



VIETCOMBANK SECURITIES
CÙNG KHÁCH HÀNG VƯỢT TỚI SỰ THỊNH VƯỢNG



BÁO CÁO VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2010 – 2011

PHÒNG PHÂN TÍCH VÀ NGHIÊN CỨU

VCBS

10/01/2011

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

LỜI MỞ ĐẦU

Như vậy, năm 2010 đã khép lại cả những tín hiệu khả quan và không ít những thách thức. Trong năm qua, Việt Nam đã đạt được tốc độ tăng trưởng vượt mục tiêu đề ra và tiếp tục được duy trì ở mức cao trong bối cảnh kinh tế thế giới vẫn còn nhiều bất ổn như vấn đề khủng hoảng nợ tại khu vực châu Âu, vấn đề phục hồi chậm chạp của kinh tế Mỹ khi thị trường việc làm Mỹ vẫn chưa có dấu hiệu bứt phá. Trong khi đó, nền kinh tế Việt Nam cũng đang dần bộc lộ những dấu hiệu bất ổn cần phải giải quyết như cơ cấu kinh tế không bền vững, hiệu quả đầu tư thấp, khả năng cạnh tranh yếu... Tuy nhiên, có những vấn đề nổi bật trước mắt cần phải giải quyết ngay trong năm 2011 là vấn đề lạm phát tăng cao với tốc độ xấp xỉ 12%, tỷ giá đang chịu áp lực lớn phải điều chỉnh... Vì vậy trong năm 2011, Chính phủ sẽ phải cân đối giữa mục tiêu tăng trưởng và ổn định để đảm bảo sự tăng trưởng kinh tế sẽ kéo theo sự cải thiện mức độ phúc lợi của người dân. Những thay đổi trong trọng tâm chính sách này sẽ ảnh hưởng nhiều đến động thái chính sách của nhà nước (chính sách tài khóa, tiền tệ sẽ được thực hiện theo hướng thắt chặt hơn), và đến lượt nó, các chính sách này sẽ ảnh hưởng đến môi trường kinh doanh của các doanh nghiệp nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Vì vậy, trong năm 2011, nhà đầu tư cần phải tập trung theo dõi các diễn biến chính sách để có hành động phù hợp.

Do năm 2011 dự kiến sẽ là năm có nhiều thay đổi về chính sách một phần là do nhu cầu thực tế cần phải giải quyết những thách thức trước mắt, một phần là do sắp tới, sau Đại hội Đảng XI, sẽ có những thay đổi trong bộ máy điều hành đất nước và hy vọng sẽ mang lại những thay đổi mới mang tính đột phá để đưa Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định và bền vững. Vì vậy, chúng tôi sẽ tiếp tục cung cấp các báo cáo theo dõi, đánh giá động thái chính sách trong năm 2011 và tác động đối với thị trường ngay khi có thể nhằm giúp nhà đầu tư có đủ thông tin trước khi ra quyết định. Chúc quý vị thành công và may mắn trong năm 2011.

Phòng Phân tích & Nghiên cứu VCBS

MỤC LỤC

A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI	4
B. KINH TẾ VIỆT NAM	5
I. Tình hình kinh tế chung.....	5
II. Triển vọng kinh tế 2011.....	12
C. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	16
I. Thị trường trái phiếu.....	16
1. Thị trường sơ cấp	16
2. Thị trường thứ cấp	18
II. Thị trường cổ phiếu niêm yết	19
1. Các sự kiện quan trọng ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán 2010:.....	19
2. Triển vọng thị trường 2011.....	22
III. Tổng quan và triển vọng một số ngành	25
1. Ngành ngân hàng.....	26
2. Ngành dầu khí	32
3. Ngành xây dựng.....	37
4. Ngành bất động sản	40
5. Ngành thép.....	47
6. Ngành điện	50
7. Ngành khoáng sản	57
8. Ngành cao su	63
9. Ngành hàng tiêu dùng	67
10. Ngành Thủy sản	70
D. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ	76

A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI

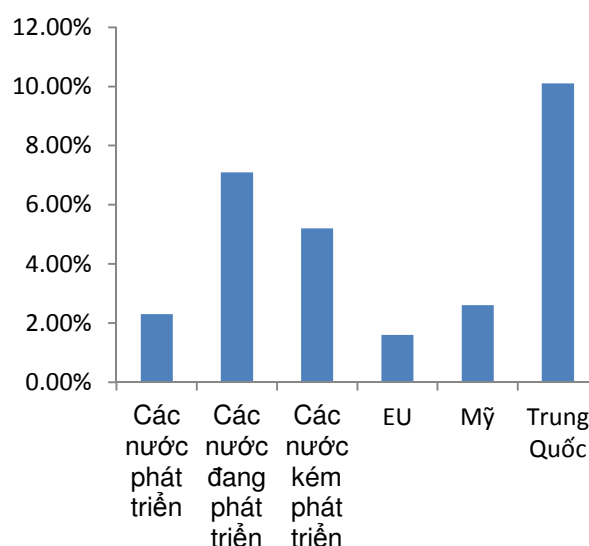
Tăng trưởng đã trở lại dù vẫn chậm chạp.

Theo đánh giá mới nhất của Liên Hợp Quốc, tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2010 sẽ đạt 3,6%. Trong đó các nước đang phát triển dẫn đầu với mức tăng 7,1%, các nước chậm phát triển tăng 5,5% và các nước phát triển tăng trưởng khiêm tốn với 2,3% (Mỹ 2,6%, EU 1,6%...). Châu Âu là khu vực hồi phục chậm nhất do khủng hoảng nợ công tại nhiều quốc gia thành viên. Sau khi đi xuống mạnh năm 2009, kinh tế toàn cầu tăng trưởng trở lại trong năm 2010 cho thấy kết quả ban đầu của những nỗ lực kích thích kinh tế của năm trước và các hỗ trợ vẫn được duy trì trong năm nay. Nhìn chung kinh tế thế giới đã tạm vượt qua giai đoạn khó khăn nhất, sản xuất công nghiệp, thương mại đã tăng trưởng trở lại và thị trường tài chính tiền tệ đều sự hồi phục và ổn định hơn trong năm 2010.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng kinh tế qua các năm và dự báo năm 2011



Biểu đồ 2: Tăng trưởng kinh tế năm 2010 theo vùng và một số nền kinh tế chủ chốt khác



Nguồn: UN

Tuy nhiên, sự hồi phục kinh tế thế giới hiện tại vẫn khiêm tốn ẩn chứa những rủi ro và bộc lộ dấu hiệu kìm hãm đà hồi phục. Đó là tỷ lệ thất nghiệp vẫn cao ở các nền kinh tế chủ chốt, nguy cơ vỡ nợ công ở châu Âu đe dọa hồi phục kinh tế do các gói kích thích kinh tế phải cắt giảm, tăng trưởng kinh tế nhiều nước đang phát triển chưa hồi phục trở lại mức trung bình trước khủng hoảng kinh tế, sự thiếu hợp tác giữa các nền kinh tế tăng lên hình thành nguy cơ xung đột thương mại, nguy cơ lạm phát tăng (đặc biệt tại các nước đang phát triển), sự phối hợp thiếu đồng bộ giữa chính sách tài khóa và tiền tệ bộc lộ làm suy giảm niềm tin vào chính sách vĩ mô.

Khủng hoảng nợ công khu vực Châu Âu.

Nguy cơ khủng hoảng nợ công ở khu vực EU đã bộ lộ và đỉnh điểm vào giữa năm với khủng hoảng nợ tại Hy Lạp và Ireland. Sau nhiều nỗ lực của cộng đồng châu Âu và Mỹ, cuộc khủng hoảng đã lắng dịu và hai nước trên phải tuân thủ một chương trình cắt giảm chi tiêu công khẩn trương. Tuy nhiên, nguy cơ vỡ nợ công ở khu vực EU chưa thể chấm dứt với một loạt các nước nằm trong danh sách tiềm ẩn: Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha, Ý... Đối mặt với nguy cơ trên các chương trình cắt giảm chi tiêu được áp dụng tại một loạt các nước thuộc Eurozone, ngay cả các nước ít nguy cơ như Thụy Điển cũng có chương trình cắt giảm.

Chiến tranh thương mại.

Rào cản thương mại cũng sớm quay trở lại khi kinh tế thế giới vừa thoát khỏi khủng hoảng. Điển hình nhất là cuộc chiến tiền tệ giữa Mỹ và Trung Quốc. Chính phủ Trung Quốc đã phải tạm nâng giá đồng NDT nhưng nỗ lực này là chưa đáng kể. Sức ép đồng tiền lên giá cũng xuất hiện phổ biến khi đồng tiền tại nhiều nước đều tăng giá so với đồng USD và điều này ẩn chứa khả năng dẫn đến cuộc chiến tranh tiền tệ trong tương lai để hạn chế thâm hụt thương mại. Bên cạnh đó, một loạt rào cản mà điển hình nhất là thuế chống phá giá được các nước lớn áp dụng với các nước xuất khẩu.

Thất nghiệp vẫn cao ở các nền kinh tế chủ chốt.

Điều đáng lo ngại nhất với kinh tế thế giới trong năm 2010 là tỷ lệ thất nghiệp vẫn cao và thậm chí tăng lên tại các nền kinh tế chủ chốt. Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ là 9,4%, Châu Âu 9,6%... Số người thất nghiệp vẫn cao đang đe dọa sự hồi phục kinh tế do sự tăng trưởng kinh tế đang thiếu đi nền tảng căn bản mà vẫn chủ yếu dựa vào tác động của các gói kích cầu. Để tạo thêm việc làm chính phủ Mỹ đã phải chi thêm gói hỗ trợ 600 tỷ vào tháng 11/2010 tuy nhiên tác động của gói tài chính mới này cần có thời gian để thấy rõ. Nếu vấn đề thất nghiệp không được giải quyết tại các nước phát triển sẽ kìm hãm tăng trưởng tại các quốc gia đang phát triển. Dù hiện tại các nước đang phát triển sớm tìm được sự hồi phục nhanh thì đà tăng trưởng sẽ yếu đi nếu nhu cầu từ các nước phát triển suy giảm.

Nguồn vốn nóng (không ổn định và không mang tính dài hạn) chuyển từ các nước tăng trưởng thấp sang các nước đang phát triển làm tăng nguy cơ lạm phát cao ở các quốc gia này cũng như đe dọa sự ổn định của thị trường tài chính. Chính sách lãi suất thấp cùng gói kích cầu tiếp tục được bơm thêm tại các nước phát triển đã tạo cơ hội cho dòng tiền giá rẻ tìm cơ hội đầu tư tại các nước có tăng trưởng kinh tế tốt hơn – các nước đang phát triển. Nguồn tiền nóng tăng mạnh trong quý 4/2010 đã là động lực đẩy một loạt các thị trường chứng khoán các nước mới nổi tăng mạnh mẽ. Tuy nhiên trước nguy cơ tiềm ẩn mà dòng vốn nóng đưa lại chính phủ các nước nhận đầu tư đã phải đề ra các biện pháp phòng ngừa

Triển vọng.

Theo đánh giá của Liên Hợp Quốc, kinh tế thế giới sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2011, tỷ lệ tăng trưởng chung giảm xuống 3,1% và tiếp tục ở mức thấp trong năm 2012. Khu vực châu Âu tiếp tục có mức tăng trưởng thấp với 1,3%, Mỹ giảm xuống 2,2% và các nước đang phát triển giảm xuống 6,6%. Tuy nhiên khủng hoảng kinh tế lần thứ 2 sẽ khó xảy ra do sự tăng trưởng mạnh của khu vực đang phát triển và nền kinh tế lớn Mỹ, châu Âu vẫn duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng.

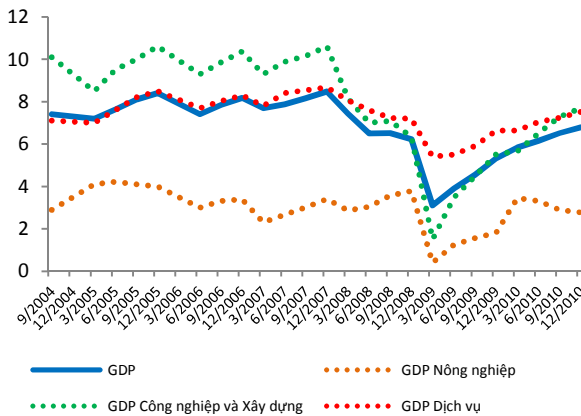
B. KINH TẾ VIỆT NAM

I. Tình hình kinh tế chung

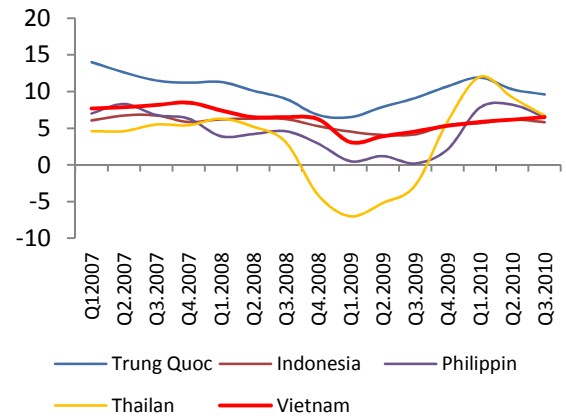
Trong bối cảnh hậu khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam đã từng bước phục hồi và tăng trưởng với tốc độ khá nhanh. Sau khi đạt mức tăng trưởng GDP thực 5,3% trong năm 2009, nền kinh tế Việt Nam đã đạt khoảng 1,98 triệu tỷ đồng (tương đương với 104,6 tỷ USD), tương ứng với tăng trưởng 6,78% trong năm 2010 (so sánh theo kỳ gốc 1994), cao hơn mức 6,5% kế hoạch đã đề ra. Cụ thể, tăng trưởng GDP trong 4 quý năm 2010 đều có tốc độ tăng cao hơn so với quý trước, lần lượt tăng ở mức 5,84% trong quý I, 6,44% trong quý II, 7,18% trong quý III và ước tăng 7,34% trong quý IV. Đặc biệt, cả ba khu vực kinh tế công nghiệp, nông nghiệp và dịch vụ đều tăng trưởng với tốc độ tăng dần, trong đó giá trị gia tăng ngành công nghiệp và xây dựng tăng 7,7%, ngành dịch vụ tăng 7,52% và ngành nông lâm thủy sản tăng 2,78% so với cùng kỳ năm trước. Mặc dù có tốc độ tăng trưởng khá cao nhưng khi xét trong khu vực châu Á – khu vực có tốc độ phục

hồi kinh tế sau khủng hoảng khá nhanh thì tốc độ phục hồi của nền kinh tế Việt Nam chậm hơn so với các nước đã có tăng trưởng âm trong năm 2009 như Malaysia, Thái Lan và Philippines.

Biểu đồ 3: Biến động tăng trưởng chỉ số kinh tế chung(%)



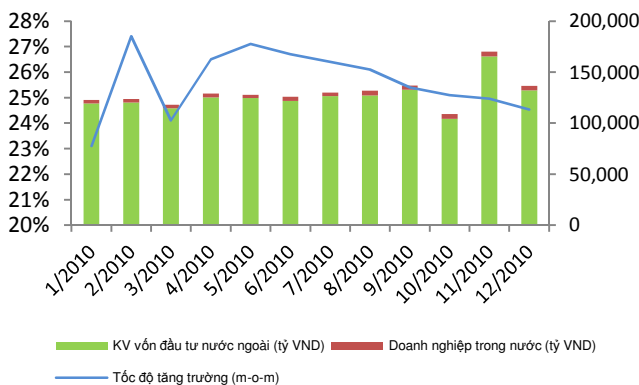
Biểu đồ 4: Tăng trưởng GDP các nước



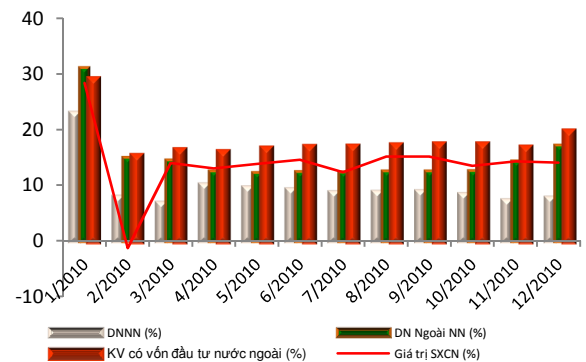
Nguồn: Tổng cục thống kê

Trong số các chỉ số vĩ mô đóng góp vào mức tăng 6,78% GDP trong năm 2010, hoạt động sản xuất công nghiệp đã tiếp tục khẳng định được đà tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng trong tháng 12 đạt 14,04% so với cùng kỳ năm trước và tính chung lại tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp cả năm đạt 16,2% so với cùng kỳ năm trước. Các doanh nghiệp ngoài nhà nước và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài vẫn tiếp tục là đối tượng có đóng góp lớn nhất vào hoạt động sản xuất công nghiệp với tốc độ tăng trưởng cả năm lần lượt là 17,25% và 19,77%. Về sản lượng sản xuất, các nhóm ngành có những bước tăng trưởng ấn tượng trong quý IV bao gồm nhóm ngành sơn hóa học, đồ điện như máy giặt, tủ lạnh tủ đá và giấy bìa. Ngược lại, các nhóm ngành giảm sút về sản lượng gồm có giấy dép, lốp ô tô và máy kéo, và điều hòa.

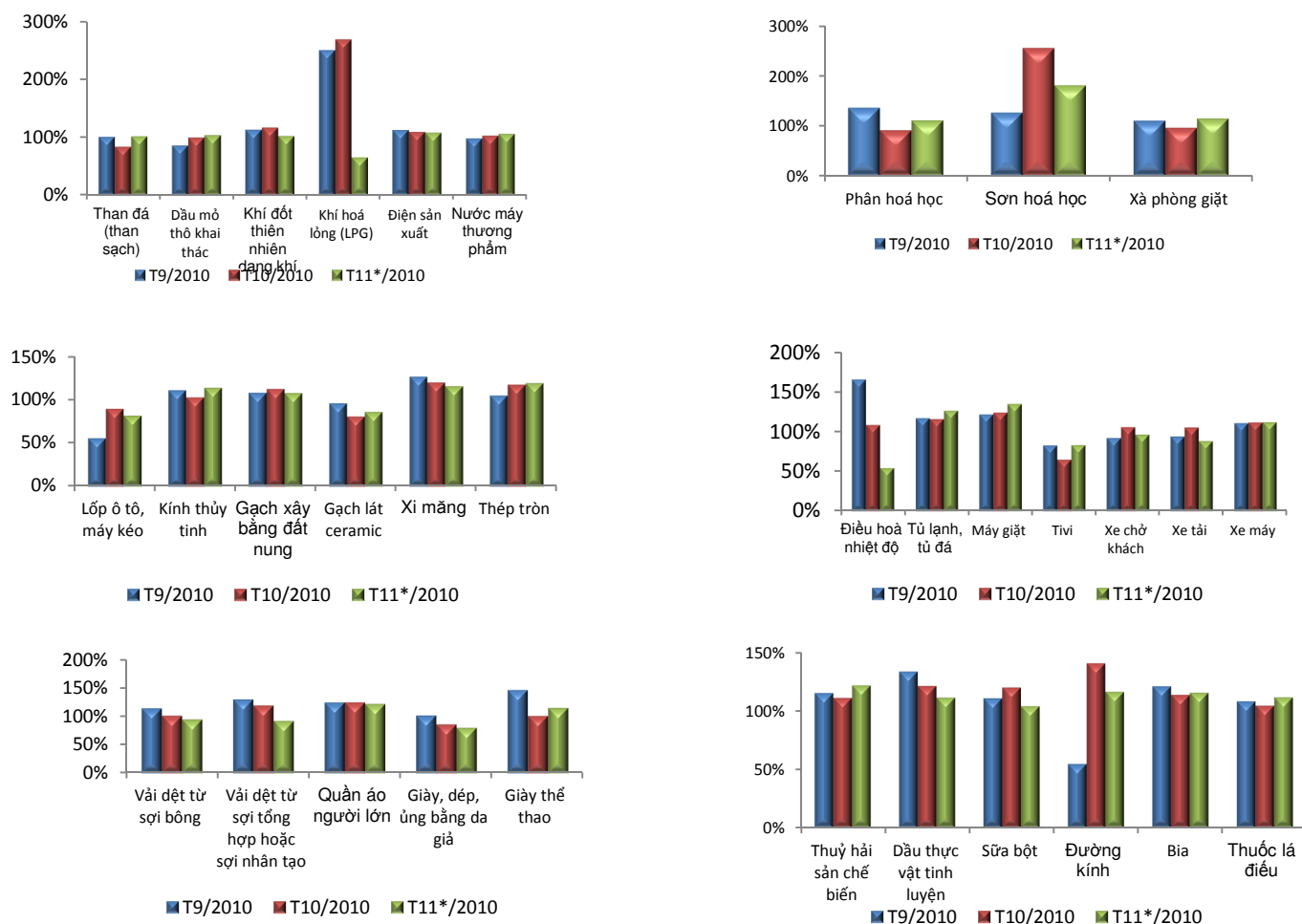
Biểu đồ 5: Tăng trưởng giá trị bán lẻ theo tháng



Biểu đồ 6 Tăng trưởng SX công nghiệp (y-o-y)



Biểu đồ 7 Tốc độ biến động sản lượng sản xuất công nghiệp theo ngành (y-o-y)

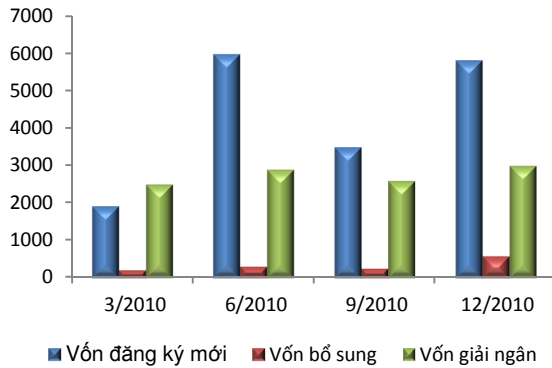


Trên lĩnh vực dịch vụ, sức tiêu dùng trong nước trong quý IV/2010 có giảm hơn so với 3 quý đầu do lạm phát tăng cao trên 1% trong những tháng cuối năm. Tuy nhiên, so với năm 2009, sức tiêu dùng đã phục hồi đáng kể. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 12 tháng tăng 24,5% so với năm trước. Ngay cả khi đã loại trừ yếu tố tăng giá, tổng mức bán lẻ năm 2010 đã tăng 14% so với cùng kỳ năm 2009. Hiện nay mức bán lẻ nước ta đã cao hơn mức bán lẻ của năm 2006 và 2007, những năm trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Sức cầu nội địa mạnh mẽ ngay cả trong giai đoạn khó khăn vừa qua là một điểm sáng nữa của kinh tế Việt Nam và cũng là một yếu tố ảnh hưởng tích cực đối với mức độ hấp dẫn chung của nền kinh tế Việt Nam.

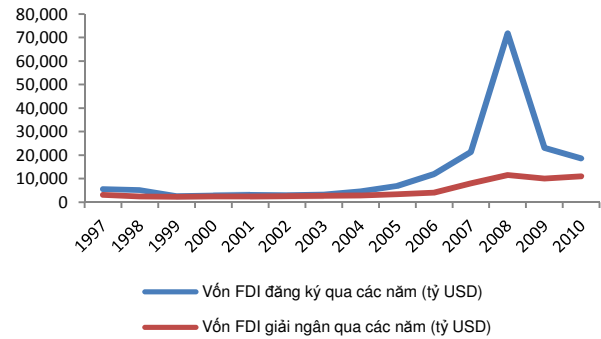
Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Mặc dù kinh tế thế giới và Việt Nam đã có nhiều dấu hiệu phục hồi khả quan, nhưng dòng vốn ngoại tệ đổ vào Việt Nam vẫn chưa có nhiều chuyển biến tích cực. Thu hút trực tiếp của nước ngoài từ đầu năm đến cuối tháng 12 đạt 18,595 tỷ USD, giảm 17,8% so với cùng kỳ năm 2009, và chỉ bằng 26% so với cùng kỳ năm 2008. Trong số này, vốn đăng ký của 969 dự án được cấp phép mới đạt 17,9 tỷ USD (giảm về vốn và giảm về số dự án) còn vốn đăng ký bổ sung của 269 dự án được cấp giấy phép từ các năm trước chỉ tăng thêm được 1,3 tỷ USD.

Biểu đồ 8: Huy động và giải ngân vốn FDI 2010



Biểu đồ 9: Huy động và giải ngân FDI



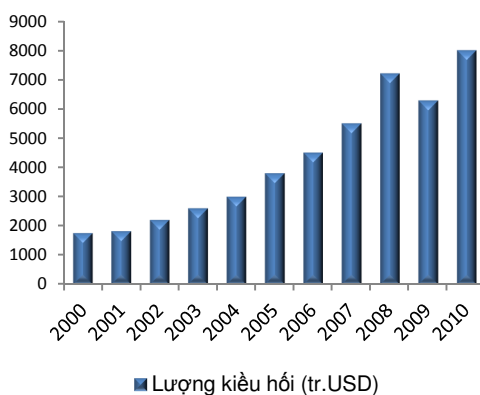
Nguồn: Tổng cục thống kê

Tuy nhiên, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện được trong năm đạt khoảng 11 tỷ USD, tăng 10% so với cùng kỳ năm 2009 và cao hơn khoảng 0,7 tỷ USD so với năm 2008. Nguyên nhân giảm sút của đầu tư nước ngoài có thể là do môi trường kinh tế thế giới chưa thực sự thuận lợi, tuy nhiên, nhiều yếu tố liên quan đến nguồn lực (như thiếu lao động có kỹ năng, thiếu điện, hạ tầng giao thông yếu kém) và chính sách vĩ mô chưa nhất quán, rõ ràng và thiếu khả năng dự báo cũng đang là những yếu tố tác động đến tâm lý các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, so với một số nước trong khu vực, Việt Nam vẫn đang được đánh giá là “địa điểm đáng chú ý của nhà đầu tư quốc tế” (World Bank, 2010).

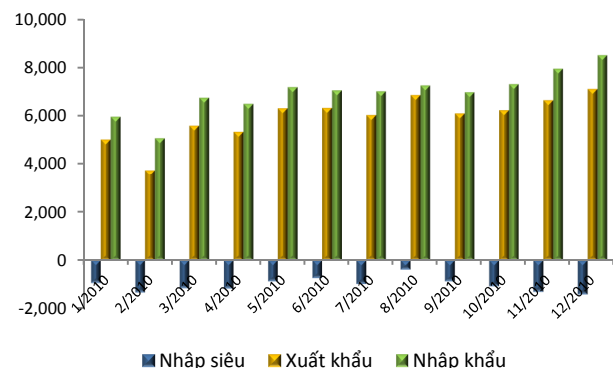
Xuất nhập khẩu

Hoạt động xuất nhập khẩu của Việt nam cũng có một năm khởi sắc hơn nhiều so với năm 2009. Nếu như trong năm 2009, kim ngạch xuất khẩu giảm 8,9% thì tính chung cả năm 2010, tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 71,6 tỷ USD, tăng 25,5% so với năm 2009 trong khi tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 84 tỷ USD, tăng 20,1% so với cùng kỳ năm trước. Theo đó, cán cân thương mại năm 2010 mặc dù vẫn thâm hụt khá cao, khoảng 12,375 tỷ USD nhưng thấp hơn so với mức nhập siêu 12,85 tỷ USD của năm 2009 và mức 18,02 tỷ USD của năm 2008 và chỉ bằng 16,9% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2010.

Biểu đồ 10: Lượng kiều hối



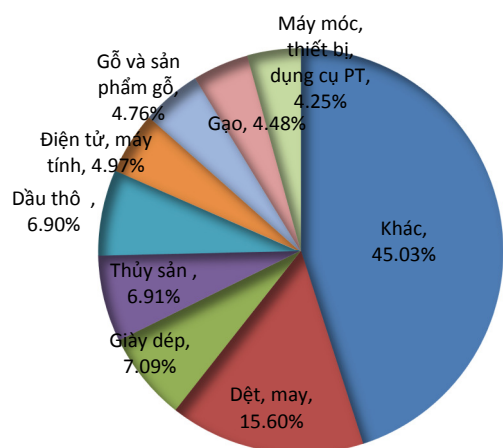
Biểu đồ 11: Cán cân thương mại



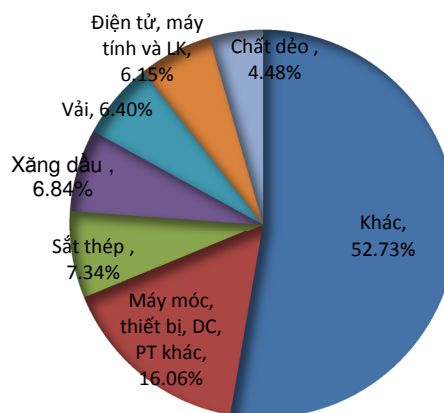
Về cơ cấu xuất khẩu, kim ngạch xuất khẩu dầu thô sụt giảm khá mạnh trong khi kim ngạch xuất khẩu của các mặt hàng phi dầu thô lại có mức tăng trưởng ấn tượng. Lý do của việc sụt giảm kim ngạch xuất khẩu dầu thô là do khả năng khai thác chưa cao và nhu cầu sử dụng dầu thô cho nhà máy lọc dầu Dung Quất tăng cao. Bên cạnh đó, giá dầu trên thế giới có xu hướng giảm cũng đã ảnh hưởng đến khối lượng và giá trị dầu thô xuất khẩu. So với cùng kỳ năm 2009, khối lượng dầu thô xuất khẩu giảm 40,3% làm cho giá trị xuất khẩu sụt giảm 20,2%. Như vậy, có thể thấy rằng, sự tăng trưởng của kim ngạch xuất khẩu năm 2010 chủ yếu dựa vào việc tăng xuất khẩu của các mặt hàng phi dầu thô với giá trị lên tới 66,69 tỷ USD. Điểm đáng lưu ý là việc tăng kim ngạch xuất khẩu diễn ra ở tất cả các mặt hàng phi dầu thô, trong đó có nhiều mặt hàng như sắt thép, cao su, hóa chất và sản phẩm hóa chất có kim ngạch xuất khẩu năm 2010 tăng rất cao so với năm 2009, lần lượt với mức tăng 162,2%, 93,7% và 74,6%. Yếu tố tăng giá của một số hàng hóa trên thế giới trong thời gian vừa qua cũng đã hỗ trợ cho việc tăng giá trị của một số mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam.

Xét về kim ngạch nhập khẩu, một số nguyên liệu thô và đầu vào trung gian cho các ngành sản xuất phục vụ xuất khẩu như bông, sợi dệt và nguyên phụ liệu dệt may giày dép có tốc độ tăng khá cao, lần lượt là 69,2%, 43,5% và 36%. Tuy nhiên, nhiều tư liệu cho sản xuất công nghiệp và đầu vào cho sản xuất nông nghiệp như phân bón, máy móc thiết bị dụng cụ, phương tiện khác lại có tốc độ nhập khẩu giảm hoặc rất thấp. Đặc biệt, nếu trong năm 2009, ô tô là mặt hàng có tốc độ tăng trưởng kim ngạch cao thì đến năm 2010, tốc độ tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu ô tô, đặc biệt là ô tô nguyên chiếc, đã giảm đáng kể, với mức tăng trưởng -6,3% và -24,4% so với năm 2009.

Biểu đồ 12: Cơ cấu hàng xuất khẩu



Biểu đồ 13: Cơ cấu hàng nhập khẩu



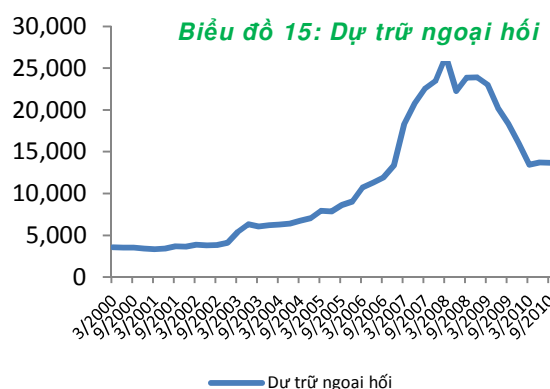
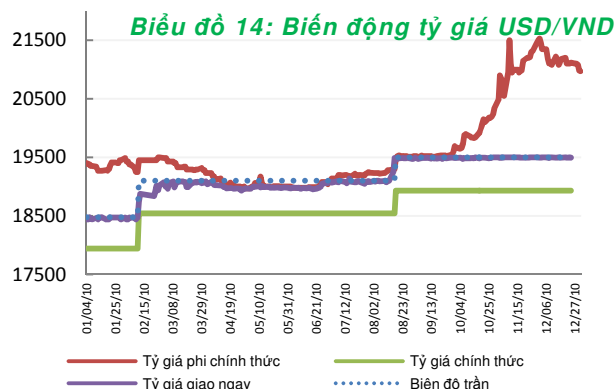
Ng

Thị trường xuất khẩu năm 2010 không có gì khác biệt nhiều so với năm 2009. Thị trường Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, chiếm trên 20% tổng kim ngạch xuất khẩu, tiếp theo là thị trường các nước EU, ASEAN, và Nhật Bản. Tuy nhiên, tỷ trọng xuất khẩu sang các nước thị trường mới nổi cũng đang được tăng cường đáng kể, bao gồm Châu Mỹ la tinh, châu Phi, Trung Đông và Trung Quốc. Trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam từ thị trường Trung Quốc cũng tăng lên khá cao, chiếm khoảng 24% trong năm 2010, và Trung Quốc chính thức trở thành đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam trong năm 2010, thay vị trí của các nước ASEAN.

Tỷ giá

Năm 2010 chứng kiến sự mất giá của VND so với đô la Mỹ bất chấp việc đồng đô la Mỹ mất giá mạnh so với các ngoại tệ mạnh khác như đồng Yên của Nhật Bản, đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc...trên thị

trường thế giới. Tính từ đầu năm đến nay, đã hai lần NHNN thực hiện điều chỉnh tỷ giá chính thức liên ngân hàng lên mức 18.544 VND /USD và 18.932 VND/USD vào 11/2 và 18/8 và tính chung cả năm tỷ giá đã tăng hơn 5%. Sau khi điều chỉnh lần 2, tỷ giá trong hệ thống ngân hàng được duy trì ở mức trần biên độ trong suốt quý IV/2010, với mức giao dịch tại 19.495 – 19.500 USD/VND (tỷ giá mua – bán) Tuy nhiên, tỷ giá trên thị trường tự do đã có chênh lệch khá lớn so với tỷ giá trong hệ thống ngân hàng, có lúc mức chênh lệch lên tới 10% và được giao dịch ở mức 21.500 USD/VND, nhất là khi với giá vàng trên thế giới tăng cao vào những ngày đầu của tháng 11 đã khiến cho giá vàng trong nước tăng cao và nhu cầu nhập khẩu vàng để ổn định thị trường này. Sự mất cân đối trong cung cầu về ngoại tệ trên thị trường ngoại hối này đã giảm bớt trong tháng 12 và theo đó, tỷ giá trên thị trường tự do chỉ chênh khoảng 6% so với tỷ giá trong hệ thống ngân hàng vào những ngày cuối năm 2010.



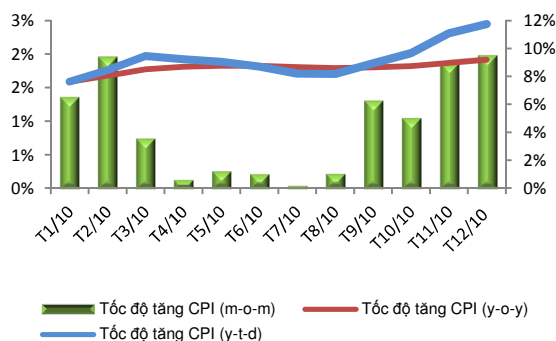
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Ceic

Cho đến cuối tháng 11, khoảng cách tương đối lớn giữa giá ngoại tệ trên thị trường tự do và thị trường chính thống cùng với những kỳ vọng phá giá đồng Việt Nam chính là động lực giữ USD của các doanh nghiệp và người dân. Bên cạnh đó, lạm phát gia tăng cao cũng gây tâm lý lo ngại cho các nhà đầu tư, theo đó, theo đó nhu cầu nắm giữ USD thay cho VND ngày càng lớn. Có thể thấy các bất ổn kinh tế vĩ mô trong thời gian qua như lạm phát cao trên 1%/tháng trong suốt quý IV; dự trữ ngoại hối thấp và thâm hụt vãng lai lớn là yếu tố góp phần tạo nên sự bất ổn trên thị trường ngoại hối. Bên cạnh đó, tâm lý lo ngại về khả năng khắc phục các bất ổn vĩ mô thông qua các chính sách tiền tệ và tài khóa được thực hiện trong thời gian qua của ngân hàng nhà nước và chính phủ cũng là nhân tố tác động tới thị trường này. Đối mặt với sự mất cân đối trong cung cầu ngoại tệ, Ngân hàng Nhà nước đã có những bước điều chỉnh trên thị trường ngoại hối trong quý IV. Trong đầu tháng 11, Ngân hàng Nhà nước thông báo sẽ bán lượng ngoại tệ dự trữ đang có nhằm ổn định tỷ giá. Vào cuối quý III/2010, lượng dự trữ ngoại tệ của Việt nam được dự tính là khoảng 13 tỷ USD, tương đương với 2 -3 tuần nhập khẩu, tuy nhiên, số lượng ngoại tệ bơm ra thị trường nhằm ổn định tỷ giá trong những tháng cuối năm rất khó có thể xác định. Cùng với việc thông báo bán ngoại tệ dự trữ, Ngân hàng Nhà nước cũng cam kết hỗ trợ các ngân hàng trong việc đáp ứng đầy đủ cho những nhu cầu chính đáng của doanh nghiệp nhất là những doanh nghiệp nhập khẩu những mặt hàng thiết yếu như xăng dầu. Cùng với đó, thị trường ngoại hối cũng được ổn định hơn trong tháng 12 khi lượng kiều hối chuyển về Việt Nam đã tăng mạnh lên 770 triệu và tổng lượng kiều hối chuyển về trong năm đã lên tới 8 tỷ USD, cao hơn mức 7,2 tỷ USD vào thời điểm trước khủng hoảng năm 2008. Đồng thời, đồng Việt Nam cũng được bổ sung thêm sức mạnh bởi quyết định điều chỉnh tăng lãi suất cơ bản lên 1% từ 8% lên 9%/năm từ ngày 5/11. Theo đó, tình hình tỷ giá trong những tuần cuối của tháng 12 đã bớt căng thẳng. Giá ngoại tệ trên thị trường tự do chuyển biến theo xu hướng giảm, tuy nhiên hiện vẫn đứng ở mức tương đối cao từ 20.800 đến 21.150 USD/VND. Giờ đây, khoảng cách giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường tự do đã bị thu hẹp, giảm xuống còn khoảng 1.500 đồng thay cho mức trên 2.000 đồng như trước đây. Tuy nhiên, áp lực tỷ giá USD/VND trong năm 2011 vẫn còn rất lớn những yếu tố

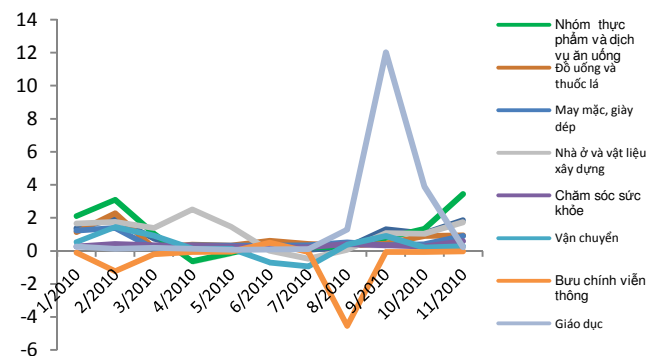
cơ bản tác động lên tỷ giá như thâm hụt thương mại kéo dài, lạm phát ở mức cao vẫn chưa được giải quyết triệt để.

Trong năm 2010, chỉ số giá tiêu dùng CPI trung bình 12 tháng tăng 9,19% so với giai đoạn tương ứng của năm 2009 và 11,75% so với tháng 12/2009. Sau khi giảm mạnh trong quý II/2010 và có lúc xuống còn 0,06% trong tháng 7, tốc độ tăng giá hàng tháng đã tăng mạnh trở lại trên 1% từ cuối quý III và đạt tới mức tăng 1,98% trong tháng 12. Trong số 11 nhóm hàng hóa, chỉ có duy nhất nhóm bưu chính viễn thông có tốc độ tăng giá âm khoảng 0,47% so với năm 2009 còn tất cả các mặt hàng còn lại đều có tốc độ tăng khá cao, nhất là nhóm hàng nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng, và nhóm giao thông. Có thể thấy rằng việc giá cả hàng hóa trên thế giới tăng (giá nguyên liệu trên thế giới tính đến tháng 11 đã tăng 14,9% so với tháng 6, trong đó giá nguyên liệu phi dầu mỏ đã tăng tới 20,6%) cũng như xu hướng tăng tỷ giá USD/VND trên 5% trong năm 2010 đã khiến giá của các mặt hàng nhập khẩu tính theo đồng nội tệ tăng cao, tác động xấu đến mặt bằng giá chung trong nước.

Biểu đồ 16: Biến động chỉ số giá tiêu dùng



Biểu đồ 17: Phân CPI theo các nhóm ngành



Mặc dù có những yếu tố khách quan ảnh hưởng đến tình hình lạm phát trong nước, việc điều hành chính sách của chính phủ cũng đã tác động không nhỏ tới việc gia tăng của lạm phát. Cụ thể, chính sách tiền tệ khá được nới lỏng trong thời gian vừa qua (tổng phương tiện thanh toán năm 2010 tăng 25,3% so với năm 2009 và cao hơn mức kế hoạch 23%; lượng cung tiền ròng trên thị trường mở năm 2010 chỉ bằng 23% so với năm 2009 nhưng cũng lên tới 18,467 nghìn tỷ đồng và số dư vào ngày cuối năm 2010 vẫn cao tới 98,557 nghìn tỷ đồng) cũng như chính sách tài khóa không được thắt chặt (bội chi ngân sách tương ứng với 5,8% GDP trong khi hiệu quả sử dụng vốn nhà nước không cao với hệ số ICOR bình quân 10 năm qua của khu vực kinh tế nhà nước lên tới gần 7,8 trong khi khu vực kinh tế tư nhân chỉ khoảng 3,5) đã khiến cho mức lạm phát vượt ra ngoài mức kiểm soát.

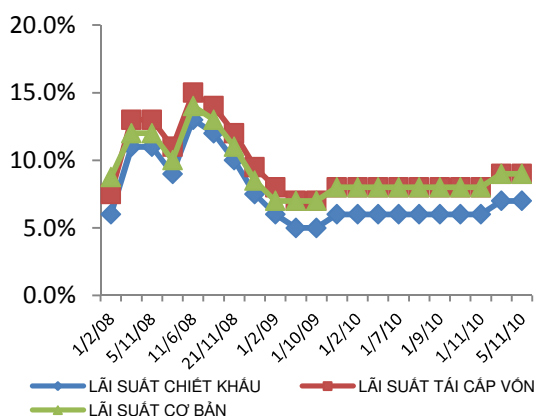
Chính sách tiền tệ và tài khóa

Trong năm qua chính sách tiền tệ và tài khóa đã không có sự phối hợp nhịp nhàng và dấu ấn rõ nét nhất là chính sách tài khóa đã tạo ra hiện tượng chèn lấn đối với khu vực tư nhân. Trong quý I, việc NHNN thắt chặt chính sách tiền tệ trong khi Bộ tài chính lại tăng cường phát hành trái phiếu đã khiến dòng vốn ngân hàng đổ vào trái phiếu chính phủ làm cho các doanh nghiệp khó tiếp cận được với nguồn vốn với mức lãi suất hợp lý. Trước áp lực giải quyết khó khăn doanh nghiệp trong việc tiếp cận nguồn vốn, chính sách tiền tệ của NHNN cũng buộc phải điều chỉnh theo hướng nới lỏng hơn vào giữa năm khi áp lực lạm phát có dấu hiệu giảm bớt vào các tháng giữa năm (mặc dù đây là thời điểm thấp điểm của lạm phát theo chu kỳ các năm). Tuy nhiên, với mức lạm phát hàng tháng trong quý IV/2010 tăng cao trên 1% và khả năng mức lạm phát mục tiêu khó có thể đạt được và áp lực tỷ giá tăng cao, nên ngày 5/11/2010, NHNN đã chính thức nâng mức lãi suất cơ bản tăng thêm 1%, mặc dù trước đó vào 27/10/10, Ngân hàng Nhà nước vẫn quyết định giữ mức lãi suất này là 8%/năm trong tháng 11.

Theo đó, mức lãi suất cơ bản bằng VND sẽ là 9% thay vì 8% như trước đây, và lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn của Ngân hàng Nhà nước cũng được điều chỉnh tăng 1% lên mức 7%/năm và 9%/năm. Mặc dù vậy, chính sách tiền tệ trong năm 2010 khó có thể nói là đã thắt chặt khi NHNN đã tăng tổng phương tiện thanh toán 25,3%, và tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng là 29,81% so với năm 2010.

Việc điều hành thiếu nhất quán và ổn định trong chính sách đã khiến các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn hơn trong việc hoạch định kế hoạch và phương án kinh doanh cũng như giảm hiệu quả của chính sách. Hệ quả là một trong những rủi ro được nhận diện trong năm 2010 là rủi ro về chính sách đồng thời cũng khiến Việt Nam không đạt được mục tiêu về ổn định vĩ mô và giá trị đồng tiền.

