

Ngày 25/11/2009, NHNN Việt Nam bất ngờ công bố một loạt điều chỉnh về chính sách tiền tệ trong bối cảnh áp lực lên tỷ giá hối đoái, thanh khoản của hệ thống ngân hàng có nhiều diễn biến phức tạp và lạm phát gia tăng. Cụ thể, NHNN công bố tăng lãi suất cơ bản LSCB thêm 1% từ 7% lên 8% áp dụng từ ngày 1/12/2009 và tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng 5,4% lên mức 17.961 VND/USD bắt đầu từ ngày 26/11/2009. Biên độ tỷ giá cũng được điều chỉnh từ 5% về 3%. Vài tuần trước đó, NHNN cũng nhiều lần khẳng định sẽ không nâng lãi suất cũng như tỷ giá trong năm nay, do vậy những điều chỉnh này là 1 bất ngờ lớn khiến thị trường chứng khoán giảm 4,5% (gần mức sàn 5%) chỉ trong 1 ngày.

Nhìn chung, những điều chỉnh của NHNN được đánh giá là bước đi đúng, với những mục tiêu ổn định vĩ mô, kiềm chế lạm phát, ổn định thanh khoản hệ thống ngân hàng, và tránh méo mó cung cầu tín dụng và ngoại tệ, được ưu tiên hơn mục tiêu tăng trưởng.

Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ đánh giá ảnh hưởng của những điều chỉnh chính sách này lên lợi nhuận của 41 công ty niêm yết trong danh mục nghiên cứu của chúng tôi (đại diện cho khoảng 60% tổng giá trị vốn hóa thị trường). Chúng tôi cũng sẽ đánh giá triển vọng lợi nhuận của các công ty này trong năm 2009, 2010. Phần cuối của báo cáo sẽ đi qua một số ngành mà chúng tôi cho rằng hiện đang hấp dẫn để đầu tư.

I. Bình luận những thay đổi trong chính sách vĩ mô

1. NHNN quyết định tăng LSCB thêm 1% từ 7% lên 8% áp dụng từ 1/12/2009

Thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá căng, đặc biệt vào cuối năm khi mà tín dụng 11 tháng tăng 34,5% trong khi huy động vốn chỉ tăng hơn 26%. Tăng LSCB giúp các NHTM có thể tăng lãi suất đầu vào lên mặt bằng 10-11%/năm, góp phần ổn định thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Lãi suất tăng cũng là dấu hiệu cho thấy khả năng chấm dứt gói hỗ trợ lãi suất ngắn hạn vào cuối năm nay, do mức độ hỗ trợ doanh nghiệp của Chính phủ trong thời gian kéo dài sẽ trở nên hạn chế hơn.

Tác động

- ❖ Tác động lên doanh nghiệp, và nền kinh tế: Lãi suất cho vay trần chính thức tăng từ 10,5% lên 12% song thực tế, trừ những doanh nghiệp thuộc diện được hỗ trợ lãi suất thì các doanh nghiệp khác cũng đã phải chịu lãi suất vay 11-12% tính cả phí. Lãi suất tăng sẽ làm tăng chi phí và giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp nếu doanh nghiệp không tăng được giá bán sản phẩm. Các NHTM duy trì được giá vốn thấp và thanh khoản dồi dào sẽ hưởng lợi. Tăng trưởng tín dụng nóng sẽ giảm bớt, và do vậy sẽ phòng ngừa lạm phát dài hạn. Tiền gửi ngân hàng sẽ trở nên hấp dẫn hơn và tỷ giá hối đoái cũng được ổn định hơn.
- ❖ Tác động lên thanh khoản của hệ thống ngân hàng: Mặc dù có tháo gỡ nhất định cho thanh khoản của các NHTM, câu hỏi liệu tăng LSCB lên 8% có ổn định thanh khoản được bền vững hay không vẫn còn bỏ ngỏ và phụ thuộc vào cung cầu vốn khả dụng vào cuối năm cũng như động thái can thiệp qua thị trường mở của NHNN trong bối cảnh lãi suất liên ngân hàng cao và biến động.

