



**VIETCOMBANK SECURITIES**  
CÙNG KHÁCH HÀNG VƯỢT TỚI SỰ THỊNH VƯỢNG



# **BÁO CÁO VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN QUÝ I/2011**

**PHÒNG PHÂN TÍCH VÀ NGHIÊN CỨU**

**VCBS**

**15/04/2011**

# **BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

## **LỜI MỞ ĐẦU**

Như vậy quý I/2011 đã qua đi tuy nhiên với nhiều nhà đầu tư chứng khoán, đây lại là giai đoạn không mấy suôn sẻ. Thị trường rơi vào trạng thái suy giảm, ảm đạm khiến số đông nhà đầu tư tiếp tục thua lỗ.

Trên bình diện thế giới, mặc dù kinh tế thế giới tiếp tục duy trì được đà hồi phục nhưng vẫn còn đó những nỗi bất ổn như vấn đề nợ công dai dẳng của khu vực đồng tiền chung châu Âu, bất ổn ở Trung Đông và Bắc Phi và động đất, sóng thần ở Nhật Bản và nguy cơ lạm phát cao.... Trong bối cảnh đó, kinh tế Việt Nam cũng có những khó khăn của riêng mình khi vấn đề kiềm chế lạm phát và tỷ giá trở thành ưu tiên hàng đầu của Chính phủ. Chính vì vậy, Chính phủ đã phải hy sinh mục tiêu tăng trưởng để đảm bảo ổn định vĩ mô và an sinh xã hội. Những thay đổi trong trọng tâm chính sách này đã ảnh hưởng nhiều đến động thái chính sách của nhà nước khi Chính phủ đã ra Nghị quyết 11 với 6 nhóm giải pháp trong đó trọng tâm là thắt chặt chính sách tài khóa, tiền tệ. Chính sách “thắt lưng buộc bụng” của Chính phủ đã khiến các doanh nghiệp kinh doanh nói chung và nhà đầu tư chứng khoán nói riêng đều gặp nhiều khó khăn.

Mặc dù Chính phủ đã thực hiện đồng bộ các gói giải pháp trong quý I, tuy nhiên, áp lực lạm phát và tỷ giá vẫn còn cao. Vì vậy chúng tôi không kỳ vọng sẽ có sự thay đổi lớn về định hướng chính sách trong quý II/2011. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong thời gian trước mắt.

**Phòng Phân tích & Nghiên cứu VCBS**

# MỤC LỤC

<b>A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI .....</b>	<b>4</b>
<b>B. KINH TẾ VIỆT NAM .....</b>	<b>5</b>
I. Tình hình kinh tế chung.....	5
1. Triển vọng kinh tế Việt Nam trong thời gian tới .....	10
<b>C. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN .....</b>	<b>13</b>
I. Thị trường trái phiếu.....	13
1. Thị trường sơ cấp .....	13
2. Thị trường thứ cấp .....	15
II. Thị trường cổ phiếu niêm yết .....	16
III. Tổng quan và triển vọng một số ngành .....	23
1. Ngành ngân hàng.....	23
2. Ngành dầu khí .....	30
3. Ngành xây dựng.....	38
4. Ngành bất động sản .....	41
5. Ngành thép.....	46
6. Ngành khoáng sản .....	51
7. Ngành cao su .....	56
8. Ngành Thủy sản .....	58
<b>D. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ .....</b>	<b>64</b>

## A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI

Quý I năm 2011 đã qua đi, với khá nhiều khó khăn và bất ổn đe dọa và thử thách quá trình hồi phục kinh tế thế giới. Tiêu biểu trong số đó là khủng hoảng ở Trung Đông và Bắc Phi, vấn đề nợ công ở Châu Âu và kể đó là thảm họa động đất, sóng thần và hạt nhân ở Nhật Bản.

### ***Kinh tế Mỹ phát đi tín hiệu khả quan nhưng vẫn tiềm ẩn rủi ro***

Trong quý đầu tiên của năm 2011, nền kinh tế Mỹ cho thấy sự phục hồi đáng khích lệ. Đầu tiên là tăng trưởng GDP quý 4 năm 2010 của Mỹ đã được Bộ Thương Mại nước này nâng lên mức 3,1% từ con số dự báo 2,8% trước đó. Không chỉ có vậy, việc giải quyết vấn đề thất nghiệp của nền kinh tế lớn nhất thế giới này cũng đang có những tiến triển khá tích cực, tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 3 năm 2011 đã giảm 0,1% so với tháng 2 xuống còn 8,8% và đạt mức thấp nhất kể từ tháng 3 năm ngoái. Thêm vào đó hoạt động sản xuất công nghiệp của Mỹ trong tháng 3 vừa qua cũng ghi nhận mức tăng trưởng kỷ lục trong khoảng 7 năm trở lại đây. Ngoài ra trong quý 1 này nhiều ngân hàng trong số 19 tổ chức tài chính lớn nhất của Mỹ đã vượt qua được đợt kiểm tra lần hai “stress test” của FED về khả năng và tiềm lực tài chính, theo đó những tổ chức này sẽ có thể được phép nâng cổ tức chia cho cổ đông hoặc mua lại cổ phiếu và trả tiền đã nhận từ gói giải cứu lại cho Chính Phủ do cuộc khủng hoảng năm 2008. Như vậy có thể thấy rằng gói hỗ trợ 600 tỷ USD của FED kết hợp với việc giữ mặt bằng lãi suất ở mức rất thấp đã cho thấy những kết quả tích cực nhất định.

Đi kèm với những thành tựu như trên thì trong quý 1 vừa qua và những quý tiếp theo của năm 2011, nền kinh tế Mỹ sẽ còn phải đương đầu trước không ít thử thách. Trước tiên phải kể đến việc giá lượng thực phẩm, hàng hóa nguyên liệu và đặc biệt là giá dầu thô liên tục leo thang đang ảnh hưởng nền kinh tế của hầu hết các quốc gia trên thế giới và Mỹ cũng không nằm ngoài vòng xoáy đó. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng của nước này trong tháng ba cũng sụt giảm chỉ còn 63,4 điểm, đây là mức thấp nhất trong từ đầu năm trở lại đây. Chưa hết, thị trường nhà đất và bất động sản Mỹ đến thời điểm này vẫn còn cho thấy sự bất ổn, doanh số bán nhà mới sau khi giảm khá sâu trong tháng 1 năm 2011 thì đến tháng 2 lại tiếp tục giảm thêm xấp xỉ 17%, trong khi đó doanh số bán nhà đang sử dụng cũng không mấy sáng sủa. Và cuối cùng vấn đề thâm hụt ngân sách và khả năng khống chế các khoản nợ công đang có nguy cơ ngày một lớn dần của Chính Phủ Mỹ đã và đang phủ một bóng đen ảm đạm lên nền kinh tế lớn nhất thế giới này. Những khó khăn trên đe dọa trực tiếp và có ảnh hưởng xấu đến triển vọng tăng trưởng của Mỹ, theo đó Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF, trong Báo cáo Triển vọng Kinh tế Thế giới vừa công bố, đã hạ dự báo tăng trưởng GDP của Mỹ trong năm nay từ 3% xuống còn 2,8%.

### ***Kinh tế Châu Âu – Vấn đề lạm phát và nỗi lo khủng hoảng nợ công vẫn còn đó.***

Cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu nổ ra từ năm ngoái cho đến nay dường như vẫn chưa có hồi kết. Gần đây nhất Bồ Đào Nha đã trở thành quốc gia thứ ba, sau Hy Lạp và Ireland, chính thức xin được giải cứu với gói vay ước tính khoảng 80 tỷ EUR từ EU và IMF. Sau đó có nhiều nguồn tin cho rằng Tây Ban Nha có thể sẽ là quốc gia tiếp theo hứng chịu cơn bão này tuy nhiên Các bộ trưởng Tài chính Liên minh Châu Âu lại cho rằng điều này sẽ không xảy ra, nhất là quốc gia này vừa thành công trong việc phát hành gần 6 tỷ USD trái phiếu thời hạn ba năm. Mặc dù vậy hiện tại sẽ là quá sớm để có thể kết luận cuộc khủng hoảng này đã chạm đáy và theo đó nền kinh tế Eurozone có thể sẽ còn gặp khó khăn trong thời gian tới.

Không chỉ có vấn đề nợ công mà áp lực lạm phát cũng đang tạo sức ép đáng kể lên khu vực đồng tiền chung Châu Âu. Lạm phát tháng 3 của Eurozone ghi nhận mức tăng 2,6% và con số này của tháng 2 là 2,4%, theo đó Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) đã phải tăng lãi suất cơ bản thêm 25 điểm cơ bản lên 1,25% từ 1%, đây là quyết định điều chỉnh tăng đầu tiên của tổ chức này kể từ tháng 7 năm 2008, nhằm đối phó với việc lạm phát leo thang.

## ***Kinh tế Châu Á – Áp lực lạm phát ở nhiều quốc gia và thảm họa hạt nhân ở Nhật Bản***

Trong bối cảnh giá lương thực thực phẩm, nguyên liệu đầu vào và nhất là giá dầu thô tăng cao, nhiều nước ở Châu Á, nhất là ở các thị trường mới nổi trong đó có Trung Quốc, đang phải đương đầu với tình trạng lạm phát tăng cao. Một trong những đầu tàu kinh tế Châu Á, Trung Quốc, có mức lạm phát trong tháng 3 tăng cao đến 5,2%, bất chấp việc nước này đã phải liên tục đưa ra những điều chỉnh theo hướng thắt chặt hơn nữa chính sách tiền tệ với 4 lần nâng lãi suất cơ bản và 6 lần tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc kể từ khoảng giữa năm ngoái. Việc giá cả tăng cao như vậy, theo Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF, sẽ có tạo áp lực tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế của khu vực, Chính phủ của các quốc gia này có thể sẽ đương đầu với khả năng thâm hụt ngân sách do phải chi một khoản không nhỏ nhằm trợ giá, bình ổn thị trường và ngăn chặn lạm phát tiếp tục phi mã, theo đó mục tiêu tăng trưởng kinh tế có thể sẽ đành nhường chỗ cho mục tiêu kiềm chế lạm phát.