Biểu đồ 11: Lãi suất



II. Triển vọng kinh tế 2011

Những số liệu về tăng trưởng kinh tế khá khả quan năm 2010 cho thấy nền kinh tế Việt Nam đã từng bước phục hồi, những yếu tố tác động tiêu cực từ cuộc khủng hoảng tài chính – kinh tế thế giới đã dần được đẩy lùi. Từ đó, chúng tôi nhận định rằng Việt Nam đang quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng như trước khủng hoảng với nhiều chỉ số vĩ mô lạc quan được dự báo cho nền kinh tế trong năm 2011.

Tăng trưởng GDP

Bảng 1 Một số dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2011

Tổ chức dự báo	Chỉ tiêu năm 2011	
	Tăng trưởng GDP	Lạm phát (CPI)
Ngân hàng HSBC	7,5%	9,9%
Ngân hàng Phát triển Châu Á ADB	7,0%	7,5%
BMI	5,6%	11,5%
Ngân hàng Standard Chartered	7,2%	10,5%
IMF	6,5%	
Bộ Kế hoạch và Đầu tư	7-7,5%	<7%

Nguồn: VCBS thu thập

Trước nhiều dự báo về nền kinh tế thế giới sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2011 so với năm 2010, cũng như trước những diễn biến trái chiều của các đồng tiền mạnh và khủng hoảng nợ công tại châu Âu vẫn còn tiềm ẩn nhiều nguy cơ, Bộ kế hoạch và Đầu tư vẫn khá lạc quan về triển vọng nền kinh tế Việt Nam và đã đưa ra kịch bản các chỉ tiêu kinh tế cho năm 2011. Cụ thể GDP sẽ tăng khoảng 7 - 7,5% so với năm 2010 trong đó giá trị tăng thêm của khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,8 - 3%, khu vực công nghiệp và xây dựng là 7,5 - 8,2%, khu vực dịch vụ là 8,2 - 8,5%; tăng trưởng xuất khẩu 6%; CPI kiềm chế dưới 7%; Tổng nguồn vốn đầu tư phát triển toàn xã hội đạt 930 nghìn tỷ đồng, bằng khoảng 41 - 41,5% GDP; Tổng thu ngân sách Nhà nước đạt 612,1 nghìn tỷ đồng trong khi tổng chi ngân sách đạt 735 nghìn tỷ đồng; Bội chi ngân sách Nhà nước 123,4 nghìn tỷ đồng tương đương với 5,5% GDP; Cán cân thương mại thâm hụt khoảng 14,5 tỷ USD trong khi cán cân thanh toán thặng dư khoảng 500 triệu USD...



Có thể thấy có một sự đồng thuận khá lớn đến từ các tổ chức kinh tế khác nhau khi họ tin tưởng rằng triển vọng kinh tế Việt Nam trong năm 2011 sẽ sáng sủa hơn năm 2010. Nhiều tổ chức cũng đã chỉ ra những thuận lợi mà Việt Nam có được trong quá trình phát triển nền kinh tế như lợi thế về nhân công nhiều và giá rẻ trong khi chi phí nhân công tại các nước khác trong khu vực, nhất là Trung Quốc đang gia tăng; quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước sẽ tiếp tục làm tăng hiệu quả sử dụng vốn và năng suất lao động cho nền kinh tế. Tuy nhiên, quá trình phục hồi và phát triển của nền kinh tế sẽ không hoàn toàn bằng phẳng mà sẽ còn phải đối mặt với những khó khăn và rủi ro nội tại không nhỏ trong khi những bất ổn trên thế giới, nhất là từ khu vực châu Âu trong thời gian gần đây.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Bộ Kế hoạch và đầu tư dự báo trong năm 2011, bất chấp những sự biến động khó lường của nền kinh tế thế giới, Việt Nam có thể thu hút được khoảng 20 tỷ vốn đăng ký FDI và có thể lượng vốn FDI giải ngân sẽ đạt từ 11 - 11,5 tỷ USD, trong đó vốn nước ngoài đạt khoảng 8 - 8,5 tỷ USD. Chúng tôi nhận định mức mục tiêu này có thể đạt được mà những yếu tố thuận lợi từ nội tại của nền kinh tế và thế giới đang gia tăng. Thứ nhất, khi nền kinh tế thế giới trong năm 2011 vẫn được dự báo là trên đà phục hồi, mặc dù với tốc độ chậm hơn, sẽ giúp các nhà đầu tư lạc quan hơn khi đầu tư ra nước ngoài, và Việt Nam - với dự báo của Tổ chức A.T.Kearney về chỉ số niềm tin FDI vẫn duy trì ở vị trí 12 trong top 20 nước có chỉ số niềm tin FDI cao - sẽ là một địa điểm đáng để lựa chọn. Thứ hai, tình hình chính trị ổn định, nhất là sau Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XI được tổ chức trong tháng 1/2011, cùng với vị thế quốc tế của Việt Nam được nâng cao cũng sẽ tiếp tục củng cố niềm tin và làm gia tăng mối quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài đối với nền kinh tế Việt Nam. Thứ ba, tốc độ tăng trưởng kinh tế GDP năm 2010 khá cao ở mức 6,78% cũng là yếu tố thuận lợi cho hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, bên cạnh những thuận lợi, cũng có một số yếu tố có thể tác động không tốt tới dòng vốn FDI. Đó là hệ thống kết cấu hạ tầng (điện, nước, giao thông) mặc dù được nâng cấp đầu tư nhưng vẫn không đáp ứng được nhu cầu của các nhà đầu tư. Ngoài ra, tình trạng thiếu hụt nguồn nhân lực đã qua đào tạo, đặc biệt là người lao động có kỹ thuật cũng đang tạo ra những rào cản cho nhà đầu tư nước ngoài.

Tỷ giá

Mặc dù trong năm 2010 về tỷ giá USD/VND đã chính thức được điều chỉnh tăng trên 5% nhưng sức ép lên VND chưa có dấu hiệu suy giảm. Trong năm 2011, bên cạnh áp lực từ sự đảo chiều của đồng USD so với các ngoại tệ mạnh khi kinh tế Mỹ phục hồi, tỷ giá USD/VND sẽ vẫn tiếp tục chịu áp lực càng gia tăng do:

-  Chênh lệch về sức mua của đồng tiền do mức chênh lệch lạm phát lớn giữa Việt Nam và Mỹ cũng như kỳ vọng về mức chênh lệch này trong 2011 vẫn tiếp tục cao dẫn đến áp lực phải điều chỉnh tỷ giá cao hơn nữa để giảm bớt mức chênh lệch này;
-  Thâm hụt kép tại Việt Nam tiếp tục gây ra những lo ngại về sự ổn định giá trị đồng tiền và hạn chế dòng vốn đổ vào Việt Nam. Mặc dù đầu tư nước ngoài, lượng kiều hối có thể sẽ tăng cao hơn so với năm 2010

nhưng không có gì đảm bảo tăng đủ để bù đắp thâm hụt thương mại khi giờ đây các nước đang phát triển không còn là điểm đến an toàn mang lại lợi nhuận vượt trội cho các khoản đầu tư nữa.

- ✚ Dự trữ ngoại hối suy kiệt khiến khả năng can thiệp của NHNN vào thị trường ngoại hối bị hạn chế rất nhiều;

Lạm phát

Mức lạm phát cao trong năm 2010 đã tạo ra áp lực xã hội đòi hỏi Chính phủ cần phải ưu tiên giải quyết trong năm 2011. Mặc dù, định hướng kế hoạch 2011, Chính phủ đã chuyển trọng tâm của chính sách sang ổn định kinh tế vĩ mô, ổn định giá trị tiền tệ và khống chế mức lạm phát trong năm tới áp lực lạm phát sẽ vẫn cao cụ thể:

- ✚ Nguyên liệu đầu vào của quá trình sản xuất như điện, than... dự kiến sẽ được điều chỉnh tăng cho sát giá thị trường và điều này sẽ gây áp lực tăng giá trong nền kinh tế. Vừa qua, qua ngành điện đã có kiến nghị tăng giá bán lẻ lên gần 50%. Bên cạnh đó ngành than cũng đang kiến nghị được tăng giá bán đối với các hộ tiêu thụ lớn nhất là điện, xi măng, giấy, phân bón. Cụ thể, đối với giá bán than cho xi măng, giấy, phân bón, mức giá bán sẽ được điều chỉnh sát với giá thị trường theo đó mức giá bán cho các hộ này tối đa thấp hơn giá xuất khẩu 10% trong khi hiện nay đang là 40%. Trong khi đó, do đặc thù ngành điện là đầu vào của nhiều mặt hàng khác, nên giá bán điện sẽ được điều chỉnh theo 2 bước, theo đó trong năm 2011 giá bán than cho ngành điện sẽ được điều chỉnh bằng với mức giá thành than năm 2010; sau đó sẽ điều chỉnh theo giá thị trường bắt đầu từ quý IV 2011 hoặc đầu 2012.
- ✚ Tác động trễ của chính sách tài khóa tiền tệ. Mức lạm phát cao trong năm 2010, một phần là do tác động của chính sách rộng tiền tệ và tài khóa mở rộng năm 2009 nhằm đưa đất nước ra khỏi nguy cơ suy thoái kinh tế. Tuy nhiên, trong năm 2010 Chính phủ vẫn tiếp tục thực thi chính sách tài khóa và tiền tệ tương đối nới lỏng khi mức thâm hụt ngân sách và cung tiền, tăng trưởng tín dụng đều ở mức cao. (*xem thêm phần cho đi đã có kiến nghị tăng giá*) và dự kiến tác động của các chính sách này lên mặt bằng giá sẽ rơi vào năm 2011.
- ✚ Áp lực điều chỉnh tỷ giá trong năm 2011 vẫn còn và đây cũng là một yếu tố gây áp lực lên mặt bằng giá trong năm 2011.

Tuy nhiên, tình hình lạm phát trong năm 2011 cũng có các yếu tố tác động tích cực như:

- ✚ Chính phủ đã chuyển trọng tâm sang ổn định kinh tế vĩ mô và không tăng trưởng bằng mọi giá. Điều này được thể hiện qua việc thực hiện nhất quán chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ theo hướng thắt chặt hơn. Cụ thể, Ngân hàng nhà nước đã đặt mục tiêu tăng tổng phương tiện thanh toán và tăng trưởng tín dụng trong năm 2011 thấp hơn năm 2010. Bên cạnh đó, kế hoạch ngân sách cho năm 2010 cũng đặt ra mức thâm hụt ngân sách là 5,3% (thấp hơn mức 5,8% của năm 2010P) và tổng lượng trái phiếu Chính phủ phát hành trong năm 2011 chỉ là 45.00 tỷ, gần bằng ½ lượng trái phiếu phát hành năm 2010.

Như vậy có thể thấy, trong năm 2011, áp lực lạm phát của Việt Nam vẫn còn nhiều và điều này cũng được thể hiện trong đánh giá của các tổ chức nước ngoài về triển vọng tăng trưởng và lạm phát của Việt Nam trong năm 2011 tại Bảng 1 khi nhận định của các tổ chức này về mức lạm phát của Việt Nam đều cao hơn so với mục tiêu 7%

Bên cạnh đó, một yếu tố rủi ro về mặt chính sách đối với việc kiềm chế lạm phát là Chính phủ vẫn tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng GDP trong năm 2011 là 7 - 7,5% và điều này sẽ là một áp lực đối với việc kiềm chế lạm phát nếu tăng trưởng những tháng đầu năm không được khả quan.

Như vậy, sau khi xem xét các yếu tố ảnh hưởng, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng lạm phát trong năm 2011 sẽ thấp hơn mức của năm 2010, tuy nhiên sẽ rất khó đạt được mức mục tiêu 7%.

Chính sách tài khóa và tiền tệ

Ngoài những yếu tố khách quan, những bất ổn trong năm 2010 được nhận diện là còn do chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng của Việt Nam gây ra. Nhận thức được vấn đề này, vừa qua chính phủ đã có những điều chỉnh trọng tâm chính sách sang ổn định vĩ mô và không tăng trưởng bằng mọi giá. Cụ thể, Chính phủ đã đặt mục tiêu phát hành trái phiếu để tài trợ cho các dự án công trình trọng điểm là 45.000 tỷ đồng chỉ bằng 40,9% so với lượng phát hành năm 2010; trong khi đó HNNH cũng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm nay ở mức 23% thấp hơn 2% mục tiêu so với năm 2010 và 7% so với mức tăng trưởng thực tế trong năm nay. Theo quan điểm của chúng tôi, để đảm bảo ổn định vĩ mô, giá trị đồng tiền, và đời sống người dân, việc chuyển trọng tâm chính sách theo hướng thận trọng hơn là một bước đi cần thiết của Chính phủ và chúng tôi kỳ vọng việc thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ được thực hiện sát sao ngay từ đầu năm 2011. Bắt đầu từ quý 3, nếu tình hình lạm phát được khống chế ổn định NHNN sẽ cân nhắc thêm tăng trưởng kinh tế trong năm 2011 để có động thái chính sách phù hợp. Có thể một kịch bản chính sách tương tự năm 2010 sẽ được lặp lại với việc chính sách tiền tệ thắt chặt đầu năm, nới lỏng giữa năm và thắt chặt lại vào cuối năm lý do là trong năm nay Chính phủ tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng ở mức cao hơn năm nay trong bối cảnh phục hồi kinh tế thế giới vẫn không rõ nét và đây sẽ là một áp lực đối với NHNN trong việc điều hành chính sách tiền tệ nhằm cân đối giữa mục tiêu ổn định vĩ mô và tăng trưởng.

Một số yếu tố rủi ro đối với kinh tế Việt Nam trong năm 2011

Trong năm 2011, nền kinh tế sẽ vẫn phải tiếp tục đối mặt với tình trạng thâm hụt ngân sách ở cao, mặc dù có giảm so với năm 2010. Theo kịch bản của Bộ kế hoạch và đầu tư, bội chi ngân sách của nước ta trong năm 2011 khoảng 5,5%GDP. Đồng thời, nợ nước ngoài cũng lên mức khá cao gần 50% GDP và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới khi nguồn vốn ODA trong những năm qua và thời gian gần đây chỉ có một số ít dưới dạng viện trợ không hoàn lại, phần lớn dưới dạng vay vốn và việc vay vốn ODA cũng không còn được ưu đãi như trước nữa khi Việt Nam trở thành “quốc gia có thu nhập trung bình”. Sự gia tăng trong nợ công và thâm hụt ngân sách sẽ là rào cản không nhỏ trong hoạt động huy động vốn ngoại tệ trong thời gian tới trước những bất ổn đang diễn ra tại Châu Âu do tình trạng nợ công và thâm hụt ngân sách của một số nước như Bồ Đào Nha, Ý và Tây Ban Nha đang ở mức cao.

Ngoài yếu tố nội tại trên, sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam trong năm 2011 cũng còn có 1 yếu tố rủi ro nữa là sự cạnh tranh từ Trung Quốc. Trong năm 2010, nền kinh tế Trung Quốc đã phát triển khá ấn tượng và trở thành nền kinh tế lớn thứ hai trên thế giới, thay thế vị trí của Nhật Bản. Là một nước láng giềng, nền kinh tế Việt Nam vừa có mối quan hệ khá chặt chẽ với nền kinh tế Trung Quốc nhưng cũng vừa cạnh tranh khá gay gắt. Trước hết, hiện nay một khối lượng và giá trị lớn hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam là từ Trung Quốc và Trung Quốc cũng nhận một lượng hàng xuất khẩu khá lớn từ Việt Nam. Bên cạnh đó, nếu so với Việt Nam, ngoài bất lợi là chi phí nhân công tương đối đắt hơn so với Việt Nam, Trung Quốc có nhiều lợi thế hơn cả để thu hút đầu tư nước ngoài như cơ sở hạ tầng điện nước, giao thông phát triển thuận lợi hơn, lực lượng lao động dồi dào và có trình độ khá cao, quy mô các khu công nghiệp, các doanh nghiệp lớn hơn, và chính sách vĩ mô, mặc dù vẫn bị các nhà đầu tư nước ngoài nhận định không minh bạch, nhưng khá nhất quán và ổn định hơn.

C. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I. Thị trường trái phiếu

1. Thị trường sơ cấp

Trong năm 2010, tổng lượng trái phiếu kho bạc và ngân hàng phát triển phát hành trên thị trường sơ cấp đã đạt gần 110 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, nếu nhìn về thời gian phát hành thì có thể thấy hầu hết lượng trái phiếu phát hành này đều chủ yếu diễn ra trong 3 quý đầu của năm, còn riêng quý IV, tổng lượng trái phiếu phát hành khá thấp chỉ đạt trên 11,4 nghìn tỷ đồng, bằng khoảng 10% tổng lượng phát hành trái phiếu cả năm. Riêng trong cả tháng 11 và tháng 12 không có một cuộc đấu thầu hoặc bảo lãnh trái phiếu nào được tiến hành thành công. Có thể nhận thấy sự trầm lắng của thị trường sơ cấp trong những tháng cuối năm 2010 bao gồm những yếu tố chính sau.

Bảng 2 Lãi suất trần trái phiếu Chính phủ

Kỳ hạn TP	Quý I	Quý II	Quý III	Quý IV
2 năm	10,8%-12,1%	10,9%-12%		
	(11,8%-14,5%)	(10,5%-13%)		
3 năm	11,5%-12,5%	10,6%-11,4%	9,78%-9,8%	9,5%-9,7%
	(11,95%-14%)	(10,5%-11,5%)	(9,5%-11,9%)	(9,5% - 11,8%)
5 năm	11% - 13%	10,95%-11,5%	10,3%-10,4%	10,2%-10,4%
	(11%-11,5%)	(10,8%-13%)	(10,1%-11,2%)	(10,19%-12%)
10 năm		11%-11,3%	10,8%	10,5%-10,8%
		(11,3%-15%)	(11%-12,5%)	(10,79%-10,9%)

(*)Khoảng lãi suất dự thầu của Nhà đầu tư

Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội

Thứ nhất, tổng thu ngân sách nhà nước năm 2010 đã tăng lên đáng kể, đạt khoảng 109% so với dự toán năm trong khi tổng chi ngân sách lại giảm chỉ chiếm khoảng 98% dự toán năm, và thâm hụt ngân sách theo đó đạt 5,8%GDP thấp hơn so với mức 6,2% dự toán năm. Khi tổng thu ngân sách tăng và tổng chi ngân sách giảm, nhu cầu về việc phát hành trái phiếu vào thời điểm cuối năm không còn trở nên cấp thiết.

Thứ hai, mức lãi suất trần mà các tổ chức phát hành trong quý IV lại có phần giảm đi so với các quý trước và chỉ dao động trong khoảng từ 9,5% đến 10,8%/năm, thấp hơn lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp khoảng 10 – 35 điểm phần trăm do đó, trái phiếu trên thị trường sơ cấp cũng trở nên kém hấp dẫn hơn.

Thứ ba, với mức lạm phát tăng cao trong những tháng cuối năm 2010 cũng như việc NHNN nâng lãi suất cơ bản từ mức 8% lên mức 9% vào đầu tháng 11 và cuộc chạy đua lãi suất huy động trong hệ thống ngân hàng thương mại đã làm cho kỳ vọng lợi suất trái phiếu của các nhà đầu tư cao hơn, trong khi mức lãi suất trần của trái phiếu không tăng và tình trạng căng thẳng thanh khoản của các ngân hàng thương mại gia tăng trong dịp cuối năm.

Thứ tư, trong năm 2010, sự tham gia vào thị trường trái phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài gần như vắng bóng do những lo ngại về rủi ro tỷ giá, và khiến cho nhu cầu đầu tư trái phiếu giảm sút. Do đó, chúng tôi tiếp tục nhận định rằng tình hình trầm lắng trên thị trường trái phiếu sơ cấp sẽ còn tiếp diễn, việc giữ lãi suất trần trái phiếu

Chính phủ ở mặt bằng như hiện nay sẽ gặp khó khăn trong ngắn hạn, và tỷ lệ thành công của các đợt đấu thầu trái phiếu được dự đoán sẽ vẫn ở mức rất thấp trong những tháng đầu năm 2011. Thị trường trái phiếu sơ cấp chỉ thực sự sôi động trở lại khi những căng thẳng về thanh toán của hệ thống ngân hàng và áp lực về lạm phát được tháo gỡ và khi vấn đề thâm hụt ngân sách và nợ công của Việt Nam có chiều hướng khả quan hơn.

Sang năm 2011, kế hoạch huy động vốn thông qua việc phát hành trái phiếu chính phủ là 45.000 tỷ đồng trong đó phân bổ vốn cho các dự án ngành giao thông vận tải là 23.000 tỷ đồng, thủy lợi là 12.000 tỷ đồng, y tế (bệnh viện tuyến huyện, tỉnh) là 4.000 tỷ đồng, giáo dục là 4.500 tỷ đồng, và di dân tái định cư thủy điện Sơn La là 1.500 tỷ đồng. Theo Bộ Kế hoạch đầu tư, nhu cầu đầu tư từ nguồn trái phiếu chính phủ là khoảng 75 nghìn tỷ đồng trong năm 2011, cao gấp 1,67 lần so với mức kế hoạch. Theo đó, Chính phủ có chủ trương sẽ rà soát, cắt giảm các dự án đầu tư chưa thật sự cấp bách cũng như không bổ sung danh mục mới, không bố trí vốn cho các dự án, công trình không đúng đối tượng, không đủ thủ tục đầu tư, không hiệu quả; và sẽ không điều chuyển nguồn vốn trái phiếu Chính phủ sang các năm tiếp theo mà sử dụng hết theo từng năm.

Trái phiếu doanh nghiệp

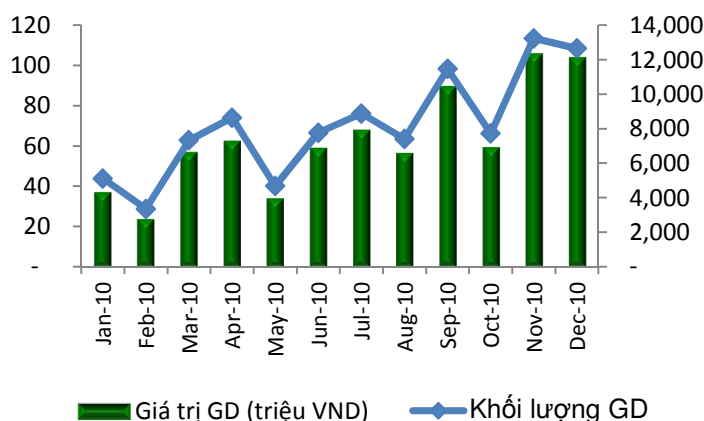
Trong năm 2010, phần lớn các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp đều thành công và tính chung lại, đã có khoảng 47 nghìn tỷ đồng trái phiếu được phát hành trong năm. Trong khi lãi suất cho vay của các ngân hàng trên thị trường vẫn còn cao thì việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu của doanh nghiệp có một số ưu điểm vượt trội hơn, và do đó ngày càng được nhiều doanh nghiệp thực hiện. Nếu vay tín dụng, doanh nghiệp cần phải có tài sản thế chấp, có dự án khả thi, phải trả lãi và vốn gốc định kỳ hàng tháng, trong khi đó, với trái phiếu, doanh nghiệp chỉ phải trả vốn gốc một lần vào kỳ đáo hạn và trả lãi theo kỳ hạn 6 tháng hoặc 1 năm một lần, và do đó có thể tận dụng được vốn để kinh doanh với chu kỳ dài hơn. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước đã nâng hệ số rủi ro đối với các khoản cho vay đầu tư, kinh doanh bất động sản và chứng khoán của các ngân hàng lên mức 250%. Các động thái này khiến cho việc vay vốn ngân hàng của các doanh nghiệp thuộc các ngành nghề kể trên rất khó khăn. Do đó, trong thời gian tới phát hành trái phiếu sẽ trở thành kênh huy động vốn hiệu quả đối với các doanh nghiệp kể trên. Thực tế, trong năm 2010, phần lớn trái phiếu doanh nghiệp phát hành có kỳ hạn ngắn, thường có lãi suất trong năm đầu tiên nằm trong khoảng từ 10% đến 16%/năm và áp dụng lãi suất thả nổi cho các năm tiếp theo (phổ biến là mức lãi suất huy động trung bình của 4 ngân hàng lớn cộng thêm từ 2 đến 4%). Theo nhận định của chúng tôi, kênh phát hành trái phiếu doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ tiếp tục có những chuyển biến tích cực hơn trong thời gian tới. Đặc biệt, việc ban hành Nghị định số 84/2010/NĐ-CP của Chính phủ yêu cầu các doanh nghiệp muốn phát hành thêm cổ phiếu hay trái phiếu trong thời gian trái phiếu chuyển đổi chưa đáo hạn sẽ phải giải trình rõ tất cả những rủi ro cho các nhà đầu tư tiềm năng và đưa ra một kế hoạch dự phòng rủi ro nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư hiện hữu sẽ giúp làm tăng tính minh bạch trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và do đó, sẽ hấp dẫn được các nhà đầu tư.

Tuy nhiên, đối với việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp bằng ngoại tệ ra nước ngoài của các doanh nghiệp Việt Nam trong thời điểm quý IV/2010 gặp rất nhiều khó khăn. Trên thực tế, cả hai doanh nghiệp là Vinacomin và PetroVietnam đã phải hoãn việc phát hành trái phiếu với giá trị 500 triệu USD và 1 tỷ USD vì lý do “điều kiện không thuận lợi”. Chính việc Vinashin nợ tới hơn 80 nghìn tỷ đồng, trong đó có khoản nợ 1 tỷ USD từ vốn phát hành trái phiếu được chính phủ bảo lãnh cũng như nhiều khoản nợ các ngân hàng quốc tế như Ngân hàng Credit Suisse đã làm cho hàng loạt các tổ chức xếp hạng quốc tế như Fitch, S&P và Moody lần lượt hạ xếp hạng tín dụng ngân hàng cũng như trái phiếu chính phủ và khiến cho các nhà đầu tư quốc tế trở nên rất thận trọng đối với trái phiếu doanh nghiệp cũng như trái phiếu chính phủ của Việt Nam. Theo đó, chúng tôi nhận định việc phát hành trái phiếu quốc tế của các doanh nghiệp Việt Nam sẽ khó có thể thực hiện được và các nhà đầu tư quốc tế sẽ trở lại quan tâm tới trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam khi nhận được tín hiệu khả quan hơn từ các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế.

2. Thị trường thứ cấp

Trong năm 2010, tổng khối lượng giao dịch trái phiếu đạt 842,11 triệu trái phiếu và giá trị giao dịch đạt khoảng 88,57 nghìn tỷ đồng, trong đó quý IV có khối lượng cũng như giá trị giao dịch lớn nhất, lớn hơn 2 lần so với quý I. Trong cả năm, tháng 2 là tháng có khối lượng và giá trị ít nhất (tương ứng 29 triệu trái phiếu và 2,8 nghìn tỷ đồng), và tháng 11 là tháng có khối lượng và giá trị cao nhất (113,54 triệu trái phiếu và 12,377 nghìn tỷ đồng). Với tình hình kinh tế đang có chuyển biến khả quan hơn, Bộ Tài chính đang có kế hoạch rút bớt số lượng trái phiếu đang lưu hành trên thị trường thông qua việc cơ cấu và mua lại số lượng trái phiếu đã phát hành ra. Khi lãi suất trong hệ thống ngân hàng còn đang ở mức cao và khó có khả năng giảm nhanh trong thời gian ngắn, chúng tôi vẫn kỳ vọng hoạt động của thị trường trái phiếu vẫn diễn ra nhưng tính thanh khoản của thị trường trái phiếu khó có khả năng sẽ tốt hơn lên trong thời gian tới.

Biểu đồ 12 Giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp

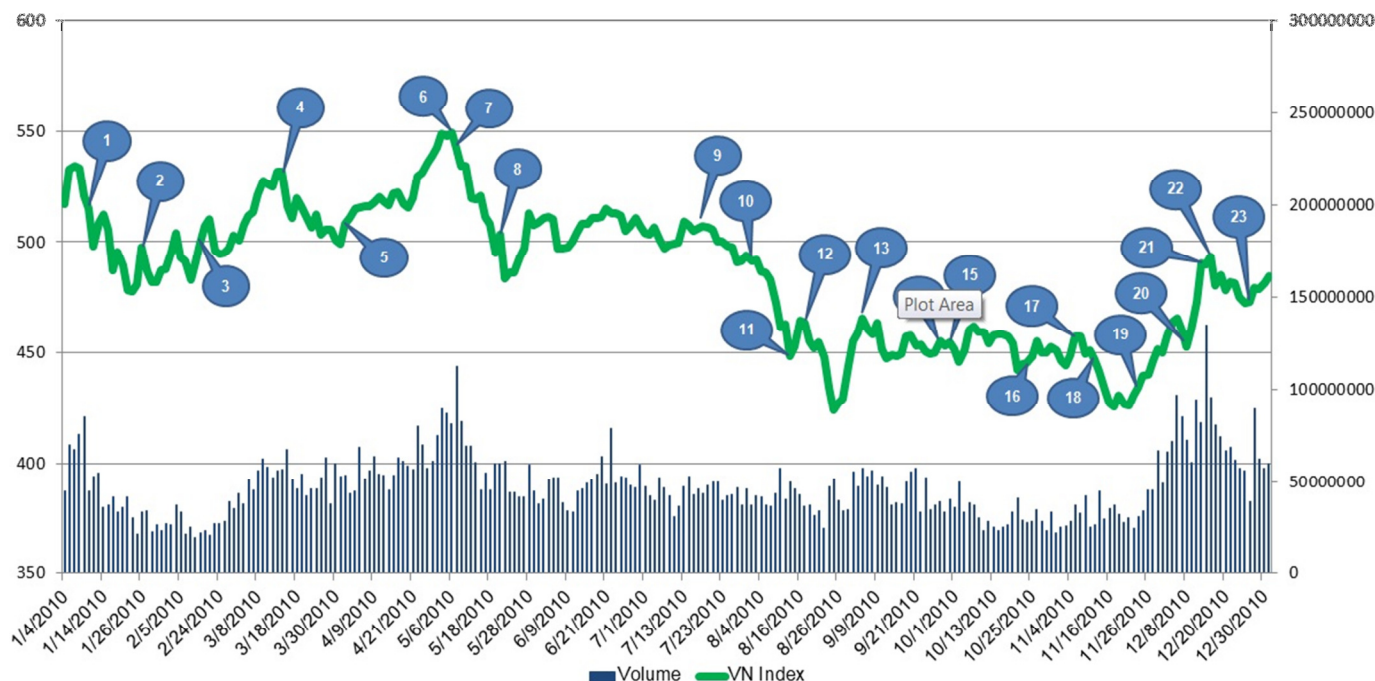


Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội

II. Thị trường cổ phiếu niêm yết

1. Các sự kiện quan trọng ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán 2010:

Biểu đồ 20: Diễn biến chỉ số VnIndex năm 2010



Nguồn: VCBS

- (1) 11/1: tin đồn tăng LSCB
- (2) 26/1: LSCB tăng lên 8%
- (3) 11/2 : Tỷ giá chính thức (USD - VND) tăng 3,36%
- (4) 15/3 ANZ thoái vốn tại STB
- (5) 1/4: Chính phủ yêu cầu NHNN hạ thêm lãi suất cho vay.
- (6) 7/5 CP ban hành 23/NQ-CP yêu cầu NHNN khẩn trương có biện pháp phù hợp để hạ lãi suất.
- (7) 6/5 TTCKTG bắt đầu giai đoạn giảm mạnh do lo ngại khủng hoảng vỡ nợ công lan rộng ở châu Âu sau khủng hoảng trầm trọng tại Hy Lạp.
- (8) 20/5 : thông tư 13 được ban hành
- (9) Tháng 7: Vinashin công bố khoản nợ 80.000 tỷ và lo ngại phá sản
- (10) 1/8 Tin đồn các quỹ của Dragon Capital thoái vốn.
- (11) 12/8 ĐHCĐ của VEIL và VGF quyết định không thoái vốn
- (12) 17/8 Tỷ giá thị trường tự do biến động tăng, tỷ giá chính thức tăng 2,1%
- (13) 6/9 Chính phủ yêu cầu NHNN rà soát thông tư 13
- (14) 28/9 TT19 sửa đổi TT13 nhưng không có thay đổi trọng yếu.
- (15) 30/9 Tỷ giá ngoại tệ thị trường tự do bắt đầu tăng mạnh, giá vàng cũng trong xu hướng tăng mạnh
- (16) 23/10 : CPI tháng 10 tăng cao lên 1,05%
- (17) 5/11 LSCB lên 9%, NHNN tăng cường thắt chặt tiền tệ, không phá giá thêm VND đến cuối năm.
- (18) 11/11: giá vàng đạt đỉnh 38 triệu/lượng, USD tự do lên 21.500 VND.
- (19) 24/11 CPI tháng 11 tăng thêm 1,86%, CPI cả năm dự kiến vượt 11% và tin đồn NHNN hoãn thời hạn tăng VDL của NHTM lên 3000 tỷ sang năm sau.
- (20) 8/12 Techcombank nâng lãi suất huy động lên 17% nhen nhóm một cuộc đua lãi suất.
- (21) 14/12 Các NHTM được gia hạn tăng VDL lên 3000 tỷ thêm 1 năm, NHTM đồng thuận lãi suất huy động cao nhất 14%.
- (22) 15/12 Moody hạ tín nhiệm TPCP Việt Nam xuống B1
- (23) 24/12 CPI tháng 12 tăng 1,98%

Diễn biến thị trường chứng khoán năm 2010.

Trái với những nhận định dự báo khá lạc quan cuối năm trước, thị trường chứng khoán năm 2010 đã gặp nhiều khó khăn và khiến giới đầu tư thất vọng khi sụt giảm so với năm 2009. Mặc dù thị trường có đợt hồi phục mạnh gây bất ngờ từ cuối tháng 11/2010, VNI vẫn đóng cửa giảm 2% so với cuối năm trước khi chốt phiên 31/12/2010 tại 484.66 điểm, HNX – index gây thất vọng nhiều hơn khi đóng cửa năm tại 114.24 giảm tới 32% so với cuối 2009. Kết quả chênh lệch giữa hai sàn giao dịch chính thức này phần nào cho thấy nhiều vấn đề ẩn chứa đằng sau các chỉ số.

Ảnh hưởng của một thị trường lạc quan năm 2009 chỉ xuất hiện trong 6 tháng đầu năm 2010 và đây cũng là giai đoạn thị trường đạt mức cao nhất trong năm (VNI tại 549 điểm và HNX – index tại 187.22 điểm). Nửa cuối năm 2010 là thời kỳ khó khăn nhất của thị trường khi niềm tin sụp đổ bởi tác động của bất ổn kinh tế bộc lộ, chính sách tiền tệ thiếu nhất quán đồng thời thị trường chịu tác động bởi nguồn cung lớn từ các cổ phiếu niêm yết mới và phát hành thêm trong thời điểm trước bắt đầu được giao dịch, làn sóng đầu cơ phát triển mạnh trong các quý trước tan rã và khó khăn thanh khoản chung của toàn hệ thống ngân hàng khiến các khoản đầu tư vào chứng khoán bị siết lại. Các chỉ số đã nhiều lần kiểm tra các mốc đáy của năm vào tháng 8 và tháng 11. VNI hai lần giảm về mức đáy 420 trong khi HNX – index giảm thấp nhất trong vòng 18 tháng xuống 97.44 điểm vào tháng 11/2010. Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2010 sẽ hoàn toàn là bức tranh tối màu nếu như không có đợt hồi phục khá mạnh gây bất ngờ vào tháng 12 trong lúc các tin xấu ngày càng xuất hiện nhiều hơn. Sự đi ngược của thị trường trong bối cảnh kinh tế vĩ mô nhiều bất lợi (lạm phát cao, tỷ giá cao, lãi suất tăng mạnh...trái phiếu chính phủ bị hạn bậc định mức tín nhiệm...) triển vọng doanh nghiệp dự báo khó khăn vẫn chưa có những lý giải hợp lý để tạo dựng niềm tin. Những động lực của đợt tăng giá này có lẽ xuất phát một phần nhờ giá cổ phiếu đã xuống thấp về gần sát thời điểm khủng hoảng hấp dẫn hoạt động đầu cơ trở lại, tin xấu đã được phản ánh hết vào giá cổ phiếu và quan trọng hơn cả là các market makers có vẻ muốn thị trường không phải kết thúc một năm với kết quả quá xấu.

Kết thúc năm 2010, thị trường chứng khoán Việt Nam là một trong số ít thị trường không tăng trưởng ở châu Á và chịu sự suy giảm đi ngược lại với xu hướng chung của thế giới

Năm 2010 đã qua đi, với phần đông nhà đầu tư năm nay có lẽ là một năm buồn nhiều hơn vui. Sau những lạc quan hừng khởi trong năm trước, phần đông đã được trả về một thực tại khắc nghiệt hơn. Thị trường sẽ như thế nào trong năm 2011 sẽ được gợi ý từ những diễn biến của năm trước. Trước khi đưa ra những dự báo về viễn cảnh thị trường năm tới chúng tôi sẽ điểm lại những điểm nổi bật của thị trường trong năm 2010 và nguyên nhân tác động:

Thị trường thiếu động lực do kinh tế vĩ mô bất ổn làm suy giảm niềm tin và chính sách quản lý của NHNN làm hạn chế dòng tiền vào chứng khoán.

Môi trường kinh tế vĩ mô không thuận lợi có lẽ là nguyên nhân lớn nhất khiến thị trường chứng khoán có năm giao dịch thất bại. Mặc dù GDP tiếp tục tăng trưởng vượt mục tiêu đề ra và khá cao so với nhiều nước trong khu vực và thế giới nhưng thành tựu này bị lu mờ trước vấn đề kinh tế như lạm phát cao, tỷ giá bất kiểm soát, lãi suất cao... Những bất ổn kinh tế sớm quay trở lại ngay thời kinh tế toàn cầu vừa thoát khỏi khủng hoảng đã làm xói mòn niềm tin của nhà đầu tư. Tâm lý lo ngại lạm phát cao dẫn đến NHNN thực hiện thắt chặt tiền tệ, lo ngại VNĐ mất giá tăng lên và trở nên thường trực khiến nhà đầu tư không thể yên tâm đầu tư chứng khoán, hạn chế dòng tiền vào kênh vốn.

Một nguyên nhân nhân nữa thuộc nhóm chính sách cũng làm suy giảm dòng tiền vào chứng khoán là việc ban hành TT13 tăng tính an toàn của hệ thống ngân hàng tài chính.

Tương quan cung cầu bất cân đối

Năm 2010 là năm nguồn cung cổ phiếu tăng đột biến đến từ số lượng tăng nhanh chóng của nhóm cổ phiếu niêm yết mới, nhóm cổ phiếu cổ phiếu phát hành thêm và nhóm chịu áp lực thoái vốn theo nghị định 09/2009/NĐ - CP và thông tư 13 của NHNN. Theo số liệu chúng tôi có được, số doanh nghiệp niêm yết mới tăng 32% (151 doanh nghiệp) và khối lượng cổ phiếu phát hành thêm được niêm yết lên đến 4.250 triệu cổ phiếu vượt xa so với năm

trước, tổng khối lượng cổ phiếu tăng thêm năm 2010 là 8.698 triệu cổ phiếu tăng 52% so với năm trước. Hoạt động phát hành thêm nở rộ trong nửa cuối năm 2009 và nửa đầu năm 2010 làm gia tăng mạnh lượng cổ phiếu niêm yết vào cuối năm 2010 cũng là nguyên nhân khiến diễn biến thị trường ảm đạm trong giai đoạn này. Bên cạnh hoạt động tăng vốn của doanh nghiệp hoạt động thoái vốn để đáp ứng theo các quy định quản lý của Chính phủ và NHNN cũng nhộn nhịp trong năm 2010. Điển hình như Petro Việt Nam thoái vốn ở một loạt các công ty con niêm yết trên sàn, Vietcombank bán bớt vốn đầu tư vào EIB...không kể các khoản đầu tư OTC khác.

Trong khi cung cổ phiếu tăng cao thì sức mua lại không tăng tương xứng. Giá trị giao dịch bình quân giảm nhẹ so với 2009 và khối lượng giao dịch bình quân năm 2010 chỉ đạt 74 triệu cổ phiếu chỉ tăng 28% so với năm trước do giao dịch tập trung vào cổ phiếu nhỏ. Nguồn vốn đầu tư khả dụng cho thị trường bị co hẹp năm 2010 do chính sách tín dụng cho đầu tư chứng khoán bất động sản bị siết chặt hơn, bị hút vào các đợt phát hành thêm, các kế hoạch tăng vốn, tăng tỷ lệ an toàn theo quy định của hệ thống ngân hàng cũng như sang các kênh đầu tư lợi nhuận khác như vàng, ngoại tệ và bất động sản.

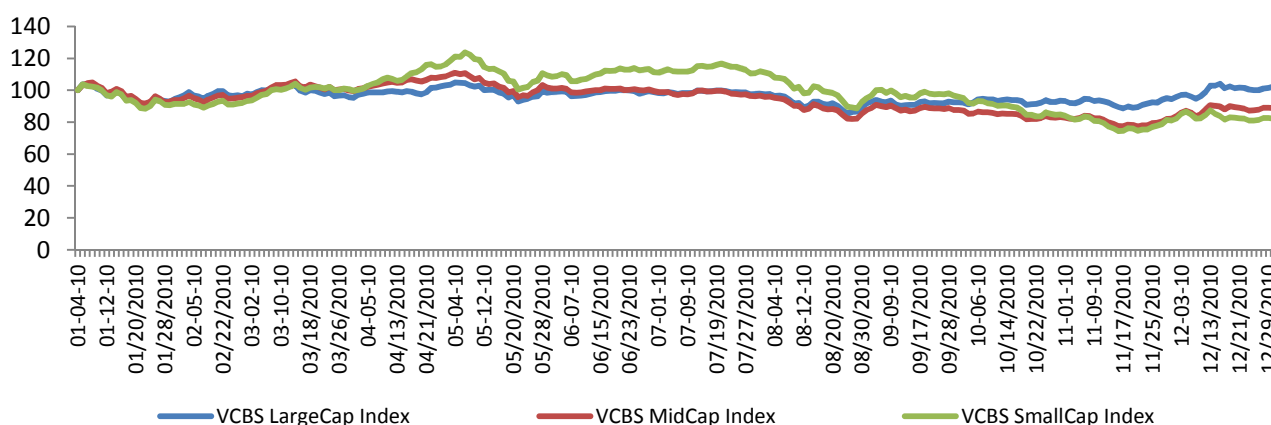
Hoạt động đầu cơ thao túng giá và tâm lý số đông

Tình trạng đầu cơ ngắn hạn luôn xảy ra với thị trường Việt Nam, nhưng tình trạng này trầm trọng hơn trong năm 2010 khi biến tướng sang hành vi thao túng giá. Sự nở rộ của hoạt động này đã tạo nên bóng bẩy cổ phiếu nhỏ đầu năm 2010 và kéo theo đó hậu quả cho nhà đầu tư. Tiếp tục xu hướng xuất hiện vào cuối năm 2009, trào lưu làm giá các cổ phiếu nhỏ được đẩy mạnh hơn vào đầu năm 2010 khi các nguồn tiền trở nên hạn hẹp hơn không đáp ứng được hoạt động đầu cơ với nhóm bluechips. So với năm trước số cổ phiếu có mức tăng trưởng giá ngoạn mục trong thời gian ngắn nhiều hơn dù doanh nghiệp không có gì phát triển nổi trội. Một vài mã điển hình như MKV (600%), VE9 (600%), PVA (500%), SRA (400%), LTC (350%)....

Chính sóng các cổ phiếu nhỏ đã dẫn dắt thị trường và giúp thị trường đạt đỉnh vào tháng 5. Sau khi thị trường đạt đỉnh vào tháng 5 cũng là lúc hiện tượng đầu cơ cổ phiếu nhỏ thoái lui. Nửa cuối năm là thời điểm tuột giá mạnh nhất của các pennies do yếu tố bất lợi cho thị trường xuất hiện (bất ổn vĩ mô, nguồn cung cổ phiếu phát hành thêm được đưa vào giao dịch và sự siết chặt hơn của UBCK với hoạt động “làm giá” chứng khoán). Thời gian suy giảm kéo dài cùng với hiệu ứng tiêu cực từ giải chấp đòn bẩy tài chính khiến giá nhiều cổ phiếu nhỏ chưa thể phục hồi dù không ít mã về mức hợp lý và hấp dẫn vào cuối năm với PE ở mức 7x.

Đồ thị tăng trưởng index theo nhóm vốn hóa 2010 của chúng tôi cho thấy nhóm penny thay vì tăng trưởng lại kết thúc đi lùi lại so với các nhóm vốn hóa khác. Điều này cũng lý giải vì sao chỉ số sàn Hà Nội nơi tập trung các cổ phiếu nhỏ có tính đầu cơ cao lại giảm tới 32% trong năm qua trong khi VNI chỉ giảm 2%.

