

## TỔNG QUAN

Năm 2010 đã qua đi với kết quả không khả quan như kỳ vọng của phần lớn nhà đầu tư. Trước sự không ổn định của các biến số kinh tế vĩ mô như lạm phát, lãi suất và tỷ giá cũng như nguồn cung cổ phiếu quá lớn từ những đợt phát hành thêm hoặc niêm yết mới, giá cổ phiếu của hầu hết các ngành đều bị ảnh hưởng không tích cực ở các mức độ khác nhau. Cao su tự nhiên, thực phẩm và đồ uống là hai trong số những ngành hiếm hoi có màn trình diễn ấn tượng nhờ sự ổn định cao của nhu cầu đối với những mặt hàng này.

Báo cáo này của chúng tôi cố gắng nhận diện những yếu tố chính ảnh hưởng tới xu hướng vận động của một số ngành quan trọng trong năm 2011 trong bối cảnh các biến số vĩ mô vẫn rất khó dự báo chính xác. Bên cạnh đó, một vài cổ phiếu triển vọng trong mỗi ngành (nếu có) cũng được chúng tôi miêu tả vắn tắt như những gợi ý về cơ hội đầu tư tiềm năng. Những thông tin chi tiết hơn hoặc báo cáo nghiên cứu công ty đầy đủ có thể được cung cấp bằng cách liên hệ với các chuyên viên nghiên cứu.

Những ngành ưa thích của chúng tôi trong năm 2011 là Cao su tự nhiên, Khoáng sản cơ bản, Đường mía, Bảo hiểm phi nhân thọ và Cảng biển. Đây đều là những ngành nhiều khả năng sẽ được hưởng lợi từ sự ổn định của nhu cầu tại thị trường trong nước và thế giới. Bên cạnh đó, doanh thu bằng ngoại tệ do xuất khẩu sản phẩm của một số công ty cũng sẽ là một lợi thế nếu sức mạnh của đồng VND chưa được cải thiện trong năm nay.

Ở bên kia của bảng xếp hạng của chúng tôi, xi măng và điện là hai trong số những ứng cử viên đáng chú ý cho việc giảm tỷ trọng phân bổ. Các doanh nghiệp sản xuất xi măng hiện đang phải đối mặt với tình trạng cung vượt cầu và những khó khăn về tài chính do biến động tỷ giá của các khoản nợ lớn bằng ngoại tệ. Các cổ phiếu điện luôn bán hết các sản phẩm đầu ra nhưng khó khăn ở đầu vào như giá than cao hơn đối với nhiệt điện hay thiếu hụt nguồn nước do khô hạn đối với thủy điện là những thách thức thật sự trong năm nay. Bên cạnh đó, sự mất giá của VND so với các ngoại tệ mạnh như JPY hay USD cũng làm ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả lợi nhuận cuối cùng.

Quan điểm của chúng tôi về triển vọng của các ngành trong năm 2011 được tóm tắt trong bảng dưới đây. Các thông tin chi tiết hơn sẽ được trình bày bắt đầu từ trang 2 của báo cáo này.

Ngành	Quan điểm đầu tư	Chuyên viên nghiên cứu	Trang
<b>Ngân hàng</b>	Trung lập	Vũ Phương Hạnh, Nguyễn Quang Huy	2
<b>BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ</b>	Tăng phân bổ	Nguyễn Quang Huy	4
<b>BẤT ĐỘNG SẢN</b>	Trung lập	Chu Thế Huỳnh, Nguyễn Anh Trung, Hoàng Công Tuấn, Vũ Anh Khôi	6
<b>THÉP</b>	Trung lập	Nguyễn Trà Lân	8
<b>NHỰA</b>	Tăng phân bổ	Nguyễn Hải Anh	9
<b>XI MĂNG</b>	Giảm phân bổ	Nguyễn Trà Lân	10
<b>KHOÁNG SẢN</b>		Nguyễn Khắc Kim	11
+ Khoáng sản cơ bản	Tăng phân bổ	Nguyễn Khắc Kim	11
+ Khoáng sản vật liệu xây dựng	Trung lập	Nguyễn Khắc Kim	12
+ Than	Trung lập	Nguyễn Khắc Kim	12
<b>CAO SU TỰ NHIÊN</b>	Tăng phân bổ	Phạm Đăng Mạnh Hồng Lân	13
<b>THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG</b>		Lê Tất Thành	15
+ Ngành dầu ăn, bánh kẹo, và bia	Giảm phân bổ	Lê Tất Thành	15
+ Ngành sữa	Trung lập	Lê Tất Thành	15
+ Ngành đường	Tăng phân bổ	Lê Tất Thành	15
<b>THỦY SẢN</b>	Trung lập	Nguyễn Hoài An	17
<b>CẢNG BIỂN</b>	Tăng phân bổ	Nguyễn Hữu Duy	18
<b>ĐIỆN</b>	Giảm phân bổ	Nguyễn Mạnh Tú	19
<b>DẦU KHÍ</b>	Trung lập	Nguyễn Thị Phương Thúy	20

**Vũ Phương Hạnh**

Email: [Hanh.VuPhuong@tls.vn](mailto:Hanh.VuPhuong@tls.vn)
**Nguyễn Quang Huy**

Email: [Huy.NguyenQuang@tls.vn](mailto:Huy.NguyenQuang@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Trung lập**
**THỐNG KÊ NGÀNH**

	2008	2009	2010E	2011E
T.tr tín dụng	17.92%	65.95%	34.12%	30.84%
T.tr huy động	52.50%	29.52%	32.12%	30.13%
NIM	2.98%	3.37%	3.12%	3.24%
OPM	31.65%	44.94%	39.72%	39.40%
Lãi trc DP/TN HD	23.58%	28.93%	24.66%	25.45%
Net PM	13.87%	19.40%	16.68%	17.42%
ROAA	1.46%	1.60%	1.39%	1.40%
ROAE	15.46%	18.62%	16.27%	14.65%

*Nguồn : TLS tính trung bình trên 6 ngân hàng niêm yết.*

**NHÌN LẠI NĂM 2010**

Ngành ngân hàng trong năm 2010 vừa qua đã đối mặt với nhiều khó khăn đáng kể như những thay đổi về chính sách vĩ mô liên quan đến tỷ giá, biến động lãi suất trên thị trường, cạnh tranh huy động (đặc biệt trở nên gay gắt hơn vào nửa cuối năm 2010). Trong khi đó, các ngân hàng vẫn phải chịu sức ép hạ lãi suất cho vay theo hướng dẫn của NHNN, kéo theo lợi nhuận từ lãi của các ngân hàng bị giảm đáng kể. Tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng cả năm 2010 theo NHNN ước khoảng 29.81% (trong đó tăng trưởng tín dụng bằng ngoại tệ cao hơn hẳn với 49.3%, trong khi VND là 25.3%). Con số này đã vượt chỉ tiêu do NHNN đề ra từ đầu năm là 25%. Về hoạt động huy động vốn, năm 2010 đánh dấu một năm cạnh tranh gay gắt về thị phần huy động giữa các ngân hàng do diễn biến về lãi suất trên thị trường liên tục tăng cao, một hệ quả chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kiểm soát sự gia tăng của các chỉ số về lạm phát. Đa số các ngân hàng hầu như không đạt được chỉ tiêu về huy động theo như kế hoạch. Mặc dầu vậy, cũng có một số ngân hàng lớn như VCB, CTG, STB, và MB có khả năng đạt hoặc vượt kết quả kinh doanh theo như kế hoạch đề ra.

**Một số chỉ tiêu ngành ngân hàng 3 quý đầu năm (Tỷ VND)**

Ngân hàng	Tín dụng	Huy động	Thu nhập lãi	Thu nhập từ dịch vụ	LNST	% so với năm trước
VCB	162,143	191,414	6,032	696	3,134	79.40%
CTG	205,981	173,109	8,252	924	2,771	96.40%
ACB	80,233	106,787	2,890	366	1,765	80.10%
STB	78,118	80,938	2,426	569	1,540	92.20%
EIB	53,074	50,754	1,952	178	1,341	118.40%

*Nguồn : TLS*

Trong quý 4/2010, tăng trưởng tín dụng của toàn ngành ước đạt khá cao (khoảng hơn 12%) do nhu cầu vốn cho thanh toán của các doanh nghiệp đặc biệt tăng cao vào cuối năm. Lãi suất huy động trong quý 4 cũng tăng cao do nhu cầu đáp ứng thanh khoản của ngân hàng vào cuối năm.

**TRIỂN VỌNG 2011**

Năm 2011 Ngân hàng nhà nước đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng thấp hơn 2010, ở mức 23%. Mục tiêu lạm phát cũng được kiểm chế ở mức 3.5% cho khoảng thời gian nửa đầu năm 2011. Trong bối cảnh lạm phát còn ở mức rất cao trong tháng 12, mục tiêu này là một thách thức lớn. Với hai mục tiêu này có thể kỳ vọng chính sách tiền tệ tiếp tục ít khả năng được nới lỏng đáng kể trong năm 2011, ít nhất là vào quý 1 và đầu quý 2 năm 2011. Ngoài ra tác động của các chính sách 13,19, 22 và các quy định khác có thể thắt chặt hơn hoạt động của các ngân hàng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến hoạt động và thu nhập của ngành trong năm 2011. Do thu nhập của ngành ngân hàng chủ yếu tập trung ở mảng tín dụng, triển vọng của ngành ngân hàng trong năm 2011 rõ ràng chưa thấy có nhiều điểm sáng sủa.

Chỉ số giá tiêu dùng được công bố ở mức cao hơn dự đoán sẽ là rào cản lớn cho việc giảm lãi suất cơ bản. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng trong quý 1/2011, cụ thể là sau tết âm lịch, lãi suất có khả năng sẽ "hạ nhiệt" do các ngân hàng thoát khỏi sức ép huy động vốn mang tính chất chu kỳ để đáp ứng các chỉ tiêu thanh khoản vào thời điểm cuối năm và vào dịp tết âm lịch. Dự nợ tín dụng cũng được dự đoán sẽ tăng trưởng khá trong quý 1 năm 2011 do việc thực hiện giải ngân 1 số hợp đồng vay vốn đã bị một số ngân hàng hoãn lại từ cuối năm trước khi tăng trưởng tín dụng đã vượt chỉ tiêu 2010. Tỷ lệ lãi biên có xu hướng thu hẹp làm giảm thu nhập ròng từ mảng này, tuy nhiên được kỳ vọng có thể được cải thiện từ quý 2 /2011 và sau khi lãi suất huy động giảm. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ của ngành ngân hàng trong quý 1 /2011 có thể bị ảnh hưởng bởi tính chất mùa vụ khi tăng trưởng kinh tế trong quý 1 thường ở mức thấp hơn các quý khác. Do đó, kết quả kinh doanh của các ngân hàng trong quý 1 có thể không có nhiều đột biến so với quý trước. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng vào một kết quả hoạt động khả quan hơn vào nửa cuối năm 2011 và cho rằng chỉ số lợi nhuận của ngành ngân hàng có thể được cải thiện nhẹ trong năm 2011.

Rủi ro lớn nhất trong thời gian tới là rủi ro liên quan đến chính sách quản lý của Ngân hàng nhà nước trong việc thắt chặt và ổn định hoạt động của hệ thống ngân hàng. Đây vẫn luôn là mối quan tâm lớn của các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, nợ xấu của ngành vừa được công bố ở mức 2.5% (nếu tính cả khoản nợ của Vinashin với tổng giá trị khoảng 26 nghìn tỷ đồng là khoảng 3.2%). Mặc dù con số này thấp hơn so với quy định nhưng vẫn khá cao so với trung bình trên thế giới. Điều này dẫn tới áp lực trong hoạt động quản trị rủi ro ngân hàng trong thời gian tới. Ngoài ra, nguồn cung cổ phiếu ngân hàng vẫn tiếp tục có khả năng ảnh hưởng tiêu cực tới giá cổ phiếu của nhóm ngành này mặc dù những ảnh hưởng về việc lùi thời hạn thực hiện việc tăng vốn lên 3,000 tỷ VND, do NHNN công bố vào cuối năm 2010, đã có ảnh hưởng tích cực lên giá cổ phiếu ngân hàng trong 1 thời gian ngắn.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm **Trung lập** cho ngành ngân hàng trong năm 2011, mặc dù kết quả kinh doanh của một số ngân hàng năm 2010 đều khá khả quan. Tuy nhiên, do là ngành kinh doanh đặc thù, ngành ngân hàng chịu ảnh hưởng đặc biệt bởi các chính sách vĩ mô, chính sách quản lý của NHNN, lãi suất, tỷ giá, lạm phát. Đây đều là những biến số có thể chưa không dễ dự đoán chính xác trong năm 2011. Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng cổ phiếu ngân hàng chỉ thích hợp để đầu tư trung và dài hạn và những ứng viên có thể cân nhắc đầu tư bao gồm:

- **ACB – một trong những ngân hàng bán lẻ hàng đầu Việt Nam:** ACB có một số lợi thế như: khả năng quản trị ngân hàng được đánh giá cao trên thị trường, chính sách tín dụng thận trọng dẫn đến tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp, khả năng tăng trưởng tín dụng tốt, mạng lưới bán lẻ tương đối rộng rãi, khả năng sinh lời tốt. Ngoài ra, cổ phiếu ACB là một trong những cổ phiếu có thanh khoản tốt nhất tại sàn HNX. Mặc dù gặp những khó khăn do ảnh hưởng của việc thay đổi chính sách, phản ánh phần nào vào giá thị trường hiện tại, ACB được kỳ vọng sẽ vượt qua những khó khăn và tiếp tục phát triển tốt trong trung và dài hạn.
- **CTG – một trong bốn ngân hàng lớn của Việt nam:** Nhờ đó, Vietinbank có một số lợi thế nhất định trong hoạt động tín dụng và huy động vốn. Tỷ lệ tăng trưởng tín dụng trung bình luôn ở mức khá cao, khoảng 30%/năm. Mặc dù vậy, với chính sách quản lý rủi ro khá tốt, tỷ lệ nợ xấu luôn duy trì ở mức thấp (khoảng 0.68% trong năm 2009). Bên cạnh đó, nhờ lợi thế về vốn, uy tín, và mạng lưới rộng khắp, Vietinbank cũng là đầu mối cung cấp vốn trên thị trường liên ngân hàng, huy động vốn với chi phí đầu vào thấp hơn, và có thể nhận vốn tài trợ, ủy thác đầu tư với quy mô lớn.