Bên cạnh vấn đề lạm phát kể trên, nhắc đến khu vực Châu Á trong thời gian qua, không thể không nói đến thảm họa kép động đất sóng thần ở Nhật Bản cách đây hơn 1 tháng. Thảm họa này không chỉ cướp đi sinh mạng của hàng chục nghìn người mà hậu quả của nó đối với một trong những nền kinh tế hàng đầu thế giới này là vô cùng nặng nề, đó là còn chưa kể đến nguy cơ khủng hoảng hạt nhân từ các nhà máy điện nguyên tử bị hư hại sau thảm họa có thể bùng phát và mất kiểm soát bất cứ lúc nào, sẽ phải mất ít nhất là một năm, thậm chí là nhiều năm nữa, mà đi kèm với nó là những khoản chi phí khổng lồ Nhật Bản mới có thể khôi phục hoàn toàn. Theo đó không chỉ triển vọng tăng trưởng của quốc gia Đông Á này mà còn cả khu vực Châu Á sẽ bị suy giảm, đồng thời giá cả hàng hóa, nguyên vật liệu và năng lượng đã cao có thể sẽ càng chịu áp lực tăng cao hơn nữa trong thời gian tới.

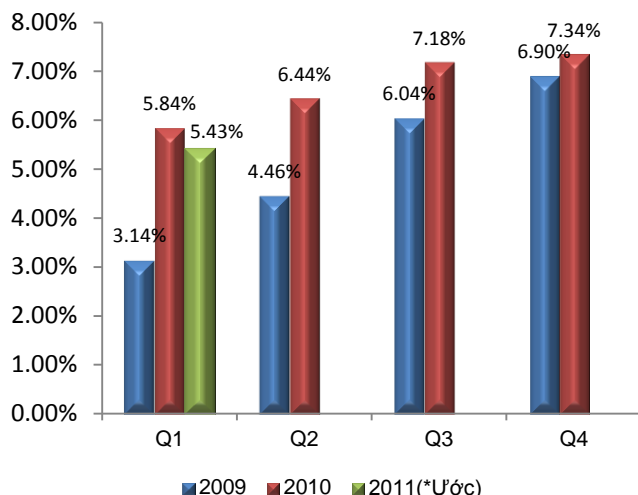
## **B. KINH TẾ VIỆT NAM**

### **I. Tình hình kinh tế chung**

**Sau khi có bước phục hồi và tăng trưởng khá nhanh trong năm 2010, trong quý I/2011, tốc độ tăng trưởng kinh tế có phần chậm lại khi chính phủ hướng mục tiêu vào kiểm soát lạm phát và ổn định vĩ mô. Tốc độ tăng trưởng GDP quý I/2011 đang được dự báo đạt 5,43%, giảm so với tốc độ tăng 5,83% của cùng kỳ năm 2010. Mặc dù mức tăng này là thấp nhất kể từ quý II/2009, tuy nhiên theo chúng tôi với việc lạm phát tăng cao trong những tháng đầu năm và khi chính phủ và ngân hàng nhà nước ráo riết thực hiện thắt chặt chính sách tiền tệ và tài khóa nhằm kiểm soát lạm phát, thì tốc độ tăng trưởng GDP như vậy không phải là quá thấp. Cả ba ngành kinh tế chủ đạo đều có tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với cùng kỳ năm trước nhưng ngành dịch vụ vẫn có tốc độ tăng trưởng cao nhất với mức tăng 6,28%. Ngành nông nghiệp trong quý I này chỉ đạt 2,05% so với tốc độ tăng 3,45% trong quý I/2010 còn ngành công nghiệp tăng 5,47% so với mức tăng 5,65%. Điều kiện thời tiết không thuận lợi (rét đậm, rét hại kéo dài ở miền Bắc) là yếu tố chính tác động đến hoạt động sản xuất nông nghiệp trong khi mức lạm phát và lãi suất cho vay ở mức cao cùng với việc điều chỉnh tỷ giá trong quý I/2011 là tác nhân dẫn đến giảm tốc độ tăng trưởng của khu vực công nghiệp và dịch vụ.**

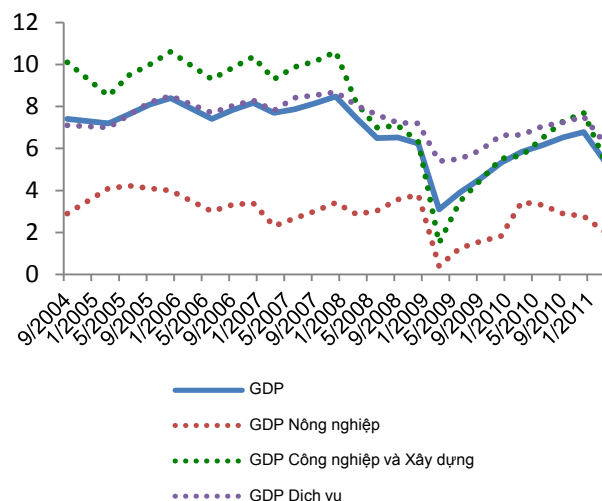


**Biểu đồ 1: Tăng trưởng GDP hàng quý so với cùng kỳ năm trước (y-o-y %)**



Nguồn: Tổng cục thống kê

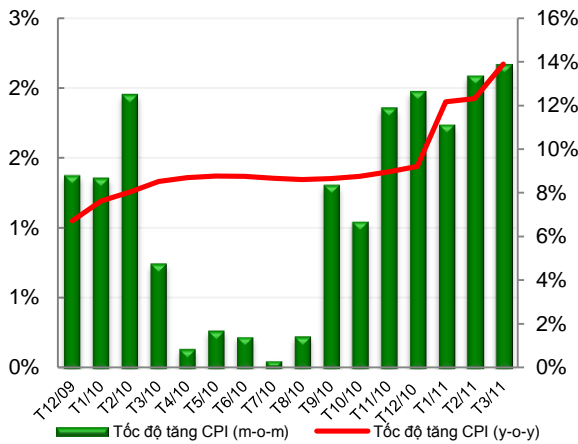
**Biểu đồ 2: Biến động tăng trưởng chỉ số kinh tế chung (%)**



Nguồn: Tổng cục thống kê

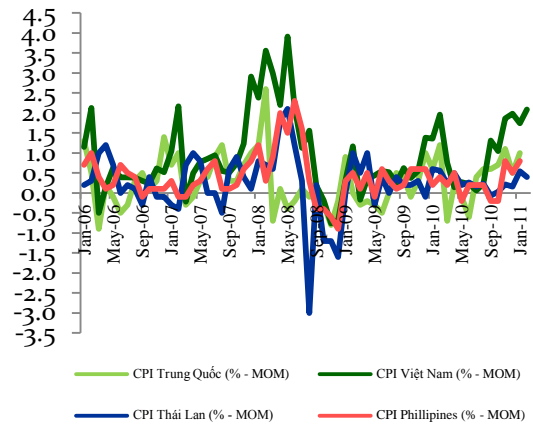
**Lạm phát tiếp tục tăng cao trong quý I/2011 trong khi chính phủ đã đưa mục tiêu kiểm soát lạm phát là ưu tiên hàng đầu trong năm 2011.** Trong ba tháng đầu năm, chỉ riêng tháng 1 có mức lạm phát thấp dưới 2% còn lạm phát tháng 2 và 3 đều đạt trên 2% với mức tăng cụ thể là 2,09% và 2,17%. Nếu trong hai tháng đầu năm, nhóm bưu chính viễn thông là nhóm duy nhất có giá không tăng thì trong tháng 3 này tất cả 11 nhóm mặt hàng tính CPI đều có tốc độ tăng cao trong đó nhóm giao thông và nhà ở và vật liệu xây dựng có mức tăng cao nhất, lần lượt là 6,69% và 3,67%. Tính chung lại, hết quý I/2011 chỉ số CPI đã đạt mức 6,12%, gần với mức mục tiêu 7% mà Quốc hội đã thông qua hồi đầu năm. Mức tăng này cao hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2010 (4,6%) và 2009 (1,3%) nhưng vẫn thấp hơn cùng kỳ năm 2008 trước khi khủng hoảng (8,7%). Nguyên nhân chính cho việc tăng chỉ số CPI khá lớn là do giá xăng dầu tăng mạnh tới trên 17% cũng như giá điện cũng tăng tới 15,2% đã đẩy chi phí vận chuyển cũng như yếu tố đầu vào của nhiều mặt hàng tăng cao, nhất là giá cước vận tải. Bên cạnh đó cũng có yếu tố tác động từ việc điều chỉnh tỷ giá USD/VND lên 9,3% vào giữa tháng 2/2011 cũng như xu hướng tăng giá của nhiều hàng hóa trên thế giới như lương thực, thực phẩm, dầu thô. Một yếu tố nữa tác động tới việc tăng CPI trong thời gian vừa qua là các nước khác cũng đang bị sức ép lạm phát cao như Thái Lan, Trung Quốc, Philippines trong khi VN nhập khẩu khá nhiều hàng hóa từ Trung Quốc ..., do vậy, sẽ nhập khẩu lạm phát từ các nước này. Có thể thấy mặc dù chính phủ và NHNN đã quyết liệt thực hiện chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt ngay từ những tháng đầu năm, tuy nhiên, việc tăng giá của hàng loạt các hàng hóa cơ bản phục vụ sản xuất và đời sống, cũng như việc tăng giá xăng dầu lần thứ 2 trên 10% vào cuối tháng 3 sẽ khiến cho các biện pháp kiềm chế lạm phát chưa thể phát huy hết tác dụng và do đó, áp lực về lạm phát trong quý II/2011 vẫn còn khá cao.