Biểu đồ 21: Tăng trưởng theo nhóm vốn hóa năm 2010



Nguồn VCBS

Dù thị trường đã trưởng thành hơn, nhưng vẫn tiếp tục bị chi phối bởi tâm lý đám đông. Rủi ro tâm lý đám đông có thể thấy qua những đoạn đứt gãy giảm xuống mức đáy của thị trường sau các quãng thời gian tích lũy đi ngang vào tháng 8 và tháng 11 và trong cả thời điểm hồi phục vào tháng 12. Trong các giai đoạn này thị trường luôn có xu hướng đi ngược lại các tin tức kinh tế vĩ mô hay xu hướng chung của thế giới, các yếu tố giá trị cơ bản

và yếu tố có giá trị chi phối nhất là thanh khoản thị trường. Rủi ro tâm lý số đông là diễn hình của thị trường Việt Nam trong nhiều năm và vẫn tiếp tục là rủi ro hiện hữu cho tới khi thị trường trở nên chuyên nghiệp hơn, các nhà đầu tư tổ chức thay thế cho vai trò của các nhà đầu tư nhỏ lẻ

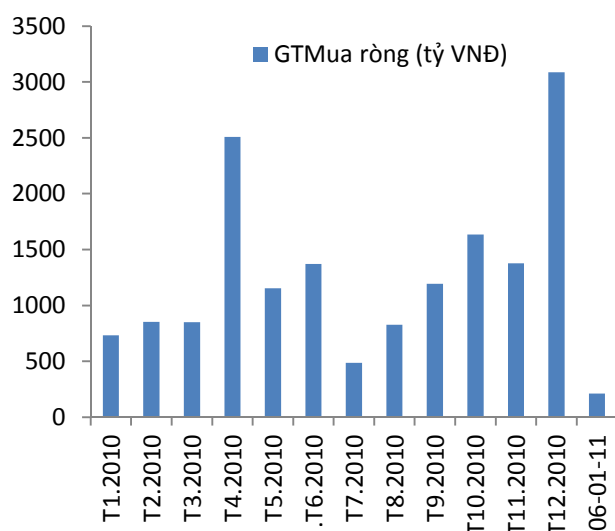
Sự bùng nổ của đòn bẩy tài chính và ảnh hưởng

Sang năm 2010 dịch vụ đòn bẩy tài chính được cung cấp phổ biến tại các công ty chứng khoán và được nhà đầu tư tăng cường sử dụng. Mặt trái của công cụ này vì thế được bộc lộ rõ hơn và tạo nên ảnh hưởng không nhỏ tới diễn biến thị trường chứng khoán 2010. Các đợt suy giảm thường dễ chuyển sang trạng thái suy sụp nhanh do áp lực giải chấp luôn thường trực. Bên cạnh đó việc gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính cũng là một trong các nguyên nhân khiến giao dịch ngắn hạn trở nên phổ biến hơn do nhà đầu tư thường có tâm lý chốt lãi nhanh tránh rủi ro thị trường đảo chiều. Ngoài ra, việc sử dụng dịch vụ tài chính như công cụ cạnh tranh giữa các công ty chứng khoán cũng làm gia tăng sự rủi ro và tạo nên bất công giữa các nhà đầu tư khi các công ty bỏ qua quản trị rủi ro và cung cấp những dịch vụ ưu tiên thiên lệch cho các nhóm khách hàng khác nhau.

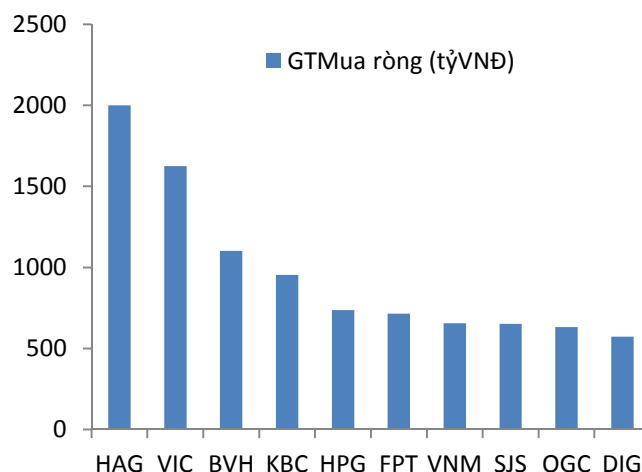
Nhà đầu tư nước ngoài trở lại vai trò mua ròng.

Điểm sáng nhất của thị trường năm 2010 chính là hoạt động mua ròng của khối đầu tư nước ngoài. Nhà đầu tư nước ngoài mua ròng khá liên tục và ổn định trong năm và thường có tăng mạnh mua ròng khi thị trường giảm mạnh đã hỗ trợ đáng kể cho thị trường chứng khoán năm 2010. Cuối năm 2010 là thời điểm ghi nhận dòng vốn “nóng” đổ mạnh vào nhiều thị trường mới nổi trong khu vực và trên thế giới (do lãi suất thấp và các gói cứu trợ mới của chính phủ Mỹ) tuy nhiên dường như chưa có dấu hiệu rõ rệt của dòng vốn này chảy vào thị trường Việt Nam. Hoạt động đầu tư của khối nước ngoài năm 2010 vẫn đóng vai trò hỗ trợ thứ yếu bên cạnh nhà đầu tư nội chứ chưa có tính chất chi phối. Nhà đầu tư trong nước vẫn đang mong chờ luồng vốn bên ngoài vào đẩy thị trường tăng trưởng trong thời gian tới do thị trường Việt Nam đang bị chậm lại so với các thị trường khác. Cần phải có nhiều thay đổi để biến kỳ vọng này thành hiện thực tuy nhiên xét về giao dịch thì dấu hiệu tích cực hơn đang xuất hiện trong tuần đầu năm 2011 với việc nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục mua vào, loại bỏ bớt nghi ngờ về động cơ chốt NAV.

Biểu đồ 22: Giá trị mua ròng theo tháng của NĐTNN



Biểu đồ 23: Top10 cổ phiếu được NĐTNN mua ròng



Nguồn : VCBS tổng hợp

2. Triển vọng thị trường 2011

Các yếu tố tác động:

Mục tiêu của nền kinh tế và sự ổn định của chính sách vĩ mô.

Kinh tế vĩ mô đã phát triển bất cân đối trong năm 2010, dù mục tiêu tăng trưởng vẫn đạt được nhưng niềm tin lại suy giảm do các yếu tố khác bộc lộ bất ổn. Do vậy, vấn đề ổn định vĩ mô có lẽ là mối trọng tâm trong năm tới thay cho mục tiêu phát triển. Việc hy sinh tăng trưởng cho mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô trong ngắn hạn sẽ khiến cho thị trường chứng khoán, tăng trưởng chậm lại thậm chí chịu tác động không mong muốn nhưng bù lại tạo nền tảng cho sự phát triển dài hạn. Năm 2010, Chính phủ đã đặt mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô lên hàng đầu. Sau những tổn thất năm 2010, chúng tôi kỳ vọng mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô năm 2011 sẽ được thực thi một cách kiên quyết hơn.

Áp lực cung cầu.

Sự bất cân xứng cung cầu vẫn sẽ là vấn đề lớn của năm 2011 do nguồn cung cổ phiếu vẫn sẽ cao và nguồn tiền sẽ vẫn bị hạn hẹp. Trước nhất phải kể tới, áp lực hoàn thành tăng vốn điều lệ của ngân hàng thương mại và hạn chót cho các tập đoàn Nhà nước thoái bớt vốn. Kế hoạch tăng vốn điều lệ năm lên 3000 tỷ vào cuối năm 2010 đã phải hoãn thêm một năm khi có khá nhiều ngân hàng không đạt điều kiện. Tính đến 31/12/2010 vẫn còn 13 ngân hàng chưa thể tăng vốn, so với giữa năm số ngân hàng không đáp ứng đủ điều kiện đã giảm đi 10 và số tiền cho tăng vốn sẽ ít hơn 30 ngàn tỷ tuy nhiên vẫn là con số không nhỏ.

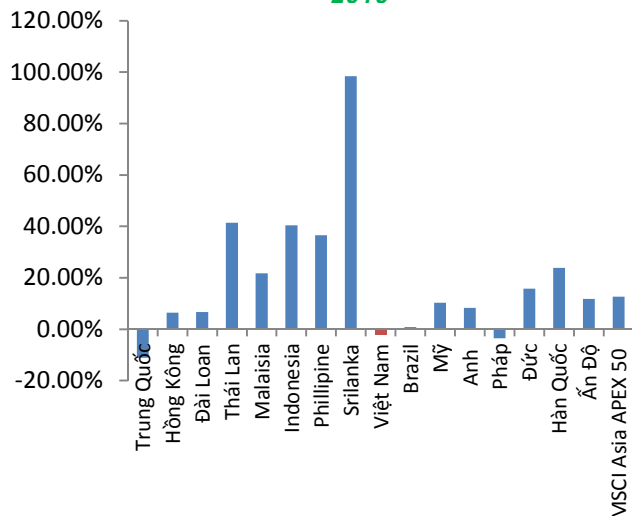
Ngoài ra, áp lực cung vẫn sẽ cao theo các kế hoạch phát hành chưa thành công vào cuối năm 2010 cùng với áp lực IPO các công ty nhà nước, bán bớt phần vốn nhà nước thực hiện chủ trương cổ phần hóa. Áp lực này sẽ khó có thể giảm bớt trong năm nay khi tiến trình cổ phần hóa đã không hoàn thành kế hoạch trong 2 năm 2009 và 2010.

Về phía cầu, kế hoạch tăng trưởng tín dụng năm 2011 là 23% thấp hơn năm 2010 và định hướng vào sản xuất sẽ tạo bất lợi cho thị trường chứng khoán trong ngắn hạn. Ngoài ra, chỉ tiêu tín dụng có thể thay đổi tùy thuộc vào các biến số kinh tế như lạm phát, tỷ giá... khi mà các yếu tố trên đều đang tiềm ẩn nguy cơ tăng. Thêm một yếu tố tác động đến cầu nữa là chi tiêu ngân sách có kế hoạch cắt giảm mạnh trong năm nay và do vậy cũng sẽ tác động làm hẹp dòng vốn vào thị trường chứng khoán.

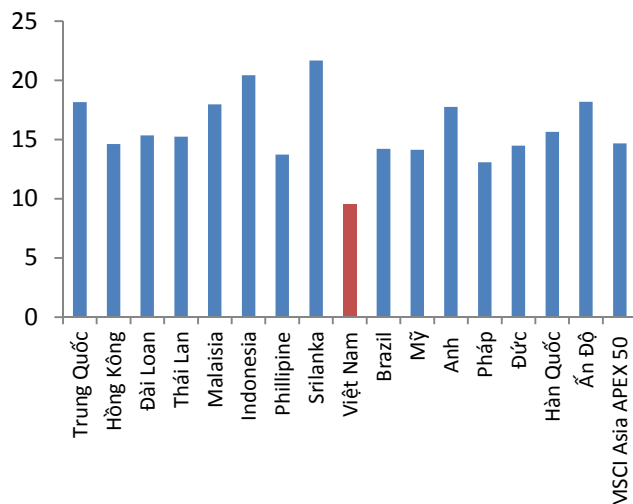
Luồng vốn đầu tư từ bên ngoài.

Kỳ vọng dòng vốn đầu tư từ bên ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam gia tăng trong năm 2011 khi các mục tiêu kinh tế vĩ mô được thực hiện. Do việc đi lùi so với các thị trường khác trong khu vực khiến thị trường Việt Nam có được sự hấp dẫn nhất định với nhà đầu tư nước ngoài. Do vậy, nếu các mục tiêu kinh tế được thực hiện một cách hài hòa, bất ổn tiền tệ được kiểm soát thì khả năng thu hút dòng tiền ngoại vào thị trường chứng khoán Việt Nam là không nhỏ. Việc nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng mạnh trong năm 2010 và hiện tại vẫn tiếp tục gia tăng mua ròng cho thấy niềm tin khá cao của khối nước ngoài vào sự tăng trưởng của thị trường trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng dòng vốn ngoại sẽ vẫn là yếu tố hỗ trợ cho thị trường năm 2011.

Biểu đồ 24: Tăng trưởng của một số TTCK năm 2010



Biểu đồ 25: PE năm 2010 của một số TTCK



Yếu tố tâm lý

Một yếu tố tâm lý không thể không nhắc tới trong năm tới là sự ra mắt của Chính phủ nhiệm kỳ mới. Chính phủ nhiệm kỳ mới với chính sách kinh tế mới sẽ thu hút được sự quan tâm đồng đảo của công chúng đầu tư trong và ngoài nước. Quá khứ năm 2001 và 2006 cho thấy đã có những phản ứng tích cực diễn ra trên thị trường chứng khoán sau các kỳ Đại hội Đảng và chính phủ nhiệm kỳ mới ra mắt và có thể lần này cũng không ngoại lệ.

Sự minh bạch của thị trường.

Thị trường năm 2010 đã bị ảnh hưởng khá nặng nề của các đợt thao túng giá chủ yếu là các cổ phiếu nhỏ. Các đợt “làm giá” kéo theo sau đó là những đợt suy giảm nhanh chóng và nặng nề đã làm thiệt hại không ít nhà đầu tư thiệt hại và suy yếu niềm tin vào thị trường cũng như làm thay đổi hành vi đầu tư của giới đầu tư. Để thị trường 2011 hoạt động hiệu quả hơn, tạo dựng lại niềm tin với giới đầu tư, UBCK nhà nước đã và đang có những động thái quyết liệt trong việc xử lý các hành vi thao túng giá, giao dịch nội gián như sửa các chế tài xử phạt theo hướng chặt chẽ hơn, và phối hợp với Bộ Công an trong việc điều tra, truy tố những hành vi nghiêm trọng. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp thị trường hoạt động một cách minh bạch và lành mạnh hơn.

Triển vọng của doanh nghiệp.

Năm 2010 là năm khá khó khăn với nhiều doanh nghiệp đặc biệt là cuối năm do biến động lãi suất tăng cao, tỷ giá tăng, lạm phát cao khiến chi phí đầu vào tăng mạnh. Hiện tại vẫn chúng tôi vẫn chưa có được đầy đủ kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2010 nhưng sơ bộ sẽ không có nhiều doanh nghiệp tăng ngoạn mục như năm 2009. Tính đến hết quý 3, số doanh nghiệp niêm yết đã hoàn thành 60% doanh thu và lợi nhuận sau thuế trở lên chỉ chiếm 60%, phần nào cho thấy trước số doanh nghiệp không hoàn thành kế hoạch cả năm 2010 là không ít. Thực tế, trong quý 4 đã có vài doanh nghiệp lấy ý kiến cổ đông hạ chỉ tiêu doanh kế hoạch kinh doanh năm 2010.

Cơ hội, triển vọng các ngành cụ thể năm 2011 được chúng tôi nhận định chi tiết trong phần phân tích ngành nhưng về tổng quát hoạt động kinh doanh năm 2011 của doanh nghiệp sẽ vẫn tiếp tục khó khăn khi Chính phủ phải cân đối thực hiện mục tiêu ổn định vĩ mô thay vì tăng trưởng. Chính phủ đang có chủ trương hạ lãi suất tuy nhiên không 0thể nói lãi suất năm tới sẽ thấp hơn năm 2010 khi yếu tố lạm phát vẫn đang đè nặng và tín dụng hạn chế. Chúng tôi cho rằng lãi suất cao, tỷ giá dự báo tiếp tục tăng, nhiệm vụ chống lạm phát nặng nề sẽ khiến cho điều kiện tăng trưởng của doanh nghiệp ít thuận lợi hơn trong năm 2011. Tăng trưởng EPS sẽ đi xuống đặc biệt tại các doanh nghiệp đã có tỷ lệ pha loãng vốn cao trong năm 2009 và 2010, chỉ riêng năm 2010 số doanh nghiệp phát hành thêm đã chiếm gần 1/2 số doanh nghiệp niêm yết.

Kịch bản

Năm 2010 đã khép lại với không ít thăng trầm của thị trường chứng khoán, khó khăn chắc hẳn sẽ vẫn còn đó nhưng khi năm mới 2011 bắt đầu thì cũng đồng nghĩa với việc vận hội mới sẽ đến. Trên cơ sở phân tích các yếu tố chính ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán trong năm 2011 như trên, chúng tôi tương đối lạc quan với khả năng tăng trưởng của thị trường tuy nhiên sự thận trọng vẫn là không thể thiếu.

Có thể thấy rằng thị trường chứng khoán thường phản ứng không mấy tích cực trước những biến động quá lớn hoặc gây sốc của nền kinh tế, do đó sự ổn định về các chính sách vĩ mô, nếu thực sự làm được trong năm 2011, có thể sẽ là nhân tố quan trọng nhất tạo nên đà đi lên vững chắc cho thị trường. Trước hết, trong trường hợp xấu thì sự ổn định này có thể sẽ phải đánh đổi bằng việc hạ mục tiêu tăng trưởng của nền kinh tế nhưng bù lại sẽ có tác dụng củng cố niềm tin của các nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán mà sau đó nhiều khả năng sẽ là sự trở lại mạnh mẽ của dòng tiền. Không chỉ có vậy điều này còn làm tăng sức hút đối với dòng vốn ngoại vốn là một trong những động lực không nhỏ cho thị trường chứng khoán trong các năm vừa qua. Thêm vào đó các doanh nghiệp mặc dù có thể chưa hết khó khăn nhưng cũng sẽ thấy được một bức tranh toàn cảnh và chính xác hơn về môi trường hoạt động sản xuất kinh doanh của mình để từ đó có những điều chỉnh chiến lược và kế hoạch cũng như phòng ngừa rủi ro phù hợp và cần thiết để đảm bảo mục tiêu doanh thu và lợi nhuận của năm nay.

Ngoài ra còn phải kể đến ảnh hưởng không nhỏ của bức tranh kinh tế thế giới trong năm 2011 đến Việt Nam. Nhiều dự đoán cho rằng kinh tế thế giới sẽ tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng tuy nhiên sẽ chậm lại so với năm

2010, đáng chú ý là khả năng xảy ra khủng hoảng lần thứ hai là rất thấp, vấn đề nợ công ở Châu Âu cũng có dấu hiệu chuyển biến theo chiều hướng tích cực hơn. Với việc nới lỏng chính sách tiền tệ và mặt bằng lãi suất nhiều khả năng sẽ vẫn được duy trì ở mức thấp ở Mỹ và Châu Âu sẽ tạo nên làn sóng đầu tư sang các nước mới nổi, trong đó có Việt Nam.

Như vậy, theo dự đoán của chúng tôi quý I năm 2011, thời điểm họp Đại hội Đảng lần thứ XI và dịp nghỉ Tết Nguyên Đán, có thể sẽ là giai đoạn tích lũy của thị trường chứng khoán do các nhà đầu tư có xu hướng nghỉ ngơi khi đợt nghỉ lễ kéo dài sắp đến, đồng thời còn có sự chi phối của tâm lý chờ đợi sự ra mắt của Chính Phủ nhiệm kỳ mới với những quyết sách mới. Với kỳ vọng rằng mục tiêu ổn định vĩ mô sẽ được Chính Phủ thực hiện một cách kiên quyết hơn, thị trường chứng khoán đến giữa hoặc nửa cuối quý II có thể sẽ bắt đầu giai đoạn tăng trưởng của, do các chính sách vĩ mô thường có độ trễ và lúc này mới bắt đầu cho thấy tác dụng. Đến quý IV thị trường nhiều khả năng sẽ chứng lại nhưng sẽ vẫn giữ đà tăng so với đầu năm. Kịch bản này dựa trên giả thiết rất quan trọng về khả năng ổn định kinh tế vĩ mô của Chính Phủ.

III. Tổng quan và triển vọng một số ngành

Bảng 3 Tổng quan các ngành theo bộ chỉ số VCBS Indexes năm 2010 (chuẩn ICB)

Ngành	EPS cơ bản (VNĐ)	TĐ giá từ đầu năm (%)	Lãi cổ tức (%)	P/E	P/B	ROE (%)	ROA (%)	Tỷ suất LN ròng (%)	Tỷ lệ đòn bẩy (%)
Dầu khí tổng hợp	4,884	-10.96	3.00	7.0	2.2	28.4	17.1	7.1	112.1
Dịch vụ & Thiết bị dầu khí	3,608	-13.40	2.68	11.5	1.9	18.6	5.8	8.8	246
Nguyên liệu hóa chất	6,415	22.98	1.98	8.7	2.6	33.2	23.8	29.4	42.5
Hóa chất chuyên dụng	4,893	23.47	2.55	8.2	2.4	29.5	22.6	23	38.3
Sản xuất và kinh doanh giấy	2,223	-13.02	1.41	7.6	0.8	11.9	7.4	26	82.7
Sản xuất sắt thép	3,498	-7.87	3.96	9.3	1.8	20.0	8.4	7.9	151
Thăm dò và khai thác than	8,653	-18.50	0.00	2.6	0.9	34.0	8.2	4	377.5
Khai thác mỏ tổng hợp	1,689	-31.89	0.23	9.6	6.4	8.7	5.9	13.9	19.2
Vật liệu xây dựng	4,823	-0.42	2.39	8.5	1.6	22.3	11.4	8.8	250.5
Xây dựng công trình	3,446	-6.05	2.35	9.4	1.8	18.7	6.4	20.6	370.7
Bao bì & Đóng gói	3,728	-1.14	2.89	6.6	1.1	17.4	11.3	7.1	69
Thiết bị và dụng cụ điện	4,014	-13.06	2.56	8.4	1.8	22.7	12.9	7.8	107.8
Máy móc công nghiệp	3,125	-0.62	3.09	7.1	1.4	17.7	5.9	8.7	233.3
Vận tải hàng hải	252	-24.71	0.15	7.6	0.9	3.4	0.6	-1.3	240.7
Dịch vụ hỗ trợ hoạt động vận tải	5,05	-12.59	1.85	8.9	1.3	19.0	12.2	16.2	62.8
Dịch vụ hỗ trợ kinh doanh	3,022	-10.29	1.40	7.1	1.0	17.7	14.3	11.5	41.2
Cung ứng sản phẩm, thiết bị công nghiệp	3,655	-10.13	6.28	6.5	0.8	12.9	10.2	10.3	27.9
Ô tô	2,104	-23.72	0.00	11.0	0.9	8.6	3.1	2.3	184.1
Lốp xe	5,168	-38.81	0.00	7.3	2.0	30.2	19.2	8.1	68
Chăn nuôi, trồng trọt	4,113	-18.20	1.85	5.6	1.2	18.9	9.2	7.4	133.8
Thực phẩm	5,347	64.01	1.80	8.4	5.0	29.4	20.8	22.7	46.7
Sản phẩm gia dụng không lâu bền	4,545	-6.98	2.85	9.2	1.4	18.4	9.4	5.8	138
Đồ nội thất	2,423	-5.50	1.48	7.3	1.0	14.3	7.3	7.4	177.2

Quần áo và trang phục phụ kiện	2,316	17.43	1.05	9.0	1.5	16.9	6.0	5.7	173.7
Dược phẩm	10,781	-5.30	1.05	7.6	2.0	28.0	18.5	15.1	63.3
Xuất bản	1,853	-17.63	3.88	6.6	0.8	14.5	8.6	7.4	79.1
Khách sạn, nhà nghỉ	462	26.39	0.06	17.3	3.6	4.1	1.2	9.6	241.1
Điện truyền thống	1,767	-29.38	0.66	7.3	0.9	13.2	5.8	10	149.9
Điện thay thế	1,322	-23.17	0.90	11.5	1.1	10.8	7.8	89.8	58.8
Phân phối ga	7,661	40.45	4.45	6.3	1.2	51.4	8.6	4.3	294.8
Ngân hàng	2,871	-11.13	2.07	8.9	1.9	21.1	1.5	39.7	1305.1
Bảo hiểm	1,739	113.19	0.36	8.1	3.8	9.9	2.9	18.5	267.9
Đầu tư phát triển bất động sản	4,771	21.65	0.53	9.7	4.8	27.6	10.4	44	206
Dịch vụ đầu tư	1,482	-22.72	0.74	13.1	1.6	11.7	6.3	24.7	96.4
Dịch vụ máy tính	2,592	4.48	0.00	9.6	1.8	22.0	8.0	4.2	205.6
Dịch vụ Internet	664	-48.19	0.00	18.4	1.2	6.5	2.7	9.2	132.5
Phần mềm máy tính	404	77.98	0.00	0.0	1.8	4.8	2.8	30.4	72.5
Thiết bị điện tử văn phòng	4,882	-11.99	8.70	4.7	1.2	26.2	18.6	7.5	24.8
Thiết bị viễn thông	5,698	7.21	1.41	9.9	2.9	32.0	10.2	3.6	201.2

Nguồn: VCBS tổng hợp

Năm 2010 ghi dấu giao dịch thành công của ngành bảo hiểm, cao su, khách sạn và phần mềm, thực phẩm, máy tính. Các ngành trên đã có sự tăng trưởng nổi trội trong lúc thị trường chung khá ảm đạm, dẫn đầu là bảo hiểm với mức tăng ngoạn mục 113% theo sau là phần mềm máy tính với 77.98% và thực phẩm với 64%. Tuy nhiên, con số tăng trưởng trên không phản ánh chính xác thực trạng của số đông các cổ phiếu trong ngành. Ví dụ ngành bảo hiểm có tỷ suất lợi nhuận cao nhờ sự đóng góp lớn BVH khi cổ phiếu này tăng 125% trong năm 2010, trong khi các công ty khác đều có mức tăng thấp hoặc thậm chí giảm so với năm trước. Tương tự, nhóm thực phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao nhờ sự tăng giá mạnh của MSN (114%) chứ không từ số đông. Trong ngành thực phẩm ngoài MSN chỉ có các công ty đường có mức tăng giá tốt nhờ kết quả kinh doanh đột biến do giá đường tăng. MSN, BVH cùng một số cổ phiếu khác được khối nước ngoài giao dịch với mục đích hỗ trợ thị trường đã tạo nên bức tranh không thực về tỷ suất lợi nhuận ngành năm nay 2010. Tuy nhiên năm 2010 cũng là năm có sự lên ngôi của các ngành có giá trị cơ bản hỗ trợ như cao su, đường nhờ sự tăng giá của mặt hàng sản xuất.

Trong các nhóm ngành nổi bật của năm liền trước đó, chỉ còn bất động sản vẫn tiếp tục có được lợi suất tốt trong năm 2010, trong khi đó các ngành ngân hàng, chứng khoán và xây dựng đều có tỷ suất lợi nhuận âm.

1. Ngành ngân hàng

Năm 2010 được đánh giá là một năm khó khăn của ngành ngân hàng với các diễn biến chính như sau:

- Hoạt động cho vay gặp nhiều khó khăn do mặt bằng lãi suất cao và chính sách vĩ mô giắt cục với xu hướng thắt chặt tiền tệ vào thời điểm đầu năm và cuối năm.
- Diễn ra cuộc chạy đua lãi suất huy động giữa các ngân hàng nhằm thu hút tiền gửi khách hàng do ảnh hưởng của lạm phát và sức hút của các kênh đầu tư khác như vàng, dẫn đến sự mất cân đối trong cơ cấu tiền gửi về mặt kỳ hạn.
- Tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống có chiều hướng gia tăng do các ngân hàng tập trung phát triển hoạt động tín dụng trong năm 2010 trong khi năng lực quản lý rủi ro của nhiều ngân hàng vẫn còn yếu kém.
- Lợi nhuận năm 2010 chịu nhiều áp lực từ việc đáp ứng yêu cầu về tỷ lệ an toàn và tăng vốn, đồng thời thu nhập ngoài lãi bị thu hẹp và hoạt động tín dụng là nguồn thu chủ yếu của các ngân hàng.
- Chính sách tiền tệ không ổn định và chính sách ngành ngân hàng có nhiều thay đổi, gây ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động chung của toàn hệ thống.

Hoạt động tín dụng gặp nhiều khó khăn và tăng trưởng chậm

Năm 2010 do lợi nhuận phi tín dụng bị thu hẹp, các ngân hàng đều tập trung phát triển hoạt động tín dụng nhằm đảm bảo mục tiêu lợi nhuận đã đặt ra. Tuy nhiên nhìn chung tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2010 vẫn thấp hơn nhiều so với năm 2009. Tính đến hết tháng 12 tín dụng của cả năm 2010 ước đạt 27,65%; thấp hơn nhiều so với mức 37,73% của năm 2009. Trong đó, cơ cấu tín dụng có sự chênh lệch tương đối lớn giữa tăng trưởng cho vay ngoại tệ (37,76%) và các khoản vay nội tệ (25,34%). Nguyên nhân của sự chênh lệch này là do lãi suất cho vay tiền đồng (khoảng 14% - 18%/năm) cao hơn nhiều so với lãi suất cho vay ngoại tệ (6% - 8%/năm). Đây cũng là lí do khiến nhiều doanh nghiệp thực hiện các khoản vay USD trong quý I nhằm đảm bảo nhu cầu kinh doanh của mình. Tuy nhiên việc tiền đồng liên tục bị mất giá (khoảng gần 9% tính theo tỷ giá trên thị trường tự do) đã chứng tỏ việc vay bằng USD không phải là một sự lựa chọn có lợi đối với nhiều doanh nghiệp. Thêm vào đó, việc tỷ lệ lạm phát leo thang trong vài tháng trở lại đây đã buộc Ngân hàng Nhà nước phải tăng lãi suất cơ bản thêm 100 điểm (tương đương 1%) lên 9% nhằm kiềm chế lạm phát từ đầu tháng 11. Kể từ khi chính sách thắt chặt được áp dụng, mặt bằng lãi suất đã bị đẩy lên cao chóng mặt (cả lãi suất huy động, cho vay và liên ngân hàng) làm cho hoạt động tín dụng cũng bị ảnh hưởng. Chúng tôi cho rằng chính sách thắt chặt này vẫn sẽ tiếp tục qua những tháng đầu năm 2011 và kìm hãm đà tăng trưởng tín dụng. Việc Ngân hàng Nhà nước đưa ra mục tiêu tăng trưởng tín dụng 23% cho năm 2011 (thấp hơn 25% của năm 2010) cũng là tín hiệu cho thấy quyết tâm của NHNN trong việc kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô. Do đó, trong năm 2011 các ngân hàng không thể kỳ vọng quá nhiều vào lợi nhuận từ hoạt động cho vay.

Cuộc chạy đua lãi suất giữa các ngân hàng

Tốc độ tăng trưởng tiền gửi cũng tăng theo tốc độ tăng của tín dụng, đạt 24,5% cho cả năm 2010. Tuy nhiên có thể nhận thấy các ngân hàng gặp khó khăn trong huy động tiền gửi do sự mất giá của tiền đồng và lạm phát tăng cao. Theo đánh giá của Ngân hàng Nhà nước, lãi suất huy động VND có chênh lệch mức dương thấp so với lạm phát (năm 2010 khoảng 1,47%/năm trong khi 2009 là 1,91%/năm), kém hấp dẫn so với lãi suất USD và có nhiều nhân tố gây sức ép tăng. Do đó, một bộ phận người dân có xu hướng rút tiền gửi nội tệ từ ngân hàng và chuyển qua tích trữ vàng và USD. Đồng thời người gửi tiền hạn chế gửi trong trung và dài hạn mà chỉ tập trung gửi ngắn hạn, từ đó xuất hiện sự mất cân đối trong cơ cấu tiền gửi của các ngân hàng. Trong quý I năm 2010 tiền gửi tiết kiệm tăng trưởng với tốc độ rất chậm, thậm chí trong tháng 2 và tháng 3 tăng trưởng tiền gửi còn thấp hơn tăng trưởng tín dụng và đạt âm trong tháng 2 do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ từ cuối năm 2009. Giai đoạn này cũng chứng kiến một cuộc chạy đua lãi suất huy động giữa các ngân hàng và sự biến động mạnh của lãi suất liên ngân hàng. Gần đây nhất lãi suất huy động đã có lúc lên tới mức 16% - 17% và phá vỡ mức lãi suất đồng thuận giữa các ngân hàng là 11% - 14%. Tuy nhiên với sự can thiệp của Ngân hàng Nhà nước, mặt bằng lãi suất đã hạ nhiệt trong tháng 12 và chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ không có nhiều biến động trong những tháng đầu năm 2011.

Tỷ lệ nợ xấu có chiều hướng gia tăng

Theo ước tính của Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ nợ xấu của ngành ngân hàng tính đến cuối năm 2010 là 2,5%, cao hơn so với mức 2,2% của năm 2009. Nguyên nhân chủ yếu của tỷ lệ nợ xấu cao là do các ngân hàng ưu tiên phát triển hoạt động tín dụng trong giai đoạn này trong khi năng lực quản lý rủi ro của nhiều ngân hàng vẫn còn yếu kém. Thêm vào đó, tình hình kinh doanh của nhiều doanh nghiệp trong năm 2010 cũng không thuận lợi do vẫn tiếp tục chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế và khủng hoảng nợ tại Châu Âu. Đặc biệt, một loạt ngân hàng có các khoản cho vay với Tập đoàn Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam (Vinashin) cũng góp phần làm qui mô nợ xấu tăng lên trong những tháng gần đây. Nếu tính thêm số dư nợ này thì tỷ lệ nợ xấu tăng thêm 0,7%. Đây cũng chính là một trong những nguyên nhân khiến Moody's hạ bậc xếp hạng tín dụng của Việt Nam lần đầu tiên trong vòng hơn 2 năm qua. So với Trung Quốc, tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng Việt Nam năm 2010 là tương đối cao (2,5% so với xấp xỉ 2%). Chúng tôi cho rằng việc Ngân hàng nhà nước đưa ra mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2011

ở mức 23% và kiềm chế lạm phát 6 tháng đầu năm 2011 dưới 3,5% sẽ giúp hệ thống ngân hàng phần nào kiềm chế được tình hình nợ xấu.

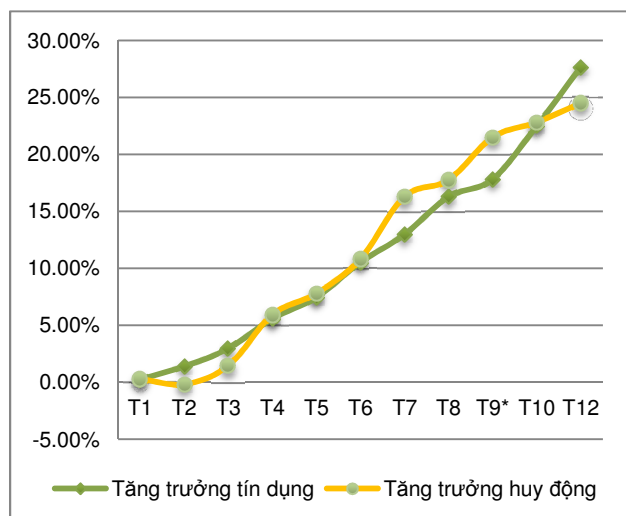
Lợi nhuận năm 2010 chịu nhiều áp lực và chủ yếu đến từ hoạt động tín dụng

Trong năm 2010, nguồn thu chủ yếu của các ngân hàng đến từ hoạt động tín dụng do lợi nhuận phi tín dụng (như kinh doanh vàng, ngoại hối và chứng khoán) bị thu hẹp. Tuy nhiên bản thân hoạt động tín dụng cũng chịu nhiều áp lực từ biến động tỷ giá, lạm phát và các chính sách vĩ mô. Việc các ngân hàng chạy đua lãi suất huy động đã khiến chênh lệch giữa lãi suất đầu ra và đầu vào bị thu hẹp và làm giảm lợi nhuận của các ngân hàng. Tính đến thời điểm hiện tại, trong khi một số ngân hàng đã công bố gần đạt hoặc thậm chí vượt mục tiêu lợi nhuận thì có không ít các ngân hàng vẫn đang phải vật lộn để đảm bảo yêu cầu về tỷ lệ an toàn tối thiểu CAR (tăng từ 8% lên 9%) và yêu cầu về vốn điều lệ tối thiểu 3.000 tỷ đồng vào cuối năm 2010. Mặc dù trong tháng 12 Thủ tướng Chính phủ đã chấp thuận việc giãn lộ trình tăng vốn cho các ngân hàng đến hết 31/12/2011 thay vì 31/12/2010 nhưng bức tranh lợi nhuận năm 2010 của hệ thống ngân hàng cũng đã dần hình thành.

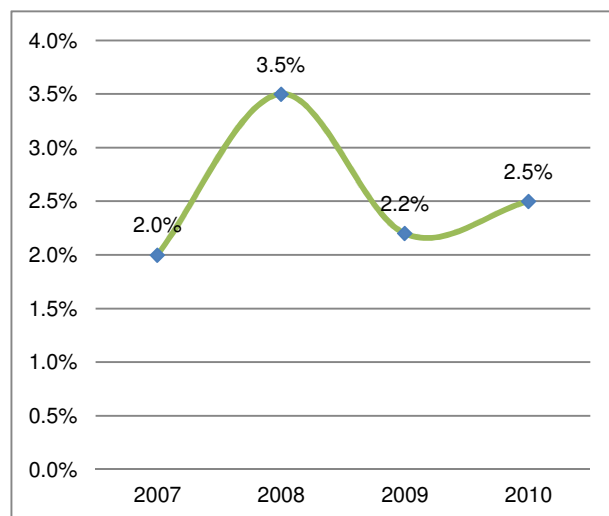
Chính sách tiền tệ không ổn định và chính sách ngành Ngân hàng có nhiều thay đổi

Trong những năm gần đây, việc điều hành chính sách tiền tệ nhằm cân bằng giữa hai mục tiêu kích thích tăng trưởng và kiềm chế lạm phát luôn là một bài toán khó đối với Việt Nam và năm 2010 cũng không phải là trường hợp ngoại lệ. Bắt đầu từ cuối năm 2009 chính sách tiền tệ được thắt chặt thông qua việc nâng lãi suất cơ bản lên 1%, và chấm dứt gói hỗ trợ lãi suất cho tăng trưởng kinh tế nhằm kiềm chế lạm phát. Chính sách này vẫn tiếp tục được duy trì trong các tháng đầu năm 2010, khiến tăng trưởng tín dụng giai đoạn này rất thấp, các doanh nghiệp đều gặp khó khăn trong việc vay vốn do lãi suất cao. Trước tình hình đó, nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế chính sách tiền tệ được nới lỏng bằng cách khuyến khích các ngân hàng hạ thấp lãi suất cho vay và tiền gửi, dỡ bỏ trần lãi suất và áp dụng cơ chế lãi suất thỏa thuận cho các khoản vay ngắn hạn. Giai đoạn này chứng kiến sự tăng trưởng nhanh hơn của hoạt động tín dụng và nền kinh tế có những dấu hiệu phục hồi tốt. Tuy nhiên, kèm theo đó là tình hình lạm phát leo thang và đặc biệt tăng nhanh kể từ cuối quý III (tính đến tháng 11 là 9,58%), buộc Ngân hàng Nhà nước thay đổi chính sách một lần nữa từ nới lỏng sang thắt chặt thông qua việc nâng lãi suất cơ bản thêm 100 điểm lên 9% vào đầu tháng 11. Động thái này của Ngân hàng Nhà nước khiến mặt bằng lãi suất vốn đã cao nay lại tăng thêm đáng kể. Lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn tăng thêm 1% lên lần lượt 7% và 9%. Lãi suất liên ngân hàng cũng tăng nhanh chóng từ 11 – 11,2% vào đầu tháng 11 lên đến 12,9% vào giữa tháng 12. Việc thường xuyên phải chạy theo sự thay đổi trong chính sách tiền tệ khiến các ngân hàng, nhất là những ngân hàng nhỏ có tiềm năng tài chính chưa đủ mạnh, không hoàn toàn chủ động được chiến lược kinh doanh của mình, đặc biệt là trong thời điểm lạm phát gia tăng và thị trường ngoại hối tiếp tục bất ổn.

Biểu đồ 26: Tăng trưởng tín dụng % huy động năm 2010



Biểu đồ 27: tỷ lệ nợ xấu toàn ngày ngân hàng



*Nguồn: SBV, VCBS tổng hợp, *: tại 16.09.2010*

Năm 2010 cũng chứng kiến nhiều thay đổi trong chính sách ngành Ngân hàng với việc gỡ bỏ trần lãi suất, quy định các tỷ lệ đảm bảo an toàn (tăng CAR từ 8% lên 9%, qui định tỷ lệ tín dụng/huy động là 80%), nâng cao yêu cầu vốn tối thiểu lên 3.000 tỷ đồng với các ngân hàng (được gia hạn đến hết 31/12/2011 vào đầu tháng 12 năm 2010). Ngoài ra, những sửa đổi về Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Luật các tổ chức tín dụng đã được thông qua trong năm 2010 và có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2011. Cũng bắt đầu từ năm 2011, các chi nhánh ngân hàng nước ngoài được đối xử bình đẳng như các NHTM trong nước trong việc áp dụng các giới hạn về cấp tín dụng và bảo lãnh, đồng thời được phép nhận tiền gửi bằng đồng Việt Nam từ các cá nhân Việt Nam mà ngân hàng không có quan hệ tín dụng và không còn bị hạn chế theo tỷ lệ trên mức vốn được cấp của chi nhánh. Việc dỡ bỏ trần lãi suất tạo điều kiện cho các ngân hàng có thể linh hoạt hơn trong việc quy định lãi suất, đồng thời Luật NHNNVN và Luật về các Tổ chức tín dụng sửa đổi cũng được kỳ vọng sẽ cải thiện tính độc lập của NHNN trong việc thực hiện chính sách tiền tệ và nâng cao năng lực tài chính, tính an toàn của các tổ chức tín dụng. Tuy nhiên, các tổ chức tín dụng phải đáp ứng quy định chặt chẽ hơn về các tỷ lệ an toàn cũng như yêu cầu về vốn, đồng thời đối mặt với sự cạnh tranh mạnh mẽ hơn trong nội bộ ngành do các chi nhánh ngân hàng nước ngoài đã được đối xử như các NHTM trong nước. Nhìn chung, những thay đổi về mặt chính sách này có thể gây áp lực lên hoạt động của các tổ chức tín dụng trong ngắn hạn nhưng lại góp phần đảm bảo tính an toàn và ổn định của toàn hệ thống trong trung và dài hạn.

Dưới đây là hoạt động kinh doanh của một số NHTM trong năm 2010.

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Mặc dù được đánh giá là một trong những NH cổ phần tốt nhất tại Việt Nam nhưng kết quả kinh doanh năm 2010 của ACB là không khả quan theo đánh giá của chúng tôi. ACB được biết đến là một ngân hàng có cơ cấu thu nhập tương đối linh hoạt với tỷ lệ thu nhập ngoài lãi cao và không quá phụ thuộc vào hoạt động tín dụng. Tuy nhiên, trong năm 2010 hoạt động sản xuất vàng chấm dứt, thị trường ngoại hối biến động phức tạp và thị trường chứng khoán hầu như đi ngang nên tăng trưởng của các mảng kinh doanh này đều chững lại.

Tính đến hết quý III năm 2010, các chỉ tiêu của ACB lần lượt như sau: Tổng tài sản đạt 177.944 tỷ đồng (hoàn thành 84,74% kế hoạch), Cho vay khách hàng đạt 80.907 tỷ đồng (hoàn thành 84,28% kế hoạch), Tiền gửi của khách hàng đạt 106.787 tỷ đồng (hoàn thành 62,82% kế hoạch). So với cuối năm 2009, dư nợ cho vay tăng

trưởng 30% trong 9 tháng đầu năm. Tốc độ tăng trưởng này cao gần gấp đôi tốc độ trung bình ngành tại cùng thời điểm là 17,81%. Tuy nhiên, với mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2010 là 50% thì thời gian và tình hình vĩ mô trong 3 tháng cuối năm không đủ dài và thuận lợi để ACB có thể hoàn thành kế hoạch của mình. Lợi nhuận trước thuế lũy kế trong 3 quý của ACB là 2.000 tỷ đồng sau khi đã trích lập toàn bộ dự phòng theo quy định, đạt 55,6% kế hoạch năm. Với chính sách tiền tệ thắt chặt bắt đầu từ tháng 11, chúng tôi cho rằng ACB khó có thể đạt được mục tiêu lợi nhuận đã đặt ra. Việc đẩy mạnh hoạt động ngoại hối và đầu tư chứng khoán, đồng thời phát triển các hoạt động phi tín dụng khác trong năm 2011 nhằm thay thế cho nguồn thu nhập từ vàng là một yếu tố quan trọng giúp ACB duy trì được cơ cấu thu nhập lành mạnh của mình.

Ngày 31/08/2010 Cơ quan xếp hạng tín nhiệm Fitch Ratings đã hạ mức xếp hạng tín nhiệm đối với ACB từ mức “D” xuống “D/E” do tăng trưởng tín dụng quá nhanh tạo áp lực lên thanh khoản và chất lượng các khoản vay. Tuy nhiên, tại thời điểm 30/09/2010, tỷ lệ nợ xấu của ACB vẫn được kiểm chế ở mức 0,3%, một tỷ lệ rất thấp so với các NHTM khác. Đồng thời, ACB cũng đã vừa kịp hoàn thành kế hoạch tăng vốn từ 7.814 tỷ đồng lên 9.377 tỷ đồng vào cuối tháng 12 và thông báo phát hành 3.000 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 10 năm trong tháng 11 để bổ sung vốn tự có của mình. Với lợi thế về khả năng quản trị tốt, có chiến lược phát triển rõ ràng và cơ cấu thu nhập đa dạng, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ lấy lại được đà tăng trưởng trong năm 2011.

Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (EIB)

EIB là ngân hàng có qui mô không lớn nhưng có thế mạnh trong hoạt động tài trợ xuất nhập khẩu và luôn duy trì tăng trưởng tín dụng, huy động ở mức cao qua các năm. EIB cũng có tính thanh khoản và khả năng quản lý chi phí tốt so với các ngân hàng niêm yết khác. Tuy nhiên, phần lớn lợi nhuận của EIB vẫn là đóng góp từ hoạt động tín dụng, do đó tỷ lệ nợ xấu của EIB tương đối cao so với các ngân hàng niêm yết còn lại (1,4% tại 30/09/2010).

Tính đến 30/11/2010, các chỉ tiêu của EIB lần lượt như sau: Tổng tài sản đạt 108.564 tỷ đồng, tăng 66% so với cuối năm 2009 (vượt kế hoạch 32%); Dư nợ cho vay đạt 57.543 tỷ đồng, tăng 51,4% so với cuối năm 2009 (vượt kế hoạch 1,4%); Tổng vốn huy động đạt 89.974 tỷ đồng, tăng 81,7% so với cuối năm 2009 (vượt kế hoạch 38,7%).

Về đầu tư tài chính, tính đến cuối tháng 9, tổng các khoản góp vốn và đầu tư chứng khoán là 15.843 tỷ đồng tăng 72,8% so với đầu năm. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ trong 9 tháng tăng trưởng 45% so với cùng kỳ năm trước. Về việc tăng vốn, trong tháng 10 năm 2010 EIB đã phát hành thêm gần 176 triệu cổ phiếu nâng vốn điều lệ của Ngân hàng từ 8.800 tỷ đồng lên 10.560 tỷ đồng.

