



Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Khái quát chung:

“Thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng trưởng 60% trong Quý 2 năm 2009, trở thành thị trường có mức tăng trưởng cao nhất Châu Á và đứng thứ hai trên thế giới trong 89 thị trường tiêu biểu theo số liệu của Bloomberg, chỉ số VNIndex chỉ đứng sau chỉ số PFTS của Ucraina đã tăng 78% trong cùng kỳ. Trong nửa đầu năm 2009, VNIndex tăng 43%, xếp thứ 9 trong số các thị trường tăng mạnh nhất thế giới. Lượng vốn huy động trên thị trường trong thời gian này đạt trên 5,3 nghìn tỷ, gần bằng 20% so với lượng vốn huy động của năm 2008 (khoảng 29 nghìn tỷ). Sự phục hồi của thị trường không chỉ được hỗ trợ bởi niềm tin của nhà đầu tư mà còn được hỗ trợ bởi cải thiện của nền kinh tế. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị trường trong thời gian qua đã đi xa so với các yếu tố cơ bản và do vậy sẽ có những đợt điều chỉnh trong thời gian tới.

Mặc dù nhiều công ty trong phạm vi các ngành nghiên cứu của chúng tôi sẽ đạt hoặc vượt kế hoạch lợi nhuận trong năm nay, do các công ty đặt kế hoạch khá thấp, có nhiều khả năng thu được lợi nhuận đáng kể từ hoạt động đầu tư trong quý 2 và do các công ty cũng được hưởng lợi từ gói kích cầu của chính phủ, chúng tôi cho rằng con đường phục hồi sẽ không phải là một con đường hoàn toàn bằng phẳng. Tăng trưởng GDP năm 2009 sẽ tốt hơn mức chúng tôi ước tính 1 cách thận trọng vào thời điểm quý 1 là 3,9% trong kịch bản lạc quan nhất. Chúng tôi đã điều chỉnh ước tính tăng trưởng GDP trong kịch bản cơ sở từ mức 3,4% lên 4,2%, và trong kịch bản lạc quan, tăng trưởng GDP sẽ ở mức 4,9%. Tiêu dùng trong nước sẽ là động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng hơn là xuất khẩu hay FDI trong năm nay.

Chúng tôi vẫn tin tưởng vào triển vọng dài hạn của tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam mặc dù hiện nay vẫn là giai đoạn điều chỉnh và tích lũy. Cổ phiếu của các công ty với yếu tố cơ bản tốt, các chỉ số tài chính vững mạnh và ban lãnh đạo giỏi vẫn là các cổ phiếu được chúng tôi ưa thích. Trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng các công ty trong ngành xây dựng và vật liệu xây dựng sẽ hưởng lợi từ gói kích cầu của chính phủ.

MỤC LỤC

❖ Kinh tế

2009 – 2010: Hậu khủng hoảng bất mạnh hay chặt vật leo dốc?	Trang 3
--	----------------

❖ Thị trường chứng khoán

2009: 6 tháng đầu năm 2009 với nhiều biến động	Trang 5
---	----------------

❖ Chuyên mục ngành

▪ Ngân hàng	Trang 8
▪ Nguyên Vật Liệu xây dựng (Xi măng)	Trang 12
▪ Nguyên Vật Liệu xây dựng (Ống nhựa xây dựng)	Trang 14
▪ Than	Trang 18
▪ Hoá chất nguyên liệu (Cao su tự nhiên)	Trang 21
▪ Hàng tiêu dùng	Trang 25
▪ Điện	Trang 30
▪ Nông ngư nghiệp (Thủy sản)	Trang 34
▪ Bảo hiểm	Trang 37
▪ Dịch vụ và Thiết bị dầu khí	Trang 39
▪ Dược	Trang 42
▪ Quản lý và Phát triển Bất động sản phân khúc nhà ở	Trang 45
▪ Thép	Trang 50
▪ Vận tải hàng rời	Trang 53
▪ Cảng biển	Trang 56

(*): Phân loại ngành của chúng tôi dựa trên chuẩn ICB, cấp độ 4

❖ Phân tích kỹ thuật

Trang 62

KINH TẾ

Kinh tế 6 tháng đầu năm và triển vọng 2009-2010: Hậu khủng hoảng bất mạnh hay chật vật leo dốc?

● **Kinh tế 6 tháng: Giảm xấu trong khủng hoảng, tụt xa khỏi tăng trưởng tiềm năng**

Tác động sâu sắc của khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu tồi tệ nhất sau Đại suy thoái đã thể hiện rõ ràng với kinh tế Việt Nam khi sáu tháng đầu năm GDP tăng trưởng 3,9% so cùng kỳ, mức thấp nhất kể từ năm 1999 đến nay. Giá trị xuất khẩu giảm 18% nếu không tính xuất khẩu vàng, các mặt hàng xuất khẩu chủ chốt có kim ngạch giảm từ 10-30% mặc dù khối lượng xuất khẩu một số mặt hàng tăng đáng kể nhưng giá sản phẩm xuất khẩu một số thời điểm giảm đến 60% so cùng kỳ. FDI thực hiện giảm 25% so với cùng kỳ. Kim ngạch nhập khẩu giảm 36% so cùng kỳ với khối lượng nhập khẩu nhiều nguyên liệu và máy móc giảm mạnh so với cùng kỳ.

Điểm sáng của kinh tế 6 tháng đầu là tổng lượng tiêu dùng vững vàng, ước tăng 8,8% so với cùng kỳ và tiến độ triển khai khẩn trương các chính sách kích cầu của chính phủ. Chương trình tín dụng bù lãi suất, các biện pháp giảm và giãn thuế, chi đầu tư ngân sách tăng khoảng 20% theo tháng kể từ tháng 3 đến nay và mức tăng trưởng tín dụng 16,7% so với cuối năm 2008 tháng là những lực đẩy kích thích kinh tế phát huy rõ ràng tác động trong quý 2. GDP của quý 2 tăng 4,5% so cùng kỳ, cao hơn đáng kể mức 3,1% của quý 1. So cùng kỳ năm trước giá trị sản xuất công nghiệp nói chung trong quý 2 tăng 7,4% so với mức 2,1% trong quý 1. Hưởng lợi từ các chương trình tăng đầu tư ngân sách vào hạ tầng và nổi lại vốn vay ngân hàng, trong quý 2 giá trị sản xuất ngành xây dựng tăng hơn 10% so với cùng kỳ. Trong quý 2, nhập khẩu đã tăng 8-9% về giá trị so với quý 1 với mức tăng giá trị một số nguyên liệu và máy móc lên đến 15-20%. Cũng lưu ý rằng tất cả các lĩnh vực tăng trưởng có cải thiện so với mức rất thấp của quý 1 nhưng vẫn còn thấp hơn mức tăng trưởng trung bình của giai đoạn bình thường khá nhiều (GDP tăng trên 7%, sản lượng công nghiệp tăng 10-14%).

● **Chính sách vĩ mô tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng.**

Định hướng chính sách kinh tế vĩ mô cho cuối năm 2009 và tiếp theo đó vẫn là ưu tiên tăng trưởng. Chính sách tiền tệ nói lỏng thận trọng sẽ tiếp tục được duy trì với các biện pháp thắt chặt về kỹ thuật để tránh tăng trưởng nóng về tiền tệ và lạm phát quay trở lại thông qua động thái bắt đầu thanh tra toàn diện chất lượng tín dụng của NHNN với hệ thống ngân hàng từ đầu tháng 6. Lãi suất cơ bản là công cụ hành chính sẽ tiếp tục được sử dụng sẽ duy trì mặt bằng hiện tại và đi vào xu thế tăng nhẹ từ cuối năm 2009 khi kinh tế ấm hơn lên cùng với nhu cầu tín dụng. Chính sách tài khóa mở rộng vẫn sẽ được áp dụng song ràng buộc về huy động nguồn tài trợ kích cầu vẫn luôn là bài toán khó khi trong 6 tháng đầu năm mới chỉ đạt 25-27% khối lượng phát hành trái phiếu theo nhu cầu của các gói kích thích tài khóa.

● **Triển vọng hồi phục hậu khủng hoảng: Chật vật leo dốc.**

Với những diễn biến vĩ mô và định hướng chính sách như vậy, đã có không ít nhận định lạc quan về sức bật mạnh mẽ của kinh tế Việt Nam trong 6 tháng cuối năm 2009 và sang năm 2010 khi kinh tế thế giới chuyển sang chu kỳ hồi phục. Song có ba lý do khiến chúng tôi cho rằng sẽ khó có sự hồi phục nhanh chóng của kinh tế Việt Nam. Thứ nhất, khả năng hồi phục nhanh chóng của kinh tế và thị trường tài chính thế giới cũng là thấp do hệ thống tài chính tín dụng vẫn còn đang vật lộn để hàn gắn vết thương cũ và tiếp tục xử lý các rủi ro mới với tình trạng thất nghiệp gia tăng trong khi người tiêu dùng tại một số nước phát triển (như Mỹ) lại có xu thế tăng tiết kiệm thay vì tăng chi tiêu mặc dù thu nhập khả dụng tăng nhờ các biện pháp kích cầu. Do đó, động lực ngoại từ xuất khẩu và FDI với nền kinh tế Việt Nam sẽ khó có thể trở lại mạnh mẽ. Thứ hai, quá trình tái cấu trúc hoạt động của kinh tế và doanh nghiệp Việt Nam không có tiến triển đáng kể mặc dù không ít dự án và doanh nghiệp đã vật lộn trong khó khăn và thua lỗ từ nửa sau của năm 2008. Nguồn lực vẫn được đưa vào để nuôi các sử dụng kém hiệu quả này thay vì chuyển sang cho các sử dụng hiệu quả hơn đóng góp tích cực hơn cho hồi phục kinh tế. Lịch sử của kinh tế Việt Nam sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á 1997 cho thấy phải mất 4 năm từ 1998-2001 có mức tăng trưởng thấp hơn 6,5% - mức dưới tăng trưởng tiềm năng

của một nền kinh tế đang phát triển. Lưu ý rằng nền kinh tế Việt Nam ít mở cửa và chịu tác động hạn chế hơn trong khủng hoảng tài chính châu Á trong khi khủng hoảng kinh tế hiện tại có sức tàn phá mạnh hơn khủng hoảng tài chính châu Á rất nhiều mặc dù các chính phủ toàn cầu đã dốc toàn lực để đối phó. Thứ ba, kéo dài và tăng cường độ các chương trình kích cầu trong nước thông qua tăng mạnh chi ngân sách và nói lỏng tiền tệ gặp phải những giới hạn về huy động nguồn vốn trong và ngoài nước để bù đắp thâm hụt ngân sách gắn với áp lực thâm hụt cán cân thanh toán và rủi ro trong trung, dài hạn về lạm phát - căn bệnh vĩ mô mới thuyên giảm trong 6 tháng qua tại Việt Nam.

Ba yếu tố có thể gây bất ngờ và khiến chúng tôi điều chỉnh nhận định thận trọng nói trên về tốc độ hồi phục của kinh tế Việt Nam trong trung hạn trong đó yếu tố thứ ba về nội tại nền kinh tế có sức nặng chi phối. Thứ nhất, kinh tế Trung quốc có thể tăng trưởng mạnh trở lại ngay trong năm nay và 2010 làm tăng mạnh nhu cầu và giá trị hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam phục vụ cho nhu cầu nội địa của Trung quốc. Thứ hai, thị trường tín dụng trung và dài hạn quốc tế hồi phục nhanh chóng tạo đà cho sự tăng trưởng mạnh trở lại của dòng vốn FDI vào Việt Nam khi các nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục chiến lược Trung quốc + 1 bị khủng hoảng tài chính làm dang dở. Song hai yếu tố ngoại lực nói trên bị hạn chế phần nào tác động do mất rất nhiều thời gian để gỡ những nút thắt về chất lượng nguồn nhân lực và hạ tầng cơ sở của Việt Nam. Thứ ba, có sự thay căn bản về cách thức ra quyết định phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế dựa trên hiệu quả toàn diện gắn với các nguyên tắc thị trường thay vì dựa quá nhiều vào các yếu tố phi thị trường.

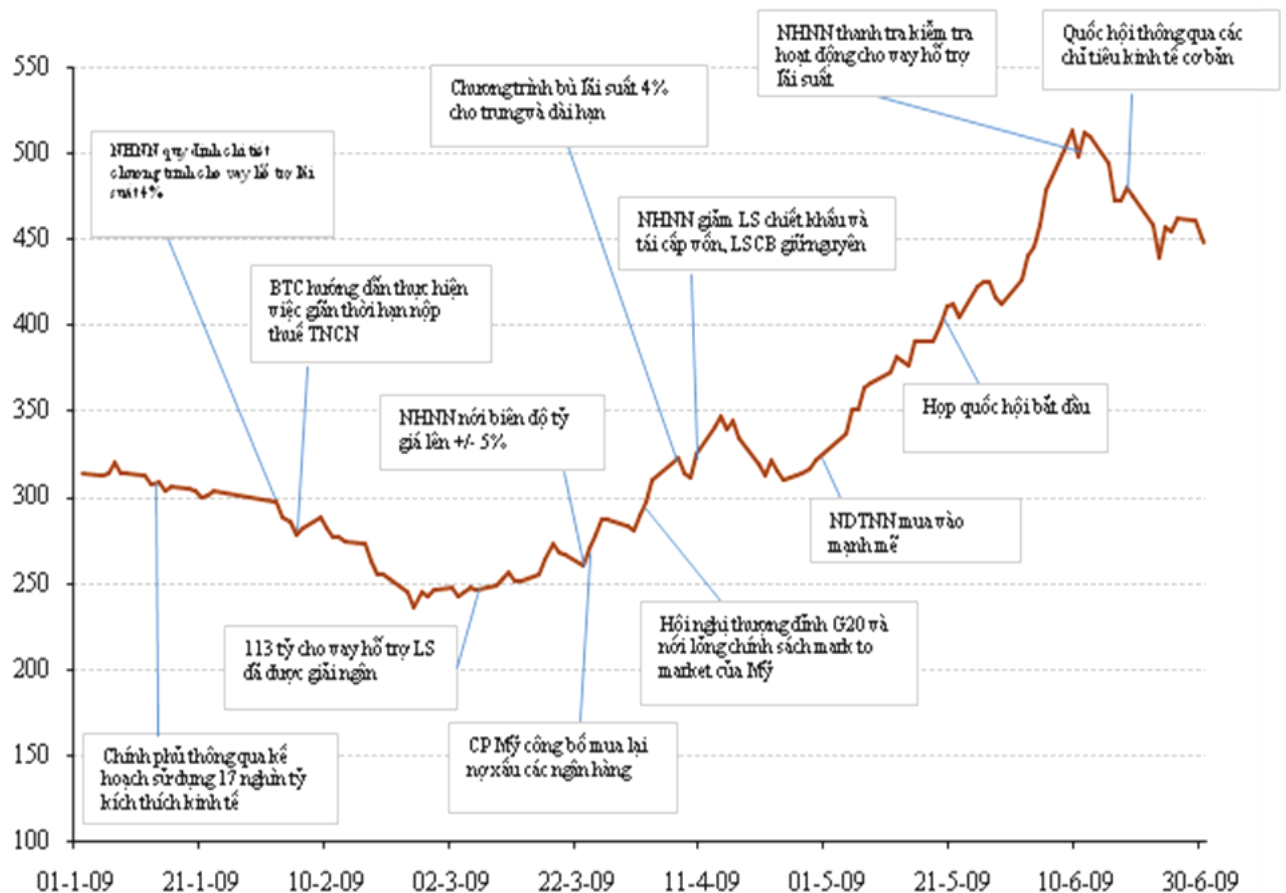
Mặc dù vậy viễn cảnh chật vật leo dốc thay vì bật mạnh lên của nền kinh tế Việt Nam trong chu kỳ hồi phục sẽ khả quan hơn những nhận định rất thận trọng của chúng tôi vào cuối quý 1 với dự báo kịch bản cơ bản tăng trưởng GDP 3,4% trong năm 2009 (kịch bản lạc quan tăng 3,9%). Mức dự báo tăng trưởng GDP của 2009 ở kịch bản cơ bản của chúng tôi được điều chỉnh lên 4,2% và trong kịch bản lạc quan GDP sẽ tăng trưởng ở mức 4,9%. Với dự báo về tăng trưởng cả trong và ngoài nước hồi phục chậm, lạm phát CPI trong năm 2009 sẽ ở mức 7,6% do tổng cầu khó tăng trưởng mạnh cũng như giá nguyên liệu cơ bản vẫn sẽ thấp so với mặt bằng 2008. Lạm phát sẽ tăng lên rõ rệt trong năm 2010. VND có thể tiếp tục được điều chỉnh giảm 1-2% từ nay cho đến cuối năm để phù hợp với tình trạng của cán cân thanh toán. Tăng trưởng GDP trong 2010 dự báo ở mức 5,4% trong kịch bản cơ bản dựa trên những cơ sở như đề cập ở trên về bối cảnh kinh tế thế giới và trong nước.

Tổng hợp và ước tính một số chỉ tiêu vĩ mô cơ bản

		2006	2007	2008	2009 E	2010 E
Tốc độ tăng GDP	%	8,23	8,48	6,23	4,2	5,4
Tăng lượng hàng hóa bán lẻ	%	n.a	9,3%	6,5%	6,8%	8%
Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu	%	22,7	21,9	29,5	-14	5
Tốc độ tăng trưởng nhập khẩu	%	22,1	39,6	28,3	-20	8
Thâm hụt cán cân thương mại	Tỷ USD	4,02	10,36	12,77	6,44	8,58
FDI thực hiện	Tỷ USD	4,1	8,1	11,5	8	8,3
Tỷ lệ đầu tư/GDP	%	42,3	45,6	44,6	37	37,5
Tăng trưởng tín dụng	%	35,8	53,5	25,2	32	30
Tăng CPI bình quân 12 tháng	%	n.a	12,1	23,2	7,6	9,3

Nguồn: Tổng cục thống kê, Bộ kế hoạch Đầu tư và SSI Research ước tính, E: ước tính

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN



Kể từ thời điểm báo cáo Triển Vọng Ngành lần trước của chúng tôi, thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua nhiều biến động. Ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính đã tiếp tục kéo thị trường xuống và chạm đáy vào cuối tháng 2 với chỉ số VNIndex và HNXIndex lần lượt là 235,5 và 78 điểm. Gợi kích cầu của chính phủ được triển khai một cách mạnh mẽ cộng với thanh khoản thị trường tốt đã làm cả 2 chỉ số đều tăng bật trở lại trong vài tháng qua. Vào ngày 9/6 VNIndex đã đạt đỉnh 512 điểm, tăng 117% kể từ điểm đáy. Nửa đầu năm 2009 đã kết thúc với chỉ số VNIndex ở mức 448,29 điểm và HNXIndex ở 149,04 điểm, tương đương với tăng tương ứng là 43,1% và 42,7% kể từ đầu năm.

Sự phục hồi của thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 3 đến tháng 5 đi cùng chiều với xu hướng đi lên của các thị trường trên thế giới, không chỉ được hỗ trợ niềm tin của nhà đầu tư mà còn được hỗ trợ bởi cải thiện của nền kinh tế. Trong tháng 4 và tháng 5, thị trường phấn khởi với khối lượng giao dịch kỷ lục và trong nhiều phiên, giá trị giao dịch vượt mức 3 nghìn tỷ đồng. Nhiều nhà đầu tư đã tận dụng cơ hội dùng đòn bẩy tài chính để tham gia thị trường. Tuy nhiên, các dòng vốn đã phần nào bị thu hẹp và khối lượng giao dịch có xu hướng giảm dần về cuối tháng 6. Trong tuần cuối cùng của tháng 6, giá trị giao dịch trên sàn HO đạt trung bình 1,62 nghìn tỷ 1 phiên, giảm 27% so với tuần trước đó; giá trị giao dịch trên sàn HA cũng chỉ còn khoảng 682 tỷ, giảm 1/3 so với trước đó. Thị trường tiếp tục giằng co đến hết tháng 6.

Nguyên nhân của giá trị giao dịch suy giảm đều được cho là do dòng tiền rút bớt ra khỏi thị trường, trong đó một trong các nguyên nhân là do các ngân hàng thắt chặt tín dụng tiêu dùng, trong đó 1 phần của các khoản tín dụng này có khả năng đã chảy vào thị trường chứng khoán trong thời gian gần đây. Ngân hàng nhà nước cũng hé lộ khả năng thắt chặt tín dụng tiêu dùng và vào đầu tháng 7 cũng đã chính thức công bố

thanh tra hoạt động cho vay tín dụng. Tuy rằng việc thanh tra chưa chính thức diễn ra, nhưng các ngân hàng đã được yêu cầu phải tiến hành thanh tra nội bộ và nộp báo cáo cho Ngân hàng nhà nước trước 15/7.

Dòng tiền suy giảm cũng là kết quả của việc Ủy ban chứng khoán nhà nước yêu cầu các công ty chứng khoán ngừng dịch vụ repo, do đó hãm lại một nguồn vốn đáng kể vào thị trường chứng khoán.

Thị trường phục hồi mạnh và việc gói kích cầu của chính phủ được tiến hành một cách nhanh chóng đã tạo điều kiện cho các công ty trong hầu hết các ngành có kết quả kinh doanh quý 1 tốt. Ngành tài chính ngân hàng được hưởng lợi nhiều nhất từ chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất của chính phủ. Thị trường xây dựng ảm đạm cũng tạo đà cho các công ty bất động sản tăng doanh thu và tận dụng cơ hội vay tiền với lãi suất thấp, đồng thời cũng tác động tích cực lên lợi nhuận của các công ty trong ngành vật liệu xây dựng. Ngành cảng khá ổn định và tiếp tục tăng trưởng; các công ty niêm yết trong ngành này sẽ không chịu ảnh hưởng bởi suy giảm xuất nhập khẩu và sẽ duy trì ổn định trong vài năm tới. Các công ty năm ngoái chịu ảnh hưởng trầm trọng bởi những khoản trích lập dự phòng đầu tư chứng khoán khổng lồ sẽ hưởng lợi từ sự tăng trưởng trở lại của thị trường trong thời gian gần đây. Chúng tôi cho rằng một phần của những khoản trích lập này sẽ được hoàn nhập và lợi nhuận từ đầu tư tài chính trong nửa đầu năm 2009 sẽ khá tốt.

Xét về triển vọng từ đây đến cuối năm, chúng tôi cho rằng hầu hết các công ty sẽ đạt được chỉ tiêu lợi nhuận cho các công ty đều đặt chỉ tiêu khá thấp trong bối cảnh nền kinh tế ảm đạm. Các công ty trong ngành bất động sản, xây dựng và vật liệu xây dựng sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ gói kích cầu. Lợi nhuận của các ngành hàng tiêu dùng, dược và năng lượng sẽ tiếp tục duy trì do đây là các ngành phục vụ cho nhu cầu thiết yếu của người tiêu dùng.

Dựa trên những ước tính về lợi nhuận và triển vọng tăng trưởng kinh tế, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ khó có thể tăng mạnh như nửa đầu năm 2009 và trong ngắn hạn có thể có nhiều đợt điều chỉnh. Mặc dù, lợi nhuận cả năm của các công ty sẽ tốt do kế hoạch đặt ra thấp và nhiều công ty hưởng lợi từ gói kích cầu, theo quan điểm của chúng tôi con đường phục hồi sẽ còn xa và nhiều gập gềnh ở phía trước. Chúng tôi tin rằng tiêu thụ trong nước sẽ đóng vai trò quan trọng hơn xuất khẩu và FDI đối với tăng trưởng kinh tế. Một vài nhân tố nếu diễn biến theo chiều hướng xấu sẽ ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán, trong đó có lạm phát cao – trong khi lạm phát trong năm nay ước tính sẽ duy trì khoảng 7,6%, năm sau lạm phát có thể ở mức 2 con số, tỷ lệ nợ xấu tăng – vào thời điểm cuối tháng 5, nợ xấu của toàn hệ thống ngân hàng là 3,85%, tăng 30% so với năm ngoái, đồng Việt Nam yếu hơn – hiện tại chúng tôi ước tính đồng Việt Nam sẽ giảm giá 1-2% từ nay đến cuối năm, dịch cúm H1N1 có khả năng lan rộng và tăng trưởng kinh tế toàn cầu thấp hơn dự kiến.

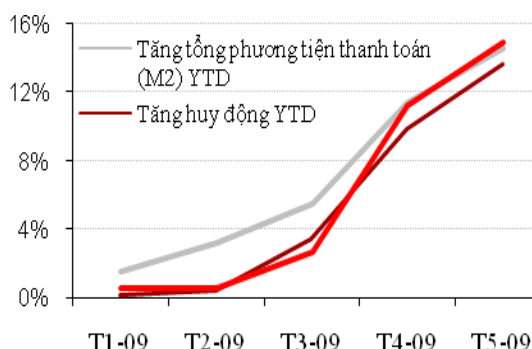
Chúng tôi vẫn tin tưởng vào triển vọng dài hạn của tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam mặc dù hiện nay vẫn là giai đoạn điều chỉnh tích lũy. Các công ty với yếu tố cơ bản tốt, các chỉ số tài chính vững mạnh và ban lãnh đạo giỏi sẽ tiếp tục được chúng tôi theo dõi kỹ. Trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng các công ty trong ngành xây dựng và vật liệu xây dựng sẽ hưởng lợi từ gói kích cầu. Do đó chúng tôi sẽ chờ đợi cơ hội để đầu tư vào các công ty này khi cổ phiếu được giao dịch với mức P/E thấp hơn thị trường – P/E thị trường tại thời điểm 30/6 là 13,8 lần. Các ngành mang tính phòng thủ như hàng tiêu dùng, năng lượng và dược phẩm cũng là những ngành chúng tôi quan tâm. Chúng tôi cho rằng giai đoạn thị trường điều chỉnh như hiện nay là một thời điểm rất tốt để tìm kiếm các cơ hội đầu tư vào các công ty đang giao dịch dưới giá trị sổ sách.

Ngành	% vốn hoá thị trường	P/E Ngành	P/B
Ô tô & Phụ tùng ô tô	0%	24,1	5,8
Ngân hàng	15%	13,0	3,3
Đồ uống	0%	7,6	1,6
Gạch đá xây dựng	0%	7,5	2,0
Xi Măng	2%	9,9	1,2
Hoá Chất	5%	10,6	3,1
Khai thác than	0%	7,3	1,3
Xây dựng & VLXD	5%	7,6	1,4
Vận tải hàng rời	1%	36,0	1,1
Điện	5%	15,2	2,1
Điện tử & Thiết bị điện tử	1%	12,5	0,8
Sản xuất thực phẩm	7%	10,9	2,1
Trồng rừng & Giấy	0%	10,0	0,9
Gas, Nước & Đa tiện ích	1%	5,3	1,3
Tài chính tổng hợp	10%	51,9	2,8
Công nghiệp	1%	10,7	1,2
Bán lẻ	1%	9,3	1,4
Hàng hóa gia dụng	1%	11,6	0,9
Cơ khí công nghiệp	1%	10,2	1,4
Kim loại công nghiệp	0%	5,0	1,2
Vận tải công nghiệp	1%	15,3	1,0
Hàng hóa giải trí	0%	6,0	0,8
Truyền thông	0%	7,6	1,0
Khai thác mỏ	0%	14,4	2,3
Cao su tự nhiên	1%	12,4	2,3
Bảo hiểm phi nhân thọ	11%	27,6	2,6
Phân phối dịch vụ & Thiết bị dầu khí	6%	16,2	2,9
Hàng hóa cá nhân	1%	8,1	1,5
Dược phẩm & Công nghệ sinh học	2%	12,6	2,1
Dược phẩm & Công nghệ sinh học (khác)	0%	8,6	1,1
Ống nhựa	1%	8,1	2,4
Vận hàng cảng	1%	14,8	1,2
Bất động sản	12%	16,1	2,6
Thủy sản	1%	9,5	1,0
Phần mềm & Dịch vụ máy tính	3%	8,5	3,8
Thép	4%	12,5	2,3
Dịch vụ hỗ trợ	0%	8,9	1,3
Công nghệ & Thiết bị phần cứng	1%	15,0	1,7
Thuốc lá	0%	5,4	1,3
Du lịch & Giải trí	1%	12,4	2,2
Tổng	100%	13,8	2,2

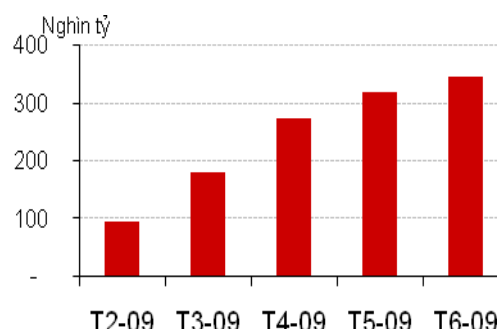
❖ DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

- Tăng trưởng tín dụng diễn ra chậm trong 2 tháng đầu năm nhưng sau đó tăng nhanh nhờ gói hỗ trợ lãi suất. Đầu năm tín dụng tăng chậm do những khó khăn về kinh tế, chỉ đạt 0,6% và 1,1% trong tháng 1 và 2. Cuối tháng 2, nhờ có gói hỗ trợ lãi suất, tổng dư nợ tín dụng của toàn hệ thống tăng nhanh chóng, đều đạt mức tăng trưởng trên 4% từ tháng 3. Đến cuối tháng 5/2009, tổng dư nợ đã tăng 14,9% so với cuối năm 2008. Mặc dù thấp hơn cùng kỳ năm ngoái (tăng 17,7%) nhưng xét trong bối cảnh kinh tế suy thoái, mức tăng trưởng này là một dấu hiệu tốt.
- Tăng trưởng huy động VND khá ổn định. Tăng trưởng huy động khá tương thích với tăng trưởng tín dụng nên đã đảm bảo thanh khoản tốt trên thị trường. 2 tháng đầu năm, tăng trưởng huy động thấp, ở mức 0,44% so với cuối năm 2008. Tuy nhiên tăng trưởng huy động sau đó tăng nhanh do các ngân hàng tăng cường huy động để đảm bảo nguồn vốn cho vay. Hết 5 tháng, tổng huy động của hệ thống tăng 13,6%, chỉ thấp hơn mức tăng trưởng tín dụng 0,9%.
- Tổng phương tiện thanh toán các tháng đầu năm tăng trưởng tốt. Cuối tháng 5, tổng phương tiện thanh toán tăng 14,5% so với cuối năm 2008. Tuy nhiên tốc độ tăng của tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng vẫn còn cao, 19,6% trong 5 tháng đầu năm. Thói quen dùng tiền mặt ở Việt nam vẫn còn khá phổ biến. Đây cũng là cơ hội cho các ngân hàng phát triển mảng dịch vụ liên quan đến thanh toán không dùng tiền mặt trong tương lai.
- Trong các tháng đầu năm nổi lên hiện tượng tăng trưởng huy động USD cao trong khi cho vay USD gần như không tăng. Nguyên nhân bắt nguồn từ tâm lý lo sợ VND mất giá do suy giảm kinh tế khiến nhiều DN xuất khẩu găm giữ ngoại tệ làm ảnh hưởng tới cung cầu ngoại tệ trên thị trường. Thị trường ngoại tệ trở nên căng hơn khi chỉ có người đến ngân hàng mua USD và rất ít người đến bán. Điều này dẫn đến một hệ quả là số dư tiền gửi ngoại tệ tăng liên tục trong suốt 4 tháng đầu năm 2009 với mức tăng 3,35%. Đây là hiện tượng không bình thường. Hàng năm, số dư tiền gửi của tổ chức kinh tế lên xuống khá mạnh theo chu kỳ xuất, nhập khẩu, tạo ra sự lưu thông của nguồn ngoại tệ nhằm tự điều tiết cung - cầu. Bốn tháng đầu năm nay số ngoại tệ này hầu như đóng băng. Mặc dù chịu áp lực trả lãi cho các khoản huy động USD, các ngân hàng cũng chưa dám giảm lãi suất ngay do còn trông chờ lẫn nhau. Cuối tháng 5, các NHTM Nhà nước đã đi đầu bằng việc đạt được thống nhất giảm LS cho vay và giảm LS huy động USD xuống mức xấp xỉ 3% và 1,5% (trước đó là khoảng 6% và 3%). Điều này sẽ làm tăng nhu cầu vay USD và giảm việc găm giữ USD của những nhà xuất khẩu. Đầu tháng 6 các NHTMCP cũng đã bắt đầu giảm lãi suất USD nhưng chưa nhiều.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng, huy động và phương tiện thanh toán kể từ đầu năm 2009



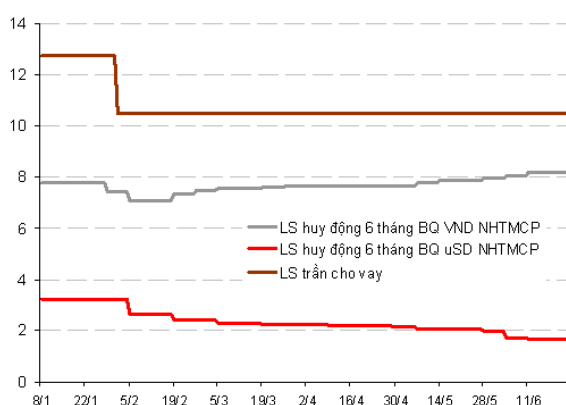
Biểu đồ 2: Cho vay hỗ trợ lãi suất kể từ tháng 2 đến 18/6/2009



Nguồn: NHNN

- Lãi suất huy động VND của các ngân hàng có xu hướng tăng kể từ giữa tháng 2 để đảm bảo nguồn cung cho đà tăng trưởng tín dụng của gói kích thích kinh tế. Trong tuần cuối cùng của tháng 6, lãi suất huy động VND tiếp tục tăng nhẹ do các NHTM đang cạnh tranh thu hút vốn, đặc biệt là các NHTM quy mô nhỏ. Lãi suất huy động USD trong tuần cuối của tháng 6 giảm. Thanh khoản USD trong hệ thống ngân hàng vẫn rất tốt. Trên các giao dịch USD liên ngân hàng tuần cuối tháng 6, lãi suất bình quân ở tất cả các kỳ hạn đều có xu hướng giảm so với tuần trước đó (với mức giảm từ 0,02 đến 0,3%/năm).
- Mặt bằng lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND của nhóm Ngân hàng thương mại Nhà nước đang phổ biến ở mức từ 8,5-10%/năm, trung và dài hạn 10-10,5%/năm. Lãi suất cho vay VND của nhóm ngân hàng thương mại cổ phần đang ở mức từ 10-10,5%/năm. Lãi suất cho vay USD hiện tại ở mức 4-6%/năm. Lãi suất cho vay thỏa thuận đối với các nhu cầu vốn phục vụ đời sống, cho vay thông qua nghiệp vụ phát hành và sử dụng thẻ tín dụng phổ biến từ 12-16,5%/năm.