Biểu đồ 3: Tốc độ tăng CPI



Nguồn: Tổng cục thống kê

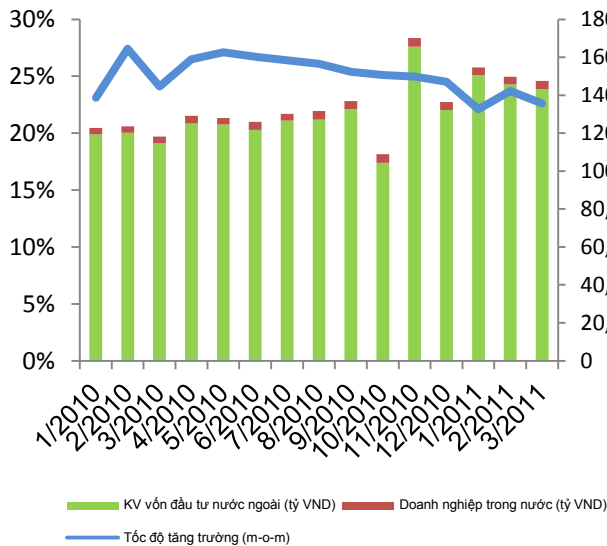
Biểu đồ 4: Biến động chỉ số giá tiêu dùng một số nước trong khu vực (% m-o-m)



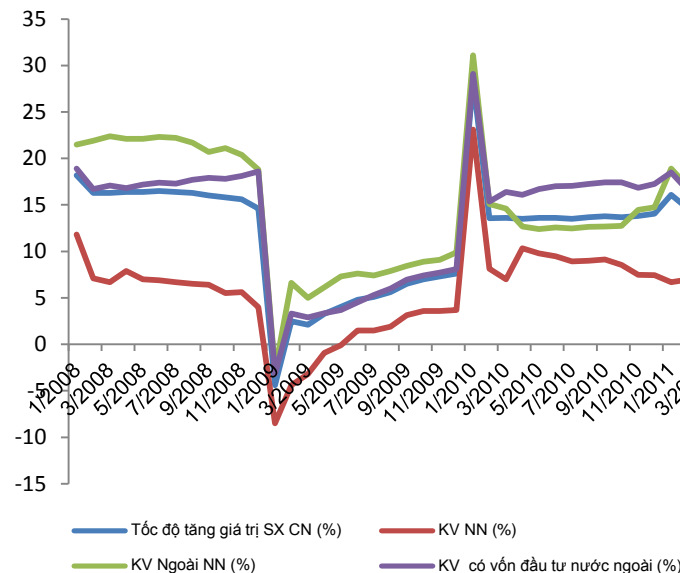
Nguồn: Bloomberg

**Hoạt động sản xuất công nghiệp đã tiếp tục khẳng định được đà tăng trưởng** với tốc độ tăng trưởng trong quý I đạt 14,07% so với cùng kỳ năm trước, cao hơn mức tăng 13,6% của cùng kỳ năm 2010 và tương ứng với mức tăng trưởng quý IV năm 2010. 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 trong quý I, với mức tăng lần lượt là 16,6% và 16,3%. Trong khi đó, doanh nghiệp nhà nước vẫn tiếp tục có tốc độ tăng trưởng giảm dần, với mức tăng chỉ đạt 5,5% so với cùng kỳ năm trước, và thấp hơn mức tăng 7% của quý I/2010.

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



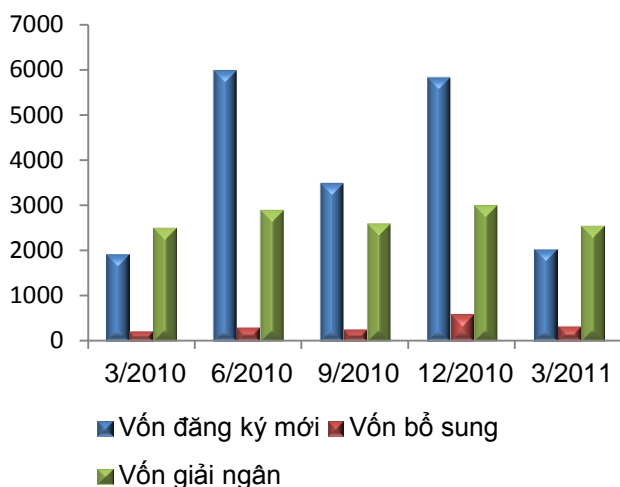
Biểu đồ 6: Tăng trưởng SX công nghiệp (y-o-y)



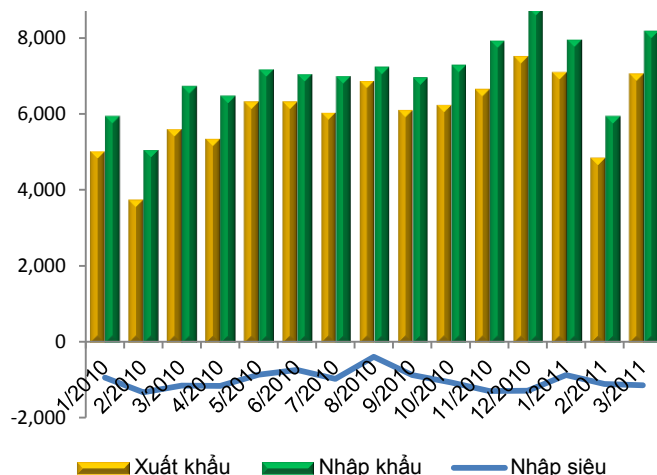
Nguồn: Ceic, Tổng cục thống kê

**Hoạt động đầu tư có phần chững lại trong quý I.** Đối với nguồn vốn FDI, tổng số vốn đăng ký tính trong quý I đạt 2,37 tỷ USD, giảm khoảng 33,1% so với cùng kỳ năm trước, trong đó vốn đăng ký mới là 2,037 tỷ USD và vốn đăng ký bổ sung đạt 334,1 triệu USD. Không chỉ giảm về số vốn đăng ký, số lượng dự án được cấp phép mới cũng giảm khoảng 41% so với cùng kỳ năm trước khi chỉ đạt 173 dự án. Tuy nhiên, tốc độ giải ngân của các dự án FDI trong quý I/2011 đạt khoảng 2,54 tỷ USD, tăng 1,6% so với cùng kỳ năm 2010. Trong khi đó, mặc dù theo Nghị quyết 11 của Chính phủ, các hoạt động đầu tư công được rà soát và các dự án chưa cấp bách cũng được hoãn đầu tư trong quý I nhằm thắt chặt chính sách tài khóa, ổn định lạm phát, tuy nhiên vốn đầu tư từ Ngân sách nhà nước thực hiện đạt khoảng 171,5 nghìn tỷ đồng, tăng khoảng 14,7% so với cùng kỳ năm 2010

**Biểu đồ 7: Huy động và giải ngân vốn FDI**



**Biểu đồ 8: Cán cân thương mại**



*Nguồn: Tổng cục thống kê*

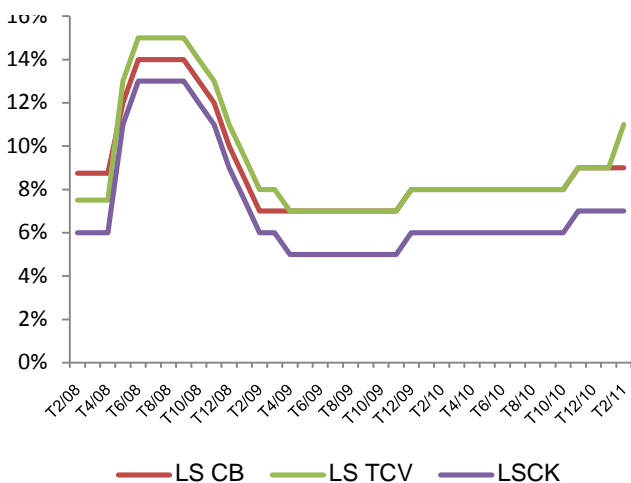
**Xuất nhập khẩu đều tăng so với cùng kỳ 2010 tuy nhiên mức nhập siêu lại thấp hơn.** Ba tháng đầu năm 2011, kim ngạch xuất khẩu ước đạt 7,1 tỷ USD, còn kim ngạch nhập khẩu ước đạt 8,2 tỷ USD, tương ứng tăng 26% và 20,4% so với cùng kỳ 2010. Xuất khẩu tăng khá cao trong quý I này bao gồm cả yếu tố tăng về lượng hàng xuất khẩu cũng như tăng giá của các mặt hàng xuất khẩu chủ lực, trong đó phải kể đến mức tăng tới 70% và 60% của giá cao su và hạt tiêu. Trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu tăng cũng do cả việc tăng cả về lượng hàng nhập khẩu cũng như giá nhập khẩu, nhất là khi mức tỷ giá USD/VND được điều chỉnh tăng mạnh tới 9,3% trong tháng 2/2011. Xét về mặt thị trường, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất với kim ngạch đạt 2,1 tỷ USD, chiếm tới 16,9% tổng kim ngạch xuất khẩu còn Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất với kim ngạch nhập khẩu đạt trên 3 tỷ USD. Theo đó, mức nhập siêu trong quý I đạt khoảng 3,03 tỷ USD, giảm khoảng 11% so với cùng kỳ năm trước.

**Thị trường tiền tệ có nhiều biến động trong quý I.** Với mục tiêu ưu tiên hàng đầu là kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, sau khi lãi suất huy động đã có lúc lên cao tới 17%/năm, Ngân hàng nhà nước đã đưa ra mức lãi suất trần 14%/năm cho tiền gửi có kỳ hạn bằng VND vào cuối tháng 2. Sau đó, NHNN cũng quy định mức lãi suất cao nhất áp dụng cho các khoản gửi tiết kiệm rút trước kỳ hạn cao nhất bằng với mức lãi suất không kỳ hạn tại các ngân hàng. Đồng thời, mức lãi suất huy động bằng USD cũng được các ngân hàng thương mại duy trì ở mức cao từ 5% – 6% /năm. Trong khi đó, mức lãi suất cho vay bằng VND được duy trì ở mức khá cao trong suốt quý I, dao động từ 18% - 20%, khiến cho nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc lựa chọn vay vốn từ ngân hàng. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng thương mại trong quý I vẫn khá cao, tăng khoảng 4,3% so với cùng kỳ năm trước. Đồng thời, lãi suất liên ngân hàng ở các kỳ hạn có xu hướng liên tục tăng cao từ đầu năm đến nay. Báo cáo về lãi suất liên ngân hàng của NHNN cho thấy mức lãi suất qua đêm đã tăng từ

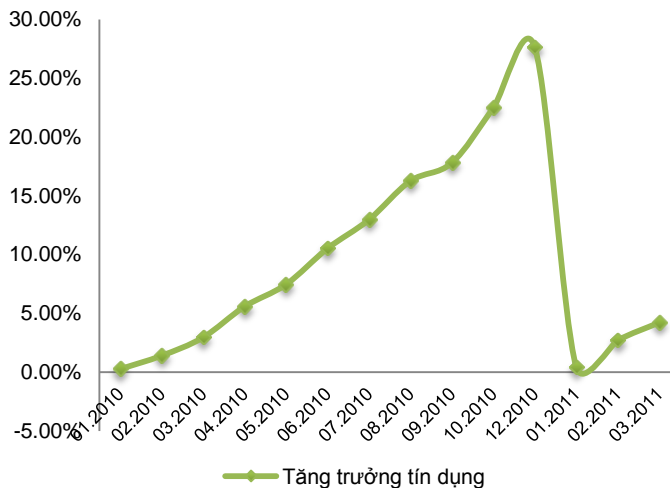


mức 10,5% vào cuối tháng 12/2011 đã lên tới mức 13,47% trong những tuần cuối của tháng 3, trong khi đó, mức lãi suất thực tế được ghi nhận trên thị trường có lúc lên tới 20%. Trong khi đó, lãi suất điều hành của NHNN cũng đã được điều chỉnh tăng trong quý I. Vào giữa tháng 2, lãi suất tái cấp vốn đã được điều chỉnh tăng từ mức 9%/năm lên mức 11%/năm, sau đó, vào đầu tháng 3, mức lãi suất tái cấp vốn cùng với lãi suất tái chiết khấu được điều chỉnh tăng đồng loạt lên tới 12%/năm. Việc tăng lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn đã tác động trực tiếp tới chi phí vay vốn ngắn hạn của các ngân hàng thương mại cũng như chi phí cơ hội của việc nắm giữ USD của các ngân hàng này. Do vậy, cùng với áp lực về lạm phát, các ngân hàng đã không thể giảm lãi suất cho vay.