Theo thông tin từ EIB, tính đến hết tháng 11, Ngân hàng đạt 2.107 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, bằng 95,8% kế hoạch năm; lợi nhuận sau thuế đạt 1.612 tỷ đồng, bằng 96% kế hoạch. Ước cả năm 2010, LNTT và LNST tối thiểu lần lượt là 2.200 tỷ và 1.680 tỷ đồng. Khả năng sinh lời trên tổng tài sản của EIB tương đối cao (ROAA là 1,76% tại 30/09/2010, chỉ đứng sau VCB trong các NHTM niêm yết), nhưng ROE lại rất thấp do vốn chủ sở hữu lớn và chưa được sử dụng thực sự hiệu quả. Tuy nhiên, việc có khả năng hoàn thành hoặc thậm chí vượt kế hoạch lợi nhuận trong năm khó khăn như 2010 cũng là một nỗ lực đáng ghi nhận của EIB.

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG)

CTG là ngân hàng có qui mô lớn nhất trong số các ngân hàng đang niêm yết và lớn thứ 3 trong hệ thống các NHTM Việt Nam hiện nay. Tính đến cuối năm 2010, toàn hệ thống có 1.095 đơn vị mạng lưới tập trung tại 63/63 tỉnh thành trong cả nước. CTG là NHTM có quy mô mạng lưới lớn thứ 2 tại Việt Nam với 1 Sở giao dịch; 152 chi nhánh; 886 Phòng giao dịch và 56 Quỹ tiết kiệm. Trong những năm trước, mặc dù có qui mô lớn nhưng hoạt động của CTG chưa thực sự hiệu quả, hiệu suất sinh lời ROA và ROE của CTG vẫn thấp hơn VCB, ACB và STB. Tuy nhiên, trong năm 2010 CTG là một trong số ít các ngân hàng có mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng và vượt xa so với kế hoạch năm đặt ra. Tính đến hết quý III năm 2010, ROA và ROE của CTG đã vượt lên ACB và STB, chỉ đứng sau VCB.

Theo thông tin từ Vietinbank, tính đến giữa tháng 12, Ngân hàng đã hoàn thành vượt mức các chỉ tiêu, nhiệm vụ năm 2010 được Đại hội cổ đông giao với quy mô tổng tài sản đạt trên 350.000 tỷ đồng, tăng 41% so với đầu năm, vượt 17,5% kế hoạch đặt ra; trong đó dư nợ tín dụng đạt xấp xỉ 225.000 tỷ, tăng 38% so với cùng kỳ năm trước, vượt kế hoạch trên 10%. Song song với tăng trưởng tín dụng, chất lượng dư nợ của CTG được kiểm soát an toàn ở mức độ cao, nợ xấu cuối năm 2010 chỉ ở mức 0,75%. Nguồn vốn huy động đạt trên 320.000 tỷ đồng, tăng 42% so với đầu năm.

Lợi nhuận trước thuế của CTG năm 2010 tăng 48% so với năm 2009 và cao hơn kế hoạch mà Đại hội cổ đông giao 25% (9 tháng đầu năm 2010, lợi nhuận trước thuế của CTG đạt hơn 3.660 tỷ đồng, hoàn thành 91,5% kế hoạch năm). Quỹ lương tăng 18%, khen thưởng phúc lợi tăng 14%, cổ tức trả 17%, nộp thuế thu nhập DN cho Ngân sách Nhà nước 1.400 tỷ đồng. Năm 2011, CTG phấn đấu đạt mức tăng trưởng lợi nhuận 15%, tăng trưởng tổng tài sản 20%, tăng trưởng nguồn vốn huy động 20% và tăng trưởng dư nợ cho vay 25%.

Trong tháng 10 năm 2010, CTG đã tăng vốn điều lệ lên thêm 3.151 tỷ đồng lên 15.172 tỷ đồng, tăng 34,8% so với vốn điều lệ cũ, trong đó cổ đông Nhà nước vẫn nắm giữ 89,23% cổ phần. Kế hoạch cuối năm 2011, vốn điều lệ của CTG sẽ đạt 30.000 tỷ đồng. Cũng trong năm 2010, CTG đã ký kết các văn kiện hợp tác lâu dài và toàn diện với đối tác chiến lược IFC và đang đàm phán tích cực với đối tác Bank of Nova Scotia (Canada) để trở thành cổ đông chiến lược nắm giữ 15% vốn.

Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB)

Cùng với CTG, VCB là một trong 2 NHTM quốc doanh được cổ phần hóa với 90,72% cổ phần vẫn thuộc về cổ đông Nhà nước. VCB có qui mô lớn thứ 4 trong hệ thống các NHTM Việt Nam và có nhiều ưu thế nổi trội so với các NHTM khác. Tính đến 30/09/2010 thị phần huy động vốn và cho vay của VCB giảm nhẹ so với cuối năm 2009 nhưng vẫn được duy trì ở mức cao, lần lượt đạt 8,8% và 7,8%. VCB tiếp tục giữ vị trí dẫn đầu thị trường về thị trường thanh toán xuất khẩu (22,8%) và nhập khẩu (17,8%). Ngoài ra, VCB còn là ngân hàng đứng đầu về thị phần dịch vụ thẻ, chiếm 18% thị phần phát hành thẻ ghi nợ nội địa và thị trường phát hành thẻ tín dụng quốc tế, gần 15% thị phần về số máy ATM và hơn 26% thị phần mạng lưới đơn vị chấp nhận thẻ (hơn 10.915 máy POS) của toàn thị trường. Tuy nhiên, có thể nhận thấy một số mảng thị phần của VCB đã giảm đi so với 2008 và 2009 do sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các NHTM trong nước cũng như các ngân hàng 100% vốn nước ngoài.

Tính đến 30/09/2010, các chỉ tiêu của VCB lần lượt như sau: Tổng tài sản đạt 260.316 tỷ đồng, tăng gần 2% so với cuối năm 2009; Cho vay khách hàng đạt 158.524 tỷ đồng, tăng 15,7% so với cuối năm 2009; Tổng vốn huy động bao gồm cả tiền gửi khách hàng, tiền gửi/vay khác và phát hành giấy tờ có giá đạt 231.946 tỷ đồng, trong đó vốn huy động từ tổ chức kinh tế và dân cư tăng 12,42% trong khi vốn huy động từ NHNN, các tổ chức tín dụng khác giảm 35,63% cho thấy sự thay đổi tích cực trong cơ cấu vốn huy động của VCB. Lợi nhuận trước thuế lũy kế 9 tháng đạt 4.071 tỷ đồng, giảm 5,5% so với cùng kỳ năm 2009 và hoàn thành 90,5% kế hoạch năm 2010. Mặc dù lợi nhuận của VCB giảm so với cùng kỳ năm trước do ngành ngân hàng gặp nhiều khó khăn trong năm 2010, nhưng do đã lường trước được những khó khăn này từ đầu năm và đặt kế hoạch lợi nhuận thấp hơn 10% so với năm 2009 nên khả năng VCB hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2010 là hoàn toàn chắc chắn.

Tỷ lệ nợ xấu của VCB tại thời điểm 30/09/2010 đạt 3,06% (gần sát với kế hoạch 3%) và hệ số CAR đạt 8,5%; thấp hơn so với yêu cầu tối thiểu mới 9% của NHNN. Đây cũng chính là lí do khiến Fitch Ratings hạ mức xếp hạng tín nhiệm của VCB cùng thời điểm với ACB. Tuy nhiên, việc VCB đã hoàn thành tăng vốn thêm 9,28% lên 13.222 tỷ đồng và đang tiến hành chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu nhằm tăng vốn thêm 33% lên 17.587 tỷ đồng sẽ cải thiện đáng kể hệ số CAR của Ngân hàng.

Bảng 4 Một số chỉ tiêu của các ngân hàng niêm yết

Chỉ tiêu (tỷ đ)	TTS	VCSH	Cho vay	Huy động	LDR (%)	ROAA* (%)	ROAE* (%)	P/E* (x)	EPS* (đ)
ACB	177.944	10.379	80.233	152.835	52,50	1,23	21,17	8,73	2.782
CTG	321.339	17.174	204.563	205.176	99,70	1,32	21,61	7,17	3.222
EIB	95.737	14.202	52.656	78.563	67,02	1,76	9,93	9,37	1.591
NVB	16.397	1.209	10.324	14.440	71,49	-	-	6,53	1.424**
SHB	40.193	2.592	20.437	34.806	58,72	1,61	19,64	5,16	2.153
STB	133.539	13.164	78.118	111.242	70,22	1,39	14,33	6,43	2.410
VCB	260.316	20.131	158.524	221.767	71,48	1,88	25,34	8,50	3.648

Nguồn: VCBS tổng hợp, *: lũy kế đến Q3.2010, giá ngày 10/01/2011, **: năm 2009

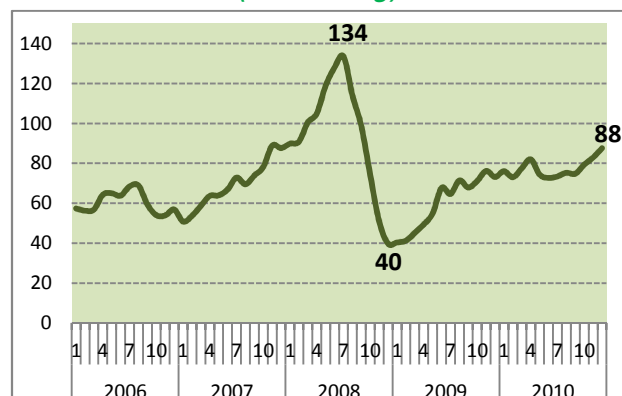
Chú ý: Huy động gồm: tiền gửi khách hàng, tiền gửi và vay các TCTD khác và phát hành giấy tờ có giá

2. Ngành dầu khí

Thị trường dầu khí thế giới

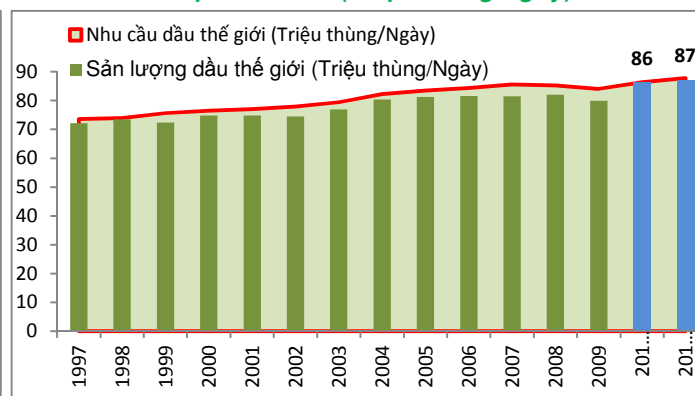
Giá dầu thế giới trong những năm gần đây có những biến động mạnh. Sau khi đạt mức cao kỷ lục 133,52 USD/thùng tháng 7/2008, giá dầu rớt 70% trong vòng 6 tháng (39,37 USD/thùng – thấp nhất trong vòng 5 năm). Sau đó, giá dầu khôi phục dần quanh mức 70 USD/thùng từ tháng 6/2009. Năm 2010 là năm đánh dấu sự phục hồi của giá dầu thô thế giới. Theo EIA (cục dự trữ năng lượng Mỹ), giá dầu trong năm nay đạt mức trung bình tại 77,43 USD/thùng. Tính trong năm 2010, giá dầu thô giao theo kỳ hạn đã tăng 15%, giá dầu sưởi và xăng 20% do nhu cầu tiêu thụ tăng nhanh. EIA và OPEC dự báo giá dầu thô trung bình trong năm 2011 sẽ tăng cao và đạt mức trung bình 90,53 USD/thùng. Năm 2010, nhu cầu về dầu thô của thế giới tăng 2,3 triệu thùng/ngày so với năm 2009 và đạt mức trung bình 86,4 triệu thùng/ngày. Với mức tăng đều đặn như vậy, sang năm 2011, con số trên có thể đạt tới gần 87,8 triệu thùng/ngày.

Biểu đồ 28 Giá dầu thô trung bình tháng (USD/Thùng)



Nguồn: EIA–Short term Energy Outlook Figures, Dec 2010
VCBS tổng hợp

Biểu đồ 29 Sản lượng và nhu cầu dầu thô thế giới qua các năm và dự báo 2011 (Triệu thùng/ngày)

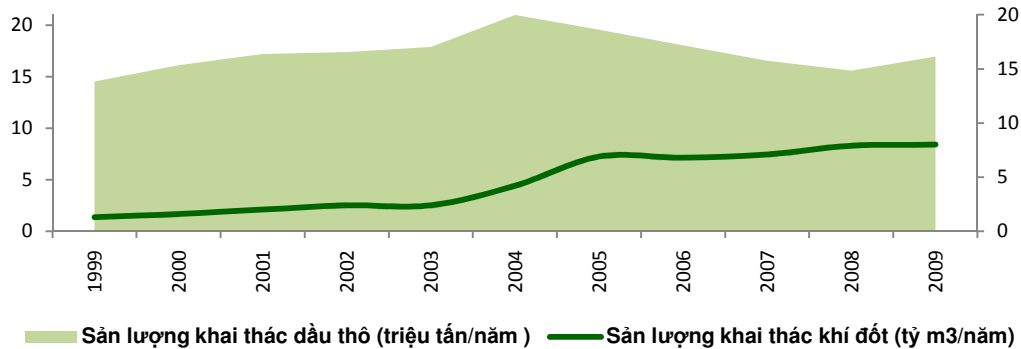


Nguồn: BP - World Energy Report, Jun 2010
EIA – Short Term Energy Outlook Figures, Dec 2010
VCBS tổng hợp

Dầu khí Việt Nam

Theo báo cáo của BP tháng 6/2010, Việt Nam đang đứng thứ 4 về trữ lượng dầu mỏ (0,6 nghìn tỷ tấn) và thứ 7 về khí đốt (24,1 nghìn tỷ m3) trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Tuy nhiên Việt Nam lại nước có hệ số trữ lượng trên sản xuất (hệ số R/P - Reserves/Production) cao nhất với hệ số R/P của dầu thô là 35,7 lần và R/P của khí đốt là 85,2 lần. Hiện tại, Việt Nam vẫn đang là nước xuất khẩu dầu thô, trữ lượng dầu khí tập trung chủ yếu ở ngoài khơi vịnh Nam Côn Sơn và Cửu Long. Việt Nam đang đứng thứ 6 ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương về sản lượng khai thác dầu thô với 15-17 triệu tấn dầu và 4 - 8 tỷ m3 khí hàng năm.

Biểu đồ 30: Sản lượng khai thác dầu khí Việt Nam qua các năm



(nguồn: BP - World Energy Report - June 2010, VCBS tổng hợp)

Việt Nam mới chỉ có một nhà máy lọc dầu đi vào hoạt động là nhà máy lọc dầu Dung Quất (bắt đầu hoạt động trong Quý I/2009 và được khánh thành ngày 6/1/2011), công suất 6,5 triệu m3/tấn xăng dầu mỗi năm. Tính đến thời điểm này, nhà máy đã chế biến gần 8 triệu tấn sản phẩm, xuất bán khoảng gần 7 triệu tấn xăng dầu các loại. Hiện tại nhà máy đang hoạt động hết 100% công suất. Tuy nhiên, nhà máy lọc dầu Dung Quất mới chỉ đáp ứng được 30%-35% nhu cầu trong nước. Do đó, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu xăng dầu thành phẩm từ bên ngoài, chủ yếu là từ Singapore. Ngoài ra, tỷ giá áp dụng cho các doanh nghiệp khi mua xăng dầu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất là tỷ giá của ngân hàng Vietcombank, cao hơn so với tỷ giá liên ngân hàng áp dụng khi nhập khẩu nước ngoài. Vì vậy biến động giá xăng dầu trên thế giới và tỷ giá ngoại tệ sẽ ảnh hưởng mạnh mẽ trực tiếp đến hoạt động của các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực xăng dầu. Trong những năm tới, sẽ có 2 nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (Thanh Hóa) và Long Sơn (Vũng Tàu) đi vào hoạt động. Ngoài ra, chính phủ vừa phê duyệt nâng công suất của nhà máy lọc dầu Dung Quất lên 10 triệu m3/tấn/năm. Như vậy, về lâu dài, nguồn cung xăng dầu trong nước sẽ đáp ứng được cơ bản nhu cầu trong nước, làm giảm bớt sự phụ thuộc của các doanh nghiệp vào biến động giá xăng dầu thế giới. Tuy nhiên, theo chúng tôi cập nhật, các dự án 2 nhà máy lọc dầu này vẫn đang trong quá trình triển khai, nên từ đây đến hết năm 2011, chúng tôi nhận định Việt Nam vẫn phải nhập khẩu xăng dầu để đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ trong nước.

Ngành Khai thác, Dịch vụ và Kỹ thuật Dầu khí

- PVN vẫn nắm vai trò chủ đạo, có ảnh hưởng tích cực trong ngành
- Dự báo triển vọng tốt trong tương lai

Hiện tại, ở Việt Nam, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là tập đoàn lớn, đóng vai trò chủ đạo, và có ảnh hưởng rất lớn trong việc khai thác, sản xuất và dịch vụ dầu khí. PVN đang đóng góp 18-20% GDP cả nước và có tốc độ tăng trưởng bình quân gần 20%/năm. Trong 2010, doanh thu của PVN tương đương với 25% GDP của cả nước, tăng trưởng 59% so với năm trước đó. PVN đang tích cực tìm kiếm, mở rộng đầu tư ra nước ngoài. Năm 2010, PVN đã ký 07 hợp đồng dầu khí mới, ký hợp đồng thành lập và quản lý Công ty Liên doanh khai thác dầu tại lô Junin 2-Venezuela và 03 thỏa thuận hợp tác đầu tư ở nước ngoài. Tính đến hết năm 2010, PVN có 7 phát hiện dầu khí mới, đưa 5 mỏ dầu mới và 5 khu vực dầu khí mới vào khai thác, gia tăng trữ lượng dầu khí đạt 43 triệu

tấn. Tổng sản lượng khai thác quy dầu đạt 24,41 triệu tấn trong đó gồm 15 triệu tấn dầu và 9,4 tỷ m3 khí. PVN đặt ra mục tiêu trong năm tới 2011 là khai thác được 23,2 triệu tấn dầu quy đổi, gia tăng trữ lượng dầu quy đổi lên 30-35 triệu tấn.

Trong những năm tới nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ nâng công suất lên 10 triệu m3/tấn/năm và hai nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và Long Sơn đi vào hoạt động. Bên cạnh đó, là Chính phủ ngày có nhiều chính sách hỗ trợ đầu ra cho các nhà máy lọc dầu và khuyến khích các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu tiêu thụ các thành phẩm xăng dầu do trong nước sản xuất, nhằm hạn chế nhập khẩu nước ngoài. Do đó, chúng tôi dự đoán nhu cầu dầu thô trong nước sẽ tăng mạnh. Vì thế các hoạt động tìm kiếm, thăm dò, khai thác dầu khí sẽ ngày càng được đẩy mạnh trong và ngoài nước nhằm phát huy tối đa tiềm năng, đảm bảo cung đáp ứng được cho nhu cầu nội địa. Dự báo ngành Khai thác, Dịch vụ và Kỹ thuật dầu khí như : Khoan dầu, Thăm dò, Khai thác, Căn cứ cảng, Cơ khí dầu khí, Tàu chuyên dụng, Kho chứa nổi sẽ được phát triển mạnh và ổn định trong tương lai.

Bảng 5: Thống kê các chỉ số của một số doanh nghiệp trong ngành Khai thác, Dịch vụ & Thiết bị Dầu Khí

Mã CP		PVC	PVD	PVS	PVX	PXM	PXS	PXT
Tên công ty		TỔNG CTCP DUNG DỊCH KHOAN VÀ HOÁ PHẨM DẦU KHÍ	TỔNG CTCP KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ	TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM	TỔNG CTCP XÂY LẬP DẦU KHÍ VIỆT NAM	CTCP XÂY LẬP DẦU KHÍ MIỀN TRUNG	CTCP KẾT CẤU KIM LOẠI VÀ LẮP MÁY DẦU KHÍ	CTCP XÂY LẬP ĐƯỜNG ống BÉ CHỨA DẦU KHÍ
Giá CP (tại 10/1/2011) (nghìn vnd)		24.6	51.5	20.1	20.8	12.2	14.6	9.7
Giá CP (tại 31/12/2009) (nghìn vnd)		16.9	62.3	29.9	17.2	NA	NA	NA
Thấp nhất - cao nhất 52 tuần		15.7 - 46.4	40.0 - 65.0	17.0 - 29.3	15.9 - 32.4	9.8 - 22.6	11.3 - 24.2	9.2 - 25.9
KLGD bình quân 10 phiên		423,570	229,605	257,950	2,286,400	68,515	98,228	34,797
KLCP đang lưu hành (triệu CP)	9T2010 2009	19.54 15.97	210.51 210.51	200 200	250 150	15 NA	20 NA	20 NA
TTS (tỷ đồng)	9T2010 2009	788 465	14,659 12,405	16,385 12,300	7,917 6,405	554 NA	478 NA	382 NA
VCSH (tỷ đồng)	9T2010 2009	359 265	5,007 4,229	3,524 3,497	3,046 1,779	166 NA	235 NA	213 NA
VĐL (tỷ đồng)	9T2010 2009	195 160	2,105 2,105	2,000 2,000	2,500 1,500	150 NA	200 NA	200 NA
Hệ số nợ (%)	9T2010	54.37%	65.74%	77.50%	49.06%	70.03%	50.70%	44.22%
DTT (tỷ đồng)	9T2010 %KH2010 2009	866.4 128% 552.0	5,410.3 106% 4,096.8	11,815.3 95% 10,679.7	4,281.7 61% 4,072.1	246.9 NA NA	344.1 NA NA	360.0 NA NA
LNST (tỷ đồng)	9T2010 %KH2010 2009	64.3 107% 50.1	667.2 87% 814.6	607.6 101% 576.9	479.2 75% 207.5	13.2 NA NA	36.0 NA NA	9.9 NA NA
Tỉ suất lợi nhuận (%)	9T2010 2009	7.42% 9.08%	12.33% 19.88%	5.14% 5.40%	11.19% 5.10%	5.36% NA	10.46% NA	2.75% NA
EPS (đồng)	9T2010 2009	3,289 3,757	3,156 3,848	3,038 3,000	1,917 4,280	882 NA	1,800 NA	495 NA
BV (đồng)	9T2010 2009	18,395 16,580	23,787 20,088	17,620 17,483	12,184 11,858	11,069 NA	11,773 NA	10,642 NA
ROE (%)	9T2010 2009	17.88% 18.93%	14.14% 19.26%	17.24% 16.50%	15.73% 11.67%	7.97% NA	15.29% NA	4.65% NA
ROA (%)	9T2010	8.15%	4.83%	3.71%	6.05%	2.39%	7.54%	2.59%

Mã CP		PVC	PVD	PVS	PVX	PXM	PXS	PXT
	2009	10.79%	6.57%	4.69%	3.24%	NA	NA	NA
P/E (lần)	tại 10/1/2011	7.48	15.31	6.62	10.85	13.84	8.11	19.61
P/B (lần)	tại 10/1/2011	1.34	2.17	1.14	1.71	1.10	1.24	0.91

Nguồn: VCBS tổng hợp

Ngành phân phối dầu khí

- Nhu cầu xăng dầu, khí đốt ngày càng cao
- Cạnh tranh gay gắt trong ngành
- Kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào chính sách của nhà nước

Ở trong nước, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu được dự báo sẽ tăng trưởng nhanh trong 10 năm tới - giai đoạn 2011-2020 với mức tăng trung bình 8% hàng năm (theo Bộ Công Thương). Các vùng kinh tế phát triển và đông dân cư là những nơi tiêu thụ xăng dầu mạnh nhất. Các thành phố lớn ở miền Bắc và miền Nam chiếm 75% nhu cầu của cả nước. Các sản phẩm được tiêu thụ chủ yếu là xăng, dầu diesel và dầu hỏa.

Thị trường xăng dầu Việt Nam hiện tại có 12 đầu mối kinh doanh xuất nhập khẩu xăng dầu. Trong đó 5 doanh nghiệp phân phối lớn nhất, đã chiếm 90% thị phần của cả nước. Đó là Petrolimex, PV Oil, Công ty xăng dầu Quân đội, PETEC và Saigon Petro. Petrolimex chiếm gần 60% thị phần với mạng lưới hơn 6.000 cửa hàng xăng dầu. PV Oil chiếm hơn 20%, còn lại PETEC và Saigon Petro mỗi doanh nghiệp chiếm hơn 10% thị phần xăng dầu Việt Nam.

Trước 2010, Nhà nước thay doanh nghiệp quyết định giá thành nhập khẩu xăng dầu. Sau nghị định 84/2009/NĐ-CP của chính phủ có hiệu lực từ tháng 12/2009, giá xăng dầu trong nước được vận hành theo cơ chế thị trường nhưng vẫn chịu sự điều tiết của nhà nước. Nghị định này góp phần làm minh bạch cách tính giá cơ sở, giá bán lẻ xăng dầu và góp phần làm giá bán lẻ trong nước được điều chỉnh hợp lý hơn theo biến động giá cả thế giới. Tuy nhiên cơ chế vận hành theo thị trường này vẫn tiềm ẩn một số bất lợi nhất định với các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu. Đó là rủi ro về độ trễ trong việc điều chỉnh giá bán trong nước so với giá bán thế giới, và nhà nước vẫn kiểm soát giá bán đầu ra nhằm thực hiện nhiệm vụ kiểm soát lạm phát. Điều này ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp.

Bảng 6 Thống kê các chỉ số của một số doanh nghiệp trong ngành Phân phối Dầu khí

Mã CP		COM	PGC	PGS	PJC	SFC
Tên công ty		CTCP VẬT TƯ XĂNG DẦU	CTCP GAS PETROLIMEX	CTCP KINH DOANH KHÍ HOÁ LỎNG MIỀN NAM	CTCP THƯƠNG MẠI VÀ VẬN TẢI PETROLIMEX HÀ NỘI	CTCP NHIÊN LIỆU SÀI GÒN
Giá CP (tại 10/1/2011) (nghìn vnd)		36.8	15.7	24.5	33.9	29.9
Giá CP (tại 31/12/2009) (nghìn vnd)		23.8	21.1	23.2	12.0	42.0
Thấp nhất - cao nhất 52 tuần		31.7 - 39.5	12.1 - 31.0	12.6 - 35.5	11 - 37.5	27.5 - 43.4
KLGD bình quân 10 phiên		431	92,420	188,430	17,900	3,967
KLCP đang lưu	9T2010	14.12	26.50	15.88	1.57	10.27
hành (triệu CP)	2009	8.78	26.50	15.00	1.57	8.11
TTS (tỷ đồng)	9T2010	426.8	1,070.4	2,064.8	101.6	238.1
	2,009	470.2	1,008.6	1,236.8	98.1	243.8
VCSH (tỷ đồng)	9T2010	355.5	539.0	356.8	45.5	169.5
	2009	349.1	547.7	191.9	40.6	132.2
VBL (tỷ đồng)	9T2010	141.2	265.0	158.8	15.7	102.7
	2009	87.8	265.0	150.0	15.7	81.1
Hệ số nợ (%)	9T2010	16.70%	48.50%	76.45%	55.18%	28.82%

Mã CP		COM	PGC	PGS	PJC	SFC
DTT (tỷ đồng)	9T2010	2,639.7	1,747.3	2,486.7	583.8	1,106.2
	%KH2010	75%	109%	110%	88%	80%
	2009	2,821.2	1,655.5	1,978.9	528.6	1,108.5
LNST (tỷ đồng)	9T2010	27.1	26.1	188.3	8.5	51.5
	%KH2010	85%	N/A	336%	114%	114%
	2009	63.2	63.8	40.0	6.6	44.5
Tỉ suất lợi nhuận (%)	9T2010	1.03%	1.49%	7.57%	1.46%	4.66%
	2009	2.24%	3.85%	2.02%	1.25%	4.01%
EPS (đồng)	9T2010	1,922	983	11,861	5,461	5,014
	2009	7,198	2,408	2,665	4,222	5,485
BV (đồng)	9T2010	25.18	20.34	22.47	29.10	16.50
	2009	39.74	20.67	12.79	25.97	16.30
ROE (%)	9T2010	7.63%	4.83%	52.78%	18.77%	30.39%
	2009	18.11%	11.65%	20.83%	16.26%	33.64%
ROA (%)	9T2010	6.36%	2.43%	9.12%	8.41%	21.63%
	2009	13.44%	6.33%	3.23%	6.73%	18.25%
P/E (lần)	tại 10/1/2011	19.15	15.97	2.07	6.21	5.96
P/B (lần)	tại 10/1/2011	1.46	0.77	1.09	1.17	1.81

Nguồn: VCBS tổng hợp

Một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành Dầu khí – 2010

Công ty CP kinh doanh khí hóa lỏng miền Nam (PGS)

Tiền thân là Xí nghiệp Kinh doanh các sản phẩm Khí miền Nam trực thuộc Công ty Chế biến và Kinh doanh sản phẩm Khí (PV Gas) thành lập năm 2000. Tháng 11/2007, công ty chính thức niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội. Vốn điều lệ đến 31/12/2008 là 150 tỷ đồng (Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam nắm giữ 79,13% VĐL). Lĩnh vực hoạt động chính của PGS là: Kinh doanh khí hóa lỏng và các sản phẩm dầu khí, Tổ chức hệ thống phân phối, vận chuyển, Cung cấp dịch vụ, Xuất nhập khẩu khí hóa lỏng, Kinh doanh xăng dầu, nhớt và các chất phụ gia liên quan đến xăng dầu, nhớt. Trong đó, sản phẩm gas là thế mạnh của công ty đặc biệt là các loại bình gas công nghiệp (45 kg) và gas dân dụng (12 kg). Tính đến 30/09/2010, PGS có tổng tài sản và vốn điều lệ là: 1.639,9 tỷ và 158,8 tỷ đồng.

Trong 9 tháng đầu năm 2010, kết quả sản xuất kinh doanh của PGS tăng đột biến so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế doanh thu 3 quý đầu 2010 gần gấp đôi doanh thu 3 quý đầu 2009. Lợi nhuận sau thuế tính đến hết tháng 9/2010 của PGS là 171,5 tỷ đồng, gấp 7 lần so với cùng thời điểm năm trước. Sở dĩ do có sự đột biến về doanh thu và lợi nhuận này là vì trong quý 3 năm 2010, PGS đã chuyển nhượng toàn bộ 5,61 triệu cổ phiếu PGS và 5,61 triệu quyền mua cho công ty mẹ là Tổng công ty Khí Việt Nam - PV Gas. Với vụ chuyển nhượng này PGS đạt thêm 147,27 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Nếu bỏ riêng doanh thu và lợi nhuận đạt được từ vụ chuyển nhượng này thì lợi nhuận sau thuế của PGS sẽ là 61,3 tỷ đồng (LNST của vụ chuyển nhượng là 110,24 tỷ đồng), tăng 85% so với cùng kỳ năm ngoái. EPS và P/E của PGS sẽ lần lượt là 4.017 đồng và 6,9 lần.

Ngoài ra tháng 10/2010, PGS đã tổ chức ĐHĐCĐ bất thường để thông qua việc tăng vốn điều lệ của Công ty từ 158,756 tỷ đồng lên 380 tỷ đồng bằng phương án phát hành cổ phiếu tăng vốn (chào bán thêm cho cổ đông hiện hữu tỉ lệ 1:1 giá 10.000đ; chào bán cho cán bộ công nhân viên và phát hành riêng lẻ cho các đối tác chiến lược). Tổng số tiền thu được từ đợt chào bán sẽ được cân đối sử dụng cho việc : Bổ sung vốn để triển khai dự án kho LPG Dung Quất, trạm chiết nạp khí CNG, cung cấp CNG cho phương tiện giao thông vận tải, dự án LPG Kho Dầu; Bổ sung vốn lưu động và mua thêm vỏ bình gas.

Với kết quả kinh doanh rất tốt trong 3 quý đầu 2010, PVS có EPS và P/E tương đối hấp dẫn để đầu tư là 11.243 đồng và 2,6 lần. Điều này cũng giải thích cho trung bình khối lượng giao dịch trong 10 phiên gần nhất đạt 188.430 cổ phiếu trong bối cảnh thị trường đang ảm đạm. Do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua cổ phiếu này để đầu tư về dài hạn đặc biệt là trước khi PGS chốt quyền mua cổ phiếu trong đợt phát hành thêm trong năm nay.

Tổng Công ty CP Khoan Và Dịch Vụ Khoan Dầu Khí - PVD

Trong 9 tháng đầu năm 2010, kết quả sản xuất kinh doanh của PVD rất ấn tượng. So với 12 tháng năm 2009, doanh thu 9 tháng 2010 đã vượt 1.313 tỷ đồng (tăng 32%). Nếu so với kế hoạch năm 2010, doanh thu 3 quý đầu 2010 đã vượt 6% kế hoạch đặt ra. PVD đạt được kết quả khả quan như vậy là do việc cho thuê và vận hành các giàn khoan vẫn được duy trì với hiệu suất cao. Tính đến tháng 9/2010, PVD vẫn duy trì hoạt động ổn định của các giàn khoan đang cung cấp dịch vụ cho Hoàng Long JOC, Vietsovpetro, Petronas, Phu Quy POC, Hồng Long POC,... nhờ đó sản xuất kinh doanh tiếp tục giữ kết quả khả quan. Tính đến hết quý 3/2010, PVD đã đạt 667 tỷ lợi nhuận sau thuế. Nếu so sánh cùng kỳ với năm 2009, có thể thấy rằng giá vốn hàng bán tăng 2,2 lần trong khi đó doanh thu tăng chậm hơn 1,8 lần dẫn đến lợi nhuận sau thuế giảm 13% so với cùng kỳ. Mặc dù vậy khả năng PVD đạt mức kế hoạch năm 2010 là rất cao vì lợi nhuận sau thuế 3 quý 2010 đã đạt 82% kế hoạch năm.

EPS 3 quý đầu 2010 của PVD đã đạt mức 3.156 đồng và tỷ lệ lợi nhuận ròng của PVD đang là 12.3% cao nhất so với các công ty trong ngành Dịch vụ & Thiết bị Dầu khí. Tuy nhiên, P/E và P/B của PVD đang cao gần gấp đôi so với P/E và P/B các cổ phiếu ngành.

Hiện tại, PVD đang tiến hành các chiến dịch, các chương trình chuẩn bị cho việc chào thuê các giàn cho các khách hàng, đặc biệt chào thầu gói bundled services trong năm 2011 nhằm thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh. Ngoài ra, trong tháng 6/2010, PVD vừa tiến hành ký kết hợp đồng với hai ngân hàng lớn (MB và Vietinbank) về việc tài trợ vốn cho Dự án “Mua (đóng) mới giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD-PV Drilling IV) với giá trị lên đến 80 triệu USD. Loại giàn khoan này (Semisub Rig) có giá cho thuê và hiệu suất hoạt động cao nhất hiện nay. Dự án này đã được thực hiện từ tháng 12/2009 và TAD-PVD Drilling IV sẽ có thể đi vào hoạt động từ Quý 4/2011.

Như vậy có thể thấy PVD mặc dù có các chỉ số tài chính tốt, thể hiện là một cổ phiếu cơ bản và tiềm năng, tuy nhiên hiện mức định giá của PVD đang cao so với cổ phiếu ngành dầu khí Việt Nam, hiện sự kỳ vọng lớn của nhà đầu tư vào khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi diễn biến cổ phiếu và tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của PVD; chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật về cổ phiếu này khi có những thay đổi trọng yếu có thể ảnh hưởng đến triển vọng và hoặc mức định giá của doanh nghiệp.

3. Ngành xây dựng

Tình hình hoạt động năm 2010

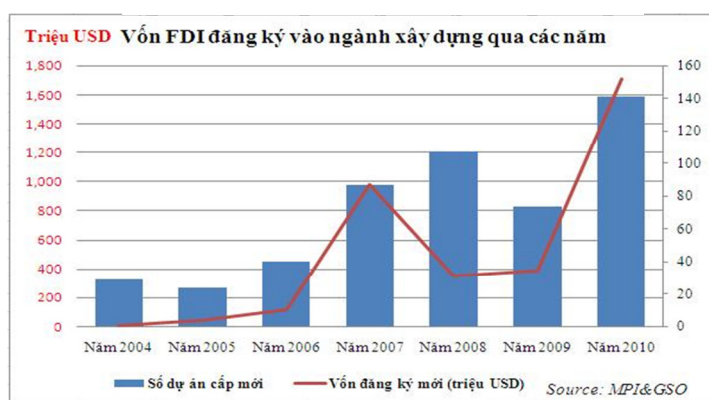
Năm 2010, ngành xây dựng đối mặt với nhiều khó khăn và thách thức. Năm 2010 là thời điểm kết thúc các gói kích cầu hỗ trợ của chính phủ trong năm 2009 đặc biệt là khoản hỗ trợ 4% trên lãi suất đi vay. Mức lãi suất DN tiếp cận trong năm là 15-16% và có xu hướng leo thang trong giai đoạn từ tháng 9 trở đi khi lạm phát bùng nổ ngoài tầm kiểm soát. Với đặc điểm của ngành xây dựng có tỷ lệ đòn bẩy rất cao trên 50%, áp lực lãi vay đối với các doanh nghiệp là tương đối lớn.

Bên cạnh đó, tác động của các nghị định 69, 71, thông tư 13 và 19 cũng gây khó khăn đến ngành tạo cầu cho ngành xây dựng là ngành BĐS. Việc đền bù, trả tiền sử dụng đất theo giá thị trường và hệ số rủi ro cho vay đầu tư BĐS được điều chỉnh lên mức 250% tạo nên nhiều rủi ro cho các chủ đầu tư khiến cho việc giải ngân vào các dự án xây dựng trở nên thận trọng hơn.

Giá cả của các chi phí đầu vào như điện, than, thép cùng với tình trạng thiếu điện trong năm cũng gây nhiều khó khăn cũng như làm giảm lợi nhuận biên của ngành. Đặc biệt do ảnh hưởng thiên tai lụt bão xảy ra trong giai đoạn cuối tháng 9 đầu tháng 10, giá cả vật liệu xây dựng có phần tăng lên do nhu cầu xây dựng lại nhà cửa sau thiên tai. Thêm vào đó, do năm 2010 là năm kế hoạch 5 năm (2006-2010) và kế hoạch 10 năm (2001-2010) của Đảng và Nhà nước cùng với kỷ niệm đại lễ 1000 năm Thăng Long cũng gây nên rất nhiều áp lực đến tiến độ hoàn thành của các công trình trong năm.

Tuy gặp nhiều khó khăn nhưng các DN ngành xây dựng đã kết thúc một năm hoạt động tốt đẹp với tăng trưởng khá. Theo thông tin từ Bộ xây dựng, giá trị sản xuất ngành xây dựng theo giá thực tế đạt 545,2 nghìn tỷ đồng (23,1% YoY) trong đó, khu vực nhà nước đạt 184,7 nghìn tỷ đồng (23,4% YoY), khu vực tư nhân đạt 345,5 nghìn tỷ đồng (23,0% YoY) và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 15 nghìn tỷ đồng (22,7% YoY).

Biểu đồ 31 Biểu đồ vốn FDI đăng ký vào ngành XD giai đoạn 2004-2010



Năm 2010 chứng kiến nhiều công trình giao thông hạ tầng trọng điểm được hoàn thành và tạo cơ hội không nhỏ cho ngành xây dựng được phát triển trong tương lai. Tại Hà Nội, các công trình tiêu biểu là Đại lộ Thăng Long (trục Láng, Hòa Lạc cũ) – đại lộ dài nhất Việt Nam – nối liền trung tâm thủ đô Hà Nội và đô thị Hòa Lạc, cầu Vĩnh Tuy dài 3,7 km, rộng 38 m (cầu rộng nhất Việt Nam) vượt sông Hồng nối liền hai quận Long Biên và Hai Bà Trưng. Thành phố HCM cũng có nhiều công trình hạ tầng quan trọng được hoàn thành như cầu Phú Mỹ (dài 2,1 km, rộng 27,5 m, bắc qua sông Sài Gòn nối liền quận 7 và quận 2, cầu Thủ Thiêm (cầu hiện đại nhất Việt Nam gồm 4 nhánh, góp phần làm giảm áp lực giao thông trên xa lộ Hà Nội) và Đại lộ Võ Văn Kiệt (Đại lộ Đông Tây) đã hoàn thành về cơ bản chỉ chờ sau khi hầm chui Thủ Thiêm được hoàn thành sẽ tiến hành thông xe vào trước Tết âm lịch (với chiều dài 21,89 km, Đại lộ Võ Văn Kiệt sẽ nối liền giao thông các quận 1, 2, 4, 5, 6, 8, Bình Tân, Bình Chánh, nối liền hai đầu Đông Bắc và Tây Nam của thành phố). Theo thông tin từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI) và Tổng cục Thống kê (GSO), nguồn vốn FDI vào ngành xây dựng đã trở lại mạnh mẽ với 144 dự án cấp mới và 1.734,6 triệu USD vốn FDI đăng ký cấp mới và tăng thêm, đưa ngành xây dựng vào vị trí thứ 4 trong top 5 ngành thu hút vốn FDI nhiều nhất năm 2010. So với năm 2009, vốn FDI đầu tư vào ngành xây dựng đã tăng lên 4,4 lần. Điều này thể hiện sự quan tâm và nhận thức của các nhà đầu tư nước ngoài đối với tiềm năng của ngành xây dựng tại các nước đang phát triển như Việt Nam đặc biệt là trong giai đoạn hồi phục của nền kinh tế.

Triển vọng cho năm 2011

Ngành xây dựng năm 2011 sẽ chịu tác động của nhiều yếu tố:

- Với tình trạng lạm phát và thiếu ổn định trong chính sách tiền tệ năm 2010, chính phủ sẽ chú trọng nhiều hơn vào sự ổn định hơn là sự tăng trưởng của nền kinh tế trong năm 2011, do đó mức lãi suất hiện tại sẽ khó có khả năng được điều chỉnh xuống. Hiện tại, đối với việc huy động vốn cho các dự án thương mại, lãi suất cho vay đối với DN xây lắp vào khoảng 16-18%. Doanh nghiệp có thể nhận được vài ưu đãi trong quá trình thương lượng (đặc biệt là những doanh nghiệp xây lắp lâu năm trong ngành) như hạn mức cho vay có thể đạt cao hơn (70% thay vì chỉ 50% của giá trị định giá tài sản thế chấp), thời gian trả nợ có thể được gia hạn dài hơn hoặc lãi suất phải trả có thể thấp hơn 1% (mức thấp nhất vẫn là 16%). Tuy nhiên, trên thực tế việc cấp tín dụng đối với ngành xây lắp là tương đối chặt chẽ, những ưu đãi có được trong việc thương lượng là không đáng kể. Khác với dự án thương mại, các dự án mang tính xã hội như xây dựng bệnh viện, trường học, thủy điện, cầu cảng, đường xá ... được hưởng từ chế độ vay ngân sách do NH Đầu tư & Phát triển (BIDV) cung cấp. Hiện tại mức lãi suất cho vay cho các dự án này vào khoảng từ 9,6% đến 10,6%.
- Đến cuối năm 2010, diện tích nhà ở bình quân đầu người hiện tại là 17,5m²/người (20,2m²/người ở khu vực đô thị và 16,3m²/người ở khu vực nông thôn), cả nước Việt Nam có 755 đô thị, tỷ lệ đô thị hóa đạt xấp xỉ 30%. Hiện tại, Bộ Xây dựng đã ra kế hoạch năm 2011, diện tích nhà ở bình quân đầu người sẽ đạt 18,3m²/người, tổng số đô thị đạt từ 760 đến 765 đô thị, dự kiến tổng diện tích nhà ở toàn quốc sẽ tăng 87 triệu m² và nâng tỷ lệ đô thị hóa lên 32%. Theo thống kê của Bộ xây dựng, để thực hiện kế hoạch trên, đã có 633 dự án phát triển đô thị mới đã được triển khai trên 45/63 tỉnh trong năm với tổng diện tích 103.224 ha (chủ yếu là đô thị loại III đến đô thị loại đặc biệt).
- Tỷ lệ đô thị hóa của các nước tăng trưởng tốt trong châu Á đều ở mức rất cao như Hong Kong, Singapore là 100%, Hàn Quốc 91%, Thái Lan 87%, Indonesia 78,5%, Philippines 77%... Trong khi đó tỷ lệ đô thị hóa ở nước ta chỉ mới 30%, cùng với tốc độ tăng dân số là 3%/năm, thị trường BĐS và xây dựng ở VN có thể xem là thị trường tiềm năng nhất châu Á. Với sự trở lại mạnh mẽ của nguồn vốn FDI cho ngành xây dựng năm 2010 và kỳ vọng sự ổn định hơn về chính sách trong 2011, dòng vốn FDI kỳ vọng sẽ tiếp tục chảy mạnh vào Việt Nam và hỗ trợ tốt cho ngành xây dựng.
- Những cải cách của chính phủ cho hệ thống ngân hàng như tăng vốn tối thiểu lên 3000 tỷ trong 2011, các chỉ tiêu quản lý rủi ro NH trong thông tư 13 và 19 nếu thực hiện thành công sẽ tạo được nguồn vốn vay dồi dào hơn cho DN, đặc biệt là DN có sử dụng tỷ lệ đòn bẩy cao như ngành xây dựng. Nếu tình hình lạm phát trong 6 tháng đầu năm được kiểm soát tốt (3,5% trong 6 tháng như kế hoạch của NH nhà nước), nhiều khả năng chính sách tiền tệ sẽ được nới lỏng dần. Đây là sẽ là cơ hội cho DN xây dựng tiếp cận được nguồn vốn vay giá rẻ và giảm áp lực lãi vay.