**Nguyễn Quang Huy**

Email: [Huy.NguyenQuang@tls.vn](mailto:Huy.NguyenQuang@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Gia tăng phân bổ**

### THỐNG KÊ NGÀNH

Tỷ đồng	3Q 2009	3Q 2010	% Tăng trưởng
Phí BH gốc	9,857	12,417	25.97%
Phí BH thực thu	7,651	9,634	25.92%
Bồi thường BH gốc	3,539	4,247	20.01%
Bồi thường giữ lại	2,854	3,623	26.94%

*Nguồn : Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam*

### Một số công ty bảo hiểm Phi nhân thọ đã niêm yết

	PVI	BMI	VNR
Tỷ lệ giữ lại	41.82%	53.05%	44.50%
Tỷ lệ bồi thường	33.24%	41.96%	27.03%
Chi phí dự phòng/DT	7.14%	12.90%	13.63%
Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý / Doanh thu	55.46%	45.00%	54.43%
Tỷ lệ kết hợp	95.84%	99.86%	95.09%
LN HĐTC 3Q 2010 (tỷ đồng)	191.68	145.62	187.61
LNST 3Q 2010 (tỷ đồng)	217.48	132.12	165.07

*Nguồn : BCTC Q3 2010 của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ.*

### NHÌN LẠI NĂM 2010

**Tăng trưởng phí BH gốc duy trì ở mức cao.** 9 tháng đầu năm tổng doanh thu phí BH của cả thị trường đạt 12,417 tỷ đồng tăng trưởng 25.9% so với cùng kỳ năm ngoái (theo số liệu của HHHB).

**Tỷ lệ bồi thường giảm trong 3 Quý năm 2010:** tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc giảm 1.7% so với cùng kỳ năm ngoái, xuống mức 34.2%. Tỷ lệ bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại ở mức 37.62% do các nghiệp vụ bảo hiểm con người và bảo hiểm xe cơ giới có tỷ lệ bồi thường cao hơn và lại không phải thực hiện nghiệp vụ tái bảo hiểm.

**Luật kinh doanh bảo hiểm được sửa đổi vào cuối năm 2010** theo đó yêu cầu thực hiện đấu thầu bảo hiểm để hạn chế việc cạnh tranh không lành mạnh trong bảo hiểm nội bộ ngành. Theo đó những công ty bảo hiểm nội bộ ngành như PVI, PJICO, PTI, bảo hiểm hàng không... sẽ không còn lợi thế độc quyền, tuy nhiên hiệu quả của việc thực thi luật mới còn cần thời gian kiểm chứng. Ngoài ra các công ty bảo hiểm bắt buộc phải lập quỹ dự trữ bắt buộc để bổ sung vốn điều lệ và nâng khả năng thanh toán với giá trị bằng 5% LNST kể từ 1/7/2011, do đó có thể ảnh hưởng đến khả năng trả cổ tức của cổ đông trong các năm tới.

### TRIỂN VỌNG 2011

Nền kinh tế đang đối mặt với nhiều thách thức vĩ mô hiện tại như lạm phát cao, môi trường lãi suất cao, áp lực gia tăng của tỷ giá. Những vấn đề này có tác động không nhỏ đến các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh, buộc họ phải thắt chặt chi phí để có thể có lợi nhuận và tồn tại. Phí bảo hiểm có thể sẽ là một trong những chi phí doanh nghiệp lựa chọn thắt chặt. Do đó chúng tôi kỳ vọng trong khoảng thời gian quý 4 năm 2010 và quý 1 năm 2011, tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ của toàn thị trường có thể bị ảnh hưởng. Tốc độ tăng trưởng ổn định của ngành bảo hiểm phi nhân thọ ở mức cao trong những năm qua và tiếp tục phát triển mạnh trong thời gian tới. Trung bình tốc độ tăng trưởng của ngành BH phi nhân thọ gấp khoảng 3-4 lần tăng trưởng GDP. Mức tăng trưởng chung của cả thị trường vẫn được kỳ vọng ở mức khoảng 22% cho năm 2011, một mức tăng trưởng thận trọng hơn so với 2010. Với việc tăng vốn điều lệ của nhiều doanh nghiệp bảo hiểm lớn trong năm 2010 như PVI, Bảo Việt Việt Nam, PTI,... mức phí giữ lại trong năm 2011 tiếp tục có sự cải thiện đáng kể.

Theo số liệu thống kê đến quý 3 2010, tỷ lệ bồi thường trong năm 2010 được kỳ vọng có sự cải thiện so với năm 2009. Tuy vậy quý 4 2010 và quý 1 2011 nhiều khả năng ngành bảo hiểm sẽ phải chịu chi phí bồi thường cao hơn do những tổn thất do hai đợt bão lũ ở miền trung gây ra vào đầu quý 4 2010. Theo công bố, đơn vị chịu thiệt hại nặng nề nhất là Bảo Việt với tổng giá trị bồi thường theo ước tính ban đầu lên đến hơn 100 tỷ đồng. PVI, BMI, PJICO và các doanh nghiệp bảo hiểm khác có thể chỉ chịu chi phí bồi thường không nhiều do những tổn thất xảy ra phần lớn không thuộc đối tượng được bảo hiểm, mặt khác công ty bảo hiểm có thể sử dụng quỹ dự phòng dao động lớn trong trường hợp có những tổn thất lớn, nhờ đó ổn định lợi nhuận hoạt động qua các năm.

Trong bối cảnh lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm thuần không khả quan những năm gần đây, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp bảo hiểm lớn trong ngành đang tìm cách thắt chặt công tác đánh giá và quản lý rủi ro nhằm đạt hiệu quả kinh doanh tốt hơn. Song dưới áp lực cạnh tranh mạnh mẽ đang diễn ra hiện nay về phí bảo hiểm, mở rộng điều kiện điều khoản của hợp đồng bảo hiểm, cạnh tranh về cả hoa hồng giữa các công ty bảo hiểm trên cả thị trường dẫn đến chi phí khai thác và quản lý lớn, chúng tôi không kỳ vọng có sự cải thiện đáng kể về hiệu quả hoạt động này trong năm tới.

Trong khi hoạt động kinh doanh bảo hiểm thuần không hiệu quả, hoạt động tài chính có đóng góp chủ đạo đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Trong đó thu nhập từ tiền gửi ngân hàng có tỷ trọng lớn trong thu nhập từ hoạt động tài chính. Với môi trường lãi suất tăng duy trì ở mức cao (11%-14%/năm) từ đầu năm 2010 và tiếp tục giữ ở mức cao trong quý 1 2011, các công ty bảo hiểm sẽ hưởng lợi từ hoạt động tài chính, mặc dù chịu sức ép gia tăng đối với tăng trưởng doanh thu như đề cập ở trên.

Rủi ro chính của ngành là mức độ cạnh tranh gay gắt giữa các công ty bảo hiểm để giành thị phần, chi phí khai thác lớn, quản lý chi phí còn yếu kém, ảnh hưởng nghiêm trọng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh bảo hiểm thuần. Luật kinh doanh bảo hiểm mới sửa đổi cũng có thể tác động đến hoạt động của một số công ty bảo hiểm nội bộ ngành và quy định trích quỹ dự trữ bắt buộc có thể ảnh hưởng đến khả năng chi trả cổ tức cho nhà đầu tư.

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tóm lại chúng tôi cho rằng lợi nhuận của ngành bảo hiểm vẫn duy trì hoặc cải thiện nhẹ trong thời gian tới. Dưới đây là hai mã cổ phiếu nên được quan tâm trong ngành này.

**PVI – một trong những công ty bảo hiểm hàng đầu ở Việt Nam:** PVI là công ty có quy mô phát triển nhanh nhờ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm duy trì ở mức rất cao, trung bình 30%-40%/năm, so với các doanh nghiệp bảo hiểm khác trong nhiều năm qua. Mặc dù có quy mô lớn thứ hai thị trường, thị phần của công ty liên tục gia tăng qua các năm. Hiệu quả hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI cũng duy trì ở mức tốt hơn những doanh nghiệp bảo hiểm khác trong những năm qua, nhờ nghiệp vụ kinh bảo hiểm đầu khí có tỷ lệ tổn thất thấp. Trong khi đó hiện tại PVI đang nắm giữ 100% thị phần mảng này. Cổ phiếu của PVI được đánh giá là cổ phiếu tăng trưởng trong ngành song lại tương đối an toàn để đầu tư

dài hạn khi giá cổ phiếu của PVI hiện đang thấp hơn khá nhiều so với giá trị sổ sách. Cổ phiếu PVI có thanh khoản tốt nhất so với các cổ phiếu trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, phù hợp đầu tư cho cả nhà đầu tư tổ chức và cá nhân.

**BMI: Công ty bảo hiểm đứng thứ ba về thị phần trên thị trường.** Cổ phiếu BMI hiện đang giao dịch trên thị trường với mức giá P/B rất hấp dẫn ở mức 0.55-0.6. Tỷ lệ bồi thường của BMI theo thống kê đến quý 3 năm 2010 giảm xuống mức 36.8%, mặc dù BMI có thể phải chịu chi phí bồi thường ở mức cao hơn trong quý 4 2010, và quý 1 2011. Chúng tôi cho rằng BMI vẫn có khả năng có được kết quả hoạt động kinh doanh tương đối tốt trong năm 2010 và kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong năm 2011.

**BẤT ĐỘNG SẢN**
**NHÌN LẠI NĂM 2010**

**Chu Thế Huỳnh**

Email: [Huynh.ChuThe@tls.vn](mailto:Huynh.ChuThe@tls.vn)

**Nguyễn Anh Trung**

Email: [Trung.NguyenAnh@tls.vn](mailto:Trung.NguyenAnh@tls.vn)

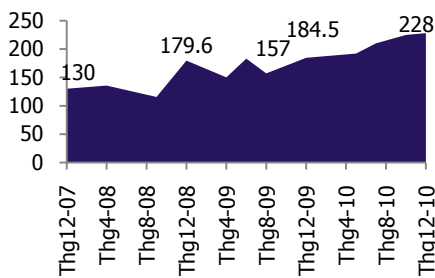
**Hoàng Công Tuấn**

Email: [Tuan.HoangCong@tls.vn](mailto:Tuan.HoangCong@tls.vn)

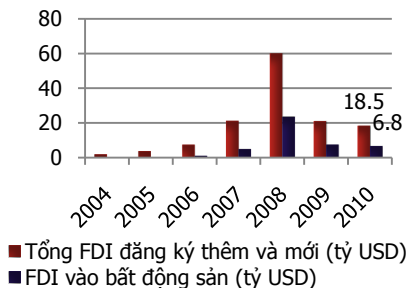
**Vũ Anh Khôi**

Email: [Khoi.VuAnh@tls.vn](mailto:Khoi.VuAnh@tls.vn)

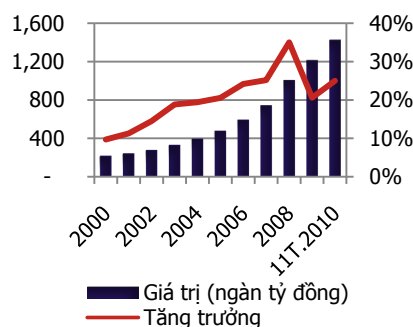
Ý kiến đầu tư 2011: **Trung lập**

**SỐ LIỆU THỐNG KÊ:**
**Dư nợ tín dụng Bất động sản**


Nguồn: Theo SBV và TLS tổng hợp

**Nguồn vốn FDI và FDI vào Bất động sản**


Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài, Bộ KH&ĐT

**Tổng giá trị bán lẻ hàng hóa, dịch vụ**


Nguồn: Tổng cục thống kê

Thị trường bất động sản trong năm 2010 nhìn chung khá ổn định. Tại Hà Nội đã có những thời điểm thị trường bất động sản phía Tây "sốt nóng" do tác động từ thông tin Quy hoạch chung Thủ đô Hà Nội đến 2030 và tầm nhìn 2050 của Bộ Xây dựng, tuy vậy đã nhanh chóng trở về ổn định. Trong khi đó tại Thành phố Hồ Chí Minh giá bất động sản giảm về mức thấp và hấp dẫn với nhu cầu thực của thị trường.

Thị trường có sự phân hóa mạnh giữa các phân khúc và vùng miền. Trong khi phân khúc **thị trường căn hộ cao cấp và biệt thự** khá trầm lắng thì phân khúc căn hộ trung bình và thu nhập thấp vẫn được tiêu thụ tốt. Giá đất nền tại Hà Nội tăng thêm 20% -30% sau khi các dự án hạ tầng được hoàn thành, thì giá đất tại Thành phố Hồ Chí Minh ít thay đổi, thị trường ảm đạm với lượng giao dịch thành công thấp ngay tại thời điểm cuối năm.

Lĩnh vực **văn phòng cho thuê** tiếp tục chịu sức ép giảm giá từ năm 2009, nguồn cung tăng nhanh trong khi cầu tăng chậm, những dấu hiệu phục hồi nhẹ vào quý III chưa làm lĩnh vực này thoát cảnh khó khăn.

Lĩnh vực **cho thuê mặt bằng bán lẻ** vẫn khá nhộn nhịp bất chấp nguồn cung mới tăng thêm. Giá cho thuê tại các khu vực trung tâm tại Tp Hồ Chí Minh vẫn đạt mức cao từ 150-200 USD/m<sup>2</sup>, tại Hà Nội, mức giá dao động từ 38-58USD/m<sup>2</sup>.

Lĩnh vực **cho thuê khu công nghiệp** vẫn phát triển tốt nhờ vào sức cầu thị trường tăng thêm từ các doanh nghiệp sau suy thoái kinh tế năm 2008.

**Điểm Sáng**

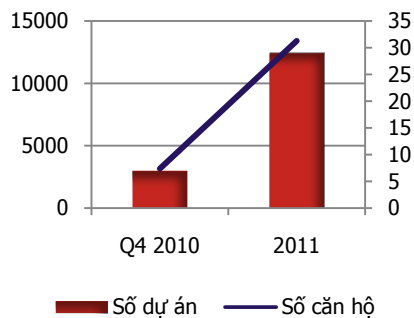
- **Trong năm 2010 thị trường ghi nhận những nỗ lực** rất lớn của các doanh nghiệp bất động sản trong việc tìm kiếm những nguồn vốn lớn thông qua phát hành cổ phiếu, trái phiếu trong nước và quốc tế như: HAG, VIC, VCG, QCG, TDH, BCI và DIG.
- **Vốn FDI vào lĩnh vực bất động sản tiếp tục đạt giá trị lớn:** theo thống kê, năm 2010 ước vốn FDI vào lĩnh vực Bất động sản đạt 6,8 tỷ USD, bằng 37% tổng vốn FDI đăng ký thêm và mới.
- **Tín dụng cho vay bất động sản: Đến hết năm 2010 dư nợ tín dụng** lĩnh vực bất động sản đạt 228 ngàn tỷ đồng, tăng 23.50% so với đầu năm, tương ứng khoảng 43 ngàn tỷ đồng. So với mức tăng tổng dư nợ tín dụng là 29,81% thì đây là mức tăng khá bởi lĩnh vực bất động sản luôn được kiểm soát chặt chẽ.
- **Giá trị bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiếp tục tăng cao:** Theo Tổng cục Thống kê, giá trị bán lẻ hàng hóa và dịch vụ 12 tháng cả nước tăng 24.5% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 1,561.6 tỷ VND. Thị trường Hà Nội tăng 30,5%, trong khi Thành phố Hồ Chí Minh tăng 27,9%.
- **Hạ tầng giao thông tại Hà Nội** mở rộng và hoàn thành đưa vào khai thác khiến các dự án bất động sản trở nên hấp dẫn hơn. Thị trường dần minh bạch hơn qua việc các chủ đầu tư bán hàng trực tiếp qua sàn, điều mà trước đây chưa từng được thực hiện tại Hà Nội.