*Biểu đồ 9: Lãi suất điều hành*



*Biểu đồ 10: Tăng trưởng tín dụng hàng tháng (%)*

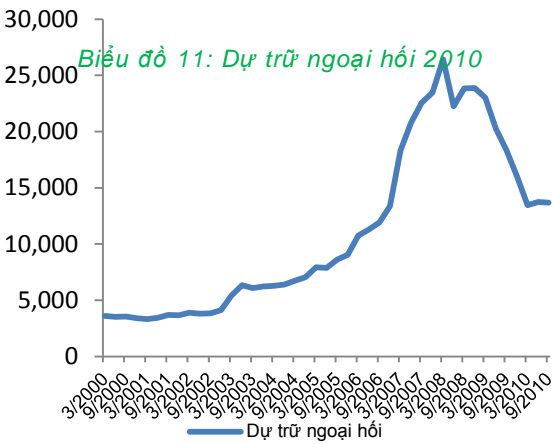
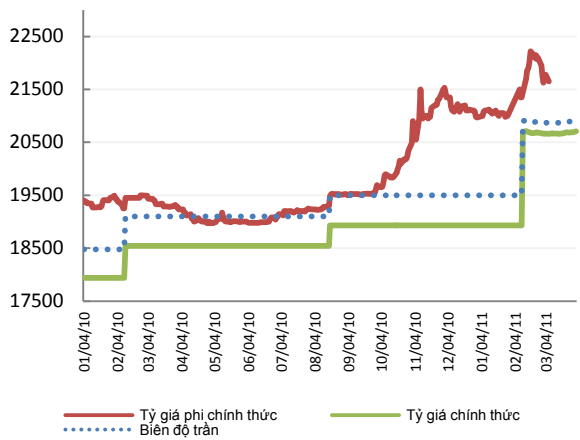


*Nguồn: Tổng cục thống kê*

**Tỷ giá và thị trường ngoại hối diễn biến căng thẳng trong hai tháng đầu năm nhưng sau đó dần đi vào ổn định trong tháng 3 khi NHNN siết chặt hoạt động của thị trường ngoại hối tự do.** Vào cuối năm 2010 và hai tháng đầu năm 2011, tỷ giá USD/VND có những diễn biến phức tạp với mức chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường tự do lên tới xấp xỉ 10%. Trong khi tỷ giá liên ngân hàng chính thức vẫn được duy trì ở mức 18.932 VND/USD và tỷ giá trong hệ thống ngân hàng được niêm yết ở mức trần 19.500 VND/USD thì tỷ giá trên thị trường tự do đã có lúc lên tới 21.500 VND/USD. Việc chênh lệch giữa hai mức tỷ giá này trong suốt một thời gian dài đã tạo áp lực và khiến NHNN chính thức điều chỉnh tỷ giá lên mức 20.693 VND/USD và biên độ giao dịch được thu hẹp từ mức +/-3% xuống mức +/-1% từ ngày 11/2/2011. Đây là lần tăng tỷ giá mạnh nhất kể từ năm 2008 tới nay với mức phá giá lên tới 9,3%. Có nhiều nguyên nhân dẫn tới áp lực điều chỉnh tỷ giá chính thức như cầu về ngoại tệ tăng với cơ cấu tín dụng ngoại tệ năm 2010 tăng mạnh tới 37,76% trong khi tín dụng nội tệ chỉ tăng 25,34%; cung ngoại tệ giảm do lượng dự trữ ngoại hối suy giảm mạnh, mức thâm hụt thương mại năm 2010 vẫn trên 12 tỷ USD, bội chi ngân sách cao, tương ứng với 5,8% GDP. Đồng thời với việc nâng tỷ giá chính thức, NHNN cũng đã thực hiện việc điều chỉnh tỷ giá một cách linh hoạt và rà soát lại hoạt động của thị trường ngoại hối tự do. Theo đó, từ đầu tháng 3/2011 cho đến hết quý I, thị trường ngoại hối tự do gần như bị đóng băng. Trong khi đó, hoạt động bán USD cho các tổ chức, cá nhân có nhu cầu trong hệ thống ngân hàng hoạt động rất cầm chừng do nguồn cung ngoại tệ của các ngân hàng không thực sự dồi dào. Mặc dù NHNN đã yêu cầu các doanh nghiệp nhà nước có nguồn ngoại tệ bán lại cho ngân hàng và yêu cầu ngân hàng bán ngoại tệ cho các đối tượng có nhu cầu nhưng hoạt động này cũng không được cải thiện mấy. Sau yêu cầu các ngân hàng báo cáo tình hình ngoại hối, NHNN xác định được các doanh nghiệp và tổ chức nhà nước đang gửi tới 1,61 tỷ USD trong hệ thống ngân hàng và đang yêu cầu đối tượng này bán lại khoảng 370 triệu USD để nhằm giảm bớt căng thẳng thanh khoản trong hệ thống ngân hàng cũng như để NHNN có thể mua ngoại hối nhằm tăng

lượng dự trữ ngoại hối quốc gia.

Biểu đồ 12: Biến động tỷ giá VND/USD



Nguồn: Tổng cục thống kê, VCBS

**Chính sách tiền tệ và tài khóa được thắt chặt ngay từ đầu năm nhằm kiểm soát lạm phát tuy nhiên kết quả mang lại chưa được như mong đợi.** Dưới sức ép của lạm phát khá cao từ cuối năm 2010 và trong hai tháng đầu năm 2011, Chính phủ đã đưa ra Nghị quyết 11 trong đó chỉ rõ ưu tiên hàng đầu là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Theo đó, chính sách tài khóa và tiền tệ sẽ được thắt chặt hơn với việc điều chỉnh nhiều chỉ tiêu như giảm mức bội chi ngân sách xuống dưới 5% GDP, giảm tăng trưởng tín dụng dưới 20% và tổng phương tiện thanh toán dưới 16%. Đồng thời, hoạt động đầu tư công cũng được rà soát nhằm tăng hiệu quả của các dự án đầu tư công cũng như giảm đầu tư vào những hạng mục, dự án chưa cấp bách. Bên cạnh đó, NHNN cũng đưa ra các thông tư như tăng lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu cũng như quy định cụ thể mức lãi suất huy động trần bằng VND cũng như mức lãi suất của các khoản gửi tiết kiệm trước kỳ hạn tối đa bằng lãi suất không kỳ hạn. Tuy nhiên, việc kiểm soát lạm phát cho đến cuối quý I cũng chưa đạt được kết quả mong đợi do áp lực tăng giá của điện, xăng dầu... do đó, chính phủ cũng như Ngân hàng nhà nước đã liên tục phát đi các thông điệp cho thấy chính sách tiền tệ và tài khóa sẽ được xiết chặt hơn cũng như không để tình trạng như năm 2010 với việc chính sách tiền tệ thắt chặt được thực hiện rất quyết liệt vào đầu năm nhưng cuối năm lại nói lỏng ra.

Bảng 1: Mục tiêu và Chính sách của Chính Phủ

	Mục tiêu đưa ra đầu năm 2011	Điều chỉnh trong quý I/2011 (Nghị quyết 11 của Chính phủ)
<b>Định hướng chính sách</b>	Ổn định vĩ mô, kiểm chế lạm phát	Lạm phát là ưu tiên hàng đầu
<b>Chính sách tài khóa</b>		
Mức bội chi ngân sách	5.30%	< 5%
Tăng thu ngân sách	5%	7 - 8%
<b>Chính sách tiền tệ</b>		
Trái phiếu chính phủ	45 nghìn tỷ đồng	45 nghìn tỷ đồng
Tăng trưởng tín dụng	23%	< 20%
Tổng phương tiện thanh toán	19%	15 - 16%

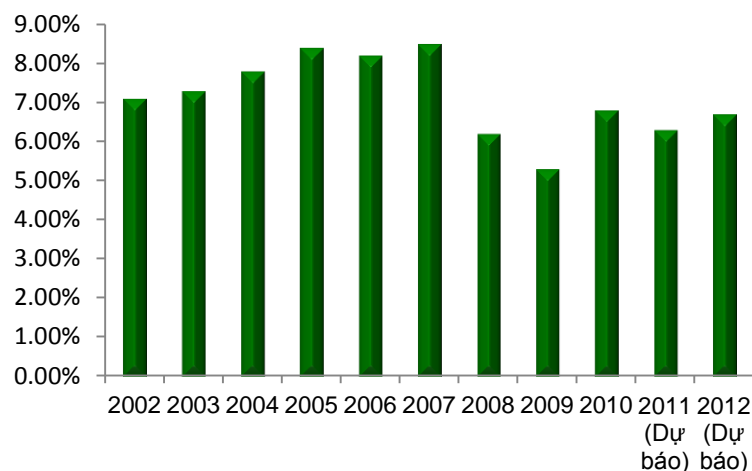
1. Triển vọng kinh tế Việt Nam trong thời gian tới

Qua những kết quả đạt được trong 3 tháng đầu năm 2011, có thể thấy kinh tế Việt Nam vẫn có những bước tiến khá vững chắc sau cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới 2008-2009, khi sản xuất công nghiệp và hoạt động xuất nhập khẩu tăng khá mạnh so với cùng kỳ 2010. Tuy nhiên, kinh tế Việt Nam vẫn đang và sẽ phải đối mặt với những khó khăn và rủi ro không nhỏ trong ngắn hạn.

