

BÁO CÁO KHUYẾN NGHỊ CỔ PHIẾU

16/12/2009

1C Ngô Quyền

Hà Nội

ĐT: (848) 3936 6321

Fax: (848) 3936 6319

ssiresearch@ssi.com.vn

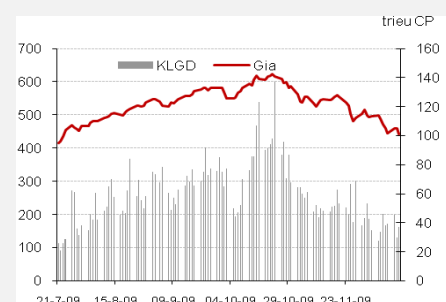
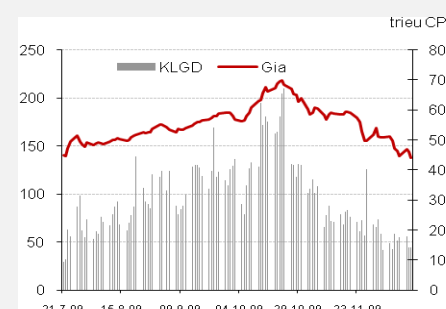
Thị trường chứng khoán thời gian gần đây đã chứng kiến những bước giảm mạnh (gần 30% kể từ khi đạt mức cao nhất của 18 tháng vào 22/10/2009) bắt nguồn từ quan ngại về bất ổn vĩ mô. Định giá của thị trường chung, đặc biệt của một số cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt, đã trở nên hấp dẫn, thích hợp cho mục đích xem xét đầu tư cho khung thời gian trung và dài hạn. Từ danh mục phân tích gồm các công ty tiêu biểu nhất trên thị trường niêm yết của SSI Research, chúng tôi đã chọn lọc ra những công ty/nhóm ngành có yếu tố cơ bản vững mạnh, tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt, đồng thời có mức định giá hiện tại đã khá hợp lý. Theo nhận định của chúng tôi, các ngành nguyên vật liệu cơ bản, vật liệu xây dựng, vận tải biển, hàng tiêu dùng, tài chính và công nghệ đang có nhiều yếu tố hỗ trợ và triển vọng kinh doanh khả quan hơn tương đối so với những ngành nghề khác. Danh sách những cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao trong những ngành này, dựa trên cơ sở kết hợp các yếu tố cơ bản và mức định giá hiện tại bao gồm:

Sàn HOSE:

- DPM:** TCTy Phân bón và Hóa Chất Dầu khí
HPG: CTCP Tập đoàn Hòa Phát
PHR: CTCP Cao su Phước Hòa
DPR: CTCP Cao Su Đồng Phú
TRC: CTCP Cao Su Tây Ninh
HRC: CTCP Cao su Hoà Bình
BMP: CTCP Nhựa Bình Minh
VST: CTCP Vận tải và Thuê tàu Việt Nam
ABT: CTCP XNK Thủy Sản Bến Tre
HVG: CTCP Hùng Vương
NSC: CTCP Giống Cây trồng Trung Ương
BBC: CTCP Bánh kẹo Biên Hoà
PAC: CTCP Pin Ấc Quy miền Nam
BVH: Tập đoàn Bảo Việt
STB: Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín
VCB: Ngân hàng TMCP Ngoại Thương VN
CTG: NHTMCP Công Thương Việt Nam
EIB: NHTMCP Xuất Nhập Khẩu Việt Nam
HAG: CTCP Hoàng Anh Gia Lai
FPT: CTCP Phát triển đầu tư Công nghệ FPT

Sàn HNX:

- NTP:** CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong
VHL: CTCP Viglacera Hạ Long
BHV: CTCP Bá Hiến Viglacera
HOM: CTCP Xi măng Hoàng Mai
VCS: CTCP Đá ốp lát cao cấp Vinaconex
DBC: CTCP Nông Sản Bắc Ninh
ACB: Ngân hàng Thương mại Á Châu