2. Điều chỉnh tỷ giá và biên độ tỷ giá

NHNN tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên mức 17.961 cùng với giảm biên độ từ 5% về 3% do mất cân đối cung cầu USD trên thị trường. Tình trạng găm giữ ngoại tệ phổ biến dẫn tới tỷ giá tự do và tỷ giá ngân hàng có sự chênh lệch lớn. Tỷ giá tối đa trên thị trường liên ngân hàng sẽ là 18.500, tương ứng với mức giảm giá 3% của VND. Thủ tướng Chính phủ có thể sẽ yêu cầu các tập đoàn nhà nước bán USD cho ngân hàng với số dư tiền gửi USD của các tập đoàn lên tới 10,3 tỷ USD.

Tác động

Các doanh nghiệp xuất khẩu sẽ có lợi nhờ ghi nhận doanh thu bằng VND, và giá hàng hóa xuất khẩu cũng trở nên cạnh tranh hơn. Mặt khác, các doanh nghiệp phải nhập khẩu nhiều nguyên vật liệu cho sản xuất sẽ bị giảm lợi nhuận trừ khi chuyển được chi phí sang giá bán sản phẩm. Lợi nhuận của các doanh nghiệp có vay nợ nước ngoài sẽ bị ảnh hưởng do tăng chi phí lãi tỷ giá chưa thực hiện. Nếu không có can thiệp tiếp theo để tăng nguồn cung thực trên thị trường ngoại hối (các tập đoàn nhà nước thực sự bán ngoại tệ hoặc NHNN bán USD đủ lớn ra thị trường), thì tỷ giá 18.500 có thể duy trì ổn định được bao lâu cũng là một câu hỏi lớn.

II. Triển vọng KQKD của các công ty niêm yết

1. Dự báo 4Q09 và 2009

1.1 Tăng trưởng lợi nhuận quý 4 2009 so với quý 4 2008 của các công ty trong danh sách phân tích của chúng tôi sẽ cải thiện đáng kể, nhưng chủ yếu là do kết quả yếu kém trong Q4 2008

Chúng tôi dự đoán tăng trưởng Q4 (YoY) của các công ty trong danh sách phân tích của chúng tôi là 20% cho doanh thu và 538% cho lợi nhuận. Mặc dù mức tăng trưởng này là cao, nhưng cũng nên chú ý rằng:

- (1) Mức tăng trưởng này tính trên kết quả kinh doanh yếu kém của các công ty trong Q4 2008, nhiều công ty lỗ.
- (2) Đối với nhiều công ty, sự tăng trưởng này không còn là bất ngờ do đã được dự đoán trong kết hoạch điều chỉnh cho năm 2009 ở Q3, ngoại trừ các công ty BĐS do họ có thể điều chỉnh chính sách ghi nhận lợi nhuận.
- (3) Việc hạ giá VNĐ 5,4% (17.961 VND/USD) vào 25/11/2009 sẽ khiến các công ty có nợ ngoại tệ sẽ phải đánh giá lại các khoản nợ. Khoản chênh lệch sẽ ghi nhận là lỗ tỷ giá chưa thực hiện. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay bằng USD cũng tăng lên. Trong số các công ty thuộc danh sách phân tích của chúng tôi, các công ty sẽ bị ảnh hưởng từ việc điều chỉnh tỷ giá là PPC, PVD, PVT, VSP, và HT1. Những công ty này sẽ phải trả thêm 95 tỷ VNĐ cho mỗi 100 triệu nợ USD. Chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2010. Tuy nhiên, thông tư 201/2009/TT-BTC của bộ Tài chính chấp nhận cho các công ty ghi nhận lỗ tỷ giá trong vòng 5 năm. Vì vậy, không phải tất cả các công ty sẽ ghi nhận lỗ ngay trong năm 2009.

Công ty có khoản nợ vay bằng ngoại tệ lớn

Mã CK	Tên công ty	Ước tính giá trị nợ vào cuối năm 2009 (đơn vị: triệu)	Ngoại tệ	Official Ref. Exch Rate (VND:USD)	Current Ref. Exch Rate (VND:USD)	Lỗ tỷ giá chưa thực hiện (Triệu VNĐ)
HT1	CTCP Xi Măng Hà Tiên 1	91	EUR	24.701	27.975	-299.244
BCC	CTCP Xi măng Bim Sơn	111	EUR	24.701	27.975	-363.414
BTS	CTCP Xi măng Bút Sơn	70	EUR		27.975	-229.18
PVD	CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí	230	USD	16.997	17.961	-221.72
PPC	CTCP Nhiệt Điện Phả Lại	34.349	JPY	184.96	201.9**	(582.743)***
PVT	Tổng CTCP Vận tải Petro Việt Nam	150*	USD	16.997	17.961	-141.755