Biểu đồ 3: Diễn biến lãi suất huy động kể từ đầu năm (kỳ hạn 6 tháng)



Biểu đồ 4: Lãi suất liên ngân hàng từ đầu năm (kỳ hạn 6 tháng)



Nguồn: NHNN, Reuters

- Nợ xấu vào cuối tháng 5 của toàn hệ thống là 3,85% trên tổng dư nợ, tương đương với khoảng 56,5 nghìn tỷ đồng, tăng 30% so với cuối năm 2008. Nợ xấu tăng khá nhanh là do mức độ rủi ro cao hơn trong hoạt động tín dụng ngân hàng do những khó khăn kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên mức nợ xấu này vẫn thấp hơn mức nợ xấu cho phép của NHNN là 5%. Nợ xấu tăng nhanh cũng cho thấy các TCTD đang thực hiện nghiêm túc việc phân loại nợ, đánh giá chất lượng tín dụng theo quy định của pháp luật. Quan trọng hơn, điều này chứng tỏ không phải có một bộ phận lớn các khoản cho vay trong khuôn khổ hỗ trợ lãi suất đã được các TCTD đảo nợ để che đậy bản chất rủi ro tín dụng.
- Về việc cho vay đầu tư CK và BĐS, theo nguồn từ NHNN, đến cuối tháng 4/2009 dư nợ cho vay chứng khoán là 7.157 tỷ đồng, tăng 4% so với cuối năm 2008, chiếm 0,5% tổng dư nợ và tương đương 4,4% tổng vốn điều lệ của hệ thống các TCTD (giới hạn được phép là 20% vốn điều lệ). Đến cuối tháng 4/2009, dư nợ cho vay đầu tư, kinh doanh bất động sản là 148.451 tỷ đồng, giảm gần 12% so với cuối năm 2008, chiếm 10,5% tổng dư nợ. Tính chung, tổng dư nợ cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán và bất động sản đến cuối tháng 4/2009 là 155.608 tỷ đồng, chiếm 11% tổng dư nợ (tỷ lệ này ở thời điểm cuối năm 2008 là 13,7%). Những số liệu trên của NHNN cho thấy các khoản cho vay đầu tư CK và BĐS vẫn ở mức an toàn. Tuy nhiên, vẫn còn những quan ngại về việc các doanh nghiệp tìm cách lách luật để vay ngân hàng đầu tư vào chứng khoán.

❖ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 – 2010

- Về lãi suất, dự đoán LSCB sẽ tiếp tục ổn định ở mức 7% và ít có khả năng tăng. Một trong những lý do là vì áp lực lạm phát hiện tại chưa đáng lo ngại. Chỉ số CPI tháng 6 tăng 0,55% so với cuối tháng 5, tổng cộng 6 tháng, CPI của 6 tháng chỉ tăng 2,8%, mức khá thấp. Trong khi đó thanh khoản trên thị trường NH vẫn ổn định với mức lãi suất huy động hiện tại. Ngoài ra, lý do quan trọng nhất là nền kinh

tế chưa qua được giai đoạn khó khăn, các doanh nghiệp vẫn phải tiếp tục được hỗ trợ để có thể duy trì sản xuất và trụ được qua năm 2009. Gói hỗ trợ 4% lãi suất sẽ còn tiếp diễn cho đến hết năm và việc tăng LSCB sẽ làm ảnh hưởng mục đích của việc hỗ trợ lãi suất này.

- Với diễn biến mới nhất của lãi suất huy động VND cuối tháng 6, áp lực lên lợi nhuận của ngân hàng do lãi suất huy động tăng cao kể từ cuối tháng 5 tiếp tục là một mối quan ngại. Khi LSCB được giữ ổn định và lãi suất cho vay trần áp dụng là 10,5%, các NHTM vẫn có thể có cách để tăng các khoản thu liên quan đến khoản vay để tăng thêm lợi nhuận. Mức lợi nhuận lãi biên của các ngân hàng có khả năng giảm trong thời gian nửa cuối của năm nhưng mức giảm sẽ không nhiều.
- Tăng trưởng tín dụng trong các tháng còn lại vẫn có cơ sở để tăng tốt. Hiện tại cho vay hỗ trợ lãi suất mới đạt khoảng 53% kế hoạch (tính đến 18/6/2009), vì vậy, “room” để cho vay hỗ trợ lãi suất vẫn còn nhiều. Theo chu kỳ, nhu cầu vay vốn cũng sẽ tăng cao vào cuối năm để phục vụ nhu cầu sản xuất và mua sắm. Ngoài ra, có thể kỳ vọng vào sự ấm dần lên của nền kinh tế VN và thế giới trong những tháng cuối năm, điều này sẽ là yếu tố quan trọng nhất để kích thích nhu cầu vay vốn trên thị trường.
- Rủi ro nợ xấu trong năm 2009 sẽ tiếp diễn do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Mặc dù NHNN rất kiên quyết với việc lợi dụng gói kích thích kinh tế để đảo nợ xấu nhưng NHNN sẽ khó có thể kiểm soát hết được quy trình cho vay của hàng chục NHTM của Việt nam hiện nay.

❖ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Hiện tại có 4 NHTM đang niêm yết là VCB, STB trên HOSE và ACB, SHB trên HNX. SHB là một NHTM nhỏ, mới chuyển đổi từ NH nông thôn lên NH đô thị nên còn có khá nhiều rủi ro đầu tư. 3 Ngân hàng còn lại VCB, STB và ACB đều là những NH hàng đầu và cũng là trụ cột của TTCK Việt nam

		VCB	ACB	STB
Tài sản (tỷ đồng)	2007	189.942	87.149	64.568
	2008	221.950	114.195	68.439
	2009E	252.303	252.006	130.682
Tăng trưởng tài sản	2008	16,9%	31,0%	6,0%
	2009E	13,7%	120,7%	90,9%
	2007	2.390	1.760	1.398
LNST (tỷ đồng)	2008	2.537	2.211	955
	2009E	3.232	2.479	1.479
	2008	6,1%	25,6%	-31,7%
Tăng trưởng LNST	2009E	27,4%	12,1%	54,9%
	2008	18,4%	28,5%	12,3%
	2009E	19,0%	22,8%	13,8%
ROE	2008	1,1%	1,9%	1,4%
	2009E	1,3%	1,0%	1,1%
	2008	28,6	17,1	18,7
PE	2009E	22,5	15,2	12,2
	2008	5,3	4,0	2,3
	2009E	4,3	3,5	1,7

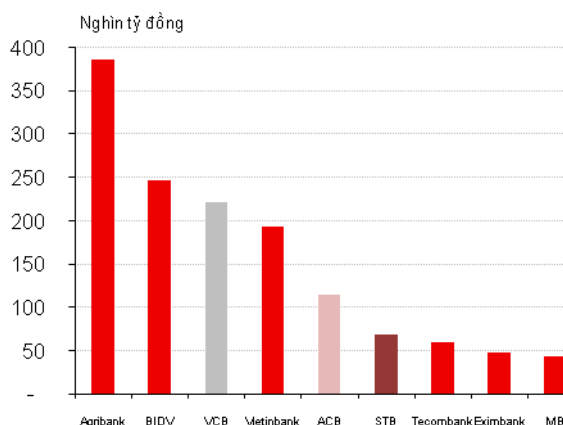
Nguồn: VCB, ACB, STB, SSI ước tính

- Trong 3 NH trên, VCB có những lợi thế rất riêng và là cơ sở rất tốt cho sự phát triển bền vững trong tương lai. Đó là quy mô, thương hiệu, nguồn khách hàng, hệ thống hạ tầng công nghệ, đội ngũ nhân sự, vốn góp tại nhiều tổ chức kinh tế lớn và đặc biệt là vị trí số 1 về thanh toán quốc tế và thẻ tại Việt nam. Tuy nhiên với nguồn gốc là một NHTM Nhà nước, VCB cũng có một số vấn đề liên quan đến quản trị doanh nghiệp (corporate governance) và quản trị rủi ro. Tỷ lệ nợ xấu của VCB năm 2008 khá cao 4,6%, trên mức trung bình của thị trường là 3,5%. Năm 2009, dự báo các nguồn thu chính của VCB như lợi nhuận lãi, lợi nhuận từ kinh doanh ngoại hối đều giảm và làm giảm tổng thu nhập của

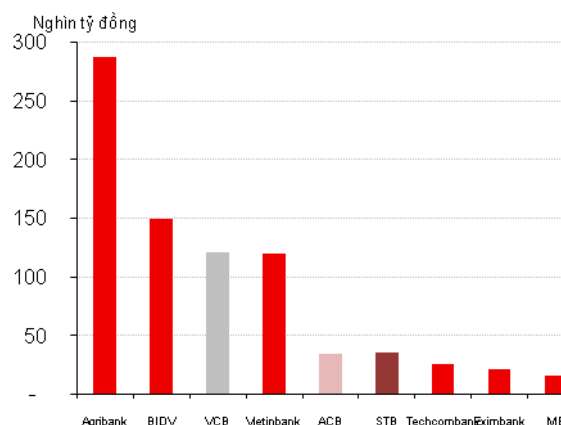
VCB. Tuy nhiên VCB sẽ kiểm soát tốt chi phí hoạt động và đặc biệt là giảm chi phí dự phòng rủi ro tín dụng. Điều này làm là cơ sở để dự đoán VCB sẽ đạt 4.308 tỷ LN trước thuế năm 2009, tăng 29,6% so với năm 2008.

- ACB mặc dù nhỏ hơn VCB nhưng lại là một ngân hàng có mức tỷ suất lợi nhuận trên vốn (ROE) cao nhất trong hệ thống ngân hàng. Có được điều này là vì ACB đã đa dạng hóa hoạt động kinh doanh và có chính sách quản trị rủi ro rất tốt. ACB với chính sách cho vay cân trọng nên có tỷ lệ nợ xấu rất thấp (dưới 1%). Ngoài nguồn thu từ lãi, ACB còn có nguồn thu ổn định từ phí giao dịch vàng, chứng khoán và lợi nhuận từ kinh doanh vàng, chứng khoán. Đội ngũ nhân sự của ACB cũng là những người nhiều kinh nghiệm và thành thạo trên thương trường. Dự báo trong năm 2009, các nguồn thu chính đóng góp vào tăng trưởng của ACB là phí, nguồn thu kinh doanh vàng, kinh doanh chứng khoán. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng sẽ tăng cao trong 2009 do môi trường kinh doanh vẫn còn khó khăn trong khi ACB quyết định đẩy mạnh cho vay để giữ thị phần. Lợi nhuận trước thuế của ACB năm 2009 dự báo là 3.179 tỷ đồng, tăng 24,2%.
- Nếu so sánh với VCB và ACB thì STB không bằng về quy mô, mức sinh lời và chất lượng quản trị. Tuy nhiên nếu so sánh với các NHTM cổ phần khác, STB có những lợi thế nhất định. Sacombank có mạng lưới chi nhánh đứng thứ 4 tại Việt nam, chỉ sau 3 NHTM Nhà nước là Agribank, BIDV và Vietinbank. STB có thị phần khá tốt ở mảng khách hàng người Hoa và khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ. STB cũng là một thương hiệu được nhiều người biết đến và cũng đa dạng hóa hoạt động sang kinh doanh vàng và chứng khoán, mặc dù hiệu quả chưa cao. Sau 1 năm 2008 kém hiệu quả và tăng trưởng âm, dự báo năm 2009, hoạt động kinh doanh của STB sẽ khả quan hơn. Các nguồn thu từ lãi, phí, kinh doanh vàng và chứng khoán đều sẽ có đóng góp tốt. Dự báo LNTT của STB năm 2009 là 1.921 tỷ đồng, tăng 73% so với 2008.

Biểu đồ 5: Tổng tài sản các NHTM hàng đầu Việt nam 2008



Biểu đồ 6: Dự nợ tín dụng các NHTM hàng đầu Việt nam 2008



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng

DIỄN BIẾN 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

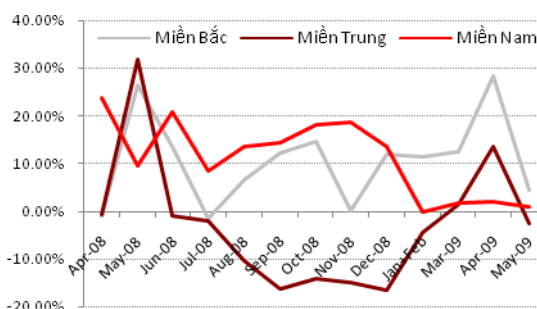
- Tiêu thụ vẫn có tăng trưởng dương nhưng tốc độ đã chậm lại:** Tiêu thụ xi măng trong 5 tháng đầu năm vẫn đạt mức tăng trưởng dương mặc dù chịu nhiều ảnh hưởng của suy giảm kinh tế. Cùng với đầu tư của chính phủ vào xây dựng cơ sở hạ tầng, tiêu thụ từ khu vực tư nhân cũng đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tiêu thụ xi măng. Ngoài ra, giá vật liệu xây dựng đang ở mức khá thấp, giúp hỗ trợ hoạt động xây dựng. Tuy nhiên, mức tăng trưởng đã chậm lại so với cùng kỳ năm ngoái do tiêu thụ từ khu vực bất động sản vẫn còn yếu. Tiêu thụ xi măng đã chững lại trong tháng 5 do nguồn cung nhân công cho hoạt động xây lắp bị suy giảm vì tháng 5 rơi vào mùa gặt (đặc biệt là ở miền Bắc và miền Trung). Trong khi đó, tiêu thụ trong miền Nam đã không còn được mạnh như năm ngoái khiến thị trường tiêu thụ của các công ty xi măng miền Bắc và miền Trung cũng hạn chế hơn.

	T1+T2	T3	T4	T5	T6 (ước tính)
Tiêu thụ toàn xã hội (tấn)	5.333.699	4.259.712	4.309.786	3.888.586	3.550.406
Tăng trưởng 2009 so với cùng kỳ	1,65%	3,87%	7,41%	6,11%	6,58%
Tăng trưởng 2008 so với cùng kỳ	10,02%	21,03%	16,44%	17,56%	16,72%

Nguồn: VNCA

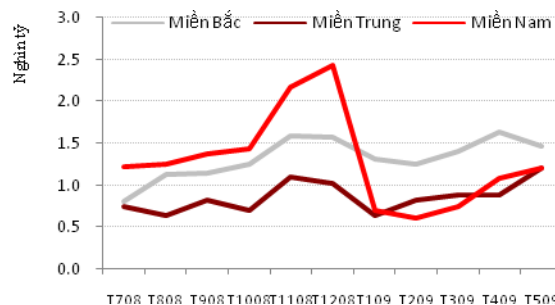
- Mức độ tăng trưởng phân hoá theo vùng:** Nếu không tính tháng 5, tiêu thụ xi măng ở miền Bắc duy trì mức tăng trưởng hai chữ số kể từ đầu năm trong khi tiêu thụ trong miền Nam vẫn còn yếu. Với nhận định đầu tư của chính phủ đóng vai trò chủ lực trong việc kích cầu xi măng, chúng tôi nhận thấy giải ngân vốn đầu tư nhà nước tại các tỉnh miền Nam đang có xu hướng chậm hơn ở miền Bắc, khiến nhu cầu xây dựng (đầu ra của xi măng) yếu hơn.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tiêu thụ xi măng theo vùng



Nguồn: VNCA

Biểu đồ 2: Giải ngân tổng vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước



Nguồn: GSO

- Giá thị trường ổn định mặc dù giá điện tăng:** Giá điện trung bình áp dụng cho khu vực sản xuất công nghiệp tăng lên khoảng 7,5%. Với việc chi phí điện chiếm khoảng 15% giá thành sản xuất xi măng, đợt tăng giá điện làm giá thành sản xuất xi măng tăng thêm từ 7.000 đến 9.000 VND/tấn, tương đương với mức giảm 1,2 % lợi nhuận biên. Như đã đề cập ở trên, nhờ nhu cầu tăng lên ở miền Bắc, những doanh nghiệp phía Bắc đã điều chỉnh tăng giá bán xi măng trung bình lên 30.000 VND-40.000 VND/tấn từ 1/4/09. Trong khi đó, giá xi măng ở thị trường miền Nam vẫn ổn định mặc dù giá điện đầu vào tăng. Nhu cầu yếu gây khó khăn cho doanh nghiệp trong việc tăng giá.

TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010.

- Kế hoạch tăng giá than:** Giá bán than cho sản xuất xi măng dự kiến sẽ tăng lên khoảng 20% trong quý II năm 2009, tuy nhiên vẫn chưa có điều chỉnh nào ở thời điểm hiện tại. Chúng tôi cho rằng giá than khó có thể tăng khi mà tiêu thụ trong Nam vẫn đang khó khăn. Các doanh nghiệp chưa tăng được giá bán mặc dù giá điện đã tăng vào tháng 3.

- **Chúng tôi điều chỉnh dự báo sản lượng tiêu thụ xi măng năm 2009:** Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng tiêu thụ xi măng ở mức từ 5% lên 10% (44 triệu tấn) với giả định tăng trưởng GDP ở mức 4,2% và CPI ở mức 7%. Chúng tôi kỳ vọng vào tăng trưởng mạnh trong quý IV năm nay, một phần do tiêu thụ năm ngoái khiêm tốn, một phần do kỳ vọng vào nhu cầu từ thị trường bất động sản cuối năm.
- **Tăng trưởng sẽ vững trở lại trong 2010:** Mặc dù vẫn còn những lo ngại về thâm hụt ngân sách và thắt chặt tiền tệ, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng 2010 của ngành. Hỗ trợ lãi suất vẫn có hiệu lực, khả năng hồi phục của thị trường bất động sản và ưu tiên của chính phủ trong việc phát triển cơ sở hạ tầng sẽ là những động lực chính cho đầu ra ngành xi măng năm 2010. Với kỳ vọng tăng trưởng GDP 5,4% và lạm phát 10%, chúng tôi ước tính tiêu thụ xi măng sẽ khoảng 50 triệu tấn năm 2010, tăng trưởng 13% so với 2009.

■ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm đầu tư vào những công ty có thương hiệu và công suất lớn, vì chúng tôi cho rằng đây là những yếu tố quan trọng trong việc cạnh tranh thị phần và duy trì tăng trưởng trong dài hạn. Chúng tôi tập trung vào Bim Sơn (BCC), Bút Sơn (BTS) ở miền Bắc và Hà Tiên 1 (HT1), Hà Tiên 2 (HT2) ở miền Nam

	Giá trị sổ sách	Cổ phiếu lưu	Giá cổ phiếu	ROE	ROA	P/E	P/B
Hà Tiên 1	1.395.479.539.612	109.559.520	15.800	5,24%	1,23%	19,92	1,27
Hà Tiên 2	977.460.598.525	88.000.000	15.100	3,90%	1,88%	10,64	1,41
Bim Sơn	1.238.490.061.771	95.661.397	16.000	17,20%	4,38%	7,18	1,31
Bút Sơn	1.141.489.940.384	91.760.265	14.300	10,69%	2,84%	10,75	1,22

Nguồn: HT1, HT2, BCC, BTS, SSI research

Hai công ty trong miền Nam có tiềm năng trong dài hạn do có thị trường thuận lợi. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn có những lo ngại trong ngắn hạn khi cả hai doanh nghiệp đều có dây chuyền sản xuất mới đưa vào hoạt động vào quý II 2009. Điều kiện thị trường hiện tại, cùng với việc quý III là mùa thấp điểm của xây dựng, gây nên những lo ngại về khả năng hoạt động dưới công suất thiết kế của 2 dây chuyền trên, trong khi chi phí khấu hao lớn, ảnh hưởng đến lợi nhuận của 2 công ty. Tuy vậy, với nguồn cung trong thị trường miền Nam vẫn còn hạn chế, chúng tôi tin tưởng vào triển vọng dài hạn của 2 công ty này.

BCC và đặc biệt là BTS đã trải qua 4 tháng đầu năm đạt sản lượng tiêu thụ mạnh. Do thuận lợi từ thị trường tiêu thụ, 2 công ty đều đã tăng giá bán xi măng đầu nguồn vào tháng 4 (Bim Sơn tăng 40.000VND/tấn và Bút Sơn tăng 30.000 VND/tấn, ngoài ra các công ty còn được hưởng mức giảm 50% thuế VAT, công ty không giảm giá cho khách hàng nên giảm thuế cũng tương đương với tăng giá bán). Trong dài hạn hơn, lợi nhuận của cả 2 công ty đều gặp rủi ro khi các dự án mới đi vào hoạt động vào quý IV. Mặc dù chúng tôi có kỳ vọng vào tăng trưởng mạnh trong quý IV, khả năng hoạt động đạt công suất thiết kế của 2 dự án là đáng lo ngại khi cạnh tranh thị trường ở miền Bắc rất khốc liệt. Lỗ trong quý IV là điều khó tránh khỏi, kết quả năm 2010 sẽ phụ thuộc rất nhiều vào thị trường tiêu thụ.

		T1+T2	T3	T4	T5	Tháng 6(ước tính)
Bim Sơn	% hoàn thành kế hoạch tháng	119,51%	103,03%	97,93%	67,07%	120,89%
	Tăng trưởng so với cùng kỳ	16,49%	2,81%	16,65%	-24,26%	11,91%
Bút Sơn	% hoàn thành kế hoạch tháng	84,59%	127,01%	92,86%	94,05%	72,84%
	Tăng trưởng so với cùng kỳ	23,69%	42,27%	33,58%	-7,13%	10,69%
Hà Tiên 1	% hoàn thành kế hoạch tháng	112,17%	98,92%	85,89%	78,20%	77,82%
	Tăng trưởng so với cùng kỳ	-19,62%	-5,61%	12,49%	2,00%	6,95%
Hà Tiên 2	% hoàn thành kế hoạch tháng	114,98%	132,61%	81,31%	70,19%	62,62%
	Tăng trưởng so với cùng kỳ	30,59%	43,97%	19,93%	23,83%	22,37%

Nguồn: VNCA, HT1, HT2, BCC, BTS

❖ DIỄN BIẾN 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

Trái với những lo ngại ban đầu về một năm khó khăn cho các công ty trong ngành, nửa đầu năm 2009 đã diễn ra tốt hơn nhiều so với kỳ vọng. Những cải thiện trong môi trường hoạt động kinh doanh gồm: sự phục hồi của hoạt động xây dựng, mức giá thấp của nguyên vật liệu đầu vào cộng với sự ổn định của các yếu tố vĩ mô (tỷ giá, lãi suất) giúp thúc đẩy doanh thu, giảm chi phí sản xuất và cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

- **Nhu cầu ống nhựa xây dựng phục hồi do mức giá còn tương đối thấp của các loại vật liệu xây dựng và gói kích thích kinh tế của Chính Phủ đã giúp hoạt động xây dựng sôi động trở lại.** Bắt đầu từ nửa sau năm 2008, nhu cầu cho sản phẩm ống nhựa bắt đầu suy yếu và giảm mạnh trong quý cuối năm do ảnh hưởng của kinh tế khó khăn. Kết quả kinh doanh không tốt của những công ty đầu ngành trong quý 4 đã làm tăng thêm những lo ngại về một năm 2009 đầy thách thức sắp tới. Nhưng rồi những nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với trọng tâm vào hoạt động xây dựng cơ bản của CP đã giúp khởi động lại thị trường xây dựng. Ngoài ra, giá của hầu hết các vật liệu xây dựng cơ bản như gạch, ngói, thép,... đã giảm khá sâu (30-50%) từ mức đỉnh của đầu năm 2008. Cơ hội xây sửa nhà ở mức chi phí thấp đã khuyến khích người dân tăng cường chi tiêu cho hoạt động xây dựng, đặc biệt từ cuối tháng 3 do những dấu hiệu sớm của phục hồi kinh tế đã bắt đầu tạo sức ép tăng giá lên các mặt hàng vật liệu cơ bản. Bên cạnh đó, quý 2 thông thường là quý cao điểm của hoạt động xây dựng, do vậy chúng ta có thể kỳ vọng vào một kết quả rất tốt từ các công ty trong ngành trong quý 2 này.
- **Giá hạt nhựa thấp cộng với tỷ giá và lãi suất ổn định hơn giúp các công ty cải thiện tỷ suất lợi nhuận.** Trong khi giá hạt nhựa đã bắt đầu một xu hướng giảm sâu từ cuối tháng 7 năm ngoái, các công ty trong ngành nhựa không ngay lập tức được hưởng lợi từ xu hướng này. Lý do là hầu hết các công ty này đã tăng cường nhập khẩu nguyên liệu khi giá còn ở mức rất cao trước đó và không sử dụng hết cho tới tận cuối năm 2008. Cộng thêm với đợt hạ giá bán trong quý 4, tỷ suất lợi nhuận của các công ty sản xuất ống nhựa bị sụt giảm khá nhiều trong quý này. Ngược lại, nguyên liệu được đưa vào sản xuất từ đầu năm 2009 có giá mua thấp hơn rất nhiều, giúp công ty cải thiện lợi nhuận thu được. Thêm vào đó, lãi suất cũng đã giảm nhiều, các công ty trong ngành còn được tham gia vào chương trình hỗ trợ bù lãi suất của CP bắt đầu từ năm nay, trong khi tỷ giá cũng không còn biến động mạnh như nửa đầu năm trước. Những yếu tố này giúp giảm đáng kể chi phí tài chính cho các công ty trong ngành.

❖ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010.

Những yếu tố chính ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của phân ngành này bao gồm nhu cầu cho ống nhựa xây dựng trong nước và xu hướng giá hạt nhựa trên thế giới. Những yếu tố này lại được dẫn dắt bởi tình hình hoạt động xây dựng trong nước và giá dầu thế giới. Dựa trên những xu hướng biến động gần đây của thị trường sản phẩm đầu ra và nguyên liệu đầu vào của phân ngành, chúng tôi nhìn thấy một triển vọng khá tích cực trong nửa cuối năm nay cũng như cho năm sau.

● 2 quý cuối năm 2009

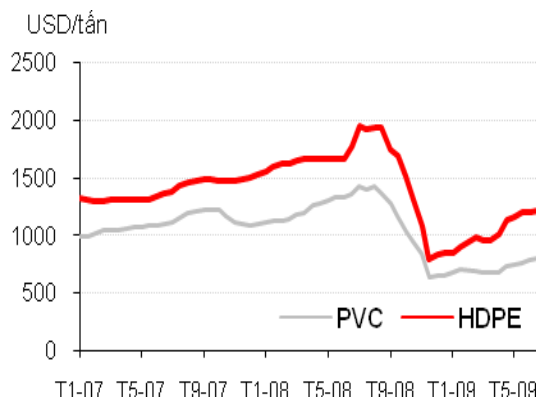
- **Tiêu thụ ống nhựa XD trong quý 3 có thể chậm lại so với quý 2 do thời tiết mưa nhiều không thuận lợi cho hoạt động XD nhưng sẽ phục hồi lại vào quý 4.** Các yếu tố hỗ trợ như chi tiêu của CP cho hoạt động XD, lãi suất cho vay khá hấp dẫn và giá VLXD vẫn tương đối hợp lý nhiều khả năng vẫn tiếp diễn trong nửa sau năm 2009. dựa trên tình hình hiện tại, Ngân Hàng Thế Giới đã dự báo ngành XD ở Việt Nam sẽ tăng trưởng với tốc độ 2 chữ số trong năm 2009 (tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước trong 1H09 là 8,74%) với kỳ vọng về khả năng tăng trưởng nhanh của ngành này trong thời gian còn lại của năm, đặc biệt là trong quý 4, vốn là mùa cao điểm nhất của hoạt động XD trong năm. Sự phục hồi của ngành XD nhiều khả năng sẽ giúp các công ty sản xuất ống nhựa đạt mức tăng trưởng tốt hơn kế hoạch trong năm nay.
- Nhìn từ khía cạnh chi phí, việc giá hạt nhựa có xu hướng tăng trong những tháng qua sẽ tác động tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận trong 2 quý cuối năm nay. Trong 1Q09, giá các loại hạt nhựa không biến động quá xa từ mức đáy của đợt cuối tháng 11 năm ngoái nhưng kể từ đầu quý 2 đến giờ, giá

đã tăng trung bình khoảng 20%. Sự tăng giá này một phần sẽ được thể hiện trong tỷ suất lợi nhuận của quý 2, một phần đi vào quý 3 do các công ty trong ngành thường dự trữ đủ nguyên liệu cho 2 đến 3 tháng sản xuất và giá gốc hàng tồn kho thường được xác định theo phương pháp bình quân gia quyền. Xét khả năng biến động giá hạt nhựa trong thời gian tới, ở đây chúng tôi sử dụng kỳ vọng về giá dầu như một yếu tố cơ sở để dự báo xu hướng biến động của giá hạt nhựa vì đây là những sản phẩm hoá dầu và có giá biến động theo sát với giá dầu. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ quay lại mức thấp của những tháng đầu năm nay (dưới 50 USD/thùng) do sản lượng khai thác và nhu cầu dự báo đã trở nên cân bằng hơn sau nhiều đợt cắt giảm của Opec. Mặt khác, chúng tôi cũng không cho rằng giá dầu có nhiều khả năng vượt xa và vững ở mức trên 70 USD/thùng do nền kinh tế thế giới vẫn trong giai đoạn khó khăn và khó có khả năng “hỗ trợ” mức giá dầu quá cao (mức giá trung bình của năm 2007 là khoảng 72 USD/thùng).

● Triển vọng 2010

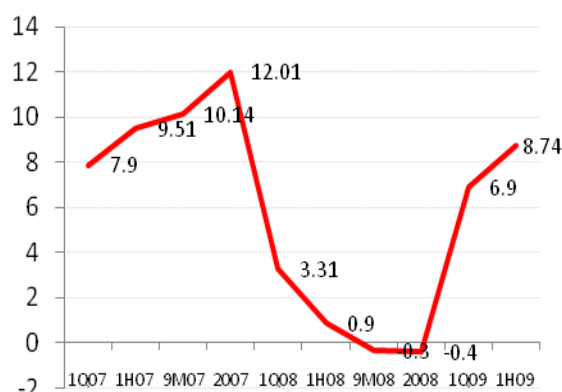
Triển vọng cho năm 2010 vẫn là tương đối tích cực cho phân ngành này dựa trên kỳ vọng của chúng tôi là ngành xây dựng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm tới. Trong khi chi tiêu CP có thể sẽ chậm lại do những ảnh hưởng đến thâm hụt ngân sách, dòng vốn giải ngân cho hoạt động XD/CB đã được hoạch định cho các dự án trong năm nay sẽ tiếp diễn ít nhất là một vài năm nữa. Xét từ khu vực tư nhân, mức giá VLXD và lãi suất vay ở mức hợp lý sẽ tiếp tục khuyến khích hoạt động xây dựng. Ngoài ra, thị trường BĐS gần đây đã bắt đầu có dấu hiệu ấm lên ở một số phân khúc, thêm vào việc nhu cầu cho xây dựng công nghiệp, cơ sở hạ tầng và dân dụng thì luôn hiện hữu trong các nền kinh tế, đặc biệt là ở các nước đang phát triển như Việt Nam. Dựa trên việc phân ngành nhựa xây dựng đã đạt tốc độ tăng trưởng trung bình 15-20%/năm trong các năm trước 2008, và dự đoán của chúng tôi về khả năng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam sẽ dần phục hồi từ 2010, chúng tôi cho rằng ngành nhựa xây dựng có thể đạt mức tăng trưởng khoảng 10% trong năm tới.

Biểu đồ 1: Giá hạt nhựa trên thế giới



Nguồn: www.plastemart.com

Biểu đồ 2: Tăng trưởng giá trị ngành XD (% YoY)



Nguồn: GSO

❖ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Hiện có khoảng hơn 30 doanh nghiệp sản xuất ống nhựa xây dựng trong cả nước, trong số đó có 3 công ty đã được niêm yết trên sàn chứng khoán, gồm CTCP Nhựa Tiên Phong (NTP), CTCP Nhựa Bình Minh và CTCP Nhựa Đồng Nai (DNP). Nếu như NTP và BMP là 2 công ty lớn nhất ngành với sản lượng sản xuất hàng năm lần lượt vào khoảng 35.000 tấn và 28.000 tấn, DNP có quy mô sản xuất nhỏ hơn rất nhiều với khoảng 4.500 tấn/năm. Ngoài việc sản xuất sản phẩm chủ chốt là ống nhựa uPVC và HDPE như NTP và BMP, DNP còn hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác như sản xuất diêm sinh, quần áo thể thao và xây dựng (những hoạt động này đóng góp gần 20% doanh thu và lợi nhuận cho DNP). Với quy mô sản xuất lớn và chính sách tập trung vào lĩnh vực sản xuất chủ chốt, NTP và BMP đạt hiệu quả kinh doanh và khả năng sinh lời tốt hơn nhiều so với DNP. Và đây cũng là 2 cổ phiếu chúng tôi khá yêu thích trong ngành nhựa.