Diễn biến VNIndex**Diễn biến HNX Index**

DANH SÁCH CÁC CỔ PHIẾU CÓ CƠ BẢN TỐT & ĐỊNH GIÁ HỢP LÝ

Ngành	Mã	Giá (VNĐ) (16/12/09)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Diễn biến giá so với 30/11/09	LNST 2009 (triệu đồng)	LNST 2010 (triệu đồng)	P/E 2009	P/E 2010	P/B 3Q09	Cổ tức tiền mặt 09/Giá
Nguyên Vật Liệu Cơ Bản	Hoá chất thành phẩm (Phân bón)									
	DPM	33.300	12.621	-12,4%	1.269.296	1.794.530	9,9	7,0	2,5	3,9%
	Thép									
	HPG	53.000	10.407	-14,5%	1.289.150	1.600.737	8,1	7,2	2,1	5,7%
	Hoá chất nguyên liệu (Cao su tự nhiên)									
	PHR	31.900	2.578	-18,0%	280.402	303.811	9,2	8,5	2,6	3,8%
	DPR	46.600	1.864	-22,3%	219.290	232.209	8,5	8,0	2,6	3,2%
	TRC	46.400	1.392	-29,7%	166.979	191.861	8,3	7,3	2,5	3,2%
	HRC	31.900	547	-21,8%	78.087	92.026	7,0	5,9	1,6	6,3%
Công nghiệp (Xây dựng và VLXD)	Ống nhựa									
	NTP	90.000	1.950	-18,2%	344.508	304.305	5,7	6,4	3,6	3,3%
	BMP	104.000	1.775	-13,3%	269.527	245.202	6,6	7,2	2,8	1,9%
	Gạch									
	VHL	36.000	279	-6,3%	63.000	70.000	4,4	4,0	1,5	11,1%
	BHV	42.500	43	-15,2%	11.400	11.200	3,7	3,8	2,1	16,5%
	Xi măng									
	HOM	12.200	878	-14,7%	152.930	162.720	5,7	5,4	1,0	8,2%
Công nghiệp p	Đá ốp lát									
	VCS	56.600	849	9,5%	92.758	125.045	9,2	7,2	2,4	3,5%
	Vận tải biển									
Hàng tiêu dùng	VST	16.200	648	-22,9%	105.000	178.000	6,2	3,6	1,4	7,4%
	Nông ngư nghiệp (Thuỷ sản)									
	ABT	46.700	530	-11,0%	84.000	91.530	6,3	5,8	1,2	8,6%
	HVG	48.800	2.928	-2,4%	360.000	500.000	8,1	5,9	1,7	2,0%
	Nông ngư nghiệp (Giống cây trồng)									
	NSC	36.400	292	-9,0%	40.000	48.000	7,3	6,1	1,8	5,5%
	Nông ngư nghiệp (Thức ăn chăn nuôi)									
	DBC	29.500	751	23,7%	81.000	128.000	9,3	5,9	2,1	5,1%
	Thực Phẩm									
	BBC	24.500	378	-21,5%	51.012	51.791	7,4	7,3	0,8	4,9%
Tài chính	Phụ tùng xe (Ắc quy)									
	PAC	70.500	1.412	-16,1%	210.000	192.500	6,7	7,3	3,5	2,1%
	Bảo hiểm									
	BVH	26.000	14.899	-3,7%	850.000	930.000	17,5	16,0	1,8	3,1%
	Ngân hàng									
	STB	22.500	14.964	-11,4%	1.457.726	1.764.644	10,3	8,5	1,6	n.a.
	VCB	43.000	52.034	-6,3%	4.154.378	4.559.608	12,5	11,4	3,3	2,8%
	ACB	35.800	22.754	-2,7%	2.235.184	2.544.136	10,2	8,9	2,3	6,4%
	CTG	29.000	32.634	4,3%	2.024.505	2.556.040	16,1	12,8	2,0	n.a.
	EIB	22.900	20.152	-1,7%	1.135.000	1.418.000	17,8	14,2	n.a	5,2%
Công nghệ	Quản lý & Phát triển BĐS									
	HAG	59.500	16.033	-11,9%	1.297.500	2.250.000	12,4	7,7	3,5	n.a.
	Công nghệ									
Công nghệ	FPT	72.000	10.360	-9,4%	1.036.251	1.191.360	10,0	8,7	3,4	3,5%

Nguồn: SSI Research, BCTC công ty, Phân loại ngành ICB

Sau đây chúng tôi sẽ điểm qua những nét chính trong quan điểm đầu tư của SSI Research về những cổ phiếu và nhóm cổ phiếu nêu trên. Để xem thêm thông tin, xin mời tham khảo các báo cáo phân tích công ty đầy đủ hơn của chúng tôi.

Ngành: Nguyên Vật Liệu Cơ Bản

❖ Hoá chất thành phẩm (Phân bón): DPM

Với việc quý 4 là thời điểm tiêu thụ phân bón cho vụ đông xuân lớn nhất trong năm, kết quả kinh doanh quý 4 của DPM sẽ có nhiều cải thiện so với quý 3. Tính cả năm, chúng tôi dự báo công ty sẽ đạt khoảng 1.270 tỷ LNST, tương ứng với EPS khoảng 3.300 VNĐ. Sang năm 2010, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ có tăng trưởng mạnh, chủ yếu nhờ vào triển vọng giá bán phân bón sẽ tốt hơn năm nay và quyết định giữ lại 70 ngàn tấn urê Phú Mỹ sang tiêu thụ năm sau. DPM cũng vừa mới được Bộ công thương chấp thuận cho xuất khẩu thử 30 ngàn tấn urê Phú Mỹ, dự tính sẽ thực hiện vào năm sau, giúp công ty thăm dò tiềm năng xuất khẩu của mặt hàng này. Cũng từ năm tới, giá khí đầu vào cho nhà máy Phú Mỹ sẽ tăng lên đáng kể (trên 70%), nhưng bù lại, chi phí khấu hao cũng giảm mạnh khi nhà máy khấu hao nốt.

Tựu chung, chúng tôi dự tính công ty có thể đạt mức tăng trưởng LNST khoảng 40% trong 2010, đưa EPS lên mức 4.700 VNĐ. Tại mức giá 33.300 VNĐ, P/E 2010 của DPM là 7x, khá hợp lý để xem xét đầu tư, đặc biệt nếu xét tới việc DPM là công ty có những yếu tố cơ bản vững mạnh (vị thế đầu ngành, tiền mặt dồi dào, nợ ít ...). Tuy nhiên lượng cổ phiếu lưu hành lớn và một số vấn đề về quản trị doanh nghiệp khiến DPM khó có khả năng bật mạnh so với thị trường chung. do vậy chúng tôi dành khuyến nghị DPM cho những nhà đầu tư ngại rủi ro và có khung thời gian đầu tư tương đối dài hạn.

❖ Thép: HPG

Với những kế hoạch mở rộng chiến lược được tiến hành bài bản trong một thời gian ngắn gần đây, HPG đang chứng tỏ mình là một công ty có yếu tố cơ bản vững mạnh. Chúng tôi thấy HPG có 4 điểm mạnh nổi bật: (1) Là công ty tiên phong trong việc sản xuất thép từ thượng nguồn (upstream) xuống hạ nguồn (downstream); (2) Thế mạnh về chi phí trong dài hạn; (3) Tiềm năng dài hạn về các dự án bất động sản; (4) Ban lãnh đạo mạnh và năng động. Các điểm mạnh này giúp tạo ra triển vọng lợi nhuận tốt trong dài hạn khi các nhà máy thép, xi măng và than cốc có thể đi vào vận hành hết công suất cũng như các dự án bất động sản và khai mỏ được triển khai. Trong ngắn và trung hạn, nếu như giá thép không có biến động mạnh, dự báo HPG sẽ có mức tăng trưởng doanh thu lành mạnh nhưng EPS không thay đổi nhiều do HPG đang trong giai đoạn đầu tư tài sản cố định rất lớn. Năm 2010, mặc dù ban lãnh đạo HPG đặt ra một kế hoạch tăng trưởng khá khiêm tốn (17% tăng trưởng LNST), chúng tôi cho rằng HPG có thể đạt được kết quả cao hơn với mức tăng trưởng 24% LNST và EPS là 5089VNĐ. Với mức giá ngày hôm nay là 53,000VNĐ, PE2010 của HPG là 7x, tương đối hợp lý để đầu tư dài hạn.

❖ Hoá chất nguyên liệu (Cao su tự nhiên): TRC, HRC, DPR, PHR

Các công ty cao su tự nhiên (CSTN) hiện đang có nhiều yếu tố hỗ trợ tốt với đà hồi phục mạnh mẽ của giá CSTN thế giới kể từ đầu năm nay trong khi sản lượng khai thác quý cuối năm đang tăng mạnh theo mùa. Ngoài ra, nếu việc đồng USD và lãi suất tăng gần đây gây khó khăn cho nhiều ngành nghề kinh doanh thì các công ty CSTN lại được hưởng lợi nhờ có nguồn doanh thu bằng ngoại tệ, cộng với lượng tiền mặt dồi dào trong khi nợ vay tương đối ít. Các công ty do vậy sẽ đạt những KQKD rất khả quan trong quý 4 so với các quý trước, thậm chí có khả năng vượt cả tổng mức lợi nhuận của 3 quý đầu như PHR.

Với tình hình hiện tại (kinh tế thế giới hồi phục, nhu cầu CSTN tăng trong nguồn cung bị ảnh hưởng bởi thời tiết, tính mùa vụ và hoạt động thanh lý mạnh mẽ thời gian trước), giá CSTN được kỳ vọng sẽ tiếp tục vững ở mức cao. Xu hướng sẽ này giúp các công ty có tăng trưởng lợi nhuận trong năm sau cho dù các công ty ít nhiều sẽ có những sụt giảm nhất định trong sản lượng khai thác. Những đợt điều chỉnh sâu của TTCK thời gian gần đây đã đưa định giá của các công ty CSTN trên sàn, nhất là TRC, về những mức hấp dẫn hơn, với P/E 2010 của cả 4 CP đang dao động trong khoảng 6x-8,5x. Sự chênh lệch về định giá hiện không nhiều, và phần nào thể hiện nhìn nhận của thị trường đối với sự khác nhau trong yếu tố cơ bản giữa các công ty này. Tuy nhiên chúng tôi cũng thấy rằng ở các mức giá hiện tại, HRC và TRC phần nào đang hấp dẫn hơn một chút so với PHR và DPR.

Ngành: Công nghiệp (Phân ngành: Vật liệu xây dựng)

❖ Ống nhựa: NTP, BMP

NTP và BMP đều là các công ty có yếu tố cơ bản tốt với vị thế đầu ngành, thương hiệu mạnh, khả năng sinh lời tốt, rủi ro tài chính thấp, và tiềm năng tăng trưởng dài hạn khả quan. Sau 3 quý đầu năm 2009 với KQKD cực kỳ ấn tượng nhờ thị trường tiêu thụ phục hồi, giá đầu vào thấp trong khi giá đầu ra vẫn cao, quý 4 được kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận kết quả khả quan do hoạt động tiêu thụ vẫn diễn ra rất tốt. Chúng tôi ước tính EPS năm 2009 của cả 2 công ty có thể đạt quanh mức 16.000 VNĐ (trước khi điều chỉnh cho kế hoạch phát hành CP thường 1:1 của BMP).

Năm sau với kỳ vọng ngành xây dựng và vật liệu xây dựng tiếp tục tăng trưởng cùng với quá trình phục hồi kinh tế, các công ty đầu ngành này được kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng sản lượng và doanh thu. Việc giá nguyên vật liệu đầu vào đã tăng lên mặt bằng mới sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận, nhưng với khả năng có thể chuyển giá sang người mua, tỷ suất lợi nhuận vẫn có thể được duy trì ở mức khả quan. EPS (trước khi điều chỉnh cho kế hoạch phát hành CP thường) trong 2010 của 2 công ty theo chúng tôi có thể được duy trì ở mức 14.000-14.500 VNĐ/CP. Theo đó, P/E 2010 của NTP và BMP hiện đang khoảng 6,5-7x, là những mức tương đối hấp dẫn so với thị trường chung, đặc biệt khi xét tới những yếu tố cơ bản tốt của 2 công ty này.

❖ Gạch: VHL, BHV

Các cổ phiếu trong ngành thường có mức P/E rất thấp, trong khi tỷ lệ cổ tức/giá cao. Rủi ro chính của cổ phiếu nhóm ngành này là thanh khoản thấp.

VHL: Nhờ thị trường tiêu thụ tốt trong quý IV, Viglacera Hạ Long vẫn duy trì được kết quả kinh doanh khả quan và đạt khoảng 1000 tỷ đồng doanh thu và 63 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế 2009, tương đương mức tăng trưởng 33% về doanh thu và 40% về lợi nhuận sau thuế so với 2008. Năm 2009, với việc đầu tư chiều sâu tăng công suất sản xuất nhà máy Tiêu Dao lên 10% và cải tạo dây chuyền sản xuất Cotto thành dây chuyền sản xuất ngói, VHL dự kiến lợi nhuận sau thuế 2010 khoảng 70 tỷ, tăng 11% so với 2009. Ngoài ra, công ty cũng đang đầu tư 2 dây chuyền sản xuất gạch ngói ở Đông triều (dự kiến doanh thu khoảng 130 tỷ 1 dây chuyền), dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2011.

Điểm mạnh của VHL là công ty đầu ngành có thương hiệu mạnh dựa trên chất lượng sản phẩm cao nhờ sở hữu mỏ đất sét tốt, công suất thiết kế cao gấp nhiều lần so với các công ty trong ngành. Chính vì vậy, công ty có khả năng duy trì được mức giá bán cao mặc dù cạnh tranh trong ngành ngày một khốc liệt.

Tại mức giá hiện tại 36.000 VND, VHL đang được giao dịch ở mức P/E 2010 khá thấp là 4,6x. Công ty dự kiến trả cổ tức 40% mệnh giá trong năm nay (đã ứng trước đợt 1: 17%), tương đương với tỷ lệ cổ tức/ giá hơn 11%, là một mức khá cao trên thị trường.

BHV: Dự kiến năm 2009, Bá Hiến Viglacera đạt doanh thu 65 tỷ, lợi nhuận sau thuế 11,4 tỷ, tương đương với mức tăng trưởng 41% về doanh thu và 27% về lợi nhuận sau thuế. Công ty đặt kế hoạch tăng trưởng 15% về doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2010, tuy nhiên, thuế thu nhập doanh nghiệp năm 2010 sẽ là 25% thay vì 12,5% năm 2009. Như vậy, lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ đạt 11,2 tỷ, giảm nhẹ so với năm nay. Tại mức giá 42.500 VND, Bá Hiến đang được giao dịch ở P/E 2010 3,8x. Cổ tức dự kiến 2010 là 70%, tương đương với tỷ lệ cổ tức trên giá 16 %, cũng là một mức rất hấp dẫn, đặc biệt trong giai đoạn thị trường chưa có nhiều động lực để bật lên vững vàng hiện nay.

❖ Xi măng: HOM

Ít có đột biến trong những năm tới nhưng Hoàng Mai là 1 công ty có nền tảng cơ bản lành mạnh, tăng trưởng đều đặn trong những năm tới. Chúng tôi ước tính lợi nhuận 2009 sẽ đạt 153 tỷ, lợi nhuận năm 2010 đạt 163 tỷ, tăng trưởng 6,5% so với 2009. Tại mức giá hiện tại 12.200 VND, Hoàng Mai đang được giao dịch ở mức P/E 2010 5,4x. Với mức cổ tức 10%, tỷ lệ cổ tức trên giá là 8,2%.

❖ Đá ốp lát: Vicostone VCS

Vicostone dự kiến đạt doanh thu 476 tỷ và lợi nhuận sau thuế 93 tỷ cho năm 2009, tương đương với mức tăng trưởng so với 2008 lần lượt là 28% về doanh thu và 12% về lợi nhuận sau thuế. Công ty dự kiến vẫn có tăng trưởng tốt năm 2010 với mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận so với năm 2009 lần lượt là 25% (597 tỷ) và 35% (125 tỷ), mức tăng trưởng lợi nhuận cao hơn tăng trưởng doanh thu là do lợi nhuận từ liên doanh Style Stone. Tại mức giá hiện tại 56.600 VND, VCS đang được giao dịch ở mức P/E 2010 6,7x. (Nếu tính đến việc Beira sẽ chuyển đổi 100 tỷ trái phiếu được quyền chuyển vào quý II năm 2010, P/E 2010 sẽ là 7,2x).

Ngành: Công nghiệp (Phân ngành Vận tải biển)

❖ Vận tải hàng rời: VST

Tình hình kinh doanh của công ty vận tải hàng rời nhìn chung đã bớt khó khăn hơn trước với việc cước vận tải đang tiếp tục xu hướng tăng (tuy hiện vẫn còn khá thấp) và lượng hàng hoá thực tế không giảm quá nhiều. Trong khi VST bắt đầu có lãi từ hoạt động vận tải thì các công ty khác phần đầu hoà vốn từ hoạt động vận tải trong quý IV và có thêm lợi nhuận từ các hoạt động khác (bán tàu, bán cổ phiếu đang nắm giữ.v.v). Việc đồng VND bị điều chỉnh giảm 5,4% gây tác động xấu tới các khoản nợ mua tàu bằng USD của các công ty trong ngành, nhưng điều này được bù đắp bởi các khoản doanh thu bằng ngoại tệ. Ngoài ra hiện nay Bộ Tài chính đang xem xét để các công ty vận tải biển (Vinalines chiếm cổ phần khổng lồ) được giảm khấu hao cho các năm 2009, 2010 tương ứng với phần lỗ trong hoạt động vận tải và nếu được thông qua sẽ giúp các công ty vận tải biển bớt khó khăn hơn trong những năm trước mắt. Trong số các công ty vận tải biển, VST hiện tỏ ra khá hấp dẫn khi vẫn tiếp tục xu hướng có lãi từ hoạt động vận tải kể từ tháng 8/2009 trong khi giá cổ phiếu lại giảm khá mạnh khiến P/E 2010 theo ước tính của chúng tôi đã về mức rất thấp là 3,6x.

Ngành: Hàng tiêu dùng

❖ Nông ngư nghiệp (Thủy sản): ABT, HVG

Ngành thủy sản tiếp tục là ngành được hưởng lợi nhiều từ các chính sách của Nhà nước về vốn, quy hoạch ngành cũng như hỗ trợ trong việc thâm nhập thị trường nhập khẩu. Việc đồng VND giảm giá tới 5,4% so với USD sẽ giúp các doanh nghiệp trong ngành thu được một khoản lãi tương đối lớn từ chênh lệch tỷ giá trong năm 2009 cũng như cải thiện lợi nhuận trong những năm tiếp theo và nâng cao tính cạnh tranh trên thị trường thế giới. Với việc giảm điểm của thị trường trong thời gian vừa qua đã khiến P/E 2009 trung bình của ngành thủy sản giảm xuống chỉ còn 7,5x (chỉ tính ABT, ACL, CAD, IFS, MPC, HVG, TS4, VHC) và điều này đã khiến nhóm cổ phiếu ngành thủy sản trở nên khá hấp dẫn cho việc đầu tư dài hạn khi tiềm năng tăng trưởng trong năm 2010 đã trở nên tương đối rõ ràng. Các công ty đáng chú ý trong ngành thủy sản bao gồm CTCP Hùng Vương (HVG) và CTCP XNK thủy hải sản Bến Tre (ABT).

HVG: bên cạnh các thuận lợi chung của ngành thủy sản trong năm 2010 (các yếu tố tỷ giá, hỗ trợ của nhà nước) và các điểm chúng tôi đã phân tích trong báo cáo niêm yết HVG trong tháng 11/2009, công ty còn có tiềm năng phát triển nhờ vào các dự án bất động sản hợp tác với Quốc Cường Gia Lai, cũng như mảng kinh doanh kho lạnh của công ty với khá nhiều lợi thế do thuê được đất với giá khá rẻ so với mặt bằng hiện nay. Rủi ro của Hùng Vương nằm ở việc tỷ lệ các khoản phải thu khách hàng hiện ở mức tương đối cao và điều này ảnh hưởng tới chất lượng lợi nhuận của công ty. Với mức giá hiện tại, PE 2010 của HVG ước tính ở mức 5,9x, thấp hơn mức trung bình của ngành và rất thích hợp cho các mục tiêu đầu tư dài hạn.

ABT: đây là một công ty xuất khẩu thủy sản có quy mô vốn nhỏ, với hai mặt hàng chính là cá tra và nghêu, trong đó riêng với mặt hàng nghêu thì ABT là doanh nghiệp xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Nguồn nguyên liệu đầu vào của công ty khá ổn định: Về cá tra, công ty có 4 ngư trường đảm bảo tới 95% nhu cầu chế biến; Về nghêu: công ty thu mua từ các hợp tác xã và tổ hợp tác nuôi nghêu (nghêu Bến Tre vừa được cấp chứng nhận của Hội đồng biển Quốc tế (Marine Stewardship Council – MSC) và điều này sẽ tạo cơ hội cho việc mở rộng phát triển của ngành nuôi nghêu Bến Tre nói chung và các công ty xuất khẩu nghêu như ABT nói riêng). Một lợi thế khác của ABT do có quy mô nhỏ là đối tượng khách hàng chính của công ty là các nhà bán lẻ với các đơn đặt hàng nhỏ để bán trong các hệ thống siêu thị nên thời gian thanh toán khá nhanh (các khách hàng thông thường chỉ nợ 30 ngày, thay vì 90 hay 180 ngày đối với các đơn hàng lớn). Công ty có kế hoạch sẽ tiếp tục trả cổ tức năm 2009 20% bằng tiền mặt vào đầu năm 2010 sau khi số cổ phiếu thưởng (5:1) và cổ tức bằng cổ phiếu (5:1) bắt đầu được giao dịch. Đối với năm 2010, với chiến lược đề cao tính ổn định của

việc tăng trưởng, nhiều khả năng mức tăng trưởng lợi nhuận của hoạt động sản xuất kinh doanh chính sẽ ở mức 15-20% và hoạt động đầu tư tài chính của công ty có thể sẽ mang lại lợi nhuận khi thị trường chứng khoán có những diễn biến tích cực. EPS 2010 của ABT dự kiến thấp nhất cũng sẽ ở mức 8100 VND và với mức giá hiện nay thì PE 2010 ở mức 5,8x, cùng với việc chỉ số P/B chỉ ở mức 1,2, cho thấy cổ phiếu ABT khá hấp dẫn đối với việc đầu tư trong dài hạn.

❖ **Nông ngư nghiệp (Giống cây trồng): NSC**

NSC là công ty đầu ngành giống tại miền Bắc và miền Trung, có yếu tố cơ bản và tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt do nhu cầu giống cao trong khi nguồn cung hạn chế. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của NSC năm 2009 lần lượt là 309 tỷ và 40 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 44% và 43% so với năm 2008. Hiện tình hình tiêu thụ sản phẩm của công ty vẫn tốt, quý 4 là thời điểm chuẩn bị bước vào vụ Đông xuân, là mùa cao điểm của NSC nên sẽ đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh của công ty. Thêm vào đó, nhu cầu giống quý 4 năm nay sẽ cao do đợt bão vào miền Trung đầu tháng 10 vừa qua có khoảng 2.500 ha lúa, gần 6.000 ha hoa màu bị ngập nước và hư hỏng cần gieo trồng lại.

Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2010 đạt 48 tỷ đồng, tăng trưởng 20% so với năm 2009 nhờ vào việc phát triển phân phối ngô giống vào miền Nam và các nước láng giềng như Lào và Campuchia. Ngô giống là sản phẩm có khả năng sinh lời cao (biên lợi nhuận gộp khoảng 50%), hiện tại mới đóng góp 17% vào doanh thu NSC. Ngoài ra công ty còn có thể có thu nhập bất thường từ việc bán khu đất 13.200 m² tại thị trấn Đồng Văn, tỉnh Hà Nam.

Tại mức giá 36.400 đ/cp ngày 16/12/2009, PE 2009 và PE2010 của NSC tương ứng là 7,3x và 6,1x, khá hợp lý để đầu tư trung và dài hạn.

❖ **Nông ngư nghiệp (Thức ăn chăn nuôi): DBC**

Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận của DBC trong năm 2009 lần lượt là 1.900 tỷ VND và 81 tỷ VND, tương đương với mức tăng trưởng 13% về doanh thu và 41% về lợi nhuận sau thuế, nhờ việc lợi nhuận gộp quý IV năm 2009 dự kiến tốt hơn quý III 2009 do công ty đã dự trữ được USD tránh lổ chênh lệch tỷ giá, cộng thêm giá nguyên vật liệu đầu vào giảm. Sang năm sau, với việc nhà máy chế biến thịt gia cầm (công suất 2000 con/giờ) và nhà máy Dabaco Sông Hậu (công suất 20 tấn/h, nâng tổng công suất TACN thêm 36%) đi vào hoạt động, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận năm 2010 của DBC lần lượt là 2.700 tỷ và 115 tỷ, tương đương với mức tăng trưởng 42% doanh thu và 42% lợi nhuận sau thuế so với năm 2009.

Tại mức giá 29.500 VND, DBC đang được giao dịch ở P/E 2010 5,9x, cổ tức trên giá 5,1%. Rủi ro chính của công ty là những bệnh gia cầm, và việc nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào khiến công ty đối mặt với rủi ro tỷ giá.

❖ **Thực Phẩm (Bánh kẹo): BBC**

Kết thúc ngày 16/12/2009 với mức giá 24.500VND/cổ phiếu, BBC đã rơi xuống mức P/E 2009 khoảng 7.4x, P/E 2010 trong trường hợp thận trọng khoảng 7.3x và P/B khoảng 0.75x. Với việc đi vào hoạt động của nhà máy Bình Dương 2 vào đầu năm, tốc độ tăng trưởng doanh thu của BBC được kỳ vọng sẽ đạt mức 25-30% trong năm sau và thị phần sẽ được mở rộng. Tuy nhiên chi phí khấu hao gia tăng, tăng giá nguyên liệu và hoàn nhập dự phòng có giới hạn sẽ là áp lực lên lợi nhuận 2010 của công ty và chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận 2010 sẽ khiêm tốn hơn nhiều so với tăng trưởng doanh thu. Việc xây dựng nhà máy mới ở miền Bắc vào năm 2011 có khả năng được giãn tiến độ ra thêm 1 tới 2 năm tùy thuộc vào việc huy động vốn (khoảng 300 tỷ) từ dòng tiền hoạt động, phát hành cho cổ đông hiện hữu và vay nợ, sẽ phần nào ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty trong giai đoạn tới. Song chúng tôi tin rằng hai yếu tố cơ bản cần nhìn nhận với cổ phiếu BBC là: (i) Công ty đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh, dự kiến khoảng 2 năm tới khi tốc độ tăng doanh thu mạnh mẽ bù đắp toàn bộ các vấn đề khấu hao và đầu tư tài chính thì tầm vóc và khả năng sinh lời của BBC sẽ ở một mức độ hoàn toàn khác hiện nay; (ii) Mức giá hiện tại dưới giá trị sổ sách khá sâu (32,555VND/cổ phiếu) là một điểm vào an toàn cho đầu tư dài hạn với khung thời gian trên 2 năm.

Rủi ro hàng đầu của BBC vào thời điểm này là khả năng cạnh tranh phát triển khâu làm thương hiệu và bán hàng để phân phối sản lượng của nhà máy mới, trong tương quan so sánh với hệ thống phân phối khổng lồ của đối thủ cạnh tranh lớn nhất Kinh Đô (KDC, NKD). Một vấn đề cần quan tâm khác là nếu khung thời gian

của nhiều nhà đầu tư dưới hai năm, các vấn đề khấu hao, tăng giá nguyên liệu và giảm hoàn nhập dự phòng của BBC trong 2010 - 2011 sẽ ảnh hưởng lớn hơn tới quyết định đầu tư, hạn chế dòng tiền vào cổ phiếu này để tìm kiếm những cơ hội hấp dẫn hơn trong ngắn và trung hạn. Việc room cho nhà đầu tư nước ngoài luôn ở quanh mức 0% cũng sẽ là rào cản với nhiều quỹ nước ngoài tại Việt Nam.

❖ Phụ tùng xe (Ắc quy): PAC

Chúng tôi thấy PAC đã giảm về vùng giá hấp dẫn tại mức 70.500 VNĐ ngày 16/12/2009. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của PAC là 210 tỷ VNĐ năm 2009 và 192.5 tỷ VNĐ năm 2010. PAC vừa phát hành cổ phiếu thưởng tỉ lệ 4:1 cho cổ đông hiện hữu. Sau khi điều chỉnh cho sự kiện này, ước tính EPS của PAC là 10.181 VNĐ năm 2009 và 9.333 VNĐ năm 2010. Chúng tôi không quá lo ngại việc EPS năm sau thấp hơn năm nay do năm nay công ty hoàn nhập hơn 50 tỷ từ dự phòng giảm giá hàng tồn kho. PE2009 hiện là 6,7x và PE2010 là 7,3x. PAC chiếm lĩnh thị trường pin và ắc quy tại Việt Nam với thị phần chi phối là 50% - 60% cho 2 dòng sản phẩm này. Nhà máy ắc quy mới khi đi vào hoạt động sẽ đảm bảo vị trí dẫn đầu thị trường của PAC trong tương lai. Chúng tôi thấy ngành nghề kinh doanh của PAC cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro nhưng công ty cũng đã đề ra các phương án để giảm thiểu thiệt hại từ các rủi ro gặp phải. Chúng tôi tin rằng tăng trưởng của PAC là bền vững và mức PE hợp lý cho PAC là 9x – 10x.

Ngành: Tài chính

❖ Bảo hiểm: BVH

Trong một vài tháng qua, cùng với sự điều chỉnh của thị trường, các cổ phiếu ngành bảo hiểm cũng giảm giá, thậm chí còn giảm sâu hơn thị trường chung (kể từ đỉnh của thị trường gần đây vào ngày 22/10, thị trường đã giảm 26.4%, trong khi các cổ phiếu bảo hiểm giảm từ 28.6%-32.8%). Chúng tôi nhận thấy sự điều chỉnh này đã đưa giá của các cổ phiếu bảo hiểm về vùng giá khá hấp dẫn.

Chúng tôi lạc quan về triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp bảo hiểm trong thời gian tới và điều này đến từ 2 yếu tố: (1) Doanh thu phí bảo hiểm vẫn được kỳ vọng có tăng trưởng (tuy tăng trưởng có thể ở mức thấp trong bối cảnh nền kinh tế hiện tại) (2) Trong khi chính sách thắt chặt tín dụng của Chính phủ, lãi suất tăng ảnh hưởng tiêu cực lên nhiều doanh nghiệp sản xuất, chính sách này lại ảnh hưởng tích cực lên lợi nhuận đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm do phần lớn các khoản đầu tư là tiền gửi ngân hàng và trái phiếu. Cộng với những nguồn thu mới từ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm ở trên sẽ đóng góp thêm vào danh mục đầu tư và lợi nhuận.

Ở thời điểm hiện tại, một lựa chọn tốt trong cổ phiếu ngành bảo hiểm là cổ phiếu Tập đoàn Bảo Việt (BVH). BVH đã liên tục nằm trong xu hướng giảm giá từ khi chào sàn, điều chỉnh từ mức giá khoảng 46,000 xuống giá đóng cửa ngày hôm nay là 26,000. Trong những lần cập nhật trước, chúng tôi đã luôn cho rằng BVH được định giá quá cao. Tuy nhiên, với mức giá hiện nay, P/B của BVH đang ở mức hấp dẫn (1.8x, nếu tính thêm số lượng cổ phiếu HSBC Insurance đăng ký mua thêm và mức giá mua khoảng 35,000 theo thỏa thuận, thì P/B của BVH chỉ là 1.6x). Theo ước tính của chúng tôi, P/E 2009 và 2010 tương ứng khoảng 17,5x và 16x. Với những lợi thế cạnh tranh mà BVH có trong ngành bảo hiểm, chúng tôi cho rằng BVH hiện tại là một lựa chọn tốt để đầu tư cho danh mục trung và dài hạn.

❖ Ngân hàng: ACB, STB, VCB, CTG, EIB

Kể từ khi chúng tôi có báo cáo “Quan điểm đầu tư ngành ngân hàng cuối năm 2009” ra ngày 12/10/2009, giá của phần lớn cổ phiếu ngân hàng đã không tăng và luôn diễn biến thấp hơn so với VNIndex. Điều này đúng với dự báo của chúng tôi về những khó khăn sẽ làm cổ phiếu ngân hàng sẽ trở nên kém hấp dẫn. Những khó khăn đó là tăng trưởng tín dụng bị hạn chế, lợi nhuận lãi biên giảm, nguồn thu từ đầu tư chứng khoán cũng như hoàn nhập dự phòng giảm, trong khi các khoản chi phí như chi phí dự phòng và chi phí hoạt động sẽ tăng trong thời gian cuối năm.

Sang năm 2010, trong những tháng đầu năm thì dư âm của những khó khăn của 2009 sẽ vẫn còn nhưng trong đó cũng sẽ tiềm ẩn các nhân tố hỗ trợ cho tăng trưởng của ngành ngân hàng. Thứ nhất, đà hồi phục kinh tế của thế giới và Việt nam sẽ được khẳng định rõ ràng hơn trong nửa đầu năm 2010 và khi có những tín hiệu khẳng định sự hồi phục đó, ngành ngân hàng với tư cách là ngành xương sống của các nền kinh tế sẽ có nền tảng tốt để tăng trưởng. Thứ hai, những thay đổi trong chính sách tiền tệ sẽ dần được ổn định và

để đoán định hơn trong năm 2010 sau những xáo trộn bất ngờ vào cuối 2009. Đây là yếu tố thuận lợi cho hệ thống ngân hàng nói riêng và cho TTCK nói chung. Thứ ba là tăng trưởng tín dụng cũng như lợi nhuận lãi biên có cơ hội được cải thiện trong nửa đầu năm 2010 do LSCB đã được điều chỉnh tăng cũng như hạn mức tăng trưởng tín dụng của 2010 vẫn ở mức khá cao (30%). Như vậy, nguồn thu từ lãi sẽ có tăng trưởng so với cuối 2009.

Trong các ngân hàng đang niêm yết thì ACB hiện đang có P/E và P/B 2010 dự báo 10,2x và 2,3x; STB có PE và PB 2010 là 8,5x và 1,2x, theo ước tính của chúng tôi. Đây là các mức PE và PB thấp trong lịch sử giá của 2 cổ phiếu này. Chúng ta không nên kỳ vọng vào một sự hồi phục nhanh của nền kinh tế và vì vậy cũng không nên kỳ vọng vào sự tăng trưởng nhanh của ngành ngân hàng trong năm 2010. Tuy vậy với khả năng đạt được KQKD tốt lên dần trong 2010, ngành ngân hàng sẽ trở lại được sự quan tâm nhiều hơn của giới đầu tư và đây là yếu tố quan trọng để giữ giá cổ phiếu ngân hàng.

❖ Quản lý & Phát triển BDS: HAG

Với thông tin mới công bố lợi nhuận 11 tháng đạt 1603 tỷ trước thuế rất gần với mục tiêu 1700 tỷ, kế hoạch 2009 của HAG là khả thi. Kế hoạch kinh doanh 2010 chưa được công bố, song chúng tôi cũng tin vào tính khả thi của mục tiêu 3000 tỷ trước thuế do: (i) Dự án An Tiến đã được bán toàn bộ (996 căn hộ, giá trung bình 1000 – 1100USD/m², hạch toán chủ yếu vào 2010); (ii) Việc hạch toán của chuỗi dự án đang trong tiến trình xây dựng (Phú Hoàng Anh, Dak Lak, Cần Thơ, Đà Nẵng, gần 1 triệu tấn tinh quặng dự kiến bán trong năm và dự án thủy điện đầu tiên công suất khoảng 24MW bắt đầu hoạt động); (iii) Khả năng đẩy mạnh thi công và bán hàng các dự án dự kiến triển khai trong 2010 (Incomex, Kinh Tế, Phan Văn Khỏe...). Hiện tại với lượng tiền mặt hơn 1800 tỷ phần lớn từ đợt phát hành trái phiếu vừa xong, HAG đã có vốn để tiếp tục tiến hành suôn sẻ việc xây dựng song song các dự án trong thời gian trước mắt. Bên cạnh đó, đáng lưu ý là việc đăng ký mua vào liên tục của cổ đông nội bộ và cổ đông lớn trong khoảng từ cuối tháng 11/2009 tới tháng 2/2010. Một thông tin khác là mức giá chuyển đổi của đợt phát hành trái phiếu gần đây vào tháng 10/2010 là 65,743 VND/cổ phiếu và đây sẽ là một ngưỡng hỗ trợ khá mạnh cho cổ phiếu này trong năm 2010.

Kết thúc ngày 16/10/2009 với mức giá dừng ở mức 69.500VND/cổ phiếu, HAG đã rơi xuống vùng P/E kế hoạch 2009 khoảng 12,4x và P/E kế hoạch 2010 ở mức 7,7x, khá hấp dẫn trong ngành bất động sản. Chúng tôi tin rằng những yếu tố hỗ trợ của HAG về mặt cơ bản và thị trường đã nêu trên đây đáng để nhà đầu tư quan tâm lưu ý trong khung thời gian một năm tới. Rủi ro của công ty trong thời gian tới là: (i) Thị trường bất động sản tiếp tục trầm lắng do thắt chặt tín dụng, ảnh hưởng tiến độ bán hàng; (ii) Trường hợp diễn biến giá HAG không thuận lợi và nhiều trái chủ không thực hiện chuyển đổi sang cổ phiếu, công ty có khả năng sẽ bị sức ép về dòng tiền khi trái phiếu 1450 tỷ đáo hạn vào tháng 10/2010; (iii) Tâm lý chưa thực sự vững vàng của các nhà đầu tư vào thị trường cổ phiếu nói chung và ngành bất động sản nói riêng do nhiều thông tin bất lợi về ngành, sẽ gây sức ép lên giá cổ phiếu HAG.

Ngành: Công nghệ

❖ Công nghệ: FPT

Trong báo cáo trước của chúng tôi, giá khuyến nghị cho FPT được định ở mức 101.000 VNĐ. Giá cổ phiếu đã tăng lên 93.000 VNĐ trước khi giảm cùng với thị trường trong vài tuần vừa qua. Hiện tại giá cổ phiếu của FPT theo chúng tôi đã ở mức rất hấp dẫn, 72.000 VNĐ tại cuối ngày 16/12/2009. Tại mức giá này, chúng tôi ước tính PE2009 là 10x và PE2010 là 8,7x. So sánh với các công ty cùng ngành ở các thị trường trong khu vực, chúng tôi tin rằng PE của FPT nên ở mức 12x – 13x. FPT vẫn là công ty lớn nhất trong ngành IT Việt Nam với tình hình tài chính lành mạnh và tăng trưởng kinh doanh bền vững trong thời gian tới. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị mua cổ phiếu này. Để có thông tin chi tiết hơn, xin mời tham khảo thêm báo cáo cập nhật FPT của chúng tôi ra vào tuần tới.

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ		ssiresearch@ssi.com.vn
Lê Lệ Hằng	Giám đốc khối	hangl@ssi.com.vn
Nguyễn Đức Hùng Linh	Giám đốc TVĐT	linhndh@ssi.com.vn
Nguyễn Hồng Dung	Giám đốc Phân tích	dzungnh@ssi.com.vn
Nguyễn Thanh Hà	Giám đốc PT Kinh tế	hantc@ssi.com.vn
Hoàng Việt Phương	Phó GD TVĐT	phuonghv@ssi.com.vn
Nguyễn Minh Quân	Phụ trách dự án	quanpm@ssi.com.vn
Nguyễn Thu Huyền	Chuyên viên cao cấp	huyenntt@ssi.com.vn
Tô Thùy Linh	Chuyên viên cao cấp	linhtt@ssi.com.vn
Phạm Lưu Hưng	Chuyên viên Phân tích	hungpl@ssi.com.vn
Phạm Phương Linh	Chuyên viên Phân tích	linhpp@ssi.com.vn
Nguyễn Đức Minh	Chuyên viên Phân tích	minhnd@ssi.com.vn
Vũ Cường	Chuyên viên Phân tích	cuongv@ssi.com.vn
Nguyễn Quỳnh Nga	Chuyên viên Phân tích	nganq@ssi.com.vn
Nguyễn Công Hiệp	Chuyên viên Phân tích	hiepn@ssi.com.vn
Trần Tuyết Ngọc	Trợ lý Khối	ngocthn@ssi.com.vn