

#### BSC RESEARCH

#### Trưởng phòng

Trần Thăng Long

longtt@bsc.com.vn

#### Nhóm thực hiện

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

## Cổ phiếu và tính chu kỳ

Cổ phiếu luôn vận động theo những chu kỳ nhất định, và bánh xe chu kỳ thay đổi luôn tạo nên những cơn địa chấn với cả ngành, kéo theo cơ hội cũng như rủi ro với nhà đầu tư. Thời điểm tốt nhất để chốt lãi là khi ngành phát triển cực thịnh, và ngược lại tốt nhất để bắt đáy khi những yếu tố xấu nhất đang thể hiện. Điều này rất khó để có thể thực hiện và chúng tôi đã thử nhiều lần, có những lúc đúng thời điểm như với ngành Cảng biển (09/2015), Đường (11/2015), Gạch (03/2016), Dầu khí (03/2016), Thép (07/2016), và Cao su (10/2016)... trước đó, chúng tôi đã lạc quan quá sớm về Vận tải biển.

## Câu chuyện về ngành bị “ghét” nhất

Có lẽ hiếm có ngành nào chịu nhiều “điều tiếng” hơn ngành mà chúng tôi đề cập trong báo cáo này “Ngành Than”. Nhắc đến ngành than và các cổ phiếu Than, các nhà đầu tư kỳ cựu của những năm 2009 trở về trước sẽ lập tức nhớ ngay đến NBC, THT, TC6... Tuy nhiên áp lực giá than suy giảm trên phạm vi toàn cầu, trữ lượng giảm dần và quỹ phúc lợi lớn hàng năm cho lượng nhân công lớn đã khiến cổ phiếu Than dần mất đi sức hấp dẫn với nhà đầu tư.

## Đồng hồ hỏng vẫn đúng giờ 2 lần trong ngày

Thị trường chứng khoán là một nơi rất đặc biệt, nơi cơ hội luôn đến từ những nơi bất ngờ nhất, trong những điều kiện bất ngờ nhất. Chỉ trong hơn 3 tháng qua, giá Than thế giới liên tục tăng trưởng – đạt mức tăng 112% trong vòng 1 năm, và đưa giá than từ vùng đáy của nhiều năm về gần với mức giá của 2012. Trên TTCK toàn cầu, từ Mỹ đến Australia và các quốc gia khu vực châu Á, cổ phiếu Than đã có sự quay lại ngoạn mục bất chấp những bất ổn vẫn đang diễn ra.

Bên cạnh việc nghiên cứu diễn biến giá Than và cổ phiếu ngành, chúng tôi đã thăm một số doanh nghiệp ngành than trong thời gian gần đây và tìm hiểu liệu cơ hội có đến với cổ phiếu than Việt Nam như những gì đang diễn ra đối với cổ phiếu Than toàn cầu.

Ba câu hỏi đặt ra ở đây là: (1) Tại sao ngành than lại có sự tăng trưởng ngược lại xu hướng suy giảm ? (2) Liệu mức giá nguyên liệu Than có được duy trì bao lâu? và câu hỏi quan trọng nhất (3) Liệu cổ phiếu Than ở Việt Nam là cơ hội để đầu tư hay đầu cơ ?

## Giá than phục hồi đáng kể sau 9 năm suy giảm

### Diễn biến giá than thế giới

Sau khủng hoảng 2008, giá than giảm tới 75% và giảm dần đều cho đến tận 2016, khi giá các loại than giao động ở mức 50.5 - 58 USD/tấn. Điều này được giải thích do nhu cầu tiêu thụ than của Trung Quốc và Ấn Độ (2 quốc gia tiêu thụ than lớn nhất thế giới) đều trên đà suy giảm. Dù vậy từ đầu năm 2016, giá than bắt đầu phục hồi với tốc độ tốt nhất so với các hàng hóa năng lượng khác. Tính đến tháng 11/2016, giá than đã tăng tới 112% so với đầu năm.