Bảng 1: Cập nhật KQKD

1Q09	KQKD		Tăng trưởng so với 1Q08		Tăng trưởng so với 4Q08	
	DT thuần	LNST	DT thuần	LNST	DT thuần	LNST
NTP	279.691	54.404	10,0%	55,8%	23,0%	424,3%
BMP	192.047	40.906	-4,6%	53,0%	8,1%	201,2%
DNP	38.787	2.291	6,5%	98,3%	-34,7%	-41,2%

Bảng 2: So sánh tỷ suất lợi nhuận và cơ cấu vốn

4 quý gần nhất	LNST	Tỷ suất LNST	ROA	ROE	Nợ vay/VCSH
NTP	171.219	15%	25,8%	37,0%	29%
BMP	111.094	14%	18,7%	21,4%	4%
DNP	10.058	5%	7,2%	14,7%	72%

❖ Quan điểm đầu tư

• Những yếu tố tích cực

- Vị thế hàng đầu trong ngành: cả NTP và BMP đã duy trì được vị trí là 2 công ty hàng đầu của ngành trong một thời gian dài cho đến bây giờ. Cụ thể trong phân ngành ống nhựa xây dựng, NTP và BMP lần lượt chiếm khoảng 25% và 20% thị phần cả nước, và mỗi công ty này đều có vị thế ‘thống trị’ tại các thị trường truyền thống của mình ở hai miền Bắc và Nam của Việt Nam, đặc biệt là NTP ở miền Bắc.
- Yếu tố cơ bản tốt: Với chủ trương tập trung vào lĩnh vực kinh doanh chủ chốt, khả năng sinh lời tốt và nợ vay không nhiều, chúng tôi không có nhiều quan ngại về những rủi ro sản xuất kinh doanh và rủi ro tài chính của NTP và BMP. Lợi thế cạnh tranh của 2 công ty này nằm ở hệ thống phân phối rộng khắp và lâu đời cũng như khả năng chuyển giá cho khách hàng khi giá đầu vào tăng mạnh. Một ví dụ điển hình là việc 2 công ty này đã liên tiếp tăng giá bán bốn lần trong năm 2008 khi giá hạt nhựa leo thang, kết quả là tỷ suất lợi nhuận trong cả năm thậm chí còn được cải thiện so với năm trước đó.
- Tiềm năng tăng trưởng tốt: nhu cầu cho VLXD trong một nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam thường khá cao và có tốc độ tăng nhanh, tạo ra tiềm năng tăng trưởng tốt cho các công ty đầu ngành như NTP và BMP.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro thị trường tiêu thụ: Đây là một ngành kinh doanh có tính chu kỳ vì tiêu thụ VLXD thường phụ thuộc nhiều vào tình hình kinh tế chung. Điều này có nghĩa công ty trong ngành thường kinh doanh tốt khi nền kinh tế tăng trưởng và ngược lại trong các giai đoạn kinh tế khó khăn.
- Rủi ro tỷ giá: Phần lớn nguyên liệu sản xuất cho ngành nhựa vẫn được nhập khẩu và công ty nói chung vẫn phải mua nguyên liệu bằng USD. Điều này khiến nhiều công ty trong ngành chịu rủi ro từ biến động tỷ giá, đặc biệt khi các phương pháp mua hợp đồng phái sinh để giảm thiểu rủi ro còn rất mới mẻ trong ngành.
- Biến động lãi suất: cũng là một yếu tố rủi ro đối với nhiều công ty nhựa do các công ty này thường vay nợ ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động nhập khẩu/mua nguyên liệu.

● Định giá và khuyến nghị

Bảng 3: Định giá

Mã CP	Giá hiện tại	SLCP	P/E 4 Quý	Current P/B	2009 P/E	2010 P/E
NTP	64.000	21.668.998	8,1	3,01	8,6	6,5
BMP	64.500	16.741.516	9,7	2,06	7,7	6,9
DNP	17.300	3.427.637	5,9	0,87	7,9(*)	NA

(*): dựa trên kế hoạch lợi nhuận của công ty

Như đã thảo luận ở trên, môi trường kinh doanh đang khá thuận lợi cho các công ty trong phân ngành ống nhựa xây dựng và các yếu tố rủi ro hiện cũng không phải quá đáng kể. CP của cả 3 công ty hiện đang giao dịch tại mức thấp hơn so với thị trường chung (P/E hiện tại của thị trường ở mức 13,8x) trong khi kết quả SXKD của những công ty này đều khá tốt và tiềm năng tăng trưởng trong tương lai cũng tương đối tích cực. Như vậy trên cơ sở so sánh tương đối, CP của các công ty này hiện tương đối hấp dẫn so với thị trường chung.

Trong số 3 công ty niêm yết của phân ngành này, chúng tôi đánh giá NTP và BMP cao hơn DNP do thị phần lớn, khả năng sinh lời cao và các yếu tố cơ bản tốt hơn. Giữa NTP và BMP, mỗi công ty lại có những lợi thế riêng. Trong khi NTP gần như có vị trí ‘độc quyền’ ở thị trường miền Bắc với hơn 70% thị phần tại đây, và hệ thống phân phối lâu năm của công ty đã tỏ ra hết sức khó khăn cho đối thủ khác xâm nhập, BMP lại tỏ ra năng động hơn trong các hoạt động mở rộng quy mô, đầu tư máy móc và quảng cáo tiếp thị sản phẩm. Như vậy, trong vòng vài năm tới, NTP vẫn có thể tiếp tục giữ vững vị trí đầu ngành thể hiện qua các chỉ tiêu về sản lượng tiêu thụ và kết quả kinh doanh, nhưng với thời gian, BMP có thể sẽ phát triển nhanh hơn và chiếm được nhiều hơn mảng thị phần mới đến từ tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của thị trường nhựa xây dựng.

❖ DIỄN BIẾN 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

- **Với ảnh hưởng của cuộc suy thoái kinh tế, sản xuất, xuất khẩu than và tiêu dùng nội địa đều giảm so với cùng kỳ năm ngoái.** Trong nửa đầu năm 2009, sản lượng than sạch sản xuất giảm nhẹ 2,1%, xuất khẩu than giảm mạnh hơn ở mức 8,8% về sản lượng và 14,4% về giá trị. Tiêu dùng than của các ngành công nghiệp trong nước 5 tháng đầu năm cũng giảm 12,8% so với cùng kỳ. Đáng chú ý là số liệu 4 tháng cho thấy tỷ trọng xuất khẩu sang Trung Quốc tăng lên đáng kể, chiếm 85% về khối lượng và 69% về giá trị, trong khi cả năm 2008 tỷ trọng này lần lượt chỉ là 75% và 52%. Trung Quốc gần như duy trì mức sản lượng của cùng kỳ năm 2008 trong khi nước nhập khẩu than lớn thứ 2 là Nhật Bản giảm mức nhập khẩu đáng kể 74%.
- **Giá bán than trong nước được nâng lên.** Kể từ đầu tháng 3, giá than bán cho sản xuất điện được tăng thêm 27%. Lưu ý là giá than bán cho 4 hộ sản xuất trong nước là điện, xi măng, giấy và phân bón được quản lý bởi nhà nước và bán ở mức thấp hơn giá thành sản xuất. Việc giá than bán cho điện được tăng lên là một bước trong quá trình tiến tới cơ chế giá cạnh tranh, trong chiến lược giá than của Tập đoàn Than khoáng sản Việt Nam (TKV) đã được phê duyệt bởi Bộ Tài Chính vào tháng 11/2008.
- **Thuế xuất khẩu than giảm.** Sau khi nâng mức thuế xuất khẩu than lên 20% vào tháng 6/2008, Bộ Tài Chính đã hạ mức thuế này xuống 10% nhằm hỗ trợ cho ngành than trong bối cảnh tiêu thụ thấp trên toàn cầu.
- **TKV đặt định mức lợi nhuận thấp cho các công ty khai thác than.** Lợi nhuận của các công ty khai thác than được xác định dựa trên định mức lợi nhuận theo quy định của TKV. Hiện tại TKV áp dụng định mức thấp 2% (so với mức 5% của năm 2008), do triển vọng tiêu thụ than thấp và giá bán than thấp (kế hoạch sản xuất 36 triệu tấn và xuất khẩu 17 triệu tấn). Do vậy, LNST các công ty đều tăng trưởng âm trong năm nay. Do nhu cầu tiêu thụ than của Trung Quốc tốt hơn dự đoán, TKV đã điều chỉnh tăng kế hoạch sản xuất than lên 40 triệu tấn và xuất khẩu lên 20 triệu tấn. Tuy nhiên, định mức lợi nhuận cho các công ty vẫn chưa được điều chỉnh tương ứng.

❖ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010

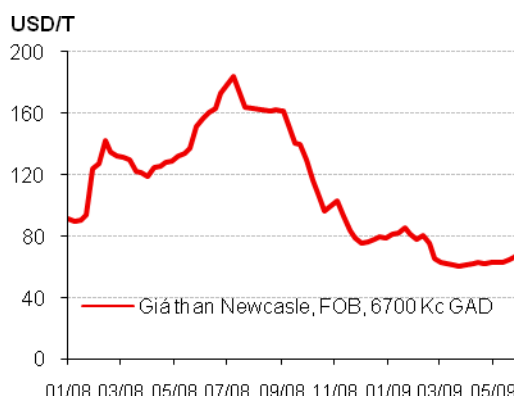
- **Triển vọng giá than.** Giá than nửa đầu năm nay vẫn ở mức thấp so với mức trung bình năm 2008. Giá than hiện tại đang có xu hướng tăng lên kể từ mức giá đáy vào cuối tháng 3. Giá than Newcastle của Úc (FOB) cho nhiệt điện đã tăng khoảng 22% từ \$60 vào tháng 3 lên \$73 vào tháng 6, ngành than do vậy sẽ được hưởng lợi trong nửa cuối của năm. Chúng tôi cho rằng giá xuất khẩu than sẽ duy trì ở mức cao, hỗ trợ bởi sức cầu mạnh từ Trung Quốc (chúng tôi sẽ phân tích kỹ hơn điểm này ở dưới đây). Lưu ý Trung Quốc là động lực chính của xuất khẩu than Việt Nam.

Các ngành tiêu thụ than phục hồi mạnh hơn dự kiến. Trong 4 tháng đầu năm 2009, sản lượng xi măng của Trung Quốc tăng 14% so với cùng kỳ, sản lượng thép tăng 1%, sản xuất hóa chất tăng 10%. Nhiệt điện than vẫn giảm so với cùng kỳ nhưng mức suy giảm trong tháng 6 đã thấp hơn mức suy giảm của tháng trước.

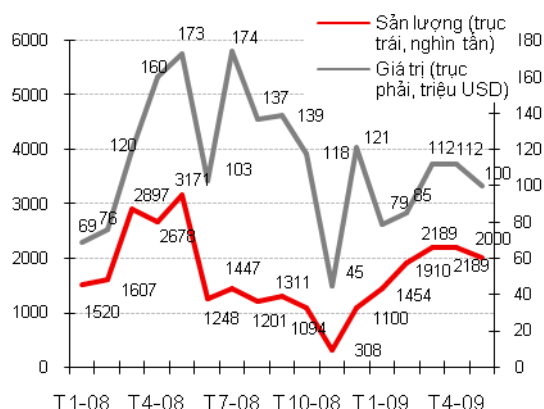
- **Giá than nội địa Trung Quốc cao hơn mức giá than quốc tế cùng loại.** Mức chênh lệch giữa giá than ở Tân Hoàng Đảo và mức giá của Newcastle có thời điểm lên đến 46%, nguyên nhân là do sản xuất thấp ở một số tỉnh của Trung Quốc, một số mỏ than nhỏ bị đóng cửa và cơ sở hạ tầng còn hạn chế. Đây cũng là một trong những lý do khiến Trung Quốc đẩy mạnh nhập khẩu than trong thời gian gần đây. Chúng tôi cho rằng mức giá nội địa cao của Trung Quốc sẽ vẫn được duy trì do lượng than nhập khẩu chỉ chiếm khoảng 25% tổng tiêu thụ, các ngành công nghiệp vì thế vẫn phải dựa vào nguồn than nội địa với giá cao. Mức giá nhập khẩu than của Trung Quốc do vậy cũng sẽ cao theo.

- **Việt Nam và Úc là 2 quốc gia có ưu thế nhất để xuất khẩu than vào Trung Quốc.** Giới phân tích quốc tế có đồng quan điểm là Trung Quốc sẽ tiếp tục là nhà nhập khẩu than ròng trong tương lai gần và do vậy nhu cầu của Trung Quốc đối với than Việt Nam sẽ khá cao. Hiện tại, Việt Nam cung cấp 34% lượng than nhập khẩu của Trung Quốc.
- **Nhu cầu tiêu thụ than sẽ ở mức cao trong thời gian tới.** Do Việt Nam sẽ ngày càng phụ thuộc vào các nhà máy nhiệt điện để sản xuất điện nên về dài hạn nhu cầu than sẽ rất lớn. Về ngắn hạn, sẽ có 1 số nhà máy nhiệt điện than đi vào hoạt động trong năm nay. Các nhà máy thuộc EVN sẽ có Hải Phòng 1 (công suất 600 MW), Quảng Ninh 1 (600 MW), Ô Môn 1 (tổ máy số 1, công suất 330MW đã đi vào hoạt động từ cuối năm ngoái). Tuy nhiên, nhu cầu than ngay trong năm nay có lẽ chưa thay đổi nhiều do các tổ máy mới thường sẽ sử dụng dầu trong giai đoạn đầu hoạt động. Trong tương lai, nhu cầu than cho sản xuất điện sẽ tăng lên đáng kể khi các nhà máy trên chuyển sang sử dụng than và các nhà máy lớn khác của EVN dự kiến sẽ khởi công như Nghi Sơn 1, Mông Dương 1, Duyên Hải 1 và Vĩnh Tân 2 (với tổng công suất 3800 MW) đi vào hoạt động.

Biểu đồ 1: Diễn biến giá than



Biểu đồ 2: Xuất khẩu than của Việt Nam theo tháng



Nguồn: Reuters, GSO, SSIResearch

■ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Hiện nay trên sàn có 6 công ty than niêm yết (Than Núi Béo – NBC, Than Cọc Sáu – TC6, Than Cao Sơn – TCS, Than Đào Nai – TDN, Than Hà Tu – THT, Than Hà Lâm – HLC). Các công ty đều có tăng trưởng âm trong năm nay, do ảnh hưởng của cuộc suy thoái kinh tế dẫn đến sản lượng sản xuất giảm và giá than giảm. Do vậy cũng không đáng ngạc nhiên là kết quả kinh doanh quý 1 của các công ty kém hơn cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi cho rằng triển vọng quý 2 sẽ sáng sủa hơn do giá than đang trong xu hướng tăng lên. Lưu ý rằng triển vọng tốt của giá than có phản ánh được vào lợi nhuận của các công ty hay không là tùy thuộc vào quyết định cuối cùng của TKV về định mức lợi nhuận. Mặc dù có khả năng TKV sẽ điều chỉnh tăng định mức lợi nhuận này, do tình hình thị trường đã trở nên tốt hơn (khi đó mức định giá của các cổ phiếu than sẽ hấp dẫn hơn), điều này cũng chưa chắc chắn, TKV cho biết sẽ xem xét lại định mức lợi nhuận trong tháng 7 tới.

Với mức giá đóng cửa ngày 30/6/09, có thể thấy trong bảng sau là ngoại trừ HLC thì các cổ phiếu của các công ty than khác có mức P/E, P/B tương đối hấp dẫn. Chúng tôi cho rằng đầu tư dài hạn nên được xem xét do tiềm năng tăng trưởng của ngành than về dài hạn là lớn và cổ phiếu đang ở mức giá tương đối thấp.

Chúng tôi thích NBC, TC6 và THT hơn các cổ phiếu khác do tính thanh khoản cao (tính thanh khoản được tính toán dựa trên khối lượng giao dịch bình quân ngày trong 3 tháng gần nhất). Trong 3 cổ phiếu trên thì NBC và TC6 có mức định giá tốt hơn. Chúng tôi lưu ý rằng tất cả các công ty đều được miễn thuế/giảm thuế trong năm nay, NBC có lợi thế hơn trong năm nay do sử dụng gộp mức giảm thuế của 2 năm, nên

¹ Nguồn: Tạp chí điện lực số 2, Tháng 2 2009

trong năm 2009, không phải nộp thuế. Tuy nhiên, từ năm 2010, NBC sẽ phải trả 25% thuế trong khi các công ty khác vẫn được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp.

Sản lượng: nghìn tấn; Doanh thu, lợi nhuận: triệu VND	NBC	TC6	TCS	TDN	THT	HLC
Sản lượng sản xuất	4.800	3.400	3.100	2.600	2.300	1.600
Doanh thu	1.497.404	1.709.799	1.537.438	1.298.457	1.333.000	847.017
Lợi nhuận trước thuế	30.504	33.537	30.131	25.275	27.326	16.683
Thuế TNDN	2009: miễn 100%, Từ 2010: 25%	2009-2010: giảm 50%, thuế suất 20% Từ 2010: 25%	2009-2011: giảm 50%, thuế suất 20% Từ 2012: 25%	2009-2011: giảm 50%, thuế suất 20% Từ 2012: 25%	2009-2011: giảm 50% thuế, thuế suất 20% Từ 2012:	25%, không được miễn giảm thuế
Lợi nhuận sau thuế	30.504	30.183	27.118	22.748	24.593	12.512
EPS 2009	5.084	3.018	2.712	2.843	2.703	1.345
Giá đóng cửa (30/06/09)	33.000	23.300	19.000	20.600	23.400	19.800
P/E 09	6,5	7,7	7,0	7,2	8,7	14,7
Giá trị sổ sách 1Q09	25.754	18.008	13.974	19.195	17.689	12.018
P/B	1,3	1,3	1,4	1,1	1,3	1,6
Tính thanh khoản	2,8	1,5	0,4	0,7	6,0	0,2

**Ngành: Hóa chất Nguyên liệu
(Cao Su tự nhiên)****Nguyễn Thu Huyền
huyenntt@ssi.com.vn**

Với việc sản lượng khai thác và xuất khẩu không quá biến động, xu hướng giá CSTN trên thế giới tiếp tục là nhân tố quyết định KQKD của ngành CSTN Việt Nam. Giá CSTN trên thế giới được dẫn dắt bởi 3 yếu tố chính, gồm: tình hình cung-cầu, hoạt động bình ổn giá của IRCO (consortium cao su quốc tế) và giá dầu thô. Do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới lên ngành công nghiệp sản xuất, tiêu thụ CSTN được dự báo sẽ giảm 2,3% xuống còn 9,24 triệu tấn. Trong bối cảnh đó, IRCO đã có nhiều biện pháp để nâng đỡ giá CSTN như cắt giảm sản lượng khai thác và xuất khẩu. Giá dầu cũng là một yếu tố có ảnh hưởng lớn đến giá CSTN thông qua ảnh hưởng trực tiếp lên giá cao su tổng hợp, là sản phẩm hoá dầu và được coi là nguyên liệu thay thế của CSTN.

❑ DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

- **Giá CSTN sau khi chạm đáy vào khoảng giữa T12/08 đã bắt đầu tăng lại theo cùng với biến động giá dầu, nhưng mức giá cho đến nay vẫn khá thấp so với mức trung bình năm 2008, gây ảnh hưởng lớn đến kết quả của ngành CSTN của Việt Nam** với tỷ lệ xuất khẩu chiếm hơn 80% tổng sản lượng khai thác. Các chủng loại CSTN được giao dịch nhiều trên thị trường thế giới như RSS3 của Thái Lan, SIR20 của Indônêxia đã phục hồi 50-60% từ mức đáy vào các đợt gần giữa tháng 5 và đầu tháng 6 nhưng sau đó lại giảm nhẹ. Mức giá hiện tại cao hơn mức đáy của tháng 12 khoảng 40-50%, nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình của 2008 gần 40%. Giá các sản phẩm mù CSTN sơ chế của Việt Nam cũng nằm trong xu hướng đó. Với việc mức giá trung bình của các chủng loại xuất khẩu như SVR3L, SVR10, SVR20, RSS3.... vẫn thấp hơn tới 40-55% so với cùng kỳ 2008, giá trị xuất khẩu của toàn ngành ước đạt 247 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm, thấp hơn cùng kỳ năm ngoái khoảng 45%.
- **Sản lượng xuất khẩu của ngành vẫn tương đối vững trong bối cảnh nền kinh tế tài chính thế giới vẫn trong giai đoạn khủng hoảng.** Tuy hiện là nước xuất khẩu cao su lớn thứ 4 (với khoảng 600-700 ngàn tấn/năm), Việt Nam mới khai thác khoảng 7% tổng sản lượng cao su TG, so với 70% của 3 nước đứng đầu gồm Thái Lan, Indonesia và Malaysia. Với truyền thống đáp ứng các đơn hàng tương đối nhỏ và việc các công ty trong ngành hầu hết đều có một lượng khách hàng lâu năm, lượng hàng xuất khẩu của ngành CSTN đã không bị ảnh hưởng khi nhu cầu tiêu thụ cao su của thế giới yếu đi. Sau 5 tháng đầu năm, sản lượng xuất khẩu của Việt Nam đạt khoảng hơn 175 ngàn tấn, giảm chừng 6% so với cùng kỳ năm ngoái, một mức giảm rất nhẹ so với mức giảm 32% của Malaysia (5T09), 31% của Indonesia (3T09) và 15% của Thái Lan (4T09). Hơn nữa, sự sụt giảm này một phần là do hạn chế trong sản lượng khai thác của ngành CSTN trong nước.

❑ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010.

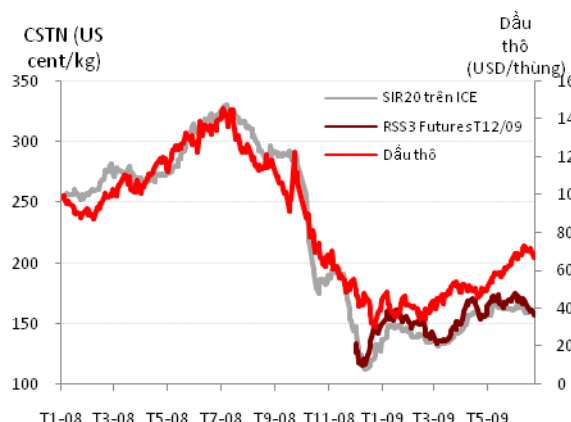
- **Trong nửa cuối năm 2009, giá CSTN sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng của biến động giá dầu, đồng thời chịu thêm tác động của việc nguồn cung cao su thế giới tăng lên do 2 quý cuối năm là mùa cao điểm của hoạt động khai thác CSTN.** Tuy nhiên nếu IRCO tiếp tục cắt giảm sản lượng xuất khẩu như kế hoạch (915.000 tấn trong 2009, trong đó 1Q đã cắt 270.000 tấn, dự tính 2Q cắt thêm 48.000 tấn) thì tác động này sẽ giảm đi tương đối. Như đã đề cập ở trên, sau khi đạt mức tăng khá mạnh do giá dầu thô tăng lên vượt mức 70 USD/thùng, giá CSTN đã bắt đầu giảm nhẹ với việc lo ngại nền kinh tế chưa thể phục hồi nhanh đẩy giá dầu xuống dưới mức này. Chúng tôi cho rằng giá dầu thô trong nửa cuối năm nay sẽ vận động không xa mức hiện tại, do các tín hiệu phục hồi kinh tế vẫn chưa rõ ràng và quá trình phục hồi nhiều khả năng sẽ diễn ra khá chậm. Nếu không có đột biến gì về giá dầu, giá CSTN có thể sẽ theo một xu hướng giảm nhẹ dưới tác động của nguồn cung tăng trong nửa sau năm 2009.
- **Sản lượng xuất khẩu trong 2 quý cuối năm sẽ tăng lên do hoạt động khai thác của Việt Nam cũng bước vào mùa cao điểm;** thông thường 2 quý này đóng góp khoảng 60-70% vào tổng sản lượng tiêu thụ của ngành. Chúng tôi cho rằng mục tiêu xuất khẩu khoảng 600.000 tấn CSTN trong 2009 của ngành vẫn khả thi, do nhu cầu từ Trung Quốc (chiếm khoảng 60% lượng xuất khẩu của Việt Nam) được dự báo là vững cho đến cuối năm, với việc tiêu thụ xe tải và xe chở khách của nước này đang tăng khá mạnh nhờ các biện pháp kích thích kinh tế của Chính phủ. Trung Quốc và Ấn Độ hiện là hai

điểm sáng trong bối cảnh hết sức khó khăn của ngành công nghiệp ô tô và sắt thép thế giới, và nhu cầu từ 2 nước này sẽ giúp nâng đỡ giá CSTN trong giai đoạn kinh tế khó khăn hiện nay.

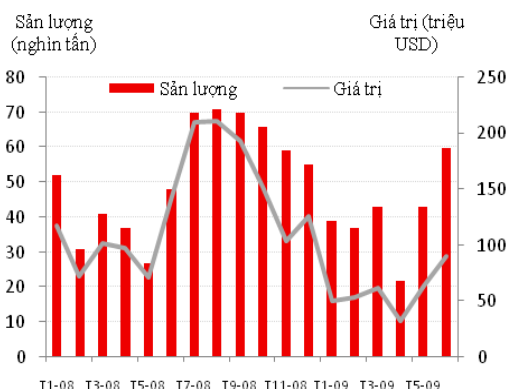
- **2010 được kỳ vọng sẽ khả quan hơn cho ngành CSTN với khả năng nền kinh tế thế giới bắt đầu bước vào giai đoạn phục hồi.** Theo dự báo mới nhất của Ngân hàng thế giới (WB), tăng trưởng GDP toàn thế giới sẽ đạt mức khoảng 2% trong 2010, trong đó nhóm các nước đang phát triển tăng 4,4%. IRSG cũng dự báo nhu cầu cao su của thế giới cũng sẽ tăng nhẹ trở lại trong 2010 (2,7%). Ngoài ra, việc các nước xuất khẩu cao su chính đã và đang thực hiện kế hoạch cơ cấu lại các vườn cây cao su, chặt sớm hoặc thanh lý các diện tích già, kém năng suất trong bối cảnh giá CSTN xuống thấp sẽ khiến nguồn cung bị ảnh hưởng trong vài năm tới. Do vậy giá CSTN sẽ có nhiều yếu tố hỗ trợ tốt trong năm sau.

Với khả năng giá trung bình CSTN trong 2009 vẫn ở mức thấp, (thấp hơn khoảng 15-20% so với mức của năm 2007 là thời kỳ trước khi giá các loại hàng hoá, nguyên liệu bắt đầu giai đoạn tăng nóng rồi sau đó ‘rơi tự do’ trong 2008), chúng tôi cho rằng giá CSTN có thể đạt mức phục hồi 10-15% trong năm 2010. Xét về sản lượng khai thác và tiêu thụ của ngành CSTN Việt Nam, dựa trên hoạt động tái canh, trồng mới trong những năm gần đây, và quy hoạch phát triển ngành cao su, chúng tôi cho rằng sẽ không có nhiều thay đổi diễn ra trong giai đoạn 2010-2013 do cây cao su cần ít nhất 5-6 năm trước khi bắt đầu cho thu hoạch mũ.

Biểu đồ 1: Diễn biến giá CSTN và giá dầu thô



Biểu đồ 2: Sản lượng và giá trị xuất khẩu CSTN



Nguồn: Reuters, GSO

■ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Hiện ngành CSTN đã có 4 công ty niêm yết trên sàn, gồm các CTCP cao su Đồng Phú (DPR), Tây Ninh (TRC), Hoà Bình (HRC) và Thống Nhất (TNC). Đây đều là những công ty có quy mô vừa hoặc nhỏ của ngành. Trong số này, DPR, TRC và HRC chỉ hoạt động trong lĩnh vực trồng và khai thác mũ cao su, còn TNC do diện tích trồng cao su quá nhỏ nên đồng thời hoạt động trong các lĩnh vực chế biến kinh doanh nông sản, thức ăn gia súc & các sản phẩm từ gỗ.

- **Quan điểm đầu tư:** Các quyết định đầu tư vào CP ngành CSTN nên cân nhắc các yếu tố đặc thù chính của ngành như sau:

Yếu tố tích cực

- Khả năng sinh lời cao, với mức tỷ suất LNST thường đạt trên 30%, ROA và ROE trên 20%.
- Khả năng điều chỉnh chi phí sản xuất cho phù hợp với tình hình thị trường tiêu thụ với các yếu tố chi phí chính (nhân công -khoảng 70% giá vốn hàng bán và 35-40% doanh thu, phân bón, dầu đốt...) biến động trực tiếp theo doanh thu.
- Rủi ro tài chính thấp, với tỷ lệ nợ vay/vốn dưới 15%.

- Lượng tiền mặt tương đối dồi dào, tỷ lệ cổ tức khá cao so với thị trường chung (3000 VNĐ/CP trong các năm trước, 1500 VNĐ/CP trong 2009).

Rủi ro

- KQKD phụ thuộc rất lớn vào xu hướng giá CSTN trên thế giới. Tiềm năng tăng trưởng của hoạt động trồng và khai thác CSTN đối với nhiều công ty không cao, do khả năng mở rộng diện tích trồng bị hạn chế. Tốc độ tăng trưởng vì thế phụ thuộc nhiều vào khả năng chọn các dự án tốt bên ngoài để đầu tư hoặc góp vốn, và vào yếu tố thị trường như xu hướng giá CSTN.
- Nhiều công ty phụ thuộc nhiều vào Tập đoàn cao su Việt Nam, cổ đông chi phối của đa số các công ty trong ngành, trong các quyết định kinh doanh hoặc đầu tư. Dòng tiền tự do tạo ra hàng năm do vậy nhiều khi được dùng để góp vốn vào các dự án không thực sự hiệu quả.

♦ Khuyến nghị đầu tư:

Trong số 4 công ty đang niêm yết hiện tại của ngành, chúng tôi không thực sự đánh giá cao TNC xét trên khía cạnh hiệu quả kinh doanh. Việc công ty chủ trương phân bổ nguồn tài sản và nhân sự có hạn vào nhiều lĩnh vực SXKD khác nhau khiến mỗi hoạt động này đều có quy mô rất nhỏ và không đủ điều kiện phát triển.

Đối với 3 công ty còn lại, chúng tôi thấy DPR và TRC hiện có nhiều lợi thế cạnh tranh hơn so với HRC, do vườn cây cao su của HRC đang ở giai đoạn năng suất thấp và sản lượng khai thác bị giảm tương đối qua các năm tới, do ảnh hưởng của hoạt động thanh lý các diện tích đã già hoặc thưa do bị bão. DPR có quy mô lớn hơn cả cộng với khả năng mở rộng diện tích trồng cao su tại Bình Phước và Đaknong khiến diện tích khai thác của công ty sẽ tăng lên tương đối sau năm 2013. TRC trong nhiều năm nay vẫn đạt năng suất khai thác cao nhất ngành và có lợi thế trong sản xuất mù ly tâm. Ngoài việc có mức tỷ suất sinh lời tốt nhất, P/E 4 quý gần nhất và P/E 2009 của TRC cũng đang ở mức hấp dẫn nhất so với các công ty cùng ngành.

Với những ưu điểm như chúng tôi đã thảo luận ở trên, CP của các công ty trong ngành đã thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư. Tuy nhiên, đây là ngành sản xuất kinh doanh nguyên liệu cơ bản nên KQKD bị tác động mạnh bởi các chu kỳ kinh tế. Trong giai đoạn khủng hoảng hiện tại của nền kinh tế thế giới, các công ty trong ngành năm nay sẽ khó tránh khỏi mức tăng trưởng âm khá 'nặng nề'. Đặt trong bối cảnh đó, mức P/E 2009 của các công ty CSTN (xem bảng 4) không thực sự còn hấp dẫn so với nhiều nhóm ngành khác. Với tình hình hiện tại, chúng tôi cho rằng có thể xem xét đầu tư vào các CP của ngành nếu giá xuống vùng hấp dẫn hơn và/hoặc khi giá CSTN trên thế giới được các yếu tố cơ bản hỗ trợ để bắt đầu xu hướng tăng vững - có thể từ đầu năm sau khi nguồn cung cao su đi vào thời kỳ giảm theo mùa, tiếp theo đó là yếu tố hỗ trợ từ khả năng nền kinh tế thế giới bắt đầu thực sự đi vào giai đoạn phục hồi từ năm 2010.

Bảng 1: Quy mô

2009	Diện tích trồng (ha)	Diện tích khai thác (ha)	Năng suất (tấn/ha)	Sản lượng (tấn)	Sản phẩm CSTN chính
DPR	10.430	7.533	2,18	16.500	Mủ khối SVR 3L; SVR 10,20,...(65%). Mủ ly tâm (35%)
TRC	7.225	5.903	2,2	13.000	Mủ ly tâm (80%); Mủ khối (20%)
HRC	5.031	3.900	1,28	5.000	Mủ khối
TNC	2.068	1.517	1,34	2.030	Mủ khối SVR 3L(80%); mủ tờ

Bảng 2: Cập nhật KQKD

1Q09	DT thuần	Tăng trưởng cùng kỳ	LNST	Tăng trưởng cùng kỳ	Tỷ suất LN từ SXKD	Tỷ suất LNST	Kế hoạch LNST	% hoàn thành
DPR	104.199	-18%	27.671	-37%	17%	27%	94.300	29%
TRC	70.450	-5%	28.342	8%	33%	40%	90.046	31%
HRC	45.067	-25%	14.263	-49%	23%	32%	37.373	38%
TNC	37.795	38%	7.719	52%	21%	20%	11.126	69%

Bảng 3: Khả năng sinh lời

4 Quý gần nhất	LNST	Tỷ suất LNST	ROA	ROE	Debt/Equity
DPR	219.836	31%	23%	33%	13,6%
TRC	202.773	37%	35%	41%	7,5%
HRC	74.336	27%	21%	24%	0,2%
TNC	10.012	5%	3,5%	4,4%	5,8%

Bảng 4: Định giá so sánh

Định giá	Giá hiện tại (30/6/09)	Số lượng CP	P/E4 quý gần nhất	P/B	P/E 2009
DPR	42.600	40.000.000	7,8	2,6	12,54
TRC	43.900	30.000.000	6,5	2,7	10,15
HRC	35.000	17.160.970	8,1	2,0	9,71
TNC	13.900	19.250.000	26,7	1,2	24,05 (*)

(*): P/E 2009 của TNC được dựa trên kế hoạch LNST của công ty, các công ty còn lại là dựa trên dự báo của SSI Research.

