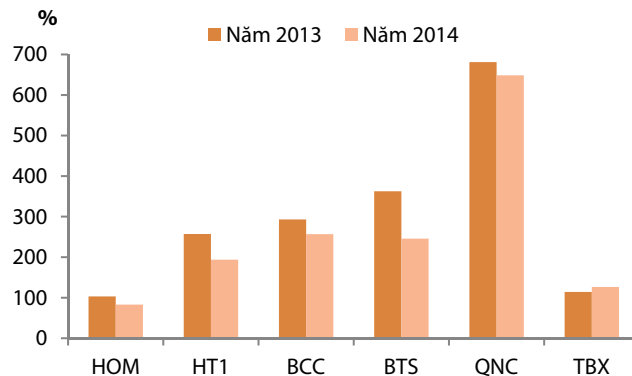


Sản lượng tiêu thụ xi măng năm 2014 theo quý



Nguồn: Hiệp hội xi măng VN, RongViet Research tổng hợp

Tỷ lệ Nợ vay/VCSH của một số công ty xi măng



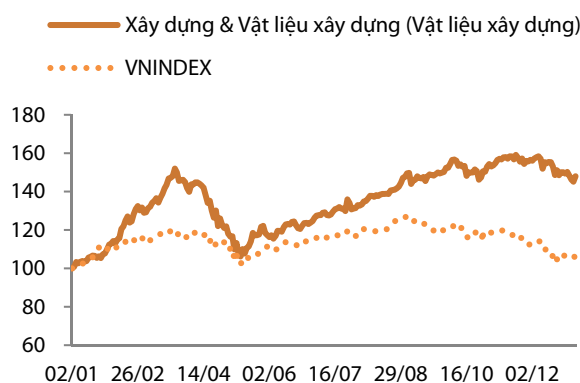
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	++
Yếu tố đầu vào	
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Với ngành VLXD, các doanh nghiệp có hệ thống phân phối rộng, quản lý hiệu quả, thương hiệu mạnh và có thể mở rộng công suất ngay trong năm nay có thể giữ vững và gia tăng thị phần khi nhu cầu thị trường đang sự hồi phục. Riêng với xi măng, các doanh nghiệp có thị trường tiêu thụ ở các địa phương đang thu hút FDI có nhiều dự án BĐS và hạ tầng giao thông như Hà Nội, TP. HCM, Tây Nguyên, Hải Phòng, Bình Dương, Đồng Nai, Đà Nẵng, Nghệ An, Hà Tĩnh...có thể hưởng lợi nhiều hơn khi nhu cầu xây dựng tại các tỉnh thành này gia tăng.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Nhựa Bình Minh (HSX – BMP)

- BMP là một trong những doanh nghiệp lớn nhất trong lĩnh vực ống nhựa xây dựng tại Việt Nam với hệ thống phân phối gần 1500 cửa hàng trên cả nước. Riêng ở thị trường miền Nam, BMP nắm giữ thị phần gần như tuyệt đối (~90%).
- Nhà máy thứ tư ở Long An có công suất thiết kế lên tới 160.000 tấn sản phẩm/năm và dự kiến sẽ hoạt động chính thức từ đầu quý 3/2015. Giai đoạn 1 dự kiến sẽ đóng góp khoảng 5.000 tấn phụ tùng, tương ứng tăng gần 9% công suất toàn hệ thống trong năm 2015. Từ năm 2016, giai đoạn 1 sẽ đóng góp tăng khoảng 26% công suất toàn hệ thống so với hiện tại.
- Khoản thuế thu nhập doanh nghiệp bị truy thu đã được giảm khoảng 29 tỷ đồng từ mức 75 tỷ đồng ban đầu và có thể tiếp tục được giảm thêm.
- BMP có lịch sử chi trả cổ tức đều đặn với tỷ lệ hằng năm từ 20% đến 30%. Cho năm tài chính 2014, BMP dự định trả 35% cổ tức bằng tiền mặt (10% đã tạm ứng trong năm 2014). Ngoài ra, với số dư lợi nhuận giữ lại và thặng dư VCP khá lớn, khả năng chi trả cổ tức bằng cổ phiếu là điều được nhiều NĐT kỳ vọng.

- Nắm giữ lượng lớn cổ phần ở Công ty Nhựa Đà Nẵng (29%) có thể coi là bước tiến ban đầu của BMP trong việc chiếm lĩnh thị trường ống nhựa miền Trung.
- Chúng tôi đánh giá BMP là một doanh nghiệp khá minh bạch thông tin. Bên cạnh đó, ban lãnh đạo Công ty cũng khá năng động trong chiến lược hoạt động dù có cổ đông lớn nhà nước nắm giữ lượng lớn cổ phần.
- Kế hoạch thoái vốn của SCIC cùng khả năng nới room cho NĐT nước ngoài có thể làm tăng tính thanh khoản và hỗ trợ giá cổ phiếu BMP.

CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (HSX – NTP)

- Giống như BMP, NTP là một trong những doanh nghiệp lớn nhất trong lĩnh vực ống nhựa xây dựng với hơn 70% thị phần ở phía Bắc và khoảng 30% thị phần cả nước. NTP có thế mạnh ở các sản phẩm ống kích cỡ lớn với đường kính lên tới 2m.
- Nhà máy ở Nghệ An có công suất thiết kế 20.000 tấn sản phẩm/năm đã hoạt động từ cuối năm 2013. Hiện nay, nhà máy đã hoạt động khá ổn định và còn có thể gia tăng công suất, giúp NTP tiến sâu hơn vào thị trường miền Trung. Bên cạnh đó, nhà máy ở Nghệ An cũng đang được hưởng các ưu đãi về thuế (miễn thuế TNDN 4 năm từ khi có lãi và giảm 50% thuế TNDN trong 9 năm tiếp theo).
- Hoa hồng đại lý cao cùng chính sách chăm sóc khách hàng tận tình có thể tạo lợi thế cạnh tranh lớn cho NTP.
- NTP có lịch sử chi trả cổ tức đều đặn với tỷ lệ cổ tức bằng tiền hàng năm từ 15-35%.
- Việc SCIC (sở hữu 37,1%) sẽ thoái vốn cùng khả năng có thể nới room cho NĐT nước ngoài sẽ thu hút thêm sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài và cải thiện thanh khoản cho cổ phiếu NTP.

CTCP xi măng Vicem Hoàng Mai (HSX – HOM)

- Với công suất thiết kế 1,4 triệu tấn/năm, hiện tại HOM đang dẫn đầu về thị phần tiêu thụ xi măng ở khu vực miền Trung (~11%).
- HOM có thuận lợi vùng nguyên liệu khá dồi dào. Mỏ đá vôi Hoàng Mai B (trữ lượng 132,6 triệu tấn) và mỏ sét Quỳnh (trữ lượng 4,3 triệu tấn) đủ cho HOM hoạt động liên tục trong vòng 70-80 năm.
- Trong giai đoạn 2015-2020, HOM dự kiến xây dựng Nhà máy Hoàng Mai 2 (công suất thiết kế 4,5 triệu tấn/năm) tại KCN Đông Hải, một trong những KCN lớn được tỉnh Nghệ An ưu tiên phát triển. Nhà máy cũng nằm gần cảng nước sâu Đông Hải nên sẽ thuận lợi cho việc vận chuyển nguyên vật liệu đến nhà máy cũng như vận chuyển thành phẩm từ nhà máy đến các thị trường tiêu thụ.
- Nghệ An và Hà Tĩnh, hai thị trường chính của HOM, có nhiều dự án hạ tầng giao thông và công nghiệp lớn trong giai đoạn 2015-2020 như Quốc lộ 1A, cảng nước sâu Đông Hồ, cảng Cửa Lò và nhà máy Tôn Hoa Sen, nhà máy thép 20 tỷ USD của Tập đoàn Formaso (Đài Loan)...
- HOM có tình hình tài chính tốt, ROE cao và tỷ lệ nợ thấp nhất trong các doanh nghiệp xi măng niêm yết (tỷ lệ Nợ vay/vốn chủ sở hữu chỉ 0,8x).

CTCP xi măng Hà Tiên 1 (HSX – HT1)

- Xi măng Hà Tiên 1 là đơn vị có năng lực sản xuất xi măng lớn nhất trong khối Vicem với công suất 7,3 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 9% thị phần nội địa (năm 2014). Đa phần công nghệ sản xuất mới được đầu tư nên lượng tiêu hao nhiên liệu của HT1 là khá thấp so với các doanh nghiệp trong ngành.
- HT1 phải nhập đa phần clinker từ các đơn vị khác nên giá xăng dầu giảm giúp tiết giảm một phần chi phí vận chuyển cho Công ty.
- Thị trường tiêu thụ chính của HT1 là Hồ Chí Minh và các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long, nơi có một số dự án lớn đang tái khởi động hoặc đầu tư mới như dự án Metro Bến Thành – Suối Tiên, cao tốc Trung Lương Mỹ Thuận, nhà máy may Vinatex, bia Sài Gòn,... Đặc biệt,

các dự án lớn đầu tư vào đảo Phú Quốc sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ của HT1 về dài hạn.

- HT1 sử dụng lượng lớn nợ vay để tài trợ cho tài sản cố định và hoạt động SXKD (tỷ lệ Nợ vay/VCSH khoảng 1,94x). Việc lãi suất đi vay có thể tiếp tục giảm thêm sẽ giúp tiết giảm chi phí lãi vay và cải thiện lợi nhuận từ hoạt động tài chính cho HT1.
- HT1 còn khoản dư nợ ngoại tệ bằng đồng EUR ở thời điểm 2014 khá lớn, khoảng 1.806 tỷ đồng (chiếm ~35% vay và nợ dài hạn). Nếu đồng EUR tiếp tục suy yếu trong năm 2015 thì HT1 có thể được ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá lớn.

CTCP xi măng Bim Sơn (HNX – BCC)

- BCC là doanh nghiệp có sản lượng tiêu thụ lớn thứ 2 VICEM (sau HT1) và thứ 4 cả nước (sau HT1, Holcim và Nghi Sơn). Tổng công suất sản xuất clinker và nghiền xi măng của BCC hiện lần lượt đạt khoảng 3,1 và 4,0 triệu tấn/ năm.
- Thị trường tiêu thụ chính của BCC là các tỉnh phía Bắc và miền Trung, Tây Nguyên – khu vực đang có nhiều dự án lớn đang và sắp triển khai như dự án FLC Samson Beach & Golf Resort, đường cao tốc Ninh Bình – Thanh Hóa – Vũng Áng,...
- BCC sở hữu mỏ đá vôi Yên Duyên có trữ lượng khoảng 3.000 triệu tấn và 2 mỏ đất sét Tam Diên và Cổ Đàm tổng trữ lượng khoảng 300 triệu tấn đủ cho Công ty hoạt động trong vòng 50 năm.
- Trạm nghiền Đại Việt (Quảng Ngãi) (công suất thiết kế 0,5 triệu tấn xi măng/năm) vẫn còn khả năng gia tăng công suất.
- BCC còn khoản vay bằng đồng EUR khá lớn, chiếm khoảng 69% vay và nợ dài hạn. Năm 2015, nếu đồng EUR tiếp tục giảm giá thì BCC sẽ được ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá lớn.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
BCC	Tích cực	Dài hạn	16	851	13	2,3	63	10,7	1,2	6,5	166	298	1.731,5	42,2
BMP	Tích cực	Dài hạn	16	2	24	0	24	9,6	2,1	7,8	9	37	3.638,3	-
BT6	Tích cực	Trung hạn	-27	53	4	1,4	-5	16	0,6	16,9	-5	18	270,5	13,2
BTS	Tích cực	Dài hạn	2	-154	12	2,5	n/a	8,8	1	n/a	100	12	1.068,8	53,4
C32	Không đánh giá		6	8	30	0,1	n/a	4,9	1,3	n/a	12	6	349,4	3,5
CVT	Tích cực	Dài hạn	11	165	26	1,1	n/a	7	1,7	n/a	165	208	448	7,7
DHA	Tích cực	Trung hạn	16	76	5	5	-	37,5	14,9	0,7	10,8	55	53,3	221,4
FCM	Tích cực	Dài hạn	15	-35	6	0,7	n/a	13,6	0,9	n/a	-37	487	401,8	19,2
GTN	Không đánh giá		417	272	11	0	9,8	12	1,3	10,9	n/a	1.402	1.047,2	33,3
HOM	Tích cực	Dài hạn	12	2.710	5	0,8	134	14,8	0,7	6,3	18	28	623,1	30,3
HT1	Tích cực	Dài hạn	6	12.099	9	1,9	60	20,1	1,7	12,6	103	379	6.200,1	133,3
NTP	Tích cực	Dài hạn	21	12	24	0,6	8	9,1	2	8,4	4	71	2.946,5	7,3
SCJ	Không đánh giá		7	208	12	0,4	n/a	8,4	0,7	n/a	98	20	195,2	9,4
VCS	Không đánh giá		57	196	23	2,4	n/a	13,8	1,8	n/a	109	223	1.403,4	20,6

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

NGÀNH BÁN LẺ Ô TÔ: Bức tranh toàn cảnh khả quan

Bà Trần Tường Vân (van.btt@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Theo số liệu công bố của Tổng cục Thống kê (GSO), chỉ số bán lẻ hàng hóa Việt Nam đang cho thấy dấu hiệu khởi sắc, đặc biệt tăng trưởng đột biến lên đến 11,9% trong tháng 1/2015 (sau khi đã loại trừ đi yếu tố lạm phát). Tín hiệu này cho thấy dấu hiệu tích cực đầu tiên của ngành bán lẻ hàng hóa dịch vụ trong năm 2015; trong đó, mảng bán lẻ ô tô được chúng tôi đánh giá có sự tăng trưởng đáng kể nhờ mối liên kết chặt chẽ với ngành ô tô.

Trong năm 2013-2014, ngành ô tô chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ khi tốc độ tăng trưởng trong hai năm này lần lượt đạt 20% và 40% (theo báo cáo của VAMA). Triển vọng ngành càng được khẳng định trong năm 2015 dựa vào các yếu tố sau (1) Nhu cầu tín dụng ô tô được cải thiện nhờ lãi suất thấp và ổn định (từ 7-9% đối với các khoản vay ngắn và trung hạn), (2) Chính sách siết chặt tải trọng xe vận tải qua Thông tư 06/VBHN_BGTVT kết hợp các quy định về hình thức xử phạt theo Nghị định 171/2013/NĐ-CP, (3) Cơ sở hạ tầng được quan tâm hơn thông qua việc nâng chính sách đầu tư công (huy động 30-35% GDP cho đầu tư phát triển), (4) Chỉ số niềm tin tiêu dùng trong bốn quý năm 2014 đều có sự tăng trưởng tốt hơn so với cùng kỳ (tăng trưởng trung bình cả năm 2014 so với 2013 là 5%).

Trong mảng bán lẻ ô tô, các doanh nghiệp được phân loại thành phân phối xe nhập khẩu và phân phối xe lắp ráp trong nước. Đối với **mảng phân phối xe nhập khẩu**, chúng tôi cho rằng phân phối dòng xe thương mại (CV) nhập khẩu như xe tải, xe ben và xe đầu kéo,... sẽ có mức tăng trưởng tốt nhất nhờ hưởng lợi từ (1) luật siết chặt tải trọng cấm xe vận tải quá tải quá khổ (2) thuế nhập khẩu xe ô tô giảm xuống mức 50% từ năm 2014 (3) nền kinh tế phục hồi tốt kéo theo sự gia tăng của nhu cầu vận tải hàng hóa. Trái lại, trong năm 2015, phân phối dòng xe du lịch (PV) nhập khẩu có thể tăng trưởng chậm hơn so với năm 2014. Nguyên nhân là do mức thuế nhập khẩu không có sự điều chỉnh trong năm nay (vẫn giữ ở mức 50% như năm 2014) và theo lộ trình giảm thuế nhập khẩu của Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) sẽ giảm còn 0% vào năm 2018. Điều này khiến cho người tiêu dùng có tâm lý chờ đợi việc cắt giảm thuế sâu hơn nữa trong những năm tiếp theo. Do vậy, phân khúc này, theo chúng tôi kỳ vọng, chỉ có thể tăng trưởng mạnh từ năm 2018 khi hàng rào thuế quan hoàn toàn được gỡ bỏ.

Những yếu tố trên cũng ảnh hưởng tích cực đến **mảng phân phối xe lắp ráp trong nước** ở cả hai phân khúc xe thương mại (CV) và xe du lịch (PV). Ngoài ra, giá bán của các sản phẩm lắp ráp trong nước thường thấp hơn các sản phẩm nhập khẩu do hàng rào thuế quan. Nhân tố về giá do vậy được xem là ưu điểm nổi trội nhất của mảng phân phối xe lắp ráp trong nước. Đáng chú ý, chênh lệch về giá giữa dòng xe du lịch (PV) nhập khẩu và lắp ráp trong nước được cho là sẽ được nới rộng trong dài hạn. Bộ Công Thương vốn có đề xuất cắt giảm thuế tiêu thụ đặc biệt đối với dòng xe du lịch (PV) lắp ráp trong nước với dung tích thấp (dưới 2,0L) và nâng mức thuế này đối với dòng xe du lịch (PV) nhập khẩu phân khúc cao cấp thường có dung tích cao (trên 3,0L). Tuy tạm thời do luật sửa đổi bổ sung một số điều của thuế tiêu thụ đặc biệt vừa được thông qua nên đề xuất này chưa được áp dụng trong năm 2015 nhưng Chính phủ cũng đã công bố sẽ xem xét ban hành lộ trình giảm thuế đối với các sản phẩm xe hơi và xe vận tải sau ba năm nữa.

Nhân tố chính trong năm 2015

- Thuế nhập khẩu ưu đãi cho các xe khu vực ASEAN theo Hiệp định thương mại hàng hóa Việt Nam ASEAN (ATIGA).
- Nhu cầu tín dụng dành cho xe ô tô tăng trưởng tốt do lãi suất ổn định và ở mức thấp (trung bình ở mức 7-9% đối với các khoản vay ngắn và trung hạn).
- Cơ sở hạ tầng được quan tâm đầu tư hơn thông qua việc nâng chính sách đầu tư công.
- Chính sách siết chặt tải trọng xe vận tải và cấm xe quá tải, quá khổ lưu thông góp phần

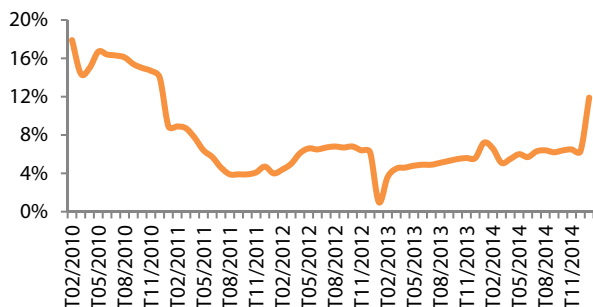


thúc đẩy tiêu thụ dòng xe thương mại (CV).

Rủi ro

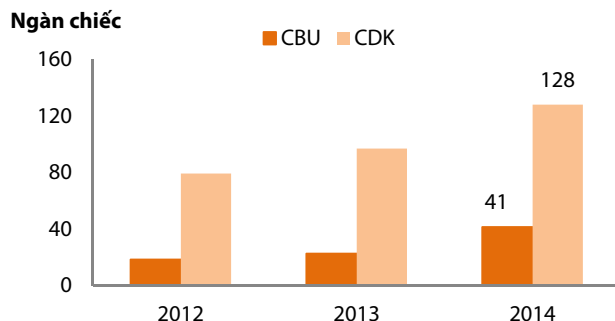
- Sự tăng trưởng ngành ô tô hạ nhiệt sau cơn sốt đột biến của năm 2014.
- Cạnh tranh gia tăng mạnh trong ngành.

Chỉ số bán lẻ Việt Nam năm 2008-2014



Nguồn: GSO, Rong Viet Research tổng hợp

Doanh số bán hàng xe lắp ráp trong nước (CDK) và xe nhập khẩu (CBU)



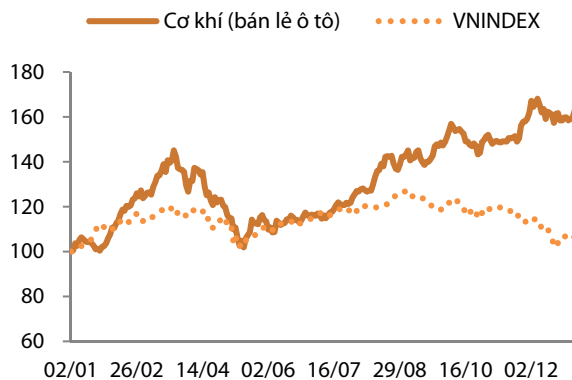
Nguồn: VAMA, Rong Viet Research tổng hợp

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	++
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Sau những phân tích như trên, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu trong ngành kinh doanh, bán lẻ xe ô tô có triển vọng đầu tư tốt trong năm 2015. Đặc biệt, các nhà đầu tư có thể quan tâm đến các doanh nghiệp chuyên phân phối dòng xe thương mại nhập khẩu với các thương hiệu như Dongfeng, Hino,... và các doanh nghiệp chuyên phân phối các xe du lịch lắp ráp trong nước như Toyota, Suzuki, Daihatsu,....

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Đầu tư Dịch vụ Hoàng Huy (HSX: HHS)

- Doanh nghiệp chủ yếu phân phối dòng xe vận tải thương hiệu Dongfeng nên hưởng lợi từ chính sách siết chặt tải trọng xe vận tải của bộ GTVT trong năm 2015.
- Bộ máy hoạt động nhỏ gọn với 20 nhân viên giúp tiết kiệm chi phí quản lý.
- Doanh thu và LNST theo kế hoạch 2015 lần lượt là 1.500 tỷ đồng và 140 tỷ đồng, tương ứng tăng +5,4 % và 3,7% so với năm 2014.
- Trong năm 2014, Quỹ Gem đã thỏa thuận đầu tư vào HHS với tổng giá trị đầu tư khoảng 16 triệu USD. Tuy nhiên quỹ chỉ mới mua vào 200.000 cổ phiếu trên tổng số 4 triệu cổ phiếu cam kết, quá trình giải ngân chưa thực sự rõ ràng nên thỏa thuận đầu tư này được đánh giá không phải yếu tố đáng để kỳ vọng trong năm 2015.
- Đội ngũ điều hành có chuyên môn quản lý và có sự gắn bó lâu dài với quá trình hình thành

và phát triển của công ty. Cơ cấu cổ đông trong nước chiếm 99,07%, cổ đông nước ngoài chiếm tỷ lệ rất ít.

CTCP Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn (HSX: SVC)

- SVC có thị phần tương đối lớn trong ngành phân phối xe ô tô tại Việt Nam, đặc biệt là dòng xe con với các thương hiệu nổi tiếng trên thế giới như Ford, Toyota, GM, Suzuki, Hyundai, ...
- Tận dụng ưu thế của một số dự án bất động sản để hỗ trợ mảng phân phối xe ô tô.
- Thương vụ chuyển nhượng hai dự án BĐS Savico Plaza ở Phố Quang và Hồ Tùng Mậu, nếu thành công, sẽ mang lại lợi nhuận bất thường trong năm 2015.
- Dự kiến thoái vốn khỏi các dự án BĐS để tập trung các mảng có biên lợi nhuận cao như hệ thống dịch vụ, sửa chữa và cung cấp linh kiện ô tô.
- Cổ tức ổn định và tỷ suất cổ tức khá tốt (7,3%).
- Bị phụ thuộc vào chính sách quản lý chung của tổng công ty Bến Thành (tỷ lệ sở hữu khoảng 41%).

CTCP Kỹ thuật và ô tô Trường Long (HSX: HTL)

- Công ty kinh doanh dòng xe vận tải và xe chuyên dùng như xe cẩu, xe trộn bê tông, xe ép rác, xe thùng kín, xe đông lạnh là đại lý cho công ty Hino Motors và là nhà phân phối cẩu Tadano.
- Công ty hầu như không có vay nợ, chi phí lãi vay/doanh thu của doanh nghiệp ở mức rất thấp. Công ty hoàn toàn có cơ hội gia tăng tỷ suất sinh lời ROE khi sử dụng thêm nợ vay trong quá trình mở rộng.
- Công ty nhập khẩu xe chủ yếu từ thị trường Nhật Bản nên được hưởng lợi khi tỷ giá đồng Yên Nhật giảm (đồng Yên giảm hơn 8% so với USD trong năm 2014).
- Công ty là đại lý phân phối xe vận tải cho công ty Hino MotorVN và hưởng chính sách tiền thưởng cao khi đạt được doanh số bán hàng. Chính sách tiền thưởng giúp cho thu nhập khác của công ty trong năm 2014 tăng ~10x so với năm 2013, đóng góp đến gần 30% tổng LNST của công ty.
- Trong năm 2015, công ty thông qua phương án mở rộng hệ thống phân phối bằng việc thành lập chi nhánh miền Trung tại Đà Nẵng.
- Tập trung vào phân khúc xe chuyên dùng như xe ép rác, xe múc bột xe trộn bê tông,... nên tránh được các đối thủ lớn trực tiếp trong cùng ngành như Thaco, Vinamotor, VEAM, ...
- Cổ đông lớn là tập đoàn Sumimoto (Nhật Bản) nắm giữ 25,56% cổ phần công ty và bà Nguyễn Thị Kiều Diễm – chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ nắm giữ 25,32% cổ phần công ty.
- Tỷ suất cổ tức dự kiến khả quan (đợt 1 chi trả cổ tức là 20%).

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h. tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
HHS	Tích cực	Dài hạn	185	66	18	0,0	1	6,6	1,7	6,7	81	1.112	1.015,0	26,9
HTL	Ổn định	Dài hạn	76	198	43	0,0	n/a	4,8	0,8	n/a	155	2	299,0	0,4
PTB	Không đánh giá		15	21	33	1,2	38	6,2	1,5	6,6	136	26	696,0	5,5
SVC	Tích cực	Dài hạn	172	1.288	20	0,6	141	8,4	0,4	9,8	404	100	520,0	13,7
TMT	Tích cực	Dài hạn	21	27	7	0,6	25	8,0	0,5	8,2	110	88	412,0	8,4

Nguồn: RongViet Research tổng hợp



NGÀNH BAO BÌ: Trên đà tăng trưởng

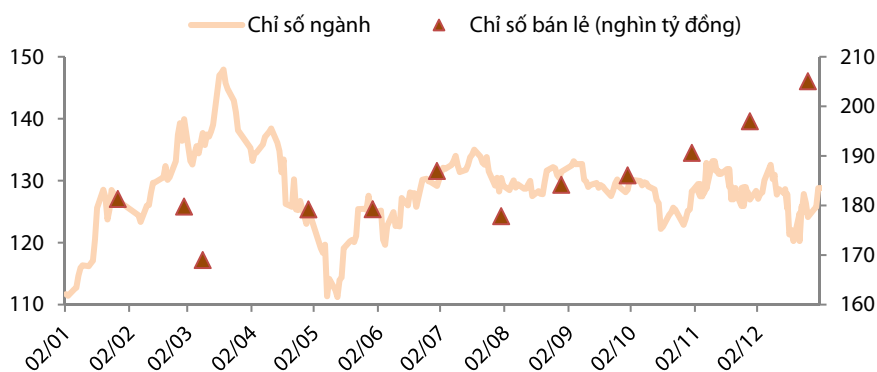
Lê Hữu Triển (trien.lh@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Bao bì thuộc nhóm ngành công nghiệp phụ trợ; do vậy, có liên hệ mật thiết với hoạt động xuất khẩu hàng hóa và các sản phẩm của hầu hết các nhóm ngành khác, đặc biệt là ngành hàng tiêu dùng.

Theo quan sát của chúng tôi, chỉ số ngành bao bì có sự chuyển động tương đối theo xu hướng dịch chuyển của chỉ số bán lẻ với độ trễ khoảng 2 tháng.

Hình: Tương quan giữa chỉ số ngành bao bì và chỉ số bán lẻ.



Nguồn: Bloomberg

Trong mối tương quan này, sự cải thiện trong chỉ số tiêu dùng nói riêng và nền kinh tế nói chung cũng đồng nghĩa với tín hiệu tích cực trong ngành bao bì. Vừa qua, chỉ số bán lẻ của hai tháng đầu năm được công bố cho thấy mức tăng vọt, lần lượt là 16,6% và 14,5% (yoy). Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng GDP trong năm 2015 được dự báo khá lạc quan ~6% (theo EY). Điều này tạo cơ sở để chỉ số bán lẻ duy trì đà phục hồi và nhờ vậy, cộng hưởng đến những ngành công nghiệp phụ trợ như bao bì.

Ngoài ra, điểm nhấn của ngành còn là việc các hiệp định thương mại song phương và đa phương có thể ký kết trong năm nay như TPP, FTA Việt Nam – Hàn Quốc, Việt Nam – EU, Việt Nam – Belarus – Kazakhstan – Nga. Nhờ vậy, số lượng đơn hàng xuất khẩu được kỳ vọng tăng vọt, đặc biệt là nhóm hàng thủy sản, dệt may, kéo theo sự tăng trưởng mạnh trong nhu cầu các mặt hàng bao bì.

Không chỉ đầu ra mà cả các yếu tố đầu vào cũng đem lại nhiều thuận lợi cho ngành bao bì. Nguyên liệu đầu vào của từng nhóm sản phẩm bao bì đều có lý do riêng cho xu hướng giảm hiện tại. Cụ thể, giá nguyên liệu của bao bì giấy in ấn (giấy phế liệu) giảm do kinh tế Trung Quốc đang trong giai đoạn tăng trưởng chậm lại làm giảm cầu dự trữ giấy công nghiệp. Còn đối với nhóm sản phẩm chai nhựa PET, bao bì nhựa, đã giảm của nguyên vật liệu hạt nhựa (ABS, PP, HDPE, LDPE,..) lại đến từ sự sụt giảm mạnh của giá dầu. Theo nhận định của chúng tôi, những lợi thế này có cơ hội sẽ được duy trì trong suốt năm nay.

Hiện tại, có khá nhiều doanh nghiệp đang tham gia vào thị trường bao bì với các chủng loại sản phẩm khác nhau như giấy, nhựa, màng kim loại, chai nhựa PET,... Tuy nhiên, đa phần phục vụ cho nhóm đối tượng nhỏ lẻ; trong khi đó, các doanh nghiệp bao bì có thương hiệu chiếm lĩnh hầu hết nhóm các khách hàng lớn. Vì vậy, thị phần của ngành hầu hết tập trung vào các doanh nghiệp này. Chẳng hạn, nhóm chai nhựa PET đang được 2 công ty không niêm yết trên sàn là



Ngọc Nghĩa và Bảo Vân chiếm hầu hết thị phần (~80%); Nhựa Tân Tiến, Nhựa Rạng Đông đang chiếm lĩnh thị phần bao bì nhựa thân thiện với môi trường được dùng trong đóng gói sản phẩm; nhóm bao bì giấy cho thị trường sữa tập trung vào tay của Tetra Pak (Thụy Điển), Combibloc (Đức) vì yêu cầu công nghệ cao.

Chúng tôi nhận thấy, mắt xích giấy nguyên liệu, kể từ cuối năm 2013, đang mạnh mẽ tăng trưởng để bắt kịp đà phục hồi của nền kinh tế khi không chỉ các doanh nghiệp trong mắt xích này đầu tư nâng cao công suất, mà còn thu hút nguồn vốn FDI từ các thương hiệu nổi tiếng như Nike Dragon, Lee&Man, SGC. Cụ thể, Nike Dragon đầu tư nhà máy 350.000 tấn/năm, Lee & Man rót 1,2 tỷ USD đầu tư nhà máy 600.000 tấn/năm ở Hậu Giang, Vina Kraft tăng vốn FDI lên thêm 180 triệu USD để nâng công suất nhà máy hiện có lên thêm 225.000 tấn/năm. Tuy nhiên, trong năm 2015 này, mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp FDI lên các công ty niêm yết là không cao là bởi (1) Thực tế, sản xuất trong nước chỉ mới đáp ứng 76% nhu cầu tiêu thụ nội địa, do đó cơ hội tăng trưởng vẫn chia đều cho cả doanh nghiệp trong và ngoài nước, (2) Các doanh nghiệp FDI tập trung vào phân khúc giấy Kraft cao cấp (White-top, Testliner,..) trong khi đó, các doanh nghiệp niêm yết của yếu tập trung phân khúc thấp hơn (medium), (3) Các dự án đang mới trong giai đoạn lên và thực hiện kế hoạch, do đó, sản lượng sẽ không tăng trưởng một cách đột biến làm gia tăng sức ép cạnh tranh ngay trong năm nay.

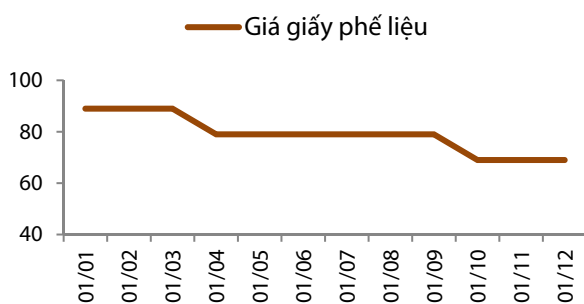
Nhân tố chính trong năm 2015

- Kinh tế phục hồi kéo theo cầu tiêu dùng tăng trưởng.
- Các hiệp định FTA, TPP chính thức có hiệu lực thúc đẩy tăng mạnh hàng hóa xuất khẩu (dệt may, thủy sản) gián tiếp thúc đẩy tăng trưởng ngành bao bì.
- Giấy phế phẩm, giá hạt nhựa có thể vẫn nằm trên xu hướng giảm giá chung của nguyên vật liệu thế giới.

Rủi ro

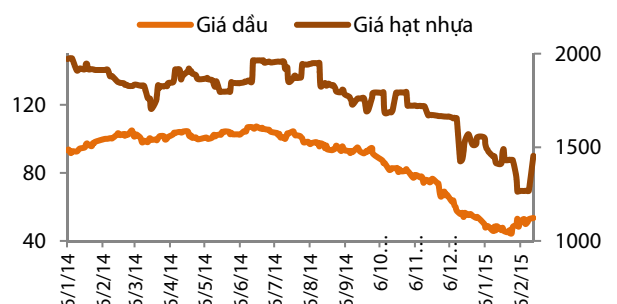
- Kinh tế phục hồi không như kỳ vọng làm sức mua của người tiêu dùng bị giảm sút.
- Giá nguyên liệu biến động bất thường.

Giá giấy phế liệu nhập khẩu



Nguồn: Bloomberg

Tương quan giá dầu và giá hạt nhựa

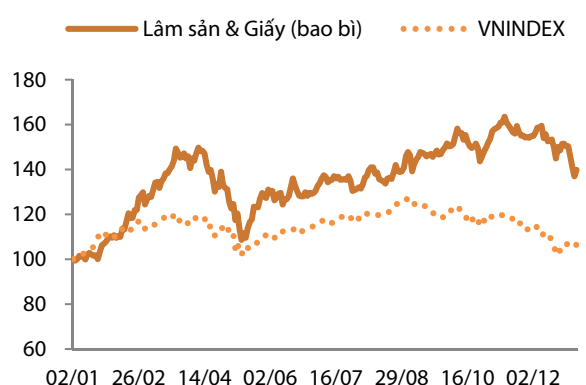


Nguồn: Bloomberg

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Chọn lọc doanh nghiệp

Có khá ít lựa chọn đối với cổ phiếu thuộc nhóm ngành bao bì do quy mô các doanh nghiệp niêm yết khá nhỏ và thanh khoản không cao. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể quan tâm một số doanh nghiệp bao bì có hệ khách hàng mạnh và đang tăng trưởng, vị trí nhà máy thuận lợi và có kế hoạch mở rộng khả thi.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Đông Hải Bến Tre (HSX: DHC)

- Nâng công suất nhà máy bao bì từ 1,7 triệu thùng/ tháng lên 2 triệu thùng/tháng.
- Nâng tỷ lệ sản xuất giấy testliner (giấy chất lượng cao)/ medium để cải tiến biên gộp.
- Tung ra thị trường sản phẩm mới chất lượng cao hơn (25% bột giấy).
- Đầu tư motor điện từ Châu Âu để cắt giảm sản lượng điện tiêu thụ trên 10%.
- Giá giấy nguyên liệu nhập khẩu đang trong xu hướng giảm.
- Đang nỗ lực đàm phán với nhà cung cấp để cắt giảm chi phí đầu vào ~2%.
- Cổ tức 20% bằng tiền mặt và cổ phiếu, tỷ suất cổ tức trên thị giá là 9,7%.

CTCP Bao bì Biên Hòa (HSX: SVI)

- Top 3 doanh nghiệp sản xuất bao bì giấy khu vực Đông Nam Bộ.
- Trong năm 2015, nhà máy bao bì carton tại KCN Mỹ Phước-Bình Dương sẽ vận hành 100% công suất giai đoạn 1 là 30.000 tấn/năm (năm 2014 là 70% công suất) và bắt đầu triển khai đầu tư máy móc (100 tỷ) cho giai đoạn 2 với công suất thiết kế 15.000 tấn/năm.
- Cơ cấu khách tập trung vào các doanh nghiệp sản xuất, phân phối hàng tiêu dùng lớn: Unilever (15-20% doanh thu), Friesland Campina (5%), tập đoàn Masan (5%).
- **Lưu ý:** Do Tổng công ty Công nghiệp Thực Phẩm Đồng Nai (DOFICO) chiếm đến 53,72% cổ phần, vì vậy, thanh khoản của SVI hiện nay là khá thấp. Tuy nhiên, theo lộ trình thì DOFICO sẽ bắt đầu thoái vốn khỏi SVI từ năm 2018. Khi đó, chúng tôi kỳ vọng thanh khoản của cổ phiếu SVI sẽ được cải thiện một cách rõ rệt hơn, tạo cơ hội cho nhiều nhà đầu tư quan tâm cổ phiếu SVI.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm	Chỉ tiêu tài chính cơ bản						Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
		2014				2015		P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
		+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)								
AAA	Ổn định Trung hạn	35	-15	7,1	0,6	8	7,7	0,7	7,2	-19	817	515,0	11,7	
CAP	Không đánh giá	7	6	30,6	0,2	n/a	6,2	1,8	n/a	24	5	107,0	1,5	
DHC	Mua Trung hạn	20	59	17,8	0,4	-1	7,3	1,3	7,4	71	57	322,0	5,3	
HAP	Không đánh giá	1	19	4,9	0,7	n/a	7,8	0,4	n/a	1	161	260,0	13,1	
SPP	Không đánh giá	30	-19	3,8	1,9	n/a	10,2	0,4	n/a	-11	8	87,0	2,4	
SVI	Ổn định Dài hạn	13	-7	24,5	0,8	9	6,4	1,5	5,9	-2	0,2	416,0	4,0	
TPP	Không đánh giá	7	-15	15,4	2,5	n/a	6,6	1,0	n/a	6	1	69,0	2,5	
TTP	Không đánh giá	1	-11	6,3	1,1	n/a	10,3	0,7	n/a	-13	2	360,0	6,5	
VPK	Ổn định Trung hạn	-21	-50	14,1	0,2	2	7,2	1,0	7,0	-35	4	166,0	2,3	

Nguồn: RongViet Research tổng hợp



XE HƠI PHỤ TÙNG (SẴM LỚP): Tiếp tục hưởng lợi chi phí đầu vào

Lê Hữu Triển (trien.lh@vpsc.com.vn)

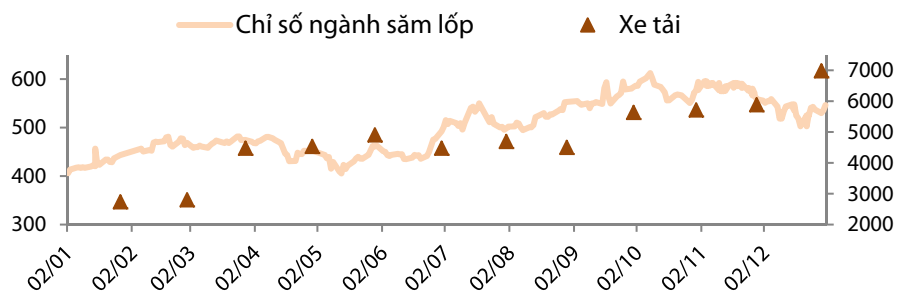
Triển vọng năm 2015

Trong hơn một năm vừa qua, xu hướng sụt giảm của giá cao su (~57% cơ cấu nguyên vật liệu) được xem là nhân tố hỗ trợ tích cực đối với ngành sẵm lốp. Năm 2014, giá nguyên liệu này đã giảm đến 31% (theo Indexmundi), đặc biệt là những tháng cuối năm. Giá vốn của các doanh nghiệp trong ngành, vì thế sẽ giảm mạnh trong những quý đầu năm nay nếu dựa trên vòng quay hàng tồn kho nguyên vật liệu trung bình 2-3 tháng. Dự báo năm 2015, nhiều tổ chức cho rằng nguồn cung cao su tự nhiên và nhân tạo vẫn tiếp diễn tình trạng cung vượt cầu. Do vậy, khả năng giá cao su chưa thể phục hồi mạnh; kết quả là, biên lợi nhuận gộp cải thiện của các doanh nghiệp trong ngành sẵm lốp vẫn tiếp tục là điểm nhấn trong năm 2015.