### **Tăng trưởng GDP trong quý II không cao**

Với tốc độ tăng trưởng GDP quý I đạt 5,43% và với ưu tiên kiềm chế lạm phát của chính phủ, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng GDP cũng sẽ khó tăng cao được trong quý II/2011 khi mà việc thắt chặt chính sách tiền tệ chưa cho thấy kết quả kiểm soát lạm phát như mong đợi (lạm phát tháng 3 đang được dự tính tăng khoảng 2,17%) và lãi suất vẫn còn ở mức cao, trong khi hoạt động xuất nhập khẩu có thể không tăng mạnh khi mà Nhật Bản – đối tác thương mại lớn thứ tư của Việt Nam với hoạt động xuất khẩu được ước tính đóng góp tới 6,3% tổng GDP của Việt Nam – đang gánh chịu hậu quả nặng nề từ động đất, sóng thần và rò rỉ tại lò hạt nhân ở nhà máy điện hạt nhân. Thêm vào đó, hoạt động đầu tư FDI cũng như FII vào Việt Nam chưa có dấu hiệu khởi sắc khi mà điều kiện về cơ sở hạ tầng (như việc cung cấp điện) và các thị trường chứng khoán, bất động sản đang chịu áp lực lớn từ chính sách thắt chặt tiền tệ trong thời điểm hiện tại. Báo cáo mới nhất của World Bank cũng đang đưa ra dự báo tốc độ tăng trưởng GDP của nước ta trong nay chỉ đạt 6,3%, thấp hơn so với mức tăng 6,8% của năm 2010.

*Biểu đồ 13: Dự báo tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam (%)*



*Nguồn: World Bank*

### **Lạm phát khó có thể giảm nhanh như ưu tiên của chính phủ**

Mặc dù các biện pháp thắt chặt chính sách tài khóa và tiền tệ đã được đưa ra nhằm giảm tổng cầu, từ đó làm giảm áp lực về lạm phát. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong quý II, mức lạm phát vẫn sẽ cao hơn so với cùng kỳ năm 2009 – 2010 do những nguyên nhân sau:

- Tác động của việc tăng giá xăng dầu lần thứ 2 vào cuối tháng 3 sẽ được chuyển dần vào giá cả của các nhóm hàng hóa tính CPI trong những tháng tiếp theo. Trong khi đó, đang có nhiều yếu tố cho thấy áp lực tăng giá xăng dầu vẫn chưa kết thúc. Thứ nhất, giá xăng dầu thế giới trong thời gian tới vẫn được tiếp tục kỳ vọng tăng lên khi NATO tham gia vào cuộc chiến tại Libya và bất ổn ở Trung Đông và Bắc Phi chưa có dấu hiệu giảm bớt cũng như nhu cầu dầu thế giới vẫn có xu hướng tăng cao khi mà các nước như Mỹ, châu Âu, và châu Á (trừ Nhật Bản) đang dần dần hồi phục kinh tế sau khủng hoảng, và cuộc khủng hoảng hạt nhân tại các nhà máy điện hạt nhân của Nhật Bản sẽ làm nhu

cầu dầu để chạy các nhà máy nhiệt điện tăng cao. Thứ hai, theo Bộ Tài chính mức tăng giá xăng dầu lần này vẫn dưới ngưỡng cần thiết khiến giá xăng dầu trong nước vẫn đang thấp hơn giá các nước xung quanh. Và quan trọng hơn, do Bộ Tài chính sẽ vẫn chủ trương “tiếp tục thực hiện kinh doanh xăng dầu theo cơ chế thị trường” sẽ khiến cho việc điều chỉnh tăng giá xăng dầu trong nước sẽ có thể được tiếp tục khi mà các yếu tố bên cung cầu ảnh hưởng. Như vậy, áp lực gia tăng chỉ số CPI trong những tháng tiếp theo sẽ không hề nhỏ.

- Mức lương cơ bản dự kiến sẽ được điều chỉnh tăng từ 730.000 đồng lên mức 830.000 đồng từ tháng 5/2011; Thông thường mỗi khi có điều chỉnh tăng lương thì giá cả hàng hóa trong nước cũng tăng lên theo. Do đó, sức ép lên lạm phát trong quý II/2011 sẽ càng lớn.
- Lạm phát cao tại nhiều nước trên thế giới chưa có dấu hiệu hạ bớt. Do đó, lạm phát tại Việt Nam còn chịu ảnh hưởng một phần từ việc “nhập khẩu lạm phát” từ các đối tác thương mại.

### **Hoạt động thương mại vẫn đang đối mặt với nhiều khó khăn**

Mặc dù tăng trưởng kim ngạch xuất – nhập khẩu trong quý I khá khả quan và mức nhập siêu thấp hơn so với cùng kỳ năm 2010, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mặc dù mức nhập siêu ít có khả năng tăng cao trong quý II khi mà các biện pháp thắt chặt chính sách tài khóa theo Nghị định 11 của chính phủ đang được ráo riết thực hiện nhưng tình hình xuất nhập khẩu vẫn đương đầu với một số khó khăn sau:

- Những bất ổn về chính trị ngày càng gia tăng tại khu vực Trung Đông và Bắc Phi, cũng như thiệt hại của Nhật Bản sau sự cố động đất, sóng thần và khủng hoảng hạt nhân sẽ làm ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu của Việt Nam khi mà Nhật Bản là đối tác thương mại lớn thứ tư còn châu Phi đang là thị trường xuất khẩu tiềm năng của Việt Nam. Trong khi đó, cơ cấu sản xuất của Việt Nam vẫn chưa có nhiều chuyển biến so với những năm trước, vẫn tập trung vào những mặt hàng thâm dụng lao động, đòi hỏi nhiều nguyên liệu và có giá trị gia tăng thấp.
- Về hoạt động nhập khẩu, hiện nay nhiều hàng hóa trên thế giới như lương thực, thực phẩm, dầu thô trên thế giới đều đang trong đà tăng mạnh trước những biến động về kinh tế, chính trị và thiên tai xảy ra tại nhiều quốc gia trên thế giới. Theo đó, mặc dù, chính phủ đã yêu cầu hạn chế nhập khẩu những loại hàng hóa xa xỉ, với việc tăng giá của nhiều mặt hàng, kim ngạch nhập khẩu cũng có xu hướng tăng mạnh.

### **Chính sách tiền tệ tiếp tục được thắt chặt và lãi suất khó giảm nhanh**

Với mức tăng trưởng tín dụng 3 tháng đầu năm đạt tới 4,22% so với cùng kỳ năm 2010, tương đối cao so với mục tiêu dưới 20%, mặt bằng lãi suất vẫn tương đối cao, trong khi áp lực lạm phát vẫn còn cao, chúng tôi cho rằng Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục thực hiện các biện pháp để đẩy mạnh việc thắt chặt cung tiền tệ và chi tiêu công. Bên cạnh hàng loạt các biện pháp đang được thực hiện như tăng liên tục lãi suất điều hành, giảm cung tiền trên thị trường mở, rà soát các hoạt động đầu tư công và tăng hiệu quả của các dự án đầu tư công, giảm chi tiêu và đầu tư công cho các hạng mục không cần thiết, việc nâng lãi suất cơ bản và tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhất là khi tỷ lệ này hiện nay đang ở mức rất thấp có thể là những biện pháp có thể được lựa chọn. Tuy nhiên trong thời điểm hiện nay khi thanh khoản của các ngân hàng thương mại đang khá căng thẳng và cùng với những quy định về hạn chế về vốn khả dụng của các ngân hàng theo thông tư 13/2010/TT-NHNN và thông tư 19/2010/TT- NHNN được áp dụng từ tháng 10/2010, thì NHNN sẽ phải cân nhắc đến các giải pháp lãi suất và điều tiết khối lượng tiền cung ứng ra nền kinh tế trước khi sử dụng công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Vì vậy chúng tôi cho rằng NHNN sẽ chỉ tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc khi dư nợ tín dụng và cung tiền trở nên khó kiểm soát, ảnh hưởng đến mục tiêu kiểm soát lạm phát và ổn định vĩ mô.

Với định hướng chính sách như vậy, các mức lãi suất điều hành hiện đang ở mức cao, từ 12% - 13%, trong khi áp lực lạm phát vẫn chưa có dấu hiệu lắng dịu, vì vậy chúng tôi cho rằng lãi suất huy động và cho vay của các ngân hàng thương mại sẽ vẫn tiếp tục đứng ở mức cao trong quý tới..

## C. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### I. Thị trường trái phiếu

#### 1. Thị trường sơ cấp

Thị trường trái phiếu sơ cấp hoạt động khá trầm lắng trong quý I/2011. Trái phiếu kho bạc nhà nước tính hết 3 tháng đầu năm đã phát hành được 11.819 tỷ đồng, bằng 26% mức kế hoạch 45 nghìn tỷ tuy nhiên, tỷ lệ khối lượng trúng thầu trên khối lượng chào thầu khá thấp, chỉ đạt khoảng 31% và tỷ lệ này giảm dần đều qua các tháng. Trong tháng 1, tỷ lệ này là 100% thì trong tháng 2 và tháng 3 tỷ lệ này chỉ là 59% và 1,6%. Diễn biến tương tự trái phiếu kho bạc, trái phiếu của Ngân hàng chính sách xã hội cũng có tỷ lệ phát hành khá thấp, khoảng 35% khối lượng chào thầu trong khi Tổng công ty đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam đã không phát hành được một trái phiếu nào trong cả quý I. Ngược lại, Ngân hàng phát triển Việt Nam đã phát hành được tới 24 nghìn tỷ đồng, bằng 49% so với kế hoạch năm (50 nghìn tỷ đồng). Điều đáng lưu ý là trong tuần cuối của tháng 3 đã 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 đầu năm 2011 bao gồm những yếu tố chính sau.