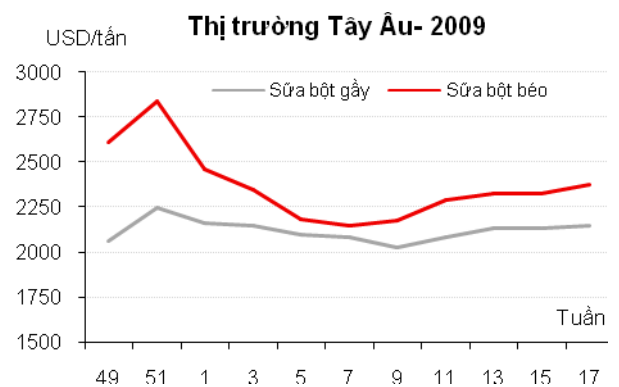
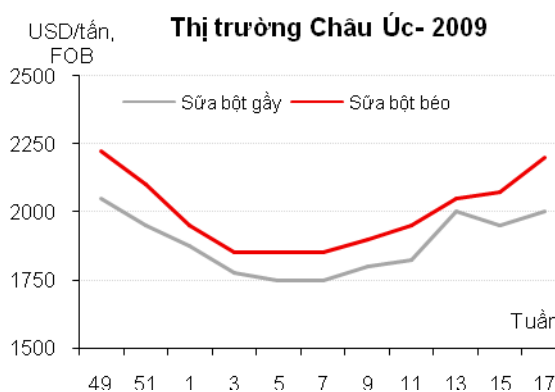
Ngành: Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh
linhpp@ssi.com.vn

DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

- Ngành sữa:** ngành chế biến sữa Việt Nam khởi đầu năm 2009 trong bối cảnh ảnh hưởng của biến cố melamine chưa hết hẳn, cộng thêm hàng loạt vụ việc liên quan tới khâu quản lý chất lượng như vấn đề sữa thiếu đạm, tin đồn một số sản phẩm sữa có nguy cơ chứa nguyên liệu thuốc súng... Trong một khoảng thời gian ngắn, những sự kiện này liên tiếp diễn ra đã gây ảnh hưởng xấu tới lòng tin và tâm lý tiêu dùng. Bên cạnh đó, tình trạng tăng giá sữa nguyên liệu nhập khẩu toàn cầu từ tháng 3/2009 đã phần nào đem lại lợi thế về mặt chi phí cho các công ty đã ký kết hợp đồng mua nguyên liệu với giá cố định từ trước (Vinamilk) so với phần lớn đối thủ cạnh tranh. Các công ty sữa nội lớn có mức tăng giá khiêm tốn do những cam kết bình ổn giá, tuy nhiên mặt hàng sữa bột nhập ngoại leo thang nhanh chóng, gây những hiệu ứng tâm lý không tốt cho tiêu dùng và truyền thông.

Biểu đồ 1&2: Biến động giá sữa trên thế giới 2009



Nguồn: Bộ Nông nghiệp Mỹ USDA

Một vấn đề đáng quan tâm khác là từ đầu năm tới nay, những động thái siết chặt quản lý giá sữa của các cơ quan hữu quan ngày càng trở nên mạnh mẽ. Tuy nhiên phần lớn các động thái này đều *chưa có tác động rõ rệt* tới lợi nhuận của các nhà chế biến sữa nội địa. Có thể nêu ra một vài ví dụ như: Bộ Tài chính kiến nghị đưa mặt hàng sữa vào danh sách hàng hóa thiết yếu cần bình ổn giá, nhưng những đối tượng chủ yếu nằm trong “tầm ngắm” lại là sản phẩm sữa bột nhập ngoại; hay trường hợp thuế nhập khẩu cho một số mặt hàng sữa điều chỉnh tăng cao nhất lên mức 20% tuy nhiên hầu hết nguyên liệu sữa nhập ngoại lại không bị tăng thuế...

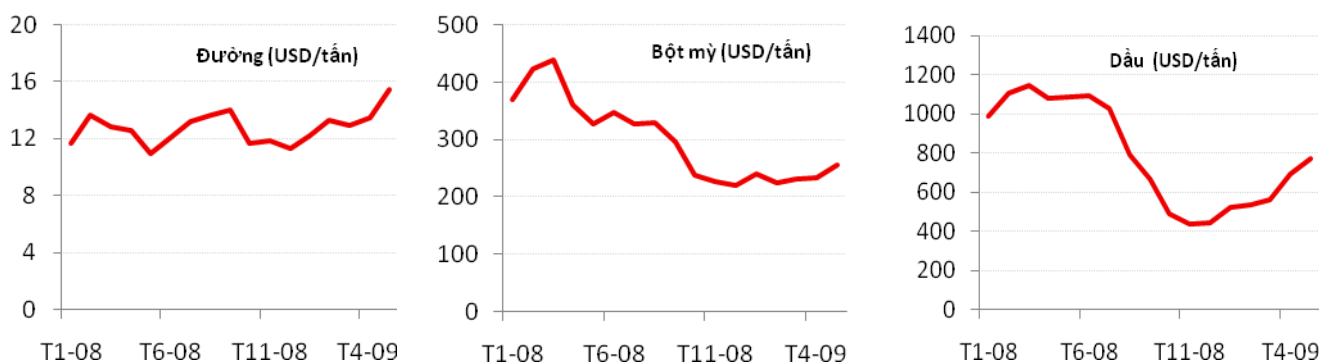
- Ngành bánh kẹo:** Do mùa Tết Nguyên Đán năm nay đến khá sớm, một phần lớn doanh thu hàng Tết được hạch toán vào quý 4/2008, ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của nhiều doanh nghiệp trong ngành. Bên cạnh đó, tuy được kì vọng là trụ cột doanh thu và lợi nhuận, các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp với mức lợi nhuận biên cao không thuộc nhóm sản phẩm được tiêu thụ mạnh trong quý 1/2009. Chúng tôi tin rằng tâm lý bi quan thất chặt tiêu dùng thời kì đầu năm đã phần nào ảnh hưởng tới tình hình tiêu thụ bánh kẹo quý 1. Ngược lại, nhóm sản phẩm bánh tươi bánh tẻng ngày càng được tiêu thụ mạnh do tính chất tiện dụng phù hợp với cuộc sống công nghiệp.

Bên cạnh đó, các công ty ngành bánh kẹo cũng phải đối diện với tình trạng tăng giá nguyên liệu đầu vào từ đầu quý 1 (đường, bơ, bột mỳ...), gây ảnh hưởng tới việc quản lý chi phí sản xuất. Dự trữ nguyên liệu tồn kho trong ngành bánh kẹo thông thường chỉ đủ dùng cho hai, ba tháng sản xuất. Do vậy, những doanh nghiệp sử dụng lượng nguyên liệu tồn kho giá thấp từ năm ngoái có thể ổn định biên lợi nhuận trong quý 1 nhưng nhiều khả năng đã bị ảnh hưởng đôi chút trong quý 2.

- **Ngành dầu ăn:** Với lí do đưa ra từ phía nhà sản xuất về việc tăng giá nguyên liệu toàn cầu, tới tháng 6 giá bán lẻ nhiều chủng loại dầu ăn nội địa bị đẩy lên ước chừng khoảng 10-15% so với đầu năm. Cũng cần lưu ý rằng hầu hết các nhà sản xuất dầu ăn nội địa chính đều là công ty con hoặc liên kết của tập đoàn Vocarimex, nên giữa các đối thủ này có thể tồn tại thỏa thuận giá cả trong một chừng mực nào đó về việc giữ giá dầu ăn trên thị trường ở mức cao, tránh việc phá giá giành thị phần của một công ty có thể gây ảnh hưởng tiêu cực tới doanh thu toàn ngành. Mặt khác, với việc khai trương nhà máy Phú Mỹ Tường An (11/2008), chúng tôi tin rằng tổng năng lực sản xuất của ngành dầu ăn nội địa dường như đã vượt cầu, dẫn đến hai hệ quả: (i) một số nhà máy dầu ăn sẽ phải hoạt động dưới công suất; (ii) tình trạng cạnh tranh trong khâu phân phối trở nên hết sức gay gắt.

Như vậy, hệ quả của hai yếu tố này là ở mặt bằng giá cao, các biện pháp cạnh tranh phi giá cả giữa các đối thủ trong ngành trở nên quyết liệt như tặng sản phẩm miễn phí, tặng đồ khuyến mãi... Kết quả của nhiều chương trình khuyến mại của một số công ty là giá bán thấp hơn giá vốn nhằm đạt mục tiêu giành thêm thị phần.

Biểu đồ 3-5: Biến động giá một số nguyên liệu đầu vào của ngành thực phẩm trên thế giới 2009



Nguồn: IMF

❖ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010.

TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009

- **Ngành sữa:** Đặc trưng mùa hè năm 2009 có hai tháng 5 âm lịch với những đợt nắng nóng và dài hơn bình thường, tiết lập thu muộn hơn... Đây là điều kiện thời tiết thuận lợi cho tiêu dùng đồ uống nói chung và sữa nói riêng. Do đó theo chúng tôi, tăng trưởng doanh thu nửa sau 2009 sẽ chuyển biến tích cực hơn so với mức tăng trung bình hàng năm do ảnh hưởng mùa vụ.

Bên cạnh đó, các công ty sữa nội địa sẽ có xu hướng tăng giá sữa bán lẻ do các cam kết bình ổn giá phần lớn đã kết thúc vào cuối quý 2/2009. Như vậy giá sữa bán lẻ Việt Nam sẽ tiếp tục vượt lên những mặt bằng mới. Chúng tôi cũng tin rằng hệ quả của tình trạng này sẽ là những động thái của cơ quan quản lý giá thị trường sẽ tiếp tục tăng cường trong 2009, thậm chí kéo dài cho tới khi có tác động rõ ràng ở mức nhất định tới giá sữa bán lẻ, chứ không chỉ dừng lại ở bàn thảo và sức ép dư luận như hiện nay.

- **Ngành bánh kẹo:** Điểm đáng lưu ý là đứng trước hiện trạng giá nguyên liệu toàn cầu tăng mạnh, trong 2Q một số công ty lớn đã kịp thời ký kết những hợp đồng mua nguyên liệu giá cố định ngắn hạn; một số nhà sản xuất khác cũng kịp thời mua và dự trữ các nguyên liệu cơ bản (đường, bơ, sữa...), tương đối đủ để đảm bảo nguyên liệu cho tới hết mùa Trung thu. Trên cơ sở này, chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận của các công ty ngành bánh kẹo sẽ tạm ổn định trong quý 3, tuy nhiên vấn đề giá vốn và lợi nhuận trong quý 4 tương đối đáng lo ngại nếu giá nguyên liệu tiếp tục xu hướng tăng tới hết năm.

Mặt khác, do Trung thu 2009 rơi vào đầu tháng 10 dương lịch nên mùa cao điểm của ngành bánh kẹo sẽ tập trung vào nửa cuối quý 3 trở đi, dẫn tới sức tăng trưởng doanh thu hai tháng đầu quý 3 sẽ hơi

chậm hơn những năm trước. Đồng thời Tết Nguyên đán 2010 rơi vào giữa tháng 2 dương lịch (2010) nên doanh thu vốn cao điểm trong quý 4 hàng năm cũng sẽ bị san sẻ khá nhiều sang quý 1/2010.

- **Ngành dầu ăn:** Cuối 1H2009, giá bán lẻ dầu ăn có biến chuyển giảm nhẹ. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng sau giai đoạn điều chỉnh này, giá sản phẩm dầu ăn sẽ tiếp tục duy trì ở mặt bằng cao trong 2H2009. Đồng thời, hoạt động cạnh tranh của các công ty nội địa có liên quan tới Vocarimex sẽ ngày càng quyết liệt theo hướng phi giá cả, sử dụng các biện pháp khuyến mại hậu hĩnh.

Theo đó, chúng tôi kì vọng doanh số của các công ty dầu ăn sẽ tăng dần trong các tháng 2H2009 và đạt mức cao hơn 1H. Kì vọng này dựa trên bốn yếu tố: (i) giá bán cao dựa trên liên kết ở một mức độ nào đó giữa các nhà cung cấp; (ii) giá bán cao dựa trên xu hướng tăng của nguyên vật liệu đầu vào trên thế giới và tình trạng ăn theo lạm phát trong nước; (iii) tăng sản lượng dựa trên năng lực sản xuất mạnh và hiệu quả của các chương trình khuyến mại tặng kèm miễn phí; (iv) xét trên góc độ tiêu dùng mặt hàng dầu ăn không có tính mùa vụ, nhưng xét trên góc độ kinh doanh việc đẩy mạnh doanh số bán hàng sẽ đặc biệt tích cực vào cuối năm.

TRIỂN VỌNG NĂM 2010

- **Triển vọng tăng trưởng:** Với triển vọng kinh tế 2010 sáng sủa hơn 2009, chúng tôi tin rằng các công ty thực phẩm sẽ có nhiều cơ hội tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hơn, trung bình tăng trưởng doanh thu ngành theo ước tính sơ bộ sẽ ở khoảng 13-15%.
- **Cơ cấu doanh thu:** Các sản phẩm giá cao với biên lợi nhuận lớn cũng sẽ đóng góp tỷ trọng lớn hơn vào cơ cấu doanh thu so với 2009 do ngân sách tiêu dùng sẽ trở nên rộng rãi hơn.
- **Cạnh tranh:** Các đối thủ cạnh tranh nước ngoài trong ngành bánh kẹo và ngành dầu ăn sẽ khó có cơ hội tăng thị phần, do chất lượng và mẫu mã bao bì sản phẩm trong nước ngày càng tốt và phong phú. Riêng với ngành sữa, chúng tôi tin rằng năm 2010 sẽ bắt đầu chứng kiến việc các hãng sữa ngoại có động thái giảm giá với sản phẩm sữa bột, do dư luận và các biện pháp quản lý giá của nhà nước ngày càng mạnh. Các động thái này sẽ dẫn tới việc cạnh tranh phi giá trong ngành sữa thông qua các công cụ khuyến mại trở nên gắt gao hơn nhiều so với 2009.

■ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

- **Hoạt động một số công ty trong ngành:**

VNM: Công ty Cổ phần sữa Việt Nam

HNH: Công ty Cổ phần sữa Hà Nội

KDC: Công ty Cổ phần Kinh Đô

NKD: Công ty Cổ phần Chế biến thực phẩm Kinh Đô miền Bắc

HHC: Công ty Cổ phần bánh kẹo Hải Hà

BBC: Công ty Cổ phần Bibica

TAC: Công ty Cổ phần Dầu thực vật Tường An

Đối mặt với khả năng nền kinh tế cũng như sức cầu tiêu dùng có thể suy giảm trong 2009, đầu năm hầu hết các công ty thực phẩm niêm yết đã công bố những kế hoạch kinh doanh khá thận trọng. Tuy nhiên, cho tới nay cầu tiêu dùng trong nước vẫn được duy trì ổn định, lại cộng thêm khả năng tăng giá sản phẩm đầu ra tới người tiêu dùng do tình trạng giá nguyên liệu toàn cầu tăng mạnh. Nhờ vậy hầu hết các công ty thực phẩm thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi đều đạt kết quả kinh doanh tương đối khả quan trong 2 quý đầu năm. Do quý 1 không phải mùa cao điểm với đa số công ty ngành thực phẩm, nhiều công ty tỏ thái độ lạc quan về khả năng vượt kế hoạch 2009. Chúng tôi cũng cho rằng các công ty như BBC và TAC có thể vượt kế hoạch lợi nhuận 2009 khoảng 25-30%.

Bảng 1: Kế hoạch và thực hiện của các công ty 2009

Đơn vị: Tỷ VND	Doanh thu '08	Lợi nhuận '08	Doanh thu '09 (KH)	Hoàn thành 1Q09	Doanh thu '09 (SSI)	Lợi nhuận '09 (KH)	Hoàn thành 1Q09	Lợi nhuận '09 (SSI)
VNM	8.208	1.250	9.220	22,43%	9.198	1.490	32,55%	1.508
KDC	1.455	-60	1.747	14,71%	1.645	256(EBT)	9,54%	177
BBC	544	20	597	20,27%	609	30	33,33%	47
TAC	2.959	11	2.755	21,85%	2.959	50(EBT)	29,71%	86

Bên cạnh đó, trên cơ sở xu hướng tăng của thị trường chứng khoán trong 2009, ba công ty có hoạt động đầu tư tài chính là KDC, BBC và VNM có khả năng ghi nhận một khoản lợi nhuận đáng kể đến từ việc hoàn nhập dự phòng lỗ tài chính của năm 2008.

● So sánh các cổ phiếu trong ngành

Bảng 2: So sánh đồng đẳng

Phân ngành	Mã CP	Giá đóng cửa 30/6 (VND)	Chỉ báo mang tính thị trường				Chỉ báo mang tính cơ bản			
			% giá thay đổi (23/2-30/6)	P/E 2009	P/B 2009	Vốn hóa (tỷ VND)	Cổ tức/Giá	Biên lợi nhuận thuần 2009	ROA 2009	ROE 2009
Sữa	VNM*	92.000	25,17%	10,69x	2,85x	16.125	3,26%	16,40%	20,40%	26,34%
	HNM	14.200	67,06%	30,72x	1,09x	142	3,52%	1,52%	2,42%	4,00%
Bánh kẹo	KDC*	43.700	125,26%	14,04x	1,20x	2.452	5,49%	10,81%	5,99%	8,19%
	NKD	31.800	125,53%	8,69x	1,54x	391	7,55%	5,42%	7,27%	17,68%
	HHC	24.400	81,82%	7,68x	1,24x	134	6,15%	3,87%	8,48%	16,13%
	BBC*	30.400	198,04%	10,67x	0,93x	469	3,95%	7,75%	6,04%	8,69%
Dầu	TAC*	33.000	130,45%	7,21x	2,03x	626	4,85%	2,93%	12,64%	28,09%
VNI		447	83,18%							

*: Dự báo của chuyên viên, các công ty còn lại sử dụng số liệu theo kế hoạch công ty

Dựa trên thống kê này, trên cơ sở P/E, các cổ phiếu hấp dẫn là HHC và TAC. Trên cơ sở P/B, BBC tỏ ra là cổ phiếu giàu tiềm năng. Trên cơ sở cổ tức, cổ phiếu hấp dẫn là NKD và HHC. Mặt khác trên phương diện cơ bản, cổ phiếu hấp dẫn hơn cả là VNM. Để nhận biết cơ hội và rủi ro đầu tư, chúng ta cần lưu ý một số vấn đề sau:

- **HHC và VNM:** chúng tôi cho rằng biến động tăng giá ít và P/E thấp của 2 cổ phiếu này không hẳn là dấu hiệu tích cực về tiềm năng tăng giá mạnh trong thời gian tới. Do hoạt động kinh doanh ổn định, đầu tư tài chính ít hoặc không có, nhà đầu tư nên nhìn nhận rằng thị trường thường không kì vọng nhiều vào sự tăng trưởng đột biến về giá trong ngắn và trung hạn của hai cổ phiếu này. Mặt khác, qua đại hội cổ đông 2009, HHC chưa công bố kế hoạch phát triển năng lực sản xuất nào cụ thể. Riêng VNM đang đầu tư gần 1300 tỷ vào hệ thống phân phối song song với phát triển khu nhà máy sữa và nước hoa quả, có thể tăng cường năng lực sản xuất thêm khoảng 20-30%.
- **TAC:** rủi ro hạn chế khả năng kiểm soát giá nguyên liệu đầu vào dường như sẽ luôn là vấn đề song hành với TAC, ảnh hưởng rất lớn tới kết quả kinh doanh. Nhà đầu tư có thể đọc bản tin tuần số 50 ra ngày 22/6/2009 của chúng tôi để nhận định rõ ràng hơn về cơ hội đầu tư vào cổ phiếu này.
- **KDC và NKD:** chúng tôi sử dụng kế hoạch kinh doanh của NKD để tính P/E do công ty này chưa nằm trong danh sách phân tích của SSI, tuy nhiên công ty có liên quan tới NKD là KDC đã đặt ra kế hoạch kinh doanh cao hơn khoảng 10% so với ước tính của chúng tôi. Vì vậy các chỉ số tài chính của NKD thực tế có thể sẽ không hấp dẫn như hiện tại. Mặt khác, rủi ro thông tin của hai cổ phiếu này là đáng kể.

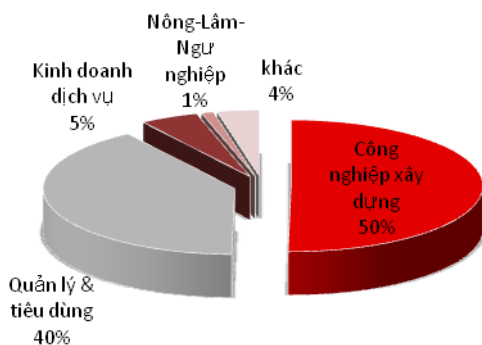
- **BBC:** với triển vọng hai nhà máy mới đi vào hoạt động liên tiếp trong 2010-2011, lợi nhuận BBC có thể tăng trưởng đột biến từ 2010 và các chỉ số tài chính sẽ trở nên hấp dẫn hơn rất nhiều. Vấn đề cần quan tâm của BBC là khả năng phát triển hệ thống phân phối tương xứng với năng lực sản xuất mới.

Như vậy trong số các cổ phiếu thực phẩm, dựa trên các yếu tố cơ bản, tiềm năng tăng trưởng cũng như các chỉ báo mang tính thị trường, chúng tôi nghĩ rằng VNM và BBC xứng đáng nhận được sự quan tâm của nhà đầu tư cho các danh mục trung và dài hạn. Về mặt ngắn hạn, khi thị trường chứng khoán Việt Nam trải qua nhiều biến động trong 2009, cổ phiếu của một số công ty có tỷ trọng đầu tư tài chính cao như KDC, NKD và BBC cũng sẽ luôn nhận được sự quan tâm của thị trường. Tình trạng giá nguyên vật liệu toàn cầu tăng cao cũng sẽ gây sự chú ý của thị trường tới khả năng hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho năm 2008, có ảnh hưởng tích cực đáng kể lên lợi nhuận của nhiều công ty đặc biệt là TAC. Vì vậy chúng tôi cho rằng bốn cổ phiếu này sẽ còn trải qua nhiều biến động giá thú vị trong phần còn lại của 2009 cùng với những cơ hội đầu tư ngắn hạn.

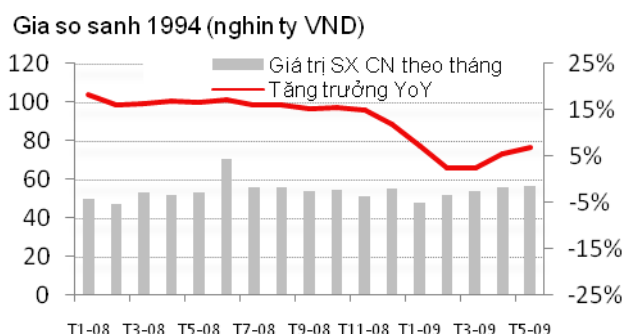
II. DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

- Sản lượng điện tăng 7,9% so với cùng kỳ:** Sản lượng điện trong 6 tháng đầu năm 2009 của Việt Nam đạt 37,4 tỷ kWh, tăng 7,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Mức tăng này được coi là khá khiêm tốn so với mức tăng trên 10% của những tháng đầu năm 2008. Nguyên nhân là do từ đầu năm 2009, số lượng nguồn điện được đưa vào hoạt động chậm hơn so với kế hoạch. Tăng trưởng sản lượng điện do đó chủ yếu xuất phát từ phát huy công suất của các nhà máy hiện có.

Biểu đồ 1: Cơ cấu tiêu dùng điện



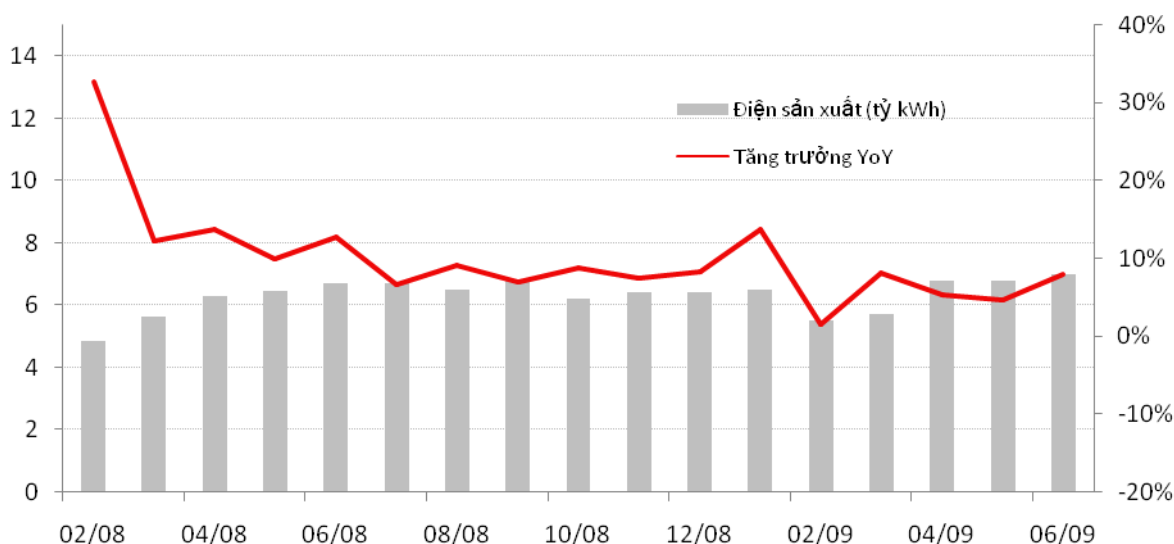
Biểu đồ 2: Sản xuất công nghiệp



Nguồn: Tổng cục thống kê, EVN, SSI Research

- Nhu cầu tiêu thụ điện tăng:** Nền kinh tế mặc dù vẫn đang trong thời kỳ khó khăn, nhưng đã có những dấu hiệu hồi phục ban đầu khá khả quan. Trong cơ cấu tiêu dùng điện, sản xuất công nghiệp chiếm tỷ trọng lớn nhất (trên 50%), quản lý và tiêu dùng chiếm trên 40% và tỷ trọng này có xu hướng ngày càng tăng qua các năm. Giá trị sản xuất công nghiệp 6 tháng đầu năm 2009 cũng có dấu hiệu tăng trưởng trở lại so với những tháng cuối năm 2008. Thời tiết mùa hè đến sớm làm tăng nhu cầu sử dụng điện trong lĩnh vực quản lý và tiêu dùng.

Biểu đồ 3: Sản lượng điện theo tháng



Nguồn: Tổng cục thống kê

- Thời tiết thuận lợi:** Thông thường đối với phần lớn các nhà máy thủy điện (nhất là ở miền Bắc), nửa đầu năm là mùa khô. Vào thời gian này, các nhà máy thủy điện vừa phải hạn chế sản lượng, vừa phải

tích nước để đảm bảo có thể sản xuất cho đến cuối mùa khô (do thời tiết vào tháng 5 và 6 nóng hơn nhu cầu điện cũng tăng lên). Tuy nhiên, trong năm nay mùa mưa đến sớm hơn dự kiến và lượng nước trong các hồ nhiều hơn mức trung bình cùng kỳ. Nhiều nhà máy thủy điện do vậy đã có kết quả kinh doanh khá tốt.

- **Giá bán lẻ điện tăng:** Bắt đầu từ ngày 1/3/2009 quyết định tăng giá bán điện của Thủ tướng có hiệu lực. Việc tăng giá bán lẻ điện với mức tăng trung bình 8,92% tạo cơ sở cho niềm tin rằng các doanh nghiệp phát điện sẽ được hưởng lợi. Tuy nhiên, về thực chất, việc tăng giá bán lẻ điện vừa rồi chưa có tác động trực tiếp và ngay tức thì đến kết quả kinh doanh của các công ty ngành điện do hiện tại, các công ty phát điện vẫn đang bán điện cho EVN theo hợp đồng mua bán điện dài hạn PPA (Power Purchase Agreement) với mức giá cố định. Việc tăng giá bán lẻ điện sẽ góp phần làm giảm khả năng giá đàm phán mới bị thấp hơn mức giá của hợp đồng hiện tại.
- **Giá than cho điện tăng:** Do than là nhiên liệu đầu vào cho 1 số ngành kinh tế chủ chốt (điện, xi măng, phân bón và giấy), chính phủ quản lý mức giá than bán cho các hộ tiêu thụ này. Trong một thời gian dài, mức giá than bán cho điện được giữ nguyên và thấp hơn giá thành. Kể từ tháng 3 năm 2009, cùng với việc tăng giá bán lẻ điện, giá than bán cho điện cũng tăng 27% (mức giá này vẫn chỉ bằng khoảng 65-75% giá thành sản xuất). Phần lớn mức tăng giá than này sẽ được bù đắp bởi giá bán điện tăng cho EVN do mức giá bán này được điều chỉnh theo mức giá nguyên liệu đầu vào.

❑ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 – 2010

● Triển vọng 6 tháng cuối năm 2009

- **Nhu cầu điện ước tính tăng trưởng 9,66% trong năm 2009:** Tăng trưởng sản lượng điện thường được ước tính gấp đôi tăng trưởng GDP. Với việc Chính phủ giảm chỉ tiêu tăng trưởng GDP xuống 5%, EVN ước tính nhu cầu điện cho năm 2009 đạt khoảng 84 tỷ kWh, tương đương với mức tăng 9,66% so với năm 2008 (ước tính của EVN trước đó là 13% như chúng tôi đã đề cập đến trong báo cáo cập nhật ngành lần trước).
- **Sản lượng điện sẽ tăng tại phần lớn các nhà máy thủy điện và giảm tại các nhà máy nhiệt điện** Theo chu kỳ thì sản lượng điện quý 3 và quý 4 năm 2009 sẽ cao hơn quý 1 và quý 2 do nửa cuối năm là mùa mưa đối với hầu hết các nhà máy thủy điện. Trong khi đó, các nhà máy nhiệt điện sẽ đi vào thời kỳ đại tu và bảo dưỡng, do vậy sản lượng sẽ thấp hơn các quý trước.
- **Sẽ không có nhiều nhà máy mới đi vào hoạt động:** Theo kế hoạch từ nay đến cuối năm sẽ có khá nhiều công trình điện với tổng công suất khoảng 3.000MW được đưa vào hoạt động. Trong số đó có nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng 1 (công suất 2x300MW), nhà máy Nhiệt điện Quảng Ninh 1 (1.200MW), Ô Môn 1 (300MW), nhà máy Thủy điện sông Ba Hạ. v.v. Tuy nhiên cũng cần lưu ý rằng các nhà máy bắt đầu vận hành từng tổ máy một nên sẽ không thể hoạt động với công suất tối đa ngay lập tức. Hơn nữa, đặc trưng của các nhà máy nhiệt điện là phải mất một khoảng thời gian chạy thử (khi đó sản lượng thường ở mức thấp), khoảng 6 tháng đến 1 năm trước khi có thể đưa vào vận hành chính thức. Như vậy công suất thực tế đi vào hoạt động trong năm sẽ không đạt ngay mức 3.000 MW.

● Triển vọng 2010

- **Các nhà máy điện mới:** Theo Ban chỉ đạo nhà nước Quy hoạch điện VI, tổng công suất các nhà máy điện mới đưa vào hoạt động năm 2010 sẽ vào khoảng 2.000 MW², bao gồm cả các nhà máy của EVN và các nhà máy điện độc lập. Thêm vào đó, các nhà máy chưa thể vận hành vào năm 2009 sẽ vận hành ổn định vào năm 2010.
- **Các nhà máy điện hiện tại sẽ chưa phải đối mặt với cạnh tranh** do có mức giá bán điện của các nhà máy hiện tại thấp hơn mức giá bán của các nhà máy mới và do vậy EVN sẽ ưu tiên mua điện

² Tạp chí điện lực tháng 5 2009

của các nhà máy hiện tại trước. Cầu về điện sẽ tiếp tục lớn hơn cung, và sẽ tiếp tục xảy ra hiện tượng mất điện, cắt điện, đặc biệt là ở miền Bắc. Việt Nam cũng đang hướng tới tăng cường năng lực sản xuất và sản lượng điện để đảm bảo mức dự trữ an toàn 20%, đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện trong giờ cao điểm và không phải cắt điện luân phiên. Do vậy kết quả kinh doanh của các công ty điện sẽ phụ thuộc nhiều vào tình hình thời tiết (đối với các nhà máy thủy điện) và tình trạng của các tổ máy phát điện (đặc biệt đối với các nhà máy nhiệt điện do suất sự cố của các nhà máy nhiệt điện cao hơn nhiều so với các nhà máy thủy điện).

- **Thị trường phát điện cạnh tranh:** Theo kế hoạch, thị trường phát điện cạnh tranh sẽ được bắt đầu vào năm 2009. Tuy nhiên do chậm trễ trong thủ tục pháp lý, thị trường phát điện cạnh tranh chỉ có thể bắt đầu sớm nhất vào năm 2010. Mục tiêu hướng tới là đảm bảo một thị trường cạnh tranh lành mạnh cho các nhà máy điện, tăng cường tính hiệu quả trong việc sản xuất điện (giảm chi phí), thu hút thêm đầu tư vào ngành cũng như để đảm bảo nguồn cung nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ ngày càng tăng. Trong giai đoạn đầu, các nhà máy điện vẫn tiếp tục bán điện cho EVN theo hợp đồng bán điện dài hạn, nhưng chỉ với khoảng 90-95% sản lượng, 5-10% sản lượng điện còn lại sẽ được bán trực tiếp trên thị trường. Ở một mức độ nào đó, các công ty điện sẽ linh hoạt hơn trong việc đặt giá bán (cao hơn vào mùa cao điểm và thấp hơn vào mùa thấp điểm) và do đó quản lý doanh thu, lợi nhuận tốt hơn. Tuy nhiên, kết quả của việc đàm phán hợp đồng mới với EVN sẽ là yếu tố quan trọng quyết định doanh thu/ lợi nhuận của các công ty điện trong những năm tới.