Đối với thị trường tiêu thụ, chúng tôi nhận thấy phần lớn thị phần lốp Bias tại Việt Nam được các doanh nghiệp Việt Nam nắm giữ. Ngược lại, thị phần lốp Radial lại đang thuộc về những thương hiệu có uy tín trên thế giới. Mặc dù vậy, chúng tôi không quá quan ngại trước thực trạng đến 80% lốp Radial phải nhập khẩu và nguồn vốn FDI từ các thương hiệu lớn như Bridgestone, Kumho, Yokohama,... Bởi lẽ, các thương hiệu này tập trung vào dòng ô tô con; trong khi đó, hai doanh nghiệp niêm yết (DRC, CSM) lại tập trung vào phân khúc khác, lốp Radial cho xe tải. Đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong phân khúc này chính là các sản phẩm nhập lậu từ Trung Quốc với giá thành thấp hơn đáng kể. Ngoài ra, do nguồn cầu trong nước chỉ mới mạnh nha tăng trưởng, nên cả CSM, DRC đều hướng đến việc xuất khẩu để giải quyết bài toán đầu ra cho các sản phẩm Radial.

Trong năm 2015, chúng tôi cho rằng doanh số lốp xe ô tô có khả năng tăng trưởng khá, đặc biệt là lốp Radial. Theo nhận định của chúng tôi, tác động của thông tư 06 của Bộ giao thông vận tải sẽ bắt đầu phản ánh rõ nét trong năm nay khi các doanh nghiệp vận tải gia tăng đầu xe mới; vì vậy góp phần gia tăng sản lượng tại phân khúc OEM. Đối với phân khúc thay thế (chiếm 86% tiêu thụ nội địa), xu hướng Radial hóa sẽ được thúc đẩy mạnh mẽ hơn nhờ (1) Công suất sử dụng phương tiện vận tải tăng do gia tăng nhu cầu chuyên chở hàng hóa, đặc biệt là khi các hiệp định TPP, FTA được ký kết, sẽ kéo theo tốc độ thay thế lốp xe, (2) Sự dịch chuyển cơ cấu sẵm lốp từ Bias (hiện đang chiếm ~90%) sang Radial để phù hợp với các tuyến đường cao tốc.

Chỉ số ngành sẵm lốp và lượng tiêu thụ xe tải lắp ráp trong nước năm 2014



Nguồn: VAMA, RongViet Research

Mặc dù các doanh nghiệp sẵm lốp hiện tại đều do Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem) nắm quyền kiểm soát (~44% -51% cổ phần), tuy nhiên, với thanh khoản tương đối tốt, nhóm cổ phiếu này luôn được nhà đầu tư nước ngoài khá ưa thích.

Nhân tố chính trong năm 2015

- Giá nguyên vật liệu, đặc biệt là cao su được dự báo vẫn chưa thể hồi phục mạnh



- Tiêu thụ ô tô, xe tải được dự báo tăng trưởng tốt.
- Hạ tầng giao thông được cải thiện, các tuyến đường cao tốc huyết mạch bắt đầu được khai thác.
- Thông tư 06/VBHN-BGTVT qui định về giới hạn trọng tải xe.
- Ngành vận tải đường bộ được kỳ vọng tăng trưởng tốt trong năm 2015.

Rủi ro

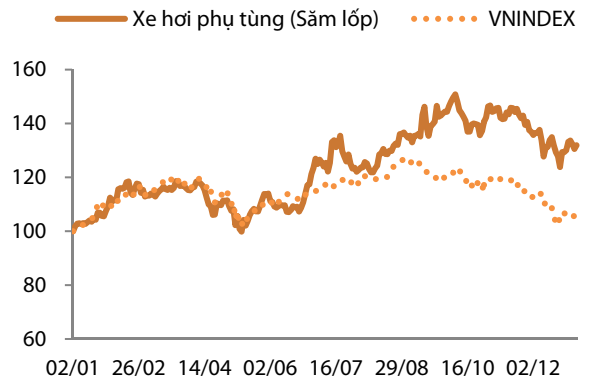
- Cạnh tranh từ các sản phẩm nhập khẩu tiểu ngạch từ Trung Quốc và Thái Lan.
- Giá cao su tăng ngoài dự báo.

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chi tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	++
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Hiện trên sàn không có nhiều doanh nghiệp chế biến cao su, do đó, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể tiếp tục quan tâm 2 cổ phiếu đầu ngành sảm lốp là DRC, CSM. Các doanh nghiệp này gần như hưởng lợi trọn vẹn những thuận lợi của ngành như nguyên liệu đầu vào rẻ cộng với chi phí lãi vay ở mức thấp. Sản lượng tiêu thụ sản phẩm radial vượt qua điểm hòa vốn và biên gộp có sự cải thiện là điều chúng tôi chờ đợi ở hai doanh nghiệp này.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Cao su Đà Nẵng (HSX: DRC)

- Đội ngũ kỹ sư lành nghề và ổn định.
- Hệ thống phân phối ngày càng mở rộng nhờ vào việc đẩy mạnh marketing và tăng chiết khấu hàng bán cho các đại lý trong năm 2014.
- Bước đầu có hợp đồng cung cấp sảm lốp xe tải và xe bus cho Ô tô Trường Hải.
- Trong năm 2015, nhà máy Radial có thể sản xuất vượt qua điểm hòa vốn của Giai đoạn 1 (175.000 lốp/năm), vì vậy KQKD có thể được cải thiện đáng kể.
- Xuất khẩu sản phẩm Radial sang thị trường Mỹ thông qua nhà phân phối Stamyord Singapore.

CTCP Công nghiệp cao su Miền Nam (HSX: CSM)

- P/E (2015F) tương đối thấp ~5,1) so với DRC là ~13,4.
- Đã ký hợp đồng với US Tire xuất khẩu 200.000 lốp Radial sang Mỹ trong năm 2015.
- Mới đưa vào khai thác nhà máy sản xuất lốp Radial vào tháng 4/2014, do đó, 2015 chi phí cố định trên một đơn vị sản phẩm sẽ giảm đáng kể nếu sản lượng tiêu thụ được đẩy mạnh.
- Lợi nhuận từ việc chuyển nhượng quyền sử dụng đất số 9 Nguyễn Khoái (~70-80 tỷ) và 504 Nguyễn Tất Thành (~20,4 tỷ) có thể được ghi nhận trong năm nay.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
CSM	Tích lũy	Trung hạn	1	-8	25,7	1,1	-0,4	8,1	2,0	8,1	0	99	2.846,0	16,8
DRC	Tích cực	Dài hạn	16	-6	24,2	0,7	12,1	14,4	3,3	12,8	42	91	5.026,0	9,2
SRC	Không đánh giá		1	1	22,3	21,4	0,3	8,6	1,8	8,6	41	50	609,0	8,1

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - ĐIỆN: Ổn định

Nguyễn Thị Phương Lam (lam.ntp@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Thủy điện: Lợi thế càng tăng khi tỷ lệ sản lượng điện theo giá thị trường so với tổng sản lượng điện phát tăng. Giá điện khi tham gia chào cạnh tranh được tính dựa trên chi phí biến đổi. Ngoài ra, theo Thông tư quy định vận hành thị trường phát điện cạnh tranh (Thông tư 30 ban hành giữa tháng 11/2014 và thay thế Thông tư 03), tỷ lệ điện năng thanh toán theo giá thị trường dao động trong khoảng 5-40% tổng sản lượng điện phát của nhà máy, và tỷ lệ này trong năm 2014 là 5 – 25%. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tiếp tục tăng lên trong thời gian tới cho đến khi đạt mức cao nhất là 40%. Đây là một lợi thế để các nhà máy thủy điện, với đặc thù chi phí đầu tư cao nhưng chi phí biến đổi lại thấp, cải thiện doanh thu và lợi nhuận.

Tuy nhiên, điều kiện thời tiết năm 2015, theo dự báo của Trung tâm khí tượng thủy văn Trung ương, sẽ khô hạn nhiều hơn so với năm 2014. Lượng mưa từ khắp khu vực ven biển Trung Bộ kéo đến Nam Trung Bộ trong 2015 được dự báo sẽ ở mức thấp hơn trung bình nhiều năm và tình trạng thiếu nước, khô hạn tại Nam Trung Bộ có thể kéo dài đến cuối tháng 8, đầu tháng 9/2015. Nếu điều kiện thời tiết năm 2015 đúng như dự báo, sản lượng điện sản xuất của các nhà máy thủy điện có thể sẽ giảm so với mức thực hiện năm 2014.

Nhiệt điện than: Chi phí đầu vào khả năng tiếp tục tăng. Trong vài năm trở lại đây, chính sách trợ cấp giá than bán cho ngành điện đã dần được xóa bỏ và hướng đến điều chỉnh theo giá thị trường. Năm 2014, sau khi tăng giá than bán cho điện thêm khoảng 11%, giá than bán cho điện đã tiệm cận mức chi phí hòa vốn của Tập đoàn Than và khoáng sản (Vinacomin). Trong tương lai, chúng tôi cho rằng việc tăng giá than sẽ tiếp tục diễn ra do (1) Theo Vinacomin, phần lớn các mỏ than hiện tại đã sử dụng hết lớp than để khai thác và việc đầu tư mới sẽ tốn kém nhiều chi phí chi phí và thời gian đầu tư mới, làm tăng chi phí sản xuất than và (2) Theo dự báo của Vinacomin, kể từ năm 2016, Việt Nam sẽ phải nhập khẩu khoảng 20 – 30 triệu tấn than để cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện. Với xu hướng chi phí đầu vào sẽ tiếp tục tăng, có thể thấy lợi ích nhận được khi tham gia thị trường phát điện cạnh của các nhà máy nhiệt điện than là không lớn.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng KQKD 2015 của các nhà máy điện sẽ phân hóa theo ba nhóm như sau:

- *Nhóm doanh nghiệp tăng trưởng nhờ khả năng mở rộng hoạt động.* Mặc dù đã có thị trường điện cạnh tranh, doanh thu từ phát điện cạnh tranh chiếm tỷ trọng chưa lớn trong tổng doanh thu bán điện của các nhà máy điện do tỷ lệ sản lượng phát điện theo giá cạnh tranh khá thấp. Trong khi đó, giá bán điện theo hợp đồng với EVN chỉ đủ đảm bảo một mức lợi nhuận nhất định cho các nhà máy. Do vậy, doanh thu và lợi nhuận của các nhà máy điện chỉ có thể tăng trưởng nhờ tăng công suất, thông qua đầu tư thêm nhà máy phát điện.
- *Nhóm doanh nghiệp có lợi nhuận đột biến nhờ các yếu tố ngoài hoạt động chính.* Các yếu tố ngoài hoạt động chính mà chúng tôi muốn đề cập ở đây gồm (1) Chi phí lãi vay giảm nhờ lãi suất giảm và tái cấu trúc nợ vay; (2) Chênh lệch tỷ giá. Theo dự báo của nhiều tổ chức kinh tế, đồng USD sẽ tiếp tục mạnh lên trong năm 2015 và sẽ có 8/10 đồng tiền chủ chốt giảm giá (trong đó có JPY và EUR), do đó chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp có khoản vay ngoại tệ bằng đồng JPY và EUR sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong năm 2015; và (3) Thu nhập do hồi tố giá điện. Trước năm 2014, hầu hết nhà máy điện và EVN chưa thể đàm phán thành công giá bán điện cho giai đoạn 2010 – 2013, nên giá bán điện hạch toán trong giai đoạn này là giá tạm tính. Do vậy, nhà máy điện đã hạch toán giá bán thấp hơn giá đã đàm phán với EVN sẽ được hồi tố phần chênh lệch thu nhập tính theo giá chính thức và giá tạm tính.
- *Ổn định.* KQKD của các nhà máy điện không có điều kiện mở rộng hoạt động hoặc không có thu nhập từ hoạt động tài chính/bất thường nhìn chung sẽ ổn định do đặc thù lợi nhuận



được EVN đảm bảo ở một mức lợi nhuận cố định.

Nhân tố chính trong năm 2015

- Với mục tiêu tăng trưởng GDP 6,2%, nhu cầu điện năm 2015 của cả nước là 142 tỷ kWh, tăng khoảng 10,4% so với năm 2014.
- Thị trường phát điện cạnh tranh hình thành hoàn chỉnh, tỷ lệ sản lượng điện theo giá thị trường tăng cao hơn năm 2014.
- Điều kiện thủy văn ảnh hưởng trái chiều lên thủy điện và nhiệt điện.
- Tỷ giá JPY và EUR được dự báo tiếp tục mất giá so với USD.

Rủi ro

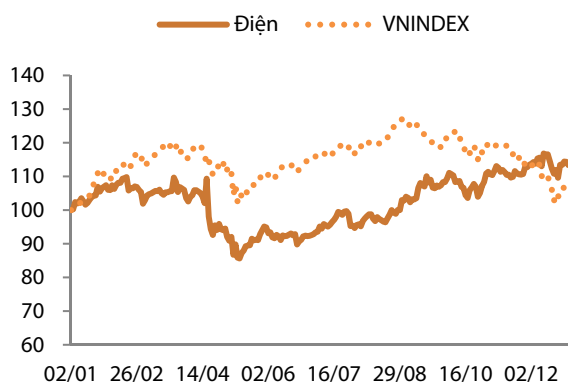
- Tỷ lệ sản lượng điện theo giá thị trường trong tổng sản lượng điện phát còn thấp.
- Đồng EUR và JPY có thể phục hồi hoặc không giảm giá như dự báo.

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	
Chính sách	++
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Năm 2014, nhóm cổ phiếu điện đã thể hiện khá tốt vai trò “phòng thủ” của mình. Theo đó, trong khi thị trường chung biến động tiêu cực do sự kiện “giá dầu” trong những tuần cuối năm, nhóm cổ phiếu ngành điện vẫn giữ được sự ổn định, thậm chí có xu hướng tăng nhẹ. Năm 2015, chúng tôi đánh giá sẽ tiếp tục là năm “tăng trưởng trong ổn định” của các doanh nghiệp thuộc ngành này. Các cổ phiếu điện được lựa chọn xem xét là những cổ phiếu có động lực thúc đẩy tăng trưởng hoặc tạo đột biến lợi nhuận như (1) Thu nhập từ hoạt động liên doanh, liên kết; (2) Khả năng tăng trưởng doanh thu nhờ mở rộng hoạt động kinh doanh hoặc tham gia thị trường điện; (3) Chi phí tài chính giảm nhờ tái cấu trúc nợ và tỷ giá biến động theo hướng có lợi cho doanh nghiệp.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Thủy điện miền Nam (HSX: SHP)

- Nhà máy điện Đa M’bri phát điện từ quý 3/2014 đã giúp doanh thu cả năm 2014 đạt 596,44 tỷ đồng và LNST đạt 214,8 tỷ đồng, tăng gấp đôi năm 2013 và hoàn thành gấp 2,7 lần kế hoạch của cả năm.
- Đã đàm phán thành công với ADB Lâm Đồng để giảm mạnh lãi suất vay (của khoản vay 633 tỷ) từ 12,6% xuống còn 9,8%, đồng thời kéo dài thời gian trả nợ thành 10 năm. Nhờ vậy, dự kiến chi phí lãi vay hàng năm sẽ giảm khoảng 17-18 tỷ đồng, đồng thời nhờ cơ cấu lại thời hạn trả nợ gốc, thấy áp lực về dòng tiền trả nợ của SHP sẽ được giảm đáng kể.

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (Upcom: NT2)

- NT2 có khoảng 800 tỷ đồng lợi nhuận hồi tố từ EVN (do chênh lệch giá điện tạm tính), và đã ghi nhận khoảng 245 tỷ. Công ty đang thương lượng lại với kiểm toán để ghi nhận phần

còn lại trong năm 2015.

- Đồng Euro kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm giá trị giúp doanh nghiệp ghi nhận lãi tỷ giá. Theo dự báo của Morgan Stanley, tỷ giá EUR/USD sẽ giảm xuống mức 1,05 trong năm 2015.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định, từ 15 – 20% mệnh giá.
- Dự kiến chuyển niêm yết từ sàn Upcom sang sàn HSX vào cuối quý 2/2015.

CTCP Thủy điện Thác Bà (HSX: TBC)

- Tỷ lệ tiền mặt cao, chiếm 28% tổng tài sản; đòn bẩy thấp, không có nợ dài hạn trong khi nợ ngắn hạn chỉ khoảng 51 tỷ đồng.
- Tỷ lệ sản lượng điện bán chào giá cạnh tranh cao (25 – 30%), nhờ vậy, giá bán điện bình quân cao hơn giá điện hợp đồng khoảng 50%.
- Chính sách chi trả cổ tức ổn định nhờ dòng tiền tốt.

CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HSX: PPC)

- Chi phí khấu hao của nhà máy Phả Lại 2 kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015 do doanh nghiệp dẫn thời gian trích khấu hao từ 2 năm lên 10 năm.
- Việc tăng tỷ lệ sở hữu tại Nhiệt điện Hải Phòng sẽ giúp PPC cải thiện lợi nhuận.
- Lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá: đồng JPY khả năng sẽ tiếp tục giảm giá do Nhật Bản tiếp tục thực hiện kích thích kinh tế. Theo dự báo của Goldman Sachs, tỷ giá USD/JPY sẽ tiếp tục tăng thêm 8,3% lên 130 JPY đổi một USD trong năm 2015.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm	Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
		2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1N (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr. cp)
		+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
BTP	Không đánh giá	87	169	14	0,6	n/a	6,3	0,9	n/a	4	73	937,5	25,4
CHP	Không đánh giá	19	69	15	1,1	n/a	8,7	1,3	n/a	50	63	1.848,0	58,7
GHC	Không đánh giá	-5	-5	19	0,3	n/a	6,6	1,8	n/a	27	48	518,7	10,0
HJS	Không đánh giá	13	1	11	1,6	n/a	8,4	0,9	n/a	8	16	177,0	7,3
NT2	Tích cực Trung hạn	9	11251	26	1,9	0	6,1	1,6	6,1	200	759	5.683,2	32,4
PPC	Ổn định Dài hạn	14	-36	18	0,8	2	7,6	1,4	7,5	11	576	7.985,7	102,5
SBA	Tích lũy Dài hạn	-5	-2	10	1,1	5	10,1	1,0	9,7	20	41	663,2	29,3
SHP	Tích cực Trung hạn	207	106	18	1,2	4	8,1	1,4	7,8	70	45	1.743,0	0,2
SJD	Ổn định Dài hạn	26	23	18	0,2	2	7,0	1,4	6,8	43	20	1.426,0	44,5
TBC	Tích cực Dài hạn	4	-4	16	0,0	8	11,2	1,7	10,4	46	8	1.619,3	25,2
TMP	Ổn định Dài hạn	38	53	23	0,4	6	7,9	1,8	7,4	60	9	1.883,0	6,4
VSH	Không đánh giá	95	91	13	0,1	n/a	7,4	0,9	n/a	-4	444	2.825,5	14,7

Nguồn: RongViet Research tổng hợp



HÀNG GIA DỤNG: Kỳ vọng vào thị trường xuất khẩu

Bà Trần Tường Vân (van.btt@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

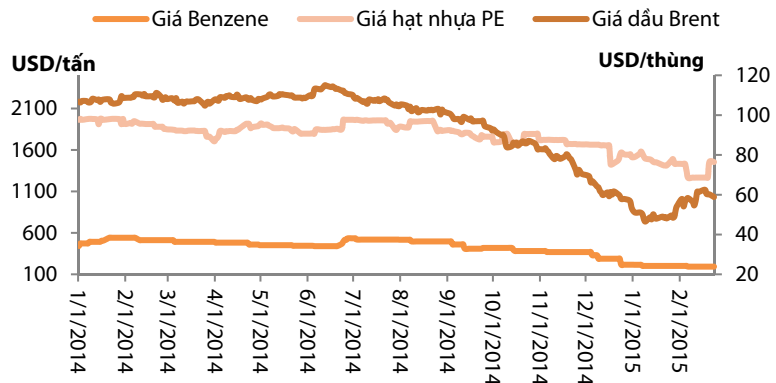
Trong năm 2015, thị trường ngành hàng gia dụng được cho rằng sẽ có sự khởi sắc do (1) nền kinh tế đang trên đà phục hồi kéo theo sự cải thiện trong thu nhập người dân (2) sự gia nhập tầng lớp trung lưu từ tầng lớp bình dân đang có sự chuyển biến đáng lưu ý và (3) chỉ số niềm tin tiêu dùng của Việt Nam tăng trưởng đến 142,3 điểm trong riêng tháng 2/2015. Các doanh nghiệp sản xuất hàng gia dụng có thể tận dụng cơ hội này tại thị trường nội địa cũng như một số thị trường xuất khẩu để có một năm tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận.

Đối với thị trường xuất khẩu, một trong những đối tác thương mại quan trọng trong ngành hàng gia dụng của Việt Nam là Mỹ được kỳ vọng sẽ tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng tích cực trong năm 2015. Dựa theo báo cáo của Ngân hàng thế giới, nền kinh tế Mỹ được dự báo sẽ có sự tăng trưởng vững chắc lên đến 3,0% năm 2015. Tỷ lệ thất nghiệp cũng được dự báo sẽ giảm từ mức 5,8% hiện nay xuống còn 5% trong năm 2015. Do đó, các doanh nghiệp xuất khẩu chủ yếu sang thị trường Mỹ có thể kỳ vọng sẽ có tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt trong năm 2015. Trong các sản phẩm gia dụng xuất khẩu, chúng tôi cho rằng ngành gỗ gia dụng Việt Nam sẽ được ảnh hưởng tích cực do kim ngạch xuất khẩu gỗ của Việt Nam là khá lớn (~6 tỷ USD năm 2014) và có tốc độ tăng trưởng trung bình luôn ở mức trên 10% từ năm 2009. Đặc biệt, Mỹ là thị trường xuất khẩu gỗ lớn nhất của Việt Nam, chiếm đến 37% tổng doanh thu gỗ xuất khẩu của Việt Nam (~2, 2 tỷ USD). Năm 2015, khi TPP cùng các hiệp định tự do thương mại với Hàn Quốc, EU và liên minh thuế quan Nga – Belarus - Kazakhstan được kí kết, ngành hàng gia dụng hứa hẹn có thể mở rộng thị phần và doanh thu.

Đối với thị trường nội địa, mặc dù đứng trước cơ hội của nhu cầu tiêu dùng phục hồi, các doanh nghiệp sản xuất hàng gia dụng cũng sẽ phải đối diện với sức ép cạnh tranh mạnh khi các hiệp định thương mại tự do được thông qua và thị trường Việt Nam mở cửa sâu hơn. Sức ép này buộc các doanh nghiệp có thể phải (1) gia tăng chi phí bán hàng, marketing (2) tập trung phát triển sản phẩm ở các phân khúc có lợi thế riêng và mang lại lợi nhuận cao và (3) hoàn thiện hệ thống bán lẻ.

Đáng chú ý, các doanh nghiệp sản xuất bột giặt nhiều khả năng sẽ có biên lợi nhuận khả quan trong năm 2015 do được hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá dầu thế giới. Thực tế, nguyên liệu đầu vào chủ yếu để sản xuất bột giặt là hóa chất tẩy rửa LAS (sản xuất từ hóa chất benzene) và bao bì nhựa đóng gói luôn chiếm ~70% giá vốn hàng bán đều có xuất xứ từ dầu mỏ. Xu hướng giảm của giá dầu có ảnh hưởng tích cực đến chi phí giá thành, hứa hẹn cải thiện biên lợi nhuận của các doanh nghiệp này.

Hình: Tương quan giữa giá dầu thô thế giới, giá Benzene và giá hạt nhựa



Nguồn: Bloomberg



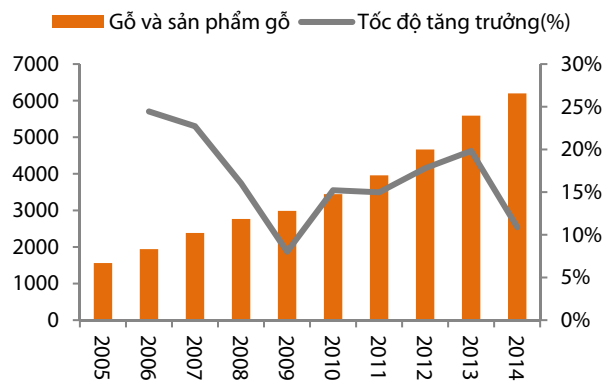
Nhân tố chính trong năm 2015

- Nhu cầu tiêu dùng từ đối tác thương mại lớn là Mỹ có dấu hiệu phục hồi và tăng trưởng tốt trong năm 2015.
- Các hiệp định FTA với EU, Hàn Quốc, Liên minh Thuế quan Nga - Belarus - Kazakhstan và TPP.
- Giá dầu ở mức thấp kéo theo việc giảm giá các hóa chất nguyên liệu đầu vào của một số ngành hàng gia dụng.

Rủi ro

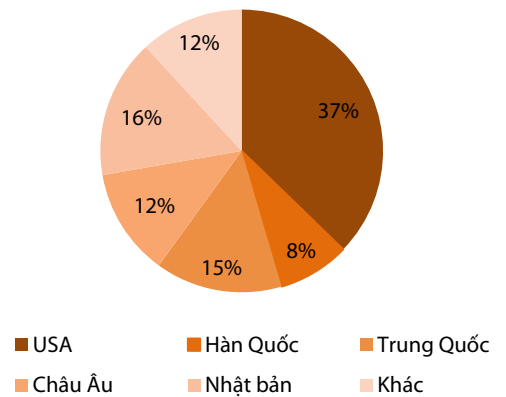
- Sức ép cạnh tranh với các doanh nghiệp FDI cùng ngành tại thị trường nội địa.
- Chính sách tỷ giá VND/USD so sánh với một số quốc gia khác có thể giảm lợi thế cạnh tranh của hàng hóa Việt nam tại một số khu vực.
- Triển vọng kinh tế toàn cầu có thể kém lạc quan hơn so với dự báo.

Hình: Kim ngạch xuất khẩu gỗ và tốc độ tăng trưởng



Nguồn: GSO, Rong Viet Research tổng hợp

Hình: Các thị trường xuất khẩu gỗ chính của Việt Nam



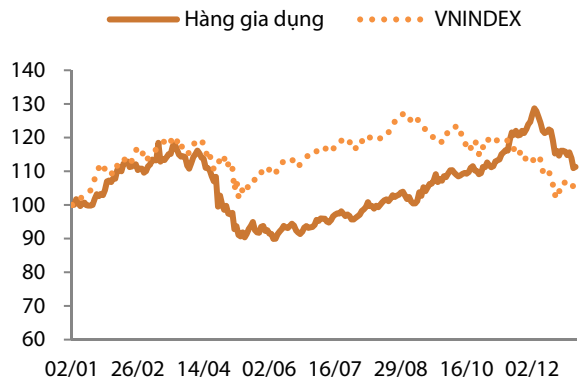
Nguồn: Hải quan Việt Nam, Rong Viet Research tổng hợp

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	++
Chính sách	
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	--
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Nhìn chung bức tranh toàn cảnh ngành hàng gia dụng cho thấy nhiều tín hiệu lạc quan. Do vậy, trong năm 2015, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể quan tâm đến các cổ phiếu trong ngành, đặc biệt là các doanh nghiệp xuất khẩu hàng gia dụng như gỗ, điện quang và theo dõi sự cải thiện lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất bột giặt. Ngoài ra, với sự cạnh tranh trong ngành dự báo sẽ tăng lên, các doanh nghiệp có chiến lược tăng giá trị gia tăng của sản phẩm, thương hiệu mạnh với thị phần ổn định, có khả năng cạnh tranh lâu dài, công nghệ sản xuất hiện đại được chúng tôi ưu tiên lựa chọn.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Bóng đèn Điện Quang (HSX: DQC)

- DQC là doanh nghiệp sản xuất các thiết bị chiếu sáng với thương hiệu uy tín và lâu đời với vị thế dẫn đầu ngành. Hiện doanh nghiệp đang chiếm đến 40% thị phần trên thị trường thiết bị chiếu sáng.
- Doanh thu từ thị trường xuất khẩu chiếm ~1/2 tổng doanh thu. Kí kết các hiệp định thương mại tự do thành công là cơ sở cho doanh nghiệp mở rộng thị phần và tăng trưởng doanh thu tốt trong năm 2015.
- Tập trung đẩy mạnh đầu tư vào sản phẩm mang lại lợi nhuận cao và đi theo xu hướng của thế giới là sản phẩm tiết kiệm năng lượng như đèn LED hoặc sản phẩm mang tính chất khác biệt như doublewing hay đèn compact thay cho sản phẩm đèn huỳnh quang.
- Công nợ thu được từ khách hàng Comsumimport (Cuba) ổn định, ghi nhận một khoản tiền lãi cho doanh thu tài chính từ chênh lệch tỷ giá và bán hàng trả chậm.

CTCP Bóng đèn phích nước Rạng Đông (HSX: RAL)

- Là doanh nghiệp lâu đời với vị thế chỉ đứng sau Điện Quang trong ngành thiết bị chiếu sáng ở Việt Nam, chiếm lĩnh đến ~25% thị phần (thương hiệu mạnh ở khu vực phía bắc Việt Nam) và chiếm giữ đến hơn 80% thị phần về sản phẩm phích nước.
- Tỷ lệ cổ tức của công ty cao và ổn định ở mức ~20%.
- Mục tiêu lâu dài là tập trung phát triển đèn LED vốn là sản phẩm có nhiều triển vọng trong tương lai.
- Năng suất sản xuất thiết bị chiếu sáng của công ty đứng đầu trong toàn ngành với sản lượng trung bình là 150 triệu sản phẩm đèn chiếu sáng/năm nên hoàn toàn có khả năng đáp ứng nhu cầu ngày càng gia tăng của thị trường.
- RAL có lợi thế về giá khi cạnh tranh với các sản phẩm của Philips hay Điện Quang do sở hữu lò thủy tinh không chì tại Quế Võ, Bắc Ninh có khả năng tự sản xuất ống đèn CFL thay vì phải nhập khẩu như các công ty khác. Công ty cũng sản xuất được ống thủy tinh cao cấp đảm bảo được yêu cầu bảo vệ môi trường khắt khe của một số thị trường như Châu Âu, Nhật Bản.

CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành (HSX: GDT)

- Doanh nghiệp có chính sách cổ tức cao và ổn định (20-25%).
- Việc mở rộng nhà máy Tân Uyên, Bình Dương là điểm sáng giúp doanh nghiệp nâng cao công suất và có khả năng đáp ứng được nhu cầu ngày càng gia tăng của thị trường. Ước tính việc mở rộng có thể gia tăng doanh thu của công ty lên ~20%.
- Doanh nghiệp có thương hiệu uy tín và hiện chủ yếu tập trung phát triển sản phẩm ở các phân khúc ngách như đồ nhà bếp, đồ chơi trẻ em, bàn ghế trẻ em bằng gỗ,.....nên tránh cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp lớn trong cùng ngành.
- Doanh thu xuất khẩu đóng góp trên 75% tổng doanh thu của doanh nghiệp và chủ yếu xuất sang các thị trường như EU, Nhật Bản và các nước trong khu vực Châu Á nên công ty kỳ vọng được hưởng lợi khi các hiệp định thương mại tự do kí kết thành công.

CTCP Bột giặt LIX (HSX: LIX)

- Thương hiệu uy tín và lâu đời, và là doanh nghiệp sản xuất bột giặt và các hóa chất tẩy rửa đứng đầu trong số các doanh nghiệp nội địa (chiếm ~ 10% thị phần, đứng thứ ba toàn thị trường chỉ sau Unilver và P&G).
- Tăng trưởng doanh thu bình quân (CARG) 5 năm đạt ~13%.
- Được hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá dầu (biên lợi nhuận gộp 2014 cải thiện 2%).
- Thị trường xuất khẩu chiếm gần 1/3 tổng doanh thu của doanh nghiệp. Doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu thông qua các nhãn hàng riêng của các nhà phân phối để đến với các thị

trường như Đài Loan, Nhật Bản, Singapore, Hàn Quốc, Úc,

- Đầu tư phát triển các sản phẩm mang thương hiệu riêng song song với việc gia công các sản phẩm bột giặt và chất tẩy rửa cho Unilever.

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ)

- Thương hiệu mạnh với vị thế dẫn đầu đối với các doanh nghiệp nội địa trong ngành kinh doanh nữ trang vàng bạc, đá quý.
- Tăng cường mở rộng hệ thống phân phối bán lẻ thông qua đầu tư xây dựng cửa hàng ở khu vực nông thôn, chỉ riêng trong năm 2014 đã thành công mở rộng thêm 15 cửa hàng.
- Chú trọng phát triển ở mảng bán lẻ nữ trang (trang sức vàng bạc đóng góp đến hơn 80% cơ cấu lợi nhuận gộp).
- Tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi và bắt đầu thoái vốn dần khỏi các công ty như Liberty, SFC và Đông Á trong năm 2014.
- Rủi ro do thanh khoản kém do cơ cấu sở hữu của PNJ (cổ đông nội bộ và nước ngoài chiếm gần ~90%).

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm	Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
		2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
		+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
DCS	Không đánh giá	64	-33	0,3	0,05	n/a	32,4	0,4	n/a	19,5	481	296,0	29,5
DQC	Tích cực Dài hạn	54	105	25	0,25	-19	6,6	0,9	6,5	96	66	1.649,0	8,5
GDT	Tích cực Trung hạn	11,3	46	26	0,19	11	7,1	1,2	7,2	59	3	375,0	2,5
LIX	Ổn định Dài hạn	14	18	22	0,15	29	9,1	1,8	9,4	12	10	737,0	6,2
NAG	Ổn định Trung hạn	32	1.157	10	0,36	n/a	6,3	0,3	n/a	129	225	95,0	7,2
PNJ	Tích cực Dài hạn	3	49	8,6	0	39	12,2	0,7	12,5	35	4	2.812,0	-
RAL	Không đánh giá	13	-24	13	1,99	n/a	8,2	1,1	n/a	-16	3	534,0	4,7
TTF	Tích cực Trung hạn	-4	2.816	9	1,24	164	16,5	0,7	18,1	36,0	1,704	1.211,0	43,2

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

THỰC PHẨM-ĐỒ UỐNG: **Cạnh tranh gia tăng**

Bùi Thị Tâm (tam.bt@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Sau hơn hai năm, chỉ số niềm tin tiêu dùng theo báo cáo của Nielsen Việt Nam lần đầu tiên vượt ngưỡng 100 điểm trong Q3, Q4/2014. Kết quả này cho thấy việc thắt chặt chi tiêu đã giảm đáng kể; thay vào đó, người tiêu dùng trở nên lạc quan hơn với sự cải thiện của nền kinh tế. Tín hiệu tích cực trong thói quen tiêu dùng có thể sẽ trở thành động lực giúp ngành thực phẩm - đồ uống tăng trưởng trong năm 2015. Mặt khác, chuyển dịch cơ cấu dân số với sự lớn mạnh của tầng lớp trung lưu cũng gợi mở nhiều cơ hội cho ngành thực phẩm. Tỷ lệ tiêu thụ thực phẩm từ năm 2012-2014 đều duy trì trên hai con số (trung bình 14%) và theo dự báo của BMI, tốc độ này sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong 2015-2018. Thị trường mặc dù có tiềm năng tăng trưởng tốt, không phải bất kỳ doanh nghiệp nào cũng tận dụng được lợi thế này do cạnh tranh đang ngày càng tăng lên. Sức ép cạnh tranh bắt đầu phản ánh từ năm 2014 khi hàng loạt doanh nghiệp đẩy mạnh chi phí marketing cũng như đẩy mạnh các hoạt động M&A. Chúng tôi cho rằng, diễn biến này vẫn tiếp tục được duy trì trong năm nay, thậm chí với tốc độ đáng kể khi kinh tế Việt Nam có những bước hội nhập sâu hơn.

Với thói quen tiêu dùng chịu ảnh hưởng lớn bởi giá bán, cạnh tranh về giá có thể là xu thế ngắn hạn trong môi trường này. Tuy nhiên, theo nghiên cứu của Nielsen, người tiêu dùng Việt Nam hiện có khuynh hướng quan tâm nhiều hơn đến chất lượng sản phẩm, đặc biệt là vấn đề sức khỏe. Do vậy, nghiên cứu dòng sản phẩm mới với đặc tính nâng cao sức khỏe cũng là chiến lược được nhiều doanh nghiệp nội địa áp dụng. Không chỉ vậy, nhiều doanh nghiệp còn đẩy mạnh sự hiện diện thương hiệu thông qua gia tăng các chiến dịch quảng cáo. Với những nhân tố trên, chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp nội địa nào có khả năng thích ứng và chuẩn bị chiến lược phù hợp sẽ có lợi thế lớn nhất trong môi trường cạnh tranh của năm 2015.

Ngành sữa

Độ tập trung trong ngành sữa khá lớn khi chỉ riêng Vinamilk đã chiếm đến hơn 50% thị phần. Tuy vậy, vị trí đầu ngành này đang bị ảnh hưởng bởi sự cạnh tranh ngày càng lớn dần từ các “công ty sữa nhỏ đang lên”, với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài tiềm lực tài chính dồi dào. Các thương vụ M&A xuất hiện trong năm vừa qua là kết quả của quá trình đào thải hoặc biến đổi trong quá trình cạnh tranh. Độ tập trung trong ngành dự kiến nằm trong tay các doanh nghiệp lớn có chiến lược quảng bá hiệu quả và tiềm lực tài chính mạnh, đủ để duy trì hệ thống phân phối bán hàng rộng.

Về hiệu quả kinh doanh, ngành sữa trong năm 2015 có thể tiếp tục hưởng lợi từ giá đà giảm của các yếu tố đầu vào như skim milk, whole milk. Biên lợi nhuận gộp của các công ty sữa có cơ hội cải thiện nếu như đà giảm giá nguyên liệu vẫn tiếp diễn đúng như dự báo của các tổ chức nghiên cứu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng có khả năng cao trần giá sữa sẽ được điều chỉnh trong vòng 6 tháng tới đây cùng với sức ép cạnh tranh, chi phí bán hàng của nhiều doanh nghiệp sữa có thể gia tăng. Điều này có thể ảnh hưởng phần nào đến lợi nhuận của các doanh nghiệp sữa nội địa trong năm 2015.

Ngành bia

Chúng tôi cho rằng ngành bia Việt Nam vẫn còn khá nhiều tiềm năng tăng trưởng trong năm 2015 bởi:

(1) Nền kinh tế dần phục hồi tạo động lực cho sự gia tăng nhu cầu ngành. Năm 2014, tốc độ tăng trưởng đã cải thiện nhẹ, chạm mốc 8,1% trong khi năm 2013 chỉ vào khoảng 7%. Theo Hiệp hội Bia-Rượu-Nước giải khát Việt Nam, tốc độ tăng trưởng sẽ vào khoảng 6-8% trong 10 năm tiếp theo.

(2) Tiêu thụ bia bình quân tại Việt Nam xếp thứ năm trong khu vực châu Á, ở mức 30-32 lít/năm, sau Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc, Lào và Thái Lan. Trên thế giới, tỷ lệ tiêu thụ bia bình quân ở mức khá cao như Cộng hòa Czech 149 lít/năm, Đức 106 lít/năm, Hàn Kỳ 77 lít/năm. Với thói quen tiêu dùng cộng với sự chuyển biến trong thu nhập bình quân đầu người, chúng tôi cho rằng mức tiêu thụ bia bình quân tại Việt Nam vẫn còn khả năng tăng trưởng tốt trong tương lai.

(3) Giá bia tại Việt Nam vẫn còn khá thấp so với các nước trên thế giới. Theo thống kê của Numbeo.com, giá bia bình quân tại Việt Nam chỉ vào khoảng 0,59 USD/chai, xếp thứ hai sau Ukraine trong bảng xếp hạng những nước có giá bia rẻ nhất.

(4) Các doanh nghiệp nước ngoài gia tăng vốn rót vào thị trường Việt Nam. Cụ thể AB InBev với thương hiệu bia Budweiser dự kiến sẽ xây dựng nhà máy tại Bình Dương vào đầu năm 2015. Sapporo cũng dự kiến xây dựng nhà máy tại Long An, nâng công suất từ 40 triệu lít lên 100 triệu lít/năm. Thông tin về việc hai tập đoàn ThaiBev và Singha của Thái Lan có ý định mua lại cổ phần của Sabeco với tổng tài sản được định giá là 2,4 tỷ USD.

Thị trường Bia Việt Nam tập trung khá lớn bởi các doanh nghiệp nhà nước với hai doanh nghiệp chiếm thị phần cao nhất là Habeco (19%) và Sabeco (34%). Mặc dù có khá nhiều nhãn hiệu nước ngoài như Carlsberg, SAB Miller, Diageo... nhưng hai doanh nghiệp nhà nước là Habeco và Sabeco nắm giữ lần lượt phần lớn thị phần tại khu vực miền Bắc và miền Nam. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng với sự chuyển dịch cơ cấu dân số và gia tăng của thu nhập bình quân đầu người, các nhãn hiệu nước ngoài với giá thành cao có thể được ưa chuộng hơn. Mặt khác, chúng tôi cho rằng ngành bia có thể chứng kiến nhiều sự dịch chuyển, đặc biệt khi tốc độ đầu tư của các doanh nghiệp nước ngoài nhiều khả năng sẽ gia tăng trong năm nay. Đặc biệt, gần đây, hai tập đoàn Thái Lan là ThaiBev và Singha có ý định mua lại khoảng 40% cổ phần của Sabeco. Nếu thương vụ này thành công thì sự chi phối của các doanh nghiệp nước ngoài trong ngành bia Việt Nam sẽ có sự thay đổi đáng kể. Khi đó, cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng mạnh mẽ hơn. Vì thế, các doanh nghiệp nội địa trong ngành bia, giống như các doanh nghiệp nội địa khác trong ngành thực phẩm- đồ uống sẽ cần năng động hơn để thích nghi trong điều kiện mới này.