*Bảng 2: Kết quả phát hành trái phiếu trên thị trường sơ cấp quý I/2011*

	Tháng 1		Tháng 2		Tháng 3		Quý I/ 2011	
	Khối lượng chào thầu	Khối lượng trúng thầu	Khối lượng chào thầu	Khối lượng trúng thầu	Khối lượng chào thầu	Khối lượng trúng thầu	Khối lượng chào thầu	Khối lượng trúng thầu
ST	2000	2000	16000	9505	20000	314	38000	11819
VEC	0	0	0	0	3000	0	3000	0
VBSP	0	0	8000	3300	4700	1200	12700	4500
VDB	#NA	13160	#NA	11550	0	0	#NA	24710
<b>Tổng</b>		<b>15160</b>		<b>24355</b>	<b>27700</b>	<b>1514</b>	<b>53700</b>	<b>41029</b>

ST: Kho bạc nhà nước, VEC: Tổng công ty đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam, VBSP: Ngân hàng chính sách xã hội, VDB: Ngân hàng phát triển Việt Nam, #NA: không có số liệu (Đơn vị tính: nghìn tỷ đồng)

*Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội*

Thứ nhất, mức lãi suất trần mà các tổ chức phát hành đưa ra dao động trong khoảng từ 10.9% đến 11.8%/năm, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng lợi suất của các nhà đầu tư. Với mức lãi suất điều hành đã được điều chỉnh tăng tới 12% - 13% trong quý I (lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh tăng từ 9% lên 11%, từ 11% lên 12% và sau đó được điều chỉnh tăng lên 13% vào cuối tháng 3, lãi suất tái chiết khấu được điều chỉnh từ mức 7% lên 12%, lãi suất kỳ hạn 7 ngày trên thị trường mở cũng được điều chỉnh tăng từ mức 10% lên mức 13%) và mức lạm phát

theo năm tính đến hết quý I lên tới 13,9% so với cùng kỳ năm 2010 thì các nhà đầu tư trái phiếu kỳ vọng mức lợi suất cao hơn khá nhiều so với mức lãi suất trần được đưa ra đó ,do đó, trái phiếu trên thị trường sơ cấp cũng trở nên kém hấp dẫn.

Thứ hai, kể từ đầu năm đến nay, với chính sách thắt chặt tiền tệ, thanh khoản của các ngân hàng thương mại luôn ở trong tình trạng căng thẳng, với mức lãi suất liên ngân hàng qua đêm đã có lúc lên tới 18% - 20% và lãi suất huy động có lúc lên tới 17% - 18%. Trong khi đó, mức lãi suất cao trên thị trường mở và xu hướng rút tiền ròng trên thị trường này đã khiến cho nhiều ngân hàng có trái phiếu cũng gặp khó khăn trong việc vay tiền trên thị trường này. Điều này đã khiến cho các ngân hàng cân nhắc trong việc mua trái phiếu trên thị trường sơ cấp. Bên cạnh đó, thông tư của NHNN quy định nguồn vốn dành cho trái phiếu cũng được tính vào dư nợ tín dụng của các ngân hàng trong khi các ngân hàng bị khống chế mức dư nợ tín dụng năm 2011 dưới 20% cũng là rào cản khiến các ngân hàng e dè trong việc tham gia đấu thầu trái phiếu chính phủ và trái phiếu do chính phủ bảo lãnh trong những tháng vừa qua.

Thứ ba, cũng giống như năm 2010, trong những tháng đầu năm 2011, 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 lạm phát, 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 trong quý II/2011. 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. Thị trường trái phiếu sơ cấp sẽ sôi động trở lại khi áp lực về lạm phát được tháo gỡ cũng như những căng thẳng về thanh toán của hệ thống ngân hàng có chiều hướng khả quan hơn.

### **Trái phiếu doanh nghiệp**

Diễn biến tương tự thị trường trái phiếu sơ cấp, thị trường trái phiếu doanh nghiệp khá trầm lắng trong quý I/2011. Nếu trong năm 2010 đã có khoảng 47 nghìn tỷ đồng trái phiếu được phát hành trong năm, thì trong quý I này không có nhiều doanh nghiệp có ý định phát hành trái phiếu doanh nghiệp, và tổng lượng trái phiếu đã phát hành cũng như dự kiến phát hành trong năm 2011 hiện đang vào khoảng 11,69 nghìn tỷ đồng và khoảng 500 triệu – 1 tỷ USD. Điều này có thể lý giải bằng một số nguyên nhân sau:

Thứ nhất, trong quý I thì hầu hết các doanh nghiệp mới thực hiện kiểm toán các báo cáo tài chính cũng như lập kế hoạch kinh doanh để trình đại hội đồng cổ đông phê duyệt. Do đó, khi kết thúc quý I, nhiều doanh nghiệp vẫn chưa xác định được có cần phát hành trái phiếu để huy động vốn hoạt động, mở rộng sản xuất hay không.

Thứ hai, mặc dù lãi suất cho vay của các ngân hàng trên thị trường vẫn còn cao (18% - 20%) thì việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu của doanh nghiệp có một số ưu điểm vượt trội hơn, tuy nhiên áp lực lạm phát cao như hiện nay trong khi giá cả của nhiều đầu vào tăng cao cũng khiến cho các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong sản xuất kinh doanh, và do đó, nhiều doanh nghiệp trở nên rất thận trọng trong việc lựa chọn phát hành trái phiếu.

Chúng tôi cho rằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ chưa thể sôi động trở lại trong quý II năm 2011 khi mà lạm phát vẫn còn ở mức cao và giá cả đầu vào vẫn có xu hướng tăng. Thêm nữa, theo chỉ thị 01 của NHNN, việc mua trái phiếu của các ngân hàng cũng sẽ được tính vào trong dư nợ tín dụng của tổ chức tín dụng trong khi mức dư nợ tín dụng năm 2011 được đặt mục tiêu là dưới 20%. Do đó việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp không còn được dễ dàng như năm 2010.

Đối với việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp quốc tế, trong quý I/2011, hiện chỉ có Vietin Bank đang có kế hoạch phát hành trái phiếu quốc tế và trình chính phủ phê duyệt. Tuy nhiên, việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp bằng ngoại tệ sẽ không đơn giản vì giá hợp đồng bảo lãnh nợ xấu (CDS) của Việt Nam trên thị trường thế giới trong quý I/2011 luôn được duy trì ở mức trên 300 điểm, cao hơn khoảng 20 – 50 điểm so với cuối năm 2010,



và theo Business Insider, Việt Nam hiện đang xếp thứ 9 trong số 18 nước có mức CDS cao nhất. Điều này 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 trong quý II/2011 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 về các chính sách vĩ mô nhất quán của chính phủ Việt Nam cũng như từ các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế.

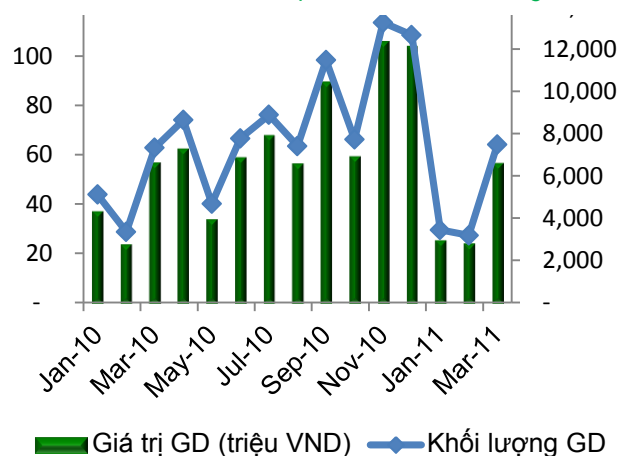
## 2. Thị trường thứ cấp

Thị trường trái phiếu thứ cấp cũng hoạt động một cách trầm lắng trong quý I khi chỉ có 121 triệu trái phiếu với tổng giá trị giao dịch khoảng 12,47 nghìn tỷ đồng được thực hiện. Theo đó, khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch chỉ bằng 93% so với cùng kỳ năm 2010 và bằng 41% – 43% so với quý IV/2010. Việc thắt chặt chính sách tiền tệ thông qua việc tăng các lãi suất điều hành, lãi suất trên thị trường mở và rút cung tiền trên thị trường này, cũng như tình hình căng thẳng thanh khoản của các ngân hàng trong thời gian vừa qua đã khiến cho hoạt động của thị trường thứ cấp hoạt động rất cầm chừng. 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 quý II/2011.

*Bảng 3: Giao dịch trái phiếu thị trường thứ cấp*

	Khối lượng GD (triệu TP)	Giá trị GD (tỷ VND)
Quý I/2010	135	13.825
Quý II/2010	181	18.229
Quý III/2010	238	25.033
Quý IV/2010	288	31.484
Quý I/2011	121	12.470

*Biểu đồ 14: Giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp*



*Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội*

## II. Thị trường cổ phiếu niêm yết

### Diễn biến thị trường quý 1/2011

Kết thúc quý I/2011, thị trường chứng khoán chứng kiến sự suy giảm trên cả hai sàn. VNI giảm 4,85% và HNX – index giảm 19,93% so với cuối năm trước. Sau tháng 12/2010 giao dịch sôi động, thị trường quý 1/2011 rơi vào cảnh ảm đạm với thanh khoản xuống mức thấp và hẹp dần vào cuối quý. GTGD bình quân cả quý 1 toàn thị trường giảm 25,18% so với quý trước xuống 1168 tỷ. Thị trường có những diễn biến chính sau:

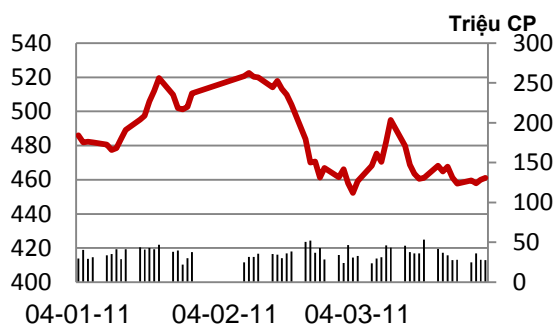
Tháng 1 & tháng 2: Giao dịch trái chiều diễn ra trên hai sàn trong tháng 1 và nửa đầu tháng 2 trong đó VNI tiếp tục tăng lên mạnh nhờ nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn được các quỹ đầu tư chỉ số (ETF) đẩy tăng giá và bất chấp sự suy giảm của phần đông các cổ phiếu còn lại cũng như giao dịch yếu trên toàn thị trường do hiệu ứng của tâm lý nghỉ Tết nguyên đán. VNI đã ghi nhận mức đỉnh tại 522,59 điểm vào ngày 9/2 và đây cũng là mức cao nhất trong quý. Ngược lại, sàn Hà Nội phản ánh thực tế hơn không khí giao dịch ảm đạm của thị trường trong các tháng đầu năm khi liên tục sụt giảm.

Hai chỉ số chỉ song hành giảm kể từ giữa tháng 2 sau khi có thông tin tỷ giá được điều chỉnh tăng 9,3% từ ngày 11-2, cùng với thông tin tăng giá xăng, giá điện và nghị quyết 11/NQ-CP về kiểm chế lạm phát được ban hành có ghi rõ việc siết chặt dòng vốn vào thị trường chứng khoán. Liên tục sụt giảm từ đầu năm tính đến cuối tháng 2, HNX – index giảm 15,8% từ mức 114 điểm vào cuối năm 2010 xuống 95,92 điểm vào cuối tháng 2.