Bảng 7 chỉ tiêu cơ bản của một số doanh nghiệp tiêu biểu

Mã CP	Giá 12/01/11	±/ - 1 tháng	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Doanh thu					Lợi nhuận sau thuế					EPS		ROE		ROA		P/E		P/B	
				2009	L3Q	2010KH	YoY%	2010F	2009	L3Q	2010KH	YoY%	2010F	L4Q	2010*	2009	L4Q	2009	L4Q	hiện tại	2010*	2009	hiện tại
HBC	43.000	0,24%	698	1.764	1.184	2.100	2,1%	1.800	49	93	95	164,2%	130	7.323	8.566	8,7%	20,0%	3,8%	7,7%	5,87	5,02	1,13	1,12
IJC	17.700	-9,14%	971	234	167	341	45,4%		98	78	124	111,9%	207	2.220	3.772	14,6%	14,8%	9,4%	8,2%	7,97	4,69	1,57	1,47
VCG	23.000	-15,15%	6.900	1.302	9.761	6.185	375,1%		204	157	423	107,6%		1.775	1.847	0,3%	12,1%	0,0%	1,0%	12,96	12,45	1,80	1,66
PVX	20.600	-7,62%	5.150	4.072	4.282	7.000	71,9%		229	479	642	180,3%		3.186	2.931	12,3%	26,3%	4,4%	9,8%	6,46	7,03	1,76	1,69
L10	21.000	-16,67%	187	409	454	540	32,1%		24	27	27	10,6%		3.423	2.983	20,0%	22,6%	5,7%	5,7%	6,13	7,04	1,51	1,33
CTD	68.000	-2,16%	2.091	1.962	2.206	2.300	17,2%		228	189	210	-7,9%		8.550	8.439	22,9%	22,2%	15,6%	14,8%	7,95	8,06	1,14	1,72
CII	34.800	-3,60%	2.613	512	601	762	48,9%		316	337	450	42,3%		3.235	6.192	31,7%	32,4%	14,0%	15,2%	10,76	5,62	1,44	1,78
SD9	20.300	-20,39%	304	592	455	739	24,8%		115	42	60	-47,6%		6.465	2.858	35,6%	29,5%	9,2%	7,7%	3,14	7,10	0,92	1,22

Nguồn: VCBS tổng hợp

Một số công ty tiêu biểu

Công ty cổ phần XD&KD Địa ốc Hòa Bình (HBC)

HBC là một trong những công ty đầu ngành trong khu vực tư nhân về xây lắp. Sau khi vượt qua nhiều khó khăn trong năm 2009, công ty đã trở lại với thành công vượt bậc trong năm 2010. Điểm nổi bật nhất trong năm 2010 là công ty đã hoàn toàn khắc phục được điểm yếu về quản lý chi phí của công ty trong các năm trước thông qua việc ứng mô hình quản lý nguồn lực ERP. Hiện tại, Hòa Bình được xem là một trong những công ty có tỷ suất lợi nhuận gộp biên cao nhất trong ngành xây lắp niêm yết trên sàn, đạt đến mức 16,11% (theo số liệu 9 tháng đầu năm 2010). Năm 2010, Hòa Bình đạt 1.800 tỷ đồng DTT (2,1%YoY, 85,7%KH, toàn bộ đều đến từ hoạt động xây lắp) và 130 tỷ đồng LNST (164,2%YoY, 136,8%KH) (Nguồn: HBC). Công ty cho biết thành công trong 2010 chủ yếu đến sự thành thạo và trưởng thành của đội ngũ nhân viên xây lắp (hiện tại công ty có 5000 nhân viên xây lắp và 1000 nhân viên văn phòng). Với đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, cơ chế quản lý khoa học, sự mạnh dạn trong đầu tư trang thiết bị hiện đại và đặc biệt là tên tuổi đã gây dựng được của Hòa Bình cho đến nay, kỳ vọng Hòa Bình sẽ hoạt động tốt trong năm 2010.

Công ty cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật Becamex (IJC)

IJC là công ty có kinh nghiệm trong việc thực hiện các dự án BOT, BOO xây dựng cơ sở hạ tầng kỹ thuật ở khu vực tỉnh Bình Dương. Nhờ lợi thế từ công ty mẹ Becamex IDC, năm 2010 công ty đã chuyển mạnh sang hoạt động đầu tư BĐS. Trong khi hoạt động thu phí giữa 2 trạm Vĩnh Phú-Suối Giữa vẫn tiến triển bình thường và được duy trì cho đến năm 2033 (với LN gộp khoảng 110 tỷ/năm), nhiều dự án BĐS của công ty đã được tiến hành ghi nhận lợi nhuận trong năm 2010 như các dự án Becamex City Center, IJC Aroma, Sunflower và Green River... Gần đây, công ty đã tiến hành tăng vốn từ 548,38 tỷ đồng lên 2.741,64 tỷ đồng để mua đất thực hiện dự án Khu đô thị IJC, nếu thành công, công ty sẽ thu về LNST 1.751 tỷ đồng trong 5 năm thực hiện. Do đất dự án là từ công ty mẹ (sở hữu 75% của IJC) nên thực sự IJC chỉ phải huy động 548,3 tỷ đồng từ 25% cổ đông hiện hữu còn lại. Theo thông tin từ DN, năm 2010 IJC đã vượt được kế hoạch đề ra với LN chủ yếu từ kinh doanh BĐS, tuy chưa có thông tin chính thức nhưng có khả năng mức LNST có thể lên tới xấp xỉ 200 tỷ đồng. Công ty cũng tăng cổ tức được chia từ 18% lên 30% mệnh giá. Nhìn chung, tuy công ty sẽ phải chịu áp lực chia cổ tức trong năm sau nhưng với tình hình thực hiện, tính khả thi và tiềm năng của các dự án BĐS trên cùng với nguồn thu ổn định từ hoạt động thu phí, năm 2011 kỳ vọng một năm tăng trưởng tốt của IJC.

Công ty cổ phần Xây dựng Cotec – Cotecons (CTD):

Công ty CP Xây dựng Cotec – Cotecons (CTD) là công ty đầu ngành trong khu vực tư nhân của ngành xây dựng, chuyên thực hiện xây lắp các công trình đô thị như khu thương mại, chung cư cao cấp, villas và các khu nghỉ mát. Nhờ lợi thế công ty đầu ngành và uy tín đã tạo lập được, CTD có khả năng trúng thầu rất cao, có nhiều chủ đầu tư còn trực tiếp chỉ định CTD mà không thông qua đấu thầu. Do đó, công ty gần như không phải lo lắng về vấn đề doanh thu. Lũy kế 9 tháng CTD đạt 2.206 tỷ đồng DTT đạt 96% kế hoạch, LNST đạt 189 tỷ đồng (90%KH). Trong năm 2010, CTD phải sử dụng rất nhiều thầu phụ để thực hiện các công trình và phải tăng lương cho nhân viên, do đó tỷ suất lợi nhuận gộp biên của công ty giảm tương đối đáng kể, từ mức 13% xuống còn xấp xỉ 10%. Tỷ suất lợi nhuận ròng biên cũng giảm từ 11,6% xuống còn 8,6%, tuy mức tỷ suất này tương đối cao so với các công ty xây lắp khác nhưng nguyên nhân chủ yếu là do công ty có nguồn thu từ lãi tiền gửi ngân hàng không có lãi vay và các khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình. Hiện tại CTD vẫn là công ty tư nhân đầu ngành xây lắp với khả năng sinh doanh thu tốt, tuy nhiên số lượng nhân viên (chỉ 500 cán bộ xây lắp chủ chốt chỉ bằng 1/10 của HBC) và trang thiết bị (TSCĐ chỉ khoảng 200 tỷ chỉ bằng 1/2 TSCĐ của HBC) hiện tại chưa tương xứng với khả năng thu hút doanh thu của công ty. Để giữ vững vị trí đầu ngành, trong tương lai, CTD nhất định phải tăng vốn và đầu tư thêm trên hai mặt trên. Nhìn chung, năm 2011, CTD vẫn có khả năng tiếp tục tăng trưởng tuy nhiên sẽ không có nhiều đột biến.

4. Ngành bất động sản

Năm 2010 là năm chứng kiến nhiều sự kiện quan trọng diễn ra đối với lĩnh vực bất động sản Việt Nam. Điểm nhấn đáng chú ý nhất là Đồ án quy hoạch tổng thể Thủ đô Hà Nội đến 2030 và tầm nhìn 2050; Các dự án công trình giao thông lớn đã và đang được triển khai như Đại lộ Thăng Long (Hà Nội) dài 28km, đường cao tốc Hồ Chí Minh – Trung Lương đi về Miền Tây; Mở rộng Xa lộ Hà Nội từ 48m lên 113,5m; Rất nhiều cây cầu lớn được hoàn thành tại Hà Nội và Tp.HCM và các địa phương khác như Cầu Vĩnh Tuy, dự án thông hầm Thủ Thiêm vượt sông Sài, cầu Cần Thơ, cầu Nhật Tân đang xây dựng; việc đầu tư dự án đường sắt đô thị đang được thúc đẩy nhanh và rất nhiều các dự án phát triển hạ tầng khác đang được xúc tiến triển khai. Ngoài ra, thị trường bất động sản trong năm còn được đánh dấu bởi hàng loạt các chính sách mới được ban hành như Nghị định 71 quy định về việc huy động vốn của chủ đầu tư và quyền sở hữu nhà ở tại các dự án; Thông tư 16 hướng dẫn chi tiết Nghị định 71; Thông tư 13 yêu cầu tăng hệ số rủi ro từ 100% lên 250% đối với các khoản vay kinh doanh bất động sản; Nghị định 69 về giải phóng mặt bằng... Hệ thống cơ sở hạ tầng dần được cải thiện, các quy định pháp lý ngày càng chặt chẽ sẽ là chất xúc tác cho các dự án bất động sản phát triển một cách mạnh mẽ. Có thể nói năm 2010 được xem là năm bản lề cho sự phát triển của thị trường bất động sản trong những năm tới.

Mặc dù có nhiều thay đổi về mặt quy hoạch tổng thể so với những năm trước đây song diễn biến giá hàng hóa bất động sản trong nước trong năm qua diễn biến khá phức tạp và khó kiểm soát. Giá nhà đất biến động mang tính cục bộ tập trung ở một số khu vực có cơ sở hạ tầng tốt tại Hà Nội và chủ yếu là đất nền dự án, đất thổ cư, giá căn hộ chung cư không tăng nhiều nhưng vẫn đứng ở mức cao. Theo thống kê của CBRE, hiện giá đất nền Hà Nội tăng khoảng 30% -50% so với tháng 12/2009. Chỉ tính riêng quý 4/2010 giá đất nền đã tăng khoảng trung bình khoảng 12%-15% so với quý trước đó. Khu vực được xem là nóng nhất trong năm 2010 là các đô thị phía Tây với mức tăng trong quý 4/2010 khoảng 18% so với quý 3. Trong khi giá bất động sản bao gồm cả mặt hàng đất nền và căn hộ chung cư tại Tp.HCM trong năm qua hầu như không tăng, các giao dịch giảm mạnh, số lượt giao dịch thành công những tháng cuối năm rất ít. Thực trạng hiện nay càng khó khăn hơn khi lãi suất ngân hàng cho vay vẫn ở mức cao.

Đối với căn hộ bán lẻ trên thị trường Hà Nội, theo báo cáo của CBRE, nguồn cung căn hộ mới giảm mạnh trong Q3/2010 với 1.950 căn (Q2/2010 là 4.600 căn). Nguồn cung mới trong Q4/2010 khoảng 3.000 căn nâng tổng số căn trong năm 2010 lên gần 16.000 căn. Giá chào bán thứ cấp khá ổn định, thay đổi so với quý trước khoảng -1% đến 2,5% trên cả 4 phân khúc. Tuy nhiên, có nhiều dự án căn hộ giá rẻ được khởi công trong Q3 thể hiện xu hướng tăng nhanh của phân khúc này ở thị trường Hà Nội. Trong khi đó, tổng nguồn cung sơ cấp của thị trường căn hộ bán lẻ ở Tp.HCM tăng qua từng quý và đạt 16.600 căn trong Q3, gấp 3 lần so với cùng kỳ 2009. Riêng trong Quý 3/2010 có khoảng 7.200 căn hộ từ 20 dự án mới, khá dồi dào so với Q2/2010 có 2.900 căn. Về nguồn cầu căn hộ ở thị trường HCM chủ yếu đến từ phân khúc có giá trung bình dưới US\$1.000/m². Phân khúc này với khoảng 3.300 căn hộ đã được thị trường hấp thụ, chiếm khoảng 74% tổng lượng căn hộ tiêu thụ trong quý này. Theo dự báo của Savills, thị trường HCM hiện có 26 dự án tương lai với khoảng 10.000 căn hộ dự tính sẽ được tung bán trong QIV/2010 và QI/2011. Dự báo có khoảng 104.000 căn hộ sẽ hoàn thành trong giai đoạn 2011-2013 và xa hơn nữa. Nhìn chung nhu cầu thị trường vẫn nghiêng về phân khúc trung bình và bình dân, sản phẩm căn hộ cao cấp tiếp tục có tốc độ bán chậm.

Thị trường văn phòng năm 2010 ghi nhận xu hướng sụt giảm về giá thuê từ khi khủng hoảng. Theo thống kê của Knight Frank, sau khi giá thuê đạt đỉnh (khoảng 55 USD/m²/tháng văn phòng hạng A, khoảng 37-38 USD/m²/tháng đối với hạng B) vào giữa năm 2008 sang đầu năm 2009 giá thuê bắt đầu giảm mạnh, sang năm 2010 giá thuê tiếp tục xu hướng giảm và dự báo xu hướng này tiếp tục diễn ra trong năm 2011. Tuy nhiên, một tín hiệu tốt đối với thị trường văn phòng là xu hướng thuê ngày một tăng lên, xu hướng thuê dài hạn cũng đang hình thành rõ nét.

Mặc dù thị trường bất động sản nói chung đã có nhiều chuyển biến tích cực song năm 2010 được xem là năm đầy khó khăn đối với các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản. Với hàng loạt các quy định pháp lý mới được

đưa ra nhằm giảm thiểu rủi ro trong hoạt động kinh doanh bất động sản cũng như nguy cơ bong bóng, song các quy định mới tạo không ít áp lực lên các doanh nghiệp trong ngành. Mặt bằng lãi suất tăng cao, tín dụng vào ngành BĐS bị hạn chế, khiến cho hầu hết các doanh nghiệp trong ngành rơi vào tình trạng khan hiếm vốn để triển khai dự án. Nếu trong năm 2011, mặt bằng lãi suất ngân hàng không giảm xuống mức hợp lý thì buộc các doanh nghiệp sẽ phải huy động vốn qua kênh chứng khoán. Tuy nhiên, kênh huy động này lại đang bị hạn chế bởi những yêu cầu khắt khe hơn trong việc phát hành cổ phiếu đặc biệt đối với các doanh nghiệp bất động sản, theo Luật Chứng khoán sửa đổi, bắt đầu từ 1/7/2011 các công ty bất động sản huy động vốn cho dự án bắt buộc phải công bố giấy phép chấp thuận dự án của cơ quan quản lý, công khai vốn đầu tư và kế hoạch trả nợ. Như vậy, doanh nghiệp sẽ phải đáp ứng nhiều điều kiện hơn khi thực hiện phát hành tăng vốn.

Ngoài ra, việc áp dụng khung giá đất mới sát với giá thị trường có hiệu lực từ ngày 01/01/2011 sẽ tạo mặt bằng giá mới đối với sản phẩm bất động sản tùy theo từng khu vực, do vậy giá đất trong xu hướng chung sẽ khó điều chỉnh giảm. Chi phí đầu vào của các doanh nghiệp bất động sản bị nhân lên, tỷ suất lợi nhuận theo đó sẽ khó giữ nguyên được như trước đây.

Điểm quan tâm nữa trong quý này đó là các chính sách ưu đãi mới của Chính phủ trong chương trình phát triển nhà ở xã hội, theo đó doanh nghiệp tham gia xây nhà ở xã hội được miễn tiền sử dụng đất, tiền thuê đất đối với diện tích đất xây dựng nhà ở xã hội; được phép tăng mật độ xây dựng gấp 1,5 lần so với quy chuẩn về quy hoạch xây dựng; được áp dụng thuế suất VAT là 0% với các hợp đồng thuê, thuê mua nhà ở xã hội và các hợp đồng mua bán nhà ở xã hội; được miễn thuế TNDN trong 4 năm kể từ khi có thu nhập. Mặt khác, doanh nghiệp tiếp tục được giảm 50% thuế TNDN phải nộp trong 9 năm tiếp theo; được áp dụng thuế suất thuế TNDN 10% suốt thời gian còn lại của dự án... Các doanh nghiệp tham gia xây nhà ở xã hội còn được vay vốn ưu đãi hoặc bù lãi suất theo quy định; được vay Quỹ Phát triển nhà ở của địa phương và các nguồn vốn vay ưu đãi khác; được Nhà nước bố trí các khu đất đã bồi thường, giải phóng mặt bằng, đã có hệ thống hạ tầng kết nối ngoài phạm vi dự án để triển khai xây dựng nhà ở xã hội hoặc nhà giá thấp... Trong bối cảnh đầu tư phát triển các dự án bất động sản cao cấp và bậc trung đang gặp nhiều khó khăn khi giá đầu vào của sản phẩm ngày càng tăng thì các ưu đãi trên sẽ có tác dụng khuyến khích các doanh nghiệp bất động sản tham gia đầu tư vào phân khúc nhà ở bình dân.

Sau đây là một số quan điểm của chúng tôi về các yếu tố thuận lợi và khó khăn của thị trường bất động sản trong năm 2011:

Khó khăn

- ✚ Quy định mới về hệ số rủi ro đối với các khoản vay bất động sản tại Thông tư 13/TT-NHNN có hiệu lực từ ngày 1/10/2010 sẽ là một rào cản mới đối với mảng tín dụng này. Đồng thời, tỷ lệ an toàn vốn tại các ngân hàng yêu cầu nâng từ 8% lên 9% sẽ khiến cho các ngân hàng giảm thiểu dịch vụ cho vay mua căn hộ, nhà đất. Việc này sẽ khiến cho cả chủ đầu tư dự án lẫn nhà đầu tư gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn đầu tư. Theo đó, nguồn vốn tín dụng dành cho bất động sản sang năm 2011 sẽ bị hạn chế.
- ✚ Chi phí đầu vào của các doanh nghiệp bất động sản sẽ tăng lên gấp bội khi qui định mới ban hành trong Nghị định 69/CP ngày 13/8/2009 về việc thu tiền sử dụng đất theo giá thị trường đối với các doanh nghiệp khi thực hiện các dự án nhà ở. Trong tình hình giá đất ngày càng gia tăng như hiện nay, thì chi phí để tạo quỹ đất cho dự án sẽ chiếm tỷ trọng lớn trên tổng chi phí đầu tư dự án, làm tăng giá thành sản phẩm của dự án và ảnh hưởng trực tiếp lợi nhuận của các công ty bất động sản. Mặc dù qui định này xét về mặt xã hội, đền bù theo giá thị trường là một bước tiến đáng kể trong công tác giải phóng mặt bằng và giúp thúc đẩy nhanh chóng quá trình phát triển đô thị song sẽ khó để giúp cho giá nhà đất điều chỉnh giảm và thực hiện chủ trương bình ổn thị trường.
- ✚ Qui định về việc huy động vốn của chủ đầu tư và quyền sở hữu nhà ở tại các dự án trong Nghị định 71/2010/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 8/8/2010 đang gây khó khăn cho cả chủ đầu tư và các nhà đầu cơ

trên thị trường. Về việc huy động vốn, chủ đầu tư có thể huy động vốn từ các nhà đầu tư cá nhân và tập thể để đầu tư xây dựng nhà và được phân chia cổ tức, lợi nhuận, hoặc được phân chia sản phẩm là nhà theo thỏa thuận và tỷ lệ góp, không qua sàn, nhưng tỷ lệ này không vượt quá 20% tổng sản phẩm của từng dự án thành phần. Trước đây, phần lớn chủ đầu tư đã lách chuyện này thông qua việc thực hiện bằng các hợp đồng góp vốn, vay vốn sau đó chuyển thành sản phẩm và thực thi. Quy định này mặc dù sẽ tạo hành lang pháp lý hiệu quả giúp các chủ đầu tư huy động vốn được thuận lợi trong giai đoạn đầu triển khai dự án nhưng sẽ là bất lợi cho các doanh nghiệp có năng lực tài chính thấp. Về quyền sở hữu nhà ở, qui định không cho phép các nhà đầu tư cấp 2 bán sản phẩm khi chưa có quyền sở hữu sẽ giúp giảm tình trạng bán nhà trên giấy, hạn chế được yếu tố đầu cơ tăng giá.

Tuy nhiên, tác động của những chính sách này trên thực tế có thể khiến thị trường bất động sản ở giai đoạn ngắn sẽ chững lại nhưng về mặt lâu dài thị trường sẽ minh bạch hơn và giúp nâng cao năng lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành, đảm bảo được lợi ích cho các chủ đầu tư dự án và bảo vệ nhà đầu tư.

Thuận lợi

- ✚ Các chính sách phát triển hạ tầng và quy hoạch đô thị đặc biệt tại hai thành phố lớn Hà Nội và Tp.HCM đang từng bước thực hiện sẽ có tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường BĐS Việt Nam.
- ✚ Nhu cầu bất động sản về nhà ở thực tế tại Việt Nam hiện nay rất lớn, thể hiện qua diện tích nhà ở bình quân đầu người hiện nay còn ở mức thấp 12 – 14m²/người. Diện tích ở của khu vực thành thị như TP. HCM là 13,6 m²/người, tại Hà Nội là 12 m²/người, dự báo đến năm 2020 là 20 m²/người. Bên cạnh đó, Việt Nam có dân số trẻ, trong độ tuổi lao động cao và tốc độ tăng dân số khá, do đó, nhu cầu sở hữu nhà ở là rất lớn.
- ✚ Quy định mới trong Nghị định 71/2010/NĐ-CP về việc cho phép Việt Kiều được sở hữu nhà ở như người dân trong nước, không hạn chế về số lượng, nếu giữ quốc tịch Việt Nam. Ngoài ra, người gốc Việt được phép cư trú tại Việt Nam từ 3 tháng trở lên cũng được sở hữu một nhà ở hoặc một căn hộ chung cư sẽ thu hút lượng vốn đầu tư từ kiều bào về Việt Nam.
- ✚ Mặc dù nguồn vốn FDI vào bất động năm 2010 giảm sút so với 2 năm về trước, cụ thể, năm 2008 đạt khoảng 23,6 tỷ USD, năm 2009 đạt 7,6 tỷ USD trong khi đó đến hết tháng 11/2010 vốn FDI vào bất động sản mới đạt 2,85 tỷ USD (trong đó 2,72 tỷ USD vốn đăng ký mới và 132 triệu USD vốn tăng thêm). Tuy nhiên, trong những tháng cuối năm 2010, dòng vốn ngoại vào thị trường đang có dấu hiệu xuất hiện trở lại. Ngoài sự đầu tư mạnh của quỹ đầu tư, nhiều công ty liên doanh với các nhà đầu tư nước ngoài cũng đang chuẩn bị những kế hoạch của mình. Trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đang khó khăn, hiện đang trong quá trình phục hồi đi lên thì những nước đang phát triển vẫn là điểm sáng cho sự đầu tư trở lại. Với những chính sách thông thoáng trong đầu tư và ưu tiên phát triển hạ tầng công cộng, thị trường bất động sản Việt Nam được đánh giá là thị trường mới nổi đầy tiềm năng.

Đánh giá về xu hướng trong năm 2011, mặc dù còn nhiều khó khăn trước mắt, thị trường bất động sản sẽ diễn biến theo hướng tích cực và tốt hơn so với năm 2010. Phân khúc nhà giá rẻ và bậc trung vẫn chiếm lĩnh thị trường tuy nhiên sang năm 2011 sẽ có nhiều gói hàng được chào bán do vậy nguồn cung nhà loại này sẽ dần đáp ứng đủ nguồn cầu. Đối với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết, trong thời gian tới sẽ gặp nhiều khó khăn và thách thức hơn so với các năm trước đây, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có dự án đang trong giai đoạn đền bù giải tỏa. Lợi thế cạnh tranh sẽ thuộc về những doanh nghiệp đã có quỹ đất sạch, các dự án đã được đền bù và hoàn thành nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất trước ngày 1/10/2009.

Trong năm 2010, nguồn cung cổ phiếu BĐS cũng khá dồi dào với nhiều mã cổ phiếu có chất lượng, tuy nhiên, giá của nhóm cổ phiếu bất động sản niêm yết kể từ giữa Q2/2010 đến cuối tháng 11/2010 đã liên tục điều chỉnh giảm so với Q1/2010 phản ánh đúng với thực trạng khó khăn của ngành. Đợt sóng tăng giá ở hầu hết các cổ phiếu bất

động sản trong tháng 12 vừa qua do tâm lý kỳ vọng vào lợi nhuận quý cuối năm vì quý 4 thường là thời điểm hạch toán dồn lợi nhuận của các công ty bất động sản (Xem biểu đồ giá một số cp bất động sản trên sàn Hose). Đứng trên quan điểm đầu tư, xét về dài hạn với tiềm năng tăng trưởng của một nền kinh tế đang nổi như Việt Nam và triển vọng về thị trường địa ốc, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư có thể tìm kiếm cơ hội đầu tư một số mã cổ phiếu đáp ứng được những tiêu chí nêu trên. Chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào một số doanh nghiệp BĐS có lợi thế cạnh tranh về quỹ đất như: HAG, ITC, NTL. Ngoài ra, so với các nước trong khu vực, chỉ số P/E ngành bất động sản của Việt nam hiện nay đang ở mức thấp nhất 13,27 lần (xem bảng dưới), là một trong những tiêu chí tham khảo để nhà đầu tư đưa ra quyết định mua bán tại thời điểm này.

Biểu đồ 32 Diễn biến giá cổ phiếu của một số mã cổ phiếu BĐS giai đoạn từ 01/2010 – 01/2011



Bảng 8 So sánh chỉ số P/E ngành BĐS các nước trong khu vực

Tên nước	P/E BQ Q3-2010 (lần)	P/E BQ Q4-2010 (lần)
China	25,32	34,00
India	19,30	22,56
Indonesia	22,53	28,32
Malaysia	19,40	25,37
Philippine	20,10	25,37
Thailand	14,90	15,26
Viet Nam	9,74	13,27

(P/E tính tại ngày 12/01/2011, nguồn: bloomberg)

Bảng 9 Chỉ tiêu tài chính của một số cổ phiếu BĐS có hoạt động kinh doanh tốt

Mã CP	Doanh thu				Lợi nhuận sau thuế				EPS		BVPS	
	2009	2010KH	YoY%	2011F	2009	2010KH	YoY%	2011F	L4Q	2010*	2009	hiện tại
ITC	685	993	44,9%	1.522	110	191	74,4%	215	2.040	3.199	26.779	27.538
VIC	1.974	1.115	-43,5%		1101,7	253	-77,0%		2.686	688	5.743	9.338
SJS	1.115	2.312	107,4%		705	755	7,0%		9.932	7.545	17.645	20.331

Mã CP	Doanh thu				Lợi nhuận sau thuế				EPS		BVPS	
	2009	2010KH	YoY%	2011F	2009	2010KH	YoY%	2011F	L4Q	2010*	2009	hiện tại
NTL	1.380	1.650	19,6%		530	525	-1,0%		17.271	16.000	16.947	24.170
KBC	1.050	2.300	119,1%	2.184	667	900	34,9%	1.249	3.219	3.106	17.074	12.249
HAG	4.365	5.700	30,6%	8.200	1.287	3.017	74,8%	3.300	5.404	7.705	16.078	23.645
LCG	510	1.376	169,8%		218	210	-3,8%		6.740	5.600	27.151	29.426
BCI	441	1.400	217,2%		207	280	35,3%		3.500	3.875	21.941	17.341
DIG	1.631	2.000	22,6%	2.100	558	500	-10,4%	650	5.578	5.102	22.482	23.493
TDH	481,3	709,2	47,4%		299	223,2	-25,4%		7.123	5894	32.485	32.701

Bảng 10 Chỉ tiêu tài chính của một số cổ phiếu BĐS có hoạt động kinh doanh tốt (tiếp)

Số sánh	Giá (14/01/11)	+/- giá 1 tháng	Vốn hóa (Tỷ đ)	SHNN	P/E cơ bản	P/B	ROA	ROE	LNST/DT	Lãi gộp
Bất động sản					14,15	4,28	9,26%	24,44%	153,93%	52,13%
ITC	22.400	-12,50%	1.548	11,4%	10,23	0,81	4,11%	7,63%	18,13%	16,87%
VIC	96.500	-0,51%	36.703	12,5%	40,56	9,58	4,92%	24,35%	34,93%	69,21%
SJS	61.000	-3,94%	6.092	31,1%	8,16	2,91	21,45%	36,78%	52,84%	63,99%
NTL	63.000	-11,70%	2.031	23,3%	3,59	2,34	38,17%	81,81%	39,71%	51,69%
KBC	34.900	-0,89%	9.649	24,7%	9,48	2,43	10,50%	27,66%	88,56%	61%
HAG	79.500	-2,48%	24.454	35,3%	11,91	3,2	13,16%	30,47%	48,61%	46,89%
LCG	32.200	-11,29%	1.207	14,3%	5,11	1,05	14,21%	21,58%	30,51%	16,67%
BCI	30.300	0,05%	2.240	30,0%	7,54	1,33	7,17%	17,70%	41,61%	61,17%
DIG	38.700	-4,64%	3.802	25,1%	6,95	1,61	15,28%	24,20%	46,15%	56,57%
TDH	32.100	-15,21%	1.212	33,4%	5,18	0,92	12,63%	18,76%	53,87%	40,16%

(Nguồn: VCBS tổng hợp)

Công ty CP Hoàng Anh Gia Lai (HAG)

HAG có lợi thế về quỹ đất sạch và lớn, ước khoảng 63 ha ở Tp.HCM, và 4 ha ở các tỉnh thành khác được mua tích lũy từ nhiều năm trước với chi phí thấp. Công ty đặt mục tiêu xây dựng 2,5 triệu m2 sản phẩm kinh doanh, đến nay HAG đã hoàn thành xây dựng 6 dự án, đang thi công 6 dự án khác và sẽ khởi công tiếp 5 dự án trong năm 2010; 9 dự án sẽ khởi công từ năm 2011 đến năm 2013. Nhằm tối ưu hóa các lĩnh vực hoạt động kinh doanh của Tập đoàn, tăng cường hiệu quả công tác quản trị và tạo khả năng linh hoạt trong công tác huy động vốn, HAG đang tiến hành thực hiện tái cấu trúc theo ngành nghề kinh doanh, bao gồm bất động sản, khoáng sản, cao su, thủy điện, sản xuất gỗ & đá granite. Theo đó, thành lập 5 Tổng công ty trực thuộc Tập đoàn quản lý 5 ngành nghề kinh doanh nói trên. Hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ được hạch toán vào Tổng Công ty CP Xây dựng và Phát triển Nhà Hoàng Anh. Nhà Hoàng Anh sẽ sở hữu danh mục 20 dự án bất động sản được chuyển từ Công ty mẹ sang với mức giá vốn.

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2010, doanh thu thuần đạt 3.082 tỷ đồng, giảm 6% yoy, tuy nhiên LNTT đạt 2.217 tỷ đồng, tăng 77% yoy. Nguyên nhân doanh thu giảm trong khi lợi nhuận có tăng trưởng chủ yếu là do Công ty đã thanh lý một số khoản đầu tư tài chính trong Q3, lợi nhuận từ HĐTC mang về 676 tỷ đồng. Trong quý IV Công ty ước đạt 800 tỷ đ LNTT nâng tổng LNTT ước cả năm 2010 lên 3.017 tỷ đồng. Năm 2011, HAG xây dựng kế hoạch dự kiến 3.600 tỷ đồng LNTT với giả định thị trường bất động sản vẫn trong giai đoạn khó khăn. Lợi nhuận từ bất động sản dự kiến chiếm 50%. Trong đó, hoạt động bất động sản vẫn là nguồn thu lớn cho Tập đoàn. Tại ngày 30/09/2010, tổng tài sản hợp nhất của HAG là 15.942 tỷ đồng, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu là

70,8%. Tổng LNST dự toán của Nhà Hoàng Anh có thể thu được từ 20 dự án sẵn có ước đạt 16.000 tỷ đồng. Do vậy Công ty xây dựng kế hoạch từ 2011 – 2013 với chỉ tiêu LNST tăng trưởng trên 30%. Lĩnh vực thủy điện và khoáng sản cũng đã bắt đầu tạo doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010, cao su dự kiến sẽ được khai thác trong năm 2012. Hiện Nhà Hoàng Anh đang phát triển 3 dự án căn hộ lớn ở Tp.HCM (Phú Hoàng Anh – gđ1; Hoàng Anh Riverview – Q2; Hoàng Anh An Tiến – Q7) , 1 dự án ở Cần Thơ và 1 dự án ở Đà Nẵng với tổng diện tích sàn thương mại trên 400.000 m², các dự án này là nguồn thu chính của Công ty Nhà Hoàng Anh trong giai đoạn 2009 –2011. Công ty cũng chuyển nhượng thành công 1,1 triệu trái phiếu chuyển đổi cho Northbrooks Investments - thuộc tập đoàn Temasek có thời hạn một năm với tổng giá trị 1.100 tỷ đồng. Mức giá chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu được xác định ở 67.375 đồng/cổ phiếu. Số trái phiếu trên dự kiến sau khi chuyển đổi xong tương ứng với 16,32 triệu cổ phiếu, tức khoảng 5,58% vốn cổ phần của HAGL. Số vốn huy động sẽ dùng đầu tư vào các dự án cao su, khoáng sản.

Với lợi thế về quỹ đất sạch và hầu hết đã hoàn thành nghĩa vụ nộp tiền SĐĐ từ các năm trước nên mặc dù hiện nay các quy định mới trong Luật nhà ở đang gây nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp BĐS nhưng HAG không bị ảnh hưởng nhiều. Giá hiện tại của HAG là 79.500 đ/cp, EPS cuối năm ước đạt 10.891 đ/cp, P/E dự phóng là 7,3 lần. Cổ phiếu này phù hợp với kế hoạch đầu tư trung và dài hạn.

Công ty CP Đầu tư Kinh doanh Nhà (ITC)

Sở hữu một thương hiệu mạnh, bộ máy quản lý chuyên nghiệp với nhiều năm kinh nghiệm trong ngành, Intresco biết cách tận dụng được thế mạnh của các dự án với tổng quỹ đất gần 1,000 ha ở các quận ven trung tâm và các tỉnh. Một số quỹ đất được giải tỏa đền bù từ các năm trước nên chi phí khá thấp, nhờ đó tổng vốn đầu tư dự án không quá cao, tạo tiền đề cho dòng tiền dồi dào và ổn định, hỗ trợ hoạt động kinh doanh khác của công ty. Bên cạnh đó, Intresco xác định rõ phân khúc thị trường là người dân có thu nhập trung bình và khá, đây là đối tượng đang có nhu cầu lớn về nhà ở, với chính sách định giá sản phẩm hợp lý sẽ đảm bảo sức thanh khoản tốt cho các dự án của Intresco trong hiện tại và các năm kế tiếp.

Lũy kế 9 tháng năm 2010 tổng doanh thu đạt 435,16 tỷ đồng (-28,2% YoY; 43,8% KH 2010), tỷ trọng GVHB/doanh thu tính trong 9 tháng cũng tăng đáng kể từ 61% cùng kỳ năm ngoái lên 81% dẫn đến lợi nhuận gộp 9 tháng giảm 65,7% yoy. Tuy nhiên, chỉ tiêu LNST 9 tháng 2010 lại có tăng trưởng dương với 112,7 tỷ đồng (+1,9% YoY; 58% KH 2010). Nguyên nhân là do khoản lợi nhuận từ hoạt động tài chính 38,9 tỷ đồng và khoản lợi nhuận khác 55,4 tỷ đồng. Khoản lợi nhuận từ hoạt động tài chính thu về từ việc công ty chuyển nhượng toàn bộ cổ phần tại công ty cổ phần bất động sản Hiệp Phú thực hiện trong quý 1, giá trị chuyển nhượng là 64,8 tỷ đồng. Khoản lợi nhuận khác 55,4 tỷ đồng trong đó 47,71 tỷ đồng thu về từ thương vụ chuyển nhượng dự án Phước Kiển trong quý 3. Việc chuyển nhượng các dự án trên cũng nằm trong chiến lược hoạch định sẵn của Công ty do tính hiệu quả của 2 dự án này không cao Công ty cần thoái vốn để tập trung vốn vào khai thác các dự án khác nhiều tiềm năng hơn. Như vậy lợi nhuận trong năm nay thu về chủ yếu đến từ hoạt động thoái vốn các dự án liên doanh góp vốn. Doanh thu kinh doanh nhà vẫn đến từ kinh doanh căn hộ tại dự án Cao ốc An Khang và Cao ốc Thịnh Vượng.

Công ty đặt ra kế hoạch đầu năm với doanh thu dự kiến đạt 993,3 tỷ đồng và 190,5 tỷ đồng LNST (tăng lần lượt 45% và 74% so với năm 2009). Quý 4 là thời điểm dồn lợi nhuận từ việc kinh doanh căn hộ của dự án An Khang, Thịnh Vượng nên kết quả cuối năm 2010 ITC cho biết có thể hoàn thành kế hoạch lợi nhuận đề ra.

Năm 2011 dòng tiền đến chủ yếu từ các dự án KDC Long Thới Nhơn Đức (Nhà Bè) giai đoạn 1, một phần KDC Đa Phước (Bình Chánh), lô 6-6B và cao ốc 146 Nguyễn Văn Trỗi – 223 Hoàng Văn Thụ. Doanh thu dự kiến ước đạt 1.522 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế dự kiến là 376 tỷ đồng. Ngoài những dự án trên, Công ty còn có một số dự án khác đã có đất nằm trong kế hoạch phát triển của Công ty trong tương lai như: Chung cư Gia Hòa (3.167 m²);

Chung cư lô E An Phú – An Khánh (4.148 m²); Dự án KDC phường Bình Trưng Đông, Q.2 (9.371 m² đất nền); Dự án KDC Nhơn Đức, Nhà Bè (01 ha đất tự nhiên); Dự án KDC Long Phước - Quận 9 TP. HCM (105ha)

Một quan điểm đầu tư nữa mà chúng tôi chú ý là (giá ngày 14/01/10 là 23.200 đ/cp) chỉ số P/BV hiện tại là 0,84 lần, một tỷ lệ khá hấp dẫn đối với cổ phiếu bất động sản trong khi tỷ lệ trung bình ngành là 4,28 lần. Chỉ số EPS (4 quý gần nhất) đạt 2.190 đ/cp, P/E tương ứng là 10,6 lần. Với giả định ITC hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm nay thì EPS dự phóng cuối năm đạt 3.394 đ/cp, P/E dự phóng cuối năm vào khoảng 6,8 lần. Với triển vọng kinh doanh đầy hứa hẹn, tốc độ tăng trưởng doanh thu trong 2 năm 2011 - 2012 ở mức trên 50%, tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân trên 22%, cổ phiếu ITC phù hợp với kế hoạch đầu tư trung và dài hạn.

5. Ngành thép

Trong năm 2010, giá thép trong nước có nhiều biến động thất thường, nguyên nhân của sự thay đổi này chủ yếu là do sự biến động của giá thép nguyên liệu trên thế giới. Cụ thể, giá thép trong nước tăng mạnh vào quý 1, giảm mạnh trong quý 2 và hồi phục vào quý 3. Sự biến động này theo đó cũng khiến cho lợi nhuận của các doanh nghiệp kinh doanh thép tăng giảm thất thường. Hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều có báo cáo lợi nhuận tốt trong quý 1 do có hàng tồn kho giá thấp trước đó, sang quý 2 giá thép giảm mạnh sức tiêu thụ thấp, các đại lý đã bán tháo hàng tồn kho và không nhập hàng vào khiến lợi nhuận của đa phần các doanh nghiệp bị giảm. Tuy giá thép có hồi phục vào quý 3 nhưng do sức tiêu thụ thấp vì vào mùa mưa và chi phí vốn vay cao nên lợi nhuận của các doanh nghiệp thép không tăng so với quý 2. Sang quý 4, tuy nhu cầu thép có tăng nhưng do sức tiêu thụ của thị trường bị kìm hãm bởi lãi suất cho vay của ngân hàng cao và giá thép trong nước tăng (do giá phôi thép tăng nhẹ và tỷ giá USD/VND tăng), nên lợi nhuận trong quý 4 của các doanh nghiệp trong ngành có thể bằng hay thấp hơn chút ít so với quý 3.

Ngoài những khó khăn do diễn biến giá nguyên liệu thế giới biến động, năm 2010 các doanh nghiệp thép còn gặp phải nhiều khó khăn do những yếu tố nội tại như:

- ✚ Lãi suất tín dụng tăng cao: Lãi vay của ngân hàng đã ở mức cao kể từ quý 1 (bình quân 15%-16%), đến quý 4 có xu hướng tăng lên (bình quân 18%-19%). Một trong những đặc thù của ngành thép là tỷ lệ vốn vay cao (vay ngắn hạn lẫn dài hạn), nên khi lãi vay tăng đã làm tăng chi phí đầu tư và chi phí sản xuất, qua đó làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngoài ra, đối với các doanh nghiệp khác (kể cả các doanh nghiệp xây dựng, bất động sản...), khi lãi vay tăng lên đã làm cho các doanh nghiệp khó tiếp cận được nguồn vốn với chi phí hợp lý để đầu tư sản xuất kinh doanh đã gián tiếp làm giảm nhu cầu tiêu thụ thép của thị trường.
- ✚ Tỷ giá USD/VND có xu hướng tăng: Do ngành thép Việt Nam vẫn còn phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu thép thế giới (phải nhập khẩu khoảng 40% phôi thép và 80% thép phế liệu) nên khi tỷ giá tăng đã làm tăng giá vốn hàng bán, tăng giá thành sản phẩm, làm giảm sức tiêu thụ của thị trường, dẫn đến làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngoài ra, các doanh nghiệp thép còn phải chịu lỗ chênh lệch tỷ giá cho các khoản vay bằng đồng USD.

Mặc dù năm 2010 được xem là năm đầy rẫy những khó khăn đối với các doanh nghiệp trong ngành, song với sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành xây dựng (ngành xây dựng tăng trưởng 18% trong năm 2010) nên theo thăm dò đa phần các doanh nghiệp thép đều có thể hoàn thành được kế hoạch kinh doanh.

Theo nhận định của chúng tôi, mặc dù trong ngắn hạn các doanh nghiệp thép đang phải đối mặt với nhiều khó khăn như lạm phát, lãi vay ngân hàng tăng cao, sự mất giá của đồng nội tệ... làm giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp. Nhưng xét trong trung và dài hạn, khi các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế được ổn định và kiểm soát tốt hơn, thị trường bất động sản và xây dựng hồi phục và tăng trưởng mạnh hơn, thì các doanh nghiệp thép sẽ có được lợi nhuận cao hơn và sự phát triển bền vững hơn. Hiện tại P/E của các doanh nghiệp thép niêm yết đang ở mức 7,9 lần. Trong trung và dài hạn, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu ngành thép có thể vẫn hấp dẫn các nhà đầu tư.

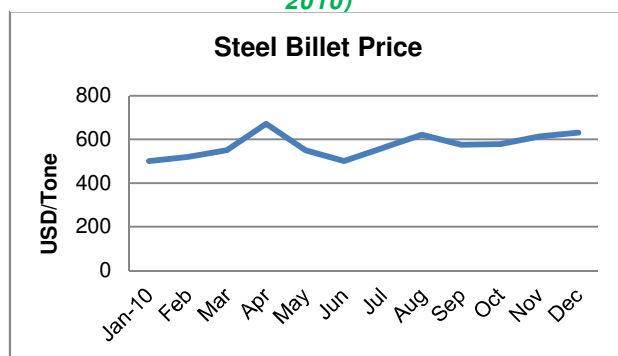
Triển vọng phát triển ngành thép trong năm 2011

Theo Hiệp hội thép Việt Nam (VSA), năm 2011 tăng trưởng ngành thép được dự báo ở mức 10%, và sản lượng thép sản xuất và tiêu thụ năm 2011 sẽ ở mức khoảng 5,9 triệu tấn (trong khi sản lượng thép tiêu thụ năm 2010 ở mức khoảng 4,9 triệu tấn). Điều này có nghĩa là ngành thép sẽ tiếp tục phát triển và sẽ có nhiều công trình đầu tư lớn được triển khai trong năm 2011. Do đó, các doanh nghiệp thép sẽ có nhiều cơ hội để phát triển trong năm 2011.