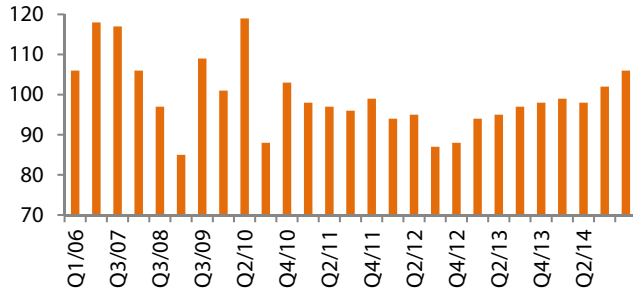
Nhân tố chính trong năm 2015

- Dân số trẻ và sự chuyển dịch cơ cấu xã hội, sự gia tăng của tầng lớp trung lưu.
- Niềm tin tiêu dùng tăng.
- Hội nhập kinh tế sâu rộng thông qua các AEC, TPP, FTA tạo điều kiện và thử thách buộc các doanh nghiệp trong ngành năng động hơn.
- Các thương vụ M&A có thể diễn biến mạnh mẽ hơn trong năm 2015.
- Giá nguyên liệu đầu vào giảm, tạo điều kiện cải thiện biên LN gộp của các doanh nghiệp trong ngành.

Rủi ro

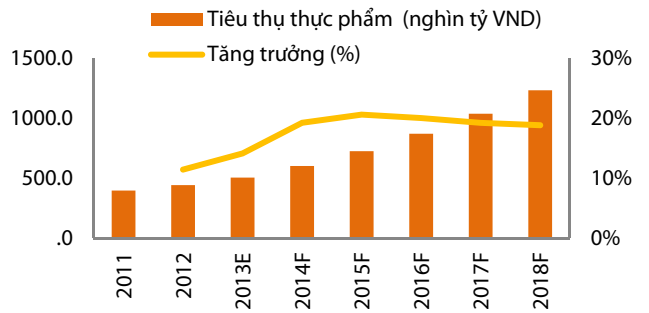
- Cạnh tranh gia tăng khiến thị phần của các doanh nghiệp nội địa bị ảnh hưởng.
- Diễn biến giá nguyên vật liệu không như dự báo có thể ảnh hưởng đến biên LN gộp của các doanh nghiệp.
- Chính sách: quy định áp giá trần đầu ra, tăng thuế tiêu thụ đặc biệt lên 55% đối với mặt hàng bia từ ngày 1/1/2016.

Chỉ số niềm tin tiêu dùng theo Nielsen VN



Nguồn: Nielsen Viet Nam

Tiêu thụ thực phẩm tại Việt Nam từ 2011-2018



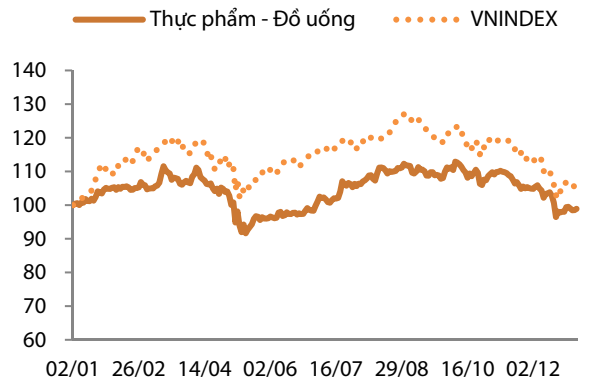
Nguồn: BMI

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	++
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	--
Đánh giá chung	TÍCH CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNIndex



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Với sự gia tăng cạnh tranh trong năm 2015, đặc biệt từ việc đầu tư mạnh của các doanh nghiệp nước ngoài, một số doanh nghiệp nội địa sẽ mất vị thế chiếm lĩnh như trước đây. Trong xu thế mới, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp có sự chuẩn bị để thích ứng linh hoạt thông qua các chiến lược ngắn và dài hạn như gia tăng tính tự chủ của dây chuyền sản xuất, nghiên cứu các dòng sản phẩm mới, đẩy mạnh quảng bá thương hiệu hoặc có sự thay đổi trong cơ cấu quản lý theo hướng tích cực hơn.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Vinamilk (HSX: VNM)

- Đẩy mạnh chiến dịch marketing để tăng khả năng nhận diện thương hiệu và tập trung vào chiến lược “nâng tầm thương hiệu”.
- VNM đã lên kế hoạch đầu tư 3.000 tỷ đồng nhằm mở thêm 4 trang trại với 3.000 con bò.
- Có kế hoạch thuê tóm một công ty sữa tại châu Âu để giành thêm thị phần của mảng sữa bột tại Việt Nam.
- Kênh phân phối rộng khắp (224.000 điểm bán lẻ và 266 nhà phân phối) đảm bảo khả năng cung ứng sản phẩm, đặc biệt phân khúc sữa chua.
- Công suất nhà máy tăng gấp đôi từ năm 2013, đảm bảo tăng trưởng sản lượng trong vài năm tới.

CTCP Chế biến hàng xuất khẩu Long An (HSX: LAF)

- Là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh hạt điều với thương hiệu Lafooco khá nổi tiếng, thị trường xuất khẩu chủ yếu tại các nước như Trung Quốc, Mỹ, Úc, Hà Lan, Anh, Đức...
- Việc SCIC thoái hết 23,03% cổ phần cho CTCP Xuyên Thái Bình (PAN) và những thay đổi nhân sự trong ban lãnh đạo có thể đem lại nhiều chuyển biến tích cực trong quản lý của Công ty từ 2015.

- Tỷ trọng các mặt hàng có giá trị gia tăng cao như hạt điều sấy, rang tẩm gia vị... chỉ vào khoảng 5-6% trong các năm trước. Do vậy, kế hoạch trung hạn của Công ty sẽ tập trung đẩy mạnh đóng góp của nhóm hàng này trong cơ cấu doanh thu.
- Không chỉ đẩy mạnh xuất khẩu, Công ty có kế hoạch tăng doanh số bán hàng của nhóm hạt điều có giá trị gia tăng tại thị trường nội địa nội địa thông qua phát triển đại lý phân phối tại các tỉnh miền Đông Nam Bộ và kênh phân phối tại khu vực miền Bắc.
- Khó khăn trong huy động vốn lưu động cũng được giải quyết từ 2014; nhờ vậy, Công ty có nhiều điều kiện để đẩy mạnh thu mua nguyên liệu, mở rộng thị trường trong năm 2015.

CTCP Chế biến thực phẩm nông sản xuất khẩu Nam Định (HNX: NDF) (*)

(*) *Cổ phiếu giới thiệu theo dõi*

- Chế biến thịt sữa đông lạnh và xuất khẩu sang các thị trường như Malaysia, Singapore, Hồng Kông là mảng kinh doanh chủ yếu, chiếm ~80% tỷ trọng doanh thu. Việc gia nhập AEC trong năm 2015 có thể khiến hoạt động xuất khẩu sang các thị trường này trở nên thuận lợi hơn.
- Kế hoạch phát hành hơn 2 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược vào Q1/2015, dự kiến thu về khoảng 20 tỷ đồng nhằm đầu tư dây chuyền sản xuất xúc xích.
- Thương hiệu xúc xích De' ville với công nghệ chuyển giao từ Đức ra mắt vào Q4/2014, dự kiến sẽ mang lại nguồn thu cho doanh nghiệp trong năm 2015.
- Tăng khả năng tự chủ nguyên liệu thông qua hợp tác với trang trại chăn nuôi heo hậu bị Hà Lạn, Hải Hậu- Nam Định (30% vốn), cung cấp 8.200 con/năm và trang trại chăn nuôi tại xã Hải Hà, huyện Hải Hậu- Nam Định (30%), cung cấp 4.000 con lợn con/năm.
- Công ty dùng dòng tiền từ đợt phát hành tăng vốn lên hơn 56,5 tỷ đồng để cân đối nợ vay ngắn và dài hạn, tổng nợ vay trong năm 2014 đã giảm khoảng 59%.

CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HSX: HAG)

- Mảng kinh doanh bò thịt có thể đem lại nguồn thu cho HAG khi sản phẩm thịt bò Úc hợp tác giữa HAG và Vissan đã ra mắt vào tháng 2/2015. Công ty dự kiến sẽ tăng số lượng đàn bò lên tối thiểu 100.000 con đến cuối 2015.
- Mảng kinh doanh cọ dầu sẽ có nguồn thu từ 2015 và dự kiến đóng góp khoảng 4% doanh thu.
- Lợi nhuận khoảng 1.292 tỷ đồng từ việc CTCP Xây dựng và phát triển Nhà Hoàng Anh (Hoàng Anh Land) phát hành cổ phần riêng lẻ đợt 2 chưa được ghi nhận trong Quý IV/2014 mà nhiều khả năng sẽ hạch toán vào quý 1/2015.
- HAG đang xúc tiến các thủ tục xin phép xuất đường của vụ mùa 2014-2015 về tiêu thụ tại thị trường Việt Nam. Với chênh lệch giá bán đường tại Việt Nam khá cao, nếu việc xin giấy phép này thành công, HAG sẽ thu thêm nhiều lợi nhuận trong năm nay.
- HAG đã ký thỏa thuận bán 50% cổ phần của Hoàng Anh Land với giá trị 275 triệu USD (tương đương 5.900 tỷ đồng) cho Tập đoàn bất động sản Rowsley Limited Singapore. Nguồn thu này giúp bổ sung dòng vốn cho việc đầu tư mảng nông nghiệp của Công ty.
- Giai đoạn 1 của dự án “Khu phức hợp Hoàng Anh Gia Lai Myanmar Center” sẽ hoàn thành trong Q1/2015; bao gồm một trung tâm thương mại và hai tòa cao ốc văn phòng cho thuê và một khách sạn đạt tiêu chuẩn 5 sao. Hoạt động cho thuê của dự án này dự kiến sẽ bắt đầu từ tháng 4/2015 với giá thuê văn phòng ước tính tại thành phố Yagon vào khoảng 88 USD/m².

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
BHS	Không đánh giá		-54	-3	4	1,3	n/a	18,4	0,8	n/a	-7	32	667,7	26,2
HAG	Tích cực	Dài hạn	10	74	11	1,3	52	12,2	1,3	8,0	-9	2.623	18.009,7	186,0
HNM	Không đánh giá		-7	-95	0	0,3	n/a	1.134,4	0,9	n/a	51	114	182,5	6,0
KDC	Tích cực	Trung hạn	9	11	10	0,1	-28	18,6	1,8	25,9	2	1.125	10.982,0	51,8
LAF	Tích cực	Trung hạn	29	-65	10	0,6	n/a	17,5	1,6	n/a	-7	89	203,2	6,7
LSS	Không đánh giá		-6	14	3	0,3	n/a	10,1	0,4	n/a	-21	28	602,0	25,4
NHS	Không đánh giá		38	93	18	0,7	n/a	3,7	0,6	n/a	-6	42	650,0	25,8
VNM	Tích lũy	Dài hạn	13	-7	33	0,1	22	17,8	5,5	14,6	-6	107	108.012,8	-
MSN	Ổn định	Trung hạn	35	139	6	1,6	188	58,2	4,2	20,2	-13	171	62.911,6	106,7
NDF	Ổn định	Trung hạn	26	443	11	0,2	n/a	8,6	0,8	n/a	n/a	267	50,9	2,7

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

BÁN LẺ THIẾT BỊ ĐIỆN TỬ: Sức cầu cao nhưng cạnh tranh đang tăng mạnh

Huỳnh Minh Tuấn (tuan.hm@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Theo báo cáo của The Economist Intelligence Unit, ngành bán lẻ Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng khoảng 13% (CAGR) trong giai đoạn 2013-2018. Không nằm ngoài xu hướng đó, ngành bán lẻ thiết bị điện tử cũng được kì vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng.

Bắt đầu tăng mạnh từ năm 2013, tốc độ tăng trưởng của ngành vẫn duy trì quanh mức 24% (y-o-y) (theo số liệu quý 3/2014 của Gfk). Trong đó, nhóm sản phẩm thông tin liên lạc vẫn chiếm tỷ trọng và tốc độ tăng trưởng ấn tượng nhất. Ngoài ra, ba nhóm sản phẩm chính khác (sản phẩm công nghệ thông tin, điện máy (điện lạnh và điện gia dụng), điện tử đóng góp hơn 50% tổng doanh số) cũng khởi sắc hơn các năm trước. Sức cầu duy trì tốt này được thúc đẩy bởi yếu tố vĩ mô: tỷ lệ gia tăng tầng lớp trung lưu (Theo ước tính của ANZ, mỗi năm Việt Nam sẽ có thêm 2 triệu người tiêu dùng gia nhập tầng lớp trung lưu) và quá trình đô thị hóa.

Về phân khúc SP thông tin liên lạc, thị trường bán lẻ điện thoại Việt Nam năm 2015 dự báo tiếp tục tăng trưởng do các yếu tố: (1) tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh hiện khoảng 36% và dự báo sẽ nâng lên 50% trong năm 2015 (Global Connected Consumer Study 2014 của TNS), (2) sự phát triển của công nghệ giúp giảm giá thành sản phẩm, thúc đẩy nhu cầu chuyển đổi sang dòng sản phẩm thông minh và (3) Thu nhập bình quân đầu người Việt Nam tăng trưởng.

Về phân khúc SP công nghệ thông tin, dòng SP máy tính bảng (tablet) cũng được kì vọng tăng trưởng tốt bởi các yếu tố hỗ trợ tương tự như SP thông tin liên lạc, với số lượng tablet theo số liệu dự báo của BMI tăng trưởng khoảng 55% và 38% trong năm 2014 và 2015. Tuy nhiên, các sản phẩm máy tính để bàn và máy tính xách tay không được kì vọng tăng trưởng vượt bậc do tỷ lệ thâm nhập sản phẩm này tại khu vực đô thị đã dần bão hòa. Trong khi đó, nguồn cầu tăng thêm chủ yếu từ khu vực nông thôn nhờ phần lớn vào các dự án của Chính phủ và tổ chức phi chính phủ như: dự án Nâng cao khả năng sử dụng máy tính và truy cập internet công cộng tại Việt Nam, dự án BMGF-VN.

Về phân khúc điện máy (điện lạnh và điện gia dụng), các sản phẩm chính trong phân khúc này đều được dự báo chỉ tăng trưởng ổn định ở mức thấp dưới 10% (theo báo cáo của Euromonitor). Theo báo cáo này, sức tiêu thụ tại thành thị đã bão hòa và động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ thị trường tỉnh.

Và phân khúc sản phẩm điện tử, động lực tăng trưởng chính vẫn đến từ dòng sản phẩm ti vi. Xu hướng chuyển đổi từ tivi CRT (Cathode Ray Tube) sang tivi màn hình phẳng (Plasma, LCD, LED,...) sẽ là một trong hai động lực tăng trưởng chính. Đồng thời, dự án chuyển đổi sóng analog sang sóng truyền hình kỹ thuật số của Chính phủ (với số vốn tài trợ khoảng 1.300 tỷ đồng) cũng sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán hàng của các sản phẩm này. Theo ước tính trong báo cáo BMI quý 2/2014, nhu cầu đối với dòng tivi LCD và Plasma sẽ tăng trưởng bình quân 13,8% trong năm 2015.

Ngoài các yếu tố tăng cầu như trên, một số động lực khác hỗ trợ doanh nghiệp trong ngành như: (1) chi phí thuê địa điểm kinh doanh (thường chiếm hơn 40% tổng chi phí hàng tháng của các cửa hàng bán lẻ điện máy) thấp hơn trung bình các năm gần đây (theo số liệu gần đây của CBRE, giá thuê mặt bằng bán lẻ quý 4/2014 tiếp tục giảm gần 12% so với quý 3/2014), (2) lãi suất vay duy trì ổn định ở mức hợp lí sẽ hỗ trợ doanh nghiệp về vốn tài trợ tài sản lưu động.

Tuy nhiên, các chuỗi cửa hàng của doanh nghiệp trong ngành rất dễ rơi vào tình trạng hoạt động dưới điểm hòa vốn kéo dài, thậm chí dẫn đến phá sản toàn doanh nghiệp do tính cạnh tranh mở rộng thị phần đang diễn ra gay gắt, đặc biệt là cạnh tranh về giá và các rủi ro liên quan đến đặc thù ngành nghề kinh doanh. Hiện tại, các doanh nghiệp đang đẩy mạnh mở rộng thị phần về thị trường tỉnh nên quy mô một số doanh nghiệp lớn rất công kênh. Với lượng vốn lưu

động luôn duy trì ở mức cao và được tài trợ chủ yếu bằng nguồn nợ vay ngân hàng nên kết quả kinh doanh khá nhạy cảm với lãi suất. Đồng thời, các doanh nghiệp thường chấp nhận biên lợi nhuận thấp, thậm chí lỗ trong giai đoạn nhất định để cạnh tranh với đối thủ do đặc thù sản phẩm công nghệ dễ bị mất giá trị và tham vọng mở rộng thị phần nhanh. Do đó, tiềm lực vốn mạnh sẽ là một điểm hỗ trợ tốt cho doanh nghiệp trong chiến lược mở rộng thị phần.

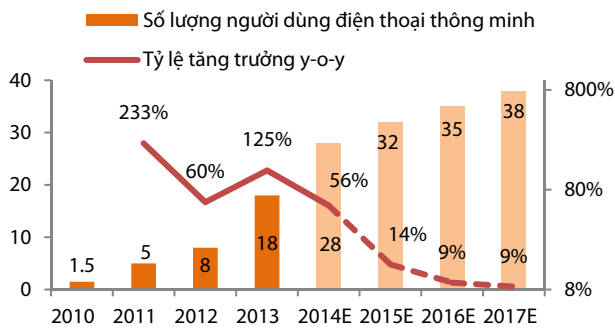
Nhân tố chính trong năm 2015

- Tăng trưởng ngành bán lẻ, với dự báo khoảng 13% (CAGR) trong giai đoạn 2013-2018.
- Gia tăng dân số thuộc tầng lớp trung lưu, ước tính khoảng 2 triệu người mỗi năm.
- Công nghệ ngày càng phát triển hỗ trợ giá thành sản phẩm giảm dần về mức phù hợp với tiêu dùng của đại đa số người dùng.
- Một số chi phí chính trong hoạt động duy trì ở mức hợp lý và ổn định (chi phí lãi vay, chi phí thuê mặt bằng, ...).

Rủi ro

- Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người không như kỳ vọng.
- Sự gia tăng cạnh tranh giữa các doanh nghiệp lớn có tiềm lực về tài chính, đặc biệt là doanh nghiệp có sự tham gia của vốn ngoại.

Số lượng người dùng và tốc độ tăng trưởng điện thoại thông minh tại Việt Nam



Nguồn: Emarketer

Một số tiêu chí về thị trường viễn thông Việt Nam

Dân số	93 triệu dân
Tỷ lệ thâm nhập điện thoại	130% (năm 2013)
Tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh	36% (năm 2014)
Số thuê bao 3G	27 triệu (năm 2014 dự tính)

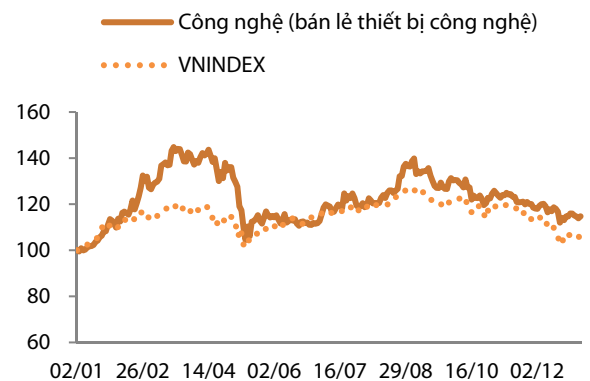
Nguồn: Ngân hàng Thế Giới (WB), TNS, BMI Research

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	++
Yếu tố đầu vào	
Chính sách	
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TRUNG LẬP

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Trong điều kiện cạnh tranh ngày càng gia tăng, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có thị phần lớn, có nhận dạng thương hiệu tốt, tiềm lực mạnh và quản trị vốn lưu động hiệu quả sẽ chiếm được ưu thế cạnh tranh.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Đầu tư Thế giới di động (HSX: MWG)

- Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 được dự phóng tăng trưởng 39% và 22% so với năm 2014 nhờ các cửa hàng mở mới nửa sau năm 2014 và yếu tố thị trường ủng hộ.
- Chiến lược kinh doanh điện máy với các cửa hàng quy mô nhỏ sẽ giúp dienmay.com giảm được yếu tố rủi ro trong quá trình thăm dò thị trường và mở rộng kinh doanh.
- Chuỗi kinh doanh thegioioidong.com tiếp tục mở rộng tiến đến mốc thị phần 40% thị trường điện thoại và đẩy mạnh các chương trình chăm sóc khách hàng nhằm gia tăng độ trung thành của khách hàng.
- Quản trị vốn lưu động tốt và hiệu suất sinh lời hiện tại cao hơn trung bình ngành nhờ vào hệ thống quản trị trên nền công nghệ thông tin xây dựng nội bộ (ERP).

Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí (HSX: PET)

- Trong năm 2015, DN đặt mục tiêu LNST 188 tỷ đồng, cao hơn 4,5% so với mục tiêu này năm trước. Với sự ổn định trong hoạt động sau khi đã chuyển mảng kinh doanh phân phối sản phẩm điện thoại sang cung cấp dịch vụ cho Samsung từ cuối năm 2013, EPS năm 2015 của PET được kỳ vọng sẽ không biến động so với năm 2014, tương ứng khoảng 2.900 đồng. Hiện tại, PET đang được giao dịch tại mức PE (khoảng 7,8 lần) thấp hơn so với doanh nghiệp cùng ngành.
- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện và được kỳ vọng sẽ được duy trì ổn định.
- Chính sách cổ tức ổn định và duy trì ở mức cao tạo nên điểm hấp dẫn với nhà đầu tư giá trị.
- Dự án bất động sản tại Thanh Đa-Bình Thạnh nếu được khai thác hoặc chuyển nhượng sẽ đem lại nguồn thu đột biến cho doanh nghiệp.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
MWG	Tích cực	Ngắn hạn	66	161	45	0,4	20	21,4	10,2	17,9	n/a	102	15.002,0	1,8
PET	Ổn định	Dài hạn	1	24	14	1,9	4	7,6	1,1	7,3	0	987	1.488,0	21,8
PSD	Không đánh giá		1	12	41	8,2	n/a	8,3	3,4	n/a	17	13	745,0	7,0
TIE	Không đánh giá		14	-77	5	0,3	n/a	10,9	0,5	n/a	-25	7	140,0	4,4
UNI	Không đánh giá		-26	8	1	0,1	n/a	136,9	0,9	n/a	-1	54	126,0	6,7

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

DƯỢC VÀ THIẾT BỊ Y TẾ: Sẽ có nhiều chuyển biến khi cạnh tranh gia tăng

Bùi Thị Tâm (tam.bt@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Ngành dược Việt Nam trong giai đoạn 2010-2013 đều duy trì tốc độ tăng trưởng trên hai con số, trung bình khoảng 20%; trong đó, thuốc Generic chiếm tỷ trọng cao nhất (trên 51%) tại 22%. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng đang giảm dần.

Dự báo về khối ngành dược đang phát triển (Pharmerging) trong đó có Việt Nam, tổ chức IMS cho rằng tăng trưởng thuốc Generic đóng góp đến hơn 80% tốc độ tăng trưởng ngành. Do vậy, phát triển dòng sản phẩm Generic vẫn là xu hướng chung tại thị trường Việt Nam trong các năm tới; trong khi đó, đà tăng trưởng của ngành, theo dự báo của tổ chức BMI, vẫn sẽ duy trì tại hai con số (15-17%) ít nhất trong ba năm tiếp theo. So sánh với trung bình toàn cầu khoảng 4-7%, tốc độ này có thể thu hút sự tham gia mạnh từ các doanh nghiệp nước ngoài vào thị trường Việt Nam.

Mặt khác, cùng với khả năng ký kết nhiều hiệp định TPP, FTA trong năm 2015, việc tham gia của các doanh nghiệp nước ngoài có thể mạnh mẽ hơn trước đây khi thuế suất ưu đãi giảm trung bình từ 2,5% xuống còn 0%. Theo Quyết định số 10/2007/QĐ-BTM về mua bán hàng hóa và hoạt động trực tiếp mua hàng của các doanh nghiệp có vốn nước ngoài, các doanh nghiệp này không được phép phân phối trực tiếp dược phẩm tại Việt Nam. Quy định này được cho là đã bị xóa bỏ khi từ năm 2013. Bộ Công Thương đã ban hành dự thảo thông tư cho phép các doanh nghiệp FDI phân phối một số mặt hàng tại Việt Nam, trong đó có dược phẩm. Tuy vậy, thời gian áp dụng dự thảo này vẫn chưa thực sự rõ ràng nên chúng tôi cho rằng trong năm 2015, phân phối vẫn chủ yếu thực hiện thông qua các đại lý nội địa. Do đó, việc gia nhập của các công ty lớn nước ngoài sẽ đi kèm với các hoạt động liên kết, sáp nhập với các doanh nghiệp nội địa; đặc biệt, các đơn vị lớn có hệ thống phân phối rộng khắp.

Hợp tác với các doanh nghiệp nước ngoài giúp ngành dược Việt Nam nâng cao chất lượng, công nghệ; giá thuốc trên thị trường, nhờ đó, có thể điều chỉnh hợp lý hơn. Điều này cũng đồng nghĩa với áp lực cạnh tranh gia tăng mạnh mẽ trong ngành. Tỷ trọng chi phí bán hàng tăng vọt trong những năm gần đây là minh chứng cho sự chuẩn bị của các doanh nghiệp nội địa trước áp lực cạnh tranh.

Chúng tôi cho rằng, trong ngắn hạn, hoạt động này vẫn sẽ tiếp diễn đi kèm với việc mở rộng hơn hệ thống phân phối. Biên lợi nhuận ròng, vì vậy có thể ảnh hưởng đáng kể. Tuy nhiên, gần đây nhất, việc gỡ bỏ trần chi phí quảng cáo 15% (theo luật 71/2014/QH, hiệu lực ngày 1/1/2015) phần nào giúp các doanh nghiệp giảm bớt chi phí không được khấu trừ thuế. Việc gỡ bỏ mức trần này còn có ý nghĩa tạo điều kiện cho các doanh nghiệp dược “làm thương hiệu” cho các nhóm sản phẩm riêng, sản phẩm tự nghiên cứu.

Hiện nay, nhiều doanh nghiệp bắt đầu nghĩ hướng đi mới. Một số doanh nghiệp chú trọng hơn phân khúc thực phẩm chức năng hoặc thuốc có nguồn gốc tự nhiên. Phân khúc này giúp các doanh nghiệp tận dụng nguồn nguyên liệu giá rẻ trong nước. Tuy nhiên, sự chuyển dịch này sẽ cần thời gian nhất định để định hình được vị thế trong ngành. Trong khi đó, cũng có doanh nghiệp tập trung phát triển và chuyên nghiệp hóa hệ thống phân phối để tạo vị thế sẵn có cho những cơ hội hợp tác với các doanh nghiệp dược lớn trong tương lai.

Năm 2015, các doanh nghiệp dược đang ở trong vị thế bắt buộc phải chọn một hướng đi tạo ra vị thế cạnh tranh cho riêng mình.

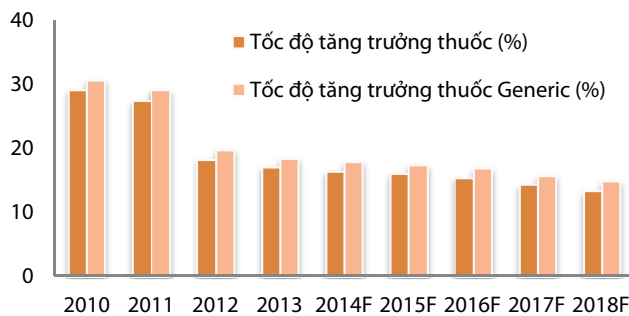
Nhân tố chính trong năm 2015

- Các thương vụ liên kết và M&A giữa các doanh nghiệp nước ngoài và nội địa, đặc biệt các doanh nghiệp lớn có hệ thống phân phối mạnh.
- Luật 71/2014/QH về gỡ bỏ trần chi phí quảng cáo (15%).

Rủi ro

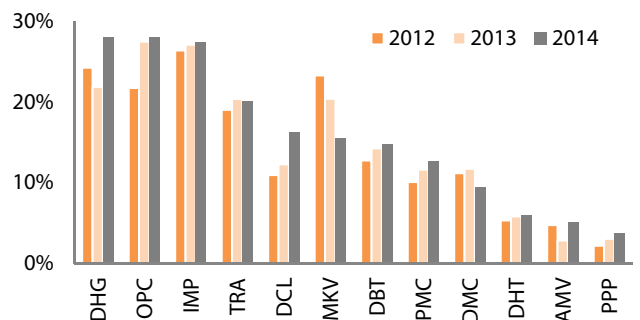
- Cạnh tranh gia tăng khi các hiệp định TPP, FTA được ký kết.
- Phụ thuộc khá lớn (90%) vào việc nhập khẩu nguyên vật liệu từ nước ngoài.
- Chi phí bán hàng tăng vọt, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp.
- Dự thảo thông tư của Bộ Công Thương cho phép các doanh nghiệp FDI phân phối tại Việt Nam.

Tốc độ tăng trưởng ngành dược và nhóm Generic tại VN từ 2010-2018F



Nguồn: BMI

Tỷ số CPBH/DT của một số DN dược từ 2012-2014



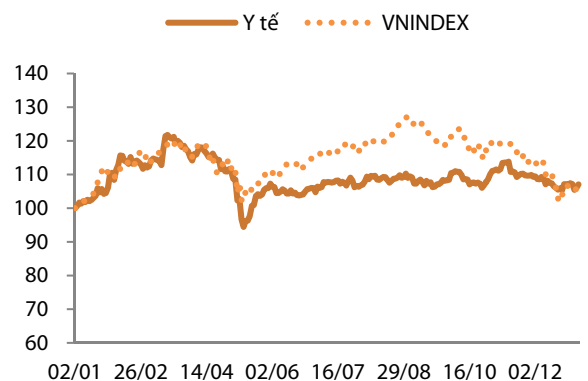
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	-
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	--
Môi trường cạnh tranh	--
Đánh giá chung	TRUNG LẬP

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Với sự cạnh tranh ngày càng tăng và người tiêu dùng ngày càng đòi hỏi nhiều hơn về chất lượng sản phẩm, chúng tôi lựa chọn những doanh nghiệp có định hướng rõ ràng về phân khúc hoạt động và vị thế cạnh tranh của mình. Trước mắt, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp có hệ thống phân phối mạnh sẽ vẫn có kết quả kinh doanh ổn định.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Dược Hậu Giang (HSX: DHG)

- Công suất nhà máy tăng gấp đôi từ 4,6 tỷ đơn vị sản phẩm lên 9,6 tỷ đơn vị sản phẩm nhờ hai nhà máy mới Non-Betalactam (hoạt động 20/4/2014) và nhà máy Betalactam (dự kiến hoạt động đầu năm 2015).
- Công ty chuyển khoảng 80% hoạt động sản xuất sang hai nhà máy mới. Tại hai nhà máy này, mức thuế suất ưu đãi được hưởng là 0% trong 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo,

10% trong 2 năm còn lại.

- Dòng sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên Naturentz nhận được nhiều tín hiệu tích cực thị trường và là một trong 10 sản phẩm đóng góp doanh thu lớn nhất cho DHG.
- Hệ thống phân phối mạnh và hướng đến sự chuyên nghiệp.
- Công ty đã ký hợp đồng phân phối độc quyền 12 loại thuốc cho MSD (Merck Sharp & Dohme – Mỹ).

CTCP Traphaco (HSX: TRA)

- Năm giữ thị phần lớn nhất trong mảng thuốc đông dược.
- Định hướng đầu tư thêm các vùng trồng nguyên liệu tại Thái Bình, Sapa, Phú Yên để đảm bảo chất lượng cũng như nguồn cung ứng nguyên vật liệu.
- Thay đổi chính sách bán hàng theo hướng đồng nhất giá bán lẻ thay vì phân theo cấp bậc đại lý như trước đây. Chính sách mới này góp phần thúc đẩy doanh số bán hàng trong năm 2015.
- Bất lợi: Cạnh tranh mạnh trong phân khúc đông dược và rủi ro hàng nhái rất cao.

CTCP Thiết bị y tế Việt Nhật (HSX: JVC)

- Là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất (20-30%) trong phân khúc thiết bị chẩn đoán hình ảnh.
- Khoản tiền từ huy động thành công 750 tỷ đồng phát hành cho các cổ đông hiện hữu sẽ được dùng cho các khoản đầu tư mới trong năm 2015.
- Dự kiến chi khoảng 500 tỷ đồng cho việc mua sắm các thiết bị mới để phục vụ các hợp đồng đầu tư liên kết với các bệnh viện. Tính đến tháng 1/2015, JVC đã đạt thỏa thuận đầu tư 25 máy chuẩn đoán hình ảnh cho 21 bệnh viện, và đang thương thảo đầu tư 46 máy chạy thận cho 18 bệnh viện.
- Kế hoạch lắp thêm 100 xe khám lưu động trong năm 2015 với khoảng 140 tỷ đồng, nâng tổng số xe lên 130 xe.
- Hợp tác đầu tư với ba bệnh viện công tại Tp.HCM để xây dựng ba trung tâm CNC (cơ sở khám chữa bệnh bằng nguồn vốn tư nhân). Tổng số tiền đầu tư của JVC vào khoảng 158 tỷ đồng và dự kiến thu về 50 tỷ đồng mỗi năm từ mảng kinh doanh này.
- Công ty có kế hoạch đầu tư 210 tỷ đồng và cùng với một đối tác Nhật Bản để triển khai mô hình SPD (bao thầu cung ứng vật tư) với 2 bệnh viện công và 8 bệnh viện tư.

CTCP Domesco (HSX: DMC)

- DMC hiện là công ty niêm yết có doanh thu và vốn hóa thứ ba trong ngành dược phẩm Việt Nam.
- Nhà máy Cephalosporin và Non-Betalactam của DMC đã được lên tiêu chuẩn GMP-Columbia và GMP-PIC/S trong năm 2014; nhờ vậy, khả năng tham gia các gói thầu cao hơn so với các doanh nghiệp khác.
- Công ty có kế hoạch tái cơ cấu danh mục sản phẩm, tập trung vào các dòng sản phẩm có doanh thu và biên lợi nhuận cao.
- Sự thay đổi ban giám đốc bằng đại diện của CFR Pharmaceutical SA có thể đem lại nhiều chuyển biến tích cực trong quản lý của DMC.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGDTB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
DBT	Không đánh giá		-1	3	13	1,4	n/a	12,6	1,5	n/a	32	141	143,5	3,3
DCL	Ổn định	Trung hạn	5	5	11	0,7	-10	14,8	1,5	11,2	59	52	467,9	4,0
DHG	Tích cực	Dài hạn	11	-10	25	0,1	34	15,0	3,5	11,2	-4	11	7.931,0	-
DMC	Tích cực	Dài hạn	4	23	20	-	11	8,5	1,6	7,6	-1	21	1.143,4	-
IMP	Ổn định	Trung hạn	7	41	11	-	6	14,3	1,7	13,5	34	26	1.389,2	1,4
JVC	Tích cực	Dài hạn	55	327	15	0,4	3	8,3	1,7	8,1	37	792	2.418,8	1,0
OPC	Không đánh giá		9	17	17	0,1	n/a	11,4	1,9	n/a	-4	9	752,1	6,3
SPM	Không đánh giá		26	189	7	0,2	n/a	7,3	0,5	n/a	16	10	367,7	5,8
TRA	Ổn định	Trung hạn	-2	-2	19	0,0	24	13,2	2,4	10,6	-9	8	1.924,5	0,8

Nguồn: RongViet Research tổng hợp



THỦY SẢN: Bức tranh nhiều mảng sáng tối

Bùi Thị Tâm (tam.bt@vdsc.com.vn)

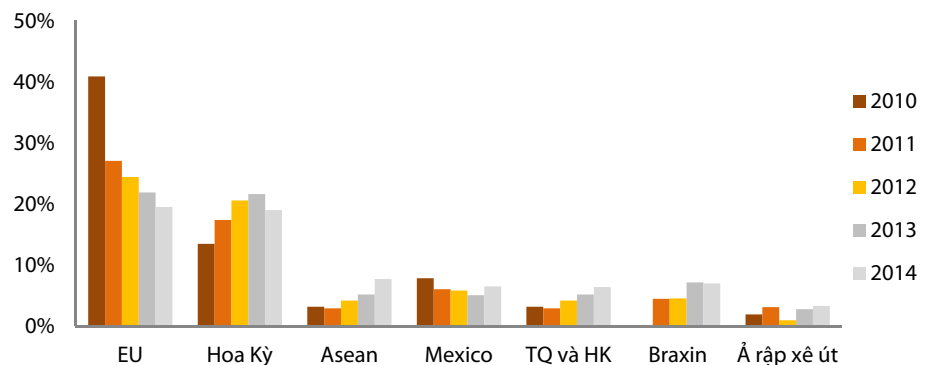
Triển vọng năm 2015

Cá tra

Hiện nay, Việt Nam vẫn là nước xuất khẩu cá tra lớn nhất, cung cấp khoảng 80-85% tổng sản lượng cá tra trên toàn thế giới. Trong giai đoạn từ 2009-2013, thị trường chính của Việt Nam chủ yếu là EU và Hoa Kỳ; trong đó, xuất khẩu sang thị trường Mỹ ngày càng tăng thì ngược lại xuất khẩu sang thị trường EU càng thu hẹp.

Tỷ trọng đóng góp của thị trường EU trong tổng kim ngạch xuất khẩu đã giảm từ 40% (2009) còn khoảng 20% (2014) do (1) nhu cầu yếu bởi tác động của suy thoái kinh tế tại Châu Âu (2) cạnh tranh giá không lành mạnh giữa các doanh nghiệp cá tra dẫn đến uy tín sản phẩm giảm sút (3) nhận thức người tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi những bài báo về chất lượng sản phẩm cá tra Việt Nam. Đặc biệt, trong năm 2015, đi kèm với khả năng ký kết hiệp định FTA Việt Nam-EU, xuất khẩu cá tra một mặt hưởng lợi từ mức thuế ưu đãi nhưng mặt khác, chất lượng sản phẩm sẽ đóng vai trò là một rào cản kỹ thuật mới. Do vậy, chúng tôi cho rằng thị trường EU vẫn chưa thể phục hồi mạnh trong năm 2015.

Tỷ trọng đóng góp các thị trường xuất khẩu của ngành thủy sản Việt Nam từ 2009-2013 (%)



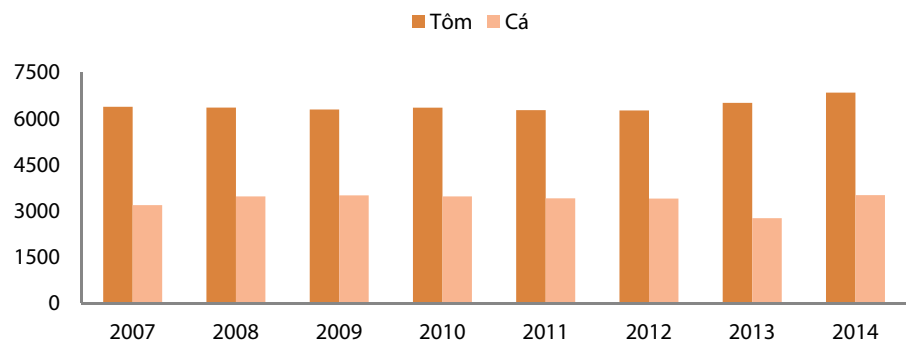
Nguồn: RongViet research tổng hợp

Đối với thị trường Mỹ, cá tra vẫn là 1 trong 10 mặt hàng thủy sản ưa thích nhất; do đó nhu cầu tại thị trường này được duy trì tốt. Tỷ lệ đóng góp của thị trường Mỹ trong tổng giá trị xuất khẩu tăng từ 13% (2010) lên 19% (2014). Tuy vậy, thuế chống bán phá giá vẫn là rào cản gây khó khăn cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra. Vừa qua, kết quả cuối cùng của kỳ POR10 công bố, mức thuế chống bán phá giá trung bình đã tăng từ 0,42 USD/kg (POR 9) lên 0,97 USD/kg. Trong hai năm trở lại đây, mức thuế trung bình áp dụng đều khá cao do việc sử dụng Indonesia là nước thay thế để tính biên độ phá giá, thay vì tham chiếu Bangladesh như trước đây. Với sự thay đổi này, thuế chống bán phá giá trong các năm tiếp theo có thể duy trì ở mức cao và ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động xuất khẩu sang thị trường này của các doanh nghiệp Việt Nam.

Diện tích nuôi trồng cá tra tại Việt nam có xu hướng giảm do cạnh tranh từ sản phẩm thay thế (cá tuyết,...) từ năm 2008 đến 2013. Diện tích nuôi mới mặc dù đã tăng nhẹ (+27%) trong năm 2014 nhưng nếu tính trên diện tích thu hoạch thì con số này vẫn giảm 9,32% so với cùng kỳ. Chúng tôi nhận thấy việc quy hoạch vùng nuôi trong thời gian gần đây giúp ngành phát triển bài bản hơn, đặc biệt hạn chế việc tăng mạnh nguồn cung như những năm trước đây.