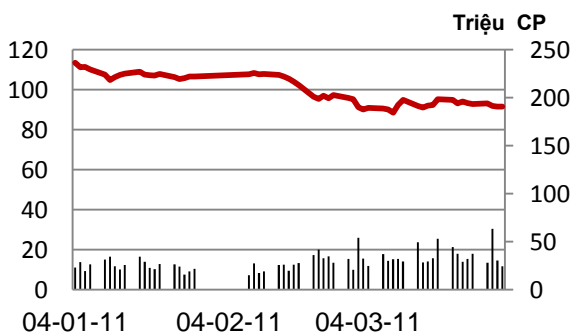
Sang tháng 3, khi tâm lý nghỉ ngơi dịp Tết nguyên đán đã hoàn toàn chấm dứt, nhưng cả hai sàn tiếp tục suy giảm khi sức ép vĩ mô bất ổn và các biện pháp nhằm ổn định vĩ mô tác động lên thị trường cả về mặt tâm lý cũng như kỳ vọng. Thị trường đã giảm xuống mức VNI 452,34 điểm và HNX – index 88,45 ngay tuần đầu tháng 3 và đây cũng là mức đáy của quý 1. Trong thời gian còn lại tháng 3, các chỉ số hầu như đi ngang xen với những đợt hồi phục kỹ thuật rất ngắn. Trong cả tháng, tâm lý thận trọng bao trùm thị trường, VN-Index dao động lình xình, không thoát qua khỏi khu vực kỹ thuật 460 điểm. Thông thường tháng 3 là tháng giao dịch bắt đầu cải thiện khi dòng tiền nhà rỗi sau Tết trở lại tìm kiếm cơ hội đầu tư, tuy nhiên năm nay điều này đã không xảy ra khi thanh khoản tiếp tục xu hướng co hẹp. Thanh khoản bình quân tiếp tục suy giảm và trở lại mức gần tương đương tháng 11 là tháng có giao dịch thấp nhất trong năm trước.

Tuy nhiên, cuối tháng 3 đã xuất hiện các dấu hiệu cho thấy tâm lý nhà đầu tư có phần “chai” trước biến động vĩ mô tiêu cực. Các tin vĩ mô tiêu cực như lạm phát cao, áp lực gia tăng thắt chặt tiền tệ, tăng giá xăng khiến thị trường không thể bật lên nhưng cũng không gây ra tâm lý hoảng loạn, hoạt động bán tháo không diễn ra và thị trường chuyển động hẹp.

Biểu đồ 15: VNI



Biểu đồ 16: HNX



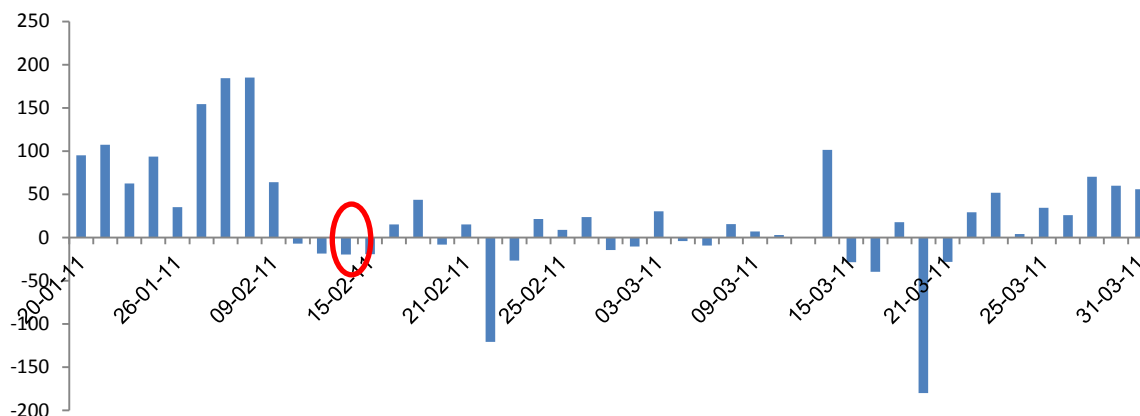
### Một số điểm nổi bật:

- Nhà đầu tư nước ngoài thu hẹp mua ròng trước những biến động vĩ mô và dòng vốn ngoại gia tăng vào thị trường Việt Nam vẫn chỉ là kỳ vọng.

Xu hướng mua ròng được nhà đầu tư nước ngoài duy trì liên tục từ năm 2010 đã đảo chiều vào giữa tháng 2 sau quyết định giảm giá VND 9,3% so với USD. Sau quyết định thay đổi tỷ giá, nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng nhiều phiên cũng như co hẹp giá trị mua ròng. Giao dịch bất ổn đã kéo giá trị mua ròng tháng 3 và tháng 4 giảm tới 10 lần so với tháng 1. Bên cạnh biến động tỷ giá mạnh thì bất ổn khác như tỷ lệ lạm phát cao, thâm hụt ngân sách cao... khiến kinh tế Việt Nam mất điểm với nhà đầu tư nước ngoài. Theo quan sát của chúng tôi, đợt mua vào khá mạnh bắt đầu từ tháng 11 năm trước và đầu năm nay của các quỹ ETF đã có nhiều dấu hiệu ngừng lại và việc thực hiện cơ cấu lại theo hướng bán ra cũng tăng cường trong nửa cuối quý 1/2011. Bên cạnh những yếu tố nội tại của kinh tế Việt Nam thì xu hướng rút vốn tại các thị trường mới nổi để đầu tư trở lại các thị trường phát triển cũng là nguyên nhân nữa làm giảm khả năng dòng vốn ngoại tìm đến thị trường trong nước. Trong quý 1, dòng vốn ngoại đã rút 24 tỷ đô la khỏi các nền kinh tế mới nổi quay trở lại thị trường các nước phát triển khi các nền kinh tế này ghi nhận sự hồi phục rõ nét hơn và đồng thời tránh khỏi rủi ro lạm phát khiến đà phát triển của các nước mới nổi chậm lại.

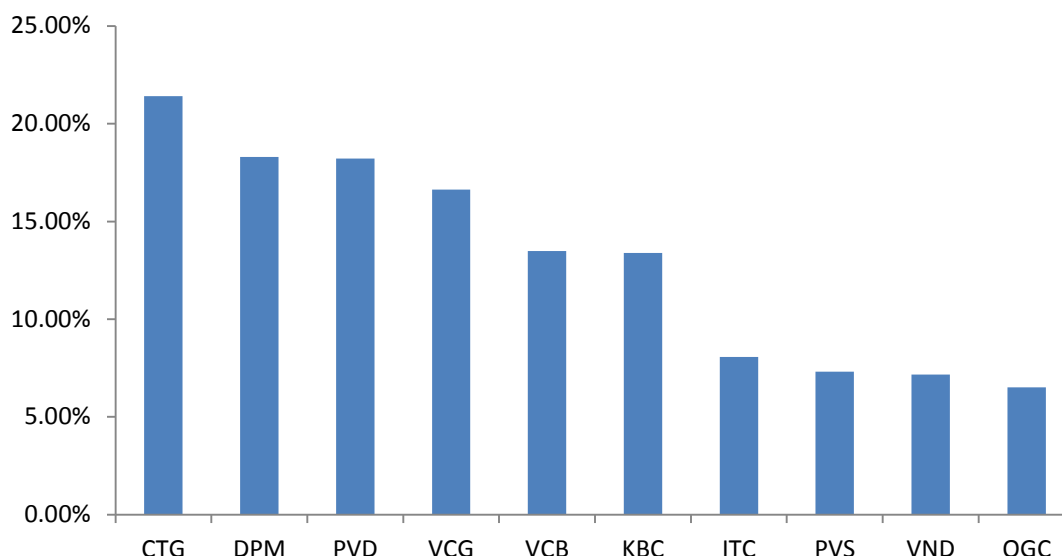
Như vậy, nếu những bất ổn vĩ mô hiện nay không được giải quyết thị trường chứng khoán sẽ khó có kỳ vọng đón nhận dòng vốn mới từ bên ngoài. Với định hướng được Chính phủ đưa ra từ đầu năm chúng tôi kỳ vọng những vấn đề vĩ mô hiện tại sẽ được giải quyết dần và dòng vốn nước ngoài sẽ đầu tư vào thị trường Việt Nam. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng những thay đổi này sẽ không thể sớm xảy ra trong một hai tháng tới bởi niềm tin cần được gây dựng từ những chuyển biến thực tế.

Biểu đồ 17: Diễn biến giao dịch của NĐTNN trong quý I/2011



Một điểm nổi bật trong đầu tư nước ngoài vào thị trường Việt Nam ngày càng rõ nét trong thời gian gần đây là hoạt động của các quỹ đầu tư theo chỉ số. Trong khi các quỹ đóng giảm mạnh vai trò thì các ETF lại gia tăng hoạt động và tác động không nhỏ tới thị trường trong nước. Thông qua mục đích nâng đỡ chỉ số các quỹ giao dịch chỉ số đã tác động khiến một bộ phận cổ phiếu phân hóa và điều này cũng ảnh hưởng tới xu hướng đầu tư trên thị trường.

Biểu đồ 18: Top các cổ phiếu được NĐTNN mua ròng theo tỷ trọng trong quý I/2011

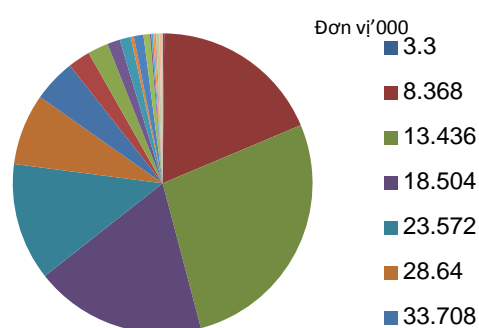


Nguồn: VCBS tổng hợp

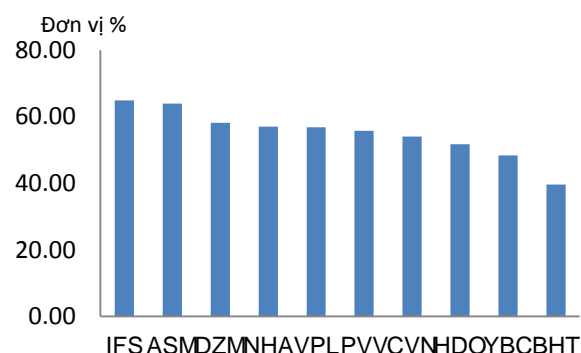
- Xu hướng phân hóa cổ phiếu đang trở lại.