Nguồn: Báo cáo công ty, SSI Research

* Tổng nợ của PVT là con số ước tính, có thể không chính xác

** Tỷ giá chéo VND/JPY sau khi đã điều chỉnh tỷ giá chính thức VND/USD vào ngày 26/11.

*** Lỗ tỷ giá chưa thực hiện có thể cao hơn nếu động JPY tiếp tục tăng giá so với USD

- (4) Lợi nhuận Q4 thấp hơn Q3 là 15%, mặc dù đây là mùa kinh doanh của rất nhiều ngành. Lý do bởi sự tăng giá nguyên liệu ở một số ngành như ngành hàng tiêu dùng. Hơn nữa, một số công ty sẽ trích dự phòng từ đầu tư cổ phiếu vào cuối năm sau đợt điều chỉnh gần đây nhất của thị trường.

Bảng: Ước tính tăng trưởng quý 4 của công ty trong một số ngành

Mã CK	Tên công ty	Ngành	Tăng trưởng 4Q09/4Q08			Tăng trưởng 4Q09/3Q09		
			Doanh thu	LN từ HĐKD	LNST	Doanh thu	LN từ HĐKD	LNST
BCC	CTCP Xi măng Bim Sơn	Xây dựng và VLXD	41,0%	-26%	-31,6%	45,0%	-32,4%	-28,0%
HOM	CTCP Xi măng Hoàng Mai	Xây dựng và VLXD	n,a	n,a	n,a	-1,1%	-1,5%	-10,9%
HT1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	Xây dựng và VLXD	72,7%	17%	-61,4%	104,9%	16,1%	-59,1%
BMP	CTCP Nhựa Bình Minh	Xây dựng và VLXD	68,2%	229%	427,0%	-2%	-9,4%	-11,4%
NTP	CTCP Nhựa Thiều Niên Tiền Phong	Xây dựng và VLXD	69,4%	328%	512,5%	-5%	-22,4%	-22,8%
BBC	CTCP Bánh kẹo Biên Hoà	Sản xuất thực phẩm	25,0%	15%	12,3%	27,6%	-29,1%	25,8%
KDC	CTCP Kinh Đô	Sản xuất thực phẩm	2,3%	-158%	4Q08 lỗ	-23,6%	-94,5%	-90,4%
MPC	CTCP Thủy hải sản Minh Phú	Sản xuất thực phẩm	-7,8%	4%	4Q08 lỗ	-10,4%	-21,3%	9,5%
NKD	CTCP Chế biến TP Kinh Đô Miền Bắc	Sản xuất thực phẩm	31,4%	-1%	4Q08 lỗ	35,7%	-61,9%	5,2%
TAC	CTCP Dầu Thực vật Tường An	Sản xuất thực phẩm	-5,9%	-36%	4Q08 lỗ	-14,8%	3&4Q09 lỗ	3&4Q09 lỗ
VNM	CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk)	Sản xuất thực phẩm	12,1%	61%	78,2%	-18,4%	-61,6%	-46,9%

Nguồn: Báo cáo công ty, SSI Research

1.2. Các công ty tận dụng cơ hội thuận lợi trong năm 2009 để tiếp cận nguồn vốn rẻ

Từ Q2 đến Q4 năm 2009, rất nhiều công ty công bố trả cổ tức bằng cổ phiếu và/hoặc cổ phiếu thưởng cũng như huy động vốn vay bằng việc phát hành thêm cổ phiếu, nợ, hoặc trái phiếu chuyển đổi (TPCĐ). Vậy tại sao các hoạt động như vậy trở nên phổ biến? Chúng tôi cho rằng có một số lý do chính như sau:

(1) Có thể nói rằng kinh tế Việt Nam và thế giới đã đi qua đáy mặc dù con đường hồi phục còn nhiều chông gai: Tăng trưởng GDP Q3 là 5,8% so với 3,1% và 4,5% trong Q1 và Q2. Nhìn nhận điều này, các công ty tái đầu tư (CAPEX) cho các dự án đã bị hoãn lại từ lâu để nắm lấy cơ hội khi nền kinh tế phục hồi. Trả cổ phiếu bằng cổ tức là một cách để công ty tái đầu tư lợi nhuận. Tuy nhiên, điều này sẽ dẫn đến rủi ro pha loãng cổ phiếu. Chúng tôi sẽ đề cập thêm ở dưới.