❖ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Trong năm 2009, nhiều nhà máy điện sẽ có sản lượng khá tốt, và có nhiều khả năng vượt kế hoạch do có thời tiết thuận lợi, chênh lệch cung cầu và nhu cầu mua điện của EVN

Mã	1Q 2009							Kế hoạch 2009		Thực hiện kế hoạch	
	Doanh thu thuần (tr, VND)	Tăng trưởng DT thuần (1Q09/1Q08)	LNST (tr, VND)	Tăng trưởng LNST (1Q09/1Q08)	TSLN gộp	TSLN ròng	Tỷ lệ GVHB	Doanh thu thuần (tr, VND)	LNST (tr, VND)	Doanh thu thuần	LNST
HJS	4.168	8%	1.384	168%	26,0%	33,2%	74,0%	66.960	11.300	6%	12%
NLC	8.860	18%	4.440	35%	58,0%	50,1%	42,0%	39.263	15.551	23%	29%
RHC	4.000	-23%	461	62%	70,7%	11,5%	29,3%	35.319	n.a	11%	n.a
SEB	24.065	n.a	5.635	n.a	52,3%	23,4%	47,7%	n.a	n.a	n.a	n.a
SJD	42.483	-18%	9.626	-44%	63,7%	22,7%	36,3%	231.318	65.000	18%	15%
TMP	72.455	-7%	8.767	-18%	43,9%	12,1%	56,1%	325.000	54.000	22%	16%
TBC*	57.756	42%	37.746	53%	68,4%	65,4%	31,6%	202.555	88.480	29%	43%
VSH*	138.470	-4%	121.069	19%	68,0%	87,4%	32,0%	424.730	291.082	33%	42%
PPC*	1.094.284	2%	284.264	-1%	28,0%	26,0%	72,0%	3.847.780	297.130	28%	96%

*: Ước tính của SSI

- **Khả năng sinh lời và hiệu quả sản xuất:** Trong các công ty điện niêm yết hiện tại, chúng tôi đánh giá cao TBC, VSH và NLC do tính hiệu quả và khả năng sinh lời cao (TSLN gộp và ròng cao), và nợ thấp, TMP, niêm yết vào ngày 18/06/09, là công ty thủy điện niêm yết lớn nhất về năng lực sản xuất, và lớn thứ 2 về giá trị vốn hóa. Tuy nhiên, TMP không hấp dẫn lắm do giá bán điện cho EVN. TSLN gộp, và TSLN ròng đều thuộc hàng thấp nhất trong các công ty niêm yết.
- **Khả năng hoàn thành kế hoạch năm 2009:** Xét về triển vọng kinh doanh, chúng tôi cho rằng TBC, PPC, VSH và NLC có khả năng hoàn thành/vượt kế hoạch đặt ra, NLC đã đạt 29% kế hoạch lợi nhuận cả năm trong quý 1 2009. Trong 5 tháng đầu năm sản lượng của TBC và VSH đạt khoảng 60% kế hoạch. LNST 5 tháng của PPC đạt trên 500 tỷ đồng, chưa tính đến đánh giá lại khoản nợ bằng đồng Yên. Trong năm 2009, biến động tỷ giá JPY/VND mặc dù vẫn có khả năng ảnh hưởng tới kết quả kinh

doanh của PPC, nhưng theo chúng tôi sẽ không tác động quá nặng nề như năm 2008 (năm 2008, PPC ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện lên tới trên 1.500 tỷ đồng).

- **Tiềm năng tăng trưởng:** Do có lượng tiền mặt dồi dào, nhiều nhà máy điện đã tiến hành góp vốn vào các dự án điện mới hoặc đầu tư dự án của riêng mình. Việc nâng công suất của những nhà máy hiện tại không phải lúc nào cũng thực hiện được, do vậy thông qua góp vốn hoặc đầu tư mới, các công ty điện có thể nâng cao công suất phát điện và tăng lợi nhuận trong dài hạn, tuy nhiên trong ngắn hạn, các dự án điện mới khó có khả năng thu lợi nhuận. VSH sở hữu 1 số dự án điện như dự án Thượng Kon Tum, Vĩnh Sơn 3, v.v... PPC đã quyết định góp 15% vốn vào CTCP Nhiệt điện Hải Phòng và 16% vào CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh. Bên cạnh đó, TBC, TMP, SJD cũng có kế hoạch đầu tư góp vốn vào các dự án điện.
- **Định giá:** Xét về chỉ số P/E 2009, P/B và tỷ lệ cổ tức/giá năm 2009, các cổ phiếu điện có vốn hóa nhỏ (NLC, SJD, v.v...) tỏ ra hấp dẫn hơn (so với mức P/E 2009 ước tính của toàn thị trường là 13.8x). Tuy nhiên, xét về yếu tố cơ bản, chúng tôi cho rằng các công ty có vốn hóa cao như TBC, VSH có thể được xem xét mua vào để đầu tư dài hạn.

Mã	Tên công ty	Giá đóng cửa 30/06/09	Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	P/E 2009	P/B hiện tại	Tỷ lệ cổ tức/giá 2009	Công suất MW
HJS	CTCP Thủy điện Nậm Mu	18.200	109	9,7	1,37	8,2%	12
NLC	CTCP Thủy điện Nà Lợi	23.000	115	7,4	1,25	8,7%	9,3
RHC	CTCP Thủy điện Ry Ninh II	23.300	75	6,3	1,11	8,6%	8,1
SEB	CTCP Đầu tư và Phát triển điện Miền Trung	14.800	185	n,a	1,23	10,1%	28,8
SJD	CTCP Thủy điện Cần Đơn	14.600	437	6,7	1,15	10,3%	77,6
TMP	CTCP Thủy điện Thác Mơ	20.700	1.449	26,8	1,84	2,9%	150
TBC*	CTCP Thủy điện Thác Bà	23.900	1.518	11,3	1,83	5,2%	120
VSH*	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình	33.000	4.537	15,6	2,01	4,5%	136
PPC*	CTCP Nhiệt Điện Phả Lại	26.900	8.747	16,7	2,37	1,9%	1.040

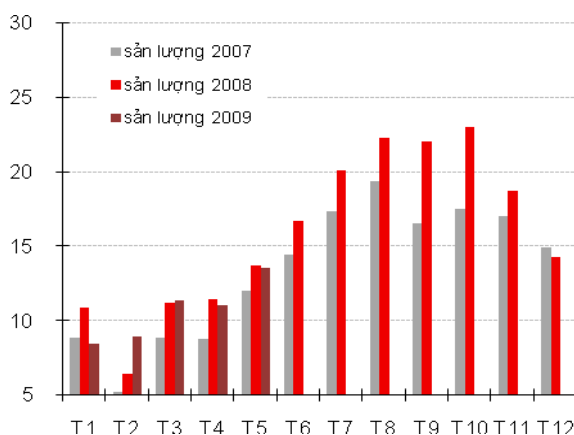
*: Ước tính của SSI

Kết quả kinh doanh yếu của toàn ngành vẫn kéo dài trong 6 tháng đầu năm 2009 và yếu tố mùa vụ sẽ mang lại những kết quả khả quan hơn trong nửa cuối năm 2009. Chúng tôi cho rằng ngành thủy sản có thể sẽ không đạt mục tiêu xuất khẩu trong năm 2009, nhưng triển vọng phát triển của năm 2010 sẽ tốt hơn nhờ vào sự hồi phục của nhu cầu tiêu thụ trên thế giới.

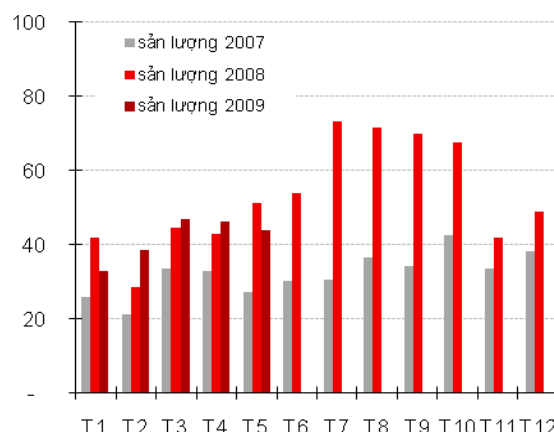
❖ DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam gặp rất nhiều khó khăn trong năm 2009 sau giai đoạn tăng trưởng dài từ 1998-2008 (tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm đạt 18%). Tuy nhiên những gì đang diễn ra trong ngành hiện nay đều đã được chúng tôi đề cập đến trong báo cáo ngành hồi đầu năm 2009. Những vấn đề của năm 2008 vẫn tiếp diễn trong năm 2009, như thiếu nguồn nguyên liệu, thay đổi thói quen tiêu dùng, nhu cầu yếu cũng như các rào cản thuế quan và phi thuế quan tại các thị trường xuất khẩu. Vấn đề rào cản thương mại có vẻ còn xấu hơn trong năm 2009. Về số liệu 6 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt 1.68 tỷ USD, giảm 12% so với cùng kỳ. Tăng trưởng xuất khẩu sang các thị trường như Mỹ, ASEAN và Trung Quốc cũng không bù đắp được mức giảm tại thị trường EU và Nhật Bản. Hầu hết các mặt hàng xuất khẩu đều tăng trưởng âm. Mặt hàng cá tra/cá ba sa chịu tác động mạnh nhất, trong khi mặt hàng tôm tở ra ổn định hơn. Cụ thể tôm đông lạnh xuất khẩu giảm 1,9% về lượng và 7,3% về trị giá, do mặt hàng tôm giá rẻ được ưa chuộng hơn (cụ thể tôm thẻ chân trắng được ưa thích hơn tôm sú, vốn là mặt hàng xuất khẩu truyền thống của Việt Nam). Xuất khẩu cá tra/cá ba sa giảm 2,6% so với cùng kỳ về khối lượng và 4,1% về trị giá trong 5 tháng đầu năm, và hoạt động xuất khẩu trong tháng Năm kém so với tháng trước mặc dù thị trường Nga đã được mở cửa trở lại (các số liệu mặt hàng tính đến hết tháng 5/2009).

Biểu đồ 1: Xuất khẩu tôm của Việt Nam 2007-2009 (ngàn tấn)



Biểu đồ 2: Xuất khẩu cá tra/cá ba sa của Việt Nam 2007-2009 (ngàn tấn)



Nguồn: VASEP, SSI Research

Những diễn biến gần đây cho thấy hoạt động xuất khẩu thủy sản sang Nhật Bản đã có sự cải thiện do nguồn hàng tồn kho tại thị trường này giảm mạnh (mặt hàng nhập khẩu chủ yếu là tôm đông lạnh và bạch tuộc). Thị trường Mỹ vẫn có tăng trưởng, tuy nhiên là từ mức thấp của năm 2008. Tại thị trường này, đạo luật Nông nghiệp 2009 dự kiến sẽ xếp cá tra/ cá ba sa vào loại cá da trơn (catfish) để áp dụng các tiêu chuẩn chất lượng chặt chẽ hơn. Bộ Thương mại Mỹ cũng đã lùi thời hạn phải công bố phán quyết cuối cùng về việc thuế chống bán phá giá áp dụng đối với mặt hàng tôm của Việt Nam đến cuối tháng 7/2009, trong khi Ủy ban thương mại quốc tế Mỹ (ITC) đã kéo dài thời hạn áp dụng thuế chống bán phá giá đối với cá tra/cá ba sa của Việt Nam thêm 5 năm nữa. Bên cạnh những vấn đề đến từ bên ngoài, việc cạnh tranh khốc liệt giữa các nhà xuất khẩu cũng đã kéo giá bán xuống và làm xấu đi hình ảnh của ngành thủy sản Việt Nam, và điều này sẽ có tác động tiêu cực về dài hạn.

❑ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 – 2010

Kết quả kinh doanh của ngành thủy sản trong nửa đầu năm xấu hơn dự kiến và để có thể đạt kế hoạch xuất khẩu 4 tỷ USD (thấp hơn 20% so với kim ngạch năm 2008) đòi hỏi phải có nhiều nỗ lực trong nửa cuối năm 2009, và đây cũng là mùa vụ chính của ngành thủy sản. Chúng tôi cho rằng ngành thủy sản sẽ khó đạt được kế hoạch xuất khẩu năm 2009 do những yếu tố được nêu ở phần trên. Triển vọng cho năm 2010 dự kiến sẽ sáng sủa hơn, do tiêu thụ tại các nước phát triển được kỳ vọng sẽ tăng trở lại sau khi đã giảm sút trong suốt năm 2009. Vấn đề thiếu hụt nguyên vật liệu cũng sẽ được giải quyết từng bước, khi các nhà xuất khẩu thủy sản đã bắt đầu triển khai xây dựng các trại nuôi để bảo đảm nguồn nguyên liệu. Tuy nhiên, những rủi ro về các hàng rào thuế quan và phi thuế quan sẽ vẫn tồn tại, khi mà đường vào các thị trường lớn (như Mỹ, Nga) vẫn không thể được giải quyết triệt để.

❑ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Mã	Giá	EPS	PE	Thu nhập từ cổ tức	Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài	Tăng trưởng doanh thu (Q109/Q108)	Tăng trưởng lợi nhuận (Q109/Q108)	Tổng nợ phải trả/ Tổng tài sản	PB
ABT	45.200	4.932	9.2	7%	23%	6%	-19%	0,12	0,96
ACL	25.200	4.444	5.7	13%	17%	-18%	-86%	0,55	0,61
AGF	21.900	3.639	6.0	5%	13%	-41%	-14%	0,50	2,17
ANV	16.800	1.110	15.1	9%	16%	-44%	-185%	0,31	1,37
BAS	11.300	625	18.1	n.a	0%	n.a	n.a	0,56	0,87
BLF	13.000	1.980	6.6	n.a	2%	61%	189%	0,70	1,12
CAD	11.100	2.313	4.8	n.a	10%	30%	184%	0,78	2,05
CAN	15.200	2.400	6.3	8%	8%	-9%	-41%	0,49	1,04
FBT	16.500	2.247	7.3	3%	2%	10%	-80%	0,59	1,36
FMC	12.400	1.826	6.8	8%	11%	-19%	-70%	0,48	1,44
ICF	11.400	2.383	4.8	n.a	2%	7%	-46%	0,56	1,18
MPC	22.500	2.943	7.6	n.a	8%	23%	163%	0,51	0,63
NGC	23.800	3.958	6.0	5%	0%	-11%	1612%	0,67	0,49
SJ1	17.400	1.791	9.7	7%	13%	102%	47%	0,18	1,20
TS4	23.700	1.337	17.7	3%	25%	7%	-64%	0,35	0,94
VHC	28.400	3.660	7.8	4%	14%	27%	22%	0,67	0,50

(EPS tính dựa trên kế hoạch của công ty năm 2009, tên đầy đủ của các công ty xem phụ lục đính kèm),
Nguồn: Kế hoạch của các công ty năm 2009, SSI Research

Để có thể so sánh giữa các cổ phiếu niêm yết của ngành thủy sản, chúng tôi tính EPS dựa trên mục tiêu lợi nhuận của các công ty trong năm 2009. Một số công ty trong ngành có khả năng vượt qua mức kế hoạch năm 2009, trong đó có ABT (CTCP XNK Thủy Sản Bến Tre), SJ1 (CTCP Thủy Sản số 1) và điều này sẽ làm chỉ số PE của các công ty này hấp dẫn hơn. Nói chung các doanh nghiệp thủy sản lớn đều thu được lợi nhuận trong quý I/2009 (trừ ANV - CTCP Nam Việt), tuy nhiên chỉ có một số công ty có tăng trưởng, ví dụ như ABT, BLF (CTCP Thủy Sản Bạc Liêu), CAD (CTCP Chế biến & XNK Thủy Sản CADOVIMEX), MPC (CTCP Thủy hải sản Minh Phú), NGC (CTCP Chế Biến Thủy Sản XNK Ngô Quyền), SJ1, VHC (CTCP Vĩnh Hoàn). Những vấn đề nội tại của ngành đã làm các cổ phiếu có mức vốn hóa lớn tại một số thời điểm phải đứng ngoài nhìn VnIndex tăng điểm mạnh trong thời gian vừa qua. Ngành thủy sản cũng là một ngành đã thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài từ lâu, và họ hiện nắm một lượng cổ phiếu khá lớn với giá vốn cao, nên sẽ vẫn có rủi ro về việc bán ra khi cổ phiếu nhóm ngành này tăng giá. Một số cổ phiếu trong ngành thực tế có thời điểm cũng tăng giá, tuy nhiên chủ yếu nhờ vào việc các tổ chức tiến hành mua vào hay do lợi nhuận từ các nguồn ngoài lĩnh vực kinh doanh chính (ví dụ như đầu tư vào lĩnh vực tài chính hoặc bất động sản), và do đó mức tăng này khó có thể được coi là bền vững. Dưới đây là nhận xét của chúng tôi về một số công ty trong ngành:

- **ANV:** Tính đến hết tháng 4/2009, ANV đã mất vị trí dẫn đầu cả nước về xuất khẩu cá tra/cá basa, rơi xuống vị trí thứ ba sau CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) và CTCP Hùng Vương. Kim ngạch xuất khẩu của hai công ty Vĩnh Hoàn và Hùng Vương khoảng 36 triệu USD, trong khi ANV chỉ xuất khẩu được 28tr USD, thấp hơn gần 30%. Dự kiến kết quả kinh doanh của ANV chưa thể đột biến trong quý 2, do xuất

khẩu trong quý 2 ước tính chỉ bằng 40-50% so với cùng kỳ và dự án Ferocrom của công ty cũng chưa thể đi vào hoạt động sớm.

- **MPC:** 5 tháng đầu năm 2009, khối lượng xuất khẩu của MPC đạt 4098 tấn, trị giá 43,9 triệu USD, chỉ đạt khoảng 25% về lượng và 27% về trị giá so với kế hoạch năm 2009. Kết quả kinh doanh trong quý 1/2009 khá ấn tượng, tuy nhiên chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư tài chính. Đáng lưu ý MPC đã bán khoảng 2/3 danh mục đầu tư tài chính ngắn hạn trong quý 1/2009, lỗ mất cơ hội có được lợi nhuận cao hơn khi thị trường tăng rất mạnh trong quý 2/2009.
- **ABT:** ABT có kết quả kinh doanh tốt trong tháng Năm, với doanh thu cả 5 tháng đầu năm đạt 200 tỷ VND, bằng khoảng 50% kế hoạch năm 2009 và lợi nhuận sau thuế riêng tháng Năm đã đạt 7 tỷ VND, đưa tổng lợi nhuận sau thuế 5 tháng đầu năm lên gần 25 tỷ VND, tương đương 69% kế hoạch năm. Chúng tôi cho rằng ABT nhiều khả năng sẽ đạt lợi nhuận tăng khoảng 50% so với kế hoạch. Các yếu tố cơ bản của ABT đều tốt, và có tăng trưởng vững hơn so với các công ty cùng ngành. Hơn nữa công ty đã thực hiện dự phòng đầu tư tài chính đầy đủ (69 tỷ VND cho khoản 190 tỷ VND đầu tư tài chính), ABT hầu như không vay nợ, và danh mục đầu tư tài chính cũng tăng trở lại khá tốt trong quý 2/2009 và do đó chúng tôi cho rằng có thể xem xét mua vào cổ phiếu này.
- **SJ1:** SJ1 có tốc độ tăng trưởng khá tốt trong quý 1/2009, với doanh thu tăng 102,1% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế đạt 2 tỷ VND, tăng 46,75% so với cùng kỳ. Tính cả 5 tháng đầu năm thì doanh thu đạt 66 tỷ USD, lợi nhuận trước thuế đạt 3,9 tỷ USD, đạt 38% về kế hoạch doanh thu nhưng đạt gần 50% về kế hoạch lợi nhuận. Bên cạnh có thị trường xuất khẩu chính khá ổn định là Nhật Bản, công ty còn tham gia thị trường nội địa thông qua việc cung cấp cho hệ thống Lotteria và bán buôn thông qua Metro và Lottemart. Trong tháng 6 này dự kiến công ty sẽ khởi công xây dựng nhà máy mới tại KCN Tân Phú Trung (Củ Chi, TPHCM) với số vốn đầu tư giai đoạn 1 là 50 tỷ VND để nâng công suất lên gấp đôi hiện nay. Nhà máy mới dự kiến đi vào hoạt động trong quý 1/2010, và tại địa điểm nhà máy cũ công ty dự kiến sẽ hợp tác với Công ty xây dựng Bình Chánh (BCI) để xây dựng dự án cao ốc SJ1 Plaza.
- Một công ty khác cũng đáng quan tâm, tuy chưa niêm yết, là công ty cổ phần Hùng Vương. Trong năm 2008 hoạt động kinh doanh chính của công ty rất tốt với việc lợi nhuận gộp đạt hơn 500 tỷ VND, tuy nhiên do phải trích dự phòng đầu tư tài chính khoảng 253 tỷ USD nên làm giảm lợi nhuận thực tế. Trong quý I/2009, lợi nhuận của công ty đạt 48 tỷ VND, chưa tính đến lợi nhuận của các công ty con. Cả năm 2009, công ty đặt kế hoạch đạt doanh thu 3300 tỷ VND với mức lợi nhuận là 390 tỷ VND. Chiến lược của công ty là trở thành tập đoàn kinh doanh đa ngành nhưng tập trung chủ yếu liên quan đến cá tra, cụ thể bao gồm nuôi trồng, chế biến xuất khẩu, dịch vụ kho lạnh, thức ăn chăn nuôi và chế biến phụ phẩm cá. Đến năm 2011, công ty dự kiến sẽ đạt mức doanh thu hợp nhất là 8000 tỷ VND và dự kiến sẽ niêm yết trên sàn HOSE vào quý 3/2009.

Mã	Tên công ty	Sàn
ABT	CTCP XNK Thủy Sản Bến Tre	HOSE
ACL	CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	HOSE
AGF	CTCP XNK Thủy sản An Giang - Angifish	HOSE
ANV	CTCP Nam Việt	HOSE
BAS	CTCP BASA	HOSE
BLF	CTCP Thủy Sản Bạc Liêu	HNX
CAD	CTCP Chế biến & XNK Thủy Sản CADOVIMEX	HOSE
CAN	CTCP Đồ hộp Hạ Long	HNX
FBT	CTCP XNK Lâm Thủy Sản Bến Tre	HOSE
FMC	CTCP Thực phẩm Sao Ta	HOSE
ICF	CTCP Đầu tư Thương mại Thủy sản	HOSE
MPC	CTCP Thủy hải sản Minh Phú	HOSE
NGC	CTCP Chế Biến Thủy Sản XNK Ngô Quyền	HNX
SJ1	CTCP Thủy Sản số 1	HNX
TS4	CTCP Thủy sản số 4	HOSE

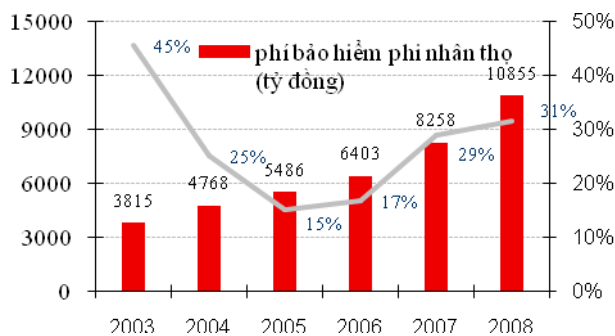
❖ DIỄN BIẾN 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

- Tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm (BH) giảm.** Cuộc suy thoái kinh tế đã làm giảm sản lượng bán hàng của các công ty, do đó cũng ảnh hưởng xấu đến khả năng chi trả phí bảo hiểm. Trong quý 1 2009, tổng phí bảo hiểm toàn thị trường khoảng 2900 tỷ, tăng trưởng so với cùng kỳ giảm mạnh xuống còn 9,5% so với mức tăng trưởng 40% của quý 1 2008. Lĩnh vực BH lớn nhất là BH xe cơ giới chỉ tăng trưởng 10%. BH hàng hóa vận chuyển và BH hàng không suy giảm mạnh với mức giảm tương ứng là 15% và 60%. Một số lĩnh vực BH khác có giá trị tài sản BH lớn (do vậy mức phí BH cũng lớn) như BH thân tàu và TNDS chủ tàu, BH cháy nổ và mọi rủi ro tài sản cũng có mức tăng trưởng thấp. Tỷ lệ tổn thất toàn ngành ở mức 30-31%.
- Cạnh tranh gay gắt trong ngành dẫn tới lợi nhuận từ hoạt động BH thấp. Lợi nhuận ròng chủ yếu đến từ hoạt động tài chính.** Mức độ cạnh tranh ngành vào nửa đầu năm 2009 cũng không mấy khác biệt với năm 2008. 27 công ty BH phi nhân thọ cạnh tranh giành thị phần đã dẫn tới xu hướng giảm phí BH trong khi thiên tai và dịch bệnh trở nên phổ biến hơn, dẫn tới tỷ lệ tổn thất cao. Nhiều công ty BH phát sinh lỗ từ hoạt động BH và bù đắp khoản lỗ này bằng LN hoạt động tài chính. Lưu ý rằng mức lãi suất thấp hơn vào năm 2009 so với mức trung bình của năm 2008 dẫn tới thu nhập lãi vay giảm trong năm nay, mà khoản thu nhập này chiếm 1 tỷ lệ đáng kể trong tổng LN từ hoạt động tài chính của các công ty BH.
- KQKD các công ty niêm yết, 3 công ty BH niêm yết (Bảo Minh – BMI, BH Dầu khí – PVI, và TCT Tái BH Quốc gia – VNR) có nhiều điểm khác nhau trong mô hình kinh doanh, do vậy kết quả kinh doanh quý 1 2009 có sự khác biệt lớn.** BMI, do có tỷ trọng các lĩnh vực BH bán lẻ (BH xe cơ giới và BH sức khỏe, tai nạn con người) lớn, lỗ 3 tỷ từ hoạt động BH, do 2 lĩnh vực này có mức độ cạnh tranh ngành lớn nhất và mức độ tổn thất cũng cao nhất. LN đến chủ yếu từ hoạt động tài chính. Trong khi đó PVI, với lợi thế là 1 thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam, dẫn đầu ngành trong lĩnh vực BH năng lượng và không có đối thủ cạnh tranh, thu được mức LN lớn từ hoạt động BH (79 tỷ). VNR, là nhà tái BH quốc gia, chịu ảnh hưởng từ điều kiện kinh doanh chung của ngành. LN từ hoạt động BH của VNR không có tăng trưởng so với cùng kỳ.

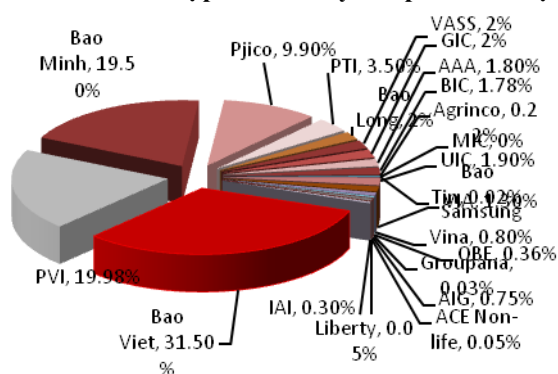
❖ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010.

- Triển vọng ngắn hạn.** Chúng tôi cho rằng triển vọng ngành nửa cuối năm 2009 cũng không sáng sủa hơn nhiều so với nửa đầu năm. Tình hình kinh tế đã có cải thiện, nhưng chưa phục hồi ở mức đảm bảo cho các công ty BH có mức tăng trưởng cao. Chúng tôi ước tính tăng trưởng GDP năm nay chỉ nằm trong khoảng 4,2%-4,9%, xuất khẩu khó có khả năng tăng trưởng dương, giải ngân FDI ước tính giảm khoảng 30%. Những yếu tố này đều ảnh hưởng lên tăng trưởng của nhiều lĩnh vực BH, LN từ hoạt động tài chính sẽ hưởng lợi từ hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính mà hầu hết các cty BH đều phải trích lập vào năm 2008 sẽ bù đắp 1 phần cho thu nhập lãi tiền gửi thấp hơn trong năm nay do lãi suất giảm so với năm ngoái.
- Triển vọng dài hạn.** Triển vọng dài hạn của ngành BH phi nhân thọ là tích cực. Tăng trưởng sẽ cải thiện cùng với sự hồi phục của nền kinh tế. Mức độ thâm nhập của ngành còn thấp, khoảng 0,72% GDP, sẽ tạo nên sự tăng trưởng trong tương lai. Hiện nay đã có nhiều nỗ lực nhằm cải thiện mức độ cạnh tranh không lành mạnh của ngành và nhiều công ty cũng đã chấp nhận hi sinh tăng trưởng mạnh nhằm chú trọng cải thiện chất lượng sản phẩm và giá cả, hướng tới sự phát triển lành mạnh trong dài hạn. Nhiều công ty cũng tiến hành đầu tư vào công nghệ thông tin và cơ sở dữ liệu để cho sản phẩm và hệ thống quản trị nội bộ tốt hơn. Cạnh tranh gay gắt trong ngắn hạn tạo nên cơ hội rất tốt cho những công ty tồn tại được và do vậy, chúng tôi tin tưởng vào triển vọng sáng sủa của ngành. Chúng tôi cho rằng ngành BH phi nhân thọ sẽ đạt mức tăng trưởng trung bình ít nhất là 20%/năm trong giai đoạn vài năm tới.

Biểu đồ 1: Phí BH phi nhân thọ



Biểu đồ 2: Thị phần các Cty BH phi nhân thọ 2008



Nguồn: Hiệp hội BH

❖ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Hiện tại có 2 công ty BH phi nhân thọ niêm yết là BH Bảo Minh (BMI) và BH Dầu khí (PVI) và 1 công ty tái BH, TCT Tái BH Quốc gia Việt Nam (VNR). Chúng tôi thích PVI do có tiềm năng tăng trưởng lớn, một phần bắt nguồn từ vị trí của PVI là thành viên trong Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. PVI dẫn đầu và gần như không có đối thủ cạnh tranh trong lĩnh vực BH năng lượng và được hưởng lợi từ chính sách của Tập đoàn là sử dụng dịch vụ của PVI. Chúng tôi có đôi chút quan ngại về rủi ro liên quan đến sản phẩm của PVI do phần lớn lợi nhuận đến từ BH năng lượng và các dịch vụ BH có liên quan. Tuy nhiên, PVI cũng đã mở rộng hoạt động sang lĩnh vực BH bán lẻ là BH xe cơ giới và BH sức khỏe tai nạn con người, mà theo chúng tôi là hợp lý cho phát triển dài hạn. Cổ phiếu PVI cũng có tính thanh khoản cao (tính thanh khoản được tính dựa trên khối lượng giao dịch trung bình ngày trong 3 tháng trở lại đây) – đây cũng là 1 lý do mà chúng tôi thích PVI hơn BMI và VNR do giá 2 cổ phiếu sau dễ bị ảnh hưởng hơn bởi hoạt động đầu cơ. Về mặt rủi ro, thiếu minh bạch thông tin là lo ngại lớn nhất.

Chúng tôi cũng thích BVH (cổ phiếu của Tập đoàn Bảo Việt) do khả năng tăng trưởng cao. Tuy BVH không có lợi thế thị trường trong bất cứ mảng BH nào như kiểu lợi thế của PVI trong lĩnh vực BH năng lượng, chúng tôi đánh giá cao thương hiệu Bảo Việt, hệ thống kinh doanh, và mối quan hệ tốt của Bảo Việt với các khách hàng doanh nghiệp. Trong lĩnh vực BH phi nhân thọ, cũng giống như BMI, 2 lĩnh vực BH có tỷ trọng lớn nhất của BVH là BH xe cơ giới và BH con người, chịu sự cạnh tranh ngành lớn, ảnh hưởng đến mức sinh lợi của hoạt động kinh doanh BH của cty. Tuy nhiên lĩnh vực BH nhân thọ sẽ là lợi thế của Bảo Việt so với các đối thủ trên sàn do đây là lĩnh vực mang lại lợi nhuận tốt hơn và Bảo Việt Nhân Thọ cũng là 1 trong 2 công ty dẫn đầu trong lĩnh vực này.

	BMI	PVI	VNR	BVH
Tăng trưởng phí BH 1Q09	-12,8%	25,7%	-15,2%	n.a.
LN từ HĐ BH 1Q09	(2.937)	79.068	5.809	n.a.
- tăng trưởng YoY	-204,1%	21,9%	-11,0%	n.a.
LN từ HĐ tài chính 1Q09	42.602	(641)	49.676	n.a.
- tăng trưởng YoY	7,1%	n.a.	120,4%	n.a.
ROA	4,3%	3,5%	5,9%	2,1%
ROE	6,6%	7,5%	8,4%	6,4%
Giá đóng cửa 30/06/09	28.200	30.100	29.800	53.500
2009 P/E	14,3	15,2	12,7*	34-36
P/B	1,0	1,4	1,1	3,7
Tính thanh khoản	24,6%	98,2%	26,7%	

*: Sử dụng kế hoạch LN của công ty

❖ DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

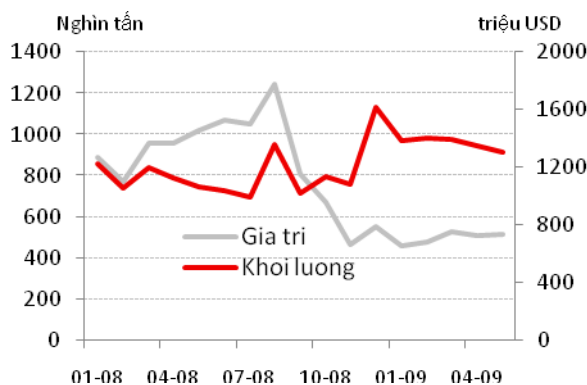
● Giá dầu tăng trở lại nhờ những kỳ vọng vào sự hồi phục của kinh tế toàn cầu

Những tín hiệu của sự hồi phục kinh tế toàn cầu, kỳ vọng vào tăng trưởng tiêu thụ dầu, đồng đô la suy yếu và sự quay trở lại của hoạt động đầu cơ là những lý do chính khiến cho giá dầu tăng trở lại vào 2Q 09. Giá dầu trung bình đạt 50 đô/thùng trong 6 tháng đầu năm, cao hơn dự đoán của chúng tôi trước đây (chúng tôi đã cho rằng giá dầu trung bình năm 2009 khó vượt quá 50 đô/thùng). Sau nhiều trì hoãn trong 4Q08 và 1Q09, những dự án thăm dò bắt đầu sôi động hơn với những hợp đồng khoan được ký kết.