Tuy nhiên, trong năm 2011, ngành thép vẫn phải đối mặt với những khó khăn và thách thức như sau:

- Tình trạng thiếu điện ở Việt Nam nhất là vào mùa khô: Trong ngành thép, luyện phôi thép tiêu tốn điện nhiều gấp 5 lần cán thép (khoảng 500-600 kWh/tấn phôi), nên khi bị thiếu điện sẽ làm giảm sản lượng phôi sản xuất, làm cho các doanh nghiệp thép phải tăng lượng phôi nhập khẩu, do đó làm tăng rủi ro bởi biến động giá nguyên liệu phôi thép và tỷ giá USD/VND cho các doanh nghiệp. Ngoài ra, hiện tượng thiếu điện cũng làm ảnh hưởng đến sản lượng thép cán và hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.
- Giá nguyên liệu tăng cao, gây áp lực tăng giá thép thành phẩm: Hai nguyên liệu cơ bản của sản xuất thép là than mỡ và quặng sắt trên thế giới đã tăng rất cao ngay từ cuối tháng 12/2010 do chính sách hạn chế xuất khẩu của các nước độc quyền về quặng và than mỡ như Brazil, Australia, Mỹ, Ấn Độ và Trung Quốc, cũng như do lũ lụt lớn tại Australia trong thời gian gần đây. Giá thép phế thế giới cũng đã tăng thêm 100 USD/tấn từ tháng 1/1/2011, giá phôi thép tăng thêm 60 USD/tấn vào 1/2011 so với tháng trước. Bên cạnh chi phí nguyên liệu đầu vào tăng, các yếu tố khác như tỷ giá USD/VND, lãi suất vay vốn cao, giá điện dự báo sẽ điều chỉnh tăng trong năm 2011 sẽ khiến cho chi phí sản xuất thép tăng, giá thép thành phẩm cũng sẽ tăng theo.

Biểu đồ 33 Biểu đồ giá phôi thép thế giới bình quân hàng tháng (từ tháng 1 đến tháng 12 năm 2010)



Nguồn: VCBS tổng hợp

Bảng 11 Chỉ tiêu tài chính của một số cổ phiếu BDS có hoạt động kinh doanh tốt (tiếp)

Bảng 11: Chỉ tiêu tài chính của một số công ty thuộc ngành thép																	
So sánh	Giá 4/1/11 (VNĐ)	Tăng /giảm giá 1 tháng qua	Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	Doanh thu (Tỷ VNĐ)		Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)		EPS (VNĐ)		ROE		ROA		P/B (Lần)		P/E (Lần)	
				2009	2010 KH	2009	2010 KH	L4Q	2010F	2009	L4Q	2009	L4Q	2009	L4Q	Hiện tại	2010F
Trung bình ngành thép								3.631			23%		9%		1,6	7,9	
HLA	12.200	-6,2%	800	2.555	2.600	67	120	1.024	1.829	23,9%	8,3%	4,4%	2,4%	2,6	0,9	11,9	6,7
HPG	38.500	0,0%	12.237	8.123	12.340	1.271	1.350	3.984	4.247	26%	22,2%	12,4%	9,7%	2,5	2,1	9,7	9,1

So sánh	Giá 4/1/11 (VNĐ)	Tăng /giảm giá 1 tháng qua	Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	Doanh thu (Tỷ VNĐ)		Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)		EPS (VNĐ)		ROE		ROA		P/B (Lần)		P/E (Lần)	
				2009	2010 KH	2009	2010 KH	L4Q	2010F	2009	L4Q	2009	L4Q	2009	L4Q	Hiện tại	2010F
HSG	19.800	2,1%	1.995	3.272	4.976	462	520	2.380	5.160	42,1%	14,6%	14,5%	5,7%	3,2	1,2	8,3	3,8
POM	28.200	-4,4%	5.276	7.539	10.117	656	612	5.598	3.271	40%	27,3%	13,1%	10,6%	1,0	1,9	5,0	8,6
TLH	12.700	-6,6%	754	2.343	10.356	142	324	2.291	5.455	17,6%	16,4%	8,5%	7,5%	1,6	0,9	5,5	2,3
VIS	32.200	-8,5%	966	2.068	2.278	225	60	4.413	2.000	51,4%	24,4%	15,1%	8,3%	4,3	1,8	7,3	16,1

Nguồn: VCBS tổng hợp

Các cổ phiếu tiêu biểu ngành thép

Công ty CP tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Lũy kế 11 tháng đầu năm, HPG đã hoàn thành kế hoạch doanh thu, tổng doanh thu là 12.825 tỷ đồng, đạt 104% kế hoạch năm 2010, tăng 56% yoy; lợi nhuận sau thuế là 1.231 tỷ đồng, đạt 91% kế hoạch năm. HPG có EPS cơ bản (4 quý gần nhất) khoảng 4.983 đồng/CP và P/E cơ bản đạt 7,7 lần. Trong Q4 2010, vốn điều lệ của Công ty tăng lên 3.178 tỷ đồng nhờ vào việc chuyển đổi 870 nghìn trái phiếu thành 23,3 triệu cổ phiếu phổ thông vào 30/11/2010.

Kế hoạch sản xuất kinh doanh trong năm 2011 được HPG đặt ra là 16.000 tỷ đồng tổng doanh thu (tăng 12% yoy) và 1.620 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tăng 20% yoy). Về kế hoạch đầu tư sản xuất thép xây dựng trong năm 2011, HPG sẽ tập trung đầu tư vào các dự án quan trọng như hoàn thành giai đoạn 2 nhà máy than coke để nâng công suất thêm 350 nghìn tấn/năm, đẩy nhanh các hạng mục xây dựng cơ bản của khu liên hợp gang thép Hòa Phát cùng với việc tiến hành lắp đặt các thiết bị cho giai đoạn 2 nhằm nâng tổng công suất của khu liên hợp lên 1 triệu tấn thép/năm. Đối với hoạt động bất động sản trong năm 2011, HPG sẽ đẩy mạnh tiến độ ở các dự án sau: triển khai thi công phần hầm và phần thô của dự án Mandarin Garden, hoàn thành toàn bộ khu vực văn phòng và cơ bản hoàn thành phần chung cư của dự án 257 Giải Phóng, tích cực phối hợp với các đối tác thực hiện công tác quy hoạch và giải phóng mặt bằng đối với dự án khu đô thị Tây Mỗ.

Trong trung hạn, khi các dự án sản xuất thép xây dựng và bất động sản được đưa vào thương mại sẽ tạo ra doanh thu và lợi nhuận lớn cho HPG trong những năm tiếp theo. Do đó, cổ phiếu HPG có thể sẽ vẫn thu hút các nhà đầu tư.

Một số dự án đã được đầu tư trong năm 2010:

Khu liên hợp gang thép Hòa Phát:

Hiện tại, khu liên hợp đã hoàn thành giai đoạn 1 công suất 350.000 tấn/năm với vốn đầu tư 2.400 tỷ đồng. Năm 2010, năm đầu tiên hoạt động, khu liên hợp giai đoạn 1 đã đóng góp 100 tỷ đồng lợi nhuận cho HPG, và dự kiến mang lại hơn 350 tỷ đồng lợi nhuận vào 2011. Giai đoạn 2 đang chuẩn bị đầu tư, dự kiến hoàn thành vào giữa năm 2012, có công suất 700.000 tấn/năm, với vốn đầu tư 3.600 tỷ đồng. Khu liên hợp là dự án trọng điểm vì nó nâng công suất sản xuất thép của HPG lên 1 triệu tấn thép mỗi năm và mang lại 500-700 tỷ đồng lợi nhuận mỗi năm khi hoàn thành cả 2 giai đoạn.

Dự án 257 Giải Phóng (Hà Nội):

Là dự án tòa nhà phức hợp văn phòng-trung tâm thương mại-căn hộ cao cấp đã đóng góp vào lợi nhuận của HPG từ năm 2010. Tòa nhà cao 24 tầng, gồm 133 căn hộ, có tổng vốn đầu tư dự kiến 318,19 tỷ đồng. Hiện tại,

toàn bộ sản phẩm căn hộ của dự án này đã bán hết và kế hoạch giao nhà cho khách hàng trong hợp đồng là vào 3/2012. Lợi nhuận dự kiến khoảng 120 tỷ đồng.

Khu phức hợp Mandarin Garden:

Dự án nằm trên mặt tiền đường Hoàng Minh Giám, phía Tây Hà Nội, có diện tích xây dựng 25.886 m² gồm 4 block nhà cao 25-29 tầng, cung cấp khoảng 1.000 căn hộ cao cấp. Căn hộ Mandarin Garden dự kiến bán ra thị trường trong Q1/2011.

Khu đô thị Đại Mỗ - Tây Mỗ:

Quy mô 281 hecta tại phía Tây Nam Hà Nội. Dự án này tiếp giáp với đại lộ Thăng Long, liền kề với khu vực Mỹ Đình hiện nay và sẽ là trung tâm mới của Hà Nội trong tương lai. Ở dự án này, HPG góp vốn hơn 20%, đầu tư cùng với ACB, Viettel, Vinaconex. Hiện tại, dự án chỉ mới được phê duyệt quy hoạch.

Công ty CP thép Pomina (POM)

Lũy kế 9 tháng năm 2010, POM đã đạt được doanh thu thuần là 7.913 tỷ đồng, đạt 78% kế hoạch năm 2010, tăng 82% yoy; lợi nhuận sau thuế là 572 tỷ đồng, đạt 93% kế hoạch năm, tăng 20% yoy. Thương vụ sát nhập Công ty CP thép Thép Việt vào POM theo tỷ lệ 1:1 và trở thành công ty con của POM (tỷ lệ sở hữu của POM là 99,05%) nên lợi nhuận 6 tháng đầu năm của POM đã bao gồm lợi nhuận của Thép Việt, giúp cho lợi nhuận kỳ này tăng so với cùng kỳ năm trước. Ngoài ra, 6 tháng đầu năm là những tháng cao điểm vụ mùa trong năm, POM có lượng nguyên liệu tồn kho theo giá bình quân thấp nên thu được lợi nhuận cao. EPS cơ bản (4 quý gần nhất) của Công ty đạt 4.569 đồng/CP và P/E cơ bản đạt 6,2 lần. Trong Q3 2010, Công ty đã phát hành 24,4 triệu cổ phiếu phổ thông để trả cổ tức vào 9/2010, vốn điều lệ của POM là 1.874 tỷ đồng. Trong trung hạn, khi các nhà máy Pomina 2 và 3 ở KCN Phú Mỹ 1 được hoạt động hết công suất, sẽ tạo thêm doanh thu và lợi nhuận lớn cho POM, cũng như giúp POM duy trì được vị thế doanh nghiệp thép lớn nhất Việt Nam. Do đó, cổ phiếu POM có thể sẽ thu hút các nhà đầu tư trong trung hạn.

Công ty CP tập đoàn Hoa Sen (HSG)

Niên độ tài chính của HSG bắt đầu từ ngày 01 tháng 10 và kết thúc vào ngày 30 tháng 09 hàng năm.

Trong quý 4, HSG có lợi nhuận âm 61,7 tỷ đồng do những nguyên nhân chủ yếu như sau: Lợi nhuận gộp giảm do tỷ giá USD/VND và giá nguyên liệu thép cán nóng tăng nên giá vốn hàng bán tăng, trong khi doanh thu thuần tăng ít hơn. Chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh tăng mà phần lớn là do chi phí tài chính tăng, nguyên nhân do chi phí lãi vay và chênh lệch tỷ giá tăng vì lãi suất cho vay của ngân hàng tăng cao và sự mất giá của VND so với USD trong năm 2010.

Kết thúc niên độ 2009-2010, HSG đã đạt được doanh thu thuần là 4.898,1 tỷ đồng, đạt 98% so với kế hoạch, tăng 73% yoy. Lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 210 tỷ đồng, đạt 40% so với kế hoạch, tăng 11% yoy. Với KQKD như trên, EPS cơ bản kết thúc niên độ 2009-2010 vào khoảng 2.827 đồng, và P/E cơ bản tương ứng là 7 lần. Trong trung hạn, khi nhà máy tôn Hoa Sen – Phú Mỹ đi vào hoạt động toàn bộ và các chi nhánh mới thành lập hoạt động có hiệu quả sẽ tạo thêm doanh thu và lợi nhuận cho HSG. Do đó, các nhà đầu tư có khuynh hướng đầu tư giá trị có thể xem xét đến cổ phiếu HSG.

6. Ngành điện

Năm 2010 là một năm ngành điện phải đối mặt với nhiều khó khăn. Tình trạng thiếu điện trầm trọng diễn ra trên phạm vi cả nước trong nửa đầu năm do khô hạn làm thiếu hụt nguồn nước cung cấp cho hoạt động phát điện tại các nhà máy thủy điện. Mưa lũ nặng nề tàn phá các tỉnh miền Trung ở nửa cuối năm đã gây tổn thất nặng nề về và ảnh hưởng nghiêm trọng đến các hoạt động sản xuất, đời sống của người dân và xã hội, qua đó có nhiều ý kiến yêu cầu xem xét lại quy hoạch xây dựng các nhà máy thủy điện tại khu vực này. Cơ chế giá điện đang áp dụng, và mô hình vận hành với EVN là đại diện độc quyền trong hoạt động truyền tải phân phối điện năng như

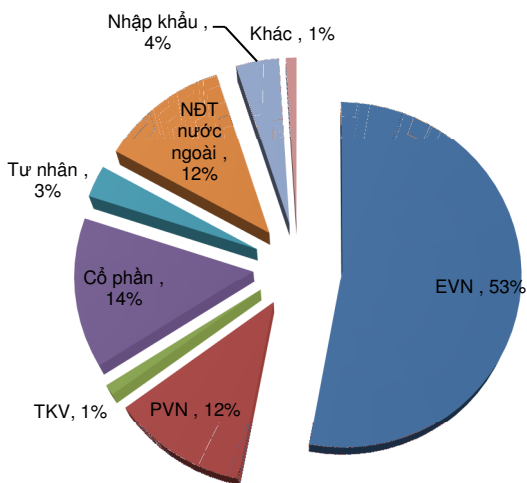
hiện tại bộc lộ nhiều bất cập liên quan đến tiến độ triển khai các dự án đầu tư nguồn điện, sự tham gia của các nhà đầu tư bên ngoài đối với hoạt động cung cấp điện năng. Những bất cập này đồng thời đe dọa khả năng tình trạng thiếu điện sẽ tiếp tục diễn ra trong tương lai, khi nhu cầu sử dụng điện năng ngày càng tăng theo xu hướng phát triển kinh tế và sự cải thiện đời sống vật chất tinh thần của người dân, trong khi tình hình thủy văn tại nhiều nơi có xu hướng biến động không ổn định, các nguồn nguyên liệu khác (than, khí) để sản xuất điện năng có dấu hiệu cạn kiệt phải trông chờ vào nhập khẩu, và các nguồn năng lượng mới thay thế (phong năng, nhiệt năng, điện nguyên tử) chưa được triển khai.

Một số sự kiện quan trọng nổi bật diễn ra trong năm 2010

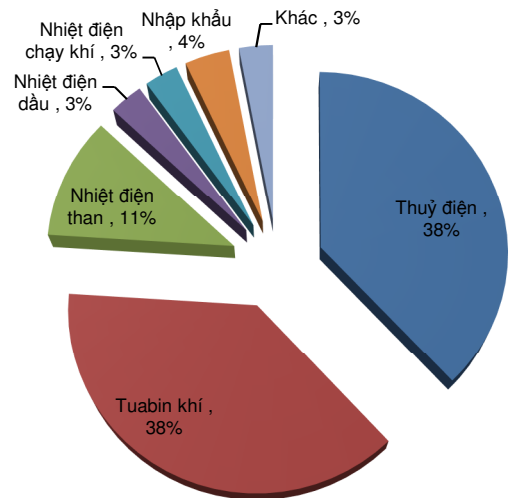
Tình trạng thiếu điện trầm trọng trong nửa đầu năm 2010

Năm 2010 sự kiện nổi bật nhất của ngành điện là tình trạng thiếu điện trầm trọng trong nửa đầu năm trên toàn quốc. Tình hình khô hạn diễn biến xấu trên diện rộng đã khiến cho lưu lượng nước về các hồ thủy điện lớn như Hoà Bình, Thác Bà, Tuyên Quang, xuống mức rất thấp, giảm 30-40% so với trung bình các năm trước, nhiều hồ thủy điện chỉ duy trì tại hoặc chỉ cao hơn chút ít so với mực nước chết trong thời gian khá dài. EVN có 17 hồ thủy điện trên cả nước với tổng công suất là 6.500 MW, chiếm tới 38% tổng công suất của toàn hệ thống điện nên sự thiếu hụt nguồn nước tại các hồ có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động sản xuất và cung cấp điện năng. Tình hình càng trở nên căng thẳng trong bối cảnh nhu cầu điện phục vụ cho hoạt động sản xuất công nghiệp, đời sống, tiêu dùng của người dân đang gia tăng mạnh.

Biểu đồ 34 Cơ cấu nguồn điện phân loại theo chủ sở hữu



Biểu đồ 35 Cơ cấu nguồn điện phân loại theo loại hình sản xuất



Đối phó với tình hình khó khăn này, ngoài việc phải thực hiện luân phiên cắt điện, các đơn vị thuộc EVN đã cố gắng tăng cao sản lượng điện thương phẩm, ưu tiên đảm bảo phát điện cho các sự kiện chính trị - xã hội quan trọng và các nhu cầu thiết yếu của người dân đồng thời huy động tối đa các nguồn điện có giá cao như nhiệt điện chạy dầu FO, tuabin khí dầu DO, diesel... để bù đắp lượng thiếu hụt từ thủy điện. Tuy nhiên cũng trong thời gian này nhiều nhà máy nhiệt điện gặp trục trặc trong vận hành, như nhà máy điện Hải Phòng 1, Sơn Động (tổ máy 1), Quảng Ninh (tổ máy 1 và 2) mới đi vào hoạt động đã gặp sự cố, trong khi một số nhà máy khác sau khi vận hành liên tục trong mùa khô cũng phải tạm dừng để sửa chữa, lượng khí cho một số nhà máy điện khí không ổn định, khiến cho sản lượng điện phát của các nhà máy vẫn giữ ở mức thấp. Lượng điện EVN nhập khẩu từ Trung Quốc cũng giảm do bên nước bạn cũng chịu tình trạng khô hạn và thời tiết nắng nóng tương tự.

Mưa lũ lớn tại miền Trung cuối Quý III đầu Quý IV/2010 – Thủy văn bất thường và các bất cập của việc phát triển các dự án thủy điện tại miền Trung

Sau đợt khô hạn nửa đầu năm, về cuối Quý III đầu Quý IV/2010, ngay sau đại lễ 1.000 năm Thăng Long mưa lũ đã diễn ra nặng nề tại các tỉnh miền Trung, gây thiệt hại lớn về người và của. Mưa lũ ồ ạt dẫn đến việc các hồ thủy điện lớn ở miền Trung thuộc các tỉnh Phú Yên, Hà Tĩnh, phải xả lũ đồng loạt để tránh nguy cơ vỡ đập, làm cho tình trạng lụt lội tại vùng hạ nguồn thêm trầm trọng. Thực tế này đã làm dấy lên mối quan ngại về những tác động xấu của các công trình thủy điện gây ra đối với môi trường, hệ sinh thái và cuộc sống của người dân tại khu vực này. Trước đây các dự án thủy điện được ưu tiên phát triển ở khu vực miền Trung, dựa trên lợi thế địa hình của nước ta có hệ thống sông ngòi phong phú, và các dự án thủy điện với nguyên liệu đầu vào là nguồn nước được đánh giá là dùng nguyên liệu sạch, giá rẻ.

Tuy nhiên, trên thực tế, để xây dựng một công trình thủy điện cần phải phá bỏ rất nhiều hecta rừng tự nhiên, vốn đang là yếu tố giúp bảo vệ khu vực thượng nguồn ngăn dòng nước lũ và điều tiết dòng chảy tự nhiên. Việc chặt phá diện tích rừng trên quy mô rộng đã khiến việc thoát nước từ trên rừng xuống mất tính tự nhiên và giảm khả năng tránh lũ lụt cho vùng hạ nguồn. Khi mưa lũ về, thiếu đi hệ thống rừng tự nhiên giữ nước và ngăn xói lở đất, vùng hạ nguồn phải đối mặt với tình trạng lụt lội thảm khốc. Thêm vào đó, các hồ thủy điện trong các đợt mưa lũ lớn lại phải xả nước để tránh nguy cơ vỡ đập khiến cho tình trạng lụt lội thêm nghiêm trọng.

Triển khai chậm trễ hầu hết các dự án đầu tư nguồn điện

Tình trạng thiếu điện trầm trọng trong năm 2010, ngoài nguyên do cơ cấu sản xuất điện của nước ta đang phụ thuộc nhiều vào thủy điện, và điều kiện thời tiết, còn là hệ lụy của một thực tế là hầu hết các dự án đầu tư nguồn điện đều được triển khai chậm trễ và chậm đưa vào hoạt động so với kế hoạch nhiều năm. Điều này cũng có nghĩa là nguồn điện cho các năm tới sẽ không được đảm bảo và nguy cơ thiếu điện sẽ còn tiếp diễn. Các nguyên nhân cho sự chậm hoàn thành kế hoạch khá đa dạng, ví dụ như dự án gặp nhiều vướng mắc trong các khâu như công tác giải phóng mặt bằng, do không giải quyết dứt điểm nên các chính sách đền bù không thống nhất, không minh bạch, không xác định được địa điểm tái định cư cho người dân, thiếu nguồn vốn giải ngân, khó khăn về nguồn nguyên liệu, thiếu lực lượng thi công, thiếu sự tập trung chỉ đạo, dẫn đến chậm trễ trong các khâu thiết kế, thi công... nhưng hai nguyên nhân chủ yếu vẫn là thiếu vốn và năng lực triển khai dự án. Thực tế rất nhiều dự án điện không thể thực hiện vận hành đúng như kế hoạch và tiến độ đề ra trong các năm qua. Theo quy hoạch Điện VI phương án cơ sở đã được Thủ tướng phê duyệt, đến hết năm 2010 phải có thêm 4.960 MW, năm 2011 thêm 5.401 MW, năm 2012 là 6.554 MW, và năm 2013 là 7.309 MW. Tuy nhiên, kết quả kiểm tra của Bộ Công thương với 50 dự án điện đang và sắp thi công cho thấy tổng công suất đặt các nguồn điện đưa vào vận hành năm 2010 chỉ đạt 2.272 MW, dự kiến 2011 đạt 5.110 MW, và hai năm 2012-2013 đạt 4.500 MW.

Kế hoạch vận hành thị trường phát điện cạnh tranh năm 2011

Cơ chế giá điện đang áp dụng hiện tại còn nhiều bất cập và đây đang là vấn đề nan giải với ngành điện, ngành rất nhạy cảm do luôn gắn liền với hoạt động tiêu dùng của người dân và sản xuất của xã hội. Giá bán lẻ điện năng của EVN chịu sự điều tiết và thường chậm được điều chỉnh so với giá đầu vào của các loại nhiên nguyên liệu sản xuất điện, gián tiếp dẫn đến chênh lệch về chi phí và doanh thu của các nhà máy sản xuất điện bị thu hẹp. EVN với vai trò mua điện từ các nhà máy sản xuất điện và bán lẻ tới người tiêu dùng, khi bị khống chế giá bán lẻ buộc phải lựa chọn giá mua hợp lý từ các nhà máy sản xuất điện năng. Giá mua thấp và cơ chế vận hành độc quyền của EVN khiến cho các nhà đầu tư không mặn mà với hoạt động đầu tư vào ngành điện. Ngoài ra, nhà đầu tư ngoài EVN còn băn khoăn về cơ chế bán điện sau đầu tư của EVN, ví dụ khi thiếu điện thì EVN mới tính đến việc mua điện do các nhà máy phát điện độc lập sản xuất, lúc đủ hoặc thừa thì EVN sẽ không mua hoặc chỉ mua với giá thấp, hoặc EVN ưu tiên mua điện từ các nhà máy thủy điện hoặc các nhà máy trực thuộc...

Nhận thức được những bất cập này, nhiều năm qua ngành điện đã và đang tiếp tục lên kế hoạch triển khai thực hiện áp dụng giá điện theo cơ chế thị trường, để có một thị trường điện thật sự. QĐ 6713/QĐ-BCT về thiết kế chi tiết thị trường điện cạnh tranh và Thông tư 18/2010/TT-BCT quy định vận hành thị trường phát điện cạnh tranh hiện đã được ban hành, dự kiến giữa năm 2011 sẽ vận hành thử nghiệm và cuối năm sẽ vận hành chính thức.

Tuy nhiên EVN và các nhà máy sản xuất điện sẽ còn phải thực hiện đàm phán rất nhiều vấn đề như giá bán điện, tỷ giá, giá biến đổi nhiên liệu, sản lượng hợp đồng, tỷ lệ phân bổ theo mùa... trước khi mô hình thị trường có thể chính thức đi vào hoạt động.

Cập nhật tình hình sản xuất và cung cấp điện năng Quý IV/2010

Trong tháng 10/2010, nước về các hồ thủy điện lớn vẫn thấp hơn mức trung bình nhiều năm, Hoà Bình, Trị An, Ialy, Đại Ninh. Trong 10 tháng 2010, tổng lượng nước về các hồ thủy điện của cả nước hụt 37,3 tỷ m³, tương ứng với sản lượng điện thiếu hụt là 6,84 tỷ kWh. Sản lượng điện trung bình đạt 279,7 triệu kWh/ngày. Điện sản xuất của EVN trong tháng 10/2010 là 5,188 tỷ kWh, riêng thủy điện chỉ đạt 2,155 tỷ kWh, giảm 26,53% so với cùng kỳ, còn điện mua ngoài là 3,222 tỷ kWh, trong đó điện mua của Trung Quốc là 493 triệu kWh.

Trong tháng 11, một số hồ ở miền Trung và Tây Nguyên như sông Hinh, sông Ba Hạ, Buôn Kuốp, Đại Ninh, Đa Nhim có lượng nước về vượt giá trị trung bình nhiều năm, và có xả nước, nhưng nước về các hồ thủy điện lớn vẫn thấp hơn giá trị trung bình nhiều năm như hồ Hoà Bình, Tuyên Quang, Trị An và Ialy.

Tính đến hết tháng 11/2010, điện sản xuất và mua ngoài của EVN đạt 88,68 tỷ kWh, tăng 14,91% so với cùng kỳ trong đó điện sản xuất là 54,05 tỷ kWh, điện mua là 34,63 tỷ kWh, riêng mua từ Trung Quốc là trên 5 tỷ kWh.

Cũng trong 11 tháng qua, EVN đã đưa vào vận hành 8 tổ máy thuộc 6 dự án nguồn điện, với tổng công suất 1.310 MW, gồm: tổ máy 2 thủy điện Plei Krông (50 MW), tổ máy 3 thủy điện Sê San 4 (120 MW), thủy điện Bản Vẽ (320 MW), tổ máy 2 nhiệt điện Quảng Ninh 1 (300 MW), tổ máy 2 nhiệt điện Hải Phòng 1 (300 MW), thủy điện Srêpok 3 (220 MW).

Đến tháng 12 này, EVN dự kiến đưa vào vận hành thêm 3 tổ máy của 3 nhà máy thủy điện là Sơn La, Sông Tranh 2 và Đồng Nai 3, nâng tổng công suất đưa vào vận hành trong năm 2010 là 1.895 MW. Bên cạnh các công trình nguồn, EVN còn đóng điện 98 công trình lưới điện từ 110-500kV với tổng chiều dài 1.700km và 7.575 MVA công suất các trạm biến áp.

Các nhà máy thủy điện đang khai thác để đảm bảo tích nước ở mức cao nhất có thể, các nguồn nhiệt điện than, tuabin khí được huy động tối đa, nhiệt điện dầu được huy động theo tình hình vận hành cụ thể, đồng thời EVN tiếp tục mua điện từ Trung Quốc.

Dự báo tình hình cung ứng điện sẽ còn tiếp tục căng thẳng đến 2012 – Phương án của EVN

Tiến độ thực hiện các dự án đầu tư nguồn điện theo Quy hoạch điện VI hiện tại vẫn chậm hơn so với kế hoạch và do đó nguy cơ thiếu hụt điện năng trong 6 tháng đầu năm 2011 là khó tránh khỏi đặc biệt nếu trong tương lai, tình trạng thủy văn tiếp tục diễn biến bất lợi trong mùa khô năm 2011.

Trong thời gian tới, EVN dự kiến sẽ phải tập trung nguồn lực, đẩy nhanh tiến độ các dự án nguồn tại miền Nam (giai đoạn 2011-2015), giãn bớt tiến độ một số nguồn điện than miền Bắc tập trung nguồn lực cho miền Nam, ngăn ngừa nguy cơ thiếu điện tại vùng này trong giai đoạn 2012-2014. EVN cũng đang cố gắng khẩn trương hoàn thành và đưa vào vận hành các dự án lưới điện truyền tải cho khu vực Tây Nguyên, hoàn thành các thủ tục đầu tư để khởi công các dự án 500kV Pleiku - Đắc Nông - Mỹ Phước - Cầu Bông đồng thời xúc tiến nhanh các dự án thủy điện tại Lào và Campuchia.

Bên cạnh kế hoạch triển khai các dự án xây dựng nhà máy nhiệt điện, thủy điện theo chiến lược phát triển ngành định hướng đến năm 2020 có gắn kết với quy hoạch phát triển kinh tế của các miền vùng, khu công nghiệp, EVN cũng đang tích cực triển khai các chương trình tiết kiệm năng lượng, cụ thể kiến nghị Bộ Công thương chỉ đạo các địa phương lập kế hoạch tiết kiệm điện, và hỗ trợ chỉ đạo tăng cường việc mua điện từ Trung Quốc phục vụ cho 6 tháng mùa khô.

Nhóm cổ phiếu ngành điện

Nhóm cổ phiếu ngành điện được coi là nhóm cổ phiếu phòng thủ, do biến động giá ít hơn so với các nhóm cổ phiếu khác, và được coi là khá an toàn cho hoạt động đầu tư dài hạn. Trong năm 2010, nhóm cổ phiếu ngành điện có giao dịch khá trầm lắng, tuy nhiên biến động giảm giá thấp hơn so với toàn thị trường nói chung. Các nhà máy thủy điện có kết quả hoạt động không mấy khả quan trong 2 quý đầu năm 2010, do tình hình thời tiết kém thuận lợi, làm ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động sản xuất điện năng, trong khi nhóm các nhà máy nhiệt điện vẫn giữ được hoạt động kinh doanh tương đối ổn định. Từ Quý III/2010 trở đi, tình hình đã trở lại khả quan do điều kiện thời tiết được cải thiện rõ rệt, tuy nhiên nhìn dài hạn thì năm 2011 trở đi hoạt động của cả hai nhóm thủy điện và nhiệt điện sẽ gặp nhiều khó khăn. Đối với nhóm thủy điện, diễn biến bất thường của thời tiết sẽ tiếp tục đe dọa hoạt động sản xuất kinh doanh của các nhà máy trong 6 tháng đầu năm 2011, trong khi đối với các nhà máy nhiệt điện, sự biến động giá của nguyên nhiên liệu và khả năng ổn định trong nguồn cung lại là vấn đề quan trọng quyết định đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Việc Bộ Công thương triển khai cơ chế vận hành theo thị trường đối với hoạt động của ngành điện theo chúng tôi chưa thực sự khả thi ngay trong năm 2011 do hiện tại nguồn cung vẫn chưa đáp ứng đủ cho nhu cầu sử dụng, và giá điện chưa thể thực sự vận hành như một thị trường đúng nghĩa khi EVN tiếp tục vai trò độc quyền và chi phối các hoạt động truyền tải phân phối điện năng.

Một số doanh nghiệp ngành Điện:

Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại (PPC)

Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại có nguồn thu ổn định từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện năng, tuy nhiên gánh nặng lỗ tỷ giá đối với khoản vay lớn bằng đồng yên Nhật khiến cho năm 2010 gần như chắc chắn PPC sẽ phải ghi nhận một khoản trích lập dự phòng tài chính tương đối lớn vào thời điểm cuối năm.

Kết quả kinh doanh 9 tháng 2010: Quý III/2010 PPC đạt 1.045,8 tỷ đồng doanh thu, giảm 5,57% so với cùng kỳ năm 2009. Giá vốn hàng bán tăng nhẹ 10,15% nên lợi nhuận gộp giảm, còn 135,8 tỷ đồng so với 281,4 tỷ của Quý III/2009. Thu nhập tài chính tăng 23,45% đạt 87,5 tỷ đồng, tuy nhiên chi phí tài chính tăng mạnh, lên tới 81,4 tỷ đồng (tăng 82% so với năm 2009). Kết thúc Quý III/2010 PPC đạt 120,25 tỷ đồng LNTT và 121,62 tỷ đồng LNST, lần lượt giảm 58,4% và 56,9% so với cùng kỳ năm 2009.

Lũy kế 9 tháng, PPC đạt 3.310 tỷ đồng doanh thu và 582,76 tỷ đồng LNTT, giảm 1,59% và 411,49% so với lũy kế 9 tháng 2009. Giá vốn hàng bán tăng 14,57%, chi phí tài chính tăng tới xấp xỉ 50%, và chi phí QLDN tăng 10,49% là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận của PPC giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước dù chênh lệch doanh thu là không đáng kể. Tuy nhiên điểm đáng chú ý là khoản vay nợ có gốc ngoại tệ của PPC đến cuối Quý III/2010 là 32,492 tỷ JPY chưa được thực hiện trích lập chênh lệch dự phòng tỷ giá. Tỷ giá tại thời điểm này của VND/JPY là 220,88 VND/JPY, tăng 20,18 đồng so với cuối năm 2009. Như vậy nếu PPC thực hiện trích lập dự phòng thì khoản chênh lệch tỷ giá sẽ lên tới 655,68 tỷ đồng, đồng nghĩa với LNTT 9 tháng của PPC lỗ 72,92 tỷ đồng.

Dự báo kết quả hoạt động kinh doanh 2010: Theo ước tính của chúng tôi, PPC có thể hoàn thành kế hoạch sản xuất điện năm 2010, với giá trị sản lượng là 6.000 triệu kWh, tương ứng với doanh thu khoảng 4.360 tỷ đồng. Với giả thiết biên lợi nhuận gộp năm 2010 đạt khoảng 12%, PPC dự kiến sẽ có lợi nhuận gộp là 126 tỷ đồng cho 3 tháng cuối năm, và thu nhập tài chính vào khoảng 91 tỷ đồng, chủ yếu từ các khoản đầu tư ngắn hạn và tiền gửi và một phần là cổ tức từ các khoản đầu tư dài hạn và khoản uỷ thác đầu tư tại công ty CP Tài chính Điện lực. Các khoản đầu tư dài hạn của PPC tại Nhiệt điện Quảng Ninh và Nhiệt điện Hải Phòng dự kiến sẽ chưa mang lại lợi nhuận trong năm 2010. Với giả định chi phí quản lý doanh nghiệp là 2% tổng doanh thu chúng tôi ước tính PPC sẽ đạt thêm 146 tỷ đồng. Tuy nhiên, khoản vay gốc ngoại tệ của PPC có thể sẽ buộc công ty phải ghi nhận một khoản lỗ tỷ giá lớn, do đồng JPY đang tiếp tục đà tăng giá trên thị trường. Nếu JPY tiếp tục giữ ở mức giá cuối tháng 9/2010, PPC sẽ phải ghi nhận tiếp vào khoản mục chi phí tài chính một khoản lỗ tỷ giá là ít nhất gần 655,68 tỷ đồng. Điều này cũng có nghĩa PPC sẽ có thể chỉ còn ghi nhận mức lợi nhuận khiêm tốn khoảng 63 tỷ đồng

LNTT cho cả năm tài chính 2010, hoặc xấu hơn là phải ghi nhận một năm tài khoá thua lỗ trong trường hợp tỷ giá JPY tiếp tục tăng cao.

Ngày 17/12/2010 HĐQT công ty đã họp thông qua kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm và kế hoạch kinh doanh 2011. PPC đặt kế hoạch đạt 4.080 tỷ đồng doanh thu và 254 tỷ đồng LNTT.

Công ty CP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình (VSH)

Hoạt động của VSH phụ thuộc rất lớn vào điều kiện thời tiết. Sau giai đoạn mùa khô gặp nhiều khó khăn khi mực nước tại các hồ duy trì ở mức thấp so với trung bình năm trước, tình hình thủy văn có những cải thiện rõ rệt trong mùa mưa, giúp cho VSH có kết quả kinh doanh khả quan hơn rất nhiều trong Quý III và Quý IV/2010.

Đến hết tháng 11/2010, VSH đã đạt sản lượng điện sản xuất là 751,9 triệu kWh, tăng 7,4% so với kế hoạch đặt ra cho cả năm 2010 là 700 triệu kWh. Doanh thu hiện tại VSH vẫn tạm tính bằng 90% doanh thu của năm ngoái (do công ty vẫn chưa thống nhất được giá bán điện mới với EVN), đạt 373,34 tỷ đồng trong đó doanh thu tháng 11 là 41,43 tỷ đồng, tháng 10 là 31,86 tỷ đồng. VSH cũng đã thực hiện mua xong 4 triệu cổ phiếu quỹ khi thị trường chứng khoán giảm điểm mạnh và giá cổ phiếu VSH xuống thấp.

Dự báo kết quả hoạt động kinh doanh năm 2010: Chúng tôi nâng mức ước tính doanh thu của VSH cho cả năm 2010 là 408,5 tỷ đồng từ mức 384 tỷ đồng nhưng giữ nguyên mức ước tính LNST của doanh nghiệp cho năm tài chính là 260 tỷ đồng, tương đương với EPS cả năm 2010 là 1.264 đồng/CP, do tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý cuối có thể thấp hơn so với mức dự kiến ban đầu. Với mức giá giao dịch hiện tại của VSH là 12.400 đồng, cổ phiếu đang được định giá với P/E forward là 9,8 lần. Trong trường hợp VSH có thể đàm phán giữ được đơn giá bán điện như trước đây cho EVN, thì doanh thu sẽ tăng tương ứng đạt 449 tỷ đồng, và LNST đạt 280,4 tỷ đồng, và chỉ số EPS được nâng lên đạt 1.360 đồng/CP (P/E forward là 9,1 lần).

Theo đánh giá của chúng tôi, VSH là cổ phiếu an toàn cho hoạt động đầu tư dài hạn vì một số lý do sau. Ngoại trừ yếu tố rủi ro do hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào tình hình biến động thời tiết, VSH có tình hình tài chính rất lành mạnh, luôn có nguồn tiền mặt lớn, hoạt động kinh doanh ổn định, tập trung, có tính tăng trưởng tương đối bền vững. Cổ phiếu VSH có tính thanh khoản cao, và là cổ phiếu ưa thích của khối các nhà đầu tư nước ngoài. Chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào cổ phiếu VSH cho mục tiêu dài hạn.

Công ty CP Thủy điện Thác Bà (TBC)

Như đã biết, trong hai quý đầu năm 2010, TBC có kết quả kinh doanh rất kém, nguyên nhân chủ yếu là tình hình thủy văn tại Yên Bái trong 6 tháng đầu năm rất không thuận lợi. Những đợt nắng nóng kéo dài từ đầu năm làm mực nước hồ Thác Bà liên tục chạm mực nước chết ở xung quanh ngưỡng 46-47m, khiến cho sản lượng phát điện thấp, kéo theo sự suy giảm về doanh thu. Tiếp sau giai đoạn khô hạn, hai cơn bão Conson và Chanthu đổ vào gây mưa trên diện rộng nhưng lưu lượng nước chảy vào hồ thủy điện thấp, tới cuối tháng 7/2010 vẫn chỉ duy trì ở cốt nước 47m (cao hơn mực nước chết có 1m). Trong Quý III/2010, nguồn nước về hồ tiếp tục giảm so với cùng kỳ năm trước, làm cho sản lượng phát điện thấp, kéo theo doanh thu của TBC trong quý giảm. Tuy nhiên so với hai quý đầu năm thì tình hình thủy văn đã có cải thiện trở lại, giúp cho TBC có được doanh thu đạt 48,63 tỷ đồng, chỉ giảm 5,6% so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên tỷ trọng giá vốn hàng bán tăng 17% khiến cho lợi nhuận gộp đã giảm hơn 17% so với cùng kỳ.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010, TBC đạt 87,15 tỷ đồng doanh thu, và 29,82 tỷ đồng LNTT, lần lượt giảm 51% và 77,5% so với cùng kỳ năm trước, LNST đạt 26,82 tỷ đồng, tương ứng với EPS đạt 401 đồng/CP.

Dự báo kết quả năm 2010: TBC vẫn đang tiếp tục đàm phán với EVN về giá bán điện mới cho tập đoàn, sau khi hợp đồng PPA 827/HĐMBĐ-EVN-TĐTĐ hết hạn. Hiện tại, do chưa thỏa thuận được về giá nên TBC vẫn tiếp tục tạm tính doanh thu bằng 90% đơn giá theo hợp đồng cũ 477 đồng/kWh. Cuối tháng 7/2010 TBC đã tổ chức

ĐHĐCĐ thường niên năm 2010, thông qua một số chỉ tiêu về kế hoạch SXKD trong đó điều chỉnh kế hoạch sản xuất điện là 280 triệu kWh (năm 2009 TBC sản xuất được 410 triệu kWh), với giá thành đơn vị là 378,4 đồng/kWh.

Do tình hình thủy văn được dự báo là không thuận lợi, mặc dù trong tháng 8/2010, tình hình được cải thiện, mực nước hồ Thác Bà đã lên 3,9m so với mực nước chết, do khu vực thượng nguồn sông Chảy có mưa lớn, giúp lưu lượng nước về hồ được cải thiện, song tình hình sạt lở đất tại khu vực đồi núi ở Yên Bái có thể ảnh hưởng đến lưu lượng nước tích lũy tại hồ. Trong những tháng cuối năm lượng nước về hồ thường thấp, do khí hậu khô hạn và ít mưa của vùng miền núi phía Bắc, do đó chúng tôi không kỳ vọng TBC có sự đột biến về doanh thu trong Quý IV/2010 và khó đạt được kế hoạch kinh doanh đã đề ra. Chúng tôi ước tính cả năm 2010 TBC có thể đạt 118 tỷ đồng doanh thu và 38,16 tỷ đồng LNST tương ứng với EPS là 601 đồng/CP.

Công ty CP Nhiệt điện Ninh Bình (NBP)

Với 4 tổ máy, tổng công suất là 100 MW, NBP cung cấp cho lưới điện quốc gia khoảng 700kWh hàng năm. Là nhà máy nhiệt điện chạy than, nên NBP không chịu sự phụ thuộc vào điều kiện thời tiết như các nhà máy thủy điện. Tuy nhiên, biến động giá than và dầu (nguồn nguyên liệu đầu vào chính) có ảnh hưởng lớn đến chi phí hoạt động của công ty.

Kết quả kinh doanh Quý III/2010: Doanh thu Quý III/2010 giảm nhẹ so với quý trước, đạt 143,9 tỷ đồng, nhưng tăng tới 18,46% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, giá vốn hàng bán cũng tăng tới 18,5% khiến cho tỷ suất lợi nhuận gộp chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ (14,02% so với 13,86%) song vẫn tương đối thấp so với hai quý đầu năm (lần lượt là 23,67% và 22,22%). Thu nhập tài chính tăng mạnh, đạt 2,28 tỷ đồng do công ty thu được lãi tiền gửi. LNTT tăng tới hơn 60% so với năm trước, đạt 17,279 tỷ đồng. Quý III/2009 NBP phát sinh lỗ là do NBP ghi nhận khoản thuế thu nhập doanh nghiệp cho cả ba quý đầu năm vào quý này.

Năm 2010 NBP đặt kế hoạch doanh thu 558,84 tỷ đồng và LNTT đạt 21,72 tỷ đồng và dự kiến trả cổ tức 25% bằng tiền mặt. Đến hết tháng 9/2010, công ty đạt 468,33 tỷ đồng doanh thu, bằng 83,8% kế hoạch, tuy nhiên, LNTT của công ty tăng mạnh, đạt 77,86 tỷ đồng, bằng 358,5% kế hoạch lợi nhuận đặt ra cho cả năm 2010. Kết quả đáng khích lệ này có được là do công ty đã thỏa thuận và được tăng đơn giá bán điện cho công ty mua bán điện của EVN theo biến động tăng của giá nguyên liệu đầu vào là than và dầu DO (giá điện thương phẩm tăng 175,43 đồng/kWh so với cùng kỳ). Ngoài ra, nhiều tài sản cố định của công ty đã hoàn thành khấu hao, do đó chi phí cũng giảm đáng kể và giúp cho lợi nhuận công ty tăng lên.

Theo đánh giá của chúng tôi, NBP là cổ phiếu tốt trong số các cổ phiếu đang niêm yết trong ngành điện hiện nay, do hoạt động của các tổ máy có tính ổn định, tình hình tài chính lành mạnh, hệ số nợ thấp, khấu hao tài sản đã gần hết... và đơn giá bán điện đã thỏa thuận xong với EVN nên rủi ro về biến động giá nguyên nhiên liệu đầu vào đã được giảm thiểu và không ảnh hưởng nhiều đến tỷ suất lợi nhuận hoạt động.

Điểm yếu của NBP là nhà máy nhiệt điện đang hoạt động tại thị xã Ninh Bình, khó có khả năng mở rộng quy mô và công suất hoạt động, các thiết bị máy móc lớn đã vận hành trong thời gian khá dài, nên dẫn đến tình trạng hàng năm phải ngừng hoạt động luân phiên một số tổ máy để bảo dưỡng sửa chữa, làm ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp và tăng chi phí. NBP cũng được EVN giao cho tiếp quản làm chủ đầu tư nhà máy nhiệt điện Thái Bình 1, đặt tại Thái Thụy, Thái Bình, cạnh sông Trà Lý, có tổng vốn đầu tư là 756,46 triệu USD, dự kiến đi vào vận hành năm 2013, với 2 tổ máy mỗi tổ có công suất 300 MW. Dự án này sẽ giúp NBP tăng quy mô và công suất hoạt động, tuy nhiên, công ty có thể phải thay đổi cơ cấu nợ vốn, và do đó gánh thêm rủi ro về lãi suất và tỷ giá do để thực hiện dự án này doanh nghiệp sẽ phải thực hiện vay tới 85% vốn từ JBIC.