(2) Trước đợt điều chỉnh tăng gần đây thì lãi suất cơ bản được giữ ở mức 7% trong hầu hết năm 2009 (từ 1/2/2009), và đây đã được coi là mức lãi suất đáy. Bên cạnh đó, diễn biến tích cực của thị trường cổ phiếu trong Q2 và Q3 năm 2009 tạo cơ hội cho rất nhiều công ty đề huy động vốn qua nợ hoặc cổ phiếu (phát hành riêng lẻ, cổ tức bằng cổ phiếu, cổ phiếu thưởng). Theo thống kê của chúng tôi, tổng số tiền huy động từ việc phát hành riêng lẻ, phát hành quyền mua cổ phiếu, trái phiếu, và TPCĐ trong năm 2009 của 41 công ty trong danh sách phân tích của chúng tôi là 13.881 tỷ VNĐ. Huy động qua cổ phiếu là 8.242 tỷ VNĐ, và qua trái phiếu nói riêng là 4.102 tỷ VNĐ. Nợ dài hạn của các công ty này cũng tăng đáng kể (74%) tính từ cuối năm 2008 đến cuối năm 2009, trong khi vốn chủ sở hữu tăng khoảng 27,4% trong cùng thời gian.

(3) Cuối cùng, một vài công ty sử dụng cổ phiếu thưởng và trả cổ tức bằng cổ phiếu để giúp các cổ đông khi việc miễn thuế thu nhập cá nhân từ đầu tư cổ phiếu hết hiệu lực vào 31/12/2009.

1.3. Rủi ro pha loãng?

Với các kế hoạch chia tách cổ phiếu tính đến hết 2009, rủi ro pha loãng là khá lớn. Theo thống kê của chúng tôi, số lượng cổ phiếu lưu hành năm 2010 sẽ tăng khoảng 14% so với 2009. Chú ý rằng, hầu hết các sự kiện này diễn ra vào nửa cuối năm 2009, chính vì vậy, mức độ tăng trưởng thực của lượng cổ phiếu lưu hành tính đến cuối năm 2009 tăng 18% so với thời điểm cuối năm 2008.

Cuối cùng, với lượng cổ phiếu phát hành cho cổ đông chiến lược cũng như phát hành TPCĐ, giá cổ phiếu sẽ không được điều chỉnh vào thời điểm chuyển đổi nhưng lượng cổ phiếu sẽ tăng lên đáng kể. Nếu lợi nhuận không tăng trưởng cùng tốc độ, giá cổ phiếu sẽ giảm và áp lực cổ tức sẽ cao.

2. Triển vọng 2010

Dưới đây là những kỳ vọng của chúng tôi về nền kinh tế cho năm 2010 và ảnh hưởng tới triển vọng doanh thu, lợi nhuận của các doanh nghiệp.

2.1. Đà phục hồi kinh tế trở nên rõ nét hơn, nền kinh tế thế giới và Việt Nam từng bước tăng tốc dần → Doanh thu 2010 của các doanh nghiệp tăng trưởng khá tích cực.

Theo ước tính mới nhất của chúng tôi cho các doanh nghiệp thuộc danh sách phân tích của SSI, doanh thu 2010 được dự đoán tăng trưởng khoảng 24% so với năm 2009. Đây là con số khá tích cực so với mức tăng trưởng doanh thu bình quân ước tính cho năm 2009 là 13%

2.2. Lạm phát của 2010 được dự đoán sẽ cao hơn của 2009. Giá hàng hóa cơ bản (đặc biệt là lương thực, thực phẩm), giá điện, than sẽ tăng lên, lương cơ bản cũng sẽ tăng → Tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực, đặc biệt là những doanh nghiệp khó có khả năng chuyển chi phí tăng vào giá bán.

Trong khi lạm phát của năm 2009 ước tính ở mức 6,5-6,8%, CPI đã bắt đầu tăng từ quý 4Q2009 và nhiều khả năng lạm phát năm 2010 còn ở mức cao hơn. Trong năm 2010, giá hàng hóa cơ bản được dự đoán sẽ tăng đặc biệt là giá lương thực thực phẩm. Giá điện và giá than sẽ tăng trong năm 2010 và tăng lương cơ bản sẽ bắt đầu có hiệu lực từ 1/5/2010. Những yếu tố trên tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp, nhất là những doanh nghiệp khó có khả năng chuyển được mức tăng của chi phí đầu vào vào giá bán, ví dụ như các doanh nghiệp hàng tiêu dùng, dược (như VNM, NKD, TAC hay DHG). Mặt khác, cũng cần lưu ý là giá hàng hóa cơ bản tăng lại có thể có ảnh hưởng tích cực đối với một số công ty nguyên vật liệu cơ bản như thép hoặc than.