Đồ thị 1

Giá Than thế giới 2009 - 2016



Nguồn: Tradingeconomics

### Nguyên nhân của đợt phục hồi giá và liệu có bền vững

Thị trường hàng hóa luôn chứa đựng những ẩn số mà khi xảy ra thì tác động lớn lên diễn biến giá hàng hóa. Đợt tăng giá mạnh mẽ của than đá năm 2016 bắt nguồn từ 2 nguyên nhân: **(1) Chính sách khiến cân đối cung cầu than của Trung Quốc thay đổi.** Giữa năm 2015, Trung Quốc ban hành chính sách hạn chế mở cửa mỏ than dưới 273 ngày (so với 330 ngày) do vấn đề môi trường. Hiện than chiếm tới 64% nhu cầu tiêu thụ năng lượng của Trung Quốc, do đó việc hạn chế mở cửa mỏ than đã khiến các nhà máy công nghiệp trong nước phải tăng cường nhập khẩu. Chính sách này đã khiến nhu cầu nhập khẩu than của quốc gia này tăng vọt lên trên 17% **(2) Kỳ vọng chính sách tân Tổng thống Hoa Kỳ.** Trong các phát ngôn tranh cử của mình, Tân tổng thống Hoa Kỳ có nhắc tới việc sẽ khiến các công ty Than của quốc gia này tốt trở lại. Điều này đem lại hy vọng lớn cho các nhà sản xuất than tại Hoa Kỳ. Ngay sau ngày có kết quả bầu cử, giá than đã có phiên tăng mạnh gần 20% trong ngày 10/11.

Dù vậy phải thừa nhận, xu hướng sử dụng năng lượng sạch vẫn tiếp diễn, và giá than do vậy sẽ phụ thuộc rất nhiều vào động thái chính sách của các quốc gia tiêu thụ lớn như Trung Quốc, Ấn Độ...

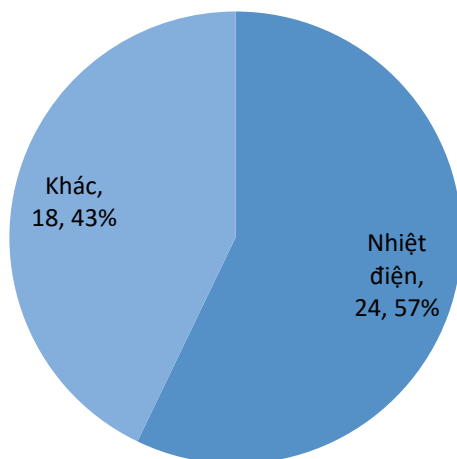
## Ngành Than Việt Nam trước những đổi thay

### Việt Nam từ xuất khẩu sang nhập khẩu than

Cân đối cung cầu về than của kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục thiếu hụt nghiêm trọng trong những năm sắp tới. Việt Nam từ vị thế là quốc gia xuất khẩu than lớn với quy mô trên 25 triệu tấn năm 2009, đã chuyển sang nhập khẩu hơn 10 triệu tấn than chỉ trong 9 tháng 2016. Cụ thể, nhập khẩu than đá 9T2016 tăng mạnh 147,6% về lượng và 82,1% về trị giá, với hơn 10,51 triệu tấn, trị giá 655 triệu USD. Nguồn nhập khẩu chủ yếu đến từ Australia, Nga và Trung Quốc. Nhu cầu tiêu thụ than phần lớn đến từ các nhà máy nhiệt điện. Hiện Việt Nam có 19 nhà máy nhiệt điện than, và con số này sẽ tăng lên 52 vào năm 2030, với tổng số lượng than cần nhập khẩu ước tính khoảng 85 triệu tấn mỗi năm. Cùng với nhu cầu từ các nhà sản xuất công nghiệp thuộc các ngành xi măng, hoá chất, phân bón, luyện kim..., bộ Công Thương đã ước tính nhu cầu nhập khẩu than của Việt Nam đến năm 2020 khoảng 35 triệu tấn; năm 2025 khoảng 80 triệu tấn, năm 2030 khoảng 135 triệu tấn.

Đồ thị 2

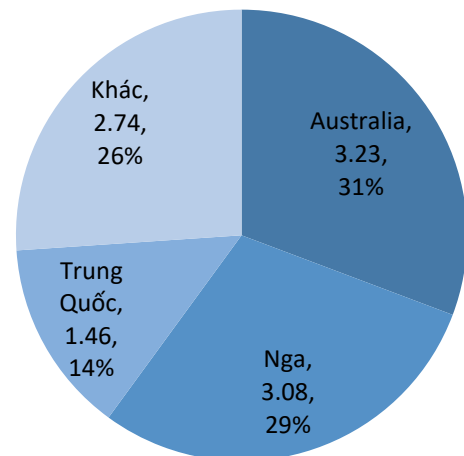
Cơ cấu tiêu thụ Than 2015



Nguồn: GSO, BSC Research

Đồ thị 3

Cơ cấu nhập khẩu Than của Việt Nam 9T2016



Nguồn: Tổng cục hải quan, BSC Research

### Rủi ro của ngành than Việt nam

Thuộc nhóm khai khoáng, ngành Than có những rủi ro đặc thù mà nhà đầu tư cần quan tâm: (1) Trữ lượng các mỏ lộ thiên đã dần cạn. Đa số mỏ khai thác hầm lò sâu, thậm chí âm 300 m so với mực nước biển (2) chi phí khai thác với hệ số bóc đất tăng khoảng 3 lần so với khai mỏ lộ thiên dẫn đến giá than kém cạnh tranh (3) Hoạt động khai thác có tính mùa vụ và chịu tác động của thời tiết (4) Do ảnh hưởng xấu tới môi trường, các mức thuế và phí với ngành than luôn cao và có xu hướng tăng.