Diện tích nuôi trồng tôm và cá của Việt Nam từ 2007-2014 (nghìn ha)



Nguồn: RongViet research tổng hợp

Bên cạnh các Quyết định hỗ trợ tín dụng cho người nuôi tôm, cá như quyết định 540/QĐ-TTg, công văn 5294/NHNN-TD, một số chính sách hỗ trợ cũng vừa được ban hành như :

- Thông tư 344/TB-VPCP về miễn thuế giá trị gia tăng cho các sản phẩm thức ăn chăn nuôi.
- Mức thuế thu nhập doanh nghiệp ưu đãi cho các doanh nghiệp thủy sản sẽ giảm từ 20% (2015) xuống 17% kể từ 1/1/2016.
- Thông tư 198/2014/TT-BTC về quản lý cách tính giá cá nguyên liệu và điều chỉnh nếu cần thiết.
- Nghị định 36/2014/NĐ-CP về nuôi, chế biến, xuất khẩu cá tra liên quan đến quy định về tỷ lệ mạ băng và độ ẩm cần thiết cho sản phẩm được dời thời gian áp dụng đến ngày 31/12/2015.

Ngành cá tra trong năm 2015 còn có thể được hưởng lợi từ xu hướng giảm giá thức ăn chăn nuôi tương đồng với xu hướng giảm giá hàng hóa trong thời qua. Trong Q1/2015, giá mặt hàng này đã giảm khoảng 5-7% so với mặt bằng chung của năm 2014.

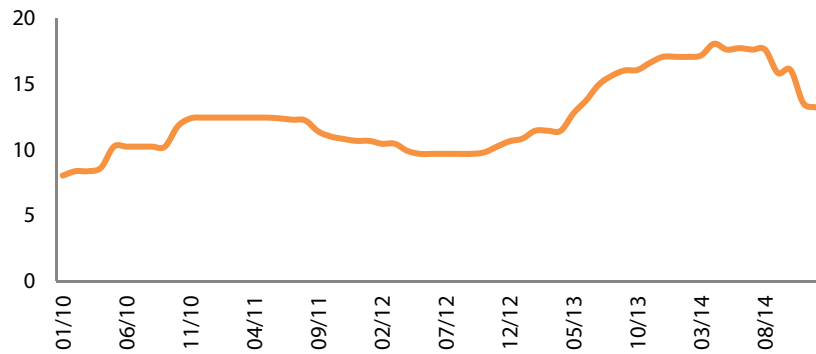
Dưới nhiều điều kiện thuận lợi, ngành thủy sản đang cho thấy bước chuyển mình để vượt khỏi khó khăn của những năm trước. Tuy nhiên, những vấn đề tồn đọng như chất lượng, con giống, hệ thống phân phối sẽ là bài toán cần giải quyết triệt để nhằm đảm bảo sự phát triển bền vững hơn. Trong quá trình này, chúng tôi nhận thấy một số doanh nghiệp đầu ngành, tiềm lực mạnh đang tích cực tập trung thâm tằm và củng cố vị thế. Đặc biệt, chúng tôi đánh giá cao các công ty đã tranh thủ mở rộng được vùng nuôi trong thời gian khó khăn vừa qua.

Ngành tôm

Cùng trong xu thế về những điều kiện thuận lợi của ngành thủy sản như giá nguyên liệu đầu vào, những hỗ trợ từ phía Chính phủ, ngành tôm Việt Nam đã chứng kiến sự thay đổi khá lớn. Trong khi đó, năm 2014, các thị trường xuất khẩu lớn như Thái Lan, Trung Quốc giảm mạnh về sản lượng cung cấp do dịch bệnh tôm chết sớm (EMS) lan rộng tại các quốc gia này. Sản lượng tôm cung cấp của Thái Lan đã giảm khoảng 8%, tương đương 230.000 tấn. Chính vì sự sụt giảm trong nguồn cung, giá tôm thế giới liên tục tăng mạnh từ cuối 2013 đến giữa năm 2014.



Giá tôm thế giới từ năm 2010-2014 (USD cents/pound)



Nguồn: Indexmundi

Nguồn cung tại Thái Lan vào năm 2015, tuy vậy được dự báo có thể tăng trưởng tốt hơn nhờ việc kiểm soát dịch bệnh EMS. Sản lượng khai thác ước đạt tăng 200.000-300.000 tấn; do vậy, giá tôm thế giới đã cho thấy xu hướng “hạ nhiệt” từ cuối năm 2014. Nhiều khả năng, xu hướng này vẫn sẽ tiếp diễn khi dịch bệnh EMS được dự báo kiểm soát tốt.

Mặt khác, việc giá tôm tăng mạnh khiến diện tích nuôi trồng tôm tại Việt Nam gia tăng từ năm 2013. Tính đến cuối 2014, sản lượng cung cấp tôm đã tăng hơn 20%; vì thế việc gia tăng này có thể tạo áp lực cung vào năm 2015. Vừa qua, Bộ Thương mại Mỹ vừa công bố kết quả sơ bộ của đợt dò xét hành chính lần thứ 9 (POR 9). Theo đó, mức thuế trung bình trong đợt rà soát này chỉ vào khoảng 0,93%, thấp hơn khá nhiều so với mức 6,37% của POR8. Thông tin này đã tác động khá tích cực đến các doanh nghiệp trong ngành. Tuy vậy, rủi ro từ việc thay đổi trong công bố kết quả chính thức trong ít nhất 6 tháng tới vẫn có khả năng xảy ra. Chúng tôi cho rằng trong năm nay, ngành tôm sẽ khó có tốc độ tăng trưởng nhảy vọt như năm vừa qua bởi (1) một trong những thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam là Nhật Bản, đồng Yên giảm giá khiến giá tôm xuất khẩu sang nước này mất tương đối so với các sản phẩm khác (2) sản lượng cung cấp trên thế giới dự báo tăng tốt vào năm nay.

Nhân tố chính trong năm 2015

- Hiệp định thương mại TPP, FTA-EU, FTA VN-Nga Kzankizstan Belagrus nếu được ký kết thì tôm tại Việt Nam có thể giảm thuế nhập khẩu theo lộ trình.
- Thông tư quy định về việc miễn thuế giá trị gia tăng với các sản phẩm thức ăn chăn nuôi.
- Giảm thuế thu nhập doanh nghiệp còn 20% (2015) và sau đó là 17% trong các năm sau.
- Thông tư 198/2014/TT-BTC về quản lý cách tính giá cá nguyên liệu và điều chỉnh nếu cần thiết.
- Nghị định 36/2014/NĐ-CP về nuôi, chế biến, xuất khẩu cá tra liên quan đến quy định về tỷ lệ mạ băng và độ ẩm cần thiết cho sản phẩm.
- Giá nguyên vật liệu thức ăn chăn nuôi giảm mạnh.

Rủi ro

- Các hiệp định tự do chưa thể ký kết trong năm nay.
- Thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ khá cao và không ổn định.
- Dịch bệnh tôm chết sớm EMS.
- Sản lượng cung cấp tôm của Thái Lan gia tăng mạnh.
- Đồng Yên giảm giá khiến hàng hóa của Việt Nam tại Nhật Bản kém cạnh tranh hơn các sản phẩm khác.
- Tỷ giá USD/VND ở mức hiện nay có thể khiến hàng hóa Việt Nam trở nên mắc hơn tại một số thị trường giảm giá mạnh đồng tiền của họ.

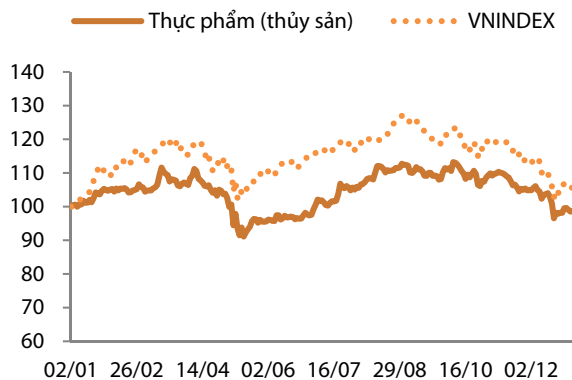


Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	-
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	-
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TRUNG LẬP

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Chúng tôi lựa chọn doanh nghiệp có mô hình khép kín hoặc có quy trình chuyên nghiệp kiểm soát tốt chất lượng sản phẩm từ con giống đến đầu ra cuối cùng. Đặc biệt, chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp có kế hoạch nâng cao khả năng tự chủ vùng nuôi cũng như đầu tư mở rộng khả năng sản xuất và tăng giá trị gia tăng cho các sản phẩm.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Vĩnh Hoàn (HSX: VHC)

- Là doanh nghiệp nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu với kim ngạch xuất khẩu cá tra lớn nhất cả nước, đạt 207,2 triệu USD (2014).
- Có kế hoạch gia tăng cơ cấu các sản phẩm có giá trị gia tăng cao để nâng biên lợi nhuận gộp; biên LN gộp mảng sản xuất cá tra trong năm 2014 tăng lên 13,5% so với mức 12,5% (2013).
- Đã mua lại Vạn Đức Tiền Giang với tổng diện tích ao nuôi bao gồm 83 ha cá tra và 43 ha cá chêm. Sau M&A, tổng diện tích ao nuôi vào khoảng 383 ha cá tra, đóng góp 60% khả năng cung cấp nguyên liệu của toàn công ty.
- Công suất chế biến của Công ty sẽ tăng từ 350 tấn/ngày lên 600 tấn/ngày trong năm 2015 nhờ (1) công suất 100 tấn/ngày của nhà máy Vạn Đức Tiền Giang (2) đầu tư 230 tỷ cho hai dây chuyền sản xuất với công suất tương ứng 200 tấn/ngày.
- Thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ trong kỳ POR9 và POR10 đều 0 USD/kg. Nhờ vậy, xuất khẩu tại thị trường Mỹ sẽ được đẩy mạnh trong hai năm 2014, 2015 để tận dụng ưu thế này. Thị phần tại Mỹ hiện vào khoảng 60-65%. Mặt khác, giá bán tại thị trường Mỹ cũng cao hơn so với các thị trường khác, do đó, biên LN gộp trong năm 2015 có thể tiếp tục giữ ở mức khá (trên 13%).
- Nhà máy collagen bắt đầu đi vào hoạt động và theo kế hoạch tạo ra doanh thu 140 tỷ đồng, LNST khoảng 28 tỷ đồng trong năm 2015.

CTCP Hùng Vương (HSX: HVG)

- Là doanh nghiệp nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu thủy sản lớn với kim ngạch xuất khẩu cá tra đứng thứ hai cả nước, đạt 139,8 triệu USD (2014).
- Đẩy mạnh đầu tư chuỗi khép kín từ thức ăn chăn nuôi đến sản phẩm cuối cùng thông qua tăng tỷ lệ sở hữu tại Việt Thắng (VTF) lên 80,74% và Angifish (AGF) lên 74,9%.
- Đẩy mạnh đầu tư mảng tôm thông qua mua cổ phần tại CTCP Sao Ta (FMC), tăng tỷ lệ sở hữu tại công ty này từ 39,3% lên khoảng 51%; đồng thời, hợp tác với Faquimex để mở rộng vùng nuôi tôm tại tỉnh Bến Tre.
- Có kế hoạch nhập khẩu cá lười trâu từ Nga về Việt Nam để phân phối và đã thực hiện thử nghiệm trong năm 2014. Lợi nhuận của hoạt động kinh doanh này được đánh giá khả quan; tuy vậy, nếu kế hoạch này được thực hiện, doanh thu đóng góp trong năm 2015 có

thể không đáng kể.

CTCP Sao Ta (HSX: FMC)

- Là doanh nghiệp nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu tôm với kim ngạch xuất khẩu ở vị trí thứ 6 trong các doanh nghiệp sản xuất tôm lớn tại Việt Nam (2014).
- Công ty có tỷ trọng khá lớn tại Mỹ, Nhật (trên 80%), vốn là hai thị trường có giá bán khá tốt.
- Các nhà máy cũ hoạt động với công suất cao (~80-90% công suất). Nhà máy chế biến tôm mới hoàn thành vào cuối năm 2014 giúp tăng công suất thêm 20% lên hơn 14.300 tấn tôm đông lạnh/năm.
- Công ty có diện tích vùng nuôi tôm khoảng 160 hecta, chỉ đáp ứng khoảng 5,5% nhu cầu nguyên liệu.
- Việc HVG mua lại hơn 50% vốn và có kế hoạch tập trung phát triển mảng sản xuất tôm tạo điều kiện thuận lợi, đặc biệt về vốn cho FMC trong năm 2015.

CTCP Thủy Sản Số 4 (HSX: TS4)

- Là doanh nghiệp nuôi trồng, chế biến thủy sản với các sản phẩm chính như cá tra, mực, ghe, cá lười trâu và các sản phẩm giá trị gia tăng khác.
- Thị trường chính là Mỹ, Thái Lan, Euro chiếm trên 60% tổng kim ngạch xuất khẩu của TS4. Nhờ vậy, việc tham gia cộng đồng kinh tế AEC (2015) cũng như khả năng ký kết hiệp định FTA-EU có thể đem lại cơ hội tăng trưởng cho doanh nghiệp.
- Vùng nuôi với diện tích 60ha, nằm khá gần với nhà máy chế biến cá tại Đồng Tháp, đảm bảo cung cấp 100% nhu cầu nguyên liệu cho nhà máy tại đây.
- Công ty có ba nhà máy chế biến đặt tại Kiên Giang (công suất 150 tấn/tháng), Đồng Tháp (công suất 20.000 tấn/năm), thành phố Hồ Chí Minh (công suất 100 tấn/tháng) và công suất hiện tại của các nhà máy đều từ 60-70%.
- Biên lợi nhuận gộp của công ty khá cao so với các doanh nghiệp khác trong ngành, vào khoảng 21%.
- Tỷ số ROE của doanh nghiệp khá ổn định trong ba năm trở lại đây, vào khoảng 5-6%.
- Tỷ suất cổ tức khá tốt, hơn 7%.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
AAM	Ổn định	Trung hạn	-18	7	3	0,1	n/a	15,1	0,5	n/a	-10	5	133,1	4,8
ACL	Không đánh giá		-13	141	5	1,7	n/a	14,4	0,6	n/a	4	6	178,5	8,3
ANV	Ổn định	Trung hạn	8	802	4	1,1	n/a	31,9	0,5	n/a	24	34	715,1	31,4
FMC	Tích cực	Dài hạn	32	75	19	1,8	2	5,6	1,2	5,5	64	65	466,0	8,6
HVG	Tích cực	Trung hạn	35	42	13	2,0	9	9,2	1,7	8,5	18	833	4.105,6	68,5
IDI	Không đánh giá		17	121	15	1,7	n/a	5,6	1,4	n/a	36	892	861,1	40,6
SJ1	Không đánh giá		16	50	11	1,1	n/a	8,6	0,9	n/a	-5	10	111,7	2,7
TS4	Tích cực	Trung hạn	8	27	6	1,9	n/a	9,9	0,6	n/a	-16	62	173,4	7,7
VHC	Tích cực	Dài hạn	24	163	24	1,1	22	9,2	2,1	7,5	154	205	3.871,7	21,7

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ: Khó khăn chưa qua dù có cơ hội tăng trưởng phí

Bùi Thị Tâm (tam.bt@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Sau ba năm sụt giảm liên tục, tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc lần đầu tiên cho thấy sự khởi sắc trong năm 2014. Kết quả này là nhờ sự hồi phục kinh tế và những nỗ lực tái cấu trúc của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ trong suốt giai đoạn khó khăn.

Bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm tài sản và bảo hiểm sức khỏe vẫn là những phân khúc có tỷ trọng đóng góp cao nhất trong các năm qua. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc cao nhất thường thuộc về những phân khúc như bảo hiểm cháy nổ, bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm hàng hóa vận chuyển. Trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng phân khúc bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm tài sản, thiệt hại sẽ có kết quả kinh doanh khả quan:

(1) Đối với bảo hiểm xe cơ giới, gia tăng số lượng xe mới, đặc biệt là thị trường ô tô có thể là nhân tố thuận lợi đối với doanh thu phí bảo hiểm xe cơ giới. Trong năm 2014, thị trường xe ô tô ghi nhận mức tăng đáng kể (+43%) và chỉ riêng trong tháng 1/2015, mức tăng trưởng đã hơn 80% so với cùng kỳ.

(2) Đối với bảo hiểm tài sản và thiệt hại, có các yếu tố hỗ trợ sau: (i) thị trường BĐS hồi phục, (ii) vấn đề mở rộng sản xuất, đặc biệt là của khối FDI (để đón đầu TPP, FTA)

Trong năm nay, ngành Bảo hiểm phi nhân thọ sẽ có những chuyển động cần lưu ý. Cụ thể, các DN bảo hiểm cần chuẩn bị để đáp ứng các yêu cầu của thông tư 194/2014 của Bộ Tài Chính sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư 124 và thông tư 125, có hiệu lực từ ngày 1/2/2015, liên quan đến việc theo dõi riêng nguồn vốn chủ sở hữu và nguồn phí bảo hiểm thu được của bên mua bảo hiểm (thời gian cuối cùng để áp dụng là 1/1/2016). Chi phí quản lý của các công ty bảo hiểm, vì thế, có thể gia tăng thêm. Bên cạnh đó, theo lộ trình, việc thoái vốn ngoài ngành của một số tập đoàn cũng như thoái vốn nhà nước của SCIC tại các công ty bảo hiểm sẽ phải hoàn tất trong năm 2015. Chúng tôi nhận thấy khá nhiều công ty bảo hiểm đã khởi động kế hoạch tăng vốn từ năm 2014 và có thể cố gắng hoàn tất cuối năm nay, nhằm nâng cao năng lực tài chính trước khi cơ quan Nhà nước có những điều chỉnh nhằm tăng cường quản lý lĩnh vực này.

Hiện nay, thị trường bảo hiểm phi nhân thọ có đến hơn 70% thị phần tập trung vào các doanh nghiệp đầu ngành như PVI (23%), Bảo Việt (21%), Bảo Minh (10%), PJICO (7%), PTI (6%). Phần còn lại được chia sẻ bởi 24 doanh nghiệp nhỏ, lẻ khác.

Doanh thu phí mặc dù tăng trưởng nhưng quan trọng nhất đối với ngành bảo hiểm phi nhân thọ vẫn là thu nhập từ đầu tư và tiêu chí an toàn luôn được đặt lên hàng đầu đối với hoạt động này. Vì vậy, phần lớn lợi nhuận đến từ khoản lãi tiền gửi (trên 60%). Việc lãi suất huy động liên tục giảm, do đó, ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của các doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm. Do vậy, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh trong ngành vẫn chưa thể cải thiện đáng kể trong năm nay mặc dù doanh thu phí có thể tăng trưởng. Mặt khác, để bù đắp sụt giảm lợi nhuận từ lãi tiền gửi ngân hàng, nhiều doanh nghiệp sẽ tìm kiếm các cơ hội đầu tư bên ngoài Việt Nam như thành lập công ty liên doanh, liên kết với doanh nghiệp bảo hiểm tại nước ngoài như Lào, Campuchia. Hoặc các doanh nghiệp có thể cân đối danh mục đầu tư bằng cách loại bỏ những khoản đầu tư không hiệu quả.

Nhân tố chính trong năm 2015

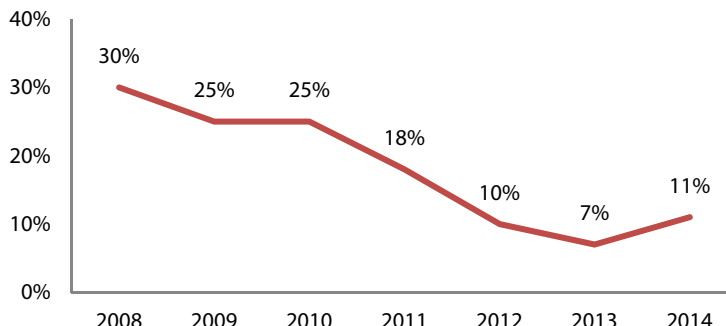
- Phục hồi kinh tế.
- Thông tư 194/2014 của Bộ Tài Chính quy định chặt chẽ hơn về vấn đề hạch toán và quản lý đối với hoạt động bảo hiểm.
- Bỏ quy định hạn chế số lượng chi nhánh tạo điều kiện để các doanh nghiệp gia tăng thị phần.



Rủi ro

- Chi phí quản lý gia tăng khi doanh nghiệp chuẩn bị cho việc thực hiện thông tư 194 của Bộ Tài chính.
- Lãi suất thấp ảnh hưởng đến thu nhập từ tài chính của các DN bảo hiểm.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc từ 2008-2014



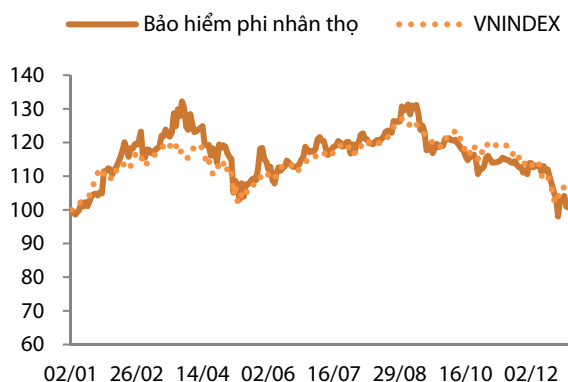
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	+
Yếu tố đầu vào	
Chính sách	-
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	++
Cải tiến công nghệ	
Môi trường cạnh tranh	--
Đánh giá chung	TRUNG LẬP

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Với tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt trong các phân khúc như vừa phân tích trên, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp thị phần lớn trong các phân khúc: bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm tài sản. Ngoài ra, với các chính sách của nhà nước, ngành bảo hiểm có thể phát triển theo chiều sâu, thiên về tăng chất lượng phục vụ và đa dạng hóa các loại hình sản phẩm. Do vậy, chúng tôi đồng thời cũng quan tâm nhiều đến các doanh nghiệp có hệ thống phân phối tốt, hiệu quả và có khả năng kiểm soát tốt chi phí.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Bảo hiểm Petrolimex (HSX: PGI)

- PJICO là một trong những doanh nghiệp BHPNT lớn nhất trên thị trường với thị phần dẫn đầu trong mảng bảo hiểm xe cơ giới.
- BH hàng hóa và BH tàu biển cũng là những phân khúc mà PGI có lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ có mức độ chuyên môn hóa cao trong ngành như PVI, BVH, PTI nhờ mối quan hệ mật thiết với các hãng vận tải biển lớn như VIP, VOS, Vinalines, Vinashin ... thông qua cổ đông lớn Petrolimex.
- PGI đã thông qua kế hoạch tăng vốn điều lệ thông qua việc phát hành cổ phiếu riêng lẻ với tỷ lệ vốn tăng thêm tối đa là 20%.
- Danh mục đầu tư khá thận trọng; do vậy nếu tăng được quy mô VCSH (thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu hay cổ đông chiến lược), PGI có thể tăng tỷ trọng đầu tư vào

các mảng có rủi ro cao hơn nhưng tỷ suất sinh lời tốt hơn như cổ phiếu.

- Tỷ lệ ROE khá cao (hơn 11%) so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

CTCP Bảo hiểm ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (HSX: BIC)

- Tận dụng mạng lưới cơ sở từ cổ đông lớn là Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV), Công ty có lợi thế để phát triển các mảng bảo hiểm tài sản và vận chuyển hàng hóa.
- Công ty dự kiến phát triển thị trường tại Lào khi quyết định tăng vốn tại liên doanh bảo hiểm Lào (LVI) lên 5 triệu USD (2015).
- Có kế hoạch phát hành tối đa 30% vốn điều lệ cho cổ đông chiến lược, vốn dự kiến sau khi phát hành vào khoảng 1.400-1.500 tỷ đồng.
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu khá, vào khoảng 25% (2014) và dự kiến tăng trưởng ít nhất 16% (2015).
- Tỷ lệ ROE khá cao (11-14%).
- Tỷ lệ chi trả cổ tức tốt và ổn định, vào khoảng 10%.

CTCP PVI (HNX: PVI)

- Là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất toàn ngành bảo hiểm phi nhân thọ trong các năm qua.
- Cổ đông lớn là Tổng công ty Dầu khí Việt Nam (Petro Viet Nam) đem lại những hợp đồng có giá trị lớn; vì vậy các kế hoạch đẩy mạnh thăm dò, khai thác của PVN sẽ tốt cho PVI trong các năm sau.
- Tỷ suất lợi nhuận ròng của PVI khá cao (8%) so với các doanh nghiệp khác trong ngành.
- Danh mục đầu tư có sự thay đổi để phù hợp với diễn biến giảm của lãi suất; nhờ vậy, lợi nhuận từ hoạt động đầu tư không chịu ảnh hưởng đáng kể. Tỷ trọng đầu tư trái phiếu tăng lên 13% và tỷ trọng giữa tiền gửi ngắn hạn và dài hạn cũng có sự chuyển dịch theo hướng dài hạn hơn.

CTCP Bảo Minh (HSX: BMI)

- Thị phần đứng thứ ba trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ với KQKD các năm khá ổn định với thế mạnh tại mảng bảo hiểm tài sản, xe cơ giới và sức khỏe.
- BMI nằm trong danh mục thoái vốn của SCIC trong khi giá trị trường của cổ phiếu đang thấp hơn giá trị sổ sách khá nhiều.
- Vinachem cũng dự kiến sẽ thoái hết 1,61% vốn khỏi BMI trong năm nay.

CTCP Tập đoàn Bảo Việt (HSX: BVH)

- Đối với mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH hiện đứng thứ hai về thị phần (20,7%). Phần khúc chính của BVH là bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm y tế.
- Công ty đang trong giai đoạn tái cấu trúc mạnh và với sự thay đổi trong cơ cấu lãnh đạo, nhiều chuyển biến trong hoạt động của BVH được kỳ vọng trong 2015. Chủ trương hiện tại của doanh nghiệp là tập trung kiểm soát phí bồi thường hơn là đẩy mạnh tăng trưởng doanh số.
- Việc quản lý rủi ro cũng được quan tâm hơn khi có ban quản trị rủi ro riêng, theo dõi hoạt động của toàn bộ 6 công ty con thuộc Tập đoàn.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
BIC	Ổn định	Trung hạn	17	6	12	-	n/a	11,1	1,3	n/a	22	94	1.135,8	29,0
BMI	Ổn định	Trung hạn	11	31	5	-	n/a	10,6	0,6	n/a	11	85	1.245,8	5,5
BVH	Ổn định	Trung hạn	53	12	10	-	4	20,1	2,1	19,4	-17	471	25.517,7	168,9
PGI	Ổn định	Trung hạn	0	34	10	-	n/a	7,9	0,8	n/a	5	9	695,8	33,7
PTI	Không đánh giá		17	21	10	-	n/a	12,4	1,2	n/a	59	16	821,5	24,5
PVI	Ổn định	Trung hạn	16	-16	4	-	n/a	13,2	0,7	n/a	-3	39	4.120,4	-
VNR	Không đánh giá		36	0	12	-	n/a	10,5	1,2	n/a	18	10	3.145,8	18,2

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

PHẦN BÓN: Ổn định

Trần Thị Diễm My (my.ttd@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Dư cung tiếp diễn. Theo FAO, nhu cầu của thị trường phân bón thế giới trong năm 2015 ước tính tăng ~2% (đạt 191 triệu tấn), trong khi đó nguồn cung dự kiến tăng 4,9% (đạt 212,7 triệu tấn), từ đó cho thấy hiện tượng dư cung vẫn diễn ra và tiếp tục tạo sức ép đối với mặt bằng giá bán. Đáng chú ý, đối với mặt hàng phân ure (chiếm ~60% tổng nhu cầu), theo JP Morgan, trong nửa đầu năm nay dự kiến sẽ có 4 nhà máy lớn (tổng công suất ~ 5 triệu tấn/năm) được đưa vào hoạt động, đóng góp ~3% vào tổng cung toàn cầu. Do đó, tình trạng dư cung của mặt hàng này tiếp tục trầm trọng hơn trong năm nay.

Bức tranh của thị trường phân bón Việt Nam cũng khá tương đồng với thế giới. Trong khi nhu cầu phân bón các loại duy trì tương đối ổn định, nguồn cung của ba mặt hàng phân bón chính (ure, lân và NPK) (chiếm ~74% tổng cầu) về cơ bản đều được đáp ứng và thậm chí là dư cung (ure) bởi các nhà sản xuất trong nước. Sang năm nay, nguồn cung các loại phân bón này lại tăng khá mạnh do nhiều nhà sản xuất phân bón tăng công suất, đặc biệt là tại thị trường miền Bắc (xem bảng). Do đó, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá phân bón các loại trong năm nay sẽ tiếp tục xu hướng giá xuống.

Bảng: Nguồn cung phân bón mới trong năm 2015

	Sản phẩm	Công suất (tấn/năm)	Địa điểm	Chủ đầu tư
Nhà máy Đạm Ninh Bình (*)	Phân ure	560.000	Ninh Bình	Vinachem
Nhà máy Đạm Hà Bắc	Phân ure	500.000	Bắc Giang	Vinachem
NPK Bình Điện Ninh Bình	NPK	400.000	Ninh Bình	Bình Điện
DAP Lào Cai	DAP	330.000	Lào Cai	Vinachem

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

(*) Trong năm 2014, nhà máy Đạm Ninh Bình dừng sửa chữa khoảng 3 tháng nên sản lượng thực tế chỉ đạt khoảng 360.000 tấn (kế hoạch 560.000 tấn/năm)

Bên cạnh tình trạng dư cung, cạnh tranh giữa các nhà sản xuất nội địa đối với phân bón nhập khẩu dự kiến sẽ mạnh mẽ hơn trong năm nay. Việc Trung Quốc vừa thay đổi chính sách thuế xuất khẩu vào đầu năm kỳ vọng sẽ thúc đẩy hoạt động xuất khẩu phân bón tại nước này. Ngoài ra, chính sách thuế GTGT mới được áp dụng từ đầu năm nay, theo đó mặt hàng phân bón là mặt hàng không chịu thuế GTGT qua đó giúp nhà nhập khẩu được lợi một khoảng tương đối là 5% thuế VAT so với trước và nhờ đó dễ dàng cạnh tranh với các doanh nghiệp sản xuất trong nước. Mặt khác, với chính sách này, nhiều doanh nghiệp phân bón nội địa cho rằng KQKD năm 2015 sẽ bị ảnh hưởng do họ mất đi khoản chi phí tiết kiệm được từ hoàn thuế GTGT đầu vào.

Hưởng lợi trong ngắn hạn. Với triển vọng như trên, chúng tôi không cho rằng ngành phân bón sẽ tích cực trong vòng một năm tới. Tuy nhiên, tại một số doanh nghiệp cụ thể, nhà đầu tư có thể cân nhắc các yếu tố lợi thế ngắn hạn, chẳng hạn xu hướng giảm giá nguyên liệu trên diện rộng (khí, SA, Kali...) do ảnh hưởng bởi giá dầu và giá hàng hóa. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng hầu hết các doanh nghiệp trong ngành phân bón đang niêm yết đều có thương hiệu tốt và thị phần lớn, hoạt động kinh doanh khá ổn định và tỷ suất cổ tức hàng năm thường cao và đây có thể là điểm hấp dẫn đối với nhà đầu tư ngại rủi ro.

Trong nửa đầu năm 2015, hai doanh nghiệp lớn trong ngành là Phân Bón Bình Điện và Đạm Cà Mau dự kiến sẽ niêm yết trên SGDCK TP.HCM. Đây là hai doanh nghiệp có thị trường tiêu thụ lớn ở khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long và Tây Nguyên, đồng thời đã đa dạng khách hàng thông qua xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng việc niêm yết mới hai doanh nghiệp này sẽ giúp tăng thêm lựa chọn cho những nhà đầu tư theo trường phái trên.

Nhân tố chính trong năm 2015

Nội tại

- Dư cung trong nước và sự cạnh tranh lớn đến từ các sản phẩm phân bón nhập khẩu Trung Quốc.
- Xu hướng giảm giá của nguyên liệu đầu vào.
- Các dự án đầu tư trong ngành phân bón vẫn tiếp tục được trì hoãn.

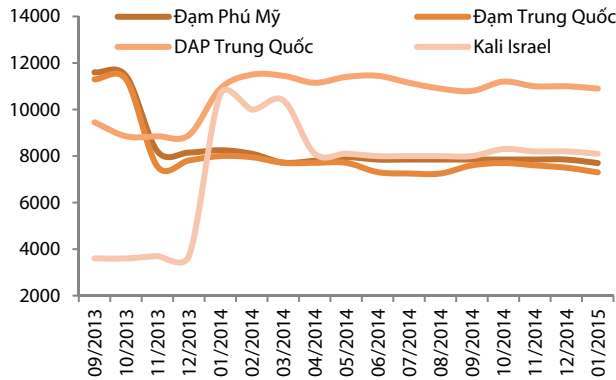
Chính sách ngành

- Công văn số 17709/BTC-TCT (ban hành ngày 04/12/2014) quy định chuyển mặt hàng phân bón từ danh mục mặt hàng chịu thuế GTGT 5% sang danh mục không chịu thuế.
- Công văn số 87/BTC-QLG (ban hành ngày 06/01/2015) yêu cầu các doanh nghiệp sản xuất phân ure và NPK thực hiện giảm giá.

Rủi ro

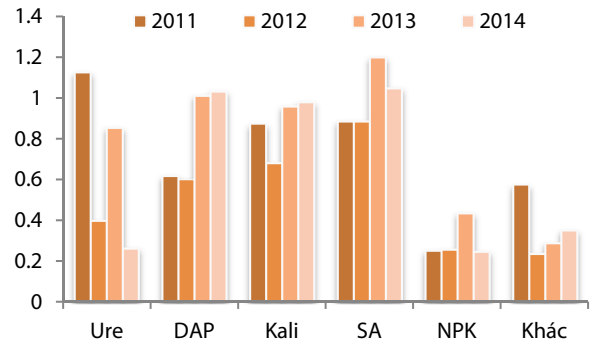
- Diễn biến khó đoán của giá dầu.
- Thay đổi chính sách thuế VAT.

Diễn biến giá các loại phân bón (VND/kg)



Nguồn: Vinacam, RongViet tổng hợp

Nhập khẩu phân bón của Việt Nam trong các năm (triệu tấn)



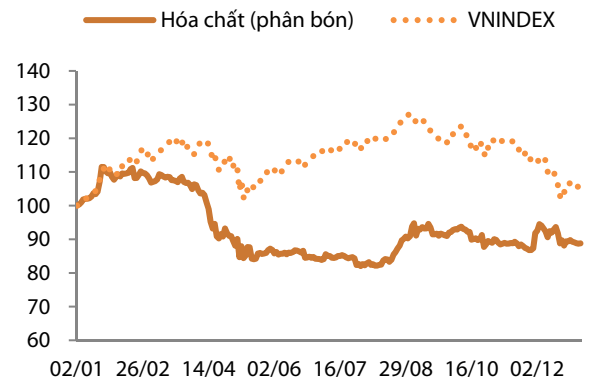
Nguồn: Bộ NN&PTNT, RongViet tổng hợp

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	-
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	-
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	-
Cải tiến công nghệ	
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TRUNG LẬP

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Trong ngắn hạn, bức tranh ngành phân bón không mấy tích cực, tuy vậy, chúng tôi vẫn sẽ tiếp tục quan tâm một số doanh nghiệp có lợi thế về giá thành, hệ thống phân phối mạnh trong bối cảnh quyền xác định giá hiện nay vẫn đang nằm phần lớn trong tay các nhà sản xuất. Ngoài ra, tỷ suất cổ tức ổn định là điểm cộng đối với các doanh nghiệp này.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao (HNX: LAS)

- LAS là doanh nghiệp lớn nhất cả nước trong hoạt động sản xuất phân lân tại Việt Nam, với thị trường chính ở miền Bắc. Trong năm nay, chi phí nguyên liệu đầu vào (Kali, SA, Ure,...) giảm mạnh, trong khi giá bán đầu ra kỳ vọng ổn định hoặc chỉ giảm nhẹ có thể tác động tích cực đối với biên lợi nhuận của LAS.
- Kho chứa lưu huỳnh lớn (~50.000 – 60.000 tấn) giúp doanh nghiệp giảm thiểu được rủi ro của biến động giá nguyên liệu đầu vào.
- Cơ cấu vay hợp lý cùng với lãi suất vay được ưu đãi (~5,5%).
- Báo cáo tài chính thuyết minh đầy đủ, khá minh bạch trong công bố thông tin là một điểm cộng.
- Tỷ suất cổ tức/thị giá cao ~10-14%.

Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HSX: DPM)

- DPM là doanh nghiệp sản xuất phân ure từ khí với thị phần (~40%) lớn nhất cả nước. Năm 2015, công ty có thể hưởng lợi trực tiếp từ giá dầu từ đó giảm được giá thành sản phẩm, tuy nhiên chúng tôi quan ngại chính sách thuế GTGT mới có thể ảnh hưởng không tốt đến sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp.
- Với kỳ vọng PVTex sẽ hoạt động ổn định trong năm 2015, DPM có thể giảm được lỗ từ khoản đầu tư vào công ty này.
- Tỷ suất cổ tức cao (~12-14%) và dòng tiền hoạt động luôn dương.
- Triển vọng tăng trưởng sau năm 2016 đến từ hai dự án mới (UFC85/Formaldehyde và NPK), trong đó dự án NPK (công suất ~250.000 tấn/năm) của DPM sẽ sử dụng công nghệ hóa học tiên tiến thay vì công nghệ hơi nước thùng quay. Khi dự án này đi vào hoạt động, DPM có thể chiếm lĩnh thị phần NPK cao cấp trong nước từ đó đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của Công ty.

CTCP Phân bón Miền Nam (HSX: SFG)

- SFG là doanh nghiệp sản xuất NPK lớn thứ 4 cả nước với cơ cấu sản phẩm đa dạng (gồm Lân, NPK, Axit sunfuric, bao bì,...). Thị trường tiêu thụ rộng lớn cùng với thương hiệu phân bón Con Ó thân thuộc với người tiêu dùng là những yếu tố giúp duy trì vị thế riêng của doanh nghiệp trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trong ngành.
- Cũng như LAS, biên lợi nhuận hai mảng chính là NPK và lân của SFG có khả năng được cải thiện tích cực nhờ chi phí đầu vào giảm (gồm ure, Kali,...).
- Công ty tiến hành tái cấu trúc đối với mảng phân bón lá và phân nước, đồng thời chuyển hoạt động của mảng này sang nhà máy Hiệp Phước qua đó kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận chung, tuy nhiên mảng này chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong tổng doanh thu (~2%).
- Tỷ suất cổ tức cao (~12%).

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (trcp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
DPM	Mua	Trung hạn	-8	-49	12	0,0	12	11,0	1,4	8,4	-21	873	12.043,9	92,8
LAS	Ổn định	Trung hạn	5	-2	30	0,2	-7	5,7	1,7	n/a	-25	104	2.506,2	30,1
QBS	Ổn định	Trung hạn	37	207	26	0,9	n/a	4,4	0,9	n/a	n/a	608	396,8	15,7
SFG	Ổn định	Trung hạn	-15	-12	17	0,8	5	7,1	1,2	7,1	n/a	78	727,2	21,3

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

DẦU KHÍ: Tiêu cực nhưng không bi quan

Trần Thị Hà My (my.tth@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Ngành dầu khí là ngành được chú ý trong năm 2014 không chỉ bởi vì sự cải thiện kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành mà còn bởi mức độ biến động giá lớn của các cổ phiếu niêm yết từ đó dẫn dắt thị trường trong phần lớn thời gian của năm qua. Sang năm 2015, cú sốc giá dầu đã tạo nên một bức tranh không mấy khả quan của ngành.

Các công ty dầu khí thế giới đối phó với giá dầu giảm. Hiện tại đang có một sự đồng thuận trên diện rộng từ nhà quan sát, phân tích cho đến các nhà thầu dầu rằng giá dầu sẽ không quay trở lại mức 100\$/thùng trong năm 2015. Từ cuối tháng 11/2014, một làn sóng cắt giảm mạnh hoạt động đầu tư, nhân sự của nhiều tập đoàn dầu khí thế giới và sự sụt giảm kỷ lục về số lượng giàn khoan tại Mỹ là minh chứng rõ rệt cho thấy việc giá dầu đang giao dịch ở vùng 50\$/thùng (WTI) tạo ra áp lực rất lớn cho các công ty trong ngành. Tại khu vực Châu Á-Thái Bình Dương, mặc dù chi phí toàn bộ chu kỳ sản xuất của dầu thô (Full-Cycle Cost) thấp hơn 30% so với chi phí bình quân thế giới (~36\$/thùng)*, tuy nhiên, đầu năm 2015, các công ty dầu khí lớn trong khu vực cũng đã bắt đầu tham gia vào làn sóng cắt giảm đầu tư. Ngoài ra, theo Moody's, lợi nhuận của lĩnh vực dịch vụ dầu khí sẽ giảm từ 25-30% trong trường hợp giá dầu bình quân là 60\$/thùng. Đồng thời, do sự cắt giảm mạnh của hoạt động đầu tư, các doanh nghiệp hoạt động trong khâu trung nguồn (phân phối, vận chuyển và tàng trữ) sẽ đối phó với thách thức suy giảm về tăng trưởng.