2.3 Việc dỡ bỏ các chính sách hỗ trợ kinh tế (như cho vay bù lãi suất, miễn/giảm/hoàn thuế) trong giai đoạn hậu khủng hoảng, lãi suất tăng → Những hỗ trợ của nhà nước sẽ ít dần trong năm 2010, nhất là hỗ trợ về lãi suất. Trái ngược với bức tranh 2009, lợi nhuận sau thuế sẽ tăng trưởng chậm hơn mức tăng của doanh thu trong năm 2010.

Năm 2010, hỗ trợ của chính phủ sẽ không còn nhiều như 2009 và chỉ tập trung vào một số ngành nghề và doanh nghiệp nhất định. Chương trình cho vay bù lãi suất sẽ chấm dứt, và chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ tiếp tục tăng trong năm 2010. Hơn nữa, như chúng tôi đã đề cập ở trên, các doanh nghiệp cũng đẩy mạnh vay dài hạn dưới dạng trái phiếu và trái phiếu chuyển đổi để tận dụng mức lãi suất thấp trong năm 2009. Tổng hợp các yếu tố này, chi phí lãi vay của các doanh nghiệp niêm yết trong danh sách phân tích của chúng tôi ước tính tăng tới 71% trong năm 2010.

Rủi ro thâm hụt ngân sách năm 2010 cũng khiến cho các chính sách ưu đãi thuế cho doanh nghiệp khó có thể tiếp tục. Cuối cùng, các khoản lợi nhuận bất thường (các khoản hoàn nhập dự phòng, định giá lại bất động sản) trong năm 2009 sẽ khó có thể lặp lại trong năm 2010.

Như vậy, trong khi mức tăng của doanh thu là 24% năm 2010, LN từ hoạt động SXKD ước tính sẽ tăng 16,6% so với 2009, và LNST năm 2010 dự đoán tăng 13,8%. Điều này hoàn toàn trái ngược với bức tranh của 2009: tăng trưởng doanh thu chỉ là 13% trong khi tăng trưởng LN từ hoạt động SXKD là 38%.

2.4 Thâm hụt ngân sách ước tính sẽ lớn trong năm 2010, tăng trưởng kinh tế sẽ dựa nhiều hơn vào hoạt động đầu tư của khối tư nhân → Đầu tư của doanh nghiệp niêm yết (bao gồm cả đầu tư vào tài sản cố định và đầu tư tài chính) dự đoán sẽ tăng.

Với áp lực thâm hụt ngân sách cao trong năm 2010, tăng trưởng kinh tế sẽ phải dựa nhiều hơn vào hoạt động đầu tư của khối tư nhân. Nhiều công ty niêm yết công bố kế hoạch tăng vốn trong năm 2009. Chúng tôi cho rằng lượng tiền huy động này sẽ được sử dụng cho các hoạt động đầu tư tài sản cố định (CAPEX) trong 2010 và hoạt động tài chính (M&A), đón đầu sự tăng trưởng của nền kinh tế trong các năm sau.

Bảng: Một số doanh nghiệp tăng vốn thông qua phát hành thêm cổ phiếu, trái phiếu và TPCD

Mã CK	Tên công ty	Huy động vốn trong năm 2009 (triệu VND)			Ước tính số lượng cổ phiếu cuối năm		
		Cổ phiếu	Trái phiếu	Trái phiếu chuyển đổi	2008	2009	2010
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	n.a	n.a	1.450.000	179.814.501	179.814.501	269.721.752
HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	n.a	n.a	1.600.000	196.363.998	196.363.998	314.545.997*
FPT	CTCP Phát triển đầu tư Công nghệ FPT	n.a	n.a	1.800.000	141.162.074	143.844.153	146.577.192
DCL	CTCP Dược phẩm Cửu Long	132.627	n.a	n.a	9.781.068	14.975.452	15.121.240
SJS	CTCP ĐT - PT Đô thị và KCN Sông Đà	200.000	500.000	n.a	40.000.000	40.000.000	100.000.000
HT1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	299.000	n.a	n.a	87.000.000	110.000.000	110.000.000
PVT	Tổng CTCP Vận tải Petro Việt Nam	756.000	n.a	n.a	72.000.000	147.600.000	147.600.000
STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	817.374	n.a	n.a	511.583.000	670.057.000	775.566.000
DIG	Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	1.000.000	49.000	n.a	60.000.000	70.000.000	100.000.000
GMD	CTCP Đại lý Liên Hiệp Vận Chuyển	1.066.859	n.a	n.a	47.500.000	72.000.000	72.000.000
PVS	Tổng Cty CP Dịch Vụ Kỹ Thuật Dầu Khí	1.843.868	n.a	n.a	100.000.000	200.000.000	200.000.000
PVD	CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí	2.166.708	n.a	n.a	132.167.504	195.817.755	195.817.755