**Điểm Tối**

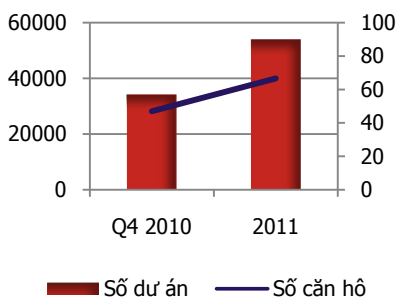
- **Chỉ số giá tiêu dùng tăng hai con số - CPI:** Sức ép lạm phát và chính sách thắt chặt tiền tệ đang ảnh hưởng tiêu cực lên đầu tư. CPI năm 2010 đã tăng lên mức 11,75%.
- **Thị trường tiếp tục bị ảnh hưởng của việc thắt chặt tín dụng:** Nghị định 13/NĐ- NHNN/2010 quy định chặt chẽ hơn về các khoản cho vay đối với kinh doanh bất động sản thuộc loại tài sản "có" có hệ số rủi ro bằng 250% so với mức 100% trước đây. Điều này sẽ càng làm cho tín dụng bất động sản hẹp lại trong những năm tới
- **Lãi suất tăng cao:** ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường, từ chủ đầu tư dự án đến khách hàng mua sản phẩm. Những tháng cuối năm, với mức lãi suất cho vay mua nhà được chào lên đến 19%-20% đã làm cho người có nhu cầu sử dụng vốn không dám thực hiện vay vốn
- **Nghị định 69/NĐ- CP/2009:** có hiệu lực cuối năm 2009 tiếp tục gây khó khăn cho các doanh nghiệp phát triển bất động sản, chi phí hỗ trợ đền bù giải tỏa tăng cao làm tăng chi phí đầu tư dự án.
- **Nghị định 71/NĐ-CP/2010:** và Thông tư 16 hướng dẫn làm ảnh hưởng nhất thời đến thị trường bất động sản năm 2010 do những quy định chặt chẽ trong huy động vốn của chủ đầu tư. Tuy nhiên, về lâu dài Nghị định 71 làm cho Thị trường phát triển lành mạnh hơn.



## Nguồn cung căn hộ dự kiến tại Hà Nội



## Nguồn cung căn hộ dự kiến tại TP Hồ Chí Minh



Nguồn: Savills Việt Nam

## Giá thuê đất khu công nghiệp tại Việt Nam

Đơn vị: USD/m<sup>2</sup>

Khu vực	Giá thuê đất
TP Hồ Chí Minh	210- 220
Bình Dương	100 - 110
Đồng Nai	70 - 100
Hà Nội	50 - 60
Bắc Ninh	45- 52
Miền trung Việt Nam	30 - 40

Ghi chú: giá được quy đổi theo thời gian cho thuê là 50 năm.

## Số lượng các khu công nghiệp tại Việt Nam

Đơn vị: ha

Chỉ tiêu	2009	2015E	2020E
Số lượng	249	319	355
Tổng diện tích	63,173	82,816	118,000

Nguồn: TLS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG NĂM 2011

**Tín dụng thắt chặt:** Tín dụng trong năm 2011 vẫn tiếp tục được kiểm soát chặt qua việc Ngân Hàng Nhà nước đưa ra mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2011 ở mức 23%, so với mức thực tế năm 2010 là 29,81%.

**Lãi suất cho vay ở mức cao:** Lãi suất cho vay đầu tư kinh doanh bất động sản nhiều khả năng sẽ tiếp tục bị giữ ở mức cao trong năm 2011, tuy nhiên mặt bằng lãi suất có thể giảm dần về cuối năm khi áp lực lạm phát suy giảm. Lãi suất cao sẽ làm chi phí đầu tư dự án tăng mạnh, ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp đầu tư bất động sản, mặt khác ảnh hưởng đến tính thanh khoản của thị trường khi nhà đầu tư không giảm vay vốn để mua nhà.

**Áp lực cạnh tranh trên thị trường sẽ ngày một cao,** đặc biệt là tại Thành phố Hồ Chí Minh, khiến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản suy giảm do giá bán không thể tăng cao trong khi phải tăng các chi phí bán hàng như khuyến mại, quảng cáo... Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh được kỳ vọng sẽ làm cho thị trường bất động sản trở nên minh bạch hơn, nhà đầu tư dễ dàng tiếp cận trực tiếp các sản phẩm của dự án mà không phải qua trung gian.

**Thị trường căn hộ tiếp tục cạnh tranh mạnh mẽ,** trong ngắn hạn năm 2011, phân khúc nhà ở trung bình phù hợp với nhu cầu thật về nhà ở tiếp tục được thanh khoản tốt. Phân khúc nhà ở trung cấp và cao cấp với vị trí địa lý trung tâm sẽ vẫn tạo ra lợi nhuận tốt cho chủ đầu tư.

**Thị trường mặt bằng bán lẻ, trung tâm thương mại** sẽ tiếp tục phát triển tốt, các dự án ở vị trí trung tâm tại các thành phố lớn sẽ có lợi thế cạnh tranh lớn, trong khi trung tâm thương mại ở vùng ngoài cũng sẽ vẫn được thị trường đón nhận.

**Thị trường văn phòng cho thuê** tiếp tục phải chịu sức ép về nguồn cung lớn, tuy nhiên đề xuất của Bộ Xây Dựng về việc không cấp giấy phép kinh doanh cho các công ty đặt trụ sở, văn phòng làm việc trong các khu chung cư hứa hẹn tạo một lượng cầu đáng kể. Theo thống kê sơ bộ, năm 2011 tại Hà Nội sẽ có khoảng 220 nghìn mét vuông văn phòng từ các dự án lớn như KeangNam, EVN Tower, Charmvit, Capital Tower... Tại Thành phố Hồ Chí Minh nguồn cung văn phòng cho thuê được dự báo sẽ tăng thêm 250 nghìn m<sup>2</sup> trong năm 2011.

**Lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu công nghiệp** trong năm 2011 được kỳ vọng tiếp tục khả quan nhờ nhu cầu thuê đất trong các khu công nghiệp được dự báo tiếp tục ổn định do nền kinh tế Việt Nam nhiều khả năng sẽ tăng trưởng ổn định. Giá thuê đất tại các khu công nghiệp trên cả nước nhiều khả năng sẽ tăng nhẹ so với Quý IV năm 2010. Tỷ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp nhiều khả năng không biến động mạnh mà vẫn giữ ở mức ổn định từ 48 - 50%.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dựa trên triển vọng năm 2011 của từng phân khúc thị trường bất động sản, Chúng tôi vẫn giữ quan điểm **Trung lập** ngành bất động sản trong danh mục đầu tư. Tuy nhiên đối với những công ty bất động sản có tiềm lực tài chính vững mạnh, có lợi thế cạnh tranh về quỹ đất sạch, sản phẩm được thị trường đón nhận và tiêu thụ tốt, nhà đầu tư có thể cân nhắc để gia tăng phân bổ.

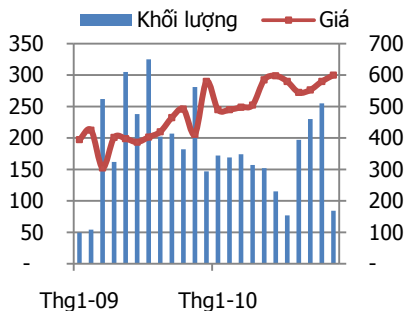
**Nguyễn Trà Lân**

Email: [Lan.NguyenTra@tls.vn](mailto:Lan.NguyenTra@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Trung lập**

### THỐNG KÊ NGÀNH

**Giá và lượng phôi thép nhập khẩu từ 2009 đến nay**



Nguồn: Bộ Công Thương, Đ/v: Nghìn tấn; USD

**Nhu cầu tiêu dùng thép thế giới ước tính 2010 và dự báo 2011.**

	2010E	2011F	Tăng trưởng
<b>Tổng Trung Quốc</b>	<b>1,273.0</b>	<b>1,340.0</b>	<b>105.2%</b>
Mỹ	559.1	650	116.20%
Ấn Độ	95.7	102.4	107.00%
Nga	59.5	68.6	115.20%
Khác	28.4	31	108.90%
	530.2	488	92.00%

Nguồn: Hiệp Hội Thép Thế Giới

### NHÌN LẠI NĂM 2010

Cạnh tranh trên thị trường thép vẫn gay gắt do cung đang vượt cầu và cung sẽ còn tăng cao hơn cầu bởi những dự án mới được cấp phép có công suất rất lớn, trên 1 triệu tấn/năm. Lợi thế vẫn thuộc về những doanh nghiệp sản xuất theo chu trình khép kín từ khai thác quặng sắt cho đến việc sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp. Những doanh nghiệp nội địa sẽ còn gặp nhiều khó khăn khi cạnh tranh với những doanh nghiệp FDI khi phần lớn những dự án được cấp phép hoặc đang triển khai tập trung vào phát huy ưu thế của sản xuất theo chu trình khép kín.

Những thách thức mà doanh nghiệp thép gặp phải không thể không kể đến tác động của biến động lãi suất của những khoản vay tài trợ cho vốn lưu động, cũng như biến động của tỷ giá VND/USD khi nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng được 70% trong tổng nhu cầu khoảng 4.57 triệu tấn phôi thép. Đến cuối năm 2010 chỉ có khoảng 15 nhà sản xuất thép là có khả năng sản xuất được phôi thép. Với áp lực lên tỷ giá căng thẳng trong những tháng cuối năm 2010, những khó khăn mà doanh nghiệp thép nội địa đang phải đối mặt là rất rõ ràng. Những doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn mà không được hỗ trợ bởi sản xuất theo chu trình khép kín mà việc trữ hàng tồn kho, cả nguyên liệu lẫn thành phẩm thường cho khoảng 2 – 2.5 tháng, được dự báo là sẽ phải đối mặt với tác động của biến động tỷ giá khi giá nguyên liệu và giá thép thế giới tăng.

### TRIỂN VỌNG 2011

Chúng tôi nhìn thấy một chút triển vọng sáng hơn của thị trường thép trong năm 2011 ở những khía cạnh (i) giá thép có xu hướng duy trì ở vùng giá tại thời điểm hiện tại đến hết quý I vì nguồn cung trong dịp cận cũng như sau Tết sẽ giảm trong khi nhu cầu thép phục vụ cho xây dựng sau Tết sẽ vẫn được duy trì; và (ii) mục tiêu duy trì phát triển cơ sở hạ tầng cũng như tăng trưởng xây dựng sẽ vẫn được kích thích nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng GDP 7% – 7.5% trong năm 2011 mà Chính phủ đã đưa ra gần đây. Chúng tôi đánh giá những doanh nghiệp đi sâu vào sản xuất theo chu trình khép kín như Hòa Phát và những doanh nghiệp sản xuất với công nghệ làm tiêu hao ít nhiên liệu. Điều này sẽ tạo được lợi thế trong bối cảnh nguồn cung ngoại nhập là một yếu tố sẽ tác động lớn đến thị trường nội địa.

### Quy hoạch phát triển ngành thép, giai đoạn từ 2007 – 2015, tầm nhìn đến 2025:

Thời điểm	Đơn vị	Sản lượng phôi thép		Sản lượng thép			
				Thép cây & thép cuộn		Thép tấm	
		Tối thiểu	Tối đa	Tối thiểu	Tối đa	Tối thiểu	Tối đa
2010	Tr. tấn/năm	3.5	4.5	6.3	6.5	18.0	20.0
2015	Tr. tấn/năm	6.0	8.0	11.0	12.0	6.5	7.0
2020	Tr. tấn/năm	9.0	11.0	15.0	18.0	8.0	10.0
2025	Tr. tấn/năm	12.0	15.0	19.0	22.0	11.0	13.0

Nguồn: Quy hoạch phát triển ngành thép từ 2007 – 2015, tầm nhìn 2025 – QĐ 145/2007/QĐ-TTg

Hơn nữa, trong năm 2011 các chuyên gia dự đoán rằng Việt Nam vẫn có thể tiếp tục bị mất giá so với đồng đô la do Việt Nam vẫn chịu thâm hụt cán cân thương mại. Đây là yếu tố không thuận lợi cho các doanh nghiệp thép khi nhu cầu nhập nguyên liệu vẫn còn cao, trong khi sản phẩm xuất khẩu chiếm tỷ trọng thấp trong tổng doanh thu.

**Trong Q1 2011 chúng tôi cho rằng:** Biến động giá bán các loại thép trong nước năm tới là yếu tố không dễ dự báo và vẫn được xem có sự tác động bởi 2 yếu tố chính. Đó là biến động nguyên liệu gồm giá phôi, thép phế và quặng sắt trên thế giới và giá điện và những diễn biến được nhiều người cho là yếu tố đầu cơ. Q4 năm 2010 nhìn nhận giá thép tăng đáng kể khi thời điểm này thường là mùa xây dựng và yếu tố mùa vụ này còn kéo dài sang Q1 năm kế tiếp, tạo cầu thép cho thị trường. Tuy nhiên, việc giá thép tăng khoảng 18%/tấn từ cuối quý 3 và đầu quý 4 đến nay kèm theo dấu hiệu chưa thấy điểm dừng của đà tăng giá cũng chưa thể là một chỉ báo khả quan cho các doanh nghiệp thép vì giá thép thế giới tăng luôn đi kèm theo biến động tăng của giá nguyên liệu. Trong khi đó, phần lớn các doanh nghiệp thép hiện tại là chưa chủ động được nguồn nguyên liệu, đặc biệt là nguồn quặng sắt và thép phế. Với đề xuất của Bộ Công Thương, nhiều khả năng trong năm 2011, thị trường sẽ tiếp tục chứng kiến giá điện tăng một lần nữa và chắc chắn ngành thép sẽ là ngành chịu tác động lớn. Với biến động tăng khoảng 30-40%, giá điện sẽ đẩy giá thành 1 tấn thép thêm khoảng 6 – 7%.

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đưa quan điểm **Trung lập** cho ngành thép trong năm 2011. Tuy nhiên, chúng tôi đặc biệt lưu ý đến những doanh nghiệp sản xuất thép theo chu trình khép kín, từ tuyển quặng qua luyện phôi rồi cán kéo thép và có hệ thống phân phối rộng trên 1 vùng miền Bắc hoặc Nam, hoặc trên cả nước.



Chúng tôi vẫn kỳ vọng Q1/2011, các doanh nghiệp thép sẽ thể hiện được những khía cạnh tích cực nhờ thời gian này là mùa xây dựng, đặc biệt là trong miền Nam.

- **HPG – giành lợi thế với các đối thủ trong ngành nhờ bắt đầu sản xuất theo chu trình khép kín:** Là doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng trên trung bình ngành (được tập hợp những doanh nghiệp có quy mô sản xuất thép đen (ống thép, thép cây và thép cuộn) 19.14% và 12.96% so với tương ứng 14.71% và 8.40% trong 3 năm qua (tính đến Q3 2010). Khi bắt đầu sản xuất được xác định trở thành 1 trong 3 thành phần chính của Tập đoàn, HPG đang kỳ vọng thép sẽ một phần được kích thích tăng trưởng bởi mảng bất động sản sau này, mặc dù sản lượng thép của HPG đã được tăng lên quy mô 700,000 tấn/năm.