7. Ngành khoáng sản

Tổng quan về khoáng sản Việt Nam

Theo điều tra địa chất, Việt Nam tuy có diện tích đất liền không lớn, nhưng có vị trí địa chất, địa lý thuận lợi cho sự sinh thành và phát triển khoáng sản. Hiện đã phát hiện 5.000 mỏ, điểm quặng với 60 loại khoáng sản khác nhau từ khoáng sản năng lượng, kim loại, đến khoáng sản công nghiệp và vật liệu xây dựng nhưng trữ lượng hầu hết các loại đều không nhiều. Một số loại khoáng sản như bauxit, đất hiếm, ilmenit nước ta có tài nguyên trữ lượng tầm cỡ thế giới thì thế giới có cũng nhiều và không có nhu cầu tiêu thụ lớn. Trên thực tế, hai mặt hàng khoáng sản lớn nhất của Việt Nam là dầu và than đá, dầu mỏ đứng thứ 36 trên thế giới (hơn 300.000 thùng/ngày), than đá thứ 17 (41 triệu tấn/năm). So sánh các nước trong khu vực Đông Nam Á và thế giới thì với nguồn tài nguyên khoáng sản đã biết thì có thể xếp nước ta vào hàng các nước có tiềm năng khoáng sản đáng kể.

Ngành khai thác khoáng sản nước ta có từ rất lâu nhưng chỉ đến năm 2005 khi có Luật khoáng sản sửa đổi bổ sung 2005 phân quyền cấp phép thăm dò khai thác và quản lý khoáng sản cho các địa phương đã khiến nhiều doanh nghiệp khai thác khoáng sản được hình thành và hình thức khai thác cũng nở rộ. Năm 2010 có 1.500 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này, phần lớn các doanh nghiệp có mức độ đầu tư trong lĩnh vực khoáng sản còn rất hạn chế, hầu hết là các doanh nghiệp nhỏ và chưa có đủ năng lực tài chính thiết bị công nghệ đảm bảo chế biến sâu, chủ yếu hoạt động khai thác khoáng sản làm vật liệu xây dựng thông thường hoặc khai thác khoáng sản kim loại với quy mô nhỏ, xuất khẩu quặng tinh hoặc quặng thô.

Ngành khai thác khoáng sản của nước ta mặc dù còn đầu tư ở quy mô nhỏ nhưng cũng đã có những đóng góp đáng kể vào sự phát triển kinh tế đất nước trong thời gian qua, ngành công nghiệp khai khoáng đóng góp trung bình 9% GDP cả nước trong giai đoạn 2000-2009. Xuất khẩu khoáng sản của nước Việt Nam chiếm trung bình 20% tổng kim ngạch xuất khẩu, trong đó 80% là dầu thô, 10% là than và các khoáng sản khác chỉ chiếm 10%.

Tình hình khai thác và xuất khẩu và một số sự kiện nổi bật trong ngành khoáng sản Việt Nam trong năm 2010

Than

Năm 2010 Việt Nam xuất khẩu khoảng 19,2 triệu tấn than trong số khoảng 44 triệu tấn khai thác. Năm 2010 lượng than đá xuất khẩu đạt 19,2 triệu tấn với kim ngạch 1,55 tỷ USD giảm 23% về lượng nhưng tăng 17,6% về giá trị so với năm 2009 nhờ sự tăng lên của giá than. Trong nước hiện đang xảy ra tình trạng thiếu than trong tiêu dùng mà vẫn xuất khẩu than do cơ chế giá than bán trong nước thấp hơn so với giá than xuất khẩu (từ năm 2000-2008, nhằm kiềm chế tác động đến các ngành sản xuất thiết yếu nên giá bán than của TKV cho 4 hộ sản xuất điện, phân bón, xi măng, giấy thấp hơn so với giá thành sản xuất) và nhu cầu các chủng loại than là khác nhau. Lượng than xuất khẩu vẫn tiếp tục lớn trong khi đó lại xây dựng đề án nhập khẩu than từ năm 2013 trở đi với số lượng than ngày càng lớn và lớn hơn cả lượng xuất khẩu hiện nay với hàng chục triệu tấn/năm để đáp ứng nhu cầu than của hàng loạt nhà máy nhiệt điện chạy than ở Hải Phòng, Quảng Ninh, Thái Bình nhà máy đạm chuẩn bị đi vào sản xuất. Trong các năm tới dầu mỏ, than sẽ có chu kỳ tăng giá mới do đó chi phí nhập khẩu trong các năm tới sẽ cao hơn rất nhiều so với nguồn thu từ xuất khẩu than trong những năm gần đây, đồng thời trong các năm tới rất khó tìm nguồn than lớn để nhập khẩu. Do đó vừa qua TKV có kiến nghị tăng giá than năm 2011 cho 4 hộ tiêu thụ lớn về mức giá tiệm cận giá thị trường, tương đương với mức giá than xuất khẩu.

Khoáng sản kim loại, khoáng sản khác:

Mặc dù đã có thông tư ban hành tháng 6 năm 2008 khoáng sản khai thác được phải ưu tiên cho chế biến sâu trong nước, nếu xin phép xuất khẩu phải đạt tiêu chuẩn hàm lượng chế biến cao tuy nhiên năm 2009, năm 2010 các doanh nghiệp tiếp tục xin phép xuất khẩu tiếp một lượng lớn các quặng như sắt, mangan, magnetit, kẽm.... Cụ thể năm 2010 Bộ Công thương đã có văn bản đề nghị Thủ tướng Chính phủ cho xuất khẩu thêm 400

nghìn tấn quặng sắt, 84 nghìn tấn tinh quặng magnetit, 18 nghìn tấn mangan, 44 nghìn tấn kẽm, 20 nghìn tấn tinh quặng đồng.... Trong khi đó một số doanh nghiệp chế biến sâu trong nước như doanh nghiệp sản xuất thép có văn bản đề nghị chấm dứt xuất khẩu quặng sắt và nhiều loại quặng khác để dành nguồn quặng cho các nhà máy trong nước khai thác lâu dài. Trước tình hình hiện nay Bộ Tài chính dự kiến sẽ nâng mức thuế xuất khẩu đối với quặng sắt và tinh quặng sắt, pirist sắt đã nung từ mức hiện tại 20% lên 40%; và các mặt hàng chứa quặng sắt như quặng, tinh quặng mangan có hàm lượng mangan từ 20% trở lên thuế xuất khẩu sẽ tăng từ 15% lên 40% (khung thuế của quặng sắt là 15-40%) nhằm vừa tăng nguồn thu cho ngân sách vừa hạn chế được xuất khẩu để đáp ứng nhu cầu quặng cho nhà máy trong nước. Giá vàng năm 2010 có biến động mạnh mẽ ảnh hưởng đến thị trường tiền tệ, để kiểm soát thị trường vàng Bộ Tài Chính ra thông tư quy định từ ngày 1/1/2011 thuế xuất khẩu vàng sẽ là 10% đối với các loại vàng nguyên liệu, vàng trang sức có hàm lượng cao, vàng miếng, vàng thỏi, vàng bột có hàm lượng dưới 99,99% thay cho mức 0% hiện nay. Như vậy các doanh nghiệp xuất khẩu vàng chịu mức thuế tài nguyên là 15% và thuế xuất khẩu là 25%, hiện đang có ý kiến cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu vàng đang bị đánh thuế 2 lần sẽ làm giảm sức hấp dẫn các nhà đầu tư vào lĩnh vực khai thác vàng, tăng xuất khẩu lậu vàng, giảm ngoại tệ thu về. Năm 2010 xuất khẩu sắt thép là 1,22 triệu tấn kim ngạch đạt 1 tỷ USD tăng 151% về sản lượng và 162% về kim ngạch so với năm 2009, xuất khẩu đá quý kim loại và sản phẩm có kim ngạch xuất khẩu là 2,8 tỷ USD tăng 4,5% so với năm 2009.

Tăng thuế xuất quặng Titan

Sau khi áp dụng mức thuế suất mới tháng 7/2009 với mức thuế suất xuất khẩu 18% cho các loại quặng inmenit và tinh quặng inmenit và 20% với các loại quặng, tinh quặng titan khác đã ảnh hưởng ngay đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp khai thác chế biến titan kể từ quý 3/2009 và đến nay mặc dù thuế suất giảm từ 18% xuống 15% nhưng hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp khai thác chế biến khoáng sản vẫn gặp rất nhiều khó khăn về đầu ra và lượng xỉ titan tồn đọng nhiều thậm chí có doanh nghiệp phải đóng cửa. Nhiều doanh nghiệp đã kiến nghị xin giảm thuế suất xuất khẩu tuy nhiên ngày 27/10/2010 Bộ tài chính tiếp tục ban hành thông tư giữ nguyên thuế suất đối với các loại quặng và tinh quặng inmenite, tăng từ 20-30% đối với quặng và tinh quặng inmenite khác ngoài 3 loại chính để khẳng định giữ nguyên quan điểm với vấn đề xuất khẩu của mặt hàng Titan. Có thể thấy rõ ngay sự giảm sút hoạt động sản xuất kinh doanh của 2 doanh nghiệp khai thác titan đang niêm yết trên sàn là SQC, BMC. SQC đã đầu tư dây chuyền sản xuất hiện đại nhất và công suất lớn ở Việt Nam tuy nhiên do thuế suất xuất khẩu cao nên kể từ tháng 11/2009 sản phẩm xỉ than không thể xuất khẩu được vì nếu xuất khẩu doanh nghiệp sẽ bị lỗ, SQC đã phải đóng cửa nhà máy chế biến xỉ, tồn kho 5.000 tấn xỉ, vốn ứ đọng lớn nên SQC dự kiến sẽ chuyển dịch cơ cấu kinh doanh sang bất động sản. Hiện KSA, TNT cũng có dự án lớn về Titan nên tiến độ và hiệu quả của các dự án sẽ bị ảnh hưởng và điều chỉnh.

Dự án Bauxit Tây Nguyên được triển khai mặc dù áp lực môi trường và xã hội lớn

Là một trong những khoáng sản mà Việt Nam có trữ lượng tầm cỡ thế giới với khoảng 8 tỷ tấn, dự án Bauxit ở Tây Nguyên với trữ lượng ước tính 5,5 tỷ tấn, tổng mức đầu tư của dự án khoảng 3,1 tỷ USD. Dự án này đã gây nhiều ý kiến tranh cãi khác nhau về vấn đề an ninh quốc phòng, hiệu quả kinh tế, xã hội cũng như tác động đối với môi trường sinh thái Đặc biệt sau sự kiện vỡ hồ chứa bùn đỏ ở Hungary vào 5/10/2010 thì vấn đề bauxit ở Tây Nguyên lại tiếp tục gặp phải những phản đối mạnh mẽ hơn. Bên cạnh đó dự án bauxit ở Tây Nguyên là cụm dự án có nhiều mỏ, cụm nhà máy và công trình phụ trợ, nên nếu không xem xét triển khai đồng bộ thì sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả khai thác. Trước tình hình như vậy thì các dự án Bauxit khác sẽ bị ảnh hưởng ít nhiều và tình hình hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp có dự án Bauxit cũng bị ảnh hưởng.

Thuế tài nguyên tăng mạnh

Đến 1/7/2010 biểu thuế suất tài nguyên đã được điều chỉnh tăng đáng kể nên sẽ ảnh hưởng đến các doanh nghiệp khai thác khoáng sản. Các loại khoáng sản kim loại đen tăng từ 7% lên 10-12%, vàng tăng từ 9% lên 15%, đất hiếm từ 12% lên 15%, các loại than tăng thêm 1%, kim cương, rubi, saphia tăng 16% lên 22%, dầu thô đều

tăng thêm 1-2%. Mức thuế tài nguyên cao sẽ giúp tăng nguồn thu ngân sách chọn lọc được nhà đầu tư có năng lực tài chính, kinh nghiệm khai thác an toàn hiệu quả... Tuy nhiên việc tăng thuế tài nguyên liên tục kể từ năm 2009 và hiện mức thuế tài nguyên của các loại khoáng sản ở mức cao so với mặt bằng chung trên thế giới dẫn đến tạo ra tâm lý môi trường đầu tư không ổn định và làm giảm sức hấp dẫn của lĩnh vực khai thác khoáng sản.

Luật khoáng sản được thông qua

Cuối năm 2010 Luật khoáng sản đã được Quốc hội thông qua và sẽ có hiệu lực thi hành từ ngày 1/7/2011. Theo Luật mới sẽ cơ bản chấm dứt tình trạng xin - cho trong hoạt động khoáng sản thông qua hình thức đấu giá khoáng sản (trừ một số khu vực có tính chiến lược và nhạy cảm về môi trường, an ninh quốc phòng). Qua đó sẽ giúp nhà nước lựa chọn được những nhà đầu tư đủ năng lực tài chính, kinh nghiệm, khoa học kỹ thuật để khai thác an toàn, hiệu quả bảo vệ môi trường... Ngoài ra theo luật mới sẽ các tổ chức cá nhân sẽ phải nộp “tiền cấp quyền khai thác”.

Như vậy, năm 2010 sản lượng xuất khẩu than mặt hàng khoáng sản lớn nhất Việt Nam đã giảm mạnh về sản lượng xuất khẩu. Năm 2010 giá than và các kim loại đều tăng so với năm 2009 nhờ sự phục hồi của nền kinh tế thế giới. Tuy nhiên năm 2010 ngành khai thác khoáng sản Việt Nam vẫn tồn tại nhiều vấn đề về hiệu quả khai thác, cơ chế giá, cân đối thị trường tiêu thụ, mức thuế xuất khẩu và an toàn với môi trường.

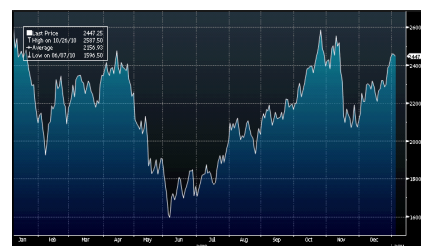
Biểu đồ 36 Biến động giá các kim loại trong năm 2010



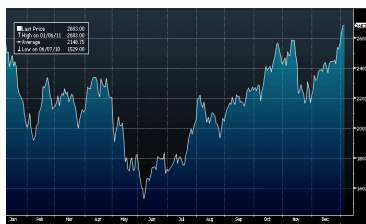
Đồng



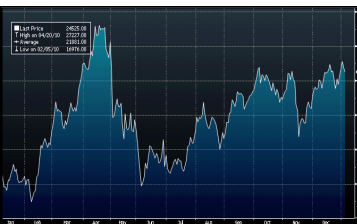
Nhôm



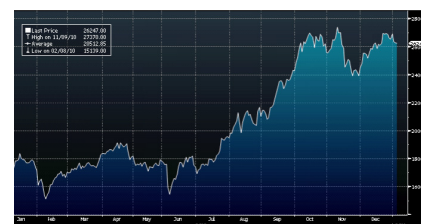
Kẽm



Chì



Niken



Thiếc



Antimon



Manganese

(Nguồn: Bloomberg)

Triển vọng giá các loại khoáng sản và triển vọng ngành khoáng sản Việt Nam trong năm 2011

Trong năm 2011 nhu cầu năng lượng của thế giới sẽ tiếp tục tăng cao khi nền kinh tế thế giới tiếp tục phục hồi và phát triển do đó giá dầu và than sẽ tiếp tục vào chu kỳ tăng giá mới. Theo các chuyên gia của Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch đều dự báo giá dầu sẽ trở lại 100 USD/thùng.

Nền kinh tế thế giới đang trên đà phục hồi sẽ kéo theo nhu cầu nguyên vật liệu kim loại tăng cao nhằm đầu tư mở rộng sẽ hỗ trợ kích thích giá các kim loại đi lên. Ngân hàng Scotiabank cho rằng giá các kim loại và khoáng sản sẽ là những mặt hàng tiếp tục có mức tăng mạnh nhất trong các năm mới sau khi đạt mức tăng mạnh trong năm 2010. Theo Standard Bank về dài hạn thị trường đồng và một số kim loại cơ bản rất lạc quan bởi kinh tế toàn cầu phát triển trong khi nguồn cung không đủ đáp ứng nhu cầu. Dự báo mới nhất của Standard Bank về giá một số kim loại trong năm 2011, 2012 cụ thể như sau:

Bảng 12 Dự báo giá một số kim loại chính

Các loại kim loại cơ bản	Năm 2010 (USD/tấn)	Năm 2011 (USD/tấn)	Năm 2012 (USD/tấn)
Đồng	7.567	7.900	8.700
Nhôm	2.175	2.430	2.510
Kẽm	2.157	2.450	2.750
Chì	2.149	2.480	2.590
Niken	21.881	24.800	25.100
Thiếc	20.512	25.000	26.100

(Chú ý: giá năm 2010 là giá trung bình các kim loại tại London Metal Exchange)

Hiện Luật khoáng sản đã được thông qua và có hiệu lực thi hành 1/7/2011 nên trong thời gian tới lĩnh vực khai thác khoáng sản đã có những khung pháp lý ổn định và chặt chẽ hơn, giúp tăng hiệu quả hoạt động khai thác, an toàn với môi trường. Với sự tăng lên của thuế tài nguyên, giá điện, giá dầu sẽ đẩy chi phí của các doanh nghiệp lên ngoài ra các doanh nghiệp khai thác chế biến titan (SQC, BMC) sẽ tiếp tục gặp khó khăn khi mức thuế suất xuất khẩu cao, các doanh nghiệp khai thác sắt, mangan (KSS, MIM, MMC) nếu xuất khẩu sẽ có thể bị áp dụng mức thuế xuất khẩu cao năm trước. Tuy nhiên giá các loại khoáng sản từ nguyên liệu đến kim loại đều có xu hướng tiếp tục tăng trong năm 2011, nhu cầu khoáng sản cũng sẽ lớn sẽ tạo ra triển vọng tăng trưởng tốt cho các doanh nghiệp trong ngành khai thác khoáng sản.

Trong bài viết này chúng tôi tập trung vào các doanh nghiệp ngành khai thác khoáng sản kim loại và khoáng sản làm vật liệu xây dựng. Hiện trên sàn có 20 mã thuộc ngành khoáng sản khai thác kim loại, khoáng sản vật liệu xây dựng.

9 tháng đầu năm 2010 có một số doanh nghiệp trong ngành tăng trưởng mạnh cả về doanh thu, lợi nhuận:

Bảng 13 Doanh thu lợi nhuận một số doanh nghiệp ngành khoáng sản

Mã	Doanh thu +/- 9T2009	LNST +/- 9T2009	% HTKH Doanh thu	% HTKH Lợi nhuận	EPS trailing	Giá ngày 10/1/2011	PE trailing
BKC	5%	697%	60%	58%	1.992	16.600	8,3
KSH	25%	49%	50%	78%	2.353	38.700	16,4

KSS	166%	163%	96%	76%	2.668	26.200	9,8
HGM	145%	269%		107%	8.510	91.600	10,8
MMC	176%	19%	73%	56%	1.347	18.900	14,0
CMI	299%	1.270%	66%	66%	500	16.500	33,0
DHA	31%	100%	89%	104%	4.420	21.000	4,8
KSB	52%	65%	93%	102%	12.275	62.500	5,1
KTB	518%	15.278%	70%	96%	7.066	25.000	3,5
TNT	1.821%	1.283%	22%	41%	1.962	22.000	11,2
KHB	223%	Lỗ sang Lãi	73%	66%	4.939	32.100	6,5
CTA	1.115%	Lỗ sang Lãi	21%	41%	1.021	13.000	12,7
KSA(*)			30%	100%	3.744	43.000	11,5

(*) EPS 3 quý đầu năm 2010, nguồn: VCBS tổng hợp

Một số doanh nghiệp có triển vọng rất tốt nhưng thị giá cổ phiếu cao và thanh khoản cổ phiếu thấp như HGM, KSB. HGM với giá Antimon tăng mạnh (giá hiện nay tăng gấp đôi so với đầu năm 2010), tỷ giá duy trì ở mức cao như hiện nay mang lại lợi thế cho HGM khi mà sản phẩm antimon của HGM được xuất khẩu 100%, ngoài ra HGM còn là doanh nghiệp duy nhất ở Việt Nam có thể khai thác và sản xuất Antimon ở quy mô công nghiệp, trữ lượng mỏ của HGM khá lớn vừa qua HGM còn được cấp phép thăm dò mỏ Antimon mới ở Bó Mới Thâm Tiêng, các chỉ tiêu cơ bản của doanh nghiệp rất tốt. Tuy nhiên tình thanh khoản của cổ phiếu HGM thấp và thị giá khá cao làm cổ phiếu HGM thiếu hấp dẫn hơn so với các cổ phiếu khác trong ngành. Tương tự như vậy, KSB là một doanh nghiệp khai thác chế biến đá cũng có các chỉ tiêu cơ bản khá tốt với ROE, EPS cao nhất trong ngành, tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong các năm gần đây tuy nhiên thị giá cổ phiếu ở mức cao, tính thanh khoản của cổ phiếu thấp nên KSB thiếu hấp dẫn so với các cổ phiếu khác cùng ngành mặc dù PE trailing ngày 10/1/2011 của KSB chỉ là 5,1 (mức PE của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản phi kim như KSB, DHA, KHB đều ở mức thấp). Sau đây sẽ là một số doanh nghiệp tiềm năng.

CTCP Khoáng sản Bình Thuận Hamico (KSA)

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010 KSA đạt 138 tỷ doanh thu và 48,2 tỷ lợi nhuận sau thuế trong khi đó cả năm 2009 KSA chỉ đạt 177 tỷ doanh thu và 6,4 tỷ lợi nhuận sau thuế cho thấy doanh thu lợi nhuận năm 2010 tăng mạnh mẽ so với năm 2009. Tỷ suất lợi nhuận năm 2010 tăng mạnh so với năm 2009 do các năm trước KSA chủ yếu là thu mua và xuất khẩu cát, hiện hoạt động khai thác mỏ cát của công ty đã đi vào ổn định. 1/7/2010 chính phủ yêu cầu dừng xuất khẩu cát nhiễm mặn nên hoạt động khai thác kinh doanh cát bị sụt giảm nhưng thay vào đó KSA bắt đầu kinh doanh quỹ đất san lấp, hoạt động này sẽ đóng góp vào doanh thu lợi nhuận của công ty bắt đầu từ quý 3/2010 nên lợi nhuận tăng trưởng mạnh năm 2010 (dự kiến năm 2010 sẽ đưa 18 ha đất san lấp vào kinh doanh). Trước mắt với quỹ đất dồi dào công ty có được do hoạt động nạo vét luồng lạch tại cửa sông, cửa biển (34 ha) sẽ mang lại nguồn thu lớn trong các năm tới bắt đầu từ quý 3 năm 2010, hiện doanh nghiệp tiếp tục xin phép san lấp tại một số nơi để tăng quỹ đất. Kinh doanh đất san lấp là lĩnh vực mang lại lợi nhuận lớn, KSA có thể bán sớm thu được lợi nhuận hoặc liên kết với các công ty khác làm dự án, đây sẽ là mảng mang lại doanh thu lợi nhuận chính trong năm 2011-2012 của KSA. Hiện dự án đầu tư nhà máy chế biến sâu Titan của KSA đang chờ phê duyệt, với

mức thuế suất xuất khẩu khá cao hiện nay đã khiến cho các doanh nghiệp chế biến sâu Titan gặp khó khăn do đó tiềm năng dự án Titan của KSA sẽ giảm. KSA dự kiến sẽ bán bớt một phần vốn của công ty tại CTCP Đầu tư và Phát triển Bảo Thụ vào quý 1/2011 và thông qua kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2011 là 186 tỷ đồng tăng mạnh so với năm 2010 (chưa bao gồm khoản lợi nhuận từ việc chuyển nhượng cổ phần tại công ty con Bảo Thụ), KSA tăng vốn điều lệ từ 129 tỷ lên 328 tỷ thông qua trả cổ tức bằng cổ phiếu (tỷ lệ 2:1), phát hành thêm CP (tỷ lệ 1:1, giá 10.000 đồng/CP) và phát hành 600.000 CP cho công nhân viên nhằm đầu tư vào công ty con khai thác khoáng sản, chế biến kim loại màu tại Campuchia với vốn điều lệ 20 triệu USD và chế biến kim loại màu tại Tây Nguyên. Như vậy mặc dù triển khai nhiều dự án nhưng trong 1-2 năm tới đây lợi nhuận từ việc bán quỹ đất cùng các hoạt động khác vẫn đảm bảo cho EPS không bị pha loãng sau đợt phát hành sắp tới. Năm 2010 KSA ước tính lợi nhuận sau thuế sẽ đạt 65,1 tỷ vượt xa so với năm 2009 và vượt 26% so với kế hoạch. Theo đó EPS sẽ là 5.100 đồng/CP, với mức giá 43.000 đồng/CP ngày 10/1/2011 PE sẽ là 8,4 cùng với triển vọng của doanh nghiệp KSA trở lên tương đối hấp dẫn với mức giá này.

Tổng CTCP Khoáng sản Na Rì Hamico (KSS)

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010 KSS đạt 427 tỷ doanh thu và 58,1 tỷ lợi nhuận sau thuế tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2009 hoàn thành 96% kế hoạch doanh thu và 76% kế hoạch lợi nhuận. Theo thông tin từ doanh nghiệp quý 4/2010 là mùa có thời tiết thuận lợi cho doanh nghiệp khai thác chế biến, sắt và vàng đều tăng trong quý 4 ngoài ra KSS sẽ khánh thành công trình chợ Bắc Cạn (tổng mức đầu tư là 47 tỷ) và KSS sẽ hoàn thành kế hoạch 76,6 tỷ lợi nhuận sau thuế. Năm 2011 nền kinh tế phục hồi nhu cầu khoáng sản sẽ lớn, giá các loại khoáng sản kim loại sẽ tăng nhưng quặng sắt là 1 mặt hàng sẽ bị hạn chế xuất khẩu để phục vụ cho nhu cầu trong nước nên hạn ngạch xuất khẩu ít hơn, thuế xuất khẩu áp dụng cho sắt sẽ tăng lên (20% tăng lên 40%). Bên cạnh đó vấn đề an toàn môi trường của các dự án Bauxit đang gặp phải nhiều phản đối của dư luận, ĐHCĐ không thông qua phát hành trái phiếu riêng lẻ nên tiến độ, hiệu quả của dự án Bauxit của KSS sẽ bị ảnh hưởng. Tuy nhiên với mức EPS năm 2010 là 3.167 đồng/CP, mức giá 26.000 đồng/CP ngày 10/1/2011 thì PE của KSS sẽ là 8,2.

CTCP Tài nguyên (TNT)

TNT là công ty khá trẻ mới được thành lập từ năm 2006, sau thời gian xây dựng đầu tư năm 2010 công ty đã đi vào hoạt động ổn định đồng thời giá các kim loại đều tăng nên lũy kế 9 tháng đầu năm 2010 TNT đạt 26,97 tỷ doanh thu và 15,2 tỷ lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm 2009 nhưng chỉ đạt được 22% kế hoạch doanh thu và 41% kế hoạch lợi nhuận sau thuế. Kế hoạch doanh thu lợi nhuận đặt ra dựa trên dự kiến sẽ hoạch toán 35% lợi nhuận từ dự án chung cư Nhân Chính mà TNT góp 25% vốn đảm nhận phần cung cấp tài chính, nguyên vật liệu và bán hàng cho dự án. Tuy nhiên dự án này hiện đang phải tạm dừng triển khai để chờ kết quả báo cáo của Bộ Quốc Phòng lên Thủ tướng. Có thể thấy 9 tháng đầu năm 2010 thì doanh thu lợi nhuận của TNT chủ yếu được đem lại từ mảng khoáng sản, theo chủ tịch HĐQT Nguyễn Gia Long công ty sẽ cố gắng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận mà chưa cần phải hạch toán lợi nhuận từ dự án Nhân Chính, 2 tháng 10 và 11/2010 TNT đạt 51 tỷ doanh thu và dự kiến sẽ tăng mạnh trong tháng 12 sẽ tăng mạnh do đó khả năng hoàn thành kế hoạch là rất cao, theo kế hoạch thì EPS năm 2010 của TNT sẽ là 4.343 đồng/CP. Hiện TNT đẩy mạnh hoạt động sang mảng bất động sản, đang triển khai một số dự án lớn là dự án tổ hợp tại Trung Hoà Nhân Chính (tổng mức đầu tư dự kiến 1000 tỷ, TNT góp 25%, diện tích 9174 m²), dự án đô thị sinh thái Tài Nguyên Ecocity Lương Sơn Hoà Bình (tổng mức đầu tư 4.000 tỷ đồng, vốn đầu tư giai đoạn 1 là 1.750 tỷ, diện tích 98 ha, lợi nhuận dự kiến 1.000-1.500 tỷ trong 5 năm 2011-2015) và xúc tiến các dự án khác tiềm năng như dự án khu đô thị hỗn hợp TNT tại Hoàng Mai, dự án khu đô thị đường vành đai 4. TNT đã thông qua sẽ phát hành thêm tăng vốn điều lệ từ 85 tỷ lên 200 tỷ, đồng thời để triển khai dự án Tài Nguyên Ecocity, TNT sẽ hợp tác đầu tư với SHN và các đối tác Nhật Bản. Năm 2011 lợi nhuận từ khoáng sản, dự án Nhân Chính, dự án Tài Nguyên Ecocity sẽ lớn giúp EPS của TNT không bị pha loãng sau đợt phát hành tăng vốn lên 200 tỷ. TNT hoàn thành kế hoạch thì với

mức giá 22.000 đồng/CP ngày 10/1/2011 thì PE tương ứng là 5,06. Với triển vọng của công ty chúng tôi cho rằng TNT đang ở vùng giá hấp dẫn để mua vào.

CTCP Đầu tư Khoáng sản Tây Bắc (KTB)

KTB là doanh nghiệp mới thành lập tuy nhiên KTB có lợi thế là rất nhiều mỏ tuy nhiên doanh thu lợi nhuận đem lại từ các năm gần đây chưa cao. Năm 2009 sản phẩm chính của KTB là antimon và vàng, mỏ antimon của KTB bé hơn rất nhiều so với mỏ antimon của HGM. Có thể thấy năm 2010 giá antimon tăng gần gấp đôi trong năm 2010 từ 6.000 USD/tấn lên gần 13.000 USD/tấn, antimon được xuất khẩu ra nước ngoài 100% trong khi đó tỷ giá USD/VND tăng và giá vàng cũng mạnh trong năm 2010 đặc biệt trong quý 2/2010 KTB ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường từ việc chuyển quyền khai thác mỏ do đó lũy kế 9 tháng đầu năm 2010 KTB đạt 70,2 tỷ doanh thu và 188,2 tỷ lợi nhuận sau thuế tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2009 đạt 70% kế hoạch doanh thu và 96% kế hoạch lợi nhuận. Năm 2011 hoạt động cơ bản của KTB sẽ đi vào ổn định, nguồn lợi nhuận bất thường có thể có từ việc chuyển nhượng quyền khai thác sẽ không cao như năm nay tuy nhiên doanh nghiệp có rất nhiều mỏ, EPS trailing là 7.066 đồng/CP nên hiện PE trailing của KTB khá thấp chỉ đạt 3,5 tại ngày 10/1/2011 do đó nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư tại KTB.

8. Ngành cao su

Diễn biến giá cao su trong năm 2010

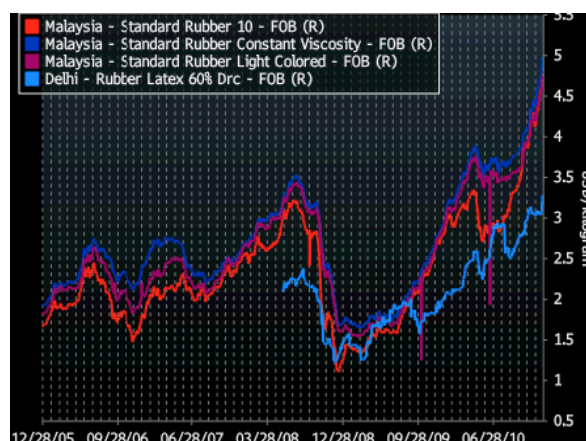
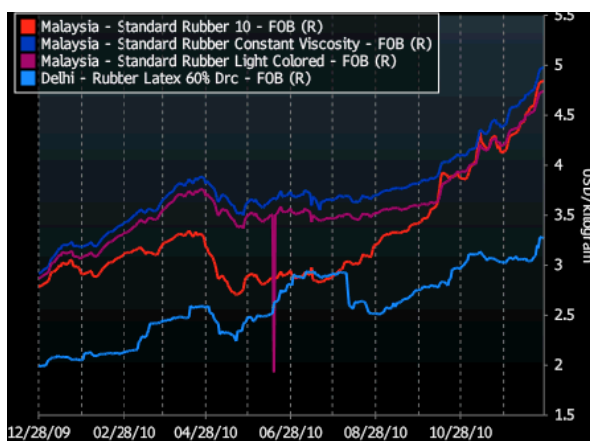
Giá cao su tăng liên tục từ đầu năm đến nay, nguyên nhân của sự tăng giá là nguồn cung sụt giảm do hạn hán đầu năm và mưa lớn ảnh hưởng đến việc cạo mủ ở khắp các đồn điền châu Á trong khi nhu cầu tiêu thụ thì ngày càng tăng cao với sự phục hồi của ngành công nghiệp sản xuất ô tô đặc biệt ở Trung Quốc. Trong báo cáo quý 3 vừa qua chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ điều chỉnh giảm nhẹ khi cao su vào mùa thu hoạch nhưng thực tế mặc dù vào mùa thu hoạch nhưng sản lượng cao su thế giới những tháng cuối năm không tăng mạnh do mưa lớn ở các nước sản xuất cao su như Thái Lan, Ấn Độ, Malaysia và Indonesia đang trong mùa khô hạn nên không cải thiện được sự mất cân đối cung cầu, bên cạnh đó dưới sự tác động của nhiều nhà đầu cơ tham gia thị trường cao su giao sau và tỷ giá hối đoái giữa Mỹ giảm so với tiền của các nước sản xuất cao su nên giá cao su những tháng cuối năm vẫn tiếp tục tăng mạnh nối tiếp xu hướng tăng kể từ đầu năm đến nay, giá cao su đang tăng mạnh lập những kỷ lục mới. Hiện Trung Quốc sẽ tăng dự trữ nếu giá cao su giảm và giá cao su kỳ hạn đều duy trì ở mức cao.

Bảng 14 Biến động giá các loại cao su của Malaysia cùng loại với Việt Nam

Đơn vị: USD/tấn

Loại cao su	SMR 10	SMR CV	SMR L	Latex 60%DRC
Giá 30/12/2010	4.850	4.990	4.750	3.300
Tốc độ tăng giá	72,6%	69,2%	64,4%	65,8%

Biểu đồ 37 Biến động giá cao su trong 1 năm Biểu đồ 38 Biến động giá cao su trong 5 năm



Nguồn: Bloomberg

Theo Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn ước tính năm 2010 Việt Nam xuất khẩu 773 nghìn tấn, kim ngạch đạt 2,32 tỷ USD tăng 5,7% về lượng nhưng kim ngạch tăng tới 89,1%. Trong tháng 12 giá cao su xuất khẩu của Việt Nam đạt mức cao nhất lịch sử trên 5.000 USD/tấn, giao dịch trong nước là 95-100 triệu đồng/tấn tăng gần gấp đôi so với đầu năm. Trong đó loại cao su xuất khẩu chủ yếu là: SVR 3L, SVR10..., thị trường xuất khẩu chính vẫn là Trung Quốc (chiếm khoảng 60%) và chủ yếu qua đường tiểu ngạch. Theo đó lợi nhuận năm 2010 của ngành cao su đạt xấp xỉ 80.000 tỷ đồng. Như vậy việc đa dạng hoá thị trường xuất khẩu cao su nước ta chưa làm được vì Trung Quốc là nước có nhu cầu cao su lớn nhất thế giới, vị trí địa lý thuận lợi cho xuất khẩu, xuất khẩu Việt Nam chủ yếu qua đường tiểu ngạch. Do vậy bất cứ sự thay đổi trong chính sách, tình hình kinh tế Trung Quốc sẽ ảnh hưởng ngay tới hoạt động xuất khẩu cao su của Việt Nam.

Triển vọng giá cao su

Sự mất cân đối về cung cầu cao su sẽ chưa được cải thiện trong nhiều năm tới. Trung Quốc là nước tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới hiện đang thực hiện biên pháp thắt chặt chính sách tiền tệ, nâng lãi suất cơ bản, hạ nhiệt thị trường địa ốc tuy nhiên hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn tăng mạnh, nền kinh tế vẫn tăng trưởng đồng thời nền kinh tế Mỹ có dấu hiệu tăng trưởng tốt với tỷ lệ thất nghiệp giảm và tăng trưởng sản xuất cao của Mỹ. Do đó nhu cầu tiêu thụ cao su của Trung Quốc, Mỹ vẫn tăng lên. Bên cạnh đó sự tăng giá trở lại của giá dầu cũng sẽ góp phần đẩy giá cao su tăng lên, hiện giá dầu đã tăng lên 89,9 USD thùng dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên 100 USD/thùng. Năm 2010 dự kiến sản lượng tiêu thụ là 10,43 triệu tấn tăng 8% so với năm 2009 sau đó năm 2011 dự kiến sẽ tăng 4,9% so với năm 2010, sau đó tăng nhẹ đến năm 2020 với mức 3-4%/năm. Trong khi đó nguồn cung tiếp tục không có dấu hiệu được cải thiện, khi nguồn cung tiếp tục khan hiếm giá cao su vẫn có thể cao thì dòng tiền đầu cơ sẽ vẫn tiếp tục ở trên thị trường. Theo dự báo của hiệp hội cao su thế giới nhu cầu cao su sẽ tiếp tục ở mức cao trong 10 năm tới khi nền kinh tế thế giới phục hồi sau khủng hoảng đặc biệt là ngành công nghiệp ô tô đang phục hồi (ngành sản xuất sắt thép sử dụng 70% cao su thiên nhiên) và ngành công nghiệp ô tô dự kiến sẽ tăng trưởng cao trong các năm tới ở Nhật Bản, Trung Quốc, Ấn Độ, nhu cầu lốp xe khách và xe thương mại tăng trung bình lần lượt là 5,1%/năm, 7,28%/năm. Trong khi đó nguồn cung có xu hướng giảm diện tích cao su Trung Quốc thu hẹp, lượng cây già cỗi tăng, diện tích trồng cao su tại Thái Lan cũng giảm bởi mức phụ thu đối với diện tích tái canh cao. Nhu cầu tiêu thụ cao su sẽ lên khoảng 14 triệu tấn/năm trong khi sản lượng cao su khai thác chỉ đạt 10 triệu tấn/năm.

Nắm bắt được xu hướng đó tại Việt Nam các doanh nghiệp cao su đang lên kế hoạch mở rộng diện tích trong thời gian tới, ngoài mở rộng cao su ở các vùng đất mới như Tây Bắc, Bắc Trung Bộ, Nam Trung Bộ các doanh nghiệp còn hướng đầu tư ra nước ngoài như Lào, Campuchia, Myanmar và Nam Phi...

Triển vọng doanh nghiệp cao su trong thời gian tới

Các doanh nghiệp cao su có những lợi thế nhất định như về ưu đãi lãi vay, thuế thu nhập doanh nghiệp tuy nhiên các doanh nghiệp cao su chịu rủi ro về thời tiết. Năm 2010 giá cao su và tỷ giá tăng mạnh mang về lợi thế kép cho doanh nghiệp cao su, ngoài ra giá gỗ cũng tăng giúp các doanh nghiệp thu về lợi nhuận khá lớn khi thanh lý cây. Mặt khác khi giá cao su tăng mạnh và duy trì ở mức giá cao thì tốc độ tăng lợi nhuận sẽ cao hơn tốc độ tăng doanh thu. Năm 2011 hầu hết các doanh nghiệp sản lượng đều sẽ giảm theo cơ cấu tuổi cây của các doanh nghiệp nên triển vọng doanh nghiệp phụ thuộc rất nhiều vào triển vọng tăng giá cao su. Giá cao su, tỷ giá trong thời gian tới sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao nên triển vọng các doanh nghiệp cao su sẽ tiếp tục tốt như năm nay. Trước mắt trong thời gian tới khi vào mùa cao su rụng là từ tháng 2-4 nguồn cung sẽ giảm mạnh, theo báo cáo của Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên thì nguồn cung cao su thế giới sẽ khan hiếm trầm trọng từ tháng 2-5/2011 nên giá cao su sẽ được hỗ trợ duy trì ở mức cao. Hiện nay giá cao su tương đối cao nên trong thời gian tới sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao hiện nay, khi sự chênh lệch cung cầu trở lên rõ ràng thì giá cao su sẽ bứt phá lên mức giá cao hơn.

Đánh giá các doanh nghiệp cao su đang niêm yết trên sàn

Các doanh nghiệp khai thác cao su đang niêm yết trên sàn hoạt động khá tập trung vào hoạt động chính là khai thác và sơ chế cao su, có khả năng sinh lời cao và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản thấp, Ngoại trừ PHR các doanh nghiệp còn lại đều có khả năng toán cao. DPR, TRC có các tỷ suất lợi nhuận, ROA cao nhưng PHR lại có ROE cao nhất nhờ tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động cao hơn. TNC có khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động thấp nhất, có tỷ lệ nợ thấp nên khả năng thanh toán của TNC cao nhất. Như vậy theo các yếu tố cơ bản thì TRC, DPR, PHR là những doanh nghiệp có chỉ tiêu cơ bản tốt hơn so với HRC và TNC. Năm 2010 giá cao su tăng mạnh, tỷ giá duy trì ở mức cao, giá gỗ tăng là những lợi thế của doanh nghiệp khai thác cao su. Quý 3/2010 vào mùa khai thác nên sản lượng tăng cao và giá cao su tiếp tục tăng, duy trì ở mức cao nên lợi nhuận sau thuế quý 3 tăng cao hơn so với quý trước và cùng kỳ năm 2009. Khi giá cao su tăng thì những doanh nghiệp lớn sẽ lợi thế hơn điều này được thể hiện ở tốc độ tăng trưởng mạnh lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm 2010 so với cùng kỳ 2009 như PHR và DPR. Hầu hết các doanh nghiệp khai thác đang niêm yết trên sàn đều đạt và vượt mức kế hoạch lợi nhuận trước thuế đã đặt ra. TNC, HRC đặt ra kế hoạch thấp hơn so với các doanh nghiệp khác nên 9 tháng đầu năm 2010 đã vượt xa kế hoạch. Thông thường sản lượng khai thác tập trung lớn vào quý 4 chiếm đến 40% tuy nhiên doanh nghiệp sẽ tùy vào hợp đồng, diễn biến giá cao su sẽ phân bổ sản lượng tiêu thụ trong quý 4 và dự trữ cho nửa đầu năm 2011 khi mà cao su ngừng khai thác. Hiện giá cao su ở mức tương đối cao chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp cũng sẽ dành một tỷ lệ đáng kể để tiêu thụ trong quý 4 nên doanh thu lợi nhuận của các doanh nghiệp cả năm sẽ vượt xa hơn so với năm 2009. Năm 2011 hầu hết các doanh nghiệp sản lượng đều sẽ giảm theo cơ cấu tuổi cây của các doanh nghiệp nên triển vọng doanh nghiệp phụ thuộc rất nhiều vào triển vọng tăng giá cao su.

Bảng 15 Tổng hợp một số chỉ tiêu doanh nghiệp ngành cao su

Mã	LNST Q3/2010	+/- Q2/2010	+/- Q3/2009	LNST 9T 2010	+/- 9T 2009	% HTKH LNTT	EPS 9T2010	EPS Forward 2010	PE forward 7/1/2010
DPR	121	146%	84%	219	94%	103%	5.084	8.744-8.975	7.4-7.5
PHR	129	16%	77%	318	125%	120%	3.916	5.890	6.4
HRC	31	76%	29%	76	63%	137%	4.392	6.556	9.5

TRC	70	26%	58%	146	60%	99%	4.883	8.851- 8.986	7.5-7.6
TNC	11,5	67%	21%	30,9	61%	149%	1.605	2.545	6.8

Nguồn: VCBS tổng hợp và ước tính

CTCP Cao su Đồng Phú (DPR)

11 tháng đầu năm 2010 DPR đã đạt được 307 tỷ lợi nhuận trước thuế trong đó trung bình tháng 10-11 là 37,7 tỷ trong đó gần như hoàn toàn là lợi nhuận từ hoạt động khai thác cao su. Chỉ trong 2 tháng DPR đã vượt kế hoạch 60 tỷ lợi nhuận trước thuế DPR đã đặt ra cho quý 4/2010. Giá cao su tháng 12 cao hơn giá cao su tháng 11, tháng 12, theo kế hoạch sản lượng tiêu thụ cả năm DPR đặt ra thì sản lượng tiêu thụ cao su trong tháng 12 sẽ cao hơn nhiều so với tháng 10, tháng 11. Trên cơ sở đó lợi nhuận trước thuế quý 4/2010, lợi nhuận sau thuế 2010 tương ứng khoảng 135-145 tỷ, 350-359 tỷ. EPS forward 2010 tương ứng khoảng 8.744-8.975 đồng/CP. DPR dự kiến điều chỉnh tỷ lệ chi trả cổ tức từ 20% lên 30%, trong tháng 12/2010 DPR tạm ứng cổ tức đợt 1 tỷ lệ chi trả 15%.

CTCP Cao su Tây Ninh (TRC)

11 tháng đầu năm 2010 TRC đạt 620 tỷ đồng và 237,5 tỷ lợi nhuận trước thuế, theo kế hoạch 2 tháng của TRC thì sản lượng khai thác và sản lượng tiêu thụ của TRC tháng 12 sẽ bằng tháng 11 với diễn biến giá cao su tháng 12 đồng thời trong quý 4 TRC dự kiến sẽ thanh lý 300 ha cao su trên cơ sở đó chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế 2010 của TRC sẽ khoảng 283-288 tỷ, lợi nhuận sau thuế lũy kế cả năm 262-266 tỷ, EPS forward 2010 tương ứng 8.851- 8.986 đồng/CP. TRC điều chỉnh tăng tỷ lệ trả cổ tức lên 30%.