Nguồn: Báo cáo công ty, SSI Research

*: Ước tính dựa trên giả định toàn bộ trái phiếu chuyển đổi được chuyển thành cổ phiếu

KẾT LUẬN

Tóm lại, doanh thu của năm 2010 sẽ cao hơn so với năm 2009, ở mức 24% so với 13% năm 2009. Tăng trưởng LNST sẽ thấp hơn do tăng chi phí đầu vào, chi phí lãi vay cao hơn, và dỡ bỏ hỗ trợ thuế từ chính phủ. 2010 EPS cũng sẽ giảm do rủi ro pha loãng cổ phiếu.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị lựa chọn những công ty có yếu tố cơ bản tốt, với mức tăng trưởng tích cực trong những năm tới và mức định giá hợp lý. Trên góc độ ngành, chúng tôi ưa thích một số ngành như nông nghiệp, nguyên vật liệu cơ bản, thủy sản, công nghiệp, bất động sản và ngân hàng. Quan điểm của chúng tôi về một số ngành trong năm 2010 như sau:

- **Thủy sản** là một ngành xuất khẩu mũi nhọn của Việt Nam và luôn được Chính phủ ưu tiên hỗ trợ. Sang năm 2010 ngành thủy sản dự báo sẽ có tiềm năng tăng trưởng tích cực hai con số và khả năng vượt dự báo về lợi nhuận. Một số công ty niêm yết đáng quan tâm bao gồm: HVG, MPC và ABT.
- **Bất động sản** tiếp tục là ngành tiềm năng trong 2010, với nhu cầu về phân khúc nhà ở trung bình ổn định. Một số công ty niêm yết chúng tôi yêu thích bao gồm: HAG, TDH, BCI, SJS và DIG.

- **Nguyên vật liệu cơ bản:**

✓ **Cao su tự nhiên:** kỳ vọng sẽ có tăng trưởng lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận kinh doanh cải thiện nhờ giá bán trung bình trong năm sau cao hơn năm nay, giúp bù lại phần sản lượng khai thác giảm do hoạt động thanh lý cây cao su. Cao su cũng là một trong những mặt hàng xuất khẩu mũi nhọn, vì vậy được hưởng lợi khi USD tăng giá và xuất khẩu cũng được ưu tiên hỗ trợ của Chính phủ. Các doanh nghiệp cao su vay thường vay nợ ít, có nhiều tiền mặt nên hưởng lợi trong xu hướng tăng lãi suất hiện tại. Các công ty tiêu biểu của ngành hiện đang niêm yết gồm PHR, DPR, TRC và HRC. Trong đó, mức định giá của HRC và PHR hiện đang hấp dẫn hơn tương đối.

✓ **Ngành khai khoáng, than:** sẽ được lợi khi xu hướng giá hàng hóa tiếp tục tăng trong 2010. Các công ty niêm yết chúng tôi ưa thích gồm có NBC, TC6.

✓ **Thép:** sẽ là ngành được hưởng lợi do giá có xu hướng tăng và lượng tiêu thụ cũng tăng trưởng nhờ phát triển cơ sở hạ tầng tiếp tục là lĩnh vực chiến lược thu hút đầu tư nước ngoài trong dài hạn (lưu ý sự kiện đại lễ 1000 năm Thăng Long Hà Nội sẽ được tổ chức vào cuối năm 2010 và một loạt các dự án hạ tầng ở miền Bắc sẽ được hoàn thành trước đại lễ này). HPG và Pomina là những doanh nghiệp chúng tôi quan tâm nhất.