**Theo nghiên cứu của Evaluate Energy cho giai đoạn 2008-2013 (2015) - Chi phí toàn bộ chu kỳ sản xuất (Full-Cycle Cost) gồm: (1) chi phí bán hàng và quản lý; (2) chi phí chìm (tìm kiếm và phát triển, mua tài sản...); (3) chi phí sản xuất; (4) chi phí vận chuyển; (5) thuế; (6) chi phí vốn và phân bù rủi ro.*

Ngành dầu khí Việt Nam ứng phó với biến động giá dầu. Theo kế hoạch của PVN, các chỉ tiêu gia tăng trữ lượng và khai thác dầu khí đều giảm so với thực hiện năm 2014, trong đó, sản lượng khai thác dầu khí trong nước giảm 810.000 tấn (-5,2%) và khai thác khí giảm 0,4 tỷ m³ (-4%). Với kịch bản giá dầu 100\$/thùng, doanh thu toàn Tập đoàn chỉ giảm nhẹ khoảng 3,6% so với năm 2014 trong khi vốn đầu tư tăng mạnh lên đến 116.800 tỷ đồng (+41%). Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, kịch bản giá dầu 100\$/thùng trong năm 2015 có lẽ chỉ còn nằm "trên giấy", do vậy, chúng tôi cho rằng PVN phải điều chỉnh kế hoạch trên. Theo PVN, với kịch bản cơ sở là giá dầu bình quân 50\$/thùng trong năm 2015, tổng doanh thu toàn Tập đoàn và LNST hợp nhất sẽ giảm lần lượt 34,2% và 48,3% so với phương án đã lên kế hoạch, là một mức sụt giảm đáng kể so với năm trước. Theo chủ tịch PVN, khi giá dầu xuống dưới 60\$/thùng, PVN sẽ tính đến phương án cắt giảm sản lượng tại 4 mỏ có chi phí giá thành cao với trữ lượng khoảng 450.000 tấn, tương đương 3,1% kế hoạch khai thác trong nước năm 2015.

Chỉ tiêu chung	Đvt	2010	2011	2012	2013	2014	KH2015
Giá dầu bình quân (WTI)	\$/mmbtu	79,6	95,1	94,2	98,1	92,9	100,0*
Gia tăng trữ lượng	Triệu tấn	43,0	37,2	48,0	35,6	48,1	35-40
Khai thác dầu khí	Triệu tấn	24,4	23,9	26,1	26,5	27,6	26,6
Dầu thô	Triệu tấn	15,0	15,2	16,7	16,7	17,4	16,8
Khí	Tỷ m ³	9,4	8,7	9,4	9,8	10,2	10,0
Phát hiện dầu khí mới		7	3	2	5	9	3-4
Đưa mỏ mới vào khai thác		5	5	7	9	8	6
Tổng doanh thu PVN	Nghìn tỷ đồng	478,4	675,3	773,7	762,9	745,5	718,4
Nộp NSNN	Nghìn tỷ đồng	128,7	160,8	187,0	195,4	178,1	159,0
Vốn đầu tư	Nghìn tỷ đồng				76,5	82,8	116,8

Nguồn: TCDK T1/2015

*Giả định xây dựng kế hoạch của PVN

Tác động đối với chuỗi giá trị dầu khí.

Thượng nguồn - Doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ dầu khí (khoan, cung ứng thiết bị và dịch vụ dầu khí...).

Sản lượng dầu khai thác tại Việt Nam lập đỉnh năm 2004 đi xuống zích zắc từ đó đến nay. Trước nhu cầu tiêu thụ năng lượng ngày càng cao của Việt Nam, sự sụt giảm của sản lượng dầu khai khác khiến cho nhu cầu tìm kiếm, thăm dò trở nên quan trọng. Trong năm 2015, kế hoạch khoan thăm dò và thăm lượng duy trì tương đương kết quả năm 2014, trong khi lượng giếng khoan khai thác giảm so với cùng kỳ. Giá cung cấp dịch vụ khoan chắc chắn cũng sẽ giảm do ảnh hưởng của cú sốc giá dầu vừa qua, trong lần sụt giảm gần nhất, giá cho thuê của các giàn khoan đi xuống liên tiếp 3 năm sau đó (giảm khoảng 25% đối với giàn Jack-up) dù giá dầu chỉ giảm trong 6 tháng. Đối với các dịch vụ khác, chúng tôi cho rằng giá cung cấp các dịch vụ này phải giảm để hỗ trợ nhà thầu dầu khí khi giá dầu ở mức thấp như hiện tại, với mức giảm tùy loại hình dịch vụ (~2%-10%).

Đối với hoạt động xây lắp, cơ khí (trên bờ và ngoài biển), trong năm 2015, các công trình xây lắp trên bờ (nhiệt điện, lọc dầu...) sẽ nhiều hơn công trình xây lắp ngoài biển. Các doanh nghiệp tập trung vào dự án xây lắp, cơ khí trên bờ sẽ ít chịu ảnh hưởng của giá dầu giảm. Tuy nhiên, với sự ra đời của Luật Đấu thầu mới (có hiệu lực từ ngày 01/07/2014) thì thách thức cạnh tranh giữa các nhà thầu dịch vụ dầu khí trong nước và quốc tế sẽ ngày càng gia tăng.

Trung nguồn - Doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thương mại, phân phối và tàng trữ dầu khí.

Cùng với sự hồi phục của hoạt động sản xuất và nhu cầu tiêu dùng, nhu cầu sử dụng năng lượng tại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong năm 2015. Tuy nhiên, các doanh nghiệp thuộc khâu trung nguồn của ngành phải chịu áp lực suy giảm về tăng trưởng lợi nhuận hoặc tăng trưởng âm do giá bán giảm theo giá dầu. Trong khi đó, trong điều kiện giá dầu thấp, lộ trình tính giá khí theo cơ chế thị trường (công văn số 2175/VPCP-KTTH) đối với các khách hàng điện, đạ, hộ công nghiệp có thể được thực hiện nhanh hơn và mở hơn so với kế hoạch cũ. Việc đầu tư nâng cấp hệ thống cấp khí trong năm 2015 sẽ tiếp tục hoàn thành các công việc còn dang dở của năm trước (Nam Côn Sơn GD 1, Hàm Rồng – Thái Bình) trong khi các dự án có quy mô lớn nhiều khả năng sẽ bị giãn hoặc hoãn tiến độ thực hiện.

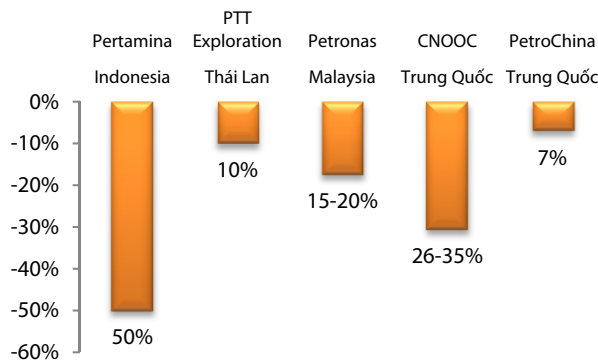
Nhân tố chính trong năm 2015

- Biến động của giá dầu.
- Hoạt động tìm kiếm và thăm dò duy trì ổn định nhằm đảm bảo an ninh năng lượng.
- Tiến độ của các dự án đầu tư khai thác dầu khí và dự án xây lắp công trình dầu khí có thể bị giãn hoặc hoãn.
- Luật Đấu Thầu 2013 gây nhiều khó khăn cho doanh nghiệp xây lắp dầu khí bởi tạo ra nhiều thủ tục và gia tăng cạnh tranh.
- Các quy định về công thức tính giá khí tại Công văn 2175/VPCP-KTTH có thể được thay đổi để phù hợp hơn với diễn biến hiện tại của giá dầu.

Rủi ro

- Giá dầu giảm xuống mức thấp hơn dự báo.
- Căng thẳng chính trị với Trung Quốc trên Biển Đông.

Mức độ cắt giảm đầu tư của các công ty dầu khí trong khu vực



Nguồn: RongViet Research

Thay đổi của các phương án giá dầu so với phương án 100\$/thùng

	Các kịch bản giá dầu (\$/thùng)		
	60	50	40
Tổng doanh thu	-28,3%	-34,2%	-39,5%
Nộp NSNN	-34,5%	-41,4%	-49,8%
LNST hợp nhất	-40,0%	-48,3%	-59,3%

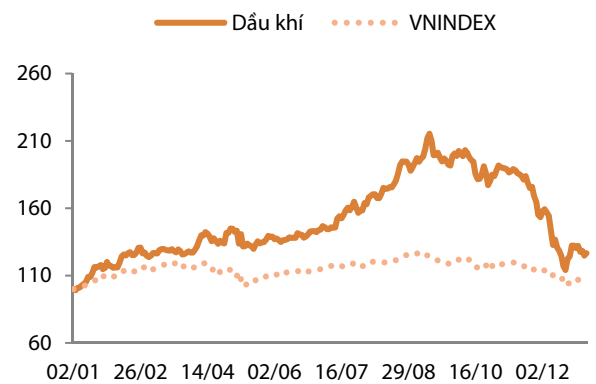
Nguồn: RongViet Research

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	--
Yếu tố đầu vào	
Chính sách	-
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TRUNG LẬP

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX

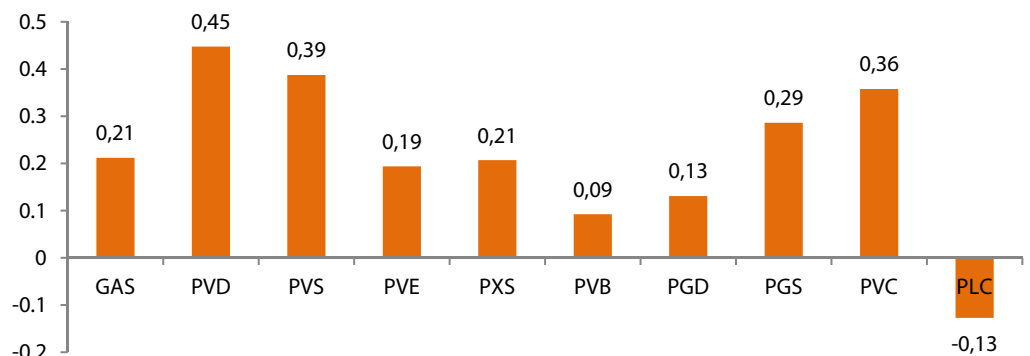


Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Nhìn nhận bức tranh của nhóm cổ phiếu dầu khí tại kịch bản giá dầu 50\$/thùng, rõ ràng, yếu tố cơ bản của các doanh nghiệp dầu khí bị ảnh hưởng tiêu cực, từ đó ảnh hưởng đến định giá của các cổ phiếu trên thị trường. Tuy nhiên, nếu xoay lăng kính sang góc nhìn khác, chúng tôi cho rằng có thể lựa chọn một số cổ phiếu để xem xét đầu tư do nhân tố tiêu cực là giá dầu hầu như đã phản ánh vào giá cổ phiếu trong thời gian qua (trừ trường hợp giá dầu có thể giảm xuống thấp hơn). Trong ngắn hạn, chúng tôi ưa thích những cổ phiếu ít bị ảnh hưởng tiêu cực nhất bởi giá dầu hoặc có hệ số beta âm đối với giá dầu (PLC, GAS). Trong dài hạn, việc chờ đợi thời điểm giá dầu hồi phục là cần thiết và chúng tôi cho rằng những cổ phiếu có hệ số beta dương cao đối với giá dầu cũng sẽ tăng giá trở lại (PVD, PVS, PVC).

Beta của một số cổ phiếu dầu khí với giá dầu WTI



Nguồn: RongViet Research

Cổ phiếu ưa thích

Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

- Là doanh nghiệp thuộc khâu trung nguồn của ngành, Công ty ít chịu ảnh hưởng bởi giá dầu so với các doanh nghiệp cùng ngành (khoảng 70% sản lượng khí chỉ hưởng cước phí vận chuyển).
- Khách hàng điện: Theo Công văn 2175, giá khí đối với sản lượng trên bao tiêu bán cho điện sẽ tính theo 100% giá thị trường vào đầu năm 2015.
- Khách hàng đạm: Công ty chỉ nhận phí vận chuyển, đầu năm 2015, cước vận chuyển cho Đạm Phú Mỹ đã được điều chỉnh tăng thêm 0,29 USD/mmbtu.
- Khách hàng hộ công nghiệp: Giá khí bán cho hộ công nghiệp không bị Chính phủ quy định, tuy nhiên trong bối cảnh giá dầu giảm thấp, GAS cũng đang xem xét thay đổi cách tính giá cho các khách hàng hộ công nghiệp cho phù hợp với giá trị trường.
- Lợi nhuận từ việc điều chỉnh công thức giá khí mới (công văn 2175) áp dụng cho nhà máy điện chưa tính vào kết quả kinh doanh 2014, do đó Công ty có thể hồi tố khoản chênh lệch này trong năm nay.
- Theo kế hoạch, dự án khí Hàm Rồng – Thái Bình và dự án NCS 2 – GĐ 1 (mỏ Thiên Ưng – Đại Hùng) sẽ hoàn thành trong Q3/2015, giúp gia tăng sản lượng khí cung cấp. Tuy nhiên, trong năm nay, Công ty cũng thực hiện nhiều công tác bảo dưỡng hệ thống khí, đặc biệt là trong Q3/2015.
- Đầu năm 2015, Công ty đã thông qua kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 51% (nhiều khả năng trong quý 3/2015).
- Công ty đã đưa ra phương án mua 10 triệu cp quỹ với giá mua tối đa 100.000 đồng/cp trong quý 1/2015. Ngoài ra, tỷ lệ cổ tức năm 2015 khoảng 33% (gồm đợt 3/2014 và đợt 1/2015), với mức lợi nhuận tốt của năm 2014 và khó khăn về NSNN có thể khiến PVN buộc Công ty nâng tỷ lệ chi trả cổ tức.

*Giá thị trường: Giá khí = 46%MFO + cước phí vận chuyển

Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (HSX: PVD)

- Năm 2015 là năm “hạ cánh mềm” của Công ty khi giá dịch vụ cho thuê giàn khoan bị điều chỉnh giảm (có độ trễ và mức giảm không tương ứng với giá dầu) và các dịch vụ khoan khác suy giảm về tăng trưởng so với năm trước trong điều kiện giá dầu thấp.
- Giàn PV Drilling I và III sẽ được lên kế hoạch bảo trì trong năm nay.
- Giàn PV Drilling VI đi vào hoạt động đầu tháng 3/2015 góp phần bù đắp sự sụt giảm doanh thu và lợi nhuận.
- Công ty vẫn kiên trì với mục tiêu thâm nhập thị trường nước ngoài/khu vực. Sau khi thành lập liên doanh PVD Oversea tại Singapore, Công ty dự kiến sẽ thành lập một liên doanh mới ở nước ngoài (Malaysia) để đầu tư và vận hành giàn tự nâng PV Drilling VII. Tuy nhiên, kế hoạch này đang bị tạm hoãn bởi ảnh hưởng của giá dầu.
- Năm 2014 là một năm thành công của PVD Baker Hughes, một trong những liên doanh chủ lực của Công ty. Do chế độ hạch toán kế toán nên lợi nhuận của PVD Baker Hughes sẽ được ghi nhận trong năm 2015, ước tính hơn 200 tỷ đồng LNST.
- Công ty đã thông báo đăng ký mua 2 triệu cổ phiếu quỹ vào trong thời gian từ 01/02-02/03/2015, nếu giao dịch được thực hiện, mức giá giao dịch bình quân nằm trong khoảng 58.000-60.000 đồng/cp. Đây có thể là vùng giá an toàn đối với cổ phiếu PVD khi giá dầu giao dịch ở vùng 50\$/thùng.

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)

- Là công ty cung cấp đa dạng các dịch vụ kỹ thuật dầu khí, sự sụt giảm của giá dầu ảnh hưởng trực tiếp nhiều nhất từ dịch vụ tàu, O&M, khảo sát sửa chữa cho đến dịch vụ cảng và xây lắp. Trong khi đó, mảng tàu FPSO/FSO không bị ảnh hưởng bởi các hợp đồng đối với mảng dịch vụ này đều là các hợp đồng dài hạn với giá cố định.

- Dịch vụ tàu: Công ty dự định sẽ đầu tư thêm 2 tàu dịch vụ mới trong năm 2015 với giá trị đầu tư khoảng 60 triệu USD, giảm tỷ trọng tàu thuê ngoài từ đó cải thiện biên lợi nhuận. Tuy nhiên, giá dịch vụ cho thuê tàu giảm và sự sụt giảm của hoạt động khai thác dầu khí có thể ảnh hưởng tiêu cực lên tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của mảng này.
- Dịch vụ xây lắp: Số lượng dự án có thể hạch toán doanh thu và lợi nhuận trong năm 2015 có thể giảm so với năm trước, tuy nhiên triển vọng dài hạn đối với các dự án ngoài biển của Công ty còn khá nhiều. Năm nay, Công ty sẽ tham gia nhiều hơn vào các dự án trên bờ (Nghị Sơn, Long Hậu, Long Phú...), tuy nhiên, các dự án này thường bị chậm tiến độ và có biên lợi nhuận thấp hơn so với các dự án công trình biển.
- Năm 2015, FPSO Lam Sơn sẽ đóng góp đáng kể vào mảng FPSO/FSO (gần gấp đôi so với năm 2014).
- Khả năng hoàn nhập khoản dự phòng (~300 tỷ đồng) từ dự án nhà máy Bio-Ethanol vẫn còn để ngỏ, mặc dù xăng E5 đã được phân phối song BSR-SF (một đơn vị của Nhà máy lọc hóa dầu Bình Sơn) vẫn đang đối mặt với khó khăn tài chính. Trong điều kiện giá dầu giảm mạnh, chúng tôi không cho rằng đây là một nhân tố quan trọng đối với kết quả kinh doanh năm 2015, dù vẫn là nhân tố cần theo dõi.
- Công ty đang từng bước nâng cao năng lực vận hành các dịch vụ kỹ thuật cao đồng thời tăng khả năng tự thực hiện, thiết kế, thi công và phát triển dịch vụ ra nước ngoài (khu vực Đông Nam Á). Đối với cấu trúc và dịch vụ đa dạng của Công ty, cần nhiều thời gian để Công ty tạo được sự đột phá, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao việc Ban lãnh đạo của Công ty vẫn đang kiên trì với định hướng này.

CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí (PXS: HSX)

- Năm 2015 PXS sẽ tiếp tục thực hiện các dự án còn dang dở trong năm 2014 như EPCC Thái Bình (16 triệu USD), Nhiệt điện Thái Bình II (600 tỷ), EPCC P5P6 (600 tỷ), chân đế Thiên Ưng (90 tỷ). Tổng doanh thu dự kiến trong năm 2015 vào khoảng 1.7500 tỷ đồng (+5% so với 2014).
- Từ sau 2015, Công ty dự kiến sẽ thực hiện nhiều dự án Nhiệt điện như Kinh Ngự Tráng, GPP Cà Mau, Nhiệt điện Long Sơn...
- Công ty đang đàm phán để nhận dự án Sư Tử Trắng, trị giá hơn 200 tỷ đồng, kết quả sẽ được cập nhật trong Q3, Q4/2015.
- Chi phí lãi vay không còn là gánh nặng như các năm trước đây. Tổng dư nợ dài hạn cuối 2014 vào khoảng 292 tỷ đồng, giảm ~84% so với 2013.
- Biên LN gộp ở mức khá cao so với các doanh nghiệp xây lắp khác trong ngành, trên 17%.
- Tiến độ các dự án bị chậm; kết quả là việc ghi nhận doanh thu 2015 có thể không như kỳ vọng. Mặt khác, biên LN gộp tổng có khả năng bị ảnh hưởng khi thực hiện các dự án như Nhiệt điện Thái Bình, EPCC P5P6, Nhiệt điện Long Sơn.

Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex (HNX: PLC)

- Là công ty thuộc tập đoàn Xăng dầu Petrolimex, PLC nằm ngoài sự ảnh hưởng tiêu cực của giá dầu. Không những thế, chúng tôi đánh giá Công ty sẽ được hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá dầu.
- Giá nguyên liệu và lộ trình giảm thuế suất nhập khẩu sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của mảng dầu nhờn.* Công ty cũng kỳ vọng sản lượng có thể tăng trưởng từ 6-10% trong năm 2015 nhờ tiêu thụ trong nước và xuất khẩu (Myanmar), bù đắp nhiều hơn phần sản lượng giảm từ pha chế cho Nippon Oil trong năm trước.
- Dự án nâng công suất nhà máy dầu nhờn Nhà Bè dự kiến hoàn thành trong năm 2015, nâng công suất từ 25.000 tấn/năm lên 50.000 tấn/năm.
- Sản lượng màng nhựa đường kỳ vọng tăng trưởng tốt (10-15%) nhờ luật mới về đối tác công-tư mở ra nhiều cơ hội khởi động các dự án BOT giao thông (cao tốc Trung Lương-Mỹ Thuận, Bắc Giang-Lạng Sơn, Nha Trang-Phan Thiết, Quảng Ngãi-Đà Nẵng, nâng cấp QL1...). Rủi ro thu hồi công nợ đối với mảng nhựa đường gây nhiều khó khăn cho Công ty

trước đây, tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng với hình thức hợp tác đầu tư mới, rủi ro này có thể giảm bớt.

- Cuối năm 2014, Tập đoàn Petrolimex đã ký biên bản ghi nhớ về hợp tác chiến lược với Tập đoàn Nippon Oil của Nhật, triển vọng hợp tác mở ra cơ hội để Công ty tăng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng trong năm 2015.
- Công ty đã nâng mức chi trả cổ tức lên 30% trong năm 2014, với triển vọng khả quan về kết quả kinh doanh và sự tác động từ Tập đoàn Petrolimex, Công ty có thể duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong năm nay.

**Theo ICIS, giá của nguyên liệu dầu gốc (dùng để pha chế dầu nhớt) đã giảm 20%-30% so với cùng kỳ. Trong khi đó, giá dầu nhớt trong nước đầu năm ổn định và chưa có dấu hiệu được điều chỉnh giảm theo giá dầu.*

Theo thông tư 165/2014/TT-BTC, nguyên liệu sản xuất dầu nhớt sẽ có mức thuế suất nhập khẩu 0% từ năm 2016. Theo lộ trình, năm 2015, các loại dầu bôi trơn có thành phần gốc dầu mỏ trên 70% sẽ được áp dụng mức thuế 0% thay vì 18-20%. Năm 2016, các loại dầu có thành phần Bitume, dầu gốc trên 70% sẽ được áp dụng mức thuế 0% thay vì 5%.

Tổng Công ty Tư vấn thiết kế Dầu khí (HNX: PVE)

- Tiến độ của một số dự án phát triển mỏ có thể bị gián đoạn ảnh hưởng của giá dầu từ đó tác động trực tiếp đến hoạt động dịch vụ của PVE. Tuy nhiên, đầu năm 2015, Công ty đã ký kết hợp đồng thiết kế FEED dự án phát triển mỏ Sư Tử Trắng với giá trị khoảng 6,7 triệu USD (~142.000 tỷ đồng).
- Công ty đang tham gia nhiều gói thầu nhỏ trong cụm dự án nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, đây là công trình quan trọng sẽ đóng góp chính yếu vào doanh thu trong năm nay. Do đó, khả năng hoàn thành kế hoạch phụ thuộc nhiều vào tiến độ dự án lớn này.
- Dự án nhà máy Điện gió Côn Đảo do Công ty làm tổng thầu EPC có thể được ghi nhận ½ doanh thu trong năm nay (dự kiến Nhà máy sẽ đi vào vận hành trong Q3/2015).
- Công ty đặt kế hoạch doanh thu năm 2015 tương đương năm trước, trong khi đó lại khá tham vọng với kế hoạch LNST với mức tăng trưởng 30% so với thực hiện năm 2014, tỷ lệ cổ tức dự kiến ~10%.

CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam (HNX: PGS)

- Năm 2015, Công ty đặt kế hoạch thận trọng về sản lượng CNG và LPG so với thực hiện năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi tin tưởng sản lượng có thể tăng trưởng tốt hơn kế hoạch nhờ vào sự tăng trưởng của tiêu dùng và sản xuất. Ngoài ra, kế hoạch đầu tư để cung cấp khí CNG cho khách hàng mới cũng đã được Công ty chuẩn bị trong năm trước.
- Với các quy định về an toàn và kinh doanh sản phẩm khí hóa lỏng (LPG), đây là cơ hội đối với Công ty trong việc tăng cường mua bán, sáp nhập các công ty LPG kinh doanh không hiệu quả. Công ty dự kiến mua hai công ty kinh doanh LPG trong Q4/2015, từ đó tăng thị phần trong lĩnh vực kinh doanh LPG.
- Theo kế hoạch cũ, giá khí đầu vào đối với CNG sẽ được điều chỉnh tăng 8% trong năm 2015. Tuy nhiên, GAS đang xem xét thay đổi cách tính khí đầu vào (tỷ lệ chiết khấu theo giá dầu FO) đối với các công ty con do giá dầu giảm mạnh. Dù vậy, giá bán đối với khách hàng đã được điều chỉnh theo biến động thị trường, nên biên lợi nhuận gộp của Công ty sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực ít nhất là trong Q1/2015.
- Trong tháng 3/2015, công ty đã phát hành tăng vốn lên 500 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu thưởng, yếu tố này do đó sẽ không còn là yếu tố ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu trong các quý tiếp theo.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGDTB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VC SH (lần)	+/- EPS (%)							
ASP	Không đánh giá		-8	-65	1	0,7	n/a	40,6	0,6	n/a	-4	43	235,2	0,1
CNG	Ổn định	Trung hạn	14	-9	26	0,1	-4	7,6	2,0	7,9	-19	42	853,2	6,6
GAS	Ổn định	Trung hạn	12	15	39	0,2	-29	10,6	4,2	14,9	1	504	149.705,0	881,0
MTG	Không đánh giá		-35	-1.163	-20	0,5	n/a	-1,8	0,4	n/a	-36	14	44,4	5,8
PGC	Không đánh giá		-3	7	14	1,7	n/a	8,2	1,1	n/a	0	73	683,9	22,0
PGD	Không đánh giá		8	-21	14	-	-46	9,8	1,5	18,2	-18	48	1.746,0	25,8
PGS	Trung lập	Ngắn hạn	8	-24	15	0,5	11	7,9	1,1	7,1	-22	276	1.075,4	10,7
PLC	Tích cực	Trung hạn	10	41	24	1,0	11	8,4	2,0	7,6	76	201	2.234,3	32,5
PVC	Ổn định	Trung hạn	19	130	20	0,6	-17	5,9	1,3	7,1	46	1.189	1.170,0	19,8
PVD	Tích lũy	Trung hạn	40	26	21	0,4	-4	7,4	1,5	7,7	-17	836	17.576,1	27,9
PVE	Ổn định	Trung hạn	28	64	8	0,8	37	10,0	0,8	7,3	10	182	252,5	7,0
PVG	Không đánh giá		4	-38	-1	1,0	n/a	-76,4	0,7	n/a	-37	103	249,5	12,0
PVS	Ổn định	Trung hạn	23	12	19	0,3	-24	6,9	1,3	9,0	-5	2.393	12.195,6	105,3
PXS	Trung lập	Trung hạn	65	62	19	0,7	8	8,7	1,6	8,0	-9	662	1.070,0	19,0

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

SẮT THÉP: Cạnh tranh khốc liệt

Trần Thị Hà My (my.tth@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Cùng với sự hồi phục của ngành xây dựng, tăng trưởng tiêu thụ ngành thép năm 2014 cao hơn kỳ vọng, đạt xấp xỉ 5,6 triệu tấn và tăng 10% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, số liệu tăng trưởng chung không phản ánh được thực trạng khó khăn của ngành thép trong nước. Theo VSA, công suất sản xuất của các doanh nghiệp thép năm 2014 chỉ đạt 60% so với thiết kế, thấp hơn mức bình quân của thế giới (~76%). Dư cung trong nước khiến công suất sản xuất thấp là một vấn đề, tuy nhiên, một vấn đề nữa là thị trường thép trong nước đang cạnh tranh gay gắt với hàng nhập khẩu, đặc biệt là thép Trung Quốc. Trong năm 2014, nhập khẩu thép tăng 15% so với cùng kỳ, trong đó nhập khẩu thép từ Trung Quốc tăng gần gấp đôi. Năm 2015, chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh trong ngành ngày càng khốc liệt.

Dư cung trong nước - Cạnh tranh với hàng nhập khẩu. Mặc dù nhu cầu tiêu thụ thép dự báo tăng trưởng ~15% trong năm 2015 song nguồn cung cũng sẽ tiếp tục gia tăng không chỉ trong nước mà còn cung từ hàng nhập khẩu. Theo VSA, trong năm 2015 sẽ có thêm nhiều dự án lớn đưa vào sản xuất tại cả ba miền trên cả nước (xem bảng) đồng thời tiến độ thực hiện dự án của Formosa cũng là điều đáng lưu ý. Theo SEASI, nhu cầu tiêu thụ nội địa của Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng yếu trong năm 2015 (~0,8%), tình trạng dư cung tại Trung Quốc sẽ khiến cho nguồn cung thép xuất khẩu của nước này tiếp tục gia tăng.

Ngoài ra, thép Nga cũng đang là một mối đe dọa tiềm tàng đối với các nhà sản xuất thép trong nước, hầu hết các nhận định đều cho rằng Nga đang trở thành một “Trung Quốc thứ hai” trên thị trường thép thế giới, không phải về sản lượng mà là tầm ảnh hưởng đối với giá thép do đồng rúp mất giá mạnh trong thời gian qua. Các năm gần đây, nhu cầu nhập khẩu thép từ Nga của Việt Nam liên tục đi xuống, tuy nhiên, việc mở cửa thị trường với Hiệp định VCUFTA vừa được ký kết và đồng rúp mất giá mạnh có thể khiến xu hướng này đảo chiều.

Một số dự án thép dự kiến đi vào sản xuất năm 2015

TT	Công ty	Công suất (tấn/năm)	Sản phẩm	Địa điểm
1	Công ty thép đặc biệt POSCO SS	1.000.000	Phôi thép Thép hình cỡ lớn Thép thanh	Bà Rịa Vũng Tàu
2	Vinakyoei Steel Ltd	1.200.000	Phôi thép Thép thanh & Thép cuộn	Bà Rịa Vũng Tàu
3	Nhà máy Thép Hưng Nghiệp Formasa Hà Tĩnh*	4.350.000 (GD 1)	Phôi thép Thép thanh Thép cuộn	Hà Tĩnh
4	Công ty Tôn Phương Nam	150.000	Mạ màu	Đồng Nai
5	Công ty TNHH Thép Kyoiei Việt Nam	500.000	Thép thanh	Ninh Bình
6	Công ty CPTĐ Tôn Hoa Sen	200.000	Ống thép	Nghệ An Bình Định
7	Công ty Gang thép Thái Nguyên	500.000	Gang	Thái Nguyên

Nguồn: VSA
*Dự kiến lò cao thứ nhất sẽ đi vào vận hành vào khoảng cuối tháng 5/2015

Hưởng lợi và không hưởng lợi từ nguyên liệu đầu vào - Bài toán của từng doanh nghiệp.

Hiện nay, giá các nguyên liệu để sản xuất thép đang giảm rất mạnh (giá quặng giảm 47%, than mỡ giảm 18%, giá HRC giảm 26% trong năm 2014). Trong khi đó, giá bán thành phẩm giảm từ 6-15%, đáng lưu ý, mức giảm của giá thép xây dựng trong nước khá thấp trong khi mức giảm giá của các sản phẩm thép dài nhiều hơn. Đây cũng là lý do khiến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng cải thiện trong khi các doanh nghiệp kinh doanh thép dài lại bị thu hẹp. Năm 2015, xu hướng giảm của các nguyên liệu quan trọng đối với thép được dự báo tiếp tục suy giảm, tuy nhiên tốc độ giảm sẽ chững lại. Trong khi đó, chúng tôi lo ngại giá bán



thép trong nước phải giảm nhiều hơn do sức ép từ cạnh tranh. Ngoài ra, trong tháng 3, giá điện cũng được điều chỉnh tăng 7,5%, đây cũng là áp lực về chi phí đối với các doanh nghiệp trong ngành thép, là ngành tiêu thụ nhiều điện năng.

Triển vọng xuất khẩu không dễ dàng. Trước áp lực cạnh tranh gay gắt thị trường trong nước, triển vọng xuất khẩu cũng không dễ dàng bởi phòng vệ thương mại thông qua áp thuế chống bán phá giá từ các quốc gia trong khu vực. Hiện tại đang diễn ra hàng loạt cuộc điều tra chống bán phá giá, áp thuế suất nhập khẩu bổ sung tại các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam như Indonesia và Malaysia.

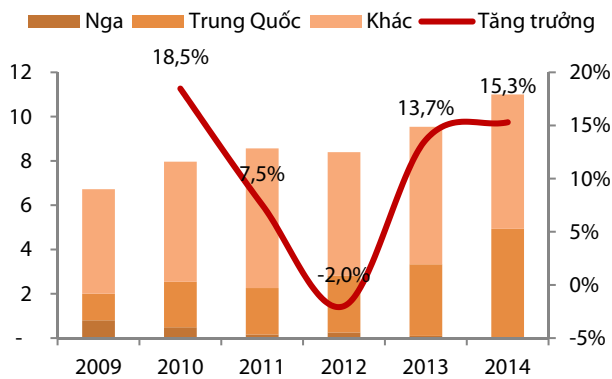
Nhân tố chính trong năm 2015

- Biến động của giá nguyên liệu đầu vào.
- Tiến độ của các dự án thép trong nước.
- Các biện pháp phòng vệ thương mại tại các thị trường xuất khẩu thép của Việt Nam.
- Cạnh tranh ngày càng gay gắt với thép Trung Quốc và nguy cơ tăng nhập khẩu thép Nga.
- Lộ trình cắt giảm thuế suất theo Hiệp định thương mại tự do VCUFTA.

Rủi ro

- Giá nguyên liệu đầu vào biến động tăng trở lại ảnh hưởng đến việc lên kế hoạch và nhập nguyên liệu của doanh nghiệp.
- Thị trường bất động sản và xây dựng phục hồi không như kỳ vọng khiến nhu cầu tăng trưởng thấp hơn dự báo.

Diễn biến nhập khẩu thép giai đoạn 2009-2014



Nguồn: RongViet Research

Biên lợi nhuận gộp của các DN trong ngành

ĐV: %	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NKG	9,4	10,0	8,0	4,0	6,5	5,4
POM	18,2	12,1	10,1	4,0	3,5	4,0
SMC	2,7	3,6	3,5	2,7	2,8	3,0
TLH	11,2	8,7	9,7	4,5	2,0	5,5
VGS	9,8	5,0	3,5	2,8	4,6	3,8
VIS	15,6	7,5	6,6	6,5	6,7	6,6
HPG	24,3	17,2	16,1	14,8	17,3	20,3
HSG	19,6	19,0	12,9	13,9	14,5	11,7

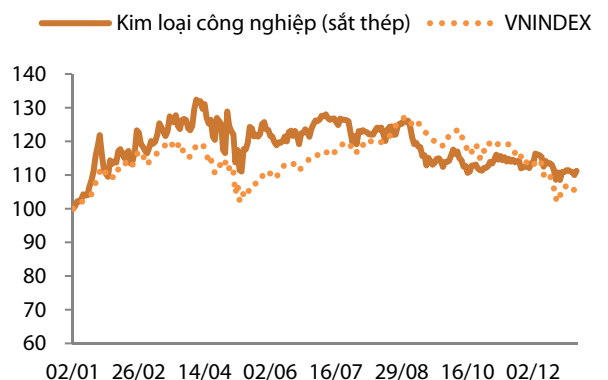
Nguồn: RongViet Research

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	-
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	-
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	
Cải tiến công nghệ	
Môi trường cạnh tranh	--
Đánh giá chung	TRUNG LẬP

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Theo dõi các doanh nghiệp ngành thép đang niêm yết, chúng tôi nhận thấy một thực tế là chỉ

còn lại HPG và HSG là duy trì được biên lợi nhuận tương đối tốt trong khi các doanh nghiệp còn lại đều có biên lợi nhuận giảm dần theo thời gian. Sự khốc liệt của môi trường cạnh tranh cũng kéo theo cạnh tranh về giá trong khi chất lượng sản phẩm thép hầu như không phải là yếu tố quyết định. Như vậy, những doanh nghiệp có thương hiệu, thị phần và kiểm soát được chi phí mới có thể tồn tại.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

- Là công ty có thương hiệu và kiểm soát được chi phí hiệu quả, chúng tôi khá tin tưởng vào khả năng bán hàng và vị thế số 1 hiện tại của Công ty trong phân khúc thép xây dựng.
- Theo kế hoạch, sản lượng thép tiêu thụ dự kiến tăng 20% trong năm 2015, tuy nhiên lợi nhuận sẽ giảm so với năm trước do phần lợi nhuận đến từ dự án Mandarin giảm đáng kể và biên lợi nhuận có thể bị thu hẹp bởi cạnh tranh gia tăng.
- Với xu hướng giảm của giá nguyên liệu thế giới, chúng tôi kỳ vọng Công ty có thể tiết kiệm được chi phí đầu vào bằng cách tìm kiếm nguồn quặng nhập khẩu giá thấp.
- Công ty đã khởi công xây dựng khu liên hợp Gang thép GD 3 vào tháng 10/2014, dự kiến Q1/2016, lò cao số 3 sẽ đi vào hoạt động nâng công suất thép thêm 750.000 tấn/năm (+60%).
- Dự án bất động sản Hoàng Mai đang được thực hiện, dự kiến đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận trong 2-3 năm tới với lợi nhuận kỳ vọng chỉ bằng 1/3 dự án Mandarin (~500 tỷ đồng).
- Công ty dự kiến chia cổ tức năm 2014 là 30%, trong đó 10% bằng tiền và 20% bằng cổ phiếu. Ngoài ra, công ty cũng sẽ tiến hành phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 30% để tăng vốn điều lệ. Thời gian dự kiến thực hiện trong Q2/2015.

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)

- Là công ty đầu ngành trong lĩnh vực tôn mạ, Công ty cũng đang đặt mục tiêu dẫn đầu trong mảng ống thép với 2 dây chuyền mới (200.000 tấn/năm) sẽ đi vào hoạt động trong NĐTC 2014-2015.
- Trong niên độ 2014-2015, Công ty tập trung vào thị trường nội địa, giảm tỷ trọng cơ cấu doanh thu từ xuất khẩu xuống còn 37% do gặp khó khăn đối với các rào cản phi thương mại từ các thị trường xuất khẩu lớn.
- Giá nguyên liệu đầu vào (HRC) tiếp tục giảm mạnh đầu năm 2015 trong khi công ty đã rút kinh nghiệm từ đợt nhập hàng của niên độ trước. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận có thể được cải thiện nhẹ trong niên độ 2014-2015.
- Hướng đi của Công ty sẽ có sự thay đổi đáng kể trong năm nay với định hướng tái cấu trúc trở thành doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực phân phối vật liệu xây dựng. Chúng tôi cho rằng đây là định hướng tốt khi room tăng trưởng đối với ngành thép trong nước không còn nhiều, tuy nhiên, có lẽ phải 1-2 năm nữa định hướng này mới được hiện thực hóa.
- Do liên tục mở rộng quy mô sản xuất và kênh phân phối, đồng thời chính sách quản trị tiền mặt khác biệt nên nợ ròng của Công ty cao thứ hai trong ngành (sau Pomina), việc tiếp tục mở rộng sẽ khiến chi phí đầu tư và marketing ảnh hưởng đến an toàn dòng tiền hoạt động của Công ty.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
HPG	Tích lũy	Trung hạn	35	61	26	0,6	-2	7,2	1,9	7,4	12	461	23.015,1	29,8
HSG	Tích lũy	Trung hạn	27	-29	41	7,8	15	9,2	3,7	8,8	-27	152	3.756,2	3,5
NKG	Không đánh giá		25	47	15	2,1	60	6,8	1,2	4,3	29	168	598,5	18,8
SMC	Không đánh giá		13	28	6	4,8	5	8,8	0,5	8,3	-13	13	292,2	11,2
TLH	Không đánh giá		22	-35	7	0,8	n/a	7,7	0,5	n/a	-5	576	589,0	38,6
VGS	Không đánh giá		24	70	4	1,3	n/a	10,9	0,5	n/a	-15	365	234,0	16,8
VIS	Không đánh giá		10	-65	3	2,3	n/a	17,6	0,6	n/a	-18	112	393,8	23,5

Nguồn: RongViet Research tổng hợp



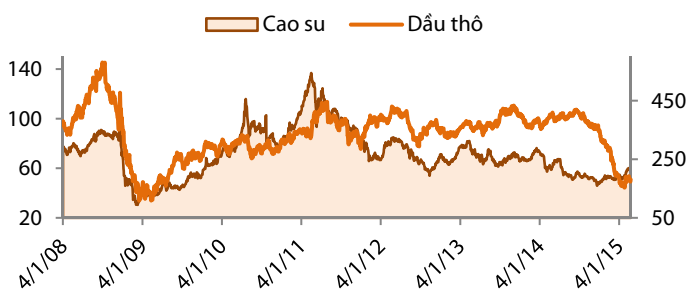
CAO SU TỰ NHIÊN: Sản lượng tiêu thụ có thể cải thiện nhưng giá vẫn ở mức thấp

Lê Hữu Triển (trien.lh@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Ngành cao su tự nhiên trải qua tình trạng cung vượt cầu trong 4 năm qua, đồng thời, giá mủ cao su vẫn đang trong kênh giảm kể từ Q1-2011. Năm 2015, nhiều nghiên cứu dự báo rằng tình trạng dư cung vẫn tiếp diễn nhưng tỷ lệ thặng dư có thể thấp hơn năm 2014. Theo International Rubber Study Group (IRSG), nhu cầu cao su sẽ tăng khoảng 1,8% trong khi nguồn cung đã chứng lại. Vì vậy, giá cao su rất có khả năng sẽ dẫn hồi phục trong năm nay. Tuy nhiên, sự mạnh nha hồi phục này có sự cản trở không nhẹ của xu hướng giá dầu rất mạnh 6 tháng gần đây. Điểm thú vị là cả giá dầu (liên quan đến cao su tổng hợp) và giá cao su tự nhiên đều đang hướng đến mốc thấp nhất thiết lập vào năm 2008. Với các lý do trên, chúng tôi cho rằng, nhu cầu tiêu thụ tuy được dự báo sẽ tăng trưởng khá nhưng sự hồi phục về giá có thể diễn ra rất chậm trong năm 2015.