## NHỰA

### NHÌN LẠI NĂM 2010

Ngành nhựa là một trong những ngành có tốc độ tăng trưởng nhanh trong số các ngành công nghiệp tại Việt Nam. Dự kiến cả năm 2010, tốc độ tăng trưởng tổng sản lượng nhựa của Việt Nam vào khoảng 18.5% so với năm 2009.

### THỐNG KÊ NGÀNH

#### Thị trường đầu vào ngành nhựa

Triệu đôla	2009	2010E	Tăng trưởng
Sản xuất trong nước	385	420	9%
Xuất khẩu	0	0	0
Nhập khẩu	2,680	3,082	15%
Tổng	3,065	3,502	14.3%

Nguồn : US Commercial Service

Công ty	Doanh thu			Lợi nhuận trước thuế		
	3 Quý 2009	3 Quý 2010	Tăng trưởng (%)	3 Quý 2009	3 Quý 2010	Tăng trưởng (%)
NTP	1092.17	1,423.89	30%	141.36	302.44	114%
BMP	809.93	1,028.86	27%	233.61	223.2	-4%
RDP	351.95	442.38	26%	10.09	11.07	10%

Nguồn : TLS Research

Kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm nhựa của Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2010 là 841.95 triệu USD, chiếm khoảng 1.46% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước và tăng 28.21% so với cùng kỳ năm 2009. Trong đó, các thị trường nhập khẩu sản phẩm nhựa nhiều nhất của Việt Nam là Nhật Bản (24.82%), Hoa Kỳ (10.65%), Đức (6.58%) và Hà Lan (6.04%). Dự kiến tổng kim ngạch xuất khẩu sản phẩm nhựa của Việt Nam năm 2010 sẽ đạt mức kỷ lục trên 1 tỷ USD.

### TRIỂN VỌNG 2011

Ngành nhựa Việt Nam trong năm 2011 dự báo sẽ vẫn giữ được mức tăng trưởng tổng sản lượng khoảng 15-20%. Những yếu tố được xem là sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì tốc độ tăng trưởng của ngành nhựa trong năm 2011 là (i) mức tiêu thụ sản phẩm nhựa bình quân đầu người của Việt Nam vẫn ở mức rất thấp và đang có xu hướng tăng mạnh và (ii) thị trường xuất khẩu lớn và thuận lợi (tăng trưởng bình quân 30% trong những năm qua) do không bị áp thuế chống bán phá giá tại EU và Mỹ.

Hiện nay đang có một số nhà máy sản xuất nguyên liệu nhựa lớn đang được triển khai hoặc đã đi vào hoạt động như Nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất (150,000 tấn nhựa PP), dự án lọc dầu Nghi Sơn (300,000 tấn PP và 60,000 tấn nhựa PS)...sẽ góp phần làm giảm đáng kể lượng nguyên liệu nhựa nhập khẩu trong năm 2011, giúp doanh nghiệp hạ giá thành sản phẩm và giảm được rủi ro tỷ giá.

Tuy nhiên, trong năm 2011, đồng VND được dự đoán sẽ tiếp tục mất giá so với USD do đó rủi ro biến động tỷ giá đối với các doanh nghiệp ngành nhựa của Việt Nam là rất lớn. Mặt khác, giá nguyên liệu nhựa phụ thuộc chủ yếu vào biến động giá dầu thô, trong khi đó giá dầu thô thường biến động khó lường nên rủi ro biến động giá đầu vào đối với các doanh nghiệp Việt Nam trong năm 2011 là không thể chủ quan nếu chúng ta nhớ tới bài học của năm 2008-2009.

**Trong Q1 2011 chúng tôi cho rằng:** hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp ngành nhựa sẽ tiếp tục diễn biến bình thường. Tuy nhiên, do trong quý I là thời gian diễn ra tết Âm lịch của Việt Nam nên có khả năng ảnh hưởng nhẹ tới tình hình sản xuất và tiêu thụ sản phẩm của các doanh nghiệp trong ngành. Chúng tôi kỳ vọng Q1/2011, các doanh nghiệp nhựa Việt Nam tiếp tục tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ năm 2010.

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm **Tăng phân bổ** cho ngành Nhựa Việt Nam năm 2011, đặc biệt là vào các doanh nghiệp đầu ngành.

- **NTP – Doanh nghiệp sản xuất nhựa xây dựng và nhựa dân dụng lớn nhất Việt Nam:** với 25% thị phần ống nhựa cả nước và 65% thị phần khu vực phía Bắc. Công ty cũng đang có chiến lược mở rộng thị trường xuống phía Nam thông qua nhà máy Nhựa Tiền Phong phía Nam với vốn điều lệ 100 tỷ đồng, NTP góp 51% vốn. NTP là doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao nhất trong các doanh nghiệp

ngành nhựa với ROE năm 2009 ở mức 56%, và ROA là 30.6%. Chỉ số P/E 4 quý gần nhất của NTP hiện tại đang thấp hơn so với các doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết trên sàn chứng khoán, ở mức 7.25 lần.

- **BMP – Dẫn đầu thị phần nhựa xây dựng, đặc biệt là ống nhựa xây dựng, tại thị trường phía Nam:** với 30-40% thị phần khu vực này. BMP đang phát triển thị trường ra khu vực phía Bắc với việc đầu tư vào nhà máy Nhựa Bình Minh Miền Bắc với công suất 15,000 tấn SP/năm, hiện mới đưa vào sản xuất khoảng trên 2,000 tấn/năm. Hiện tại, BMP cũng là cổ đông lớn của Công ty Nhựa Đà Nẵng (30%), tương lai có thể hợp nhất với Nhựa Đà Nẵng để phát triển thị trường tại khu vực Miền Trung.

## XI MĂNG

### NHÌN LẠI NĂM 2010

Có thể đưa ra đánh giá rằng ngành xi măng đang đi vào giai đoạn khó khăn, cho cả các doanh nghiệp cạnh tranh cũng như cho cả nhà đầu tư. Tăng trưởng ngành trong 10 năm trung bình 8.05%/năm. Với tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân ngành khoảng 19.52% và lợi nhuận ròng 7.42% trong 3 quý đầu năm 2010, tăng trưởng ngành khoảng 11%/năm cho thấy ngành xi măng chưa được xem là ngành có tỷ suất lợi nhuận đáp ứng được kỳ vọng của thị trường. Những yếu tố được coi là sẽ ảnh hưởng mạnh nhất đến triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp xi măng đó là nguồn cung đang vượt cầu, cả về sản lượng nội địa lẫn nguồn cung ngoài nước, biến động giá nguyên vật liệu, thiếu điện như than tăng từ 35% - 60%, điện tăng 6.8%, xăng, dầu tăng 9%, nhựa tạo sợi tăng 20%, giấy tăng 12.6%...và biến động lãi suất cùng tỷ giá.

Với việc một số dự án xi măng nằm ngoài quy hoạch gia nhập thị trường đang khiến cho cung vượt cầu nội địa, 65 triệu so với 55 triệu tấn năm 2010, và khiến cho Tổng công ty Xi măng Việt Nam (VICEM), đơn vị chiếm 39% thị phần cả nước 2010, đang thúc giục các đơn vị thành viên tìm kiếm thị trường tiêu thụ ngoài nước. Mặc dù xi măng được tháo bỏ giá trần và Chính phủ cho phép doanh nghiệp tự quyết giá bán nhưng với yếu tố cung vượt cầu, đặc biệt là phía Bắc, thì các doanh nghiệp phía Bắc không dễ tìm kiếm được thị trường tiêu thụ. Giải pháp cho các doanh nghiệp phía Bắc, nhất là của VICEM, là chuyển clinker và xi măng vào phía Nam, nhằm cân đối nguồn cung đang thiếu hụt.

### TRIỂN VỌNG 2011

Năm 2011 nhiều khả năng sẽ thấy khó khăn của các doanh nghiệp xi măng ở biến động giá đầu vào, nhất là khi Tập đoàn Than và Khoáng Sản (TKV) có kế hoạch tăng giá bán than cho sản xuất xi măng. Đây là yếu tố tác động không nhỏ đến xi măng vì khi than tăng giá cũng có thể khiến điện tăng giá. Do than và điện chiếm 47% - 60% và 15% tương ứng trong giá thành sản xuất, điều này sẽ gây áp lực lên giá bán xi măng. Xi măng đang dư thừa, đặc biệt là tại miền Bắc trong khi clinker và xi măng ngoại đang thâm nhập với thuế nhập khẩu thấp.

Đặc thù cần nhiều vốn cho hoạt động thường nhật cũng như huy động vốn lớn để tài trợ các dây chuyền mới cộng với chi phí lãi vay, biến động tỷ giá và chi phí khấu hao của những dây chuyền mới sẽ là những yếu tố có thể làm thay đổi lợi nhuận ròng của doanh nghiệp xi măng theo chiều hướng không tốt. Với quy mô sản xuất lớn, phần nhiều các doanh nghiệp xi măng có vòng quay hàng tồn kho thấp, cho thấy những vấn đề về vốn lưu động mà các doanh nghiệp này hay gặp phải.

Một điểm sáng của ngành đó là sẽ có khoảng 20 nhà máy xi măng lò đứng sẽ được yêu cầu dừng hoạt động do những tác động của những nhà máy này đối với môi trường. Tuy nhiên, tổng sản lượng của xi măng lò quay hiện chiếm khoảng 6.2% tổng sản lượng cả nước, do vậy, nếu có thay thế bằng công nghệ lò quay thì tính cả dự án đang đầu tư, cung xi măng vẫn vượt cao so với cầu nội địa khoảng 7 triệu tấn.

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Với tình hình như vậy, chúng tôi đưa ra quan điểm **Giảm phân bổ** đối với ngành Xi măng. Trong bối cảnh hiện nay, những doanh nghiệp sở hữu và khai thác được nguồn nguyên liệu đá vôi chất lượng dồi dào, có chính sách điều tiết xi măng và clinker chiếm thị phần miền Nam với giá cạnh tranh, công nghệ sản xuất tiêu hao nhiên liệu thấp, thì mới có thể chiếm lĩnh thị phần và duy trì được mức lợi nhuận ròng trên bình quân ngành. Bên cạnh đó, quy mô sản xuất vừa phải, tức là không lắp đặt mới dây chuyền hay nhà máy sản xuất để dẫn đến những khoản giảm lợi nhuận có thể do biến động tỷ giá và chi phí lãi vay từ mua thiết bị lắp đặt sẽ là yếu tố giúp nâng sức hấp dẫn của doanh nghiệp đối với nhà đầu tư. Chúng tôi chỉ gợi ý doanh nghiệp dưới đây được xem là đáng chú ý hơn cả so với các doanh nghiệp trong ngành:

- **HOM – Tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng cao hơn trung bình ngành:** tỷ suất tương ứng là 27.72% và 10.70% so với bình quân 20.89% và 7.72%, tính đến hết Q3 2010. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HOM sẽ không còn duy trì hiện trạng lợi nhuận ròng này trong những năm tới nếu tiến hành đầu tư cho nhà máy có công suất 3.5 triệu tấn/năm như đã có kế hoạch.

Nguyễn Trà Lân

Email: [Lan.NguyenTra@tls.vn](mailto:Lan.NguyenTra@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Giảm phân bổ**

### THỐNG KÊ NGÀNH

Lũy kế tiêu thụ xi măng 09 tháng đầu năm 2010

	9M 2009	9M 2010	Tăng %	Thị phần 2010
<b>VICEM</b>	12,059	12,811	6.24	36.4%
<b>Liên doanh</b>	10,128	11,043	9.03	31.4%
<b>Khác</b>	10,600	11,291	6.52	32.1%
<b>Tổng</b>	32,787	35,145	7.19	100%

Đ/v: nghìn tấn

Nguồn: Tổng công ty Xi măng Việt Nam

**Nguyễn Khắc Kim**  
Email: [Kim.NguyenKhac@tls.vn](mailto:Kim.NguyenKhac@tls.vn)

**NHÌN LẠI NĂM 2010**

Ý kiến đầu tư 2011:  
Khoáng sản cơ bản: **Tăng phân bổ**  
Khoáng sản vật liệu xây dựng: **Trung lập**  
Than: **Trung lập**

**Tài nguyên khoáng sản:** Các loại khoáng sản của Việt Nam rất đa dạng. Tuy nhiên, hầu hết các mỏ có quy mô không lớn, phân bố rải rác, một số mỏ khó khai thác hoặc chất lượng thấp. Một số loại khoáng sản có quy mô lớn, có thể khai thác lâu dài như than, bauxit, đất hiếm, đá vôi, cát thủy tinh, đá xây dựng. Một số loại khoáng sản khác có tổng tài nguyên không lớn, chỉ đủ khai thác sử dụng trong nước trong thời gian hạn chế như than đá, quặng sắt, titan, crom, mangan, đồng, thiếc, chì, kẽm, wolfram, đá quý và vàng, antimon, feldspat, kaolin, talc, fluorit, barit, graphit, dolomit, phosphorit, bentonit, diatomit, đá ốp lát các loại. Một số loại khoáng sản mới ghi nhận được các dấu hiệu tồn tại như platin, tantan, niobi, liti, zeolit, keramzit, vecmicult, nephelin...

Năm 2010 thị trường sản phẩm khoáng sản, cụ thể là thị trường xuất nhập khẩu còn nhiều bất cập. Ngành luyện kim đen và luyện kim màu chậm phát triển nên khoáng sản Việt Nam vẫn xuất khẩu sang các nước khác chủ yếu là các sản phẩm thô, sản phẩm sơ chế. Vì vậy, luôn phải bán với giá rẻ trong khi lại nhập khẩu các thành phẩm đã qua tinh chế với giá cao. Tình trạng này nếu tiếp diễn sẽ có thể làm cạn kiệt nguồn tài nguyên nhanh chóng.

Khoáng sản kim loại luôn được đánh giá là nguồn tài nguyên quý hiếm và có ý nghĩa quan trọng trong sự phát triển của nền kinh tế. Các chuyên gia kinh tế thế giới đều nhận định rằng, ngành khoáng sản sẽ tiếp tục tăng trưởng cho dù nền kinh tế có phát triển chậm lại. Cụ thể là, từ đầu 2010, giá xuất khẩu các loại quặng kim loại sang thị trường Trung Quốc nhìn chung đều tăng cao dần. Các nhà nhập khẩu phía Trung Quốc luôn mở rộng và thúc đẩy lưu lượng với mục đích hút hàng từ Việt Nam. Nhiều mặt hàng như quặng tinh sắt đã tăng giá khoảng 100% so với cuối năm 2009.

Có thể nói, ngành khai thác và chế biến khoáng sản kim loại trong nhiều thập kỷ qua chưa phát triển đúng với tiềm năng, với vị trí, vai trò trong quá trình phát triển kinh tế đất nước. Tuy nhiên, trong bối cảnh mở cửa và giao lưu quốc tế, việc khai thác và chế biến khoáng sản cần liên doanh, liên kết với nước ngoài trong những dự án đòi hỏi vốn đầu tư lớn, công nghệ phức tạp và thị trường tiêu thụ. Nếu giải quyết được tốt những điều này, ngành khai thác khoáng sản kim loại sẽ luôn giữ được tốc độ phát triển cao.