- **Nông nghiệp** tiếp tục là một trong những ngành được ưu tiên phát triển của Chính phủ, trong đó ngành giống cây trồng và chăn nuôi ước tính tăng trưởng 2010 khoảng 20%. Chúng tôi ưa thích NSC, SSC, DBC.

- **Ngành Công nghiệp** sẽ có tiềm năng tăng trưởng tốt trong giai đoạn đầu của phục hồi sau khủng hoảng. Chúng tôi ưa thích PAC, CSM, REE (mảng điều hòa).

✓ **Nhựa xây dựng:** hiện tại các doanh nghiệp ngành nhựa xây dựng có định giá khá hấp dẫn, đặc biệt khi nhìn vào kết quả kinh doanh tăng trưởng vượt bậc của năm 2009. Sang năm sau, trong khi doanh thu nhiều khả năng tiếp tục tăng trưởng với triển vọng khả quan của thị trường xây dựng, giá nguyên liệu đầu vào tăng lên sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận. Nhưng với vị thế và năng lực tốt, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp đầu ngành vẫn sẽ đạt những kết quả kinh doanh khả quan trong năm sau. Lựa chọn của chúng tôi khi cân nhắc đầu tư vào ngành nguyên vật liệu xây dựng bao gồm 2 công ty nhựa Tiền Phong (NTP) và nhựa Bình Minh (BMP).

- **Công nghệ thông tin** tiếp tục có tiềm năng tăng trưởng tốt đặc biệt là Ngành viễn thông.

- **Ngành bảo hiểm** sẽ được lợi nhờ phục hồi kinh tế và xu hướng lãi suất tăng.

- **Ngành ngân hàng** sang đầu năm 2010 sẽ bớt khó khăn hơn thời điểm cuối 2009 do lãi suất cơ bản sẽ tăng dần, tỷ suất lợi nhuận của các ngân hàng được cải thiện.

26 tháng 11 năm 2009

PHỤ LỤC : Dự đoán tăng trưởng và định giá các công ty niêm yết

Mã CK	Tên công ty	Giá CP (26/11/09)	Giá trị vốn hóa (Bn VND)	Tăng trưởng 2009		Tăng trưởng 2010		2009 Cổ tức/Giá	P/B	2009 P/E	2010 P/E
				Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST				
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	64,500	17381	115.6%	69.5%	41%	73%	na	3.8	13.4	7.7
HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	60,000	11782	-5.0%	50.9%	61%	24%	5.0%	2.4	9.1	7.4
FPT	CTCP Phát triển đầu tư Công nghệ FPT	72,500	10431	11.1%	44.7%	22%	14%	na	3.5	8.6	7.6
DCL	CTCP Dược phẩm Cửu Long	54,000	525	20.3%	29.4%	12%	11%	4.6%	1.8	8.8	7.9
SJS	CTCP ĐT - PT Đô thị và KCN Sông Đà	163,000	6479	332.0%	341.6%	15%	5%	1.2%	4.6	12.3	11.8
HT1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	15,400	1693	26.6%	98.8%	98%	-56%	6.5%	1.3	11.0	24.9
PVT	Tổng CTCP Vận tải Petro Việt Nam	16,200	2391	48.8%	-53.5%	20%	132%	na	1.6	74.4	32.1
STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	23,100	15363	n.a	56.5%	na	18%	na	1.6	10.3	8.7
DIG	Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	100,000	6000	106.0%	99.0%	10%	10%	3.5%	5.3	11.5	10.5
GMD	CTCP Đại lý Liên Hiệp Vận Chuyển	73,000	3468	-6.6%	3Q08 lỗ	5%	-59%	na	1.5	4.9	11.8
PVS	Tổng Cty CP Dịch Vụ Kỹ Thuật Dầu Khí	32,800	5740	21.9%	-8.8%	-1%	14%	4.6%	2.3	11.7	10.3
PVD	CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí	80,000	12631	6.5%	-8.2%	34%	13%	na	3.0	14.9	13.3
DPR	CTCP Cao Su Đồng Phú	56,000	2240	-12.4%	-13.5%	21%	11%	2.7%	3.1	11.1	10.0
ACB	Ngân hàng Thương mại Á Châu	33,700	21419	n.a	1.1%	na	12%	6.8%	2.2	9.6	8.5
BCC	CTCP Xi măng Bim Sơn	13,900	1330	25.9%	6.3%	38%	-63%	7.2%	1.1	5.8	15.8
BMP	CTCP Nhựa Bình Minh	119,000	2031	34.5%	181.7%	16%	-8%	1.7%	3.2	7.5	8.1
HOM	CTCP Xi măng Hoàng Mai	13,800	994	n.a	n.a	11%	13%	7.2%	1.2	6.7	6.0
BCI	CTCP Đầu tư & Xây dựng Bình Chánh	57,500	3117	21.8%	76.8%	64%	12%	3.0%	2.6	14.1	12.5
BMI	Tổng CTCP Bảo Hiểm Bảo Minh	21,200	1601	-5.4%	-5.3%	10%	18%	na	0.8	12.2	10.3
CSM	CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam	86,500	2163	17.5%	3493.7%	16%	-23%	1.4%	4.4	6.7	8.7
DHG	CTCP Dược Hậu Giang	118,000	3146	10.0%	109.1%	10%	-9%	2.1%	3.6	11.7	12.8
DMC	CTCP Xuất nhập khẩu y tế Domesco	51,000	893	13.0%	44.2%	17%	0%	3.5%	1.8	9.9	9.9
DPM	TCTy Phân bón và Hóa Chất Dầu khí	35,800	13568	4.4%	-8.3%	20%	41%	3.6%	2.7	10.7	7.6