Thị trường cuối tháng 3 đang cho thấy nhà đầu tư trở lại với chiến lược giao dịch đầu cơ đẩy giá tại một vài mã cổ phiếu một xu hướng đã khá thịnh hành trong nửa đầu năm 2010 là giai đoạn nguồn vốn cho đầu tư chứng khoán khá hạn hẹp trước chủ trương thắt chặt tín dụng trong các tháng đầu năm của NHNN. Trong các nhóm cổ phiếu, nhóm vốn hóa vừa và nhỏ đang mang lại điều kiện thuận lợi cho cách thức giao dịch này khi các cổ phiếu này đã có thị giá giảm về mức khá thấp sau một thời gian dài sụt giảm kể từ cuối tháng 6 năm trước. Hiện tượng tăng giá trần 8 phiên liên tiếp vào cuối tháng 3 của BMC là ví dụ điển hình.

Biểu đồ 19: Phân bổ cổ phiếu niêm yết theo thị giá



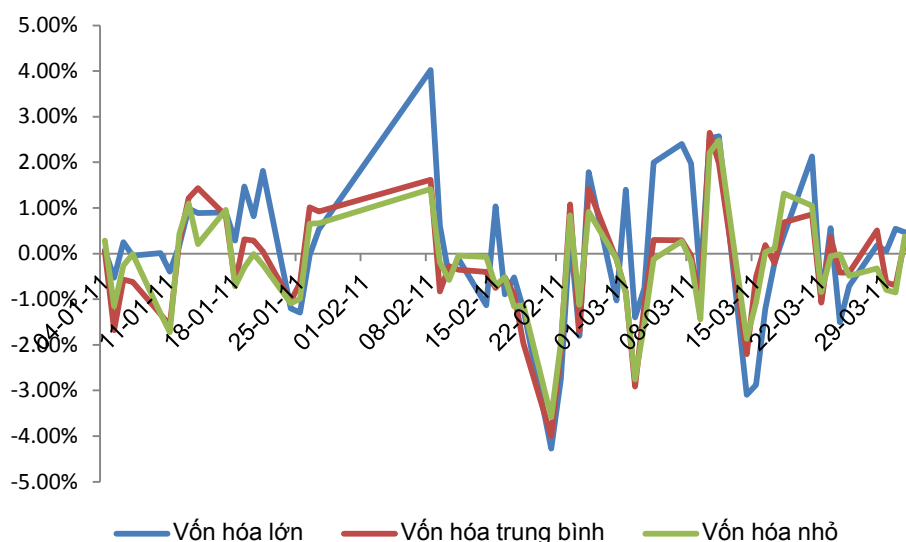
Biểu đồ 20: Top cổ phiếu tăng trưởng quý I/2011



Nguồn: VCBS tổng hợp, tính đến 31/3/2011

- Thị trường đang không ủng hộ xu hướng hồi phục nhưng áp lực giảm cũng không còn quá mạnh tại số đông các cổ phiếu.

*Biểu đồ 21: Biến động lợi suất ngày theo nhóm vốn hóa*



Nguồn: VCBS

Index theo vốn hóa do chúng tôi tính toán đã thu hẹp đáng kể biến động trong thời gian gần đây so với giai đoạn trước. Thị trường có vẻ tạm thời ổn định không giảm nhiều nhưng cơ hội để tìm kiếm lợi nhuận ngắn hạn cũng giảm mạnh các khoảng hồi phục đều co hẹp.

#### **Các yếu tố ảnh hưởng tới thị trường quý 2 & chiến lược đầu tư**

- *Rủi ro vĩ mô: Áp lực lớn nhất của thị trường trong quý 2 vẫn là bất ổn vĩ mô mà trọng tâm là tình hình lạm phát và chính sách tài chính tiền tệ để kiềm chế lạm phát.*

Lạm phát thực sự trở thành vấn đề “nóng” khi đã tăng tới 6,12% so với cuối năm trước. Việc tăng giá của hàng loạt các hàng hóa cơ bản phục vụ sản xuất và đời sống, cũng như việc tăng giá xăng dầu lần thứ 2 trên 10% vào cuối tháng 3, giá than (20% - 40%) đầu tháng 4 cùng với tình hình lạm phát tăng tại nhiều nước châu Á sẽ khiến cho các biện pháp kiềm chế lạm phát chưa thể phát huy hết tác dụng và do đó, áp lực về lạm phát trong quý II/2011 vẫn còn khá cao. Thêm vào đó, do các biện pháp kìm chế lạm phát mới chỉ bắt đầu triển khai từ cuối quý 1 nên sẽ cần phải có thời gian để ngấm, và độ trễ thường từ 3 đến 6 tháng nên tình hình có lẽ chỉ có thể tiến triển từ cuối quý 3. Và nếu như, các biện pháp hiện tại của NHNN chưa đủ phát huy tác dụng thì nhiều khả năng cơ quan quản lý sẽ phải có thêm biện pháp mạnh tay hơn. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, những tiến triển vĩ mô (nếu có) sẽ kích thích dòng vốn trong và có thể từ nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường nhưng sẽ không có sự tiếp sức từ dòng vốn tín dụng. Với sức ép lạm phát cao cũng như áp lực phải kiểm soát chúng tôi cho kỳ vọng rằng sẽ không có sự nới lỏng tiền tệ nào trong năm nay nếu như mục tiêu kìm chế lạm phát vẫn đặt lên hàng đầu. Như vậy, tâm lý nhà đầu tư trên thị trường quý II/2011 vẫn sẽ bị sức ép trước diễn biến lạm phát quý II và chính sách kiềm chế lạm phát.

- *Dòng tiền cho thị trường: không có kỳ vọng lạc quan trong quý II/2011*

Nguồn tín dụng: Dòng vốn tín dụng vào chứng khoán sẽ hẹp dần. Cụ thể, trước mắt đến tháng 6 tín dụng cho phi sản xuất sẽ bị hạn chế ở mức 22%/ tổng tín dụng và sẽ giảm xuống 16% vào cuối năm. Các NHTM vượt tỷ lệ này sẽ phải giảm tỷ lệ trước tháng 6 nếu không sẽ bị phạt.

Nguồn khác: Trong quý 1, đã có thời điểm thị trường kỳ vọng sẽ có dòng vốn chuyển từ đầu tư vàng và ngoại tệ sang chứng khoán khi các kênh trên bị kiểm soát gắt gao và giá nhiều cổ phiếu đã khá rẻ sau thời gian dài giảm

giá. Tuy nhiên, thực tế đã không có dòng tiền đổ vào thị trường chứng khoán như kỳ vọng. Thay vì tìm đến chứng khoán thì phần tiền chuyển khỏi vàng, ngoại tệ này chủ yếu đang tìm đến bất động sản (theo diễn biến ảm lên của đất nền quý 1/2011), số ít gửi tiết kiệm khi lãi suất cao và các kênh đầu tư khác.... Điều đó cho thấy chứng khoán không phải là kênh đầu tư hấp dẫn như kỳ vọng. Có ý kiến cho rằng vì lãi suất ngoại tệ vẫn cao nên tiền chuyển khỏi kênh này vẫn ít nên thị trường chứng khoán chưa nhận được tác dụng tích cực. Chúng tôi cho rằng với kỳ vọng vĩ mô khá mờ mịt (áp lực lạm phát cao, thâm hụt thương mại...) và vàng thế giới vẫn trong xu hướng tăng giá thì nhu cầu chuyển khỏi nắm giữ vào và ngoại tệ sẽ không nhiều. Ngoài ra với việc rủi ro của thị trường chứng khoán đã bộc lộ trong năm 2010 và kỳ vọng trong giai đoạn vĩ mô bất ổn hiện nay, nếu tiền có chuyển khỏi vàng và ngoại tệ cũng sẽ ưu tiên đến kênh an toàn hơn như gửi ngân hàng khi chênh lệch lãi suất hấp dẫn hơn, hay bất động sản do kênh này được đánh giá ít rủi ro hơn chứng khoán.

Nhà đầu tư nước ngoài có thể sẽ vẫn mua ròng nhưng mức độ giải ngân sẽ vẫn hạn chế và không có kỳ vọng lạc quan do tình hình vĩ mô vẫn sẽ chưa có nhiều cải thiện và sự ổn định trong quý II/2011.

Nguồn mua cổ phiếu quỹ: hiện tượng mua cổ phiếu quỹ đang diễn ra trong thời gian gần đây với thông báo của nhiều công ty như HPG, SSI, VNM, CSG, SHN... Tuy nhiên giá trị mua chỉ nhỏ giọt và thấp không đủ giúp cổ phiếu hồi phục. Chúng tôi cho rằng các công ty cũng không thể mạnh tay hơn mua cổ phiếu quỹ trong thời gian tới khi chi phí vốn cao và nguồn vay hạn hẹp khiến các công ty cần phải tập trung nguồn lực cho ngành nghề kinh doanh chính.

- *Rủi ro kết quả kinh doanh quý I/2011.*

Kết quả kinh doanh quý đầu năm của doanh nghiệp sẽ được công bố trong quý 2 và dự kiến sẽ khó có một tình hình tích cực do tính mùa vụ thấp điểm, lãi vay cao, giá cả đầu vào tăng, VNĐ giảm giá 9,3%, thị trường chứng khoán suy giảm cùng tác động tiêu cực của chính sách tiền tệ thắt chặt. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh sẽ là sự phân hóa, một số ngành sẽ bị tác động tiêu cực nhưng có những ngành sẽ gặp thuận lợi (xem phân tích cụ thể của chúng tôi trong phần ngành). Các công ty chứng khoán, các công ty đầu tư tài chính và các công ty có danh mục đầu tư tài chính cao, đòn bẩy tài chính cao.... sẽ là nhóm doanh nghiệp nằm trong trạng thái rủi ro lỗ trong quý 1. Ngược lại, những công ty thuộc lĩnh vực xuất khẩu nguyên liệu, nông sản, thực phẩm... có thể sẽ ghi nhận kết quả tích cực.

Bên cạnh tác động của kết quả kinh doanh quý 1, kết quả kinh doanh năm 2010 được kiểm toán cũng sẽ là rủi ro cho thị trường trong quý II. Hiện tượng kết quả kinh doanh bị giảm sau kiểm toán so với công bố trước đó đã xảy ra từ năm ngoái và hiện tượng này vẫn tiếp diễn trong mùa báo cáo năm nay (PVX, SRB, SJS, TLH, VCG...) đang làm mất dần niềm tin của nhà đầu tư.