Hình: Tương quan giá cao su và giá dầu



Nguồn: Bloomberg

Với đặc trưng các doanh nghiệp trong ngành đa phần là nhà khai thác và cung cấp cao su tự nhiên thuần túy, vì vậy, KQKD đến từ hoạt động cốt lõi khó đạt được mức khả quan trong năm 2015. Thay vào đó, chúng tôi nhận thấy khá nhiều doanh nghiệp có ý định thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành có thể nhằm bổ sung vào nguồn lợi nhuận. Điểm sáng duy nhất đối với ngành là tỷ suất cổ tức/thị giá bình quân vẫn vào khoảng ~7,8% là khá hấp dẫn so với mức lãi suất ngân hàng hiện nay.

Tập đoàn cao su Việt Nam mới đây thể hiện mong muốn phát triển ngành cao su theo chiều sâu để mở rộng giá trị chuỗi cung ứng cũng như giảm thiểu bất lợi từ việc biến động của giá mủ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cần nhiều thời gian để hiện thực hóa định hướng này. Trước mắt, VRG đã chủ trương giảm tỷ trọng mủ 3L xuất khẩu thô, nâng cao tỷ trọng cung cấp mủ SV10, SV20 phục vụ sản xuất sản phẩm lốp nhằm khai thác tiềm năng tăng trưởng của ngành sản phẩm lốp, đặc biệt là 2 nhà máy sản xuất lốp Radial của DRC, CSM bắt đầu vào guồng hoạt động.

Nhân tố chính trong năm 2015

- Tăng trưởng ngành ô tô trong nước và khu vực châu Á sẽ gia tăng lực cầu cho ngành cao su tự nhiên.
- Nhà máy sản xuất lốp Radial của DRC, CSM bắt đầu vào guồng hoạt động.
- Chính sách hạn chế phát triển diện tích trồng cao su của các nước xuất khẩu hàng đầu là Thái Lan, Indonesia, Việt Nam.

Rủi ro

- Phục hồi kinh tế tại một số quốc gia lớn không như kỳ vọng.

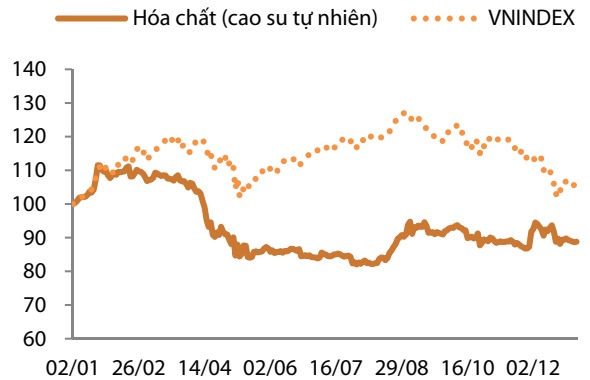
- Quốc gia tiêu thụ mủ cao su hàng đầu, Trung Quốc, tăng trưởng chậm lại một cách nghiêm trọng.
- Diện tích cao su được trồng mới trong những năm gần đây tại Campuchia và một số nơi khác bắt đầu cho mủ, gia tăng mức bất cân xứng cung cầu trong ngành cao su tự nhiên.

Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	-
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	+
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	-
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TRUNG LẬP

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Mặc dù chúng tôi không khuyến nghị ngành cao su tự nhiên trong năm nay, tuy nhiên, nếu một số nhà đầu tư yêu thích cổ tức vẫn muốn chọn cổ phiếu cao su vào danh mục, chúng tôi cho rằng nên chọn doanh nghiệp có mảng sản phẩm được chế biến sâu từ cao su tự nhiên là DPR (nệm cao su).

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Cổ phần cao su Đồng Phú (HSX: DPR)

- 1.000 ha dự án cao su Kratie (Campuchia) bắt đầu cho sản phẩm.
- Với mảng sản phẩm chế biến sâu từ cao su (nệm cao su), DPR sẽ tiếp tục khai thác lợi thế này của mình khi đẩy mạnh khâu tiêu thụ sản phẩm trong bối cảnh giá cao su đang ở mức khá thấp.
- Kế hoạch thoái vốn tại Công ty TNHH đầu tư hạ tầng VRG và CTCP TMDV Du lịch Cao su sẽ bổ sung lợi nhuận cho DPR trong năm 2015.
- Tỷ suất cổ tức/thị giá khá cao với mức 7,9%.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm	Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
		2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
		+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
DPR	Ổn định Dài hạn	-6	-42	8,7	0,1	2	7,3	0,7	7,1	-15	18	1.541,0	9,5
HRC	Không đánh giá	-60	-14	11,1	0,3	n/a	14,1	1,6	n/a	3	9	791,0	7,5
PHR	Ổn định Dài hạn	-15	-29	11,9	0,3	-30	6,5	0,8	9,2	-28	6	1.962,0	23,1

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

KHOÁNG SẢN: Chưa phải thời điểm để đầu tư?

Lê Hữu Triển (trien.lh@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Những năm trước đây, ngành khoáng sản được đánh giá là ngành có biên gộp khá tốt khi nhu cầu khoáng sản thô thế giới luôn tăng trưởng ổn định và chi phí khai thác thấp. Tuy nhiên, từ khi Chỉ thị 02/CT-TTg được ban hành năm 2012 cấm xuất khẩu khoáng sản trừ dầu mỏ và than đá, ngành này bắt đầu rơi vào giai đoạn khó khăn. Với lượng khoáng sản thô tồn đọng do đã khai thác nhưng không được xuất khẩu, trong khi các nhà máy chế biến khoáng sản tại Việt Nam có công suất còn thấp, đã gây nên tình trạng thặng dư cung. Điều này khiến các doanh nghiệp khai khoáng khá vất vả để kiếm khách hàng tiêu thụ. Thêm vào đó, trong năm 2014 mức thuế khai thác tài nguyên được điều chỉnh tăng và tình trạng sụt giảm của giá nguyên vật liệu thế giới càng đẩy các doanh nghiệp khai thác lâm vào tình trạng khó khăn hơn. Theo đánh giá của một số tổ chức, năm 2015 vẫn là một năm tương đối khó khăn đối với ngành khoáng sản do tình trạng dư cung vẫn tiếp diễn. Vì vậy, ngành khai khoáng Việt Nam vẫn chưa thể hồi phục trong năm nay.

Bảng điều chỉnh mức thuế khai thác tài nguyên áp dụng từ tháng 2/2014

Khoáng sản	Trước điều chỉnh	Sau điều chỉnh
Sắt	10%	12%
Titan	11%	16%
Vonfram	10%	18%
Đồng	10%	13%
Than antraxit, nâu, mỡ	7%	9%
Than khác	5%	7%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Than: Khó tận dụng cơ hội cấu vượt cung.

Là quốc gia có trữ lượng than lớn của Châu Á, tuy nhiên, sau giai đoạn khai thác và xuất khẩu ồ ạt, ngành than đang đứng trước tình trạng phải nhập khẩu than để đảm bảo an ninh năng lượng. Trong năm 2014 vừa qua, Tập đoàn than và khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) đã nhập thử nghiệm 41.500 tấn than từ Nga. Theo Vinacomin, với công suất khai thác hiện tại, trong năm 2015, nguồn cung của ngành có thể đáp ứng đủ cho nhu cầu trong nước (~56,2 triệu tấn) nhưng kể từ năm 2016 trở đi, Việt Nam buộc phải nhập khẩu khoảng 20-30 triệu tấn/năm để cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện. Tuy nhiên, các doanh nghiệp trong ngành lại khó có thể tận dụng cơ hội này để nâng cao KQKD. Nguyên nhân là do: (1) phần lớn các mỏ hiện tại đã sử dụng hết lớp than dễ khai thác, (2) việc đầu tư mở mới cần nguồn vốn lớn và tốn nhiều thời gian (7-8 năm) để đưa mỏ đi vào hoạt động, (3) thuế suất khai thác tài nguyên đã tăng 2%.

Sắt: Dư cung, cấu yếu, quặng sắt chưa thể phục hồi

Tình trạng dư cung làm giảm giá quặng sắt thế giới trong năm 2014 sẽ vẫn tiếp diễn trong năm nay. Theo dự báo của Goldman Sachs, lượng sắt thặng dư trong năm nay sẽ tăng gấp 3 lần so với năm 2014, xấp xỉ 163 triệu tấn do các tập đoàn khai thác khoáng sản lớn trên thế giới như Rio Tinto, BHP Billiton Ltd,... đẩy mạnh sản lượng khai thác. Trong khi đó, đà tăng trưởng của ngành sản xuất thép thế giới đang chững lại do dư cung tại Trung Quốc, quốc gia nhập khẩu ~67% lượng quặng sắt thế giới, cũng góp phần kìm hãm sự phục hồi của giá quặng sắt trong năm 2015. Ngoài ra, các doanh nghiệp khai thác quặng sắt ở Việt Nam còn gặp khó khăn khi ngành thép trong nước đang phải nỗ lực cạnh tranh với thép nhập khẩu từ Trung Quốc. Kết hợp với cơ



chế cấm xuất khẩu quặng thô, nhu cầu tiêu thụ quặng sắt năm 2015 được dự báo chỉ đạt khoảng 7,2 triệu tấn thấp hơn khá nhiều so với quy hoạch chính phủ là khai thác 13 triệu tấn.

Titan: Thời điểm thuận lợi để xây dựng nhà máy chế biến xỉ

Mặc dù Việt Nam là quốc gia có trữ lượng titan lớn thứ 6 thế giới (~650 triệu tấn), nhưng ngành khai thác titan trong những năm qua gặp rất nhiều khó khăn. Do luật cấm xuất khẩu quặng thô trong khi đó công suất các nhà máy chế biến xỉ titan thấp, các doanh nghiệp khai thác không thể tiêu thụ được lượng quặng tồn kho. Tuy nhiên, theo dự báo của JP Morgan, giá titan, xỉ titan sẽ bắt đầu hồi phục trong năm 2015 sau giai đoạn sụt giảm mạnh sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp trong năm nay.

Theo tìm hiểu của chúng tôi, giá quặng thô phục vụ sản xuất xỉ tại Việt Nam rẻ hơn ~20% so với giá thế giới, tuy nhiên, KQKD của các doanh nghiệp chế biến xỉ không mấy khả quan. Thực tế là, với chất lượng xỉ sản xuất còn thấp nên thị trường xuất khẩu chính của các doanh nghiệp vẫn là Trung Quốc, vì vậy việc giảm nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc trong năm 2014 đã làm gia tăng lượng xỉ tồn kho trong nước.

Chúng tôi còn nhận thấy, đầu tư xây dựng mới các nhà máy chế biến xỉ với chất lượng cao đang là xu hướng chính của ngành trong năm nay. Do đặc thù là ngành nghề kinh doanh có điều kiện, kể từ năm 2015, các cụm công nghiệp được quy hoạch chế biến titan mới bắt đầu cho phép các doanh nghiệp mới vào xây dựng nhà máy. Rất có khả năng các nhà máy mới này sẽ hưởng lợi kép từ lượng quặng thô tồn đọng và sự phục hồi của giá xỉ titan trong thời gian tới. Tuy nhiên, do cần thời gian để các nhà máy này xây dựng, vận hành máy móc cũng như tìm kiếm khách hàng chiến lược, nên dòng tiền dự kiến sẽ bắt đầu được ghi nhận trong năm 2016. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi cổ phiếu nhóm ngành titan đang triển khai dự án trong năm 2015.

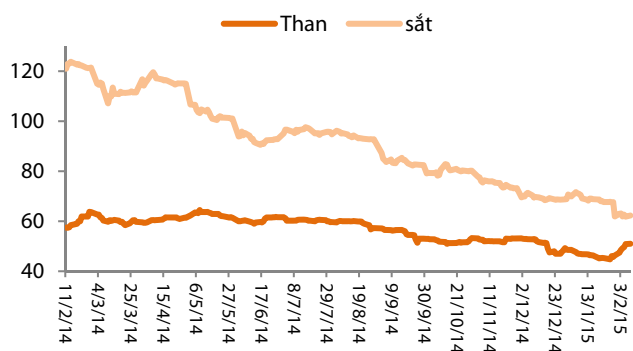
Nhân tố chính trong năm 2015

- Kinh tế được dự báo phục hồi làm gia tăng nhu cầu sử dụng một số loại khoáng sản.
- Việc cấp phép khai thác các dự án mới được thắt chặt góp phần củng cố rào cản gia nhập ngành.

Rủi ro

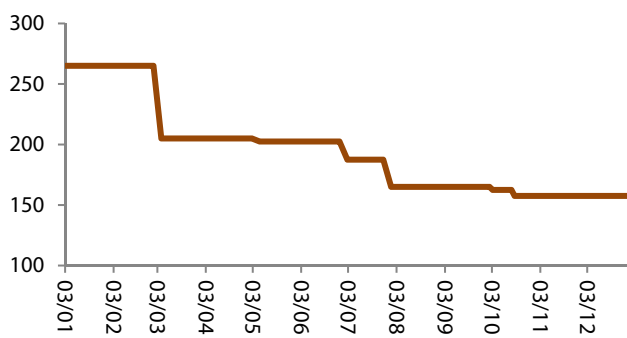
- Sự phục hồi của nền kinh tế và sự tăng trưởng của nhóm ngành công nghiệp không như kì vọng.
- Giá nguyên vật liệu đầu vào như xăng dầu, điện, hóa chất, thuốc nổ,... biến động bất thường.

Diễn biến giá sắt và than



Nguồn: Bloomberg

Giá quặng titan đã hoàn nguyên (ilmenite) năm 2014



Nguồn: Bloomberg

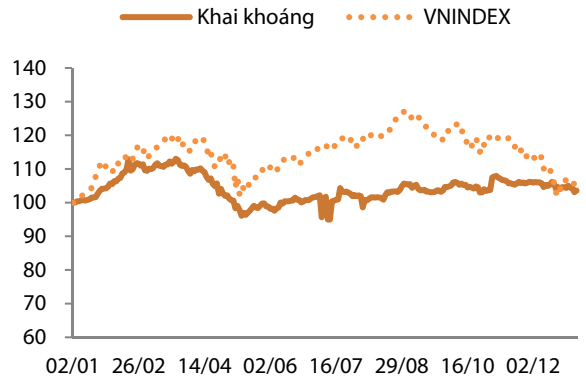


Bảng đánh giá kết quả định tính ngành

Chỉ tiêu	Điểm
Triển vọng cung-cầu	-
Yếu tố đầu vào	+
Chính sách	-
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	+
Cải tiến công nghệ	+
Môi trường cạnh tranh	-
Đánh giá chung	TIÊU CỰC

Nguồn: RongViet Research

Tương quan chỉ số ngành với VNINDEX



Nguồn: RongViet Research

Chọn lọc doanh nghiệp

Bức tranh toàn cảnh ngành khoáng sản trong năm 2015 vẫn chưa khởi sắc. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp niêm yết đặc biệt là các doanh nghiệp chế biến xỉ titan vẫn chưa tạo được dòng tiền mạnh. Vì vậy, chúng tôi không khuyến nghị nhóm ngành này trong năm nay. Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn có thể lựa chọn quan tâm theo dõi những mã cổ phiếu có thanh khoản tương đối tốt và bước đầu có doanh thu ổn định từ các dự án đầu tư trong thời gian gần đây.

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Than Vàng Danh - Vinacomin (HNX: TVD)

- Sản lượng khai thác năm 2015 dự kiến tăng ~25,6% yoy đạt mức 4,1 triệu tấn than.
- Dự án nhà máy sàng tuyển than Vàng Danh II với công suất 2 triệu tấn/năm sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2015.
- Vốn chủ sở hữu cao nhất trong số các doanh nghiệp than niêm yết và Vinacomin sở hữu 62,66% rất thuận lợi cho TVD kêu gọi vốn cũng như thực hiện các qui trình pháp lý để đầu tư khai thác mỏ mới.

CTCP CMISTONE Việt Nam (HNX: CMI)

- Nguồn thu ổn định từ: mỏ sắt Trấn Hưng – Yên Bái (4.000-7.000 tấn/tháng), mỏ đá Vạn Xuân – Hà Tĩnh (8.000-25.000 tấn/tháng).
- Dự án mỏ sắt Khoam bang-Lào với tổng mức đầu tư 30 tỷ đồng có thể đi vào hoạt động.
- Dự kiến tái đầu tư 3 dự án trong năm 2015 sau thời gian trì hoãn do thiếu vốn (mỏ đá trắng Quỳnh Hợp, nhà máy bột đá siêu mịn và nhà máy đá ốp lát nhân tạo) sẽ góp phần nâng cao doanh thu và lợi nhuận của CMI trong năm 2015.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm	Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
		2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
		+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
BMC	Không đánh giá	-59	-74	9,6	-	n/a	14,1	1,3	n/a	-45	19	295,0	4,7
CMI	Tích cực Trung hạn	115	112	27,1	0,5	2	5,3	1,2	5,2	-24	83	152,0	4,8
KSA	Tích cực Dài hạn	230	19	5,4	-	73	14,8	0,8	8,6	-10	746	355,0	18,1
KSB	Không đánh giá	16	16	20,5	-	n/a	5,7	1,1	n/a	15	28	531,0	4,6
KSH	Không đánh giá	80	468	5,5	-	n/a	11,2	1,0	n/a	45	518	308,0	13,3
KSQ	Không đánh giá	839	3.141	5,9	-	n/a	5,3	0,7	n/a	58	181	174,0	7,1
KTB	Không đánh giá	250	102	1	-	n/a	42,4	0,4	n/a	-28	331	177,0	19,3
NBC	Không đánh giá	-21	12	24,2	0,9	n/a	4,3	0,9	n/a	5	10	364,0	12,0
TVD	Ổn định Dài hạn	26	5	23,5	2,2	n/a	4,7	1,1	n/a	19	13	492,0	20,4

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Ngành khác

Cổ phiếu ưa thích

CTCP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

- Là doanh nghiệp chiếu xạ có thị phần khá lớn trong hoạt động chiếu xạ, trong đó chiếu xạ mặt hàng thủy sản chiếm 70% và 40% đối với mặt hàng trái cây tươi.
- Tổng công suất của APC tại hai nhà máy tại Bình Dương và Vĩnh Long vào khoảng 250 tấn/ngày, trong đó nhà máy tại Bình Dương đã chạy gần hết công suất và công suất khả dụng tại Vĩnh Long vào khoảng 50%.
- Nhu cầu chiếu xạ trái cây tươi ước tính tăng lên 19% khi Bộ Nông Nghiệp Mỹ công bố việc cho phép nhập khẩu hai mặt hàng trái cây tươi của Việt Nam (nhãn, vải) từ 06/10/2014.
- Hoạt động tái cấu trúc từ các năm trước dần thu được kết quả tích cực, đặc biệt là vấn đề nợ vay. Tính đến 2014, tổng dư nợ vay giảm ~60% so với cùng kỳ.
- Cơ cấu doanh thu không chịu sự phụ thuộc quá lớn vào chiếu xạ thủy sản như trước đây. Tỷ trọng có sự phân bố đều giữa thủy sản, bột gia vị và hàng khô (hơn 70% tổng doanh thu).
- Rủi ro: Khả năng doanh nghiệp có thể hủy niêm yết sau khi Thái Sơn đã thầu tóm và nắm quyền điều hành.

CTCP Dabaco (HNX: DBC)

- Là một trong những doanh nghiệp dây chuyền khép kín từ thức ăn chăn nuôi đến đầu ra cuối cùng.
- Biên LN gộp khá cao so với ngành thức ăn chăn nuôi, trên 17%.
- Sản phẩm thức ăn chăn nuôi được đánh giá cao về chất lượng với thương hiệu được công nhận.
- Tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi thông qua việc dừng triển khai và thanh lý các dự án bất động sản như Đền Đô.
- Cơ cấu vốn có sự thay đổi, trong đó vốn nhà nước SCIC được thay thế bởi SSI, kỳ vọng có sự linh hoạt trong quản lý so với trước đây.

CTCP FPT (HSX: FPT)

- Mảng phân phối và bán lẻ sản phẩm công nghệ (SP ICT) tốt hơn dự kiến giúp doanh thu tăng trưởng mạnh (~21% yoy). Đến cuối năm 2014, FPT có 163 cửa hàng bán lẻ sản phẩm di động và ICT, tăng 63% so với năm 2013 và cao hơn kế hoạch 150 cửa hàng của Tập đoàn.
- Biên lợi nhuận năm 2015 có thể sẽ chưa thể phục hồi do 450 tỷ đồng còn lại của chi phí đầu tư quang hóa hạ tầng viễn thông sẽ được phân bổ trong năm này.
- Ngành kinh doanh có yếu tố chu kỳ cao như CNTT kỳ vọng sẽ phục hồi trở lại, theo xu hướng mở rộng đầu tư công nghệ thông tin trong nước. Bên cạnh đó, chiến lược toàn cầu hóa của Tập đoàn cũng sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.
- Là Tập đoàn công nghệ hàng đầu Việt Nam được nhiều tổ chức đầu tư nước ngoài ưa thích, tỷ lệ sở hữu NĐT NN tại cổ phiếu này đã chạm trần. Do đó, chính sách tăng giới hạn tối đa về sở hữu NĐT NN nếu được thông qua, sẽ là cú hích giúp cổ phiếu FPT tăng giá nhanh hơn.

CTCP Pin Ác Quy Miền Nam (HSX: PAC)

- Doanh nghiệp có thương hiệu lâu đời trong việc cung cấp các sản phẩm ắc quy, pin.
- Mảng ắc quy xe máy phục hồi nhờ sản phẩm ắc quy xe máy mới PTX giúp thu hút thành công các khách hàng mới như Honda và Piaggio.
- Mảng ắc quy xe hơi ghi nhận tăng trưởng doanh thu đáng kể nhờ vào 3 yếu tố chính là (1) sự tăng trưởng doanh thu tốt từ các khách hàng chính như Ford và Thaco Trường Hải, (2)

sự phục hồi tích cực của thị trường xe ô tô (trong cả hai mảng là CDK và CBU) và (3) chính sách siết chặt tải trọng là những yếu tố tích cực hứa hẹn thúc đẩy doanh thu của PAC.

- Sự giảm giá đáng kể của nguyên vật liệu chính đầu vào là chì (thấp hơn 1.900 USD/tấn) có ảnh hưởng tích cực đến giá vốn hàng bán của doanh nghiệp.
- Kế hoạch tái cấu trúc, quy hoạch nhà máy ắc quy Đồng Nai 2- Nhơn Trạch để dành chỗ cho dây chuyền sản xuất pin khi nhà máy pin ở quận 6 buộc phải di dời kỳ vọng sẽ không làm tăng khấu hao.
- Hệ thống mã vạch được áp dụng giúp tiết kiệm chi phí quản lý và bảo hành từ 5-7 tỷ/1 năm.

CTCP Cơ điện lạnh (HSX: REE)

- REE là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực thi công cơ điện công trình và sản xuất thiết bị điều hòa ở Việt Nam. Công ty hiện đang tham gia vào các công trình lớn như nhà máy, ACE Sanofi, khách sạn Khatoco Khánh Hòa, Delta Saigon Tower, Saigon Centre giai đoạn 2 & 3... với tổng giá trị hợp đồng thi công hơn 3.000 tỷ đồng.
- REE hiện sở hữu và điều hành 6 dự án văn phòng hạng B ở TP.HCM với tổng diện tích cho thuê hơn 100.000 m2 và tỷ lệ lấp đầy thường xuyên duy trì ở mức gần 100%.
- Công ty dự định phát triển thêm một dự án văn phòng cho thuê ở quận 4, TP.HCM với vốn đầu tư khoảng 700 tỷ đồng trong giai đoạn 2015-2017.
- Khoản đầu tư lớn các doanh nghiệp trong lĩnh vực điện, nước và hạ tầng như TBC, TMP, PPC... sẽ tiếp tục đóng góp đáng kể vào lợi nhuận kinh doanh của REE trong năm 2015. Đặc biệt, cổ phần tại PPC có thể đem lại khoản lợi nhuận LDLK lớn cho REE nếu công ty này ghi nhận lợi nhuận đột biến từ chênh lệch giá tỷ giá đồng JPY trong năm nay.

CTCP Tàu cao tốc Superdong – Kiên Giang (HSX: SKG)

- SKG là doanh nghiệp dẫn đầu về thị phần vận chuyển hành khách bằng tàu cao tốc theo tuyến cố định từ Kiên Giang đến Phú Quốc. Đồng thời, vùng biển và ven biển Việt Nam thuộc Vịnh Thái Lan nằm trong chương trình quy hoạch phát triển tổng thể của Chính phủ đến năm 2020, do đó tiềm năng về tăng trưởng nhu cầu hành khách của công ty kỳ vọng khả quan.
- Vị thế cạnh tranh của SKG trong phân khúc vận chuyển hành khách sang Phú Quốc trong những năm gần đây có sự bứt phá ngoạn mục. Nhờ linh hoạt trong việc thực hiện chính sách chiết khấu cho các đại lý, SKG đang dần chiếm lĩnh thị phần tại khu vực này và hiện nay doanh nghiệp đã “độc quyền” khai thác hành khách tuyến Rạch Giá – Phú Quốc.
- Năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp và tiềm năng tăng trưởng doanh thu kỳ vọng tích cực trong năm 2015 đến từ việc khai thác ổn định hai tàu Superdong VII và VIII (mới đưa vào hoạt động từ T7/2014 và T01/2015).
- Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ hưởng lợi lớn từ xu hướng giảm của giá dầu do nguyên liệu đầu vào (dầu FO) chiếm 50-60% giá vốn. Dựa trên kịch bản cơ sở với giá dầu ~\$50/thùng, kỳ vọng biên lợi nhuận tiếp tục duy trì mức cao.

CTCP Ánh Dương Việt Nam (HSX: VNS)

- Vinasun là đơn vị dẫn đầu về số lượng xe taxi ở TP. HCM với khoảng 44% thị phần. VNS có hệ thống call center chất lượng tốt (có thể tiếp nhận lên tới 40.000 cuộc gọi/ngày), hệ thống khách hàng ổn định với tỷ lệ khách hàng doanh nghiệp tương đối cao (12-14%).
- Được giấy phép hoạt động ở Cần Thơ từ quý 2/2014, Công ty đã khai thác thử nghiệm 50 taxi từ cuối năm 2014. Công ty cũng đang nỗ lực để được cấp phép hoạt động ở Hà Nội trong năm nay.
- VNS có kế hoạch mua mới 1.000 xe/năm trong vòng 3 năm từ năm 2015 để tăng dần thị phần tại khu vực TP. HCM lên 52-55%.
- Vinasun có thể sẽ ngừng khai thác khoảng 400 xe trong năm 2015; lợi nhuận thu về từ việc thanh lý ước khoảng 72 tỷ đồng.

- VNS dự định áp dụng dịch vụ GPS trên tất cả các taxi khai thác để nâng cao hiệu quả quản lý và điều phối các xe taxi (giảm thời gian đón khách và tăng số lượt xe). Công ty đang thử nghiệm dịch vụ này cho 260 xe đang khai thác ở Đà Nẵng.

Bảng chỉ tiêu tài chính và giao dịch các doanh nghiệp trong ngành

Cổ phiếu	Quan điểm		Chỉ tiêu tài chính cơ bản					Chỉ tiêu định giá			Chỉ tiêu giao dịch			
			2014				2015	P/E Trailing (lần)	P/B h.tại (lần)	P/E 2015F (lần)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGĐ TB 3 tháng (nghìn cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Room NĐTNN (tr.cp)
			+/- DT (%)	+/- LNST (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	+/- EPS (%)							
APC	Tích lũy	Ngắn hạn	7	61	15	0,2	6,0	8,4	1,3	8	35	87,0	218,8	4,7
DBC	Tích lũy	Ngắn hạn	9	8	12	0,8	18	8,9	1,0	7,6	24	409	1.838,0	10,7
PAC	Tích lũy	Trung hạn	8	21	15	0,7	10	8,5	1,1	8,6	13	30	636,0	6,7
FPT	Mua	Dài hạn	21	1	21	0,9	11	10,3	2,1	9,3	1	333	16.782,0	0,0
REE	Trung lập	Dài hạn	9	9	18	0,1	-25	6,9	1,3	6,9	-10	722	7.399,4	0,1
SKG	Tích cực	Dài hạn	36	75	34	0	14	8,7	2,6	8,6	n/a	29	900,0	1,2
VNS	Tích cực	Dài hạn	19	40	24	0,6	13,5	7,8	1,9	6,9	21	17	2.448,6	-

Nguồn: RongViet Research tổng hợp



CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ
NĂM 2015

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NĂM 2015: MUA CHỌN LỌC VÀ NẮM GIỮ

Nguyễn Bá Phước Tài (tai.nbp@vdsc.com.vn)

Triển vọng năm 2015

Sau một năm nhiều biến động, chúng tôi cho rằng TTCK năm 2015, dưới tác động nhiều yếu tố, sẽ khó lặp lại sự tăng trưởng đồng loạt như trong năm 2014. Nhìn chung, giá cổ phiếu sẽ được dẫn dắt chủ yếu bởi sự mở rộng của chỉ số P/E cũng như tăng trưởng EPS của các doanh nghiệp. Do tính chất tương quan nghịch với mặt bằng lãi suất, chỉ số P/E của thị trường năm 2015 được kỳ vọng sẽ có sự mở rộng tương đối. Ngoài ra, EPS của toàn thị trường có thể tăng trưởng dương tuy nhiên mức tăng sẽ khó nhảy vọt như năm bước ngoặt 2014.

Mặt khác, khả năng tăng giá của thị trường còn phụ thuộc lớn vào tâm lý nhà đầu tư. Trong năm 2014, đặc biệt là nửa đầu năm, sự kỳ vọng vào các cam kết của Chính Phủ cũng như các cải cách về chính sách ngành đã tạo ra tâm lý phấn khởi lan rộng trên TTCK. Bối cảnh năm 2015 thay đổi ở chỗ: không có nhiều điểm mới, không có nhiều điều chờ đợi mà chủ yếu là kỳ vọng vào sự hoàn thành các cam kết đang thực hiện dang dở hoặc chưa được thực hiện trong năm 2014. Do đó, thiếu những yếu tố “mới” chúng tôi tin rằng thị trường sẽ lạc quan trong giới hạn thận trọng nhất định.

Dựa trên những chủ điểm phân tích về kinh tế vĩ mô ở trên, chúng tôi cho rằng những kết quả nền kinh tế Việt Nam đã đạt được trong năm 2014 là đáng ghi nhận, tạo ra động lực và cơ hội kinh doanh cho các thành phần kinh tế. Kinh tế Việt Nam sẽ đứng trước những cơ hội của các thỏa thuận thương mại tự do (FTAs), của mặt bằng chi phí vốn thấp, tuy nhiên cũng có những thách thức lớn liên quan đến lợi thế cạnh tranh, điều tiết sự tập trung dòng vốn, sự phá sản của các doanh nghiệp nhỏ, sự lệ thuộc vào doanh nghiệp FDI, tỷ lệ nợ công, xử lý nợ xấu... Rõ ràng, cơ hội không chia đều cho tất cả. Điều này khiến cho việc tìm kiếm cổ phiếu tốt để đầu tư trong năm 2015 là không dễ dàng hay nói cách khác ngành được đánh giá tích cực không bảo đảm triển vọng khả quan cho tất cả doanh nghiệp trong ngành.

Về chiến lược đầu tư trong năm nay, dựa trên nhận định kinh tế Việt Nam “xác nhận” bước vào chu kỳ phục hồi đồng thời đứng trước tiến trình tái cấu trúc và hội nhập ngày một rõ ràng hơn, chúng tôi cho rằng có ba chiến lược đầu tư có thể được xem xét trong năm nay:

- (1) Chiến lược đầu tư cơ hội
- (2) Chiến lược đầu tư ngành chu kỳ
- (3) Chiến lược đầu tư ngược xu thế

Chiến lược đầu tư cơ hội

Cơ hội 1: Triển vọng ký kết các hiệp định thương mại là nhân tố hỗ trợ lớn đối với cổ phiếu ngành dệt may, thủy sản, kho vận và bất động sản khu công nghiệp

Dệt may và thủy sản: Đầu tư vào các cổ phiếu đầu ngành

Dự địa để tăng giá đối với cổ phiếu dệt may và thủy sản vẫn còn trong dài hạn. Biến động giá tích cực của một số cổ phiếu dệt may và thủy sản (trừ cá tra) trong năm 2014 phản ánh sự kỳ vọng của thị trường vào khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp này sau khi các hiệp định thương mại được ký kết. Dù vậy, có thể thấy các tác động này vẫn chưa được phản ánh hoàn toàn vào giá cổ phiếu. Nguyên nhân chính là do (1) NĐT và giới phân tích nhìn chung còn thận trọng về khả năng ký kết TPP và (2) các điều khoản chính thức của TPP và các hiệp định FTA đang đàm phán chưa được công bố nên tác động cụ thể khó được lượng hóa. Về dài hạn, ngay cả khi TPP chưa được ký kết, triển vọng tăng trưởng của xuất khẩu dệt may và thủy sản vẫn rất tích cực. Trong đó, thị trường Mỹ và Nhật Bản, hai nền kinh tế lớn nhất trong TPP, ngày càng mở

rộng với các doanh nghiệp Việt Nam. Đồng thời, đối với EU và Hàn Quốc, Việt Nam cũng đã kết thúc đàm phán FTA từ cuối năm 2014.

Nhìn chung, đối với ngành dệt may và thủy sản, nhà đầu tư nên tập trung vào các cổ phiếu đầu ngành. Cả TPP và các FTA đều áp dụng nhiều rào cản kỹ thuật đối với hàng hóa Việt Nam như quy tắc xuất xứ, yêu cầu chất lượng, điều kiện lao động, môi trường Riêng hàng dệt may có yêu cầu "từ sợi trở đi" khắt khe trong khi thủy sản xuất khẩu phải đối mặt với thuế chống bán phá giá ở Mỹ (POR10). Do đó, chỉ có một số doanh nghiệp có thể hưởng lợi từ các hiệp định này. Mặt khác, vì các cổ phiếu dệt may và thủy sản đã tăng khá nhiều trong suốt 2014, những thông tin tích cực về tiến độ đàm phán chỉ có thể hỗ trợ giá cổ phiếu trong thời gian ngắn. Ngược lại, thông tin không thuận lợi về TPP sẽ có tác động lớn.

Vì hai lý do đó, NĐT nên chọn các công ty có triển vọng tăng trưởng dài hạn không hoàn toàn dựa trên TPP. Cụ thể, đó là những doanh nghiệp có thị trường lớn (trong FTA), năng lực sản xuất tốt, có kế hoạch đầu tư mở rộng khả thi. Được hỗ trợ bởi các yếu tố cơ bản, nhà đầu tư có thể cân nhắc tích lũy thêm các cổ phiếu này để đầu tư dài hạn nếu giá giảm mạnh. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong đối với ngành dệt may và thủy sản là **VHC, TCM**. Tiếp đó, **TNG, GMC, HVG, FMC** là những cổ phiếu có triển vọng tăng trưởng thấp hơn nhưng vẫn có thể mua vào nếu giá giảm về mức hợp lý. Các lựa chọn mạo hiểm hơn bao gồm **GIL, KMR, EVE**.

Bất động sản khu công nghiệp: triển vọng tích cực nhưng vẫn là ngành đầu tư nhiều rủi ro

Khác với dệt may và thủy sản, triển vọng của mảng BĐS KCN không phụ thuộc hoàn toàn vào việc ký kết TPP. Tất nhiên, việc ký kết TPP và các hiệp định FTA có thể làm gia tăng đáng kể số lượng dự án FDI và nhu cầu thuê đất ở các KCN. Do đó, giá cổ phiếu của các công ty BĐS KCN cũng có thể được hỗ trợ bởi thông tin về TPP. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp này còn được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố khác như chính sách ưu đãi, thu hút đầu tư và quy hoạch tại từng địa phương, tốc độ phát triển hạ tầng giao thông liên kết, xu hướng tăng trưởng của dòng vốn FDI nói chung ... Vì vậy, giá cổ phiếu sẽ khó giảm sâu trong trường hợp TPP không được ký kết.

Do chủ đầu tư có khuynh hướng tự tìm kiếm địa điểm thuê đất nên các công ty BĐS KCN thường bị động trong việc kiểm soát đầu ra (khác với doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh BĐS dự án). Vì lý do này, nhà đầu tư có thể phải chờ đợi lâu trước khi KQKD của doanh nghiệp có sự chuyển biến cụ thể. Như vậy, đối với lĩnh vực BĐS KCN, nhà đầu tư có thể cân nhắc tích lũy dần và nắm giữ trong trung hạn cổ phiếu của những công ty BĐS có quỹ đất lớn, nằm ở những khu vực đang thu hút nhiều vốn FDI. Trong đó, lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là **KBC**, tiếp đó, **ITA** cũng là một cổ phiếu đáng lưu ý.

Ngành kho vận: ngành đầu tư an toàn dành cho mục tiêu dài hạn

Ngành kho vận ở Việt Nam có những đặc thù: (1) cầu lớn hơn cung; (2) doanh nghiệp nội địa trong ngành thường có quy mô nhỏ, hoạt động trong thị trường ngách. Do đó, hầu hết các doanh nghiệp logistics niêm yết có tình hình tài chính lành mạnh, lợi nhuận hoạt động cao và chi trả cổ tức đều đặn. Tuy cũng là ngành hưởng lợi từ sự tăng trưởng của dòng vốn FDI, các cổ phiếu ngành kho vận thường có mức tương quan thấp với cổ phiếu các ngành khác và thị trường chung (hệ số beta trung bình từ 0,2-0,7 lần). Vận dụng đặc điểm này, nhà đầu tư có thể thêm nhóm cổ phiếu kho vận vào danh mục để giảm rủi ro và bổ sung thu nhập từ cổ tức.

Sự ổn định về giá cổ phiếu của các công ty logistics như TCL, HMM, SFI, TMS ... trong các năm qua cũng phản ánh sự thận trọng của các doanh nghiệp trong việc mở rộng kinh doanh và tốc độ tăng trưởng EPS không cao. Tuy nhiên, được hỗ trợ bởi lãi suất thấp, các chính sách phát triển ngành giao thông vận tải của Chính phủ và triển vọng ký kết TPP và các FTA, nhiều doanh nghiệp đã đẩy mạnh đầu tư thêm mở rộng quy mô đội xe, đội sà lan, diện tích kho bãi Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhóm doanh nghiệp ngành kho vận sẽ có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tương đối khá trong năm 2015 cũng như các năm tới. Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi



trong nhóm ngành này là **GMD, VSC, TCL** và **HMH**.

Cơ hội 2: Việc thúc đẩy giải quyết nợ xấu và tái cơ cấu hệ thống ngân hàng có thể tạo “sóng” ở nhóm cổ phiếu ngân hàng và bất động sản.

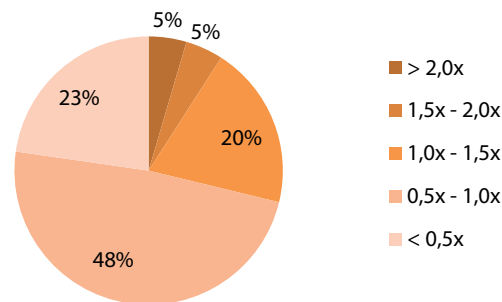
Bất động sản: nên tập trung vào các doanh nghiệp có khả năng bán hàng tốt và phân bố tỷ lệ nhỏ cho các cơ hội đầu tư mạo hiểm

Sau một giai đoạn khó khăn, TTCK đã không còn kỳ vọng quá nhiều vào tiềm năng quỹ đất của các doanh nghiệp BĐS. Thực tế, hầu hết các doanh nghiệp BĐS niêm yết đều đang giao dịch ở mức chiết khấu so với GTSS. Theo thống kê của chúng tôi, có đến 71% cổ phiếu BĐS đang giao dịch với P/B dưới 1,0 lần; trong đó, có hơn 23% số cổ phiếu có P/B nhỏ hơn 0,5 lần. Điều này cho thấy giá cổ phiếu BĐS đã đi sát hơn với KQKD của các doanh nghiệp.

Năm 2015, với mục tiêu đẩy nhanh tiến độ giải quyết nợ xấu, Chính phủ đã có nhiều chính sách hỗ trợ để cải thiện đầu ra cho các doanh nghiệp BĐS như giảm lãi suất cho vay mua nhà và giảm tỷ lệ rủi ro cho vay BĐS, mở rộng đối tượng và kéo dài thời gian cho vay ưu đãi ... Các chính sách này sẽ tác động đến các dự án BĐS theo 2 hướng: (1) giảm chi phí sử dụng vốn (và lãi suất chiết khấu) và (2) thúc đẩy tăng tiêu thụ, qua đó cải thiện dòng tiền cho các dự án. Quá trình sẽ giúp cải thiện tình hình tài chính và lợi nhuận của các công ty BĐS. Tuy nhiên, quy mô và tốc độ tăng trưởng dòng tiền phụ thuộc vào khả năng triển khai dự án của từng doanh nghiệp.