**TRIỂN VỌNG 2011**

Từ 01/07/2011, Luật khoáng sản 2010 đã được thông qua ngày 17/11/2010 sẽ chính thức có hiệu lực. Việc cấp quyền khai thác các mỏ trữ lượng lớn sẽ dựa trên nguyên tắc đấu giá quyền khai thác, do vậy về lâu dài sẽ làm gia tăng chi phí đầu vào của các doanh nghiệp. Với các tổ chức cá nhân đang khai thác, tổ chức cá nhân phải nộp tiền cấp quyền khai thác khoáng sản đối với phần trữ lượng chưa khai thác, đảm bảo công bằng giữa các doanh nghiệp và đảm bảo quyền của chủ sở hữu Nhà nước. Trước đó, từ tháng 11/2010, thông tư 184/2010/TT-BTC quy định biểu thuế xuất khẩu các khoáng sản nhìn chung đã điều chỉnh tăng lên, cụ thể như quặng sắt từ 20% lên 30%,...

**1. Ngành khoáng sản kim loại cơ bản (kim loại đen, kim loại màu và kim loại hiếm):**

**Sắt:** Giá quặng sắt tiếp tục có chiều hướng tăng trong quý 1/2011. Mặc dù giá quặng tinh sắt có sự sụt giảm vào cuối quý 2/2010, nhưng do nhu cầu của các nước OECD nên giá quặng đã liên tục tăng trở lại trong quý 3 và 4/2010. Mức giá hiện tại đã tăng khoảng 65-70% so với cùng kỳ năm 2009. Có rất ít cơ hội cho các doanh nghiệp luyện thép của Trung Quốc đàm phán với các nhà cung cấp lớn nhằm giảm giá quặng tinh đầu vào. Do vậy, các doanh nghiệp xuất khẩu quặng tinh sắt của Việt Nam cũng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng tăng này. Tuy nhiên kỳ vọng về mức lợi nhuận từ quặng sắt phần nào bị suy giảm khi thuế xuất khẩu quặng tinh tăng từ mức 20% lên 30%.

**Titan và ilmenite:** Mặc dù trong năm 2010, các dự án luyện xỉ titan nhìn chung chưa đem lại lợi nhuận cho doanh nghiệp đầu tư dự án luyện titan; nhưng nếu nhìn vào sự phục hồi về giá của kim loại này trong năm 2010 so với năm 2009, cộng với biểu thuế xuất khẩu ban hành theo Thông tư 184/2010/TT-BTC ngày 15/11/2010 thay thế cho Thông tư số 167/2010/TT-BTC ban hành ngày 27/10/2010 điều chỉnh mức thuế suất XK xỉ titan xuống 10% sẽ là một tin mừng đối với các doanh nghiệp chế biến sâu khoáng sản ilmenit.

**Crom và mangan:** Theo dự kiến kế hoạch, trong năm 2011, một số doanh nghiệp niêm yết sẽ có các sản phẩm quặng và hợp kim crom, mangan được bán ra thị trường. Bên cạnh sản phẩm quặng tinh mangan, hợp kim của mangan phục vụ cho nhu cầu luyện thép hiện đang có 1 thị trường tiêu thụ khá ổn định. Trong khi đó, giá ferro crom cũng được dự kiến tăng 40% theo dự báo của Alloy Metals & Steel, năm 2011 thị trường thế giới thiếu cung 319.000 tấn so với 47.000 tấn năm 2010. Dự báo nhu cầu có thể tăng 7,6% lên 8,84 triệu tấn vào năm 2011 so với 8,21 triệu tấn của năm nay.

**Đồng, thiếc:** Triển vọng của doanh nghiệp khai thác và sản xuất quặng 2 loại kim loại đồng, thiếc và tinh quặng của chúng là rất sáng sủa. Mặc dù chi phí đầu vào cao, nhưng với giá bán kim loại hiện đang đạt mức cao kỷ lục trong lịch sử, thì kỳ vọng về doanh thu cho các doanh nghiệp kịp đưa ra thị trường trong năm 2011 sẽ đem lại những khoản lợi nhuận rất đáng kể. Tuy nhiên tương tự quặng sắt, đồng và quặng đồng nếu xuất khẩu sẽ chịu một mức thuế xuất cao kỷ lục, đến 30%. Mặc dù vậy, với nhu cầu nội địa và nguồn cung vẫn đang còn rất hạn chế, thì việc tiêu thụ nhóm sản phẩm này không phải là một khó khăn lớn.

**Chì, kẽm:** Quy mô sản xuất của nhóm kim loại này hiện rất khó ước đoán. Một số doanh nghiệp khai thác quặng kim loại này đi vào giai đoạn đóng cửa, hoặc đang tận thu quặng đuôi, hoặc điều tra thăm dò bổ sung. Hiện tại, chưa có thông tin cụ thể về tình hình khai thác và chế biến khoáng sản của các doanh nghiệp liên quan, nhưng với giá bán đầu ra không thật sự hấp dẫn, có thể nhận định nhóm khoáng sản này sẽ không phải là mục tiêu đầu tư trong năm 2011.

**Antimono:** Đây là một trong những mặt hàng đặc biệt mà Trung quốc chiếm ưu thế nhà cung cấp chính. Trong năm 2010, do chính sách đóng cửa mỏ nhằm nâng cao chất lượng và hiệu quả quản lý, nguồn cung antimony ra thế giới bị thu hẹp đáng kể đã đẩy giá antimony kim loại lên mức rất cao. Dự kiến, trong năm 2011, các doanh nghiệp niêm yết có nguồn thu từ tinh quặng và sản phẩm tinh luyện từ antimony sẽ tiếp tục có được một mức lợi nhuận thỏa đáng.

## **2. Ngành khoáng sản vật liệu xây dựng: Bao gồm cát, sét, đá vôi các loại, đá trầm tích dolomit, bentonit, đá bazan...**

Rất nhiều doanh nghiệp niêm yết đang đầu tư vào khai thác các khoáng sản là đá và vật liệu xây dựng nói chung, một số ít về nguyên liệu khoáng. Đặc điểm chung của ngành khai thác và chế biến nhóm khoáng sản này là công nghệ khai thác và chế biến đơn giản. Trừ một số ít khoáng sản thuộc loại không quá phổ biến, nhưng nhìn chung giá trị của các loại khoáng sản không thật cao, sản phẩm dễ bị cạnh tranh, do vậy lợi nhuận biên là tương đối thấp. Trong các chi phí chính đóng góp vào giá thành sản phẩm, chi phí vận tải và một số chi phí logistics khác sẽ quyết định giá trị lợi nhuận mà doanh nghiệp được hưởng có hấp dẫn hay không. Nhìn chung nhóm doanh nghiệp này, mức độ tăng trưởng điều chỉnh theo nhu cầu của thị trường nên mức tăng trưởng vừa phải.

## **3. Ngành than:**

Ngành than sẽ tiếp tục có những hỗ trợ tích cực như trong quý 4/2010, trong đó kể đến (i) thời tiết thuận lợi cho khai thác và tuyển than giúp giảm các chi phí dưới định mức cho phép, và (ii) nhiều khả năng *định mức lợi nhuận* cho các công ty than sẽ được TKV điều chỉnh lên do doanh thu và lợi nhuận công ty mẹ năm nay được hỗ trợ từ việc tăng giá than quốc tế (tăng 25% kể từ đầu năm và 36% so với cùng kỳ năm ngoái) và sự mất giá của đồng Việt Nam đồng. TKV đã chính thức đề xuất tăng giá than cho điện lên Thủ tướng Chính phủ. Theo đó giá than bốn loại là 4b, 5, 6a, và 6b được điều chỉnh tăng từ quý I/2011 khoảng 47-52%, và nâng lên bằng giá thị trường từ quý 4/2011. Nếu dựa vào (i) áp lực lạm phát dự kiến đến quý I/2011, (ii) giá điện bán lẻ tăng 6.8% sau khi giá than bán cho điện tăng trung bình 28% trong năm 2010 và (iii) thông báo của Bộ Tài chính về việc nâng giá điện trong năm 2011, kỳ vọng mức tăng giá than cho điện ở quanh mức 15-20% sau quý I/2011.

## **QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

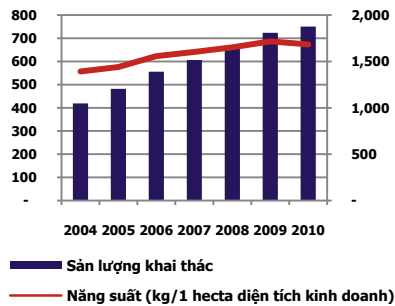
Với tình hình như trên, chúng tôi đưa ra quan điểm **Tăng phân bổ** đối với ngành khai thác và chế biến khoáng sản kim loại cơ bản. Đặc biệt lưu ý đến các mã cổ phiếu của các công ty liên quan đến khai thác và chế biến khoáng sản kim loại màu triển vọng. Có thể kể đến, xét theo các kế hoạch công bố dự kiến, các mã cổ phiếu như KTB, KSS.

**Phạm Đăng Mạnh Hồng Lân**  
Email: [Lan.PhamDangManh@tls.vn](mailto:Lan.PhamDangManh@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Tăng phân bổ**

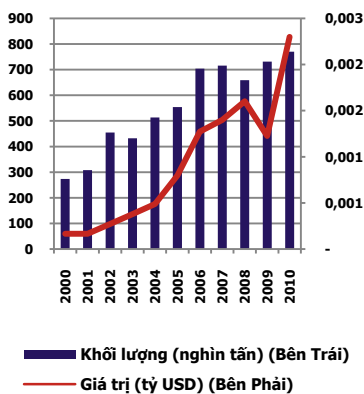
**THỐNG KÊ NGÀNH**

**Sản lượng khai thác (nghìn tấn) và Năng suất khai thác cao su của Việt Nam**



Nguồn: ANRPC

**Xuất khẩu cao su tự nhiên của Việt Nam trong giai đoạn 2000 – 2010**



Nguồn: ANRPC

**NHÌN LẠI NĂM 2010**

Năm 2010, ước tính Việt Nam xuất khẩu khoảng 770 ngàn tấn mủ cao su tự nhiên với kim ngạch xuất khẩu ước đạt 2,3 tỷ USD. Như vậy trong giai đoạn 10 năm từ năm 2000 đến năm 2010, xuất khẩu cao su Việt Nam đã tăng 2,82 lần về khối lượng và 13,85 lần về giá trị. Tốc độ tăng bình quân năm (CAGR) của khối lượng và giá trị cao su xuất khẩu lần lượt là 10,91% và 30,06%. Thị trường xuất khẩu lớn nhất của cao su tự nhiên Việt Nam là Trung Quốc khi mà nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên tại nước này trong thời gian qua tăng rất mạnh cùng với tăng trưởng kinh tế.

Tính đến thời điểm 24/12/2010, giá cao su xuất khẩu các loại của Việt Nam đạt xấp xỉ 4.500 USD/tấn, tăng bình quân 64% so với thời điểm đầu năm 2010. Kim ngạch xuất khẩu cao su năm 2010 ước đạt 2,3 tỷ USD.

**Bảng 1: Giá cao su giao ngay Việt Nam (F.O.B, Hồ Chí Minh)**

USD/Tấn	SVR CV 50	SVR CV 60	SVR L	SVR 3L	SVR 5	SVR 10	SVR 20	RSS 3	Latex	Tỷ giá CK
04/01/2010	2.850	2.840	2.780	2.770	2.730	2.725	2.715	2.760	1.740	18.469
24/12/2010	4.630	4.620	4.560	4.550	4.510	4.390	4.380	4.540	2.917	19.500
Tăng trưởng	62%	63%	64%	64%	65%	61%	61%	64%	68%	

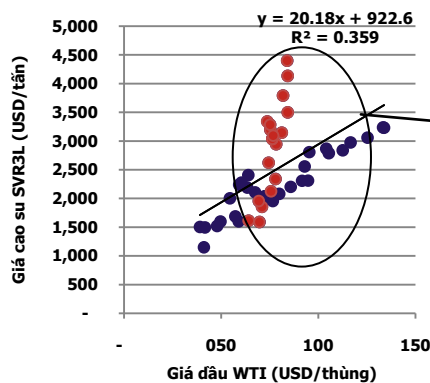
Nguồn: VRA

Giá cao su tự nhiên thế giới và Việt Nam tăng mạnh trong thời gian qua xuất phát từ các nguyên nhân:

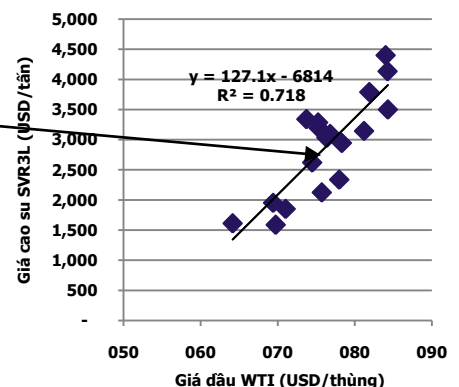
- Thiên tai làm ảnh hưởng đến việc khai thác mủ và chuyên chở cao su: lũ lụt tại Thái Lan, mưa nhiều tại Malaysia và Việt Nam, và núi lửa phun trào tại Indonesia.
- Lượng xe ô tô và lốp xe sản xuất và tiêu thụ tăng trưởng cao ở Trung Quốc và nhiều thị trường lớn khác như Ấn Độ, Hoa Kỳ, Nhật.
- Tác động của các nhà đầu tư tham gia vào thị trường tương lai cao su.
- Sự giảm giá của đồng USD so với đồng tiền của các quốc gia xuất khẩu cao su.

**TRIỂN VỌNG 2011**
**Giá cao su tự nhiên năm 2011**

**Hình: Tương quan giữa giá cao su SVR3L Việt Nam và giá dầu giai đoạn 01/2007- 12/2010**



**Hình: Tương quan giữa giá cao su SVR3L Việt Nam và giá dầu giai đoạn 06/2009- 12/2010**



Nguồn: VRA, EIA, TLS tổng hợp

**Bảng 2: Dự báo giá cao su SVR 3L của Việt Nam trong năm 2011**

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
Giá dầu (USD/thùng)	84,00	84,00	84,00	85,00	85,00	85,00	86,00	87,00	87,50	88,00	88,50	89,00
Giá cao su (USD/tấn)	3.862	3.862	3.862	3.990	3.990	3.990	4.117	4.244	4.307	4.371	4.434	4.498

Nguồn: EIA, TLS dự báo

Giá cao su tự nhiên và giá dầu có mối tương quan thuận khá chặt chẽ do sản phẩm thay thế của cao su tự nhiên là cao su nhân tạo có nguồn gốc từ dầu mỏ. Giá dầu tăng dẫn đến giá cao su nhân tạo tăng và các nhà sản xuất sẽ chuyển sang sử dụng cao su tự nhiên và đẩy giá cao su tự nhiên tăng tương đối so với giá dầu.