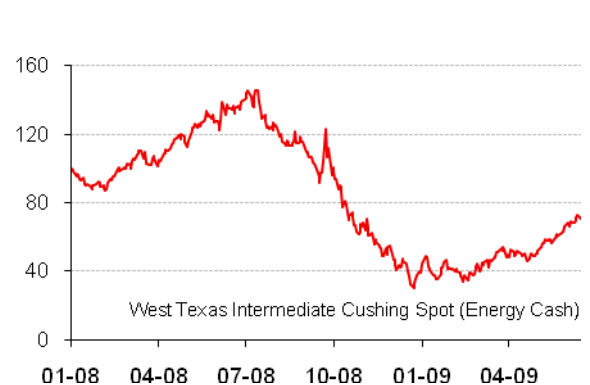
● Nhu cầu cho dịch vụ dầu khí ở Việt Nam vẫn cao

Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng xuất khẩu dầu thô tăng 20% so với cùng kỳ năm ngoái. Dường như chính phủ Việt Nam sẽ khai thác nhiều hơn khi giá dầu giảm để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP. Khi giá dầu tăng, sản lượng trong quý 2/09 giảm so với 1Q09, tuy nhiên vẫn cao hơn mức trung bình năm 2008.

Biểu đồ 1: Xuất khẩu dầu thô của Việt Nam



Biểu đồ 2: Giá dầu thô



Nguồn: GSO, Reuters

● Những công ty dầu có thuận lợi gì?

Khi phí dịch vụ năm ngoái không giảm mạnh cho dù giá dầu giảm, những công ty dịch vụ dầu khí hưởng lợi từ việc phí dịch vụ giảm ít. Trung bình, phí giàn khoan của PVD giảm từ 225.000 đồng/ngày trong năm 2008 xuống 170.000 đô/ngày trong năm 2009, tương đương với mức giảm 24%. Những phí dịch vụ khoan khác, cảng và những dịch vụ kỹ thuật cung cấp bởi PVD, PVS và PVC đều giảm ít hơn 10% nhờ có lực cầu mạnh.

● Nhà máy lọc dầu Dung Quất đang trong quá trình chạy thử, sẽ được đưa vào hoạt động thương mại trong 4Q09.

Vào ngày 22/2/09, Nhà máy lọc dầu Dung Quất được hoàn thành và đang được chạy thử cho đến tháng 10 năm 2009. Theo kế hoạch, Dung Quất sẽ đáp ứng 30% nhu cầu xăng dầu trong nước. Trong giai đoạn đầu tiên, nhà máy sẽ dùng 100% dầu thô khai thác từ mỏ Bạch Hổ (công suất nhà máy đạt 6,5 triệu tấn/năm, tương đương 148.000 thùng 1 ngày, bằng với 37% sản lượng của toàn quốc). Trong giai đoạn sau, Dung Quất sẽ phải nhập khẩu 15% dầu chưa từ Dubai để trộn với dầu ngọt khai thác trong nước (Việt Nam đang xuất khẩu dầu ngọt, mặt hàng đắt hơn dầu chưa. Tuy nhiên, trong sản xuất xăng, không nhất thiết phải dùng 100% dầu ngọt).

❖ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010

- **Giá dầu:** Giá dầu tăng trong 6 tháng đầu năm nhờ sự suy yếu của đồng đô la và tâm lý lạc quan hơn về triển vọng nền kinh tế toàn cầu, cũng như ảnh hưởng của gói kích cầu gần đây của Mỹ và Trung Quốc. Tuy nhiên, sự tăng giá không được hỗ trợ bởi các yếu tố cơ bản, khi nhu cầu vẫn còn yếu, khả năng sản xuất và sản lượng ngày càng tăng của OPEC, cùng với hoạt động đầu cơ khiến cho lượng dầu tồn kho cao. Giá dầu trung bình trong khoảng 2 tháng qua đạt 62 đô/thùng, và chúng tôi tin rằng giá trung bình trong 2Q09 sẽ không quá xa so với mức này.
- **Nhu cầu:** Sản lượng dầu thô của Việt Nam trong giai đoạn 2009-2010 được kỳ vọng sẽ đạt đỉnh với 400 triệu thùng/năm, do Việt Nam mới tìm được thêm mỏ dầu vào cuối năm 2008. Nhu cầu sử dụng dịch vụ dầu khí vẫn còn rất mạnh trong vài năm tới.
- **Nguồn cung:** Từ năm 2010, các công ty nước ngoài sẽ được cung cấp dịch vụ dầu khí cạnh tranh; tuy nhiên, đây vẫn là thị trường có nhiều rào cản lớn. Những công ty trực thuộc Petro Việt Nam vẫn có được những thuận lợi về mặt tìm kiếm khách hàng, khi khách hàng cũng là những công ty con hoặc liên doanh với Petro Việt Nam. Chúng tôi không lo ngại về khả năng tìm kiếm hợp đồng của PVD, PVS và PVT, nhưng số lượng nhà cung cấp nước ngoài tăng sẽ làm tăng mức cạnh tranh của phí dịch vụ.
- **Phí dịch vụ:** Trong tất cả những dịch vụ về vận tải và cảng biển của PVT và PVS trong lãnh thổ Việt Nam, mức thu phí ít khi bị ảnh hưởng bởi chỉ số vận tải hàng lông, do các tuyến vận hành trong lãnh thổ Việt Nam hiện nay PVT và PVS gần như không có đối thủ cạnh tranh. Đối với dịch vụ giàn khoan PVD cung cấp, đây là mảng dịch vụ có mức cạnh tranh cao. Hiện tại có khoảng 10 giàn khoan jackup đang hoạt động ngoài khơi Việt Nam, và chỉ có 1 trong số đó là của PVD. Vì vậy, số còn lại có thể cạnh tranh với PVD ngay khi các giàn khoan có thể sử dụng được. PVD có 1 số lợi thế đặc biệt so với các đối thủ cạnh tranh và sẽ không lo ngại về việc ký kết được hợp đồng mới, nhưng phí sẽ phải ở mức cạnh tranh, và sẽ giảm 20% trong nửa sau 2009: Phí trung bình sẽ vào khoảng 150.000 đô/ngày cho 18 tháng tiếp theo nếu giá dầu rơi vào khoảng 50-70 đô/thùng

❖ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Sẽ là khập khiễng nếu chúng ta so sánh PVD, PVS, PVT và PVC dựa trên các yếu tố định giá so sánh (P/E, P/B...) do mỗi công ty hoạt động trong những ngành riêng biệt, và vì thế, mỗi công ty sẽ có những đặc điểm riêng.

- Đối với PVD, dịch vụ giàn khoan thế giới đang ở trong giai đoạn sụt giảm do nguồn các dụng cụ khoan đang dư thừa đặc biệt là jackup, và phí dịch vụ giảm trong khi chi phí vận hành duy trì ở mức cao. PVD đang có lợi thế hơn so với các công ty cùng ngành trên thế giới, khi nhu cầu ở Việt Nam vẫn mạnh, và PVD luôn có những lợi thế đặc biệt trong đấu giá hợp đồng. Nhưng cổ đông của PVD vẫn phải đối mặt với lợi nhuận thấp trong 3Q và đặc biệt là 4Q năm 2009, dự kiến chỉ bằng một nửa so với 6 tháng đầu năm, EPS năm 2009 và 2010 sẽ bị giảm đáng kể khi mà cổ phiếu PVD Invest sẽ được chuyển sang cổ phiếu PVD vào nửa cuối 2009. Trong 18 tháng tới, lợi nhuận biên của PVD cũng sẽ giảm đáng kể do phí dịch vụ khoan giảm 20% so với nửa đầu 2009. Chúng tôi tin rằng nhà đầu tư mới nên chờ sau khi việc chuyển đổi cổ phiếu hoàn thành để tránh bị điều chỉnh giá.
- Đối với PVS, công ty này đang ở giai đoạn phát triển, mặc dù chậm, nhưng công ty vẫn nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư dài hạn. PVS cung cấp rất nhiều dịch vụ, từ hoạt động cảng, vận tải và cho đến hợp đồng thầu EPC cho dịch vụ FPSO/FSO, PVS có thể đạt được tăng trưởng 15% về lợi nhuận trong 2009-2010 và giai đoạn sau đó. Chúng tôi đánh giá cao PVS, và chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại là khá hợp lý.
- Đối với PVT, số phận của công ty sẽ gắn liền với nhà máy lọc dầu Dung Quất. PVT sẽ vận chuyển toàn bộ dầu thô từ Vũng Tàu về Dung Quất, và cũng như toàn bộ sản phẩm xăng dầu từ Dung Quất đến những tỉnh thành trong cả nước. PVT cũng sẽ vận chuyển dầu thô từ nước ngoài về Dung Quất và về những nhà máy lọc dầu đang được xây dựng. Nhờ những đơn đặt hàng đã được cam kết, PVT đã đầu tư mạnh mẽ trong năm 2007-2008 để tăng cường số tàu để đáp ứng nhu cầu của nhà máy Dung

Quất. Để xem xét việc có nên đầu tư vào PVT hay không, chúng tôi nhìn từ 2 góc độ 1) Khi công ty mua tàu, công ty có khả năng sẽ thu lợi nhuận bằng cách bán tàu đi trong tương lai? 2) Công ty liệu có nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định? Chúng tôi cho rằng, việc đầu tư tàu trong năm 2008 sẽ khó mang lại được lợi nhuận khi công ty bán tàu, cũng như lợi nhuận biên sẽ thấp do chi phí khấu hao và lãi vay cao. Nguồn doanh thu ổn định đến từ Dung Quất, nhưng phụ thuộc quá nhiều vào một khách hàng sẽ làm tăng độ rủi ro của PVT.

Mã	Giá (VND) 23/06/09	Cổ phiếu lưu hành	P/E 09	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	cổ tức 2008	Quý 1 2009					
						PB	Doanh thu (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu (Q109/Q108)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng (1Q09/1Q08)	% hoàn thành lợi nhuận	Nợ/vốn chủ sở hữu
PVD	84.000	132.167.676	18,1*	11,102	3,0%	3,6	994.842	30%	23%	41%	1,91
PVS	33.900	175.000.000	14,4	5,933	4,4%	2,6	1.847.498	49%	25%	25%	n,a
PVT	19.500	147.600.000	56,4	2,878	1,1%	1,9	301.068	76%	26%	12%	2,14

*: PE đã được điều chỉnh theo sự kiện sáp nhập PVDInvest

II DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

- Đúng như dự kiến, trong nửa đầu năm 2009, tăng trưởng nhu cầu thuốc khá ổn định và các công ty sản xuất tân dược đỡ khó khăn hơn do giá nguyên liệu đầu biến động cùng với giá đầu đang ở xu hướng giảm so với mức của 2008. Tuy nhiên, cạnh tranh trong giai đoạn kinh tế khó khăn cũng gay gắt hơn: nhằm duy trì hoạt động 1 số công ty được đã cạnh tranh bằng cách giảm mạnh giá bán sản phẩm.
- Do suy thoái kinh tế, một số công ty đã phải tạm hoãn kế hoạch đầu tư nhà xưởng của mình. Từ năm 2007, nhìn thấy tiềm năng tăng trưởng cao của ngành (chi phí tiêu thụ trên đầu người của Việt Nam còn thấp), các công ty được đều lên kế hoạch đầu tư mở rộng năng lực sản xuất - nâng cao chất lượng sản phẩm để cạnh tranh và duy trì thị phần. Các kế hoạch mở rộng bị tạm dừng là một trong những nguyên nhân khiến sản lượng của các nhà sản xuất không có mức tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2009.

III TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010

- Các công ty bắt đầu xúc tiến lại các kế hoạch mở rộng sau thời gian dài tạm hoãn:** Từ nửa cuối của năm 2009, khi nền kinh tế có các dấu hiệu phục hồi rõ ràng hơn, các công ty được bắt đầu xúc tiến lại các kế hoạch mở rộng của mình, tận dụng mức lãi suất thấp và cơ hội tham gia vào chương trình hỗ trợ lãi suất của chính phủ.

- Cạnh tranh mạnh trong ngành là cản trở lớn trong ngắn hạn và trung hạn**

Mức độ cạnh tranh mạnh trong ngành được là do phần lớn các công ty sản xuất các loại thuốc tương tự nhau và trình độ công nghệ thấp.

Do vậy, các công ty đầu ngành đều quan tâm chú trọng đến các sản phẩm chất lượng cao, nhằm tránh bị cạnh tranh trực tiếp trên thị trường. Dược Hậu Giang (DHG) đặt ra quy tắc 80/20, nghĩa là 20% sản phẩm của công ty mang lại 80% doanh thu. Domesco (DMC) tập trung phát triển trên 60 sản phẩm trọng yếu. Các sản phẩm trọng yếu này đều phải được tiến hành thử tương đương sinh học nhằm đảm bảo tính hiệu quả như thuốc ngoại. Tuy nhiên, lưu ý trong số những sản phẩm này một số loại vẫn có hoạt chất tương tự nhau.

Do nâng cao chất lượng sản phẩm để tạo sự khác biệt trên thị trường sẽ mất thời gian khá dài, tình trạng cạnh tranh gay gắt trong ngành vẫn là 1 khó khăn lớn đối với các công ty dược trong ngắn hạn và trung hạn.

- Mở rộng hệ thống phân phối/thúc đẩy bán hàng: một ưu tiên hàng đầu**

Trong khi hầu hết các công ty đều xem xét lại kế hoạch mở rộng sản xuất, phát triển hệ thống phân phối vẫn được coi là nhiệm vụ được ưu tiên, và chi phí thực về bán hàng và marketing vẫn rất cao: Trong năm 2008, DHG tăng mức thưởng cho đội ngũ bán hàng và tuyển thêm 158 nhân viên bán hàng. Chi phí bán hàng do vậy tăng 89%. Cùng trong năm này, Imexpharm (IMP) đầu tư 78 tỷ để mua nhà và đất, tạo cơ sở phát triển hệ thống kho hàng/ nhà thuốc chủ yếu ở các tỉnh phía nam. DMC lên kế hoạch mở thêm chi nhánh ở Đồng Nai, Hải Dương, Phú Thọ, Thái Nguyên trong nửa đầu năm 2009, và xây dựng kho hàng ở TpHCM, Hà Nội và Đà Nẵng. Tuy nhiên, việc mở rộng hệ thống phân phối/bán hàng hiện cũng bị giới hạn do các công ty được không được phép để chi phí khuyến mại quảng cáo quá 10% của tổng giá thành.

- Quản lý các khoản phải thu và rủi ro tỷ giá**

Chúng tôi cho rằng các khoản phải thu và vấn đề tỷ giá là rủi ro chính của các công ty dược trong năm 2009. 90% nguyên vật liệu cho sản phẩm tân dược phải nhập khẩu. Thời gian qua, hầu hết các công ty đều tăng doanh thu từ mảng bệnh viện do xác định đây là mảng kinh doanh khá an toàn. Tuy nhiên bán hàng cho bệnh viện và thanh toán qua hệ thống bảo hiểm xã hội thường phải mất 1 thời gian dài mới thu được tiền bán hàng về. Trong khi đó mảng thuốc OTC vẫn nhiều rủi ro hơn về quản lý các khoản phải thu trong thời kỳ kinh tế khó khăn.

❖ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư bắt đầu xem xét các cổ phiếu ngành dược để đầu tư dài hạn. Từ cuối năm 2009 các công ty dược bắt đầu có khả năng tăng trưởng tốt với các nhà máy mới đi vào hoạt động và dấu hiệu phục hồi kinh tế rõ ràng hơn. Giá của các cổ phiếu đã trở nên hợp lý hơn nhưng thanh khoản vẫn là một rủi ro.

- **Tăng trưởng:** Bối cảnh kinh tế khó khăn đã làm cho cả 5 công ty dược trong phạm vi phân tích của chúng tôi (DHD-IMP-DMC-DCL-OPC) có mức tăng trưởng thấp hơn nhiều so với mức chúng tôi ước tính vào năm 2008. Trong thời gian này, đối mặt với tình hình khó khăn, các công ty đều hoàn kế hoạch mở rộng sản xuất kinh doanh (nhằm phát triển sản phẩm khác biệt và tăng sản lượng). Do các công ty đều có danh mục sản phẩm khá tương đồng, giá bán sản phẩm trở thành yếu tố quyết định để cạnh tranh, mà điều này sẽ có ảnh hưởng xấu đến tất cả các công ty. Từ cuối năm 2009, chúng tôi cho rằng với điều kiện kinh tế được cải thiện, các công ty dược sẽ dần quay lại mức tăng trưởng tốt.

Tuy hầu hết các công ty đều cho rằng thời kỳ khó khăn nhất đã qua, các công ty đều vẫn rất thận trọng trong kế hoạch kinh doanh năm 2009. Do vậy, chúng tôi tin rằng các công ty đều có nhiều khả năng vượt kế hoạch trong năm nay.

Kế hoạch 2009 so với mức thực hiện năm 2008

Triệu VND	DHG	IMP	DMC	DCL
Thực hiện 2008				
Doanh thu thuần 2008	1.496.019	561.844	937.760	484.000
LNTT 2008	143.666	70.773	74.494	50.678
Tăng trưởng doanh thu 2008	17,9%	24,4%	15,6%	33,1%
Tăng trưởng LNTT 2008	13%	12%	16%	12%
Cổ tức 2008	25%	20%	20%	20%
TSLN trước thuế 2008	10%	13%	8%	10%
Kế hoạch 2009				
Doanh thu 2009	1.500.000	638.000	1.054.980	650.000
LNTT 2009	150.000	71.000	85.000	72.000
Cổ tức 2009	25%	n/a	Ít nhất 18%	25%
Tăng trưởng doanh thu 2009	0,27%	13,55%	12,50%	34,30%
Tăng trưởng LNTT 2009	4,41%	0,32%	14,10%	42,07%
TSLN TT 2009	10%	11%	8%	11%

- **Thanh khoản cổ phiếu:** DHG là cổ phiếu có vốn hoá lớn nhất, khoảng 2379 tỷ đồng, trong khi đó IMP, DMC, DCL và OPC nhỏ hơn nhiều. Hơn nữa, ngoại trừ OPC thì các cổ phiếu khác đều do tỷ lệ nắm giữ của nhà nước và nhà đầu tư nước ngoài khá lớn, do vậy tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư trong nước là rất nhỏ.

● Vấn đề thuế

Năm 2008, DHG, IMP, DMC chịu mức thuế TNDN là 10% thay vì 0% trước đó. Năm 2009, DMC chịu mức thuế suất TNDN 20% thay vì mức 10% của năm 2008, điều này sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng LNST và EPS của công ty. IMP vẫn được hưởng mức thuế suất 10% trong năm 2009, nhưng trong năm 2010 phải chịu mức thuế 20% tuy nhiên doanh thu từ nhà máy mới sẽ được miễn thuế trong

năm đầu tiên hoạt động và giảm 50% trong 4 năm tiếp theo. Doanh thu từ nhà máy capsule mới của DCL sẽ được miễn thuế thu nhập trong năm 2009 và giảm 50% vào năm 2010-2011.

- ♦ **Giá của các cổ phiếu đã ở mức hợp lý hơn:** Giá các cổ phiếu ngành dược thường được coi là luôn ở mức quá ‘đắt’ do tính phòng vệ cao của các cổ phiếu này. Trong đợt thị trường tăng giá từ cuối tháng 3 vừa qua, các cổ phiếu có tính chu kỳ được rất nhiều nhà đầu tư quan tâm, trong khi đó cổ phiếu ngành dược không tăng giá nhiều lắm. Điều này đã làm cho mức định giá tương đối của ngành dược quay trở lại gần với mức định giá chung của thị trường, P/E thị trường vào ngày 30/6 khoảng 13 lần, và trong 5 cổ phiếu được chỉ có DHG là có P/E 2009 cao hơn mức P/E của thị trường.

	30 June09	ROE			ROA			P/E			P/B			Tỷ lệ cổ tức/giá		
	Share price	2008 A	2009 E	2010 E	2008 A	2009 E	2010 E	2008 A	2009 E	2010 E	2008 A	2009 E	2010 E	2008 A	2009 E	2010 E
DHG	114,000	20%	20%	17%	14%	13%	11%	18	16	16	3.66	3.28	2.82	2.2%	2.2%	1.3%
IMP	61,000	11%	11%	13%	10%	10%	11%	12	12	9	1.39	1.33	1.21	3.3%	3.0%	3.3%
DMC	62,000	13%	15%	13%	10%	11%	10%	14	12	12	1.81	1.70	1.50	3.2%	2.4%	2.7%
DCL	65,000	17%	13%	12%	8%	8%	7%	14	21	19	2.35	2.44	2.36	2.0%	3.8%	3.1%
OPC	51,500	13%	14%	12%	12%	9%	8%	13	12	13	1.81	1.67	1.53	3.9%	3.9%	4.3%

- ♦ **Lựa chọn cổ phiếu:** Chúng tôi thích IMP do công ty có lượng tiền mặt tốt, cam kết chú trọng chất lượng sản phẩm, tiềm năng tăng trưởng mạnh từ năm 2010 và định giá hợp lý. DHG, DMC và OPC cũng nên được xem xét do DHG là công ty dẫn đầu ngành với độ thanh khoản cao; DMC có tiềm năng tăng trưởng dài hạn cao và OPC với mức tăng trưởng lành mạnh và ổn định (tăng trưởng doanh thu trung bình sẽ vào khoảng 10%/ năm trong 4-5 năm tới – khi đó OPC sẽ đạt mức công suất tối đa của tất cả các nhà máy). Tuy nhiên, DHG đang hoạt động dưới hình thức tập đoàn, với nhiều công ty con chuyên về phân phối ở các tỉnh khác nhau. Hình thức hoạt động này rất khó quản lý. Mặt khác, DMC và OPC sẽ cần tăng vốn cho các dự án đầu tư mới. Hiện tại, chúng tôi không khuyến nghị DCL do chỉ số P/E cao và tỷ lệ nợ cũng khá cao.

Tổng quan ngành Bất động sản (BDS):

Chúng tôi nhìn nhận vai trò của BDS ngoài vai trò sử dụng làm nơi để trú ngụ (vai trò cơ bản) còn là một kênh đầu tư và cất giữ giá trị. Từ cách tiếp cận này chúng tôi đã phân tích những yếu tố chính ảnh hưởng đến sự phát triển của ngành BDS và giá BDS.

■ BDS trong vai trò sử dụng cơ bản (nơi trú ngụ) bị ảnh hưởng bởi:

- *Ảnh hưởng trong dài hạn của tăng trưởng kinh tế:* Theo chúng tôi, tăng trưởng kinh tế có ba tác động chính tới nguồn cầu của thị trường BDS:

(i) Nền kinh tế tăng trưởng tốt gắn liền với hoạt động đầu tư mạnh mẽ, gồm cả đầu tư trong nước và FDI làm tăng nhu cầu về nhà ở, văn phòng cho thuê, khách sạn, khu công nghiệp...

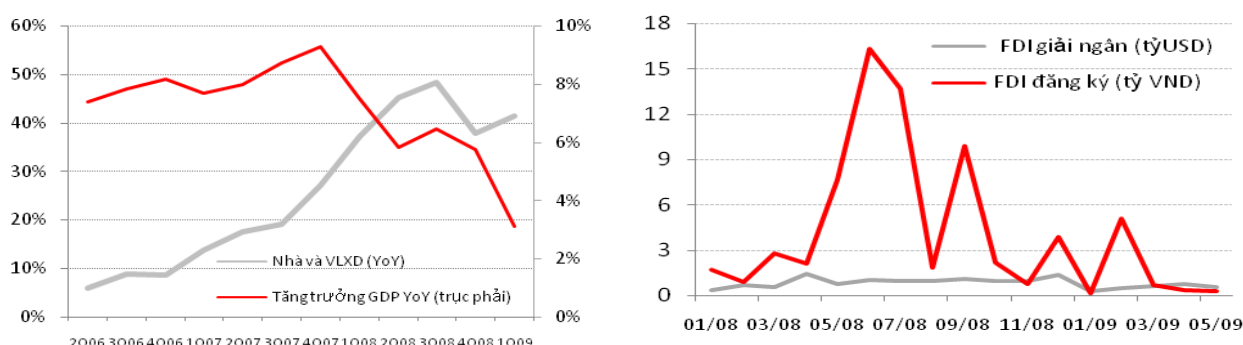
(ii) Mức sống người dân được cải thiện, thu nhập tăng, kiều hối chuyển về... khiến nhu cầu về diện tích nhà ở trên đầu người tăng, tạo cơ sở cho giá BDS tăng. Hiện nay, mô hình gia đình hạt nhân ngày càng phổ biến, khiến nhu cầu BDS tăng lên.

iii) Tăng trưởng kinh tế mạnh thúc đẩy đầu tư cơ sở hạ tầng, làm giá trị BDS tăng theo.

Tuy nhiên, tăng trưởng kinh tế là yếu tố cơ bản có tác động lâu dài đến vai trò cư trú (và cả vai trò đầu tư) của BDS. Những ảnh hưởng này có độ trễ nhất định, trong ngắn hạn giá BDS còn chịu ảnh hưởng của một số yếu tố khác, dẫn đến việc trong từng giai đoạn giá BDS có mức tăng nhiều ít khác nhau.

- *Tại Việt nam, cung BDS phân khúc nhà ở dân cư hiện khá hạn chế trong khi nhu cầu còn lớn:* Với tốc độ đô thị hóa lớn, tại các thành phố lớn như Hà Nội và Hồ Chí Minh, nhu cầu về BDS phân khúc nhà ở rất lớn. Theo kế hoạch của Bộ xây dựng đặt ra trong năm 2008, phấn đấu đến hết năm đạt bình quân 12m² đất ở/ đầu người; Đến 2010 Hà Nội đạt bình quân 12m²/ người và Hồ Chí Minh là 14m²/ người (theo mục tiêu này hàng năm cả nước phải xây mới 30-32 triệu m²); đến 2020 mục tiêu là 20m²/ đầu người. Tuy nhiên hiện tại theo thống kê ở Hà Nội mới chỉ đạt 7-8m²/đầu người, Hồ Chí Minh đạt 11-12m²/ đầu người.

Biểu đồ 1&2: Liên hệ giữa Tăng trưởng kinh tế với chỉ số giá Nhà ở và VLXD

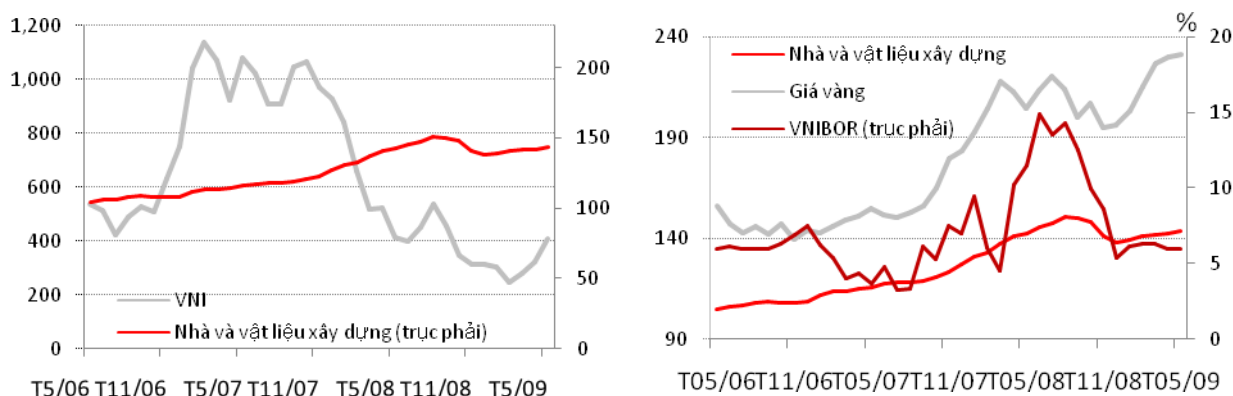


Nguồn: Tổng cục thống kê

Biểu đồ cho thấy chỉ số giá Nhà ở và Vật liệu xây dựng có xu hướng tăng trong hai năm 2006-2007 khi nền kinh tế đạt mức tăng trưởng GDP cao. Tuy nhiên từ quý 3 năm 2008 đến nay giá BDS trong xu hướng đi xuống mạnh do khủng hoảng kinh tế toàn cầu và suy thoái kinh tế trong nước.

❑ Các yếu tố ảnh hưởng đến BĐS với vai trò kênh đầu tư và cất giữ giá trị

Biểu đồ 3&4: Liên hệ giữa vận động của TTCK, giá vàng, lãi suất và chỉ số giá Nhà ở & VLXD



Nguồn: Tổng cục thống kê, Reuters, HOSE

- ❖ Các kênh đầu tư tài chính ở Việt nam hiện nay có mối quan hệ tương tác với BĐS có thể kể tới: ngoại tệ, tiền gửi ngân hàng, vàng, chứng khoán.

+ *Ảnh hưởng từ kênh tiền gửi:* Hiện tại, chúng tôi cho rằng lãi suất đã đang ở mức đáy, khiến các kênh đầu tư khác trở nên hấp dẫn hơn.

+ *Ảnh hưởng từ khả năng mất giá tiền đồng:* Trước nguy cơ lạm phát và mất giá mạnh của VND so với USD, nhà đầu tư sẽ muốn tìm nơi cất trữ tài sản, trong đó các kênh quan trọng là vàng, BĐS và USD. Nhìn vào biểu đồ chúng ta sẽ thấy cả giá vàng và BĐS đều tăng trong giai đoạn từ quý 4/2007 đến quý 3/2008 – giai đoạn lạm phát bắt đầu tăng tốc.

+ *Ảnh hưởng từ kênh chứng khoán:* Ở khía cạnh đầu tư BĐS cần vốn lớn, khó đa dạng hóa danh mục, đầu tư chứng khoán có phần hấp dẫn hơn. Thường khi TTCK có tăng trưởng cao sẽ dẫn đến sự kỳ vọng cho một đợt tăng trưởng của BĐS tiếp sau đó. Cuối 2006 và 2007, GDP tăng trưởng với tốc độ 7-8%, TTCK VN đã thu hút một lượng lớn đầu tư nước ngoài, do đó đây là thời kỳ hoàng kim của chứng khoán khi thị trường tăng hơn 100%. Sau khi thu được những khoản tiền lớn từ chứng khoán và thị trường có dấu hiệu suy yếu, nhà đầu tư chuyển tiền sang BĐS, đó chính là một trong những lý do khiến BĐS tăng nóng từ quý 4/2007. Trong thời kì này, BĐS đã tỏ rõ vai trò là một kênh đầu tư tài chính hiệu quả.

- ❑ **BĐS và yếu tố đầu cơ (mua đi bán lại):** Thị trường BĐS – đặc biệt phân khúc nhà ở tại Việt Nam có tính mua bán ngắn hạn do cung thường thấp hơn cầu và khung pháp lý cho thị trường này chưa hoàn thiện. Việc thiếu quản lý tập trung; giao dịch qua sàn BĐS còn hạn chế; người dân chủ yếu giao dịch thông qua mua bán trao tay và sử dụng hợp đồng dân sự là những nguyên nhân tạo cơ hội đầu cơ mạnh trên thị trường.

❑ DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

(Trong phạm vi báo cáo này chúng tôi chủ yếu cập nhật diễn biến phân khúc nhà ở và đất nền)

- ❖ **Giá BĐS từ đầu năm đến nay tăng**

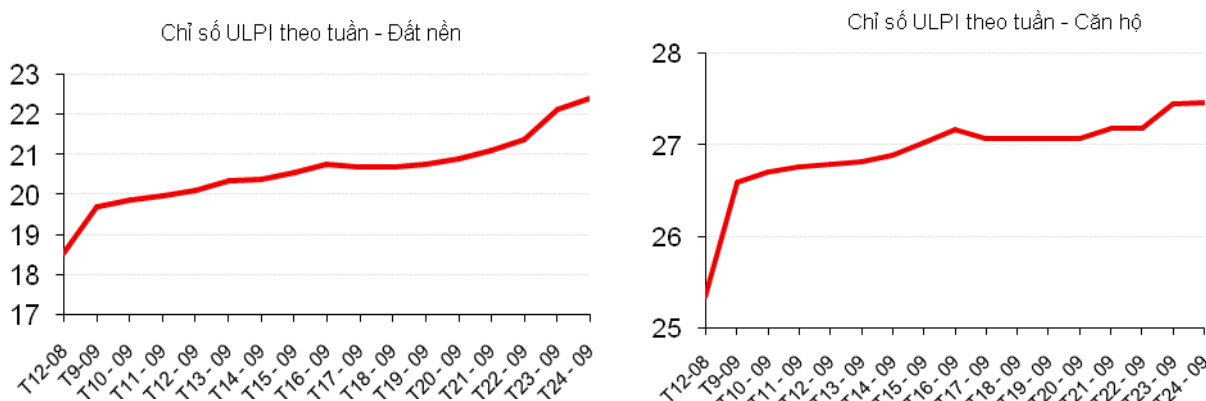
Từ cuối năm 2008 giá BĐS đã ổn định và không giảm mạnh nữa. Sang đầu 2009 giá BĐS không xuống nhưng thị trường lại đóng băng với ít giao dịch được thực hiện. Thị trường thực sự khởi sắc dần

khi dấu hiệu ổn định kinh tế ngày càng rõ ràng hơn vào tháng 3 năm 2009 (xem biểu đồ dưới - đáng chú ý là trong 1 tháng gần đây, giá BĐS tăng mạnh đặc biệt là ở mảng đất nền dự án). Một số phân khúc và địa điểm bắt đầu sôi động trở lại và được giải thích là do dòng tiền của gói kích cầu và TTCK chuyển sang:

- Ở Hà Nội “nóng” nhất phải kể đến khu vực phía Tây: Trung Hòa Nhân Chính, Văn La Văn Khê, Dịch Vọng, Mỹ Đình, Trạm Trôi.... nhiều nơi giá BĐS tăng 60%.
- Ở khu vực Thành phố Hồ Chí Minh, giá BĐS tăng mạnh nhất ở khu Đông và Nam Sài Gòn và được giải thích do thông cầu Nguyễn Văn Cừ và cầu Phú Mỹ, tuy nhiên số lượng giao dịch không lớn.

Sự ấm lên của thị trường BĐS đang có dấu hiệu lan sang các khu vực khác, tuy nhiên mức độ quan tâm và số lượng giao dịch vẫn còn ít, tập trung chủ yếu ở một số đối tượng thực hiện mua đi bán lại (đầu cơ).