Nhìn chung, đối với cổ phiếu BĐS, chúng tôi vẫn khuyến nghị chiến lược đầu tư thận trọng. Nhà đầu tư nên dành sự chú ý cho các doanh nghiệp sở hữu những dự án có khả năng kinh doanh cao như đất nền, chung cư, nhà liền kề phân khúc trung bình, thấp vì đây là những phân khúc có nhu cầu dồi dào và được hỗ trợ trực tiếp từ chính sách. Đối với nhóm doanh nghiệp này, khả năng tăng giá cổ phiếu chủ yếu được dẫn dắt bởi sự cải thiện KQKD của doanh nghiệp nên sẽ không nhiều yếu tố đột biến nhưng bù lại rủi ro suy giảm được hạn chế. Các cổ phiếu triển vọng trong nhóm này bao gồm **VIC, KDH, NBB, TDH**; ngoài ra, **BCI** và **NTL** cũng là những cổ phiếu có thể xem xét.

Cơ cấu số lượng cổ phiếu BĐS theo P/B



Nguồn: RongViet Research

Mặt khác, khả năng đảo chiều về KQKD của một số doanh nghiệp BĐS sẽ đem lại những cơ hội đầu tư mạo hiểm. Hiện tại, vẫn có nhiều doanh nghiệp BĐS chưa có nhiều khởi sắc trong hoạt động kinh doanh. Trong đó, có các doanh nghiệp có quy mô vốn và quỹ đất lớn nhưng đang giao dịch với P/B thấp (0,5-0,8 lần) như **ITA, QCG, LCG, SJS, ITC, VPH**. Trong trường hợp các doanh nghiệp này có thể chuyển nhượng lại phần vốn tại các dự án lớn cho nhà đầu tư khác, thông tin này có thể tác động mạnh đến giá cổ phiếu. Chúng tôi lưu ý chiến lược này chỉ phù hợp với NĐT có khả năng chịu rủi ro cao hoặc nắm giữ lâu dài. Đồng thời, nhà đầu tư chỉ nên phân bổ một tỷ trọng nhỏ trong danh mục cho các cổ phiếu nói trên ở vùng giá thấp.



Ngân hàng: phù hợp cho cả chiến lược đầu tư trung hạn lẫn ngắn hạn

Cổ phiếu ngành ngân hàng sau hai năm gần như đi ngang hoặc giảm, gần đây đã có những phục hồi ấn tượng với kỳ vọng vào những kết quả ban đầu của quá trình tái cấu trúc.

Nhìn chung, lợi nhuận của ngành năm 2015 phụ thuộc khá nhiều vào kết quả xử lý nợ xấu, đặc biệt là nợ xấu BĐS trong tương quan với sự trung thực trong trích lập nợ xấu của các ngân hàng. Cuối quý 3/2014 nợ xấu BĐS được công bố vào khoảng 4%, chiếm gần 50% tổng nợ xấu toàn hệ thống. Việc cải thiện tiêu thụ là nhân tố tiên quyết giúp doanh nghiệp BĐS có dòng tiền dương để trả nợ. Kỳ vọng với nhiều chính sách hỗ trợ, sự hồi phục của thị trường BĐS sẽ giúp các NHTM đẩy mạnh tiến độ giải quyết nợ xấu. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng xu hướng tăng thu phí dịch vụ cũng sẽ góp phần ngày càng tăng thu nhập ngoài lãi của khối ngân hàng.

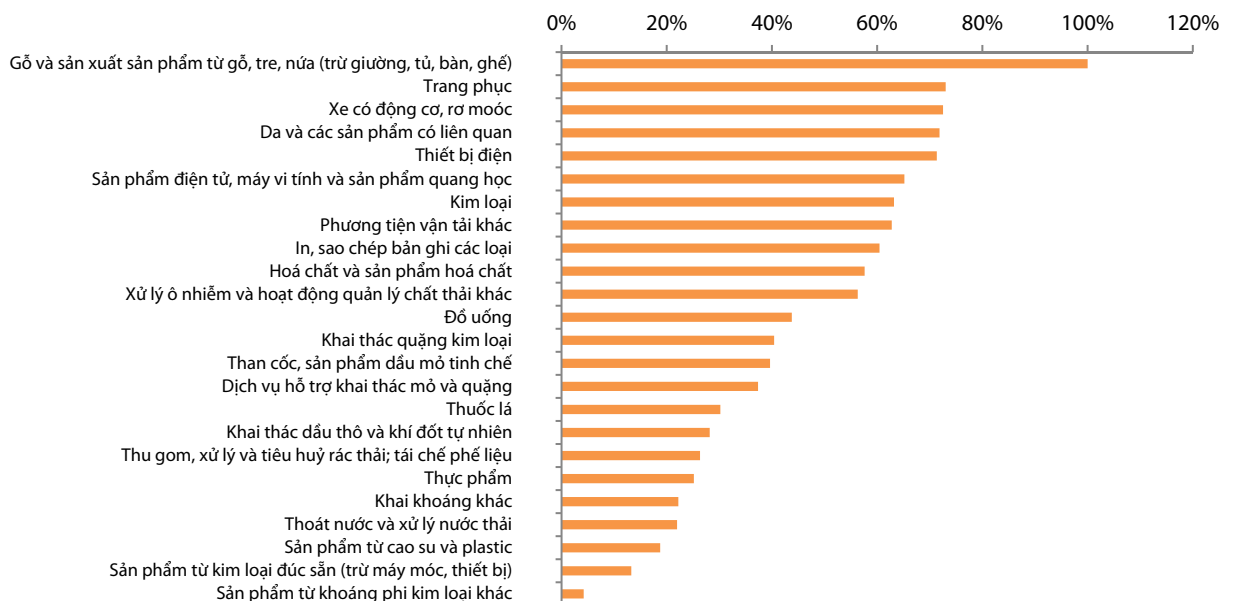
Tuy cho rằng những khó khăn nhất đã ở phía sau ngành ngân hàng, chúng tôi không cho rằng cổ phiếu ngành này sẽ tăng liên tục phi mã mà sẽ luôn có những khoảng dừng và điều chỉnh. Quan ngại về vấn đề minh bạch và chất lượng tài sản sẽ luôn tạo ra “cận trên” đối với giá của cổ phiếu ngân hàng. Do vậy, chúng tôi cho rằng, giao dịch ngắn hạn cổ phiếu ngân hàng cần chấp nhận mức sinh lời vừa phải, trong khi đó, nhà đầu tư dài hạn chỉ nên mua vào những phiên điều chỉnh khi các chỉ số định giá ở vào mức hấp dẫn. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong nhóm cổ phiếu ngân hàng năm 2015 là **VCB, MBB** và lựa chọn tiếp theo là **ACB, BID**.

Chiến lược đầu tư ngành chu kỳ

Thời điểm kinh tế vừa thoát đáy là lúc thích hợp để đầu tư vào cổ phiếu chu kỳ

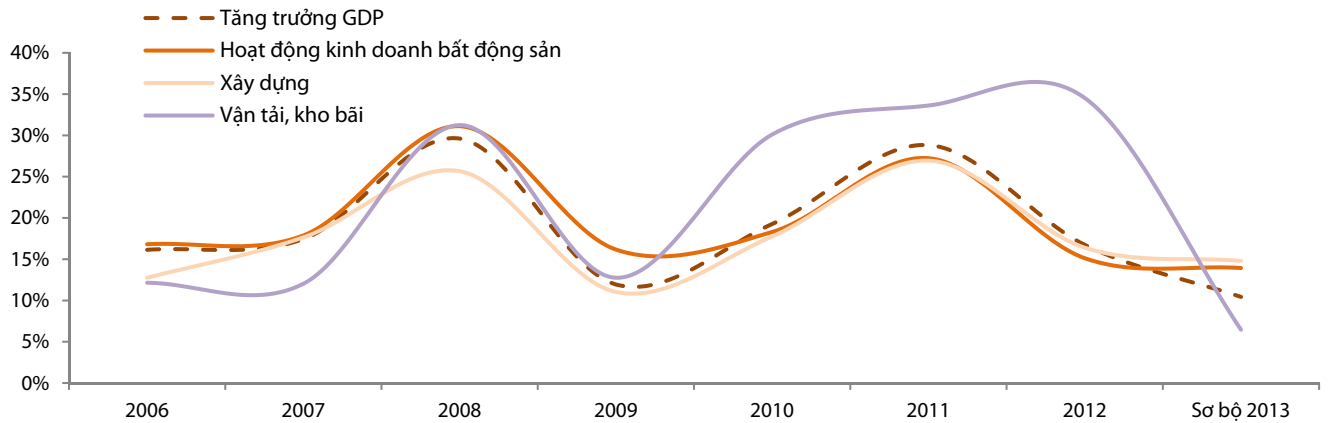
Với những phân tích cụ thể ở phần “Triển vọng vĩ mô”, chúng tôi xác định rằng kinh tế Việt Nam vừa thoát đáy và bước vào giai đoạn hồi phục. Điều này thể hiện qua các tín hiệu tích cực như tăng trưởng GDP, tiêu dùng và tăng trưởng tín dụng đều tăng tốc trong khi lãi suất tiếp tục thu hẹp. Tăng trưởng thu nhập dương kết hợp với việc giá xăng dầu giảm được dự báo sẽ thúc đẩy việc tiêu dùng các loại hàng hóa xa xỉ và lâu bền. Ở góc độ doanh nghiệp, môi trường lãi suất thấp cũng sẽ khuyến khích các doanh nghiệp đầu tư thêm máy móc, thiết bị, mở rộng nhà xưởng và tích trữ nguyên vật liệu. Đồng thời, những doanh nghiệp đang sử dụng đòn bẩy tài chính lớn cũng tiết kiệm được đáng kể chi phí tài chính khi lãi suất giảm. Chúng tôi cho rằng các ngành kinh doanh nhạy cảm với chu kỳ kinh tế sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ những xu hướng này.

Hệ số tương quan giữa tăng trưởng giá trị sản xuất một số sản phẩm công nghiệp với tăng trưởng GDP (2005-2013)





Tương quan giữa tăng trưởng tổng sản phẩm trong nước của một số nhóm ngành với tốc độ tăng trưởng GDP (2005-2013)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, RongViet Research

Từ đồ thị trên, có thể thấy, ở khu vực sản xuất công nghiệp, ngành dệt may, đồ gỗ, ô tô phụ tùng, điện tử là những ngành có mức độ tương quan cao đối với với tăng trưởng kinh tế (hầu hết trên 75%). Ở lĩnh vực dịch vụ, hoạt động kinh doanh BĐS, xây dựng và kho vận tỏ ra khá nhạy cảm với sức khỏe của nền kinh tế. Giá trị sản phẩm của ngành BĐS tăng trưởng nhanh hơn GDP trong giai đoạn kinh tế bùng nổ (2007-2008) nhưng lại giảm tốc đáng kể khi kinh tế khó khăn (2010-2012). Với dự báo lạc quan về kinh tế năm 2015, chúng tôi kỳ vọng các nhóm ngành này sẽ có sự tăng trưởng tích cực.

Các cổ phiếu chu kỳ có P/E cao là những cơ hội đầu tư tiềm năng

Bên cạnh triển vọng tăng trưởng chung của ngành, sự hấp dẫn về định giá là tiêu chí quan trọng hàng đầu khi lựa chọn cổ phiếu. Đối với các ngành chu kỳ, khi kinh tế khó khăn, các doanh nghiệp trong ngành thường ghi nhận sự sụt giảm mạnh về lợi nhuận. Điều này khiến chỉ số P/E tăng cao và làm giảm tính hấp dẫn của cổ phiếu. Tuy nhiên, khi nền kinh tế bước vào giai đoạn hồi phục, lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ cải thiện nhanh chóng, theo đó, chỉ số P/E cũng sẽ giảm trở lại. Trong đó, các doanh nghiệp vừa và nhỏ là những doanh nghiệp có biến động lợi nhuận và giá cổ phiếu cao hơn những doanh nghiệp lớn và do đó thường đem lại nhiều cơ hội hơn cho các cá nhân và nhà đầu tư nhỏ. Trên cơ sở đó, chúng tôi tiến hành sàng lọc cổ phiếu các tiềm năng dựa vào các tiêu chí sau:

- P/E trailing 4 quý gần nhất \geq P/E trung bình 5 năm
- P/B hiện tại \leq P/B trung bình 5 năm
- Vốn hóa thị trường \leq 4.000 tỷ đồng
- KLGD trung bình 52 tuần \geq 20.000 cổ phiếu/phiên

Bảng: Danh mục cổ phiếu chu kỳ

Mã	Ngành	Tỷ lệ cổ phiếu tự do lưu hành (27/02/15)	P/E trailing 12 tháng (27/02/15)	P/E trung bình 5 năm	P/B (28/02/15)	P/B trung bình 5 năm
BCI	Bất động sản	28.196.000	16,26	12,37	0,89	1,17
CCL	Bất động sản	16.913.000	46,12	35,03	0,37	0,52
CLG	Bất động sản	6.712.000	14,73	9,62	0,62	1,04
DIG	Bất động sản	70.381.000	50,57	30,17	0,98	1,16
HQC	Bất động sản	114.165.000	25,30	17,92	0,66	0,80
ITC	Bất động sản	54.185.000	60,79	40,23	0,35	0,60
NBB	Bất động sản	32.673.000	17,10	13,07	0,74	1,00
NTL	Bất động sản	46.947.000	11,13	8,91	1,07	1,83
NVT	Bất động sản	30.507.000	105,34	54,09	0,48	0,61

QCG	Bất động sản	64.972.000	154,10	85,34	0,51	0,68
SJS	Bất động sản	15.708.000	38,66	21,29	1,54	1,96
TDC	Bất động sản	98.173.000	9,10	6,15	0,85	0,89
TDH	Bất động sản	30.843.000	22,13	12,49	0,57	0,76
VPH	Bất động sản	16.978.000	142,15	51,25	0,68	1,20
AGR	Dịch vụ tài chính	46.630.000	30,39	22,73	0,57	0,88
DPR	Hóa chất	15.968.000	7,26	6,16	0,68	1,50
TNC	Hóa chất	16.823.000	12,54	8,88	0,73	0,89
BMC	Tài nguyên	6.292.000	14,06	10,94	1,33	2,67
KSA	Tài nguyên	35.804.000	14,84	12,84	0,78	1,13
KSS	Tài nguyên	37.368.000	37,15	30,20	0,37	0,71
KTB	Tài nguyên	38.467.000	42,37	30,94	0,42	1,12
VIS	Tài nguyên	22.843.000	17,60	0,82	0,60	1,22
ASM	Xây dựng & VLXD	80.536.000	14,85	14,20	0,81	0,94
CDC	Xây dựng & VLXD	5.237.000	18,86	17,95	0,59	0,82
DHA	Xây dựng & VLXD	11.809.000	14,91	8,74	0,71	0,73
DIC	Xây dựng & VLXD	19.881.000	22,36	11,88	0,76	0,85
DXV	Xây dựng & VLXD	3.377.000	9,07	8,09	0,42	0,65
LCG	Xây dựng & VLXD	49.930.000	164,17	34,46	0,65	0,85
PAC	Xe hơi & Phụ tùng	22.585.000	8,53	7,78	1,24	1,68

Nguồn: RongViet Research

Từ kết quả sàng lọc có thể thấy phần lớn các cơ hội đầu tư tiềm năng đều nằm ở ngành BĐS. Đặc điểm chung của các doanh nghiệp này là KQKD những năm gần đây không tích cực do ảnh hưởng thị trường chung và chi phí lãi vay cao. Để cải thiện dòng tiền và tình hình tài chính, nhìn chung các doanh nghiệp này đều chọn các giải pháp giống nhau: (1) chuyển nhượng một số dự án tiềm năng cho các nhà đầu tư khác, (2) phát hành thêm vốn cổ phần để trả nợ, (3) chuyển đổi cơ cấu sản phẩm, thu hẹp diện tích căn hộ/nền đất và hạ giá bán.

Trong nhóm này, chúng tôi nhận thấy một số doanh nghiệp có triển vọng đảo chiều về KQKD khá rõ nét như TDH, NBB, BCI và HQC với các dự án sẵn sàng để kinh doanh. Bên cạnh đó, cũng có một vài doanh nghiệp chưa có sự hồi phục rõ ràng nhưng có khả năng ghi nhận lợi nhuận đột biến và vực dậy tình hình tài chính nhờ việc chuyển nhượng vốn tại các dự án lớn như QCG với dự án Phước Kiển và dự án 39 Bến Văn Đồn, SJS với dự án Nam An Khánh, VPH với dự án Lacasa và KDC Nhơn Đức, ITC với Intresco Plaza và LCG với dự án nhiên liệu sinh học (ethanol).

Rủi ro chung của việc đầu tư vào các cổ phiếu chu kỳ là KQKD của các doanh nghiệp có thể không cải thiện đáng kể hoặc sẽ hồi phục chậm. Do đó, chúng tôi cho rằng chiến lược đầu tư này sẽ phù hợp hơn với nhà đầu tư có khả năng nắm giữ trong trung và dài hạn hoặc khả năng chịu đựng rủi ro cao. Thực tế, với mức chiết khấu khá lớn so với GTSS và P/E trailing năm 2014 thấp hơn so với mức trung bình của nhiều năm trước, có thể nói các cổ phiếu trong danh mục trên khá hấp dẫn đối với nhà đầu tư dài hạn.

Nhà đầu tư có khả năng chịu đựng rủi ro trung bình hoặc thấp cũng có thể phân bổ một phần danh mục đầu tư vào nhóm cổ phiếu này. Tuy nhiên, việc mua vào khi giá cổ phiếu điều chỉnh có thể giúp hạn chế rủi ro. Cuối cùng, chúng tôi cho rằng thời điểm hợp lý để bán ra các cổ phiếu này là khi P/E trailing hoặc P/B trở về mức trung bình 5 năm gần nhất.

Chiến lược đầu tư ngược xu thế - Ngành dầu khí

Đầu tư ngược xu thế (contrarian investing), là một chiến lược dựa trên nhận định trái ngược với phần đông các nhà đầu tư khác. Một cách cơ bản nhất, đó là mua vào khi phần đông muốn bán và bán ra khi phần đông muốn mua. Chiến lược này tận dụng (1) khó khăn nhất thời của ngành/doanh nghiệp hoặc (2) những biến động tiêu cực của thị trường do ảnh hưởng của tâm lý để tìm ra những cổ phiếu bị định giá thấp hơn giá trị hợp lý. Đầu tư ngược xu thế dựa trên

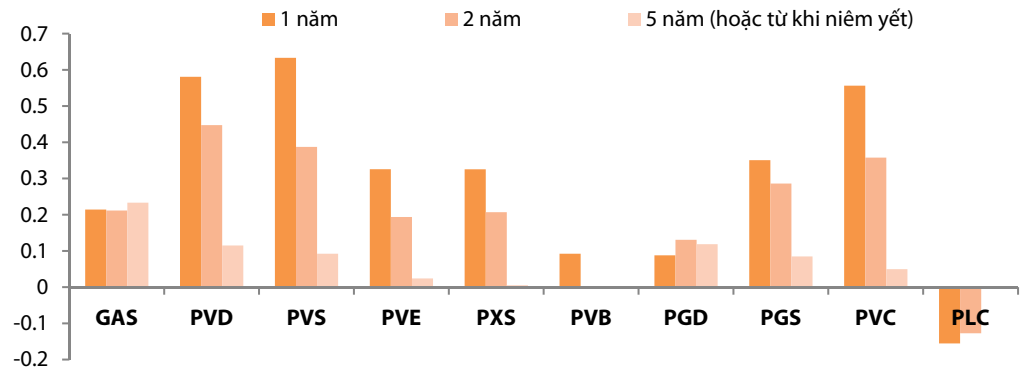


nhận định là giá cổ phiếu sẽ quay về giá trị hợp lý khi các yếu tố bất lợi qua đi. Do vậy, mức giảm giá trước đó của cổ phiếu sẽ tỷ lệ thuận với mức lợi nhuận kỳ vọng. Tuy nhiên, chiến lược này có rủi ro là nhận định của nhà đầu tư có thể không chính xác hoặc các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu không đảo chiều nhanh như mong đợi.

Là nhóm cổ phiếu có mức giảm mạnh giai đoạn năm 2014 khi giá dầu thô rơi về mức thấp nhất trong nhiều năm qua, ngành dầu khí là ứng cử viên phù hợp cho chiến lược đầu tư này, đặc biệt là nếu nhà đầu tư tin vào khả năng giá dầu sẽ phục hồi.

[Xem thêm Phụ lục 3 \(trang 135\) - Giá dầu khó duy trì lâu ở mức thấp](#)

Beta của một số cổ phiếu dầu khí so với giá dầu (lần)



Nguồn: RongViet Research

Để xác định sự tương quan của giá cổ phiếu dầu khí với giá dầu thô, chúng tôi đã tính toán hệ số Beta giữa giá một số cổ phiếu với giá dầu WTI. Kết quả tính toán cho thấy các cổ phiếu có tương quan cao với giá dầu là PVD, PVS, PVC và PGS. Chúng tôi cũng nhận thấy đây thường là những cổ phiếu này phản ứng mạnh và trước tiên khi giá dầu có sự biến động. Với sự tương quan này, cũng không đáng ngạc nhiên khi đây P/E và P/B của nhóm cổ phiếu này cũng đang thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của các năm qua. Trong đó, PVD và PVE là có mức chênh lệch P/E và P/B cao nhất.

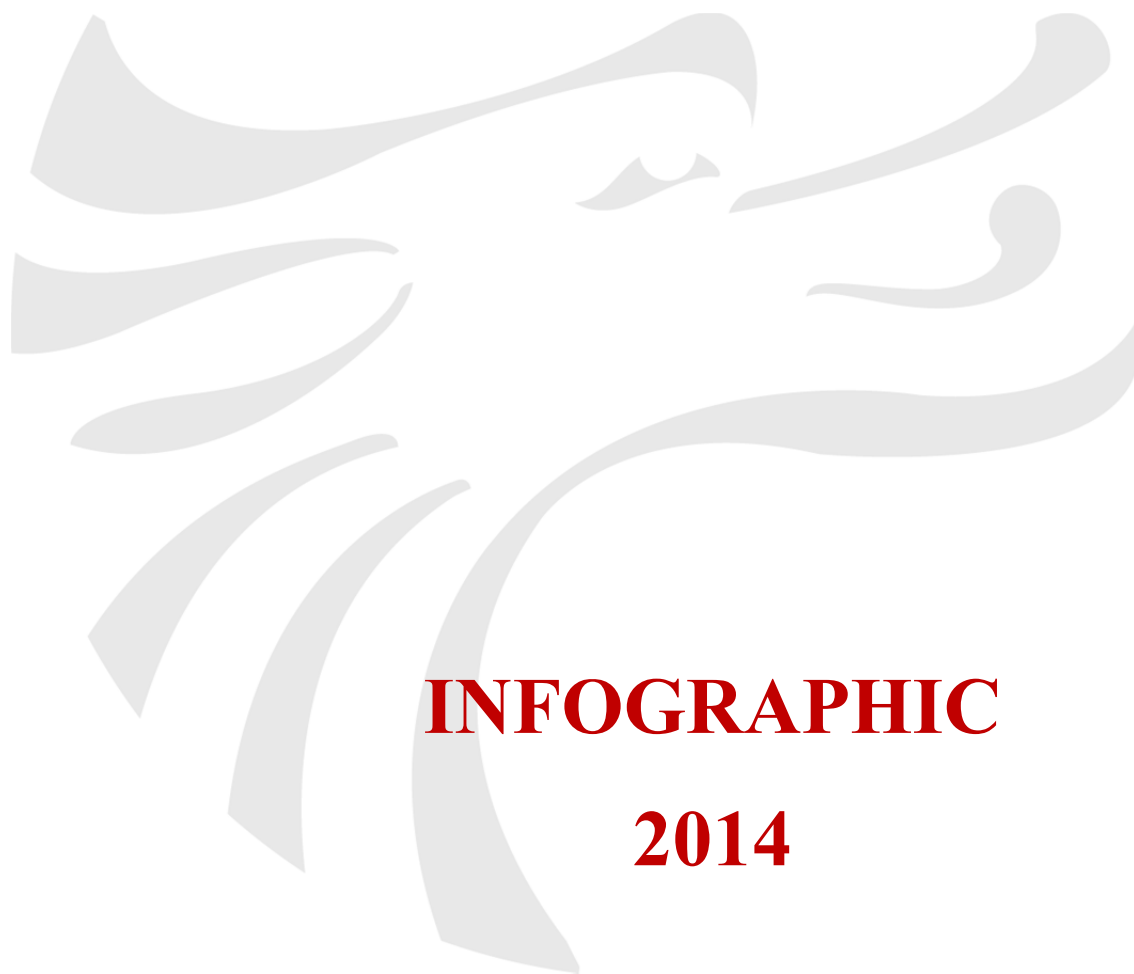
Do KQKD của các công ty dầu khí vẫn chưa bị ảnh hưởng đáng kể, giá của các cổ phiếu, dù đã giảm mạnh, hầu hết cũng chỉ mới quay về mức trung bình của giai đoạn đầu năm 2014. Yếu tố có thể khiến giá các cổ phiếu dầu khí tiếp tục đi xuống là tâm lý bi quan của thị trường trước (1) sự giảm sút thực sự về KQKD của các doanh nghiệp trong các quý tới và (2) khả năng thu hẹp hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí trong nước. Nếu nhóm cổ phiếu này tiếp tục giảm sâu, đó sẽ thời điểm thích hợp để những nhà đầu tư ngược xu thế hành động. Trong trường hợp này, nhà đầu tư có thể cân nhắc thêm vào danh mục những cổ phiếu dầu khí với chỉ số P/E và P/B đã ở mức chiết khấu cao so với lịch sử và mức độ tương quan cao với giá dầu (thể hiện qua beta với giá dầu WTI).

Thống kê tỷ số P/E (trailing) và P/B của một số cổ phiếu dầu khí (Đvt: lần)

	GAS	PVD	PVS	PVE	PXS	PVB	PGD	PGS	PVC	PLC
P/E										
Hiện tại	11,07	7,25	6,93	9,99	8,66	5,62	9,98	8,36	6,29	8,22
Trung bình (2008-15)	12,51	10,21	7,88	18,50	6,90	7,07	7,09	6,34	6,51	6,05
Trung vị	10,86	9,34	6,65	8,79	5,17	6,44	6,12	5,29	5,90	5,87
P/B										
Hiện tại	4,16	1,53	1,30	0,79	1,62	2,05	1,50	1,15	1,27	2,03
Trung bình (2008-15)	3,91	2,57	1,72	1,30	1,20	2,12	1,79	1,41	1,54	1,38
Trung vị	3,67	1,98	1,49	0,95	0,94	1,97	1,71	1,20	1,23	1,18

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

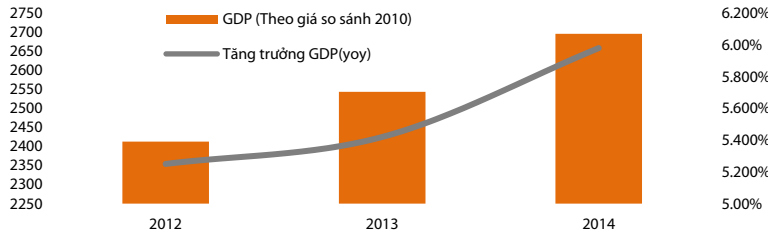
Với diễn biến giao dịch hiện tại của một số cổ phiếu dầu khí, chúng tôi nhận thấy khả năng các cổ phiếu dầu khí tiếp tục giảm sâu là tương đối thấp nếu giá dầu không có biến động bất ngờ. Tuy nhiên, những “gập ghềnh” mà nhóm cổ phiếu này gặp phải trong thời gian qua đã hình thành vùng kháng cự với khối lượng bán tiềm năng lớn, đặc biệt là ở nhóm cổ phiếu lớn như PVD, PVS, GAS và các mã đã tăng giá mạnh trước khi có cú sốc giá dầu như PVB và PXS. Do đó, trong trường hợp giá cổ phiếu hồi phục, việc mua vào trong sóng điều chỉnh sau khi giá cổ phiếu đã phản ứng với những ngưỡng kháng cự này sẽ an toàn hơn.



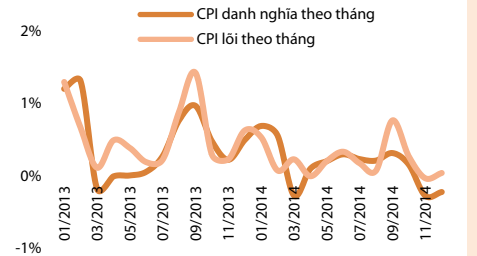
INFOGRAPHIC

2014

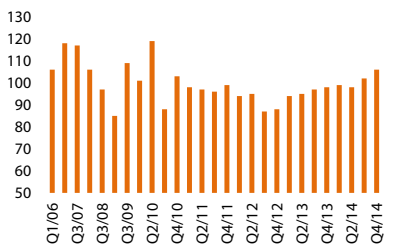
Tăng trưởng kinh tế đạt 5,98%



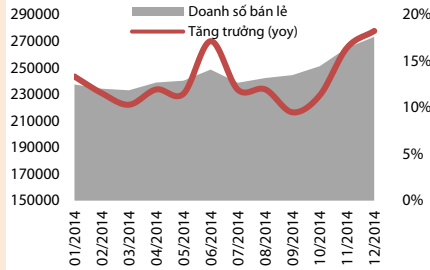
CPI giảm xuống mức thấp kể từ 2002



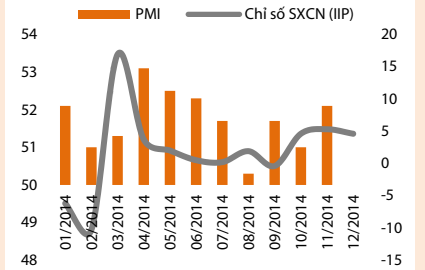
Niềm tin tiêu dùng cải thiện



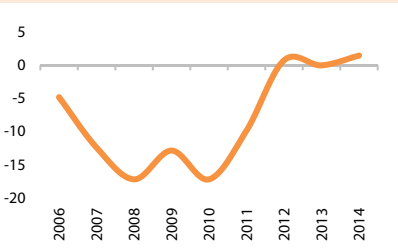
Doanh thu bán lẻ tăng mạnh



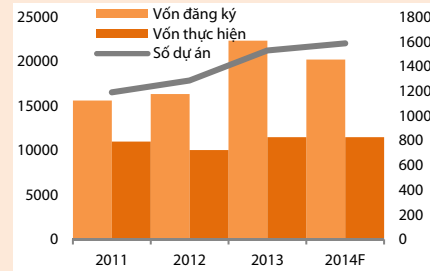
SXCN phục hồi đáng kể



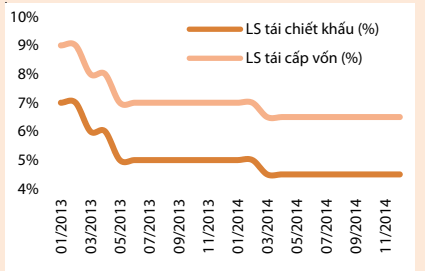
Xuất siêu tăng



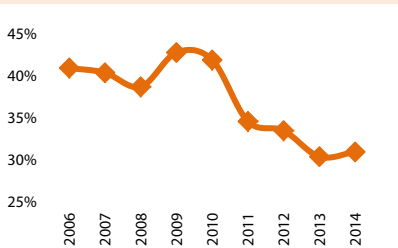
Giải ngân FDI tăng đều



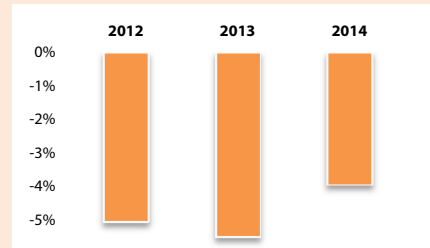
Lãi suất duy trì ổn định



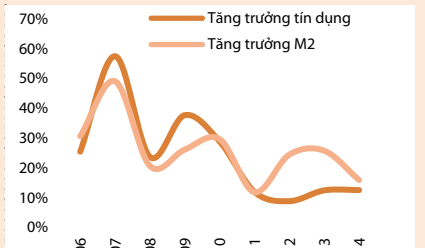
Đầu tư/GDP đạt 31%



Tỷ lệ bội chi NSNN thấp hơn dự kiến



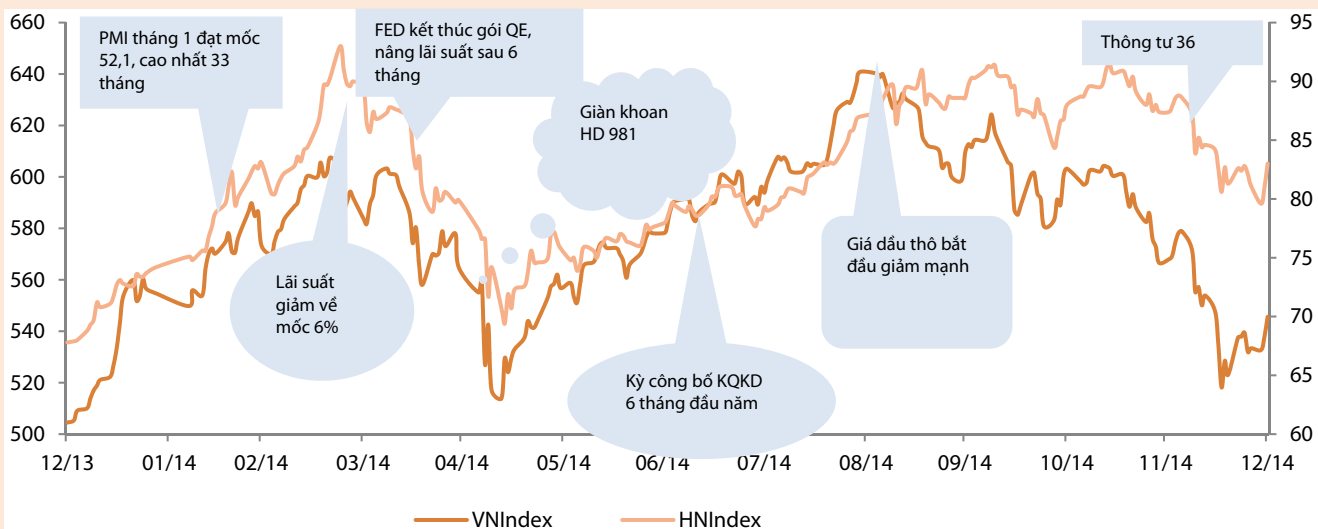
Tín dụng đạt kế hoạch



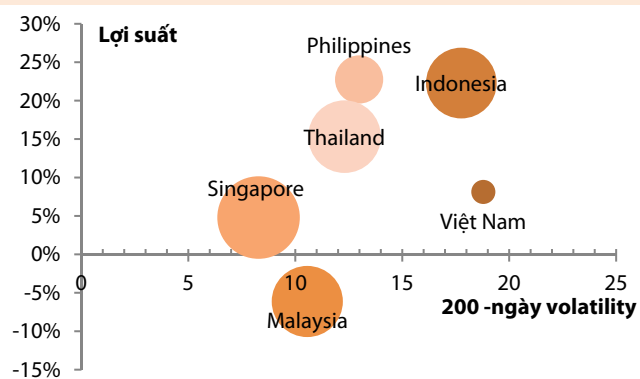
Tình hình hoạt động doanh nghiệp

Năm	Số DN đang hoạt động	Số lao động (người)	Nguồn vốn (tỷ đồng)	TSCĐ & Đầu tư dài hạn (tỷ đồng)	Tổng doanh thu (tỷ đồng)
2012	6,8%	1,7%	8,0%	9,1%	8,3%
2013	6,4%	2,5%	13,9%	31,2%	8,3%
2014E	8,8%	4,1%	20,3%	26,4%	16,3%

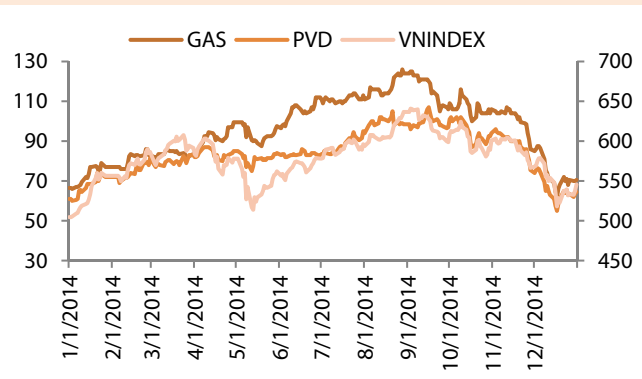
Trong năm 2014, TTCK biến động cùng với nhiều sự kiện kinh tế, địa chính trị



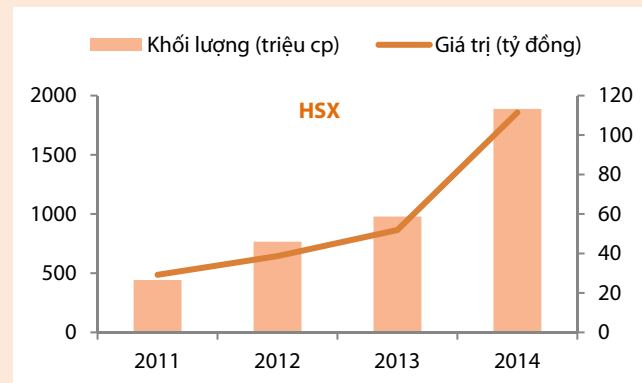
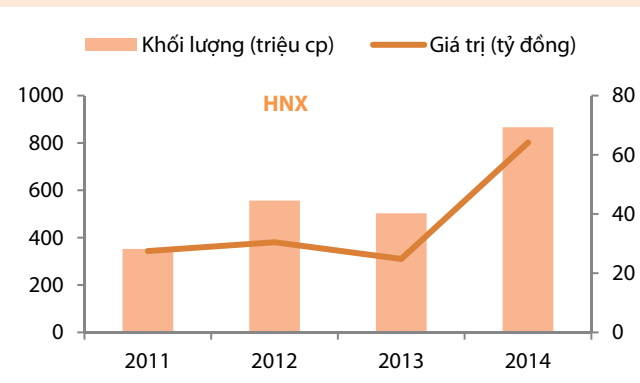
TTCK Việt Nam biến động mạnh

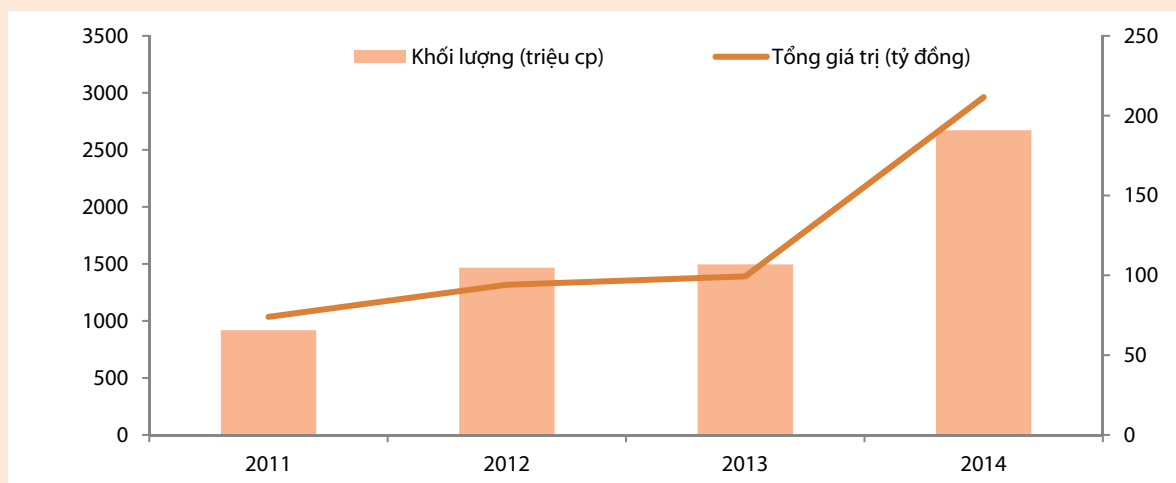


Đặc biệt, cổ phiếu dầu khí dẫn dắt thị trường

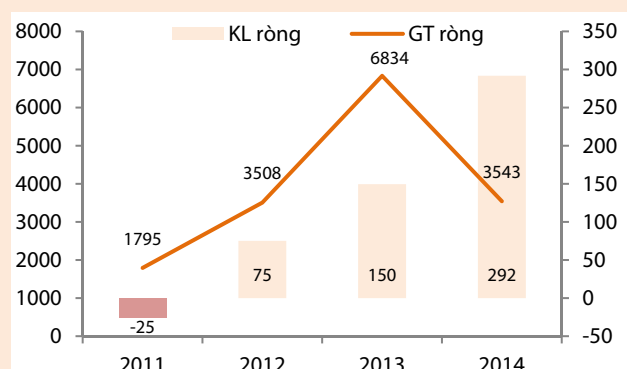
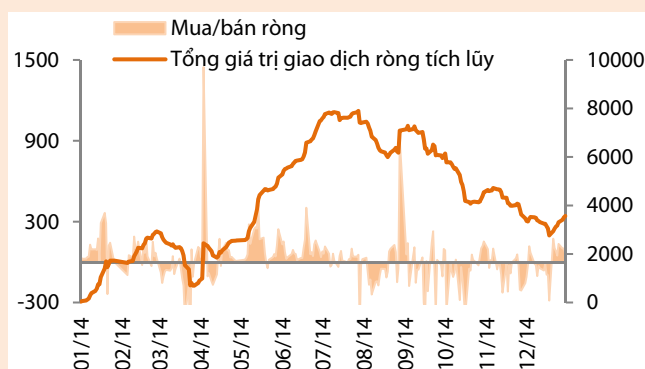


Dòng tiền đã cải thiện đáng kể (cao nhất qua các năm)





Khối ngoại vẫn mua ròng trong năm 2014, nhưng dòng tiền vẫn chưa có sự ổn định



Top 10 cổ phiếu vốn hóa lớn trong năm vừa qua (tính đến 22/1/2015)

	Mã	Tên công ty	EV/EBITDA	P/E	P/B	Vốn hóa (triệu USD)
1	GAS	Tổng công ty khí VN	7,5	12,9	4,2	6.959
2	VNM	CTCP Sữa VN	12,7	17,5	5,6	4.726
3	VCB	Vietcombank	N/A	19,3	2,2	4.389
4	VIC	CTCP Tập đoàn Vingroup	11,0	16,3	3,6	3.205
5	MSN	CTCP Tập đoàn Ma San	21,9	N/A	4,3	2.857
6	CTG	VietinBank	N/A	11,8	1,0	2.648
7	BID	BIDV	N/A	9,9	1,4	2.065
8	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	5,8	8,1	2,2	1.195
9	BVH	Tập đoàn Bảo Việt	N/A	19,1	2,0	1.114
10	STB	Sacombank	N/A	8,6	1,3	989

PHỤ LỤC 1: Thống kê các dự báo các chỉ tiêu kinh tế thế giới năm 2015

	2013	2014	2015F
Tăng trưởng GDP (%) (*)			
<i>Thế giới</i>	3,3	3,3	3,5
Nhóm nước phát triển			
Mỹ	2,2	2,4	3,6
EU	-0,5	0,8	1,2
Nhật Bản	1,6	0,1	0,6
Nhóm nước đang phát triển			
Trung Quốc	7,8	7,4	6,8
Ấn Độ	5,0	5,8	6,3
Brazil	2,5	0,1	1
ASEAN-5	5,2	4,5	5,2
Lạm phát (%) (**)			
Nhóm nước phát triển	1,4	1,4	1,0
Nhóm nước đang phát triển	5,9	5,4	5,7
Tỷ giá (**)			
EURUSD	1,38	1,21	1,05
USDJPY	105,20	120,00	125,00
USDBRL	2,36	2,66	2,85
USDCNY	6,05	6,21	6,10
USDRUB	32,89	60,70	64,50
Lãi suất điều hành (%) (**)			
FED	0,25	0,25	1,00
ECB	0,25	0,05	0,05
BOJ	0,10	0,10	0,00
PBOC	6,00	6,00	5,60

(*) Dự báo của IMF, (**) Dự báo của Scotiabank.