Chúng tôi thống kê tương quan giữa giá cao su SVR 3L của Việt Nam và giá dầu giai đoạn từ 01/2007 đến 12/2010 và thấy mối tương quan có độ tin cậy thấp của mô hình ( $R^2 = 0,359 < 0,5$ ) nhưng nhận thấy mối tương quan có độ tin cậy cao của mô hình cho giai đoạn từ 06/2009 – 12/2010. Chúng tôi sử dụng mô hình  $Y = 127,1 X - 6814$  (Y là Giá cao su, X là Giá dầu) để dự báo giá cao su SVR3L của Việt Nam cho năm 2011 (Bảng 2).

Giá cao su tự nhiên của Việt Nam trung bình năm 2011 theo dự báo của chúng tôi tăng xấp xỉ 21% so với trung bình năm 2010 trong khi mức giá trung bình năm 2010 tăng 88% so với của năm 2009. Chúng tôi cũng dự kiến sản lượng tiêu thụ bình quân của ngành năm 2011 tăng trưởng 4% so với năm 2010.

Trên cơ sở tăng trưởng giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ bình quân của năm 2011, chúng tôi cho rằng doanh thu và lợi nhuận của toàn ngành năm 2011 tăng trưởng khoảng 25,84% (loại trừ yếu tố tỷ giá).

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **Gia tăng phân bổ** cho ngành cao su tự nhiên Việt Nam năm 2011. Luận điểm đầu tư của chúng tôi dựa trên :

Doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ tăng trưởng vào khoảng 10-15% so với năm 2010, thấp hơn so với toàn ngành do sản lượng khai thác của các công ty sẽ giảm so với năm 2010. Với mức giá thị trường hiện tại, cổ phiếu của các công ty cao su đang được giao dịch tại mức P/E (tính trên EPS năm 2011) là 8 lần, trong đó P/E của HRC đạt 10,27 lần là cao nhất, PHR thấp nhất là 6,4 lần. Với mức P/E ngành kì vọng của chúng tôi cho năm 2011 vào khoảng 9 -10 lần. chúng tôi kì vọng mức sinh lời trung bình khi đầu tư là 12,5% - 25%.

**Rủi ro** đối với các công ty là sự giảm giá của cao su xuất phát từ sự sụt giảm trong nguồn cầu khi có nhiều dấu hiệu Trung Quốc sẽ tiến hành thắt chặt tiền tệ trong năm 2011.



**Lê Tất Thành**

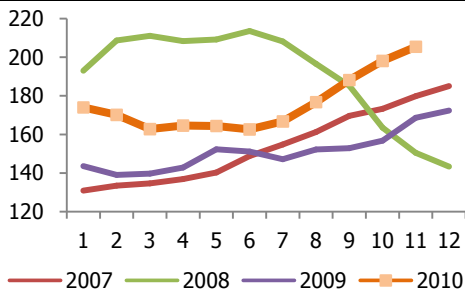
Email: [Thanh.LeTat@tls.vn](mailto:Thanh.LeTat@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011

Ngành dầu ăn, bánh kẹo, và bia: **Giảm phân bổ**  
 Ngành sữa: **Trung lập**  
 Ngành đường: **Tăng phân bổ**

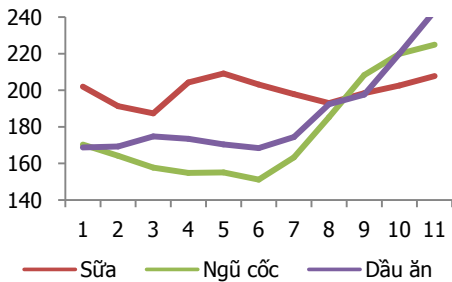
**THỐNG KÊ NGÀNH**

Chỉ số giá thực phẩm FAO, 2002 – 2004 = 100



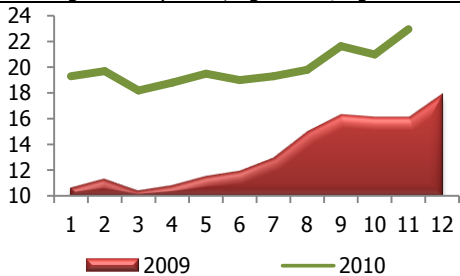
Nguồn: FAO, TLS research

Chỉ số giá thực phẩm FAO, 2002 – 2004 = 100



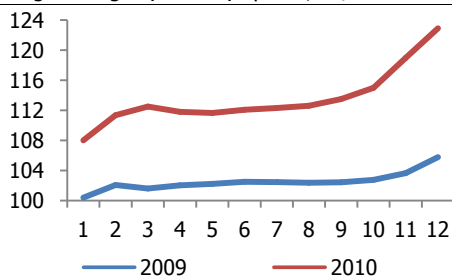
Nguồn: FAO, TLS research

Giá đường bán lẻ tại HCM, ngàn VND/ kg



Nguồn: Agro, TLS research

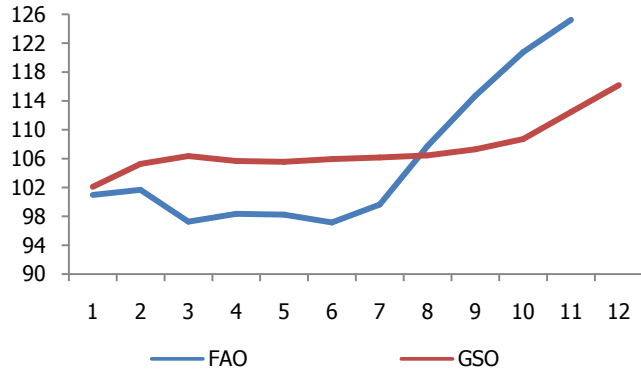
Chỉ số giá lương thực và thực phẩm, 12/2008 = 100



Nguồn: GSO, TLS research

**NHÌN LẠI NĂM 2010**

Trong nửa đầu năm 2010, chỉ số giá thực phẩm và đồ uống (F&B) trong nước (tham chiếu chỉ số giá lương thực, thực phẩm và đồ uống ngoài gia đình của GSO) tăng khá đều đặn trong khi chỉ số giá F&B quốc tế (tham chiếu chỉ số giá thực phẩm của FAO) sụt giảm. Đến tháng 6/2010, chỉ số giá F&B quốc tế mới gia tăng trở lại và tới tháng 8 đạt ngang bằng tốc độ tăng chỉ số giá F&B trong nước.

**Chỉ số giá của FAO và của GSO sau điều chỉnh tỷ giá và gốc tọa độ, tháng 12/2009 = 100**


Nguồn: FAO, GSO, TLS research

Hệ quả là trong 3 quý đầu năm 2010, hiệu quả hoạt động kinh doanh của các nhà sản xuất F&B trong nước có đầu vào chủ yếu nhập khẩu nhìn chung khả quan hơn so với cuối năm 2009.

Phân ngành	MCK	Doanh thu (Tỷ VND)			Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	
		3 Q2009	3 Q2010	Tăng trưởng	3 Q2009	3 Q2010
Dầu ăn	TAC	1,916	2,173	13.4%	7.1%	11.6%
	VNM	7,741	11,613	50.0%	36.4%	33.6%
	BHS	657	1,354	106.3%	15.6%	12.8%
Đường	LSS	815	893	9.6%	22.8%	38.2%
	NHS	261	406	55.6%	26.6%	27.3%
	SBT	547	792	44.8%	23.6%	37.7%
	SEC	172	233	35.7%	24.8%	32.9%
Bánh kẹo	KDC	1,079	1,318	22.1%	32.8%	37.0%
	BB	401	484	20.8%	29.8%	24.8%
	HHC	311.9	350.2	12.3%	14.9%	14.4%
Bia	HAD	197	197	-0.2%	16.3%	23.8%
	THB	340	303	-11.1%	15.8%	16.5%

Nguồn: Công ty, TLS research

**TRIỂN VỌNG 2011**

Bắt đầu từ tháng 8, sự gia tăng đột ngột của giá thực phẩm trên thị trường quốc tế ngày càng tạo khoảng cách lớn hơn với giá thực phẩm nội địa đã cho chúng ta một bức tranh khác. Theo nhận định của các chuyên gia trên thế giới về ngành dầu thực vật, sữa, và đường, giá những mặt hàng này sẽ còn gia tăng ít nhất đến quý I/2011, nguyên do là:

- Nhu cầu 8 loại dầu thực vật trên toàn cầu, trong đó có dầu cọ và dầu nành, lần đầu tiên trong vòng 8 năm, sẽ vượt sản lượng trong niên vụ 2010-11, ngay cả khi giá đạt kỷ lục cao nhất trong 2 năm gần đây (Oil World, tháng 12/2010).
- New Zealand, nước xuất khẩu sữa bột hàng đầu thế giới, nhiều khả năng sẽ đối mặt với năm hạn hán thứ hai. Tại GlobalDairyTrade, giá sữa bột nguyên kem giao ngay tăng 1.3% và giá kỳ hạn vào tháng 3 đến tháng 5 năm 2011 tăng vọt thêm 4.1% (Bloomberg, bài

“New Zealand declares drought in North Island dairy, sheep farming areas”, 2/12/2010).

- Theo khảo sát tháng 12/2010 của Bloomberg trên 11 nhà kinh doanh, chuyên gia phân tích và môi giới đường, 8 người cho rằng giá đường thô giao dịch tại New York sẽ tăng, 1 cho rằng giá sẽ giảm, và 2 cho rằng sẽ có một sự thay đổi nhỏ. Theo Czarnikow Sugar Futures Limited, triển vọng nguồn cung đường của Brazil đang xấu hơn dự báo.

Từ những phân tích này, chúng tôi đưa ra nhận định triển vọng quý I/2011:

- Các phân ngành F&B gồm dầu ăn, sữa phụ thuộc nhiều vào nguyên vật liệu nhập khẩu sẽ tiếp tục gặp khó khăn nhiều hơn do giá đầu vào tăng nhanh. Họ sẽ phải lựa chọn hoặc là tăng giá bán để đảm bảo lợi nhuận hoặc giữ giá ổn định để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng doanh thu nhưng lợi nhuận gộp sẽ sụt giảm.
- Phân ngành đường được hỗ trợ bởi giá thế giới tăng cao và nguồn cung ứng bị giới hạn nên giá đường trong nước tiếp tục ở mức cao, triển vọng lợi nhuận của các nhà máy đường có diện tích mía gia tăng hoặc sản lượng mía thu mua lớn là rất sáng sủa.
- Ngành bánh kẹo và bia sử dụng các loại sản phẩm trên và ngũ cốc làm đầu vào, hơn nữa bánh kẹo và bia không thuộc nhóm hàng tiêu dùng thiết yếu nên tất yếu sẽ bị ảnh hưởng không nhỏ đến lợi nhuận.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết hợp phân tích chi phí giá vốn và giá bán ở trên với tiềm năng tăng trưởng của ngành (đã được nêu trong báo cáo ngành F&B tháng 11/2010), chúng tôi đưa ra khuyến nghị:

- Ngành dầu ăn, bánh kẹo, và bia: **Giảm phân bổ.**
- Ngành sữa: **Trung lập.**
- Ngành đường: **Tăng phân bổ.**

**Nguyễn Hoài An**

Email: [An.NguyenHoai@tls.vn](mailto:An.NguyenHoai@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Trung lập**

**THỐNG KÊ NGÀNH**

Thị trường	10 tháng đầu năm 2010		% so với cùng kỳ 2009	
	KL	GT	KL	GT
EU	297,812	954.394	2.6	6.8
Mỹ	124,116	776.229	23.5	39.5
Nhật Bản	113,203	733.003	22.8	19.5
Hàn Quốc	88,837	293.326	10.0	21.5
Trung Quốc - Hồng Kông	49,171	188.358	11.6	22.0
ASEAN	21,250	66.545	4.2	3.5
Australia	79,949	175.123	10.1	13.0
Canada	23,720	123.779	11.3	18.6
Nga	18,818	92.737	11.0	4.2
Mexico	36,178	76.281	-16.3	1.4
Khác	30,571	67.587	16.5	9.3
Tổng	240,519	558.657	16.0	4.1
<b>Sản phẩm</b>				
Tôm các loại	1,102,894	4039.474	10.8	16.0
- Tôm sú	195,164	1683.953	12.9	22.5
- Tôm chân trắng	114,514	1152.58	44.2	60.2
Cá tra	50,576	330.296	38.3	54.4
Cá ngừ	538,201	1150.925	6.7	2.4
Cá khác cá loại	69,267	244.418	56.6	65.9
Nhuận thể	187,680	485.311	30.2	40.2
Cua ghe và giáp xác khác	99,776	387.974	-1.5	9.0
Tổng cộng	12,608	86.894	8.1	89.6
	1,102,894	4039.475	10.8	16.0

Top 10 Doanh nghiệp CK thủy sản lớn nhất 10 tháng đầu năm 2010		
Minh Phu	20,914	197.831
Vinh Hoan	34,685	101.715
Quoc Viet	8,622	85.430
Hung Vuong	40,922	80.253
Utxi Co	6,252	68.150
Camimex	6,080	66.656
Stapimex	6,483	65.243
Fimex VN	4,853	56.651
Phuong Nam	5,264	56.511
Cadovimex	11,481	53.273
Tổng cộng	145,556	831.711

Nguồn: VASEP

**NHÌN LẠI NĂM 2010**

Theo báo cáo của Tổng cục Thủy sản, giai đoạn 2006 - 2010, diện tích nuôi trồng thủy sản tăng đều đặn qua từng năm. Sản lượng tăng gấp 6 lần so với chỉ tiêu đề ra trong kế hoạch đến năm 2010. Tốc độ tăng trưởng bình quân về diện tích là 3,7%/năm, tốc độ tăng bình quân về sản lượng trung bình 27%/năm. Diện tích thả nuôi năm 2010 ước đạt 1,1 triệu ha, sản lượng ước đạt khoảng 2,8 triệu tấn.

Giá trị kim ngạch xuất khẩu thủy sản của cả nước 11 tháng đầu năm 2010 đạt 540 triệu USD, nâng tổng giá trị kim ngạch xuất khẩu thủy sản 11 tháng lên 4,55 tỉ USD, tăng 17,86% so với cùng kỳ năm 2009. Đáng chú ý, xuất khẩu thủy sản có sự tăng trưởng khá ở hầu hết các thị trường lớn như EU, Hoa Kỳ, Nhật Bản và Hàn Quốc. Như vậy, năm 2010 ngành xuất khẩu thủy sản đã vượt kế hoạch mục tiêu đạt 4,5 tỉ USD trong năm nay.