## Cơ hội nào cho cổ phiếu Than Việt Nam

### Diễn biến giá cổ phiếu Than thế giới

Chỉ cách đây 1 năm, ngay cả 3 gã khổng lồ của thị trường khoáng sản là BHP Billiton (NYSE:[BHP](#)), RIO Tinto (NYSE:[RIO](#)), Glencore ([OTCPK:GLNCY](#)) đều coi Than là nhóm tài sản yếu nhất của mình. Vậy mà chỉ số Market Vectors-Coal ETF (NYSEARCA:KOL) đã tăng trưởng tới 110% trong năm 2016. Gần đây sau những thông tin khả quan hơn từ bầu cử Tổng thống Hoa Kỳ, cổ phiếu ngành than đã tăng trưởng mạnh mẽ trở lại. Có thể kể đến như ngay trong ngày 10/11/2016, nhóm các cổ phiếu than đã bật tăng mạnh như: OTCPK: BTUUQ +43.2%, FELP +25.4%; OTCQB: RHNO +20.7%, CLD+16.7%, WLB +17.5%, WMLP +19.4%, ARCH +11.2%, CNX +6%, AHGP+5.8%, ARLP +4.1%.

Bảng 01:

Các cổ phiếu Than Niêm yết

Cổ phiếu	DTT 2015 (tỷ)	Giá	EPS	Bookvalue	P/E	P/B	Cổ tức 2016
NBC	1.366	7.200	1.240	10.880	5,81	0,66	3%
TVD	3.309	6.400	480	10.680	13,37	0,60	3%-7%
TDN	2.425	5.300	460	10.740	11,58	0,49	2%
THT	2.314	6.600	1.760	10.970	3,76	0,60	5%
TCS	4.253	5.200	200	10.530	26,44	0,49	4%-5%
TC6	3.855	5.500	460	10.000	11,87	0,55	3%
Trung Bình	2.920	6.033	767	10.633	12	0,57	4%

Nguồn: BSC

### Cổ phiếu than Việt Nam - Đầu tư hay đầu cơ

Bản chất hoạt động của các công ty Việt Nam không giống như các doanh nghiệp than thế giới có quyền của chủ mỏ. Các công ty than Việt Nam phần lớn hoạt động khai thác theo kế hoạch và theo định mức được giao từ Công ty mẹ Vinacomin. Khi giá than tăng, phần lợi thế sẽ dồn về công ty mẹ, các công ty con hưởng định mức lãi theo kế hoạch và theo quy mô doanh thu (khoảng 3%/doanh thu). Tất nhiên việc giá than tăng lên và lượng tồn kho lớn sẽ có lợi cho công ty mẹ, qua đó giảm áp lực cho các công ty con. Xét về hiệu quả kinh doanh, các công ty con sẽ chỉ được lợi khi (1) Quy mô doanh thu tăng trưởng (do sản lượng tăng hoặc do chi phí khai thác tăng khi chuyển từ lộ thiên sang khai thác hầm lò làm tăng giá bán), và (2) Chủ động tiết kiệm chi phí và nâng cao năng suất (chi phí lớn nhất của các công ty trong ngành thường là khấu hao, nhân công, và lãi vay).

Tuy nhiên, khi nhìn lại chỉ số các cổ phiếu than, dễ dàng nhận thấy đa số các công ty sau thời gian dài giá cổ phiếu sụt giảm nhanh hơn giá than, đã bắt đầu về mức độ hợp lý. Định giá có chiết khấu so với sổ sách và mức chi trả cổ tức kế hoạch bắt đầu hấp dẫn so với lãi suất ngân hàng. Chúng tôi cho rằng khó có thể đánh giá liệu xu hướng giá than tăng sẽ tiếp diễn bao lâu, nhưng các yếu tố hiện tại cũng đã đủ để nhà đầu tư nghiêm túc nhìn lại cơ hội trong

nhóm cổ phiếu than. Từ đó lựa chọn các cổ phiếu có định giá hấp dẫn, tỷ lệ cổ tức cao, doanh thu lớn, trữ lượng tốt và thanh khoản đảm bảo. Câu hỏi đầu cơ hay đầu tư sẽ tùy thuộc vào góc nhìn của mỗi người.

## Khuyến cáo sử dụng

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.*



## BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84 4 3935 2722

Fax: +84 4 2220 0669

## BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84 8 3821 8885

Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: BSCV <GO>**