Nguồn: IMF, Scotiabank, RongViet tổng hợp

PHỤ LỤC 2: Các yếu tố ảnh hưởng đến giá dầu

Yếu tố tác động đến cung

Chính sách của OPEC	<p>Các quốc gia OPEC cung cấp khoảng 30 triệu thùng dầu thô/ngày, tương đương 1/3 nhu cầu dầu thô toàn cầu.</p> <p>Arab Saudi là quốc gia xuất khẩu dầu thô lớn nhất trong khối và thế giới.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Theo IEA, giá dầu giảm gây thiệt hại doanh thu lên đến 257 tỷ USD cho 12 thành viên của OPEC trong năm 2015. - Tại cuộc họp ngày 27/11/2014, OPEC quyết định giữ nguyên mục tiêu sản lượng nhằm bảo đảm thị phần của khối. - Cuộc họp tiếp theo của khối sẽ diễn ra vào ngày 05/06/2015, tuy nhiên, nhiều tuyên bố cho thấy khối OPEC sẽ không thay đổi quyết định giữ nguyên sản lượng.
Khai thác dầu đá phiến tại Mỹ	<p>Từ cuối năm 2010, sản lượng dầu khai thác tại Mỹ tăng mạnh nhờ công nghệ khai thác dầu đá phiến.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Các mỏ dầu đá phiến đang hoạt động sẽ không đóng cửa dù đang bị lỗ bởi chi phí hoạt động đối với các mỏ này khoảng 10-20\$/thùng, vẫn thấp hơn nhiều so với giá dầu hiện tại. - Do đặc thù của các mỏ dầu đá phiến là sản lượng sụt giảm rất nhanh (1-2 năm), nên các công ty dầu khí sử dụng công nghệ này phải liên tục đầu tư để duy trì sản lượng. - Do đó, với mức giá dầu thấp hơn mức chi phí sản xuất bình quân của dầu đá phiến (65-70\$/thùng), việc đầu tư mỏ mới sẽ bị hạn chế khiến sản lượng khai thác giảm trong vòng 1-2 năm tới. (theo Economist) - Theo EIA, Mỹ sẽ tiếp tục tăng sản lượng khai thác dầu thô lên 9,3 triệu thùng/ngày trong năm 2015 (+7,8% so với mức bình quân của năm 2014.) - Khai thác dầu đá phiến có vai trò quan trọng đối với sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ, không loại trừ khả năng các nhà hoạch định chính sách sẽ hỗ trợ giúp các công ty khai thác tồn tại lâu hơn.
Các quốc gia xuất khẩu dầu đang đối mặt với tác động tiêu cực của giá dầu thấp	<p>Canada là một trong 5 nước sản xuất dầu lớn nhất thế giới.</p> <p>Venezuela là nước có trữ lượng dầu mỏ lớn nhất thế giới và đứng thứ 8 về xuất khẩu dầu.</p> <p>Iran là nước xuất khẩu dầu lớn thứ 2 trong khối OPEC và chiếm 10% trữ lượng dầu thế giới.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Đầu tư khai thác dầu cát tại Canada giảm mạnh trong năm 2015 trong khi rủi ro nguồn cung gia tăng đến từ việc giá dầu thấp sẽ buộc các nước đang lâm vào tình trạng khó khăn về ngân sách như Venezuela và Iran phải tăng sản lượng khai thác. - Iran: Nguồn thu từ dầu mỏ chiếm 50% thu ngân sách và nước này cần giá dầu duy trì ở mức 130\$/thùng để đạt được điểm cân bằng ngân sách. - Venezuela: Nguồn thu từ dầu mỏ chiếm 47% thu ngân sách và nước này cần giá dầu duy trì ở mức 114,5\$/thùng để đạt được điểm cân bằng ngân sách. (theo FT)
Căng thẳng chính trị tại Libya, Iraq, Nga, Ukraine	<p>Trừ Ukraine, ba quốc gia còn lại đều có tầm ảnh hưởng đến nguồn cung dầu mỏ trên toàn cầu.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Rủi ro các nước Nga và Iraq phải tăng khai thác để bù đắp cho sự sụt giảm về giá dầu thô nhằm không chỉ đối phó với bất ổn kinh tế mà còn cả bất ổn về chính trị. - Sản lượng sản xuất dầu tại Iraq trong tháng 12/2014 đã tăng lên 3,7 triệu thùng/ngày, mức cao nhất trong vòng 35 năm. - Sản lượng sản xuất dầu tại Nga trong năm 2014 đạt 10,58 triệu thùng/ngày, mức cao nhất kể từ năm 1988. - Ngược lại, sản lượng khai thác tại Libya bị sụt giảm do các cuộc tấn công vào các cơ sở dầu mỏ của nước này, tuy nhiên, theo IEA, sự gia tăng sản lượng ở các nước khác đủ để bù đắp/vượt sự sụt giảm khai thác tại Libya.

Yếu tố tác động đến cầu

Triển vọng kinh tế toàn cầu	<p>Nhu cầu năng lượng phụ thuộc đáng kể vào triển vọng kinh tế của các quốc gia tiêu thụ nhiều dầu mỏ.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - IMF đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong hai năm 2015 và 2016 trong báo cáo đầu năm 2015 đồng thời cảnh báo tăng trưởng kinh tế thế giới vẫn âm ảm bất chấp giá dầu giảm và sự phục hồi tích cực của nền kinh tế Mỹ. - Tăng trưởng kinh tế suy giảm ở Trung Quốc, hay nói cách khác quốc gia này bước vào một giai đoạn tăng trưởng mới, ít sử dụng năng lượng hơn và tập trung vào thúc đẩy nhu cầu nội địa thay vì bên ngoài.
Sự tăng giá của đồng USD	<p>Đồng USD liên tục tăng giá mạnh (~18%) trong nửa năm trở lại đây và diễn biến hoàn toàn ngược chiều với giá dầu thô.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Đối với các quốc gia nhập khẩu dầu, việc tăng giá của đồng USD sẽ làm giảm sút lợi ích đến từ việc giá dầu thấp từ đó ảnh hưởng đến nhu cầu tích trữ dầu mỏ khi giá thấp của các nước này.
Biến đổi khí hậu & Cải tiến công nghệ	<p>Yếu tố mang tính dài hạn song vẫn cần được xem xét.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Biến đổi khí hậu đang ngày một khắc nghiệt, các cam kết cắt giảm khí thải nhà kính về lâu dài sẽ nâng cao hiệu quả của việc sử dụng năng lượng hóa thạch. - Tương tự, cải tiến công nghệ giúp máy móc thiết bị ít tiêu hao năng lượng hơn, đây cũng là yếu tố dài hạn sẽ tác động đến nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ và các chế phẩm từ dầu mỏ.

PHỤ LỤC 3: Giá dầu khó duy trì lâu ở mức thấp

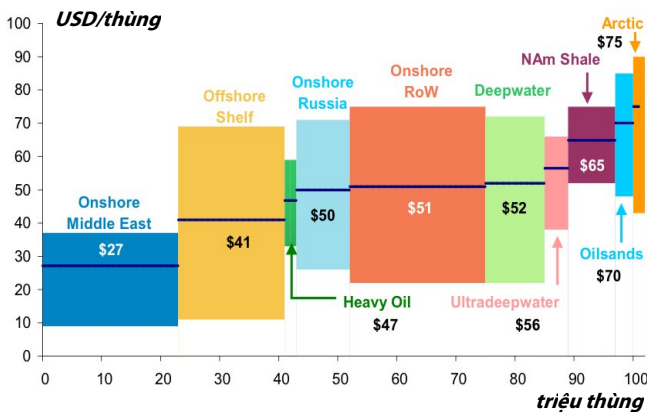
Đối với sự hồi phục của giá dầu, điều mà chúng tôi quan tâm nhất không phải giá dầu sẽ hồi phục bao nhiêu mà là khi nào thì giá dầu tăng trở lại. Theo Rystad Energy, gần 1/3 sản lượng dầu thô thế giới đang được sản xuất ở mức giá hòa vốn trung bình cao hơn USD50/thùng. Trong đó, các nhà sản xuất dầu đá phiến và dầu cát ở Bắc Mỹ nằm trong nhóm cần mức giá hòa vốn cao nhất (từ USD65/thùng). Ngay cả một số các giàn khoan truyền thống ở Nga, Venezuela và Iran cũng sẽ phải hoạt động dưới điểm hòa vốn ở mức giá hiện tại. Nếu mức giá USD50/thùng tiếp tục duy trì, số lượng giàn khoan phải ngừng hoạt động sẽ tăng lên.

Không những thế, ngay cả những dự án khai thác mới, hầu hết được xây dựng với kịch bản giá dầu trên USD100/thùng, cũng đứng trước khả năng dừng đầu tư hoặc giảm quy mô ở mức giá hiện nay. Một số khảo sát cho thấy, các công ty thăm dò và khai thác dầu ở Mỹ đã phải điều chỉnh giảm gần 20% ngân sách đầu tư mới năm 2015. Chỉ riêng tháng 1/2015, đã có 100 giàn khoan ở Mỹ phải ngừng khai thác. Theo dự báo của công ty tư vấn Schrodgers, con số này có thể lên đến 800 giàn trong cả năm 2015. Điều này ước tính có thể khiến lượng cung dầu thô từ thị trường này giảm từ 0,7 đến 1 triệu thùng/ngày nếu các mỏ còn lại không tăng sản lượng. Do đó, có thể kỳ vọng tình trạng dư cung dầu mỏ trên thị trường thế giới cũng như mức giá dầu hiện tại sẽ khó duy trì trong dài hạn.

Nhưng số lượng giàn khoan trên toàn cầu giảm không có nghĩa giá dầu sẽ lập tức hồi phục. Thứ nhất, việc giá giảm quá nhanh khiến chênh lệch giữa giá hợp đồng kỳ hạn dầu thô và giá giao ngay ngày càng lớn. Điều này đã kích thích nhu cầu thuê kho nổi và tàu chở dầu để tích trữ dầu thô từ các nhà buôn lớn trên thế giới. Vì vậy, sẽ cần một thời gian để lượng dầu thô tồn kho này được tiêu thụ hết. Thứ hai, lượng cung dầu trên thị trường thế giới những tháng qua không giảm theo tỷ lệ thuận với số lượng giàn khoan còn hoạt động. Trong kịch bản giá dầu thấp, những hoạt động khai thác có chi phí sản xuất cao sẽ bị cắt giảm trước tiên. Trong khi đó, những mỏ hoạt động hiệu quả, đặc biệt là những mỏ sử dụng công nghệ fracking vẫn đang tiếp tục khai thác. Kết quả là sản lượng dầu của Mỹ các tháng qua vẫn tiếp tục tăng lên dù số lượng giàn đã giảm rõ rệt. Từ đây, có thể dự báo khi các giàn khoan đang hoạt động và hệ thống kho nổi đạt đến giới hạn về công suất (dự kiến vào giữa quý 3/2015) sẽ là thời điểm giá dầu có nhiều khả năng hồi phục nhất.

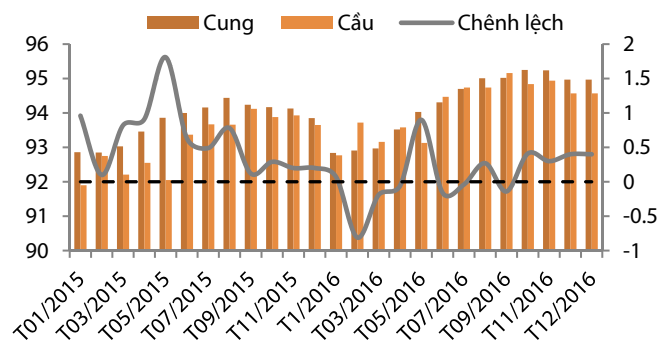
Theo thống kê của chúng tôi, giá trung bình hợp đồng tương lai dầu WTI giao tháng 06/2015 và tháng 12/2015 trong tuần từ 01-05/03/2015 lần lượt là USD53,89/thùng và USD59,5/thùng. Dựa trên mức giá này, có 68,9% khả năng giá dầu WTI sẽ đóng cửa trên USD50/thùng và có đến 32% khả năng sẽ đóng cửa trên USD65/thùng vào cuối năm nay. Với khoảng tin cậy 95%, giá dầu WTI tại tháng 12/2015 được dự báo sẽ nằm trong khoảng từ USD33,75 đến USD101,9/thùng.

Giá hòa vốn của một số nguồn cung dầu thô trên thế giới



Nguồn: Rystad Energy, Morgan Stanley

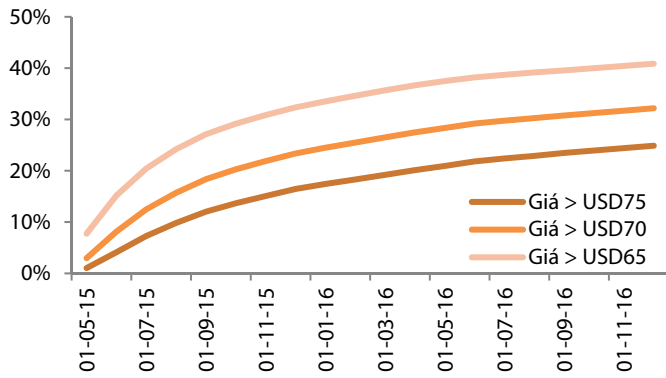
Dự báo cung-cầu dầu thô thế giới theo tháng



Nguồn: EIA



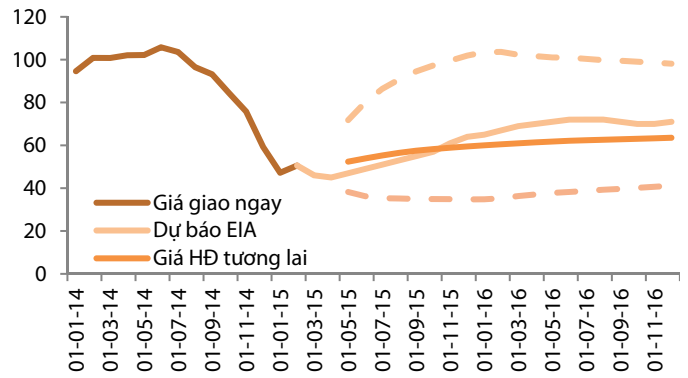
Xác suất giá dầu hồi phục



Nguồn: EIA, CME, RongViet Research

- Xác suất được tính dựa trên giá trung bình 5 ngày của các hợp đồng tương tại trên thị trường New York tại 05/03/2015

Dự báo giá dầu thô WTI dựa trên giá tương lai và giá giao ngay



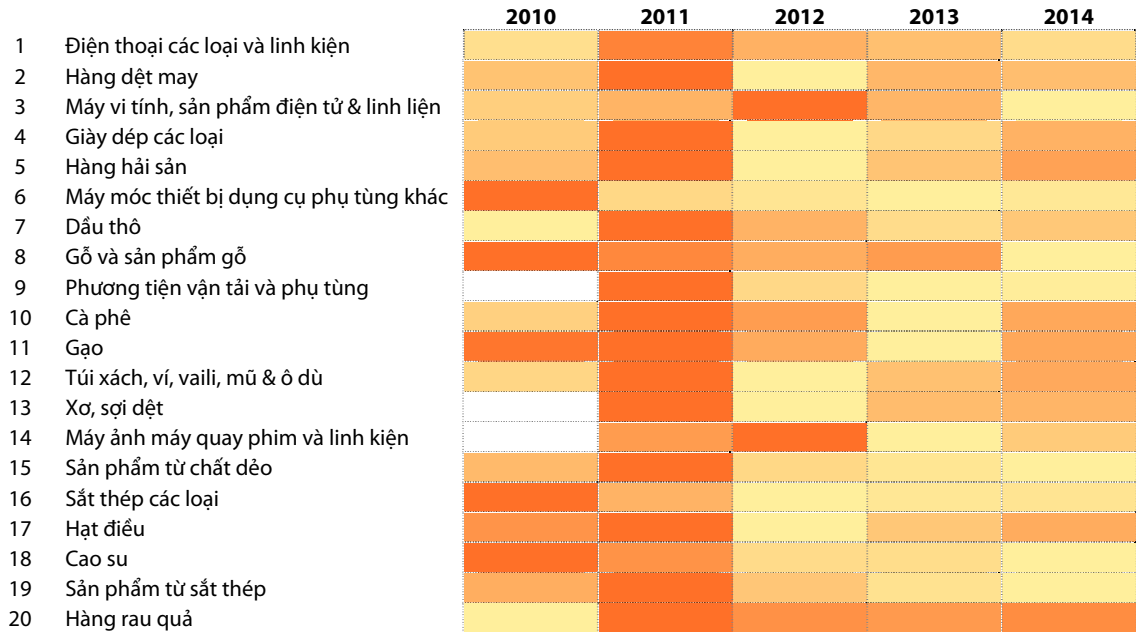
Nguồn: EIA, CME, RongViet Research

- Khoảng tin cậy được tính dựa trên giá trung bình 5 ngày của các hợp đồng tương tại trên thị trường New York tại 05/03/2015



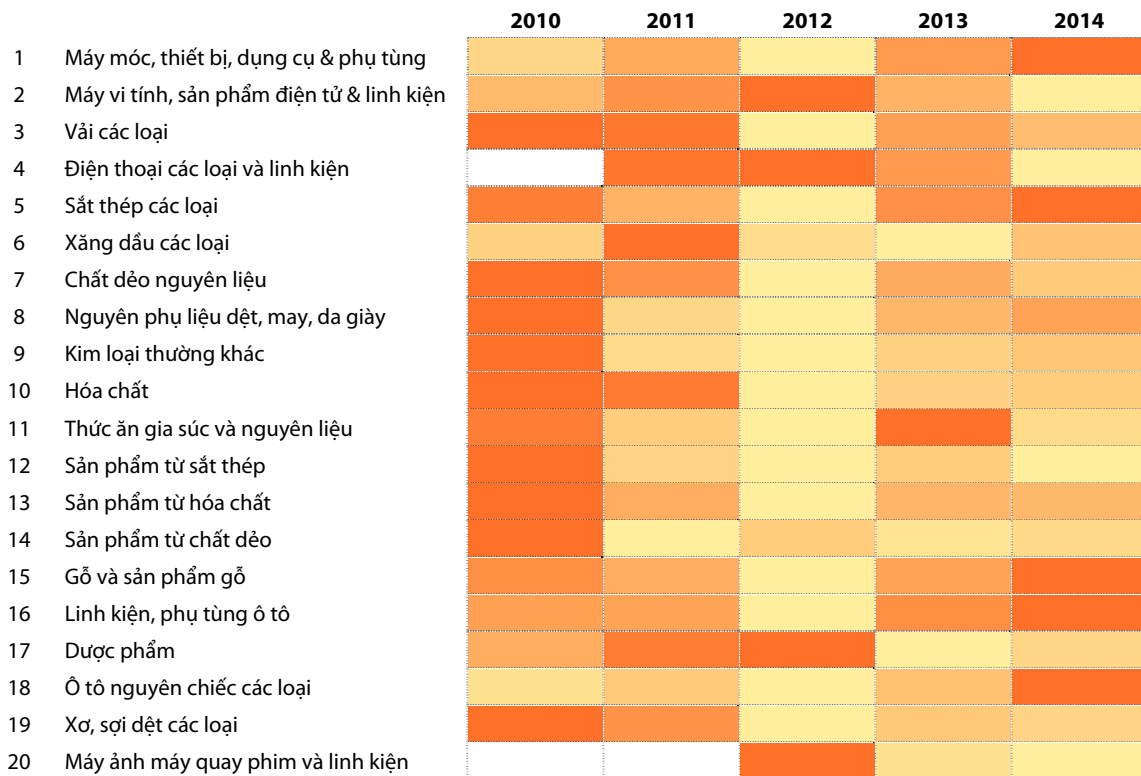
PHỤ LỤC 4: Tốc độ tăng trưởng các mặt hàng xuất nhập khẩu của Việt Nam (2010-2014)

Bảng: Tốc độ tăng trưởng các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam qua các năm



Nguồn: RongViet Research

Bảng: Tốc độ tăng trưởng các mặt hàng nhập khẩu của Việt Nam qua các năm



Nguồn: RongViet Research

Ghi chú: Mức tăng trưởng từ thấp nhất đến cao nhất trong giai đoạn 2010-2014



PHỤ LỤC 5: Đánh giá mức độ ảnh hưởng của giá hàng hóa đối với một số ngành kinh tế

Tên ngành	Hàng hóa chính liên quan đến ngành	Tỷ trọng chi phí liên quan đến hàng hóa trong giá vốn	Xu hướng giá hàng hóa đầu vào năm 2014	Nhận định xu hướng giá hàng hóa năm 2015	Diễn biến giá sản phẩm đầu ra năm 2014	Nhận định về tác động của giá hàng hóa đến biên lợi nhuận gộp	
Thức ăn chăn nuôi	Ngô, tương, mè,...	Đậu lúa	Rất đáng kể	Giảm từ đầu năm 2014	Tiếp tục giảm	Chưa điều chỉnh	Tích cực
Thực phẩm đồ uống (sữa)	Sữa		Trung bình	Giảm từ nửa cuối 2014	Tiếp tục giảm	Đã có thông tin chuẩn bị điều chỉnh	Rất tích cực
Vật liệu xây dựng (nhựa)	Hạt nhựa		Đáng kể	Giảm từ nửa cuối 2014	Giảm nhẹ	Chưa điều chỉnh	Rất tích cực
Phân bón	Kali, ure, SA,...		Rất đáng kể	Giảm từ nửa cuối 2014	Tiếp tục giảm	Đã điều chỉnh	Tích cực
Phụ tùng ô tô (ắc quy)	Chì		Rất đáng kể	Giảm từ nửa cuối 2014	Tiếp tục giảm	Chưa điều chỉnh	Tích cực
Phụ tùng ô-tô (săm lốp)	Cao su		Rất đáng kể	Tiếp tục đà giảm từ trước năm 2014	Có thể hồi phục nhẹ nhưng chậm	Chưa điều chỉnh	Tích cực
Dệt may	Sợi bông		Đáng kể	Giảm từ nửa cuối 2014	Giảm nhẹ	Chưa điều chỉnh	Tích cực
Vận tải (logistic)	Dầu		Trung bình	Giảm từ nửa cuối 2014	Giảm nhẹ	Đã có thông tin chuẩn bị điều chỉnh	Tích cực
Thép	Thép phế, quặng sắt		Rất đáng kể	Tiếp tục đà giảm từ trước năm 2014	Tiếp tục giảm	Đã điều chỉnh	Tiêu cực
Cung cấp khí (dầu khí, tiện ích công)	Khí gas		Rất đáng kể	Giảm từ đầu năm 2014	Tiếp tục giảm	Đã điều chỉnh	Tiêu cực

Nguồn: RongViet Research



PHỤ LỤC 6: Xác định điểm số VNIndex sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức hai giai đoạn

Để xác định điểm số của VNIndex, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức hai giai đoạn với hai phương pháp sau:

- Phương pháp 1: giai đoạn 1 (2015-2019) tăng trưởng đều quanh vùng 11-12% và giai đoạn 2 (sau năm 2019) được hồi quy giá trị theo mô hình tăng trưởng bền vững với tốc độ 5%.
- Phương pháp 2: theo mô hình H (H-model) gồm giai đoạn 1 kéo dài 14 năm tăng trưởng giảm đều mỗi năm 0,5% từ mức tăng trưởng 12% và giai đoạn 2 tăng trưởng bền vững 5%.

Kết quả phân tích độ nhạy cho thấy giá trị nội tại VNIndex được đánh giá dao động quanh vùng giá 561-718 trong năm 2015 tương ứng với kịch bản từ tiêu cực nhất đến tích cực nhất và kết thúc năm ở mức hợp lý là 633,23 điểm. Tuy vậy, mặc dù dựa trên các phân tích và giả định thận trọng nhưng mô hình định giá vẫn phải sử dụng các tham số tính trong khi nền kinh tế luôn có những chuyển động theo thời gian. Do đó, việc định giá VNIndex chỉ nhằm mục đích hỗ trợ một phần trong việc đánh giá tổng quan thị trường.

Bảng: Phân tích độ nhạy giá trị nội tại cuối năm 2015 VNIndex theo phương pháp 1

Tăng trưởng cổ tức 2015-2019 (CAGR)	Tỷ suất chiết khấu			
		10,49%	10,99%	11,49%
11,0%	631,56	580,29	536,93	
12,0%	658,14	604,52	559,18	
13,0%	685,63	629,59	582,20	

Nguồn: Rongviet Research

Bảng: Phân tích độ nhạy giá trị nội tại cuối năm 2015 VNIndex theo phương pháp 2

Tăng trưởng cổ tức 2015-2019 (CAGR)	Tỷ suất chiết khấu			
		10,49%	10,99%	11,49%
11,0%	686,29	631,85	585,80	
12,0%	718,97	661,94	613,69	
13,0%	751,65	692,03	641,59	

Nguồn: Rongviet Research

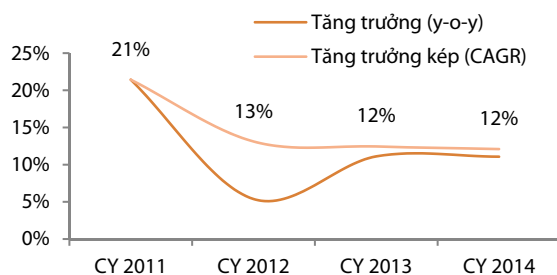
Bảng: Phân tích độ nhạy giá trị nội tại cuối năm 2015 VNIndex theo trung bình 2 phương pháp

Tăng trưởng cổ tức 2015-2019 (CAGR)	Tỷ suất chiết khấu			
		10,49%	10,99%	11,49%
11,0%	658,93	606,07	561,36	
12,0%	688,55	633,23	586,44	
13,0%	718,64	660,81	611,90	

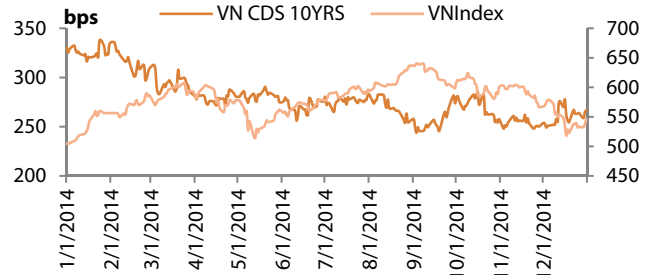
Nguồn: Rongviet Research

Bảng: Một số giả định và tham số được sử dụng trong cả hai phương pháp định giá

Tăng trưởng cổ tức của VNIndex giai đoạn 2010-2014



Mối tương quan giữa CDS Spread và VNIndex



Nguồn: Bloomberg, RongViet Reserach

Nguồn: Bloomberg

	PP1	PP2
Tốc độ tăng trưởng cổ tức giai đoạn 1	Cổ tức tăng trưởng kép quanh vùng 11-12% trong giai đoạn 1. Giả định này được hình thành dựa trên tỷ lệ tăng trưởng kép giai đoạn 2010-2014. Trong giai đoạn này, tỷ lệ tăng trưởng (CARG) cổ tức qua các năm dao động quanh vùng 12%-13% và được giả định sẽ tiếp tục duy trì sự ổn định này trong giai đoạn 2015-2019 tại vùng 11-12% nếu không xét đến sự chuyển biến lớn về kinh tế.	Cổ tức tăng trưởng với tốc độ giảm dần từ mức 12%. Quan sát tốc độ tăng trưởng cổ tức giai đoạn 2010-2014, chúng tôi nhận thấy cổ tức đang tăng trưởng với tốc độ giảm dần nhẹ, bình quân mỗi năm giảm khoảng 0,5%. Theo đó, đã giảm được giả định kéo dài 14 năm về mức tăng trưởng bền vững.
Tốc độ tăng trưởng cổ tức giai đoạn 2	Trong dài hạn chúng tôi giả định tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của VNIndex sẽ tiệm cận với tốc độ tăng trưởng GDP tiềm năng (GDP potential) của Việt Nam. Theo dự báo của chuyên viên vĩ mô RongViet Research, GDP tiềm năng của Việt Nam dựa trên mô hình hồi quy được ước tính sẽ tăng trưởng khoảng 5%.	
Suất chiết khấu	Suất chiết khấu được đánh giá thông qua mô hình của Aswath Damodaran về ước tính phần bù rủi ro quốc gia (country risk premium) dựa vào CDS Spread. Theo mô hình này, chúng tôi sử dụng suất chiết khấu tính tại ngày 26/2/2015 đối với thị trường Việt nam khoảng 11% (với lãi suất phi rủi ro của Mỹ là 1,97% và phần bù rủi ro cổ phiếu (equity risk premium) của thị trường Việt Nam là 9,02%).	
Cổ tức của VNIndex	Cổ tức của VNIndex cuối năm 2014 là 23,20 (nguồn Bloomberg).	

PHỤ LỤC 7: Thống kê KQKD của các doanh nghiệp niêm yết

Tên ngành	Vốn hóa (Tỷ VND)	ROE	ROA	ROS	P/E (27/02/ 2015)	P/B (27/02/ 2015)	EV/EBITDA	Diễn biến giá 1 năm (27/02/2015 - 27/02/2014)
Sản phẩm và dịch vụ công nghiệp	148.641	14%	5%	6%	27,03	2,73	13,43	7,1%
Thực phẩm - Đồ uống	176.403	17%	9%	7%	15,87	4,09	11,56	2,4%
Ngân hàng	306.996	11%	1%	24%	17,30	1,64	-	13,0%
Xây dựng và vật liệu xây dựng	59.204	10%	3%	4%	12,80	1,27	17,33	26,4%
Dịch vụ tài chính	29.174	10%	6%	26%	13,50	1,35	6,79	-9,3%
Tài nguyên	20.116	4%	1%	1%	33,70	4,24	N/A	1,4%
Phân phối	5.351	19%	8%	2%	14,54	0,99	7,50	-24,5%
Y tế	17.808	17%	8%	6%	12,51	2,47	7,97	1,7%
Dầu khí	185.824	31%	16%	13%	10,00	3,64	5,62	-3,1%
Tiện ích công cộng	28.060	15%	8%	8%	10,90	1,39	6,93	5,4%
Bất động sản	123.447	8%	3%	11%	24,75	2,55	18,63	5,9%
Truyền thông	1.040	11%	6%	5%	13,43	1,00	5,88	1,5%
Bảo hiểm	36.683	9%	3%	10%	17,50	1,73	12,01	-6,5%
Vật dụng cá nhân và gia đình	16.167	16%	7%	5%	10,91	1,61	7,73	11,0%
Du lịch & Giải trí	6.197	8%	4%	5%	20,53	2,21	10,56	12,5%
Công nghệ	34.451	21%	8%	3%	15,80	5,53	10,85	-7,1%
Hóa chất	25.720	15%	9%	9%	9,56	1,34	5,68	-15,8%
Xe hơi & Phụ tùng	9.050	22%	10%	9%	11,66	2,65	8,33	20,1%
Viễn thông	15	0%	0%	3%	1,80	0,27	0,35	-41,6%

Nguồn: RongViet Research

PHỤ LỤC 8: Danh sách cổ phiếu ưa thích của RongViet Research theo ngành

Viễn thông	KST																										
Xe hơi & Phụ tùng	CSM	DRC	PAC	SRC	TSB																						
Bảo hiểm	BIC	BMI	BVH	PGI	PTI	PVI	VNR																				
Ngân hàng	ACB	BID	CTG	EIB	MBB	NVB	SHB	STB	VCB																		
Dầu khí	APP	GAS	PGD	PLC	PPE	PVC	PVD	PVS	PXS	PXT																	
Công nghệ	CKV	CMG	CMT	ELC	FPT	ITD	LTC	POT	SGT	SRB	ST8	TST	VAT	VIE	VLA	VTC											
Du lịch & Giải trí	BSC	CTC	DSN	FDT	GTT	HOT	MNC	PCT	PDC	PVR	RIC	SGH	SKG	STT	TCT	VNG	VNS										
Phân phối	AME	BTT	CMV	COM	FDC	HAX	HTC	KHA	OGC	PID	SHN	SVC	SVT	TH1	TMC	TNA	VPC										
Y tế	AMV	DBT	DCL	DHG	DHT	DMC	DNM	IMP	JVC	LDP	MKV	OPC	PMC	PPP	SPM	TRA	VMD										
Hóa chất	CPC	DPC	DPM	DPR	HAI	HDA	HRC	HSI	HVT	LAS	NET	NFC	PHR	PVB	QBS	RDP	SFG	TNC	TRC	TSC	VFG						
Truyền thông	BDB	BED	BST	DAD	DAE	DST	EBS	ECI	EID	HBE	HEV	HST	HTP	LBE	ONE	PNC	QST	SAP	SED	SGD	STC	TPH	VNN				
Tiện ích công cộng	ASP	BTP	CHP	CLW	CNG	DNC	DRL	HJS	KHP	MTG	NBP	NLC	PCG	PGC	PGS	PPC	PVG	SBA	SFC	SHP	SII	SJD	TBC	TDW	TIC		
Dịch vụ tài chính	AGR	APG	API	APS	ASA	BSI	BVS	CTS	EFI	FIT	HBS	HCM	HHS	HPC	IDJ	IVS	KLS	ORS	PSI	SEB	SHS	SSI	TVC	VDS	VIG		
Vật dụng cá nhân và gia đình	BRC	CLC	DCS	DGC	DHP	DQC	DTT	EVE	GDT	GIL	GMC	GTA	ITQ	KMR	KSD	LIX	MHL	NAG	NPS	NST	PNJ	PTB	RAL	SAV	SFN		
Tài nguyên	ALV	AMC	BAM	BGM	BKC	BMC	BVG	CAP	CMI	DHM	DNY	DTL	HAP	HGM	HLA	HLC	KHB	KKC	KMT	KSA	KSB	KSH	KSK	KSQ	KSS		
	KTB	LCM	MDC	MIM	NBC	NKG	POM	PTK	SMC	SPI	SQC	TC6	TCS	TDN	THT	TKU	TLH	TNT	TVD	VGS	VID	VIS	VMI				
Thực phẩm - Đồ uống	AAM	ABT	ACL	AGF	AGM	ANV	ATA	AVF	BBC	BHS	BLF	CAN	CMX	DBC	FMC	HAD	HAG	HAT	HHC	HNM	HVG	ICF	IDI	KDC	KTS		
	LAF	LSS	MCF	MPC	NDF	NGC	NHS	NSC	SAF	SBT	SCD	SEC	SGC	SJ1	SLS	SSC	TAC	THB	TS4	VCF	VDL	VHC	VLF	VNH	VNM		
	VTF	VTL																									
Vật liệu xây dựng	ACC	BCC	BMP	BT6	BTS	C32	CCM	CVT	CYC	DAC	DAG	DCT	DHA	DNP	DXV	FCM	GMX	GTN	HCC	HLY	HMC	HOM	HPS	HT1	HVX		
	KHL	LBM	MAX	MCC	NAV	NHC	NNC	NTP	PPG	QNC	SCJ	SDG	SDN	SDP	SDY	TBX	TCR	TMX	TSM	TTC	TTZ	TXM	VCS	VHL	VIT		
	VTS	VTV	VXB																								
Bất động sản	BCI	C21	CCL	CLG	D2D	DIG	DLR	DRH	DTA	DXG	HAR	HDC	HDG	HLD	HQC	HU1	ITA	ITC	KAC	KBC	KDH	KLF	LGL	LHG	NBB		
	NDN	NDX	NHA	NLG	NTL	NVN	NVT	OCH	PDR	PFL	PPI	PTL	PV2	PVL	QCG	RCL	SCR	SIC	SJS	SZL	TDC	TDH	TKC	UDC	UIC		
	VCR	VIC	VNI	VPH	VRC																						
Xây dựng	ASM	B82	BCE	BHT	BII	C47	C92	CCI	CDC	CEO	CID	CII	CMS	CSC	CT6	CTA	CTD	CTI	CTM	CTN	CTX	CX8	D11	DC2	DC4		
	DIC	DID	DIH	FCN	FLC	HAS	HBC	HHG	HTI	HU3	HUT	ICG	IDV	IJC	KTT	L10	L14	L18	LCG	LCS	LHC	LIG	LM8	LUT	MCO		
	MDG	PEN	PHC	PHH	PTC	PVV	PVX	PXA	PXI	PXL	QTC	S12	S55	S74	S99	SC5	SCL	SD1	SD2	SD4	SD5	SD6	SD7	SD9	SDD		
	SDH	SDT	SDU	SJC	SJE	SKS	SVN	THG	THS	TV1	TV2	TV3	TV4	V12	V15	V21	VC1	VC2	VC3	VC5	VC6	VC7	VC9	VCC	VE1		
	VE2	VE3	VE4	VE8	VE9	VNE	VSI																				
Sản phẩm và dịch vụ công nghiệp	AAA	ADC	ALP	ALT	APC	ARM	BBS	BPC	BTH	BXH	CIG	CJC	CLL	CMC	CTB	CVN	DHC	DL1	DLG	DVP	DXP	DZM	EMC	GLT	GMD		
	GSP	HCT	HDO	HLG	HMH	HPG	HSG	HTL	HTV	INC	INN	L35	L43	L44	L61	L62	LCD	LGC	LM3	LM7	LO5	MAC	MAS	MCG	MCP		
	MEC	MHC	MSN	MWG	NHW	PAN	PDN	PET	PGT	PIT	PIV	PJC	PJT	PMS	PPS	PRC	PSC	PSD	PTM	PTS	PVE	PVT	QHD	REE	SAM		
	SBC	SDA	SDC	SDE	SFI	SMA	SMT	SPP	SRA	SRF	SSG	SSM	STG	STP	SVI	TAG	TCL	TCO	TIE	TIG	TIX	TJC	TMS	TMT	TPP		
	TTP	TYA	VBC	VBH	VCG	VCM	VFR	VGP	VHG	VIP	VKC	VMC	VNA	VNC	VNF	VNL	VNT	VOS	VPK	VSC	VST	VTB	VTH	VTO	WCS		
	UNI																										

HỘI SỞ TẠI TP.HCM

Tầng 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T +84 8 6299 2006
F +84 8 6291 7986
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

2C Thái Phiên, Q.Hai Bà Trưng, Hà Nội

T +84 4 6288 2006
F +84 4 6288 2008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP.Nha Trang, Khánh Hòa

T +84 058 3820 006
F +84 058 3820 008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

08 Phan Đình Phùng, Q.Ninh Kiều, TP.Cần Thơ

T +84 0710 381 7578
F +84 0710 381 7789
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2015.