26 tháng 11 năm 2009

Mã CK	Tên công ty	Giá CP (26/11/09)	Giá trị vốn hóa (Bn VND)	Tăng trưởng 2009		Tăng trưởng 2010		2009 Cổ tức/Giá	P/B	2009 P/E	2010 P/E
				Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST				
NTP	CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong	103,200	2236	34.8%	123.1%	12%	-13%	2.9%	4.1	6.5	7.5
ANV	CTCP Nam Việt	19,200	1260	-41.1%	-150.0%	52%	2009 lỗ	2.6%	0.8	na	8.4
IMP	CTCP Dược phẩm Imexpharm	79,000	921	14.0%	22.2%	24%	5%	na	1.7	12.9	12.3
KBC	CTCP Phát Triển Đô Thị Kinh Bắc	61,800	12429	29.9%	127.9%	63%	63%	na	4.2	19.4	11.9
BBC	CTCP Bánh kẹo Biên Hoà	29,900	461	12.0%	144.6%	28%	-5%	4.0%	0.9	9.0	9.6
KDC	CTCP Kinh Đô	72,500	4066	3.1%	3Q08 lỗ	12%	na	3.3%	1.6	8.8	na
MPC	CTCP Thủy hải sản Minh Phú	34,100	2387	0.0%	3Q08 lỗ	15%	25%	4.4%	2.2	11.7	9.3
NKD	CTCP Chế biến TP Kinh Đô Miền Bắc	41,800	617	18.0%	10425.3%	16%	-18%	5.7%	2.4	6.2	7.5
PHR	CTCP Cao su Phước Hòa	36,900	2983	-19.1%	-17.3%	14%	5%	3.3%	3.0	10.6	10.1
PPC	CTCP Nhiệt Điện Phả Lại	19,400	6308	6.6%	3Q08 lỗ	-9%	111%	2.6%	1.4	15.7	13.6
PVF	TCT Tài chính Cổ phần Dầu khí VN	28,900	14450	n.a	1404.0%	na	-100%	1.5%	2.2	19.3	na
REE	CTCP Cơ điện lạnh	44,900	3639	-5.9%	3Q08 lỗ	9%	-14%	2.2%	1.5	9.0	10.4
TAC	Dầu Thực vật Tường An	25,200	478	-16.7%	-655.3%	na	2009 lỗ	6.3%	2.0	na	na
TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	20,800	1321	-13.0%	-9.4%	-3%	-12%	6.0%	1.6	9.0	10.3
TRC	CTCP Cao Su Tây Ninh	60,000	1800	-20.6%	-18.1%	20%	9%	2.5%	3.2	11.1	10.2
VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại Thương VN	41,800	50582	na	40.2%	na	11%	2.9%	3.2	14.3	12.9
VNM	CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk)	77,500	27195	25.3%	72.6%	20%	0%	3.9%	4.6	12.6	12.6
VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	18,100	3733	-7.4%	-16.8%	7%	4%	8.3%	1.6	12.1	11.7
Tổng cộng		283,248	13.1%	52%	24%	13.8%		2.6	11.8	10.2	

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.