Biểu đồ 5&6: Chỉ số giá đất nền và căn hộ 2009



Nguồn: Vinaland

● Nguyên nhân tăng giá của BĐS ngoài yếu tố cung cầu

- *Các yếu tố kinh tế vĩ mô:* lãi suất cơ bản duy trì ở mức thấp 7% đã giúp tháo gỡ khó khăn cho các chủ đầu tư, giảm áp lực phải bán ở giá thấp. Các gói kích cầu nhằm vào lĩnh vực đầu tư xây dựng cơ bản, nâng cấp cơ sở hạ tầng đã tạo nên giá trị mới cho đất tại các khu vực có dự án.
- *Thị trường chứng khoán tăng điểm mạnh mẽ* kể từ đáy thiết lập trong tháng 2/2009 đến đỉnh cao nhất trong tháng 6 vừa qua, với VN-Index tăng 100%. Một số đối tượng nhà đầu tư đã thu lợi nhuận lớn trong thời gian này và chuyển sang đầu tư vào thị trường BĐS.
- *Yếu tố mua đi bán lại ngắn hạn:* Nhiều chủ dự án hiện nay thực hiện bán một phần nhỏ dự án cho 1 số đối tượng thứ cấp, sau đó nhờ đối tượng thứ cấp này đẩy mạnh các chiêu thức để tăng giá chào bán cho người dân (Một số chủ đầu tư và môi giới BĐS thực hiện một vài giao dịch giả tạo mức giá tham chiếu trên thị trường) để có thể chào nốt phần còn lại cho những người có nhu cầu thực sự với giá cao hơn. Số lượng giao dịch không lớn khiến việc đẩy giá BĐS rất dễ dàng.

- Với những lo ngại sớm về lạm phát, có thể nhiều người đã và sẽ chọn BĐS làm kênh cất giữ tài sản và kinh doanh. Họ có thể lựa chọn mua BĐS với mục đích vừa là phương tiện cất trữ tài sản, vừa kinh doanh cho thuê.

TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010

Thị trường BĐS có nhiều tiềm năng tăng trưởng về dài hạn, đặc biệt trong các giai đoạn nền kinh tế phục hồi và tăng trưởng tốt. Tuy nhiên:

- Kinh tế thế giới và Việt Nam mặc dù đã qua thời điểm khó khăn nhất, vẫn sẽ gặp rất nhiều thách thức trong 2009 & 2010, ví dụ FDI & kiều hối giảm. Vì vậy, theo chúng tôi, hiện nay mảng thị trường văn phòng cho thuê và khu công nghiệp vẫn tiếp tục giảm giá và nhu cầu trong tương lai gần của mảng kinh doanh này không cao. Đồng thời, thu nhập của người dân sẽ tăng trưởng rất chậm khiến cho nhu cầu thực của BĐS tăng chậm.
- Còn tương đối sớm để lo ngại về lạm phát, do vậy cũng chưa đến thời điểm hợp lý để mua BĐS với mục đích cất trữ tài sản.
- Mặc dù BĐS một số khu vực tăng giá do cơ sở hạ tầng tại khu vực đó được cải thiện, tuy nhiên mức tăng giá ở các khu vực này đang vượt quá giá trị thực của nó, phản ánh yếu tố đầu cơ.
- Hiện tại, thị trường chứng khoán vẫn là một kênh đầu tư hấp dẫn do nhà đầu tư có thể dễ dàng cơ cấu danh mục, chia sẻ rủi ro, chia nhỏ danh mục và minh bạch trong giao dịch, thủ tục đơn giản, an toàn hơn. Do vậy trong bối cảnh hiện nay chúng tôi cho rằng dòng tiền chuyển đổi từ chứng khoán sang BĐS sẽ không mạnh.

Chúng tôi cho rằng tình trạng tăng giá BĐS với một số khu đất tăng giá 60% như đã nêu ở trên đang phản ánh sự tham gia của hoạt động của giới đầu tư ngắn hạn. Dự đoán của chúng tôi trong thời gian tới giá BĐS sẽ được điều chỉnh xuống các mức giá hợp lý hơn. Tại đó, số lượng giao dịch sẽ bắt đầu tăng phản ánh nhu cầu thực sự và đây có thể coi là điểm phát triển bền vững của thị trường. Khả năng vật liệu xây dựng tăng giá làm đẩy giá thành các sản phẩm BĐS xây dựng mới lên cao sẽ là một yếu tố khiến giá BĐS tăng lên có thể từ 2010 (xem Ngành xi măng, nhựa để biết thêm chi tiết).

CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Bảng 2: Một số chỉ tiêu tài chính 2009 của các công ty BĐS

Mã CP	Giá 30/6	Giá 23/2	% giá thay đổi (23/2-30/6)	EPS 2009	BVS 2009	P/E '09	P/B	Vốn hóa (tỷ VND)	Cổ tức/ Giá	Biên lợi nhuận thuần	ROA	ROE
SJS	96.000	45.000	113,3%	7.038	27.945	13,64	3,44	3.816	2,08%	29,89%	7,91%	11,38%
VIC	74.500	52.000	43,3%	1.346	12.492	55,34	5,96	8.135	n/a	50,17%	1,53%	6,35%
NTL	76.000	27.500	176,4%	5.516	15.971	13,78	4,76	1.240	3,29%	18,75%	9,64%	39,55%
HAG*	68.000	50.000	36,0%	5.866	20.534	11,59	3,31	12.038	2,21%	28,69%	11,84%	25,01%
BCI	41.600	n/a	n/a	3.677	20.252	11,31	2,05	2.255	4,09%	34,99%	4,28%	9,95%
LCG	50.500	28.900	74,7%	14.841	39.040	3,40	1,29	1.030	4,95%	14,87%	14,37%	32,54%
STL	37.800	13.400	182,1%	4.015	14.926	9,41	2,53	378	5,29%	7,71%	2,94%	26,25%
TDH	70.000	29.300	138,9%	7.167	40.362	9,77	1,73	1.680	4,29%	31,27%	12,87%	17,83%
VNI	447	244	83,7%			13,8x						

Các số liệu trên theo kế hoạch của công ty, riêng HAG cập nhật theo thông tin trong roadshow ngày 22/06/2009. Các kế hoạch này được đặt ra trong bối cảnh toàn nền kinh tế còn đang khó khăn, thị trường BĐS trong tình trạng đóng băng vì vậy là những kế hoạch khá thận trọng. Nhiều khả năng với tình hình tốt hơn kỳ vọng như hiện nay, hầu hết các công ty đều có thể đạt và vượt kế hoạch. Do vậy, từ quan điểm dài hạn đã nêu trên là thị trường BĐS đang dần ổn định và trong xu thế lên giá về dài hạn, cũng như quan điểm về những dự án được đầu tư về cơ sở hạ tầng, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu BĐS hiện có nhiều tiềm năng. Đặc biệt hấp dẫn là những công ty có quỹ đất lớn, chi phí đất đầu vào thấp, vị trí đẹp, khu vực được Chính Phủ tập trung phát triển hạ tầng như ở phía Tây Hà Nội và phía Đông và Nam Sài Gòn.

Xét trên quan điểm ROA, NTL và LCG, HAG, STL có chỉ số khá tốt. Nếu nhìn vào mức P/E 2009 thì LCG đáng được quan tâm hơn cả, sau đó đến STL và TDH. Dưới đây chúng tôi muốn đưa thêm một số nhìn nhận cụ thể hơn về cơ hội đầu tư vào một số cổ phiếu BĐS:

- **BCI:** là doanh nghiệp có quỹ đất lớn nhất hiện tại với 13 dự án có chi phí đầu vào thấp. Chúng tôi đánh giá cao BCI cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Chúng tôi cho rằng BCI có thể đạt và vượt mức kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đặt ra, tuy nhiên sẽ không có nhiều đột biến do các hợp đồng bán đất của BCI thực hiện trước khi thị trường tăng giá trong 1,2 tháng gần đây. Chúng tôi đánh giá BCI có mức độ ổn định cao, ít rủi ro, tài chính ổn định, vay nợ ít, quỹ dự án hiện tại rất lớn đảm bảo khả năng phát triển trong hàng chục năm với chi phí đầu vào thấp, doanh thu chính đến từ việc bán đất nền các khu dân cư thị trường còn rất tiềm năng.
- **SJS:** với quỹ đất cũng tương đối lớn, ở vị trí khá thuận lợi (cạnh đường Láng Hòa Lạc đang được bổ sung vốn từ ngân sách để xúc tiến hoàn thành), chi phí đất đầu vào rẻ và nhu cầu đất ở khu vực này rất lớn. Công ty cũng có tình hình tài chính lành mạnh. Việc SJS có hoàn thành và vượt mức kế hoạch doanh thu, lợi nhuận năm nay hay không chủ yếu phụ thuộc vào việc SJS có thực hiện bán đất khu Nam An Khánh cho nhà đầu tư thứ cấp được không. Tuy nhiên về góc độ đầu tư dài hạn, chúng tôi không đánh giá cao việc SJS bán đất cho nhà đầu tư thứ cấp do tình hình tài chính của công ty rất tốt, lại không chịu áp lực vay nợ. Chúng tôi kỳ vọng vào một kế hoạch bán đất vừa phải, vay thêm tiền hoặc huy động vốn từ cổ đông để phát triển tiếp hạ tầng, xây dựng nhà mẫu và thực hiện bán đất cho nhà đầu tư cuối cùng để có biên lợi nhuận cao hơn.
- **NTL:** chúng tôi quan tâm đến NTL cho mục tiêu ngắn và trung hạn. Công ty sở hữu một quỹ đất vừa phải, vị trí đẹp, đang được hưởng lợi từ phát triển cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên quỹ đất hiện tại chỉ đủ để công ty kinh doanh trong 2, 3 năm tới và dự án gói đầu hiện chưa được hoàn thiện hạ tầng cơ sở cũng như giải phóng mặt bằng. Năm nay khả năng NTL sẽ có kết quả kinh doanh tốt do hiện tại đất dự án của NTL đang được quan tâm và đã sẵn sàng để bán cho nhà đầu tư cuối cùng.
- **HAG:** đang đa dạng hóa sang các lĩnh vực thủy điện, khai khoáng, trồng và khai thác mủ cao su, nội thất và BĐS. Theo kế hoạch của công ty thì trong vài năm tới BĐS sẽ chỉ đóng góp 35% vào doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá cao HAG cho mục tiêu dài hạn. Trong ngắn hạn, nguồn thu chủ yếu của HAG là từ các dự án BĐS với giá đầu vào rẻ, chi phí xây dựng thấp hơn các đối thủ cạnh tranh 30%. Đây là cơ sở cho HAG có thể cạnh tranh mạnh về giá mà vẫn duy trì biên lợi nhuận cao.

SJS: Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà

VIC: Công ty Cổ phần VINCOM

NTL: Công ty cổ phần Phát triển đô thị Từ Liêm

HAG: Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai

BCI: Công ty cổ phần Đầu tư xây dựng Bình Chánh

LCG: Công ty cổ phần LICOGI 16

STL: Công ty cổ phần Sông Đà - Thăng Long

TDH: Công ty Cổ phần Phát triển nhà Thủ Đức

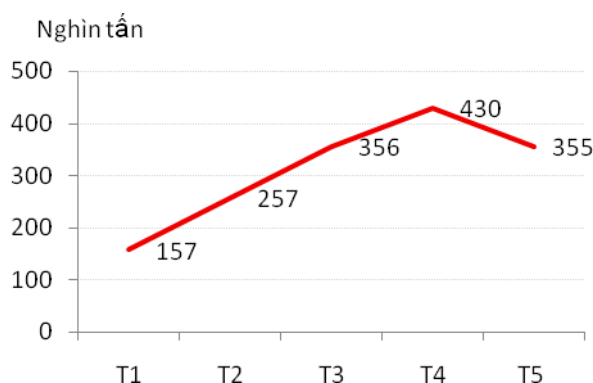
DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

Trong Báo cáo Triển vọng các Ngành tháng 2/2009, chúng tôi cho rằng 2009 sẽ là một năm khó khăn cho ngành thép do các yếu tố như: Giá thép khó có khả năng hồi phục về mức của năm 2008; sự cân bằng cung-cầu nội địa đối với thép xây dựng và sự đe dọa của thép nhập khẩu. Mặt khác, những nhân tố có khả năng ảnh hưởng tích cực tới ngành thép là tác động từ gói kích cầu và sự hấp dẫn của các nguyên vật liệu xây dựng đã trở về mức giá đã quá rẻ.

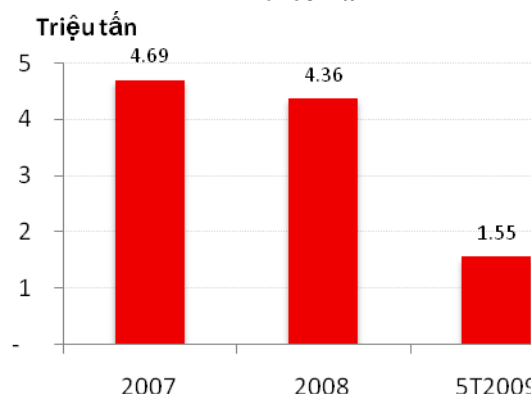
Thực tế cho thấy ngay từ cuối quý 1, đầu 2Q09 ngành thép đã được hưởng lợi từ những yếu tố trên. Mặc dù cả 1Q09 sức tiêu thụ giảm 19% và sản xuất giảm 23%, kể từ cuối tháng 3/2009 lượng tiêu thụ thép bắt đầu tăng. Riêng tháng 4-2009, sản lượng thép tiêu thụ đạt 429.557 tấn, tăng hơn 70.000 tấn so với tháng 3-2009 và gấp gần 1,5 lần so với mức trung bình hàng tháng. Tháng 5/2009, lượng tiêu thụ của Hiệp hội Thép (VSA) tiếp tục tăng 12,94% so với cùng kỳ 2008. Đồng thời, diễn biến giá thép cũng đã có mức tăng nhẹ, hiện tại đứng ở mức khoảng 11,5 triệu VND/tấn. Ngoài tác động tích cực từ chính sách kích cầu, giá và lượng tiêu thụ thép còn bị ảnh hưởng bởi những yếu tố:

- **Biến động giá thép thế giới:** Giá phôi thép và thép phế trên thế giới nửa đầu 2009 đã có đợt hồi phục giá trong những tháng gần đây. Do sự liên thông cao giữa thị trường Việt Nam và thị trường thế giới (Việt Nam phải nhập 40% lượng phôi thép và 60% lượng thép phế dùng cho sản xuất trong nước), giá thép trong nước được điều chỉnh tăng tương ứng ngay.
- **Tỷ giá:** sự khan hiếm USD tạm thời khiến cho giá thành nhập khẩu các sản phẩm thép tăng.
- **Chính sách tăng thuế nhập khẩu của Chính phủ** có tác động làm tăng giá thép, cụ thể tăng từ 5% đến 8% cho phôi thép và 12-15% cho thép thành phẩm.
- **Sự đe dọa của thép nhập khẩu (giá rẻ)** từ nước ngoài và thép sản xuất của các cơ sở tư nhân không đảm bảo chất lượng. Tuy nhiên, do hầu hết các doanh nghiệp lớn trong nước cung cấp thép thanh và thép cuộn đã có khả năng in dập được thương hiệu của mình lên thanh/cuộn thép để phân biệt với thép Trung quốc và thép không rõ nguồn gốc, nhờ đó đã giúp các doanh nghiệp này tiêu thụ được hàng trong thời gian qua.
- **Nhập hàng của đại lý phân phối:** Trong 1Q09, tiêu thụ thép sụt giảm quá mạnh khiến cho các đại lý phân phối không nhập hàng mà chủ yếu tiêu thụ hàng tồn kho. Sang quý 2, bước vào mùa xây dựng cũng là lúc lượng hàng tồn tiêu thụ gần hết, các đại lý nhập hàng ồ ạt mang tính chất thời điểm.

Biểu đồ 1: Sản lượng tiêu thụ thép 2009 theo tháng



Biểu đồ 2: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng theo năm



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam

■ TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010

- Triển vọng nửa cuối 2009 & 2010: Sau một quý 2 dài thuận lợi cho hoạt động xây dựng (với tháng 5 nhuận), thì sang quý 3 hoạt động xây dựng giảm hơn do vào mùa mưa. Tuy nhiên, với sự khởi động của các dự án kích cầu của chính phủ và hoạt động xây dựng của khu vực dân doanh ấm trở lại, chúng tôi dự đoán tiêu thụ thép sẽ mạnh trở lại trong 4Q09 song mức tiêu thụ cả năm dự đoán không vượt mức 2008. Năm 2010, ngành xây dựng dự đoán tiếp tục sẽ có mức tăng trưởng cao trên 10%, do vậy tiêu thụ thép có thể đạt mức tăng trưởng tích cực hơn. Tuy nhiên, do có nhiều nhà máy thép mới đi vào hoạt động trong năm 2009 và 2010, lượng cung trong nước cũng tăng lên trong khi sự đe dọa của Thép nhập khẩu vẫn lớn (Hiện tại Trung quốc đã nhắc tới việc áp dụng chính sách hoàn thuế cho các nhà xuất khẩu Thép của nước này). Vì vậy, mặc dù nhu cầu tiêu thụ tăng, áp lực cạnh tranh đối với các công ty Thép trong nước vẫn sẽ ở mức cao trong các năm tới.

■ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

- *Đã qua giai đoạn khó khăn nhất, khả năng vượt kế hoạch kinh doanh cao:* Các doanh nghiệp trong ngành thép đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất - quý 4/2008 và quý 1/2009 - khi sức tiêu thụ yếu nhất và hầu như các doanh nghiệp đều ghi nhận lỗ do giảm giá hàng tồn kho. Hầu hết các doanh nghiệp kinh doanh và sản xuất thép đã đặt kế hoạch kinh doanh rất thận trọng cho 2009 dựa trên giả thiết nhu cầu tiêu thụ thép 2009 sẽ khó cao hơn 2008 trong khi giá thép đã giảm đến 50% kể từ đỉnh giá 2008. Tuy nhiên, với diễn biến của chính sách kích cầu và các yếu tố khác như đã nói trên, thị trường đang có những yếu tố thuận lợi trở lại cho công ty thép, do vậy các công ty thép có khả năng rất cao vượt được kế hoạch thận trọng của 2009. Khả năng vượt được kế hoạch nhiều hay ít sẽ phụ thuộc vào mức độ tồn kho nhiều hay ít lượng thép nhập vào với mức giá cao quý III/2008 và khả năng tiêu thụ nhanh hay chậm lượng tồn kho này. Các doanh nghiệp sẽ phải tích cực tận dụng cơ hội của mùa xây dựng trong quý II và quý IV/2009 để đẩy mạnh hoạt động kinh doanh của mình.
- *Khả năng tăng trưởng doanh thu 2009 không cao do yếu tố giá nhưng tỷ suất lợi nhuận cải thiện:* Mặc dù khả năng đạt kế hoạch cao, nhưng các doanh nghiệp thép khó có mức tăng trưởng cao về doanh thu trong năm 2009, chủ yếu do giá bán trung bình của 2009 dự đoán sẽ ổn định ở mức thấp hơn khoảng 30-40% so với mức trung bình của 2008. Giá thép trên thế giới mặc dù gần đây đã có diễn biến tăng nhẹ do hoạt động xây dựng đầu tư cơ bản của Trung Quốc được đẩy mạnh song khó có khả năng biến động tăng mạnh trong nửa cuối 2009. Mặt khác, tỷ suất lợi nhuận 2009 có khả năng tốt hơn 2008 do (1) hỗ trợ từ chương trình cho vay bù lãi suất (mà ngành thép là ngành được ưu tiên hỗ trợ) và (2) hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho.
- Trong quý 2 sẽ có nhiều doanh nghiệp thép đạt kết quả kinh doanh tốt với tháng 4 & 5/2009 là các tháng đạt kết quả tốt nhất, trùng khớp với mức tiêu thụ cao nhất của ngành thép xây dựng từ đầu năm. Theo cập nhật của chúng tôi về các chỉ tiêu kinh doanh của các công ty trong ngành thép, hiện tại Tập đoàn Hoà Phát (HPG), Tập đoàn Hoa Sen (HSG), Thép Việt ý (VIS), Công ty SMC (SMC) là những doanh nghiệp đạt kết quả rất tốt (5 tháng HPG đạt 87% kế hoạch, SMC đạt 47% kế hoạch, 4 tháng HSG đạt 89% kế hoạch năm; VIS quý 1 đạt 41% kế hoạch năm).
- Phản ánh kỳ vọng của thị trường, giá của cổ phiếu ngành thép đã có mức tăng khá mạnh trong thời gian qua. Bên cạnh đó, chúng tôi mong đợi quý IV/2009 và năm 2010 của các công ty Thép tiếp tục đạt kết quả kinh doanh tốt. Chính vì vậy vẫn còn thời gian để nhà đầu tư xem xét mua vào cổ phiếu thép ở một mức giá hợp lý
- *Cổ phiếu đáng chú ý:* Hiện tại chúng tôi dự báo về EPS 2009 cho HPG ở mức 4.757VND, tương ứng với PE2009 là 11x, hấp dẫn để đầu tư dài hạn. Đến cuối năm HPG sẽ có nhà máy mới đưa vào vận hành, vì vậy HPG rất tích cực khai thác thuận lợi từ thị trường tiêu thụ ở miền Bắc. Tình hình tài chính của HPG lành mạnh, và năm 2010 trong tình hình thị trường thuận lợi kết hợp với nỗ lực bán hàng hiệu quả, HPG có thể tăng doanh thu thêm 3000 tỷ từ hai dự án Thép và Xi măng. Ngoài ra, khi sử dụng kế hoạch lợi nhuận của công ty để định giá, hiện tại HLA và SMC đang ở mức P/E hấp dẫn nhất trong ngành.

Các chỉ tiêu cơ bản của các cổ phiếu Thép (giá ngày 30/6/2009)

	EPS 2008	EPS 2009 ⁽¹⁾	Tăng trưởng EPS09/08	LNST 2009 ⁽¹⁾ (triệu VND)	LNST 1Q09/kế hoạch	LNST 1Q09/1Q08	Cổ tức 2009 (VND)	P/E 2009	Cổ tức/giá
HPG-Hòa Phát	3.563	4.757	9%	939.831	51%	-34%	2.000	11	3.7%
HSG-Hoa Sen	n.a	736	n.a	42.000	38%	n.a	2.000	40	6.8%
HMC-Kim khí Tp HCM	1.425	1.250	-12,28%	26.250	11%	-82%	1.000	13	6.3%
HLA-Hữu Liên Á Châu	(1.016	3.732	-467,28%	70.900	21%	-7%	1.500	6	6.7%
NVC-Nam Vang	(1.324	469	-135,41%	7.500	15%	-95%	300	55	1.2%
VIS -Thép Việt Ý	8.651	1.689	-80,47%	25.340	41%	-4%	1.200	19	3.8%
VGS -Thép Việt Đức	1.162	1.349	16,07%	17.400	20%	n.a	1.000	15	4.9%
SMC -Đầu tư thương mại SMC	5.526	2.728	-50,63%	40.000	23%	-54%	1.600	9	6.3%
KKC – CTCP SX & KD Kim khí	193	1.000	417,08%	5.200	-257%	n.a	1.000	21	4.7%

Ghi chú:

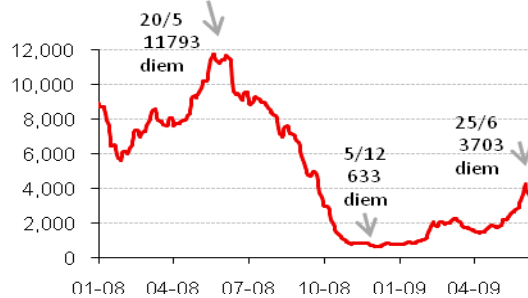
- 1, EPS 2009 và LNST 2009 là theo kế hoạch của công ty, riêng HPG là số liệu dự báo
- 2, Hòa Phát đã nâng cổ tức 2009 từ 20% lên 30% tuy nhiên chưa quyết định mức tăng 10% sẽ trả bằng tiền mặt hay là trả cổ tức bằng cổ phiếu
- 3, Cổ tức của HSG là của năm 2008, dự kiến sẽ trả vào cuối 2009

DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

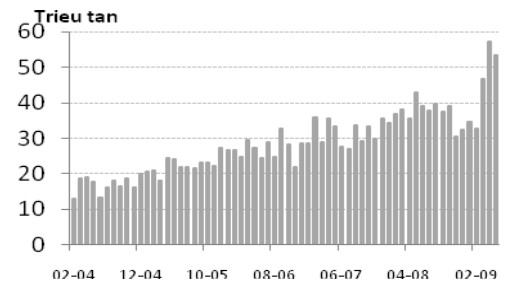
- Phí vận tải tăng sớm hơn và nhanh hơn so với dự kiến nhờ nhu cầu vận chuyển quặng sắt và sắt thép của Trung Quốc.

Baltic Dry Index (BDI, chỉ số chung của cước vận tải hàng rời quốc tế) đã trải qua những bước thăng trầm lịch sử trong năm 2008-2009. Sau khi đã rơi hơn 94% trong nửa cuối năm 2008 xuống 663 điểm, mức thấp nhất kể từ năm 1986, lên trên 3700 điểm. Mặc dù đã tăng 4 lần, nhưng BDI vẫn thấp hơn 80% so với mức đỉnh năm 2008. Nguyên nhân của đợt tăng mạnh vừa qua của BDI là do nhu cầu vận chuyển hàng rời của Trung Quốc tăng. Trong khi nhập khẩu hàng hoá của Nhật Bản, Hàn Quốc và Brazil giảm so với năm 2008, thì khối lượng nhập khẩu quặng sắt vào Trung Quốc tăng 20-30% do nhu cầu thép nội địa tăng, sau khi đã tăng 19% trong quý 1). Tiêu thụ thép dự kiến sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong năm nay, dưới sự hỗ trợ của gói kích cầu trị giá 4 nghìn tỷ Nhân dân tệ của Trung Quốc.

Bảng 1: Chỉ số vận chuyển hàng rời Baltic



Bảng 2: Nhập khẩu quặng sắt của Trung Quốc

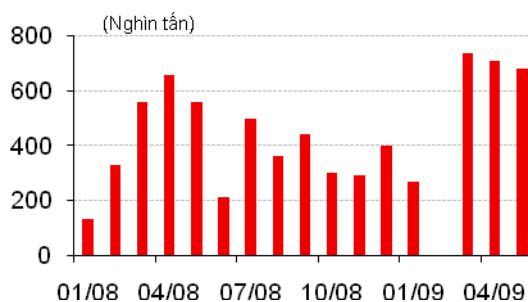


Nguồn: Reuters, Bloomberg

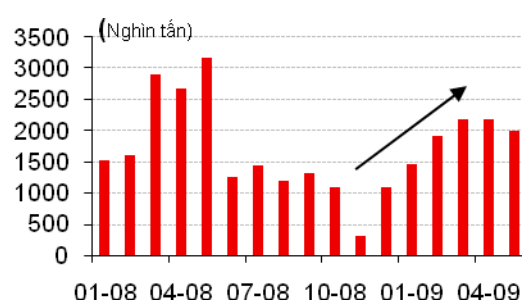
- Khối lượng vận tải hàng rời ở Việt Nam tăng lên đáng kể, tuy nhiên cước vẫn ở mức thấp hơn chi phí

Khi nhìn vào tình hình xuất khẩu gạo và than, là 2 loại hàng rời có khối lượng xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, có thể thấy rằng khối lượng xuất khẩu trong 6 tháng đầu năm được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, khi trao đổi với các công ty vận tải, chúng tôi được biết rằng các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam thường bán theo giá FOB (free-on-board) do vậy người mua nước ngoài sẽ là người thuê các hãng tàu để vận chuyển, và họ sẽ thường lựa chọn hãng tàu nước ngoài. Các đơn vị vận tải sẽ phải thông qua môi giới nước ngoài, và thường phải có dịch vụ và giá cạnh tranh và nếu có ký được hợp đồng thì cước phí vận chuyển cũng ở mức rất thấp. Cước vận tải, theo như một công ty trong ngành tâm sự, mới chỉ tăng 10-15% vào tháng 5, mặc dù BDI đã tăng rất mạnh kể từ đầu năm. Mức cước hiện tại vẫn thấp hơn 40-50% so với cùng kỳ năm ngoái.

Bảng 3: Xuất khẩu gạo của Việt Nam



Bảng 4: Xuất khẩu than của Việt Nam



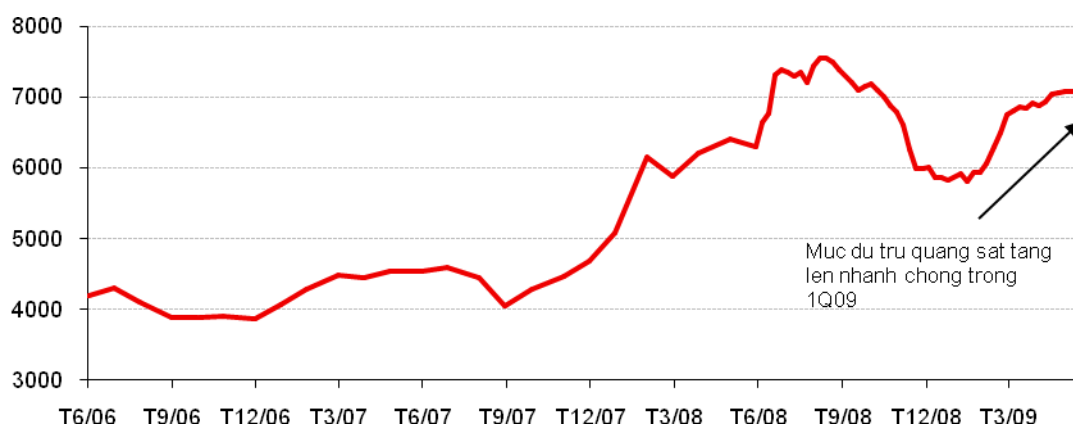
Nguồn: GSO

TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2009 & 2010

Chúng tôi tin rằng ngành vận tải hàng rời đã chạm đáy và nền kinh tế thế giới đang có những dấu hiệu tích cực về sự phục hồi. Tuy nhiên, vẫn còn rất nhiều vấn đề còn tồn tại và sẽ phải mất một vài năm nữa trước khi ngành vận tải hồi phục.

- Quá nhiều tàu vận tải hàng rời so với nhu cầu: mức tăng cước phí trong vài năm trở lại đây đã làm gia tăng những đơn đặt hàng tàu trong những năm 2007-2008. Các công ty vận tải dự kiến thay đổi tàu cũ của mình bằng những con tàu mới. Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện tại, tàu cũ vẫn không bán được còn tàu mới cũng đang hoặc đã được đóng xong. Theo nghiên cứu của Deutsche Bank tăng trưởng đội tàu ước tính đạt 18,8% trong năm 2009 và 32,9% trong năm 2010 trong khi nhu cầu vận chuyển lại giảm.
- Giá trị thị trường của các con tàu được mua mới trong những năm 2007-2008 giảm xuống còn một nửa trong năm 2009. Trước đây phần lớn các công ty vận tải thu được lợi nhuận từ việc bán tàu cũ của mình. Tuy nhiên hoạt động này sẽ không còn phổ biến trong một vài năm tới, và nếu bán, công ty nhiều khả năng sẽ phải hạch toán lỗ.
- Dự trữ quặng sắt của Trung Quốc đang tăng ở mức báo động. Điều đó cũng cho thấy trong vài tháng tới nhập khẩu của Trung Quốc sẽ giảm. Triển vọng phát triển của ngành vận tải hàng rời sẽ rất bất bênh do phụ thuộc nhiều vào gói kích cầu của chính phủ. Kỳ vọng vào gói kích cầu đã dẫn đến nhu cầu ảo và các hoạt động đầu cơ tích trữ.

Bảng 5: Dự trữ quặng sắt của Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg

CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Rủi ro thiếu tiền mặt dẫn tới dừng hoạt động của 3 công ty niêm yết là không có, tuy nhiên, lợi nhuận năm 2009-2010 nhiều khả năng tiếp tục âm.

- Giá sau điều chỉnh của VSP đã tăng gấp 3 lần trong thời gian gần đây, sau khi VSP đã phát hành cổ phiếu thưởng và giá đã tự điều chỉnh giảm (cứ 100 CP nhận được 135 CP mới), mặc dù tình hình kinh doanh không mấy sáng sủa hơn trong 2Q09. VSP gia nhập ngành vận tải hàng rời muộn hơn các doanh nghiệp khác, nhưng đã đặt ra một mục tiêu tham vọng: trở thành doanh nghiệp vận tải hàng rời số 1 Việt Nam, bằng cách tập trung đầu tư đội tàu. Gia nhập muộn, giá mua của phần lớn tàu trong đội tàu của VSP đều rất cao do giá sắt và nhu cầu về vận tải hàng rời tăng mạnh trong một vài năm trở lại đây. Trong năm 2009 và 2010, VSP có nhiều khả năng phải ghi nhận lỗ, thậm chí EBITDA sẽ âm, trừ khi công ty có những hoạt động khác để ghi nhận doanh thu (từ dự án sân golf hoặc công ty lọc dầu cỡ nhỏ). Tuy nhiên, VSP có đội ngũ lãnh đạo năng động và chúng tôi tin

rằng công ty vẫn sẽ trụ được qua thời kỳ khó khăn này nhờ những hợp đồng vận chuyển xăng hoặc mới đây nhất là cát.