CTCP cao su Phước Hoà (PHR)

PHR là doanh nghiệp có diện tích, sản lượng, vốn lớn nhất trong các công ty khai thác cao su đang niêm yết trên sàn. Mặc dù không được ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp như các công ty cao su đang niêm yết trên sàn nhưng PHR có cơ cấu sản phẩm cao su có giá trị cao hơn so với các doanh nghiệp khác, khi giá cao su tăng giá thì doanh nghiệp có sản lượng lớn sẽ có nhiều lợi thế hơn do đó tốc độ tăng doanh thu lợi nhuận sẽ cao hơn so với các doanh nghiệp khác. Năm 2010 PHR đạt 1.982 tỷ doanh thu và 471 tỷ lợi nhuận sau thuế, EPS năm 2010 của PHR là 5.890 đồng/CP. PHR có nhiều dự án, dự kiến dòng tiền từ các dự án những chỉ tăng mạnh kể từ năm 2013. Như vậy năm 2011 dòng tiền từ các dự án chưa có nhiều, trong khi đó sản lượng cao su khai thác sẽ sụt giảm bởi cơ cấu vườn cây nên triển vọng trong năm tới của doanh nghiệp sẽ phụ thuộc rất nhiều vào diễn biến giá cao su.

CTCP Cao su Hoà Bình (HRC)

HRC là doanh nghiệp cao su mà có tỷ lệ đầu tư tài chính nhiều nhất nhưng các dự án lớn của HRC vẫn là các dự án trồng và khai thác cao su. HRC hiện đang thanh lý trồng mới nên sản lượng sụt giảm cùng với chi phí gia tăng do các dự án HRC mới ở giai đoạn đầu tư nên nhu cầu vốn thì nhiều mà lợi nhuận sinh ra chưa nhiều do đó doanh thu lợi nhuận sẽ bị sụt giảm nếu sự tăng lên của giá cao su không đủ bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng (sản lượng bắt đầu tăng lên kể từ năm 2015). Nên trong các năm tới đây nếu mức giá không tăng hoặc tăng mà không bù đắp được sự sụt giảm sản lượng thì doanh thu lợi nhuận sẽ sụt giảm. Theo kết quả 11 tháng đầu năm 2010 chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của công ty là 112 tỷ EPS năm 2010 tương ứng là 6.556 đồng/CP.

Như vậy có thể thấy tất cả những lợi thế của doanh nghiệp cao su hầu như đã được phản ánh vào giá cổ phiếu nhưng hiện thị giá của các cổ phiếu cao su đang niêm yết trên sàn cũng ở mức khá lớn, PE trailing cũng ở mức 7-11.5 trong khi hiện nay có rất nhiều cổ phiếu có mức PE thấp hơn nên mặc dù doanh nghiệp tăng trưởng mạnh doanh thu lợi nhuận trong năm nay và triển vọng trong các năm tới khá tốt, tỷ lệ cổ tức điều chỉnh tăng nhưng

đường như các cổ phiếu cao su không thể tăng nhiều được. Chúng tôi cho rằng các cổ phiếu cao su rất cơ bản, cổ tức chi trả cao nên rất phù hợp cho các tổ chức đầu tư. Hiện nay có thể thấy mức giá của HRC đất tương đối so với các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết trên sàn nên nếu nhà đầu tư nếu mua có thể xem xét đầu tư ngắn hạn tại PHR, TNC và đầu tư dài hạn đối với TRC, DPR.

Bảng 16 So sánh một số chỉ tiêu doanh nghiệp ngành cao su đang niêm yết

Mã	Tổng Tài Sản (tỷ)	Vốn điều lệ (tỷ)	Tỷ suất LN ròng	EPS Trailing	BV	P/E	P/B	ROA	ROE	Nợ/ VCSH	Giá 7/1/2011
DPR	1,468	430	34%	7,527	26,098	8.8	2.5	22%	29%	26%	66,000
HRC	448	173	27%	5,411	22,791	11.5	2.7	21%	24%	12%	62,000
PHR	2,145	813	24%	5,386	15,283	7.0	2.5	20%	35%	60%	37,800
TRC	875	300	34%	7,107	22,507	9.4	3.0	24%	32%	29%	67,000
TNC	281	193	24%	2,162	13,059	8.0	1.3	15%	17%	12%	17,200

(Dữ liệu dựa trên BCTC Q3/2010; các chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận, ROA, ROE tính trên lũy kế 4 quý đến quý 3/2010)

9. Ngành hàng tiêu dùng

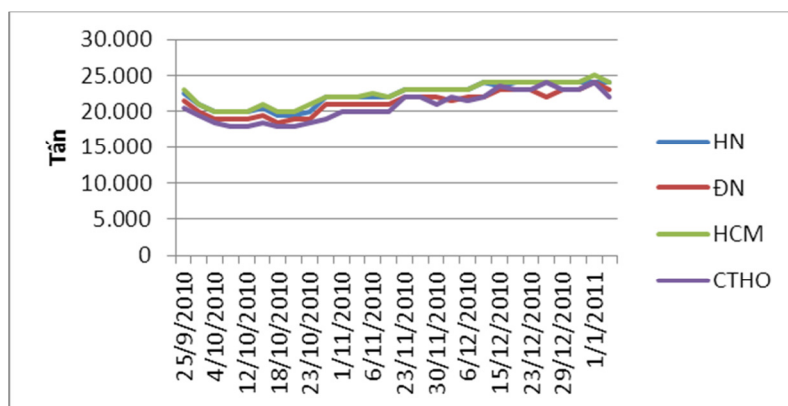
Mía Đường

Niên vụ mía đường 2009-2010 đã kết thúc vào cuối tháng 5/2010 với sản lượng đường kính là 857 nghìn tấn. Trong niên vụ này do ảnh hưởng bởi thời tiết xấu từ tháng 9 đến tháng 11/2009 nên sản lượng đường thiếu hụt không đáp đủ nhu cầu, là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến giá đường nóng trong thời gian qua. Vào niên vụ mới 2010-2011, theo số liệu từ Tổng cục Thống kê Việt Nam, sản lượng đường kính từ đầu tháng 9/2010 (đầu niên vụ) đến cuối tháng 12/2010 là khoảng 291,6 nghìn tấn, tăng trưởng 8% so với cùng kỳ. Mặc dù niên vụ mía đường mới đã bắt đầu vào tháng 9/2010 và giá đường có giảm nhiệt nhưng giá đường trên thị trường vẫn duy trì mức giá cao sau đó. Cụ thể, vào ngày 25/9/2010, giá đường trắng bán lẻ ở TPHCM là 23.000 đồng/kg và giảm dần xuống còn 20.000 đồng/kg ngày 20/10/2010; nhưng sau đó, giá đường trắng trên thị trường này quay lại mức giá cao ngày 25/9/2010 và duy trì mức giá cao kỷ lục trong năm 2010 là 24.000 đồng/kg cho đến hết năm 2010. Ba thị trường lớn khác là Hà Nội, Đà Nẵng và Cần Thơ cũng có cùng nhịp điệu giá như thị trường HCM. Giá đường trong nước năm 2010 tăng cao có những nguyên nhân sau:

- ✚ Cung trong nước không đủ đáp ứng cầu. Kết thúc niên vụ mía đường 2009-2010, toàn ngành sản xuất được 857 nghìn tấn. Nếu cộng thêm hạn ngạch nhập khẩu đường 150 nghìn tấn của Bộ Công Thương thì lượng đường thiếu hụt năm 2010 là khoảng 100 nghìn tấn.
- ✚ 150 nghìn tấn đường hạn ngạch nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước được cấp trong tình hình đường thế giới tăng cao. Trung bình giá đường tinh luyện thế giới trong năm 2010 là 27,78 cents/pound, tăng 26% (yoy). Sự lo ngại sụt giảm nguồn cung đường từ các nước sản xuất đường lớn trên thế giới như Brazil, Ấn Độ và Úc do thời tiết xấu đã đẩy giá đường tăng cao.
- ✚ Giá nguyên liệu mía tăng cao: Vào thời điểm tháng 1/2010, giá mía ở Hậu Giang chỉ vào khoảng 800-1.000 đồng/kg thì đến giữa tháng 3 mức giá này đã tăng lên 1.200-1.250 đồng/kg. Theo tính toán của các nhà máy, chi phí nguyên liệu chiếm tới 60-65% tổng giá thành đường, do vậy, giá mía tăng đã ảnh hưởng rất lớn đến chi phí sản xuất đường.

Nhận định giá đường trong nước niên vụ 2010-2011, chúng tôi cho rằng giá đường có nhiều khả năng tiếp tục duy trì mức giá cao khi tình trạng thiếu nguồn cung mía nguyên liệu dự báo sẽ lặp lại trong niên vụ này dẫn đến cuộc chạy đua tăng giá mua mía nguyên liệu. Vụ mía 2010-2011, tổng diện tích mía toàn vùng ĐBSCL (vùng mía lớn của quốc gia) là 48 nghìn ha, sản lượng ước đạt khoảng 3,2 triệu tấn trong khi các nhà máy trong vùng có kế hoạch ép mía trong niên vụ là 3,6 triệu tấn. Do đó mía nguyên liệu thiếu khoảng 400 nghìn tấn. Ngoài ra, một phần nhu cầu tiêu thụ đường của Việt Nam được đáp ứng bằng đường nhập khẩu trong tình hình nguồn cung đường hạn chế từ các nước xuất khẩu đường lớn trên thế giới do chịu tác động bởi thời tiết xấu.

Biểu đồ 39 Giá đường kính bán lẻ trong quý IV/2010 ở 4 thị trường lớn của Việt Nam



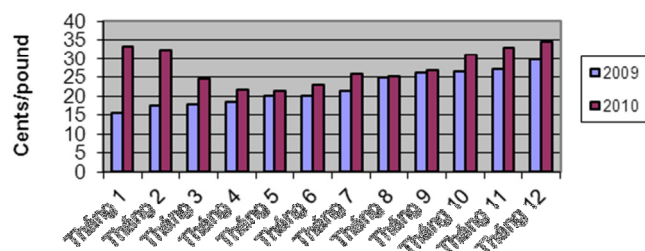
Các sản phẩm sữa

Ngành sữa Việt Nam trong năm 2010 ghi nhận 3 sự kiện chính như sau: (1) Ban hành thông tư 112 kiểm soát việc tăng giá sữa; (2) Sữa bột ngoại nhập giữ thị phần cao và (3) Xây dựng vùng nguyên liệu sữa

Trong năm 2010, có ít nhất 4 lần giá sữa bột tăng. Lần tăng giá sữa gây nhiều tranh cãi trên thị trường là vào tháng 8. Bộ Tài Chính, ngày 21/8/2010, đã ban hành thông tư số 122/2010/TT-BTC yêu cầu các doanh nghiệp nhập khẩu sữa phải chứng minh tính hợp lý của giá bán tại thị trường Việt Nam. Nhưng không đợi thông tư 112 có hiệu lực vào ngày 01/10/2010, giá nhiều loại sữa bột đã tăng vào tháng 9/2010. Từ đầu tháng 10/2010 đến cuối năm giá nhiều mặt hàng sữa ổn định. Năm nay, nhiều mặt hàng sữa giá đã tăng 12-17% so với đầu năm.

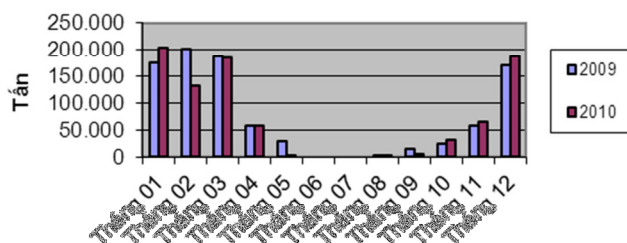
Mặc dù giá sữa tăng cao và nhiều lần nhưng sức tiêu thụ không hề sụt giảm. Ngược lại, tốc độ tăng trưởng doanh

Biểu đồ 40 Giá đường tinh luyện thế giới năm 2010



(Nguồn: Bộ Công Thương)

Biểu đồ 41 Sản lượng đường tinh luyện thế giới năm 2010



(Nguồn: USDA)

thu trung bình ngành sữa khá cao, đạt 18%/năm. Tuy nhiên, các nhà chế biến sữa trong nước cũng phải đối mặt với cạnh tranh khốc liệt từ các sản phẩm sữa nhập khẩu. Ở phân khúc thị trường sữa đặc có đường, sữa nước và sữa chua, doanh nghiệp trong nước có khả năng cạnh tranh cao do tỷ lệ sữa tươi trong nước sản xuất được ngày càng cao. Nhưng ở thị phần sữa bột các loại, sữa ngoại nhập chiếm ưu thế vượt trội do doanh nghiệp trong

nước phải nhập khẩu 100% nguyên liệu, thiết bị, công nghệ. Sữa bột nhập khẩu hiện chiếm thị phần khá cao trên thị trường (khoảng 72%) tập trung chủ yếu vào 4 hãng sữa lớn của nước ngoài (bảng số liệu). Với tỷ lệ này 4 hãng sữa hoàn toàn có thể dẫn dắt thị trường và quyết định giá bán.

Bảng 17 Biến động giá bán sữa ngoại nhập

Các đợt tăng giá bán sữa ngoại nhập	
Tháng 1	4-9%
Tháng 3	4-5%
Tháng 8	8%
Tháng 9	10%

Bảng 18 Thị phần sữa tại Việt Nam

Nước ngoài	72%	Trong nước	28%
Trong đó		Trong đó	
Abbott	32%	Vinamilk	20%
Dutch Lady	16%	Nutifood	5%
Dumex	8%		
Nestle	4%		

(Nguồn: VCBS tổng hợp)

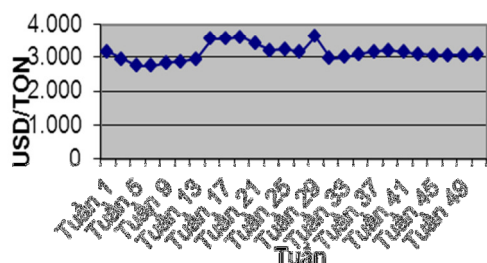
Mức tiêu thụ sữa bình quân trên đầu người của Việt Nam hiện nay là 14,8 kg/người/năm trong khi nhiều nước khu vực châu Á là 35 kg/người/năm, ở các nước phát triển là 100 kg/người/năm. Điều đó cho thấy tiềm năng tăng trưởng của ngành sữa Việt Nam trong tương lai rất lớn. Tuy nhiên, nếu nguồn sữa nguyên liệu vẫn không cung ứng đủ cho chế biến và phải bổ sung bằng sữa ngoại nhập như hiện nay thì cơ hội chỉ dành cho các hãng sữa lớn nước ngoài. Ý thức tầm quan trọng của vấn đề, ngành sữa Việt đang xây dựng vùng sữa nguyên liệu khẩn trương hơn bao giờ hết. Cuối năm 2010, Việt Nam đã có 145 nghìn bò sữa cung ứng 320 nghìn tấn sữa tươi, đáp ứng 22% nguyên liệu cho các nhà máy chế biến sữa. Đến năm 2020, Việt Nam đặt mục tiêu có 469,7 nghìn bò sữa cung ứng 1.036 nghìn tấn sữa tươi đáp ứng 40% nguyên liệu sữa cho chế biến.

Bảng 19 Dự báo sản lượng sữa tươi Việt Nam 2010-2020

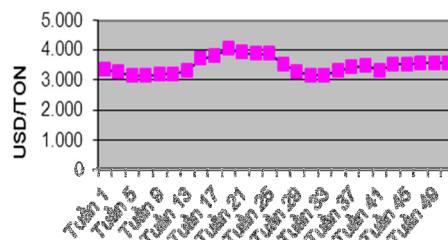
Năm	Số bò sữa	SL sữa (tấn)	Tăng trưởng (%)
2009	115.518	278.190	15
2010	145.000	320.000	15
2012	192.000	423.000	15
2015	291.000	643.500	15
2020	469.700	1.036.315	10

Nguồn: Cục chăn nuôi

Biểu đồ 4211 Giá XK sữa bột gầy tại Châu Úc năm 2010



Biểu đồ 43 Giá XK sữa bột nguyên kem tại Châu Úc năm 2010



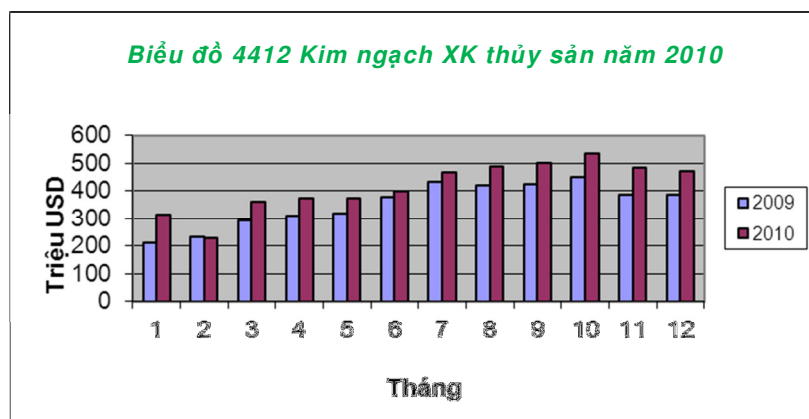
Nhận định thị trường sữa trong năm 2011

Giá sữa nhiều khả năng sẽ ổn định cho đến Tết Nguyên đán Tân Mão hoặc hết quý I/2011. Cuối năm 2010 và những ngày đầu năm 2011, giá sữa nguyên liệu nhập khẩu và giá sữa bột thành phẩm nhập khẩu trên thế giới không biến động. Mặt khác, Ngân hàng Nhà nước không điều chỉnh tỷ giá giữa đồng Việt Nam với đồng USD

nên các doanh nghiệp kinh doanh sữa chưa có cơ sở tăng giá. Thêm vào đó, thông tư 122 của Bộ Tài Chính yêu cầu các doanh nghiệp kinh doanh chế biến sữa phải đăng ký và kê khai giá. Gần đây hơn, Bộ Tài Chính ban hành chỉ thị số 05/CT-BTC kiên quyết yêu cầu các doanh nghiệp kinh doanh sữa không tăng giá khi các yếu tố hình thành giá không thay đổi. Tuy nhiên, có một vấn đề khác lại chưa thể làm sáng tỏ, đó là sự liên kết độc quyền để làm giá trên thị trường, vì cả nhà sản xuất và nhà nhập khẩu đều của chính hãng; mặt khác, các cơ quan chức năng cũng chỉ có thể buộc các DN niêm yết và kê khai cách tính toán và cấu thành giá tại thị trường VN mà không thể kiểm soát được giá bán của các hãng sữa từ nước ngoài. Bên cạnh đó, việc giá các hãng sữa tăng giá đồng loạt trong năm 2010 cho thấy dấu hiệu liên kết của một số nhà nhập khẩu khi thị phần sữa bột ngoại nhập chiếm 72%. Vì vậy, nếu chưa có biện pháp kiểm soát khả thi, trong năm 2011 giá sữa vẫn có nhiều khả năng sẽ tăng.

10. Ngành Thủy sản

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê Việt Nam, giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam cả năm 2010 ước tính đạt 4,99 tỷ USD, tăng trưởng khoảng 18% (yoy). Kết quả đánh dấu một năm thành công của ngành thủy sản nước nhà trong hoàn cảnh kinh tế Việt Nam còn nhiều khó khăn và kinh tế thế giới đang hồi phục sau suy thoái. Trong đó, tôm và cá tra là 2 mặt hàng chủ lực tạo nên thành công lớn của ngành khi giá trị kim ngạch xuất khẩu của mỗi mặt hàng đều vượt ngưỡng giá trị 1 tỷ USD; đặc biệt, xuất khẩu tôm đã mang về cho ngành giá trị cao kỷ lục từ trước đến nay hơn 2 tỷ USD.



(Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam)

Mặt hàng tôm

Có thể nói năm 2010 là năm thành công rực rỡ của xuất khẩu tôm Việt Nam từ trước đến nay. Sự thành công trong thử nghiệm nuôi tôm chân trắng làm đa dạng hóa nguồn tôm xuất khẩu của Việt Nam. Hiện tôm chân trắng đang giữ vị trí thứ 2 (sau tôm sú) chiếm gần 20% tổng giá trị xuất khẩu tôm. Qua 11 tháng đầu năm, xuất khẩu tôm chân trắng đạt khối lượng 56 nghìn tấn, trị giá 369,9 triệu USD, chiếm lần lượt 26% và 20% trong tổng xuất khẩu tôm. Tôm chân trắng hiện đang được ưa chuộng ở thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản. Xuất khẩu tôm sú 11 tháng năm 2010 đạt khối lượng 128,9 nghìn tấn trị giá 1,3 tỷ USD, tăng 42,4% về khối lượng và 58,8% về giá trị (yoy), chiếm 58% về khối lượng và 68% về giá trị trong tổng kim ngạch xuất khẩu tôm. Bên cạnh các thị trường truyền thống là Mỹ, Nhật và EU, các doanh nghiệp xuất khẩu tôm không ngừng nỗ lực mở rộng thị trường xuất khẩu nhằm hạn chế rủi ro về giá xuất khẩu khi thị trường truyền thống có diễn biến bất lợi ảnh hưởng đến sức tiêu thụ mặt hàng này. Năm nay, Việt Nam đã xuất khẩu tôm đến 92 quốc gia, tăng 10 nước so với cùng kỳ. Quan trọng hơn, mỗi doanh nghiệp xuất khẩu tôm đã ý thức hơn trong kinh doanh vì sự phát triển bền vững chung của cả khối doanh nghiệp. Cụ thể, sự thống nhất trong chiến lược giá xuất khẩu tôm đã giữ giá tôm trên thị trường thế giới ổn định: trung bình giá xuất khẩu sang thị trường Mỹ là 10,6 USD/KG, tăng 16%; EU 7,3 USD/kg, tăng 8%.v.v. Sự cổ tràn dầu Vịnh Mê-hi-cô và sự thiếu hụt tôm nguyên liệu ở một số nước châu Á trong khi nhu cầu tiêu thụ tôm thế giới tăng do các ngày lễ lớn như Giáng Sinh và tết Dương lịch là cơ hội cho Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu tôm. Ở các thị trường truyền thống, sức tiêu thụ tôm xuất khẩu Việt Nam tăng mạnh (số liệu trong bảng dưới)

Bảng 20 Sức tiêu thụ tôm theo thị trường xuất khẩu chính

Thị trường	11 tháng 2010		So với 2009 (%)	
	Khối lượng (nghìn tấn)	Giá trị (triệu USD)	Khối lượng	Giá trị
Nhật Bản	57,2	528,1	8,2	14,9
EU	41,8	306,8	8,7	17,7
Mỹ	48	511,6	20,3	40,3

(Nguồn: VASEP)

Nhận định về xuất khẩu tôm Việt Nam trong năm 2011

Tôm sú và tôm chân trắng tiếp tục giữ vai trò chủ đạo trong tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu tôm do những thành công có được của 2 mặt hàng này trong năm 2010. Tận dụng cơ hội nguồn cung tôm nguyên liệu ở một số nước châu Á giảm và một số nước chuyển hướng tập trung vào thị trường nội địa như Canada, Trung Quốc, Brazil.v.v, các doanh nghiệp trong ngành đẩy mạnh lấp khoảng trống thị trường lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản và mở rộng thêm những thị trường mới như Trung Quốc và Hồng Kông. Mặt khác, rút kinh nghiệm từ sự cố Trifluralin, các cơ quan chứng năng sẽ tăng cường kiểm tra, ngăn chặn nạn tôm chứa tạp chất và hỗ trợ các doanh nghiệp mở rộng nuôi tôm theo mô hình có khả năng truy xuất nguồn gốc đạt tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm nhằm tạo dựng hình ảnh tốt về con tôm Việt Nam. Đặc biệt, ngành tôm sẽ tiếp tục duy trì sự hợp tác chặt chẽ từ hộ nuôi tôm đến các doanh nghiệp xuất khẩu tôm nhằm đảm bảo chất lượng sản phẩm luôn ổn định và giữ mức giá xuất khẩu hợp lý vì sự phát triển chung. Dựa trên những thuận lợi từ thị trường và tiềm năng trong nước, dự báo kim ngạch xuất khẩu tôm năm 2011 là 2,1 tỷ USD, tương đương với năm 2010.

Mặt hàng Cá tra

Tuy cá tra dự tính cả năm 2010 sẽ đạt giá trị kim ngạch xuất khẩu khoảng 1,39 tỷ USD nhưng vẫn không đạt được mức kế hoạch đề ra là 1,5 tỷ USD trong khi khối lượng xuất khẩu cả năm ước tính là khoảng 645 nghìn tấn, mức cao nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Việc lỡ hẹn này là do chạy đua hạ giá xuất khẩu cá tra và vi phạm quy định chất lượng cá tra xuất khẩu của nhiều doanh nghiệp trong ngành.

Giá xuất khẩu cá tra giảm: Những năm qua, ngày càng có nhiều doanh nghiệp tham gia vào kinh doanh chế biến cá tra xuất khẩu dẫn đến cuộc chạy đua hạ giá bán xuất khẩu, gây thiệt hại cho chính bản thân mỗi doanh nghiệp trong ngành. Chẳng hạn như, thị trường Trung Đông, hằng năm nhập khoảng 80 nghìn tấn cá tra Việt Nam từ 50 doanh nghiệp, năm nay có tới 100 doanh nghiệp tham gia xuất khẩu qua thị trường này, cạnh tranh nhau về giá để xuất được hàng. Vì vậy, trung bình giá xuất khẩu cá tra qua thị trường Mỹ và EU (2 thị trường lớn của Việt Nam) 11 tháng qua năm 2010 là 2,29 USD/kg và 3,24 USD/kg giảm so với giá trung bình cùng kỳ là 2,31 USD/kg và 3,26 USD/kg.

Chất lượng cá tra xuất khẩu chưa được quản lý tốt: Nhiều doanh nghiệp chào bán giá thấp để xuất được hàng nên không tránh khỏi giảm chất lượng sản phẩm. Để có lời ở mức giá bán thấp, nhiều doanh nghiệp đã gian lận không chỉ trọng lượng sản phẩm mà còn cả chất lượng sản phẩm. Những hành vi đó đã làm xấu hình ảnh sản phẩm cá tra độc quyền này của Việt Nam trong mắt khách hàng quốc tế. Vẫn còn nhiều trường hợp một vài doanh nghiệp cố tình mạ băng và sử dụng các chất phụ gia thực phẩm có nguồn gốc phosphate (nhằm mục đích bảo quản) vượt tỷ lệ quy định của Việt Nam để tăng trọng.

Ngoài ra, cá tra Việt Nam đã đối mặt với nhiều sự kiện trong năm 2010 có ảnh hưởng lớn đối với sự phát triển của cá tra Việt Nam trong tương lai như: Bộ Thương Mại Mỹ vừa có quyết định sơ bộ áp thuế chống bán phá 130% đối với các sản phẩm phile cá tra đông lạnh nhập khẩu từ Việt Nam và quyết định sau cùng sẽ được công bố vào tháng 3/2011; Brazil đã đưa cá tra Việt Nam vào danh mục “đặc biệt” và dự kiến có thể áp mức thuế 35% cho cá tra Việt Nam.

Nhận định về xuất khẩu cá tra Việt Nam trong năm 2011

Mục tiêu kim ngạch xuất khẩu cá tra năm 2011 là 1,5-2 tỷ USD. Mặc dù, dự báo nhu cầu thế giới về tiêu thụ cá tra sẽ lớn hơn nguồn cung cấp nhưng muốn đạt được mục tiêu đề ra, ngành cá tra Việt Nam cần phải được cơ cấu lại tập trung vào số lượng cá nguyên liệu hợp lý và mặt bằng giá xuất khẩu vững. Đây là một nhiệm vụ khó mà các cá nhân, tổ chức trong ngành đang cùng nhau nỗ lực thực hiện.

Về sản lượng cá nguyên liệu, giá cá nguyên liệu hiện ở mức khoảng 22.500 đồng-23.500 đồng/kg và lãi cho người nuôi là 4.500-5.500 đồng/kg ở mức giá này. Nguyên nhân giá cá nguyên liệu tăng là do nguồn cung đang thiếu hụt và tình trạng thiếu hụt có thể kéo dài đến vụ thu hoạch vào khoảng tháng 5/2011. Nuôi cá được lãi nhưng nhiều hộ gia đình vẫn thận trọng theo dõi thị trường liệu có nên thả nuôi cá tiếp hay không? Họ lo ngại giá cá nguyên liệu hiện có cao và thu được lãi nhiều nhưng nếu tình trạng ồ ạt nuôi thả cá tra tiếp tục diễn ra như những năm trước thì giá cá nguyên liệu sẽ có thể thấp đến mức lỗ vốn. Vấn đề đặt ra là các cơ quan chức năng cùng các doanh nghiệp đầu ngành cần phối hợp chặt chẽ hiệu quả tính toán số lượng cá nguyên liệu sao cho hợp lý bên cạnh quản lý chặt chẽ những quy định về vệ sinh chất lượng ao nuôi, cá nguyên liệu nhằm sàng lọc những hộ nuôi và doanh nghiệp tự phát chạy theo trào lưu. Có như thế mới có thể vừa đạt mục tiêu đề ra năm 2011 vừa đảm bảo lợi nhuận cho cả hộ nuôi và doanh nghiệp.

Về mặt bằng giá xuất khẩu, VASEP và các thành viên đã thống nhất từ năm 2011 giá sản xuất khẩu cá tra là 2,8 USD/kg. Giá chào bán cá tra xuất khẩu của Việt Nam hiện cũng phổ biến trong khoảng 2,8-3 USD/kg. Nhiệm vụ này phụ thuộc rất nhiều vào sự thành công của nhiệm vụ quy hoạch số lượng cá nguyên liệu hợp lý. Nếu số lượng cá nguyên liệu tăng ồ ạt như những năm qua thì sẽ tái diễn lại cảnh tượng phá giá giữa các doanh nghiệp nhằm xuất được hàng. Ngược lại, cá nguyên liệu thiếu thì giá cá xuất khẩu phải tăng để bù chi phí. Giả sử nếu giá cá xuất khẩu tăng ở mức 3,4 USD/kg thì theo tính toán cá tra Việt Nam sẽ mất khoảng 15% thị phần quốc tế. Đó chưa kể ý thức tuân thủ của mỗi doanh nghiệp vì lợi ích chung của ngành khi thực hiện giá sản xuất khẩu.

Một vài doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành:

Công ty CP Sữa Việt Nam (VNM)

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh 9 tháng đầu năm 2010 rất ấn tượng: doanh thu, lợi nhuận trước thuế, lợi nhuận sau thuế đạt tương ứng là 11.847 tỷ đồng (82,1% kế hoạch), 3.412 tỷ đồng (108,7% kế hoạch), 2.886 tỷ đồng (108,5% kế hoạch); so với cùng kỳ, mức tăng trưởng lần lượt là 50,1%, 69%, 62,6%. Chúng tôi dự báo với tốc độ tăng trưởng này đến cuối năm 2010, công ty sẽ vượt kế hoạch đề ra, cụ thể doanh thu vượt 14,28%, lợi nhuận sau thuế vượt 22,6% và đưa năm 2010 là năm thứ 3 liên tiếp có mức tăng trưởng cao.

Điểm mạnh:

- ✚ Tạo dựng được thương hiệu vững chắc trong nước và có tham vọng đưa tên tuổi VNM lên tầm quốc tế.
- ✚ Danh mục sản phẩm phong phú đa dạng, theo kịp thị hiếu người tiêu dùng.
- ✚ Mạng lưới phân phối rộng khắp, giúp sản phẩm dễ dàng đến tay người tiêu dùng và quảng bá sản phẩm mới.
- ✚ Ban lãnh đạo công ty có năng lực cao, có tầm nhìn tương lai.
- ✚ Nắm giữ 35% thị phần sữa nước, sữa chua uống và ăn.
- ✚ Tập trung đầu tư vào lĩnh vực có chuyên môn hay liên quan, hạn chế dàn đầu tư dàn trải.

Điểm yếu:

- ✚ Nguồn nguyên liệu sữa vẫn còn phụ thuộc nhiều vào nước ngoài.
- ✚ Thị phần sữa bột cao cấp vẫn do các nhãn hiệu sữa nước ngoài chiếm lĩnh.

Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC)

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu của công ty đạt 2.158 (90% kế hoạch) tỷ đồng, tăng 3,3% so với cùng kỳ; lợi nhuận sau thuế đạt 175 (97,2% kế hoạch) tỷ đồng, tăng 10,1% so với 9 tháng đầu năm 2009. Qua 11 tháng đầu năm, VHC đã vươn lên vị trí số 1 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam và vị trí thứ 2 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam về giá trị. Lợi nhuận của công ty có nhiều khả năng tăng mạnh kể từ năm 2012 khi dự án nuôi

cá chêm xuất khẩu có giá trị sinh lời cao hơn cá da trơn thông thường, dự án sản xuất Collagen được khai thác sử dụng.

Điểm mạnh:

- ✚ Là doanh nghiệp kinh doanh chế biến cá tra lớn nhất nhì Việt Nam nên có sức ảnh hưởng tương đối lớn trong ngành cá tra Việt Nam, tạo được vị thế đối với nhà cung cấp cá nguyên liệu trong nước và khách hàng quốc tế.
- ✚ Ngày càng nâng cao tính khép kín trong sản xuất khi xây dựng vùng cá nguyên liệu, nhà máy chế biến thức ăn cho cá và có kế hoạch tận dụng tối đa nguồn phụ phẩm từ cá.
- ✚ Xây dựng được vùng cá nguyên liệu tương đối lớn có thể đáp ứng 50% nhu cầu cá nguyên liệu cho sản xuất, giảm thiểu sự tác động giá cá nguyên liệu đến hoạt động sản xuất kinh doanh.
- ✚ Chi phí sản xuất khá ổn định.
- ✚ Xây dựng vùng cá nuôi trồng theo tiêu chuẩn Global Gap, có khả năng truy xuất nguồn gốc đến từng ao nuôi, tạo sự an tâm cho nước nhập khẩu về nguồn gốc sản phẩm VHC.
- ✚ Có chiến lược đa dạng hóa sản phẩm gồm cá tra, mỡ cá, cá chêm và dầu diesel sinh học.

Điểm yếu:

- ✚ Cơ cấu thị trường xuất khẩu chưa đa dạng, chủ yếu tập trung ở 2 thị trường lớn là EU và Mỹ nên sẽ gặp nhiều khó khăn nếu gặp phải rào cản thương mại từ 2 thị trường này.

Công ty CP Hùng Vương (HVG)

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010, doanh thu công ty đạt 3.095,7 tỷ đồng, bằng 51,6% kế hoạch, LNST đạt 205,5 tỷ đồng, bằng 45,7% kế hoạch. Tình hình cho thấy năm nay HVG khó hoàn thành kế hoạch. Tuy nhiên, HVG vẫn là doanh nghiệp đứng nhất nhì về xuất khẩu trong những năm gần đây. Đặc biệt, ông Dương Ngọc Minh chủ tịch hội đồng quản trị HVG đồng thời là phó chủ tịch Hiệp hội chế biến và xuất khẩu thủy sản Việt Nam. Do đó, HVG trong ngành cá tra có vị trí và tầm ảnh hưởng lớn.

Điểm mạnh:

- ✚ Là doanh nghiệp kinh doanh chế biến cá tra lớn nhất nhì Việt Nam nên có sức ảnh hưởng tương đối lớn trong ngành cá tra Việt Nam, tạo được vị thế đối với nhà cung cấp cá nguyên liệu trong nước và khách hàng quốc tế.
- ✚ Ngày càng nâng cao tính khép kín trong sản xuất khi xây dựng vùng cá nguyên liệu, nhà máy chế biến thức ăn cho cá và có kế hoạch tận dụng tối đa nguồn phụ phẩm từ cá.
- ✚ Xây dựng được vùng cá nguyên liệu tương đối lớn có thể đáp ứng 50% nhu cầu cá nguyên liệu cho sản xuất, giảm thiểu sự tác động giá cá nguyên liệu đến hoạt động sản xuất kinh doanh.
- ✚ Cơ cấu thị trường xuất khẩu đa dạng.
- ✚ Chi phí sản xuất khá ổn định.
- ✚ Xây dựng vùng cá nuôi trồng theo tiêu chuẩn Global Gap, có khả năng truy xuất nguồn gốc đến từng ao nuôi, tạo sự an tâm cho nước nhập khẩu về nguồn gốc sản phẩm HVG.
- ✚ Kho đông lạnh lớn nhất ngành giúp doanh nghiệp thuận lợi điều tiết nguồn cung theo nhu cầu thị trường.

Điểm yếu:

- ✚ Hiệu quả sử dụng tài sản có dấu hiệu giảm.
- ✚ Giá bán xuất khẩu thấp hạn chế phát huy tối đa hiệu quả kinh doanh nên dù 9 tháng đầu năm 2010 sản lượng xuất khẩu nhiều hơn VHC nhưng tổng giá trị vẫn thấp hơn VHC.
- ✚ Chưa đa dạng hóa mặt hàng xuất khẩu, sản phẩm hiện nay chủ yếu là sản phẩm cá tra.

Công ty CP Thủy Hải sản Minh Phú (MPC)

Mười tháng đầu năm 2010, doanh thu thuần, LNTT, LNST đạt là 3.746,5; 394,76; 321,47 tỷ đồng, so với kế hoạch đạt tương ứng là 107%; 125,92% và 121,54%. Tính 10 tháng đầu năm 2010, MPC là doanh nghiệp đứng đầu về xuất khẩu tôm với giá trị xuất khẩu là 197,83 triệu USD gấp 2,3 lần giá trị xuất khẩu tôm của doanh nghiệp

Quốc Việt đứng vị trí thứ 2. MPC đồng thời cũng là doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản đứng đầu Việt Nam trong 11 tháng đầu năm 2010.

Điểm mạnh:

- ✚ MPC đã tạo dựng sản phẩm tôm xuất khẩu uy tín trên thị trường thế giới và rất được ưu chuộng trên thị trường thế giới đặc biệt là ở Hàn Quốc, Nhật Bản.
- ✚ Có tầm ảnh hưởng lớn trong ngành tôm khi là doanh nghiệp xuất khẩu lớn cả về khối lượng lẫn giá trị. Mười tháng đầu năm 2010, MPC xuất khẩu được 20,9 nghìn tấn tôm, vượt trên tổng khối lượng tôm xuất khẩu của 3 doanh nghiệp đứng thứ 2, 3 và 4 cộng lại.
- ✚ Ban lãnh đạo có khả năng thay đổi cao và nắm bắt thị trường.
- ✚ Lực lượng nhân công chăm chỉ, có tay nghề cao hơn so với một số nước khác trong khu vực.
- ✚ Không ngừng mở rộng diện tích vùng nuôi tôm đáp ứng nhu cầu chế biến. Theo kế hoạch, diện tích vùng nuôi tôm là 800 ha năm 2012 đáp ứng 35% nhu cầu chế biến.
- ✚ Ứng dụng công nghệ và hệ thống quản lý chất lượng như chứng chỉ ACC 3 sao, Global Gap và Iso 22000 để giảm giá thành đến mức thấp nhất trong khâu chế biến.

Điểm yếu:

- ✚ Hiện công suất chế biến của MPC chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu khách hàng nên bỏ lỡ nhiều cơ hội kinh doanh. Tình trạng này sẽ tồn tại cho đến tháng 4/2011 khi nhà máy chế biến Minh Phú – Hậu Giang với công suất 40.000 tấn/năm đi vào hoạt động.
- ✚ Diện tích 250 ha vùng nuôi tôm mới chỉ đáp ứng được 10% nhu cầu chế biến buộc MPC phải mua tôm nguyên liệu bên ngoài hoặc nhập khẩu tôm nguyên liệu. Điều đó khiến MPC khó chủ động tính toán chi phí đầu vào cho chế biến.

Bảng 21 Một số chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp tiêu biểu ngành 9 tháng đầu năm 2010

Mã CP	Giá (11/01/11)	± giá 1 tháng	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Doanh thu				Lợi nhuận sau thuế				EPS		ROE		ROA		P/E		P/B	
				3Q2010	2010KH	YoY%	2010F	3Q2010	2010KH	YoY%	2010F	L4Q	2010*	2009	L4Q	2009	L4Q	hiện tại	2010*	2009	hiện tại
VNM	85.500	-0,6%	30.182	11.947	14.428	51,1	16.488	2.886	2.660	62,6	3.262	9.894	9.250	35,8%	49,4%	28%	36,6%	8,6	9,2	4,8	4,1
VHC	25.5 00	-17,5%	1.202	2.158	2.410	3,3	2.877	175	180	10,1	225	4.810	6.409	29,7%	26,3%	12,7%	13,5%	5,3	4,0	2,1	1,3
HVG	22.9 00	-4,6%	1.511	3.095	6.000	NA	NA	230	450	NA	NA	5.060	NA	17,1%	18,4%	7,7%	7,4%	4,5	NA	1,3	0,8
MPC	27.4 00	-7,7%	1.918	3.098	3.500	49,7	4.093	253	265	73,3	343	4.811	4.899	22%	29,4%	10,8%	12,8%	5,7	5,6	1,9	1,5
BHS	32.5 00	-4,4%	602	1.357	1.539	106,5	2.000	86	NA	10,3	132	6.914	7.128	28%	29,1%	13,6%	12,7%	4,7	4,6	1,5	1,3
LSS	34.0 00	-3,7%	1.020	893	1.250	9,7	1.228	203	188	84,5	245	8.618	8.233	22,6%	33,5%	15,9%	22,8%	3,9	4,1	1,5	1,2
NHS	36.900	-7,1%	298	406	412	55,6	426	79	34	75,6	101	NA	12.529	48,4%	NA	37,1%	NA	NA	2,9	1,2	1,2
KDC	52.000	3%	5.927	1.319	1.881	21,7	1.878	489	NA	7,7	563	5.075	6.200	19,9%	18,9%	11,3%	13,2%	10,2	8,4	2,2	2,1

D. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Trái với kỳ vọng, năm 2010 đã mang đến cho chúng ta không ít khó khăn khi các yếu tố vĩ mô còn nhiều bất ổn như lạm phát, tỷ giá tăng cao bên cạnh các chính sách tài khóa, tiền tệ không nhất quán và đặc biệt là chính sách tiền tệ nặng về phản ứng trước các vấn đề hơn là mang tính định hướng. Thị trường năm 2010 cũng có bộc lộ nhiều vấn đề làm giá, mất cân đối cung cầu... Do đó, năm 2010 không phải là một năm thành công đối với phần đông các nhà đầu tư chứng khoán. Trong năm 2011, những vấn đề của năm 2010 sẽ đặt ra yêu cầu thay thay đổi về chính sách và chúng tôi cho rằng yếu tố chính sách sẽ là yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến diễn biến thị trường trong năm 2011. Do đó, việc cập nhật những diễn biến chính sách và phân tích tác động đối với thị trường một cách kịp thời sẽ là chìa khóa cho thành công của hoạt động đầu tư trong năm 2011.

KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo này thuộc bản quyền VCBS và chỉ nhằm mục đích tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào về những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

PHÒNG PHÂN TÍCH & NGHIÊN CỨU

Trưởng phòng

Nguyễn Đức Hải ndhai@vcbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Minh Hạnh ntmhanh@vcbs.com.vn

Lê Thi Lê Dung ltldung@vcbs.com.vn

Vương Minh Giang vmgiang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Nga nttnga_hcm@vcbs.com.vn

Phạm thùy Linh ptlinh@vcbs.com.vn

Bùi Ngọc Hà bnha@vcbs.com.vn

Lê Thị Ngọc Anh ltnanh@vcbs.com.vn

Trần Minh Hoàng tmhoang@vcbs.com.vn

Quách Thùy Linh qtlinh@vcbs.com.vn

Lê Thi Huyền Minh lhminh@vcbs.com.vn

Ngô Mạnh Duy nmduy@vcbs.com.vn

Trần Gia Bảo tgbao@vcbs.com.vn

Nguyễn Vĩnh Nghiêm nvngkiem@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Website: <http://www.vCBS.com.vn>

Email: headquarter@vcbs.com.vn

Trụ sở chính	<p>Tầng 12 và 17, Vietcombank Tower, 198 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội Tel: 84-4-39366426/39366990 Fax: 84-4-39360262</p> <p>Phòng Môi giới: 84-4-39351532 Phòng Tư vấn tài chính doanh nghiệp: 84-4-3936772</p>
Chi nhánh	<p>CN TPHCM: Lầu 1, toà nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, P6, Q3, TPHCM Tel: 84-8-38208116 Fax: 84-8-38208117 Lầu 6, toà nhà Khánh Nguyên, số 63 Phạm Ngọc Thạch, P6, Q3, TPHCM Tel: 84-8-38200799 Fax: 84-8-38200770</p> <p>CN Đà Nẵng: Tầng 2, toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng Tel: 84-511-3888991 Fax: 84-511-3888881</p> <p>CN Vũng Tàu: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu Tel: 84-64-3513974 - 3513975 - 3513976 - 3513977 Fax: (84-64)-3513 979</p> <p>CN Bình Dương: Tầng trệt, Tòa nhà Vietcombank Bình Dương, số 314 Đại lộ Bình Dương, phường Phú Hòa, thị xã Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương Tel: (0650) 3845679 – 3845688 - 3845689 Fax: 0650 3845677</p> <p>CN Cần Thơ: Tầng trệt, tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ Tel: 84-710-3750888 Fax: 84-710-3750878</p>
Phòng giao dịch	<p>PGD Cầu Giấy: Tầng 1- Toà nhà CTM-299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội Tel: 84-4-22201599 Fax: 84-4-22201419</p> <p>PGD Nguyễn Huệ: Lầu 4, Trung tâm dịch vụ văn phòng giao dịch nước ngoài (OSIC), số 8 Nguyễn Huệ, Q1, TP HCM Tel: 84-8-38292866 Fax: 84-8-38293062</p>