**Khó khăn**

- Diễn biến **thời tiết phức tạp** và bất lợi ở các tỉnh Trung bộ và Nam trung bộ gây thiệt hại về người, tàu thuyền khai thác và nuôi trồng thủy sản.
- Liên tục xử lý, giải quyết **các rào cản thương mại** gặp phải liên quan đến các vụ kiện chống phá giá tôm và cá tra, tên gọi catfish đối với cá tra, dư lượng trifluralin trong nuôi tôm và mới đây nhất là việc cá tra bị WWF đưa vào sách đỏ trong cẩm nang tiêu dùng thủy sản ở một số quốc gia Châu Âu.
- Đối với các doanh nghiệp chế biến thủy sản, những tháng cuối năm do **nguồn nguyên liệu khan hiếm** nên các doanh nghiệp chế biến phải mua nguyên liệu với giá cao. Chỉ một số ít doanh nghiệp (MPC, HVG, VHC, và AGF) có khả năng đáp ứng tốt nguồn nguyên liệu sẽ đáp ứng được nhu cầu xuất khẩu cuối năm và có khả năng đạt được kế hoạch lợi nhuận đề ra do giá sản phẩm xuất khẩu cuối năm cũng tăng cao theo sự tăng giá nguyên vật liệu đầu vào.
- **Lãi suất tăng** làm cho chi phí tài chính của các doanh nghiệp tăng mạnh, và tỷ giá tăng làm cho giá thức ăn thủy sản tăng liên tục, ảnh hưởng lớn đến chi phí đầu vào các doanh nghiệp thủy sản.

**Thuận lợi**

- **Nhu cầu của thị trường thế giới** về thủy sản (cá, tôm...) của Việt Nam còn rất lớn, các thị trường khó tính như Châu Âu, Mỹ... ngày càng gia tăng khối lượng nhập khẩu. Cuộc khủng hoảng ở Châu Âu và sự tăng giá của đồng EUR cũng góp phần gia tăng lượng nhập khẩu thủy sản từ Việt Nam (đặc biệt là cá tra vì đây là loại thực phẩm có giá trị kinh tế cao vào thời kỳ khủng hoảng).
- **Đông Việt Nam mất giá** đã tạo nhiều thuận lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản vì hầu hết nguyên liệu được mua trong nước, doanh thu xuất khẩu thu về bằng ngoại tệ nên tỷ giá diễn biến theo chiều hướng mất giá đồng Việt Nam tạo nhiều thuận lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản.

**Kết quả kinh doanh 3 quý đầu năm 2010 của một số doanh nghiệp thủy sản**

Mã CP	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Doanh Thu (tỷ đồng)	LN sau thuế (tỷ đồng)	ROE (%)	ROA (%)	EPS (đồng)
MPC	700	3.068,8	253,3	19,8%	7,6%	3.618
VHC	471	2.147,0	175,8	19,1%	10,4%	3.732
HVG	660	3.061,1	229,2	12,1%	4,6%	3.473
ANV	660	1.053,8	57,2	3,9%	2,8%	867

Nguồn : TLS research

**TRIỂN VỌNG 2011**

Mục tiêu nuôi trồng thủy sản đạt 1,1 triệu ha diện tích nuôi trồng, và sản lượng đạt 3 triệu tấn.

Lĩnh vực chế biến thủy sản xuất khẩu tôm và cá, đặc trưng của Quý 1 thường là quý có doanh số thấp nhất trong năm do các nước nhập khẩu đã nhập hàng vào quý 4 để chuẩn bị cho các ngày lễ lớn: giáng sinh và năm mới. Thêm vào đó Quý 1 ở Việt Nam cũng rơi vào kỳ nghỉ Tết nên công suất hoạt động của các nhà máy sụt giảm do công nhân nghỉ tết và tâm lý công nhân thường nghỉ nhiều hơn vào dịp Tết.

Đối với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, dự kiến Q1/2011 sẽ áp dụng giá sản xuất xuất khẩu nhằm gia tăng lợi nhuận cho các doanh nghiệp, ngăn chặn tình trạng cạnh tranh không lành mạnh giữa các doanh nghiệp trong nước, và hỗ trợ người nông dân đảm bảo cho họ một mức giá cá nguyên liệu ổn định ở mức cao.

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Chúng tôi giữ quan điểm **Trung lập** với các doanh nghiệp trong ngành thủy sản. Mặc dù các doanh nghiệp có nhiều lợi thế cạnh tranh khi xuất khẩu ra thị trường nước ngoài, tuy nhiên rào cản thương mại ở các nước nhập khẩu khá lớn nên chứa nhiều rủi ro cho các doanh nghiệp xuất khẩu. Thêm vào đó, nguồn nguyên liệu năm 2011 được đánh giá là sẽ còn gặp nhiều khó khăn do nhiều người dân đã giảm quy mô đầu tư nuôi trồng (chi phí đầu tư hiện tại rất lớn, và giá đầu ra không được đảm bảo). Năm 2011 sẽ là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp có khả năng chủ động được nguồn nguyên liệu tuy nhiên sẽ tiếp tục đối mặt với các rào cản thương mại từ các nước nhập khẩu.

**Nguyễn Hữu Duy**

Email: [Duy.NguyenHuu@tls.vn](mailto:Duy.NguyenHuu@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Tăng phân bổ**
**THỐNG KÊ NGÀNH**
**Kim ngạch xuất nhập khẩu và lượng hàng qua cảng 6 tháng đầu năm**

Triệu đô	1H2009	1H2010	% tăng trưởng
Kim ngạch XNK	57.08	70.75	23.95%
Xuất FOB	27.50	32.10	16.77%
Nhập CIF	29.59	38.65	30.63%
Lượng hàng qua HCM (TEUs)	1.53	1.92	19.90%

*Nguồn : Alphaliner và GSO*
**Sản lượng container qua các cảng lớn ở Việt Nam**

Triệu TEU	2007	2008	2009
Hải Phòng	0.68	0.79	0.82
Đà Nẵng	0.05	0.06	0.07
Quy Nhơn	0.06	0.07	0.05
Nha Trang	0.00	0.00	0.00
Hồ Chí Minh	3.17	3.43	3.56
Cái Mép	na	na	0.15
Vũng Tàu	na	na	0.10

*Nguồn : www.ci-online.co.uk*
**NHÌN LẠI NĂM 2010**

Năm 2010, ngành cảng biển Việt Nam được dự đoán tăng trưởng khoảng 20% do nền kinh tế phục hồi và tăng trưởng thương mại quốc tế. Tính đến tháng 11/2010, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt tăng 24.5% và 19.8%. Theo số liệu của AXS Alphaliner trong 6 tháng đầu năm 2010 cụm cảng Hồ Chí Minh (chiếm khoảng 70% thị phần cảng Việt Nam) đã xử lý khoảng 1.92 triệu TEUs, tăng 19.9% so với cùng kỳ năm ngoái. Hơn thế nữa, chúng tôi cũng ghi nhận kết quả kinh doanh tốt hơn của 01 số công ty chuyên vận hàng cảng biển.

**Kết quả kinh doanh 01 số cảng biển Việt Nam**

Cảng	Doanh thu			Lợi nhuận trước thuế		
	3 Quý 2009	3 Quý 2010	Tăng trưởng (%)	3 Quý 2009	3 Quý 2010	Tăng trưởng (%)
VSC	333.62	390.11	16.93%	118.37	151.01	27.57%
DXP	113.38	138.61	22.25%	48.14	59.33	23.24%
DVP	259.10	224.28	-13.44%	98.14	100.11	2.01%

*Nguồn : TLS research*

Chúng tôi kỳ vọng trong Q4 / 2010, các doanh nghiệp cảng sẽ có kết quả kinh doanh tốt do nhu cầu lưu chuyển hàng hóa tăng mạnh để phục vụ cho dịp Tết âm lịch.

**TRIỂN VỌNG 2011**

Trong năm 2011, các tổ chức đều dự báo Việt Nam có khả năng tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu ở mức 11-14% . Điều này tạo tiền đề cho lượng hàng qua các cảng biển tăng trưởng ở mức 11-14%

Tổ chức	Tăng trưởng 2011		
	Xuất khẩu	Nhập khẩu	Tổng kim ngạch
Vụ kinh tế dịch vụ (Bộ KHĐT)	10%	11%	10.54%
BMI	8.90%	12.40%	10.77%
EIU	15.06%	12.76%	13.85%
IHS Global	14.42%	13.32%	13.85%

*Nguồn : TLS research*

Hơn thế nữa, trong năm 2011 các chuyên gia dự đoán rằng Việt Nam vẫn có thể tiếp tục bị mất giá so với đồng đôla do Việt Nam vẫn chịu thâm hụt cán cân thương mại. Đây là 01 điều hỗ trợ cho các doanh nghiệp vận hành cảng khi doanh thu chủ yếu là đồng đôla.

Chúng tôi kỳ vọng Q1/2011, các doanh nghiệp cảng container miền Bắc là VSC, DXP và DVP sẽ báo cáo kết quả kinh doanh khả quan.

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm **Gia tăng phân bổ** cho ngành cảng Việt Nam năm 2011, đặc biệt là cảng container ở miền Bắc Việt Nam. Luận điểm đầu tư của chúng tôi dựa trên : (i) hệ thống cảng hiện đại Việt Nam vẫn còn thiếu và không phù hợp, và (ii) dự phóng tăng trưởng hàng thông qua cảng ở miền Bắc cao hơn ở các miền còn lại trong giai đoạn 2011-2014. Trong số các cảng mà chúng tôi theo dõi thì có:

- **VSC** hiện đang vận hành cảng Green Port – là một cảng mới với các thiết bị xếp dỡ hiện đại. Điều này làm tăng năng suất của cảng so với các cảng khác lân cận.
- **DXP** nằm ở cụm cảng mới của Hải Phòng . Hiện tại DXP đang hoạt động hết công suất của mình.
- **DVP** sở hữu 02 yếu tố làm lợi thế cạnh tranh, đó là vị trí chiến lược và cảng nước sâu. Hiện tại DVP đang nằm ở vị trí tốt nhất so với các cảng ở Hải Phòng còn lại cho tuyến đường hàng hải quốc tế nối Hải Phòng với thế giới. Đây cũng là cảng nước sâu với độ sâu 10.2 m có khả năng nhận tàu 3000 TEUs.

Rủi ro lâu dài đối với các cảng này là việc hoàn thành cảng Lạch Huyện – cảng nước sâu lớn nhất Hải Phòng. Hiện tại 03 nhà đầu tư Nhật Bản đã liên doanh với Vinalines để xây dựng 02 cảng container đầu tiên tại Lạch Huyện. Dự kiến 02 cảng này sẽ hoàn thành vào 2015 có khả năng xử lý 6 triệu tấn hàng một năm.

**ĐIỆN**

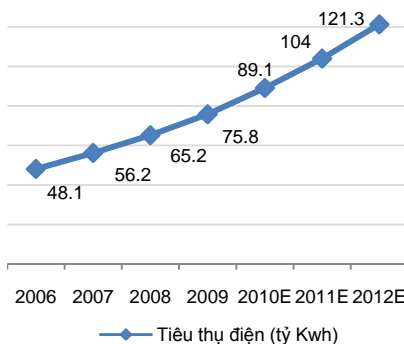
**Nguyễn Mạnh Tú**  
Email: [Tu.NguyenManh@tls.vn](mailto:Tu.NguyenManh@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Giảm phân bổ**

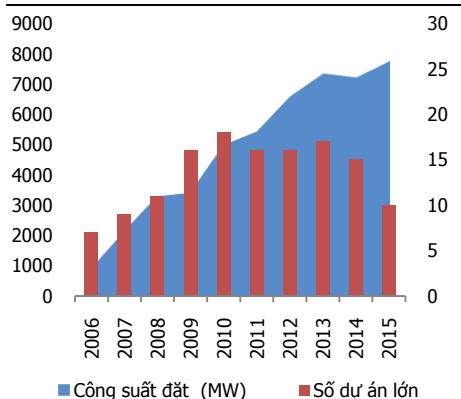
**THỐNG KÊ NGÀNH**
**Kế hoạch sản lượng cả nước**

Chỉ tiêu	2007	2010	2020
Sản lượng (Tỷ Kwh)	57.5	88.5 - 93	210 - 250
Tốc độ tăng trưởng (%)	16	11	9.5

Nguồn: GSO

**Nhu cầu tiêu thụ điện cả nước**


Nguồn: EIU

**Kế hoạch công suất và số dự án dự kiến giai đoạn 2006 – 2015**


Nguồn: Quy hoạch điện VI

**NHÌN LẠI NĂM 2010**

Năm 2010, cả nước vẫn thiếu hụt điện trên diện rộng do thời tiết khô hạn trong Q1 và Q2 gây sụt giảm sản lượng điện sản xuất tại các nhà máy thủy điện trong khi các nhà máy nhiệt điện được huy động tối đa công suất để bù đắp lượng thiếu hụt. Do vậy, doanh thu 3 quý đầu năm của Thủy điện có sự sụt giảm so với cùng kỳ 2009 trong khi đó Doanh thu 3 quý đầu năm của Nhiệt điện lại tăng so với 2009.

Phân ngành	MCK	Doanh thu (Tỷ VND)			Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	
		3 Q2009	3 Q2010	Tăng trưởng	3 Q2009	3 Q2010
Thủy điện	VSH	339.6	300.2	-11.6%	59.8%	53.7%
	TMP	320.5	190.6	-40.5%	58.0%	36.5%
	TBC	177.9	87.2	-51.0%	72.6%	34.3%
	SJD	232.8	142.5	-38.8%	62.8%	65.7%
Nhiệt điện	BTP	1,021.2	1,581.7	54.9%	9.8%	10.5%
	NBP	391.1	468.3	19.8%	17.9%	20.2%
	PPC	3,363.7	3,310.2	-1.6%	27.6%	15.7%
Phân phối điện	KHP	757.0	901.2	19.1%	13.3%	12.7%

Nguồn: TLS Research

Chúng tôi kỳ vọng trong Q4 / 2010, các công ty thủy điện sẽ có kết quả kinh doanh tốt do lượng nước từ các hồ chứa đã được cải thiện sau Q3 và nhu cầu điện vẫn lớn trong dịp lễ tết. Sản lượng điện sản xuất trong Q4/2010 có thể đạt bằng với mức sản lượng trong Q4/2009.

**TRIỂN VỌNG 2011**

Điểm tích cực: Giá bán lẻ điện sinh hoạt sẽ tiếp tục được điều chỉnh tăng tạo cơ hội tăng giá bán điện đối với những công ty đang đàm phán hợp đồng mới với EVN. Một số nhà máy thủy điện đã hết khấu hao có thể tăng lợi nhuận như TBC, VSH và PPC

Điểm tiêu cực: Thời tiết trong nửa đầu năm 2011 dự báo sẽ có khô hạn trên diện rộng gây thiếu nước cho Thủy điện. Giá than bán cho ngành Điện tiếp tục được đề nghị tăng (tuy nhiên sẽ không ảnh hưởng nhiều vì trong giá bán điện của các công ty Nhiệt điện đã có khoản chênh lệch biến động giá nguyên liệu). Tỷ giá dự báo điều chỉnh tăng sẽ ảnh hưởng tới các công ty có khoản vay nợ bằng ngoại tệ như VSH, BTP, KHP và PPC. Mặt bằng lãi suất cao làm chi phí vốn của các công ty tăng lên. Kế hoạch sửa chữa, bảo dưỡng của các nhà máy Nhiệt điện bị tạm hoãn trong năm 2010 sẽ triển khai trong năm 2011 là những nguyên nhân có thể làm giảm sản lượng điện.

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Chúng tôi giữ quan điểm **Giảm phân bổ** đối với ngành điện do những rủi ro từ vĩ mô (tỷ giá, lãi suất) đang ảnh hưởng làm giảm lợi nhuận của các công ty trong ngành trong khi những yếu tố làm tăng doanh thu chỉ đến từ những điều kiện không chắc chắn như điều kiện tự nhiên hay hợp đồng mới với EVN.

**DẦU KHÍ**

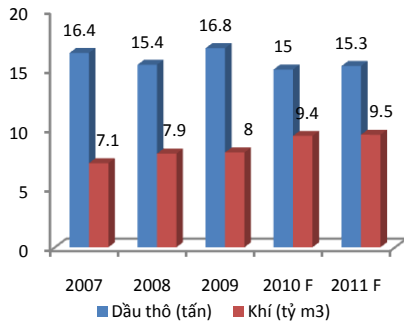
**Nguyễn Thị Phương Thúy**

Email: [Thuy.NguyenThiPhuong@tls.vn](mailto:Thuy.NguyenThiPhuong@tls.vn)

Ý kiến đầu tư 2011: **Trung lập**

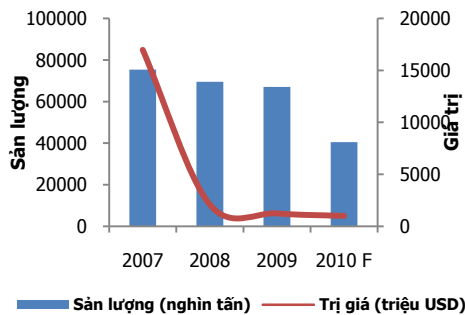
**THỐNG KÊ NGÀNH**

**Kế hoạch sản lượng cả nước**



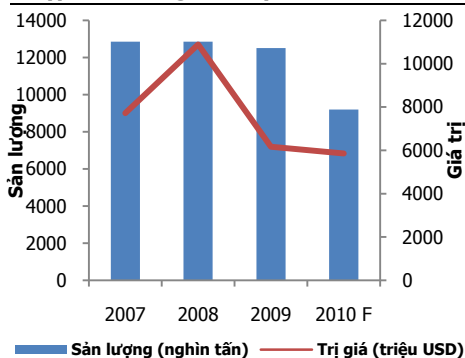
Nguồn: GSO

**Xuất khẩu dầu thô của Việt Nam**



Nguồn: GSO, TLS research

**Nhập khẩu xăng của Việt Nam**



Nguồn: GSO, TLS research

**NHÌN LẠI NĂM 2010**

Năm 2010 dường như là một năm trầm lắng của thị trường dầu khí khi giá dầu thô biến động trong biên độ hẹp 70-93 đôla/thùng, trong khi vàng hay một số hàng hóa cơ bản đã đạt đến đỉnh cao lịch sử. Nền kinh tế thế giới đã được cải thiện đáng kể so với năm trước đã giúp cho giá dầu thế giới không bị xuống quá thấp. Theo dự báo của Tổ chức các nước xuất khẩu dầu lửa thế giới (OPEC), nhu cầu dầu thô trên thế giới năm nay tăng 1.7%, đạt khoảng 85.78 triệu thùng/ngày, chủ yếu nhờ vào nhu cầu đến từ Trung Quốc, Ấn Độ và các nước thuộc Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD). Tuy nhiên, nguồn cung tiếp tục dư thừa khiến cho giá dầu khó bứt phá lên được. Giá dầu thấp dưới ngưỡng sinh lời khiến cho nhiều dự án thăm dò, khai thác mỏ dầu mới bị đình trệ, các dịch vụ hỗ trợ cũng bị ảnh hưởng nặng nề. Theo Cơ quan năng lượng quốc tế AIE dự báo thì phát triển các mỏ dầu mới ở Vịnh Mexico sẽ bị trì hoãn từ 12-18 tháng một phần do giá dầu thấp và một phần do sự cố tràn dầu BP.

Việt Nam hiện đứng thứ 3 ở khu vực Đông nam Á về sản lượng khai thác dầu thô nên sự phát triển của ngành dầu khí Việt Nam cũng gắn bó chặt chẽ và phụ thuộc lớn vào giá dầu thế giới. Năm 2010 là một năm không thuận lợi đối với các doanh nghiệp dầu khí Việt Nam nói chung. Giá trị xuất khẩu dầu thô giảm, giá cho thuê giàn khoan dầu khí giảm, và giá tàu chở dầu giảm ảnh hưởng mạnh tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp đang niêm yết như PVD, PVS, PVT và PGD. Mặt khác, tỷ giá USD tăng cao gây không ít khó khăn cho những doanh nghiệp nhập khẩu trong ngành hoặc gây ra những khoản lỗ và trích lập tỷ giá lớn đối với những doanh nghiệp dầu khí có nợ ngoại tệ lớn.

**Dầu thô:** Năm 2010, Tập đoàn dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) chỉ khai thác được khoảng 15 triệu tấn dầu thô, giảm nhiều so với mức 16.8 triệu tấn năm 2009 (số liệu BP), trong đó xuất khẩu được gần 9 triệu tấn và cung cấp cho NM lọc dầu Dung Quất khoảng 6 triệu tấn. Tuy số lượng giảm nhưng do đơn giá bình quân cao hơn năm ngoái và do đồng USD tăng giá so với VND nên giá trị kim ngạch xuất khẩu đạt 4.5 tỷ USD, bằng 77% so với cùng kỳ, giảm ít hơn so với sự giảm về lượng. **Khí tự nhiên:** Năm 2010, PVN đã khai thác được 9.4 tỷ m3 khí, tăng 17% so với năm trước, trong đó chủ yếu đến từ 2 mỏ truyền thống là Bạch Hổ và Nam Côn Sơn. Toàn bộ lượng khí này vẫn dùng để phục vụ sản xuất công nghiệp trong nước (đặc biệt là các hộ điện, đạm). Giá khí tự nhiên năm nay cũng tăng đáng kể theo lộ trình tăng giá khí đã được PVN đặt ra, ở mức trên dưới 5 USD/triệu BTU, khiến cho lợi nhuận của các công ty có đầu vào là khí tự nhiên giảm đáng kể như PGD và DPM.

**Xăng dầu:** Nhà máy lọc dầu Dung Quất chính thức đi vào hoạt động kể từ tháng 3 / 2010, với công suất 6.5 triệu tấn/năm (đáp ứng 30% nhu cầu xăng trong nước). Tính đến nay, nhà máy đã sản xuất ra hơn 7.2 triệu tấn sản phẩm, trong đó xuất bán 7 triệu tấn xăng dầu các loại. Việc nhà máy đi vào hoạt động ổn định giúp giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn xăng dầu nhập khẩu (trước kia phải nhập khẩu 100%), giảm thâm hụt thương mại và tiết kiệm được ngoại tệ cho đất nước.

Giá bán lẻ xăng dầu trong nước bình quân trong năm vẫn thấp hơn so với một số nước trong khu vực nên Nhà nước vẫn tiếp tục áp dụng các biện pháp hỗ trợ, giảm thuế nhập khẩu hoặc dùng quỹ bình ổn để giảm lỗ cho các doanh nghiệp kinh doanh, phân phối xăng dầu (hiện nay mức lỗ này ở dạng lớn, khoảng 2000 VND/lít đối với các mặt hàng xăng, diesel và dầu hỏa và khoảng 1000 VND/lít đối với dầu mazut). Ngoài ra, chính phủ tăng cường các biện pháp quản lý, giám sát, thanh tra các tổng đại lý, đại lý kinh doanh xăng dầu nhằm chống hiện tượng đầu cơ, găm hàng, các vi phạm về giá cả và các hành vi gian lận thương mại khác.

Chúng tôi không đặt nhiều kỳ vọng về sức đột phá trong Q4 / 2010 cho hầu hết các doanh nghiệp trong ngành dầu khí đang niêm yết do giá xăng dầu trong nước vẫn đang chịu sự quản lý của nhà nước và giá thành các dịch vụ hỗ trợ cho ngành không khả quan hơn quý trước đó.

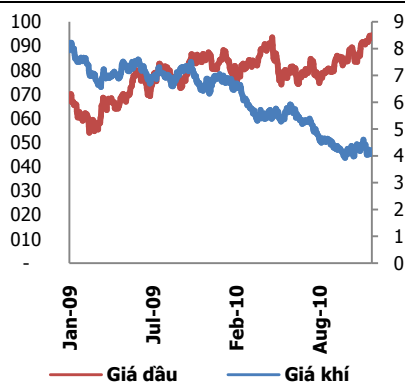
**TRIỂN VỌNG 2011**

Nhu cầu dầu mỏ thế giới năm 2011 được IEA dự báo sẽ tăng trưởng 3-3.6%, ở mức 88.8 triệu thùng dầu/ngày, được đóng góp bởi tốc độ tăng trưởng kinh tế kỳ vọng 9.2% của Trung Quốc, dẫn đến tăng nhu cầu dầu nhập khẩu của nước này lên 6.3% (tương đương 5.1 triệu thùng dầu/ngày). Sự mất giá của đồng USD khiến cho các nước xuất khẩu dầu nghèo đi, nên có một số e ngại rằng OPEC có khả năng sẽ giảm sản lượng, làm giá dầu có thể vượt quá 100 USD/thùng trong năm.

Tại Việt Nam, trữ trữ lượng dầu khí còn khá dồi dào. Theo số liệu giữa năm 2010 của BP, trữ lượng dầu mỏ vào cuối 2009 của Việt Nam vào khoảng 4.5 tỷ thùng, đứng thứ 4 tại Châu Á. Trữ lượng dầu này có thể tăng lên đến 4.7 tỷ thùng và trữ lượng khí đốt có thể lên đến 682 tỷ m3 từ nay tới năm 2012. Hệ số Dự trữ/ Sản lượng khai thác của Việt Nam theo BP cũng thuộc hàng cao nhất tại khu vực Đông Nam Á. Trong năm 2010, chúng ta mới phát hiện thêm được 7 mỏ, đưa vào khai thác thêm được 5 mỏ nhỏ và nếu tình hình không có cải thiện thêm thì chúng tôi e ngại rằng sản lượng dầu thô cả khai thác lẫn xuất khẩu sẽ tiếp tục giảm nếu nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động ở công suất tối đa như hiện nay.



## Giá dầu và khí trên thế giới



Nguồn : Bloomberg

## Triển vọng Quý 1/2011:

Dựa vào tình hình thặng dư khả quan của các kho chứa dầu quốc gia, công suất hoạt động còn thấp của các mỏ dầu cũng như của các nhà máy lọc dầu trên toàn cầu, tuyên bố sẽ không tăng công suất của OPEC, và tình hình thời tiết khắc nghiệt tại Châu Âu, Bắc Mỹ, chúng tôi dự báo rằng giá dầu thế giới sẽ có thể tăng nhẹ hơn mức hiện thời, và giao động trong biên độ 80-100 USD/thùng trong quý 1 tới.

Như vậy thì các doanh nghiệp xuất khẩu dầu thô của nước ta có khả năng vẫn duy trì được giá trị xuất khẩu nhờ vào sự lên giá của dầu và của đồng USD. Bộ công thương cũng đã khẳng định sẽ không tăng giá xăng dầu đến hết quý 1 và để tiếp tục giảm tăng giá bán lẻ, thuế nhập khẩu xăng cũng được giảm xuống còn 2-6% từ mức 5-12% hiện hành từ ngày 01/01/2011.

Diễn biến khó lường về tỷ giá vẫn tiếp tục gây bất lợi cho những doanh nghiệp đầu khí nhập khẩu ròng hoặc những doanh nghiệp có nợ ngoại tệ lớn.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi giữ quan điểm **Trung lập** cho ngành dầu khí Việt Nam năm 2011 do một nguồn tiền lớn đầu tư vào ngành này theo lộ trình cổ phần hóa. Tuy nhiên, cũng có sự phân hóa giữa các công ty trong ngành do số tiền từ việc tái cấu trúc, cổ phần hóa sẽ được PVN tái đầu tư vào các công ty có lĩnh vực hoạt động thuần túy thuộc ngành. Như vậy, các công ty trong quy trình khép kín từ thăm dò, khai thác, vận chuyển, xuất nhập khẩu, phân phối và các dịch vụ kỹ thuật đi kèm sẽ là những công ty được hưởng lợi nhiều nhất về sau. Một số cổ phiếu dầu khí nên được quan tâm bao gồm:

- **PVD:** công ty vẫn duy trì hoạt động ổn định, hiệu suất hoạt động các giàn khoan cho thuê cao. Giá giàn khoan trong 2011 vẫn sẽ ở mức thấp do có độ trễ từ 6 tháng-1 năm so với giá dầu, khiến cho tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty chưa được cải thiện ngay. Tuy nhiên, với 4 giàn khoan hiện đại (3 giàn Jack up hiện hữu và 1 giàn TAD sẽ đi vào hoạt động trong năm 2011), với sự chuyên nghiệp của mình cùng sự hỗ trợ của PVEP thì chúng tôi tin rằng đây chính là một trong những doanh nghiệp tiềm năng nhất của ngành dầu khí Việt Nam một khi giá dầu hồi phục mạnh. Một điều ghi nhận là PVD đang được lập báo cáo bằng USD, vì thế tránh rủi ro tỷ giá.
- **PVS:** Là một trong những doanh nghiệp chủ chốt của ngành dịch vụ kỹ thuật dầu khí, PVS có hoạt động ổn định, doanh thu lợi nhuận luôn tăng cao hơn năm trước từ 15-30%. Rủi ro chính của PVS là kế hoạch tăng vốn nhanh dẫn đến sự pha loãng cổ phiếu. Ngoài ra, việc cổ phần hóa hàng loạt công ty con sắp tới, cùng với việc tái cấu trúc theo chỉ định của Tập đoàn cũng làm chúng tôi lo ngại khả năng tốc độ tăng trưởng của những năm sau 2011 có thể sẽ không cao như trước nữa. PVS không bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động tỷ giá do hầu hết doanh thu của công ty là ngoại tệ, bù đắp lại phần lỗ tỷ giá.
- **PGD:** Mặc dù có thể giá bán đầu ra tăng chậm hơn so với giá đầu vào của doanh nghiệp, đồng nghĩa với tỷ suất lợi nhuận ngày càng bị thu hẹp lại, nhưng chúng tôi vẫn có cơ sở để tin đây cũng là một doanh nghiệp dầu khí có thể cân nhắc đầu tư vì 3 lý do sau: 1) nhu cầu ngày một tăng cao của các hộ công nghiệp tiêu thụ khí thấp áp, 2) PGD sẽ tiết kiệm được một khoản tiền từ việc mua lại hệ thống dẫn khí giai đoạn 2 Phú Mỹ- Mỹ Xuân- Gò Dầu thay vì thuê như trước, và 3) các dự án xây dựng đường ống tại Nhơn Trạch, Hiệp Phước đang được tiến hành để mở rộng thị trường.

## XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại các công ty được đề cập trong báo cáo này thông qua việc đầu tư và/hoặc cung cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

## SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại ngành. Vui lòng liên lạc với các Chuyên viên nghiên cứu hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về ngành này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

## KHOI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia nghiên cứu có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.tls.vn](http://www.tls.vn)

**Trụ sở Nghiên Cứu:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: [research@tls.vn](mailto:research@tls.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền.TLS 2000-2010**,TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.