- VST (HOSE) ở một vị trí khá hơn so với VSP. Mặc dù quý I VST cũng báo cáo lỗ, tuy nhiên EBITDA quý I vẫn dương (EBITDA có khả năng sẽ âm trong quý II khi VST phải trả phần nợ gốc định kỳ). Đội tàu của VST gồm những tàu cỡ bé hơn (handymax) vì vậy dễ ký hợp đồng hơn và chi phí vận hành không cao bằng tàu cỡ Panamax. VST trước khi lên sàn chưa kịp tăng vốn, vì vậy vốn vẫn nhỏ so với tổng tài sản cố định của công ty, (Tổng nguồn vốn chỉ có 418 tỷ đồng trong khi tổng giá trị tài sản cố định là 2000 tỷ đồng, tỷ lệ nợ trên vốn là 3:1). Theo chúng tôi công ty vẫn trụ được qua thời kỳ khó khăn, tuy nhiên nhà đầu tư sẽ phải chờ đến năm 2010 công ty mới có thể hoạt động có lãi.
- VNA (HOSE) các chỉ số tài chính của VNA có vẻ khả quan hơn so với VSP và VST. Tỷ lệ nợ trên vốn vào khoảng 1, và công ty vẫn hoạt động có lãi trong 1Q09. Tuy nhiên VNA là một công ty vận tải nhỏ và không năng động bằng VST, 2009-2010 sẽ vẫn là những năm khó khăn cho công ty này.

Chúng tôi tin rằng giảm tỷ trọng sở hữu cổ phiếu trong ngành này là chiến lược đầu tư đúng đắn, đặc biệt khi xem xét giá các cổ phiếu của ngành này đã tăng đáng kể trong giai đoạn vừa qua.

Tóm tắt một số chỉ số tài chính của các công ty niêm yết trong ngành

Tên công ty	Giá đóng cửa (30/6/2009)	PE 2009	PB	EV/EBITDA 2008	Nợ (ngắn hạn và dài hạn) tại cuối năm 2008	VCSH	Tài sản cố định	Nợ/Vốn	Vốn/TSCĐ
VSP CTCP Đầu tư và Vận tải Dầu khí VINASHIN	36.900	n.a	1,0	3	1.473.007	1.542.248	2.728.130	96%	57%
VST CTCP Vận tải và Thuê tàu Việt Nam	15.400	6,0	1,5	2	1.653.441	503.356	2.051.557	328%	25%
VNA CTCP Vận tải biển Vinaship	17.000	19,4	1,1	3	225.984	300.893	493.658	75%	61%

	Q 1 2008			Q 1 2009			2008A			Kế hoạch 2009	
	DT	EBITDA	LNST	DT	EBITDA	LNST	DT	EBITDA	LNST	DT	LNST
VSP	262.291	100.997	56.433	80.626	-68.359	-111.924	1.622.890	721.636	297.496	n.a	n.a
VST	491.627	n.a	45.771	252.280	22.125	-63.475	2.135.597	808.974	191.750	1.622.140	116.800
VNA	210.387	n.a	38.291	150.765		1.524	899.511	175.894	81.379	635.000	20.000

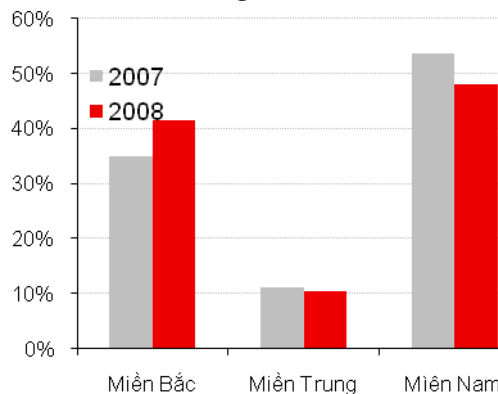
TRIỂN VỌNG NGÀNH

● Ngành cảng có tiềm năng lớn, nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của hoạt động xuất-nhập khẩu (XNK).

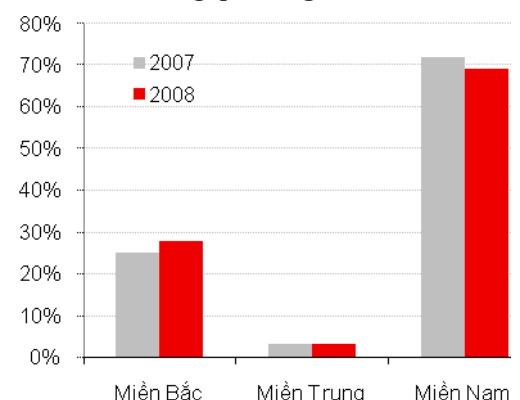
- **Nhu cầu tăng đều qua các năm:** Cả xuất và nhập khẩu của Việt Nam hiện đều chiếm từ 65-90% GDP, xuất khẩu tăng lần lượt 21% và 28% trong 2 năm 2007 và 2008, trong khi nhập khẩu tăng 28% và 35% cũng trong 2 năm này (xem biểu đồ 1). XNK trong năm 2009 có giảm về giá trị, tuy nhiên lượng hàng bốc dỡ qua cảng thì giảm không nhiều, và vẫn còn hiện tượng ứ tắc tại các cảng trung tâm.

Lượng hàng hoá đi qua các cảng biển Việt Nam tăng đáng kể trong năm 2007 và 2008, tính cả theo tấn lẫn theo công (1 container tương đương với 1 TEU). Tăng trưởng theo tấn và TEUs năm 2007 lần lượt là 30% và 54%, 2008 là 7% và 15%. Biểu đồ 1 minh hoạ cả hàng rời (thép, phân bón, kim loại, xi măng, gạo, than .v.v.) và hàng công. Biểu đồ 2 là thị phần của hàng công theo vùng. Miền Nam chiếm 70% thị phần, trong khi miền Bắc chỉ chiếm 28% thị phần năm 2008 (tăng lên từ 25% năm 2007). Nhưng nếu tính theo tổng số lượng hàng (bao gồm cả hàng rời) chuyên qua cảng, miền Bắc lại có thị phần lớn nhất. Điều này có thể lý giải là do than (một loại hàng rời) được xuất khẩu qua Quảng Ninh (miền Bắc)

Biểu đồ 1: Tỷ trọng lượng hàng thông qua cảng 3 miền



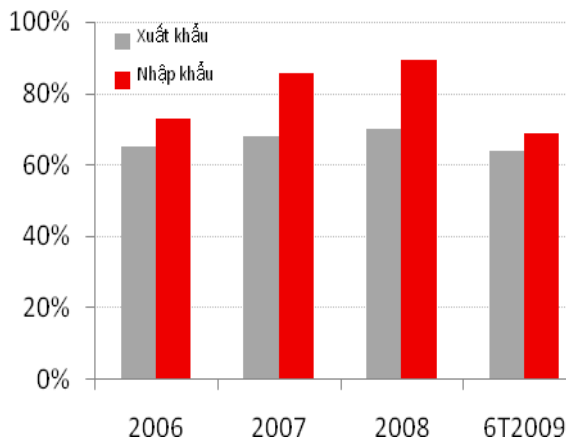
Biểu đồ 2: Tỷ trọng lượng hàng container thông qua cảng 3 miền



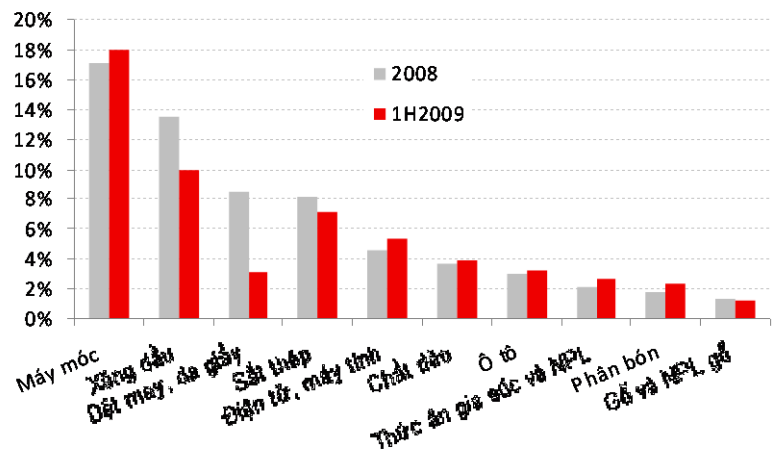
Nguồn: VPA, SSI research

- **Nhìn về nhu cầu cảng cho các năm tới,** có thể thấy, VN dựa rất nhiều vào xuất khẩu để đạt được tốc độ tăng trưởng GDP đặt ra, vì vậy trong hoàn cảnh nào thì các chính sách tiền tệ và cả tài khóa đều hướng về thúc đẩy xuất khẩu, và các cảng sẽ tiếp tục hưởng lợi. Các mặt hàng nhập khẩu chủ chốt cũng khó có thể giảm đáng kể. Với lợi thế nguồn nhân lực dồi dào và rẻ, Việt Nam đã và sẽ tiếp tục là một mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng của các nhà sản xuất hàng đầu thế giới, như giày dép (Adidas), máy tính (Intel), sắt thép vv, nên nhu cầu cho cảng sẽ vẫn tiếp tục dồi dào. Ngay cả sản phẩm xăng dầu, mặc dù nhập khẩu xăng dầu sẽ giảm 30% và giảm nhiều hơn trong tương lai, khi Dung Quất và các nhà máy lọc dầu đi vào hoạt động, thì nhu cầu cảng xăng dầu để vận chuyển xăng dầu trong nước vẫn là rất lớn.

Biểu đồ 1: Phần trăm XNK đóng góp vào GDP qua các năm



Biểu đồ 2: Cơ cấu nhập khẩu năm 2008 và nửa đầu 2009.



Nguồn: GSO, SSI

◆ Tuy nhiên, để duy trì tăng trưởng kinh tế, Việt Nam cần cơ sở hạ tầng tốt hơn cho hệ thống cảng

Việt Nam hiện có trên 140 cảng, 49 trong số đó được xếp vào cảng biển. Tuy nhiên, hệ thống cảng còn rất nhỏ (dưới 10m), chỉ cho phép đón nhận các tàu nhỏ. Sự hạn chế về kích cỡ của cảng Việt Nam khiến cho việc xuất khẩu hàng hoá từ trong nước ra quốc tế (và ngược lại) đòi hỏi phải được trung chuyển tại những cảng lớn hơn bên ngoài Việt Nam, việc này phát sinh thêm rất nhiều chi phí và thời gian. Hiện nay, một trong các lý do Việt Nam hấp dẫn vốn FDI là lao động rẻ, vì thế giá thành rẻ. Tuy nhiên nếu cước vận tải quá cao, điều này sẽ không còn đúng nữa.

Tháng 6 năm 2009, quy hoạch mới về phát triển ngành đến năm 2030 đã được trình lên thủ tướng chờ duyệt. Dự án lần này là bản sửa lại của bản quy hoạch năm 2005 và là một quy hoạch rõ ràng hơn rất nhiều. Mặc dù chúng tôi vẫn có nhiều quan ngại về việc hoàn thành mục tiêu thị phần cho các năm 2020, 2030 v.v, cũng như là số lượng cảng mới sẽ được xây dựng, chúng tôi nhận thấy quy hoạch đã bám rất sát xung quanh các khu công nghiệp và quanh các dự án trọng điểm của nhà nước như nhà máy nhiệt điện (ở vùng đồng bằng sông Cửu Long, Nghi Sơn Long Sơn, nhà máy Dung Quất v.v.) Chúng tôi nhận thấy bản quy hoạch tập trung nhiều vào miền Trung, với 3 trong 6 vùng quy hoạch xây dựng trên khu vực miền Trung.

Bảng 1: DWT và TEUs

DWT: Viết tắt của Deadweight tonnage (hoặc deadweight), để đo số lượng hoặc khối lượng hàng hoá trong giới hạn an toàn mà 1 tàu có thể chở được.

TEUs: viết tắt của twenty-foot equivalent unit, là 1 đơn vị không chính xác để đo năng lực vận chuyển của tàu container và các cửa cảng. Nó được tính dựa trên thể tích của container dài 20-foot-kích cỡ tiêu chuẩn của hòm kim loại có thể dễ dàng chuyển qua những phương thức vận chuyển khác nhau như thuyền, tàu và xe tải.

Nguồn: Wikipedia

Bảng 2: Dự thảo quy hoạch ngành cảng năm 2010-2030, với việc chia hệ thống cảng Việt Nam làm 6 nhóm

Nhóm 1: Cảng biển miền Bắc, với cảng Quốc Tế Hải Phòng và các cảng ở Quảng Ninh, Ninh Bình. Hải Phòng sẽ là khu vực cảng trung tâm với Lạch Huyện là cảng biển sâu nhất (có thể chứa tàu 50.000-80.000 DWT). Vinalines sẽ bắt đầu dự án Lạch Huyện trong tương lai gần.

Nhóm 2: Cảng biển ở vùng Bắc Trung Bộ, từ Thanh Hoá đến Hà Tĩnh. Nghi Sơn là cảng trọng tâm (có khả năng chứa tàu trở dầu 25.000 DWT và tàu từ 30.000 đến 50.000 DWT)

Nhóm 3: Cảng biển ở Trung Bộ, Từ Quảng Bình đến Quảng Ngãi. Đà Nẵng là cảng trọng tâm (cảng có thể chứa tàu từ 20.000 đến 30.000 DWT).

Nhóm 4: Cảng biển ở Nam Trung Bộ, từ Bình Định đến Bình Thuận. Cảng quốc tế Vân Phong sẽ được ưu tiên đầu tư. Ngoài ra, Quy Nhơn cũng là cảng trọng tâm (30.000-50.000 DWT)

Nhóm 5: Cảng biển vùng Đông Nam bộ, bao gồm cảng biển ở thành phố Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bà Rịa- Vũng Tàu, và cảng trên sông Soài Rạp ở Long An và Kiên Giang. Vũng Tàu là cảng biển quốc tế với Cái Mép, Sao Mai- Bến Định là những cảng lớn nhất, cho những tàu 6000-8000 TEUs (tương đương 50.000-90.000 DWT). Hồ Chí Minh là cảng trọng điểm với Hiệp Phước là cảng lớn nhất.

Nhóm 6: Cảng biển ở Đồng Bằng Sông Cửu Long, bao gồm những cảng ở vùng Đồng Bằng Sông Cửu Long, trên đảo Phú Quốc và đảo phía Tây Nam. Cần Thơ là cảng trọng tâm với khả năng chứa tàu 10.000-20.000 DWT.

Nguồn: Diễn đàn Mid-term Vietnam Business, tháng 6-2009

Mặc dù chúng tôi cho rằng quy hoạch là một định hướng tích cực cho ngành, nhưng dự án dường như rất tham vọng, với việc phát triển hệ thống cảng đồng bộ ở cả 3 miền Bắc Trung Nam, trong khi việc tạo cơ sở hạ tầng cho tất cả các cảng này hoàn toàn không dễ dàng (nạo vét lòng sông, làm đê chắn sóng, xây dựng đường, quốc lộ chịu được trọng tải xe container lớn vv). Với thị phần vận tải tàu rất nhỏ, các cảng tại miền Trung vẫn chưa thu hút nhiều khối đầu tư tư nhân. Nếu chỉ dựa vào đầu tư nhà nước thì sẽ cần rất nhiều vốn ngân sách hoặc phải chờ viện trợ ODA và có thể phải chờ rất lâu. Một ví dụ, con đường nối đường cao tốc 51 với nhóm cảng Cái Mép (tỉnh Bà Rịa) đã chờ vốn ODA trong vài năm. Hai cảng mới khánh thành ở khu vực này, trong số rất nhiều dự án có vốn đầu tư nước ngoài ở khu vực Cái Mép, chỉ có thể tiếp nhận tàu lớn và trung chuyển sang các tàu nhỏ hơn, chứ không thể bốc dỡ các container và chuyển đường bộ đến các khu công nghiệp gần đó. Sự thiếu tiện nghi này sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của cảng và làm các cảng khác sẽ thi công chậm trễ theo đề “chờ”. Việc khu Cái Mép có rất nhiều đầu tư nước ngoài, tuy nhiên phải “treo” dự án và chờ lâu như vậy, có thể sẽ làm nản lòng NĐT nước ngoài vào các khu vực cảng tiếp theo.

❑ DIỄN BIẾN CHÍNH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

Tình trạng ùn tắc hàng hóa vẫn tiếp tục diễn ra ở cảng Hải Phòng và cảng Sài Gòn. Một số bước trong bản quy hoạch ngành đang được thực hiện.

- **Ùn tắc hàng ở cảng Sài Gòn (CSG):** mặc dù lượng hàng container qua cảng Sài Gòn trong nửa đầu 2009 giảm 30% so với cùng kỳ năm ngoái, CSG- cảng lớn và lâu đời nhất của HCM, vẫn xảy ra tình trạng ùn tắc do lượng hàng rời năm nay tăng đột biến (cát, thức ăn gia súc, phân bón vv) và rất khó để xếp dỡ hàng rời, cũng như các cảng của HCM đều được trang bị thiết bị để xếp dỡ hàng công là chính. Có lúc có tới hơn 50 tàu chờ bốc dỡ ở khu vực cảng Sài Gòn.

- **Ùn tắc ở khu vực cảng Hải Phòng và Quảng Ninh:** Các cảng Miền Bắc cũng đang trong tình trạng ùn tắc nhưng nguyên nhân lại khác so với các cảng trong Nam. Dưới ảnh hưởng của lo ngại dịch cúm A/H1N1, một số quốc gia trong khu vực (chủ yếu là Trung Quốc) trì hoãn và giảm thiểu lượng nhập các container chứa hàng đông lạnh, trong khi chính sách của Việt Nam cho phép nhập khẩu tạm thời và xuất khẩu lại sau đó. Vì thế, hàng nghìn container được tạm nhập chờ tái xuất tại các cảng ở khu vực Hải Phòng & Quảng Ninh, kín các kho bãi của các cảng này, và khiến tàu chờ đến lượt bốc dỡ vào cảng rất nhiều. Các cảng Việt Nam sẵn sàng chấp nhận rủi ro khi tạm nhập mặt hàng này, và đổi lại là phí lưu kho tăng mạnh trong 2Q. Đến ngày 10/6, vẫn còn 2057 containers ở Hải Phòng và 281 container ở Móng Cái (Quảng Ninh).
- **Khu vực miền Trung có tăng trưởng, nhưng chưa quá tải:** Lượng hàng hoá qua các cảng miền Trung đã tăng lên ngoài dự đoán. Trong 5 tháng đầu năm, Cảng Đà Nẵng đạt tăng trưởng 3% so với cùng kỳ nhờ có chính sách kích cầu. Tuy nhiên, các cảng ở vùng này vẫn chưa bị quá tải.
- **Cảng Sài Gòn bước đầu thực hiện việc di dời:** Cụm cảng ở sông Sài Gòn sẽ phải di dời ra khỏi thành phố Hồ Chí Minh, như kế hoạch của chính phủ rời các cảng ra khỏi khu vực thành thị. Tân Cảng Sài Gòn, đã được chuyển bước đầu ra Cát Lái-vùng cảng biển sâu mới của Việt Nam. Cảng Sài Gòn, cảng lâu đời nhất- hơn 100 năm tuổi của thành phố Hồ Chí Minh đã khởi công xây dựng cảng biển sâu Sài Gòn- Hiệp Phước vào tháng 5/09. ¼ cảng Sài Gòn-Hiệp Phước sẽ được hoàn thành và sử dụng vào cuối năm 2010.
- **Hai cảng biển sâu ở Cái Mép-Thị Vải đã được khánh thành vào tháng 6/09.** Cảng đầu tiên, SP-SPA (liên doanh giữa cảng Sài Gòn, tổng công ty hàng hải Việt Nam, và SPA Singapore) là cảng nước sâu container ở Việt Nam, có thể đón 2 tàu 80.000 DWT cùng 1 lúc, hoặc 4 tàu 30.000 DWT. Cảng thứ 2 thuộc Tân Cảng Sài Gòn. Chuyển tàu cỡ lớn đầu tiên đi trực tiếp đến Mỹ từ Việt Nam đã khởi thành trong tháng 6, do hãng tàu lớn APL thực hiện. Các tàu nhỏ từ Việt Nam, Trung Quốc, vv sẽ chờ hàng đến khu vực này và trung chuyển qua tàu lớn của APL. Việc trung chuyển này chưa phải là cách hiệu quả nhất, nhưng là giải pháp tạm thời khi con đường từ quốc lộ dẫn vào cảng chưa được xây xong.

Cảng biển							Kế hoạch công ty	
	Tên Công ty	Giá đóng cửa	PE 2009E	PB	Ước tính LNST 2009 (tr đồng)	Ước tính tăng trưởng LNST	DTT	LNST
GMD	CTCP Gemadept	45.700	17,5	1,1	123.593	LNST 2008 âm	1.600.000	101.250
DXP	CTCP Cảng Đoạn Xá	43.500	6,4	2,9	35.100	16,1%	80.000	12.800
VSC	CTCP Container Việt Nam	64.500	6,8	2,1	90.046	-13,7%	300.000	66.750

■ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRONG NGÀNH

Hiện trong ngành vận hành cảng có 3 công ty đang niêm yết: Gemadept (mã GMD, đang vận hành cảng cạn ICD Phước Long và cảng nhỏ Bình Dương tại HCM, cảng Nam Hải tại Hải Phòng, cảng Dung Quất tại Quảng Ngãi, và sẽ xây dựng cảng quốc tế Cái Mép tại Bà Rịa-Vũng Tàu, cảng quốc tế Nhơn Hội tại Quy Nhơn), Cảng Đoạn Xá (mã DXP), Viconship (mã VSC, vận hành cảng Xanh).

- **Các công ty niêm yết được lợi như thế nào từ việc ùn tắc tại các cảng miền Bắc và miền Nam trong 2Q?**

Cả ba công ty niêm yết đều được lợi từ việc ùn tắc tại miền Bắc. Cả VSC và DXP đều có kết quả kinh doanh trong 2Q rất tốt. Tuy nhiên, cảng Nam Hải mới được khánh thành năm này và GMD chỉ sở hữu 30%, vì thế sự đóng góp về lợi nhuận tương đối nhỏ.

Sự ứn tắc ở các cảng miền Nam không ảnh hưởng gì đến các công ty niêm yết trong ngành. GMD có cảng cạn container Phước Long, nhưng lượng hàng container trung chuyển qua khu vực ảng Sài Gòn giảm 30% trong 6 tháng đầu năm, nên GMD không được hưởng lợi từ sự tăng đột biến của lượng hàng rời.

● **Vị thế của các công ty này trong Quy hoạch phát triển mới của ngành**

Cảng Viconship, Đoạn Xá và Nam Hải là những cảng cỡ nhỏ, chỉ tiếp nhận được tàu trọng tải dưới 20,000 DWT đến Hải Phòng, và được xếp vào danh mục các cảng nhỏ trên khu vực sông Cẩm, tiếp nhận tàu nhỏ. Do Việt Nam hiện tại vẫn sử dụng hàng nghìn tàu cỡ nhỏ, vì vậy VSC và DXP, Nam Hải vẫn sẽ duy trì được nguồn thu ổn định trong vòng 5 đến 10 năm tới, mặc dù cạnh tranh sẽ khốc liệt hơn với việc hàng loạt cảng mới đi vào hoạt động như cảng Đình Vũ, v.v. DXP dự kiến sẽ tham gia góp 10% vốn vào cảng nước sâu Quốc tế Lạch Huyện. VSC hoạt động giống một cảng tư nhân hơn do Vinalines chỉ nắm giữ dưới 30% vốn điều lệ, vì vậy VSC sẽ khó tham gia dự án Lạch Huyện hơn. VSC mở rộng hoạt động kinh doanh bằng cách đa dạng hoá các dịch vụ của mình như làm đại lý tàu biển, cung cấp dịch vụ logistics ở cả ba miền Bắc, Trung, Nam để duy trì lượng khách hàng của mình.

GMD là một bức tranh thu nhỏ của tổng quan cảnh biển tương lai, với hàng loạt dự án ở cả ba miền Bắc, Trung, Nam. Ở miền Nam, lợi nhuận của GMD chủ yếu đến từ cảng cạn ICD Phước Long, cảng này cung cấp dịch vụ mid-stream (bốc dỡ giữa dòng) trên Sông Sài Gòn, và dịch vụ logistics từ A-Z (door-to-door logistics) cho hàng công bốc xếp ở khu vực cảng Sài Gòn. Do những cảng dọc sông Sài Gòn sẽ phải di dời đến Hiệp Phước và Cát Lái, tàu sẽ không cập bến ở sông Sài Gòn, khi đó cảng cạn ICD Phước Long sẽ đóng vai trò như một nhà kho chứa công-ten-nơ trong thành phố. Khi đó (dự tính năm 2012), GMD sẽ vận hành cảng nước sâu Cái Mép với quy mô lớn hơn rất nhiều. Cảng Gemadept Cái Mép cũng đã tìm được đối tác chiến lược (CMA, Singapore), và dự kiến khởi công vào cuối năm 2009, và bắt đầu hoạt động năm 2012.

Ở khu vực miền Trung, GMD có 2 cảng, trong đó một cảng là cảng thương mại ở khu Công Nghiệp Dung Quất, đã hoàn thành giai đoạn một và đưa vào vận hành trong quý 1/2009. Dự án cảng thứ 2 là Cảng quốc tế Nhơn Hội hiện tại đang bị tạm hoãn triển khai xây dựng do thiếu vốn.

Ở khu vực miền Bắc, GMD sở hữu 30% vốn của cảng Nam Hải, và được đối tác ủy quyền để vận hành cảng.

● **Khả năng sinh lời ngắn hạn và dài hạn của các công ty**

	Tên	Giá đóng cửa (30/6/2009)	PE 2009 E	PB hiện tại	Tỷ lệ cổ tức/giá 2009	PB	ROE 2009	Nợ vay/VCSH	Ước tính LNST 2009	Ước tính tăng trưởng LNST
GMD	CTCP Đại lý Liên Hiệp Vận Chuyển	45.700	17,5	1,1	n,a	1.1	5%	45.1%	123.593	âm
DXP	CTCP Cảng Đoạn Xá	43.500	6,4	2,9	3,4%	2.9	44%	21.8%	35.100	16,1%
VSC	CTCP Container Việt Nam	64.500	6,8	2,1	6,2%	2.1	29%	7.7%	90.046	-13,7%

GMD: Với mức PB hiện tại là 1.1x, và với danh mục tài sản phong phú, chúng tôi tin rằng GMD có tiềm năng lớn trong dài hạn. Tuy nhiên trong ngắn hạn, GMD sẽ cần phải đầu tư rất nhiều vào tài sản cố định, vì vậy sẽ dẫn đến ROE& ROA tiếp tục thấp. Do GMD đầu tư tài chính và trích lập dự phòng rất nhiều trong năm 2008, lợi nhuận năm 2009 sẽ phụ thuộc rất nhiều vào diễn biến của VNIndex. Mức giá hiện tại của GMD sẽ duy trì vững vàng trong trường hợp VNIndex giữ được mức hơn 400 điểm.

DXP: Ban giám đốc mới của DXP đã chuyển đổi thành công cảng Đoạn Xá từ cảng xếp dỡ hàng hoá nói chung thành cảng xếp dỡ container chuyên dụng. Nhờ vậy, khả năng sinh lời của DXP

được cải thiện rõ rệt trong năm 2008-2009. PB của DXP ở mức khá cao, tuy nhiên khi xét đến việc giá trị sổ sách của DXP được tính toán vào năm 2005, và tính theo chi phí xây dựng cảng là khá thấp thấp, vì vậy PB không phải là thước đo phù hợp đối với cổ phiếu DXP. Với đặc thù hoạt động kinh doanh ổn định trong dài hạn, chúng tôi tin rằng mức PE2009 6.4x là mức tương đối hợp lý để đầu tư dài hạn. Đối với nhà đầu tư ngắn hạn, mức tăng vừa qua của cp DXP là nhờ kết quả kinh doanh rất khả quan trong quý 2 (do tình trạng đóng hàng đóng lạnh ở cảng). Tuy nhiên, sẽ khó có thể trông chờ kết quả tốt như vậy trong quý 3.

VSC: VSC cũng có mức tăng trưởng ổn định với ban giám đốc năng động, không bị chi phối bởi yếu tố Nhà nước. Tuy nhiên trong năm nay, VSC sẽ tăng trưởng âm, do vậy sẽ kém hấp dẫn hơn DXP. Ngoài ra, VSC đã trả 2000 đồng cổ tức 2009 đợt 1 trong tháng 6, vì vậy 2000 đồng cổ tức còn lại chia cho mức giá hiện tại là 64.500 đồng sẽ kém hấp dẫn hơn triển vọng cổ tức của DXP.

Vn-Index – Biểu đồ tổng thể

Thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục biến động mạnh theo đúng đặc tính của các thị trường chứng khoán mới nổi. Cái nhìn tổng thể của đồ thị cho chúng ta thấy những cơ hội và thách thức rất lớn luôn đồng hành khi tham gia vào thị trường chứng khoán. Tuy vậy chỉ số Vn-index từ khi thành lập cho đến ngày 26 tháng 6 năm 2009 trải qua nhiều biến động thăng trầm vẫn tăng một bước khá lớn từ 100 điểm lên tới 461,37 điểm, tăng 361,37 điểm – tương ứng với hơn 361% trong vòng gần 09 năm.



Biểu đồ tổng thể Vn-Index theo ngày

Biến động của TTCK Việt nam 06 tháng đầu năm.

Tiếp tục theo đà sụt giảm kể từ tháng 10 năm 2007 chỉ số Vn-Index đã giảm xuống mức kỷ lục là 235,5 vào ngày 24 tháng 2 và hồi phục khá mạnh cho tới thời điểm hiện tại là 461,37 điểm, tăng gần 96%. Chúng ta cũng nhận thấy khối lượng giao dịch gia tăng mạnh kể từ khi đáy 235 điểm được thiết lập và đặc biệt là chỉ số này đã vượt qua được đường trung bình động 200 ngày (SMA-200) ở mức 357 điểm vào ngày mùng 07 tháng 5, tạo sự kỳ vọng cho giới đầu tư trong và ngoài nước có sự tin tưởng đáng kể vào chiến lược đầu tư trung và dài hạn.



Biểu đồ Vn-Index 02 năm gần nhất và 06 tháng đầu năm 2009

Dự báo TTCK Việt nam cho cuối năm 2009

TTCK Việt nam đang bị tác động mạnh mẽ của cuộc suy thoái kinh tế chưa tới hồi kết, các tác động nhiều chiều của sự kỳ vọng với nền kinh tế trong nước và toàn cầu có thể ảnh hưởng phức tạp đến sự biến động của thị trường chứng khoán. Việc dự báo thị trường chứng khoán Việt nam cuối năm 2009 được nhiều chuyên gia trong và ngoài nước đưa ra những đáp số hoàn toàn khác nhau và có độ chênh lệch là rất lớn, điều này lý giải cho việc dự báo là hết sức phức tạp trong bối cảnh hiện tại, đặc biệt ở những nước có thị trường chứng khoán đang trong giai đoạn phát triển như ở Việt nam.

Một trong những nguyên tắc cơ bản của nhà đầu tư là phải biết chuẩn bị đối phó với bất cứ tình huống nào xảy ra, hơn là cố gắng suy đoán chính xác diễn biến của thị trường. Nguyên tắc này đã, đang và mãi mãi sẽ là kim chỉ nam của nhiều nhà đầu tư thành công và vĩ đại nhất trên toàn cầu. Bởi vậy, chúng tôi cho rằng đưa ra những kịch bản có thể xảy ra sẽ là sự lựa chọn hợp lý nhất vào thời điểm hiện tại, điều này góp phần giúp các nhà đầu tư ngắn hạn cũng như dài hạn vạch ra được chiến lược đầu tư tốt nhất, hội tụ được đầy đủ các yếu tố linh hoạt, hiệu quả và phòng chống rủi ro.

Kịch bản	1- Xấu	2-Trung bình	3-Tốt
Vn-Index (điểm)	340-400	430-490	550-600

Kết luận & Khuyến nghị

*Chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam 6 tháng cuối năm 2009 sẽ tiếp tục có những biến động tăng giảm thất thường. Các hoạt động đầu tư tích lũy cho trung và dài hạn sẽ là những hoạt động chủ đạo của thị trường. Tuy nhiên thị trường sẽ vẫn luôn tiềm ẩn những cơ hội cho các nhà đầu tư ngắn hạn và “lướt sóng”. Dự báo cho cuối năm 2009, chúng tôi nghiêng về phía quan điểm của kịch bản 2 - **Vn-Index sẽ ở mức 430-490 điểm vào cuối năm**. Tuy nhiên chúng ta cũng sẵn sàng cho một kế hoạch dự phòng của các kịch bản còn lại để có chiến lược đầu tư thành công và phòng ngừa rủi ro trong bối cảnh suy thoái kinh tế toàn cầu đang biến động khó lường.*



Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN (SSI)

KHÔI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

■ Giám đốc Khối

■ Trưởng BP Phân tích Đầu tư

■ Trưởng BP Tư vấn Đầu tư

■ Trưởng BP phân tích kinh tế

■ Phó Trưởng Bộ Phận

■ Phụ Trách Dự án

■ Chuyên Viên Cấp Cao

■ Chuyên Viên Cấp Cao

■ Chuyên Viên Thị Trường

■ Chuyên Viên Phân Tích

■ Chuyên Viên Phân Tích

■ Chuyên viên Phân Tích

■ Chuyên Viên Phân Tích

■ Trợ lý Khối

Lê Lệ Hằng

Nguyễn Hồng Dung

Nguyễn Đức Hùng Linh

Nguyễn Thanh Hà

Hoàng Việt Phương

Phạm Minh Quân

Tô Thùy Linh

Nguyễn Thu Huyền

Lương Thanh Xuân

Nguyễn Quỳnh Nga

Phạm Phương Linh

Phạm Lưu Hưng

Nguyễn Đức Minh

Trần Tuyết Ngọc

hangltl@ssi.com.vn

dzungnh@ssi.com.vn

linhndh@ssi.com.vn

hantc@ssi.com.vn

phuonghv@ssi.com.vn

quanpm@ssi.com.vn

linhtt@ssi.com.vn

huyenntt@ssi.com.vn

xuanltt@ssi.com.vn

nganq@ssi.com.vn

linhpp@ssi.com.vn

hungpl@ssi.com.vn

minhnd@ssi.com.vn

ngocthn@ssi.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Toà nhà 1C Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm

Hà nội, Việt nam

Tel : 84-4-39366321 ; Fax : 84-4-39366319

Trụ sở chính

72 Nguyễn Huệ, Quận 1

Thành phố Hồ Chí Minh

Tel : 84-8-38242897 ; Fax : 84-8-38247409

© 2009 Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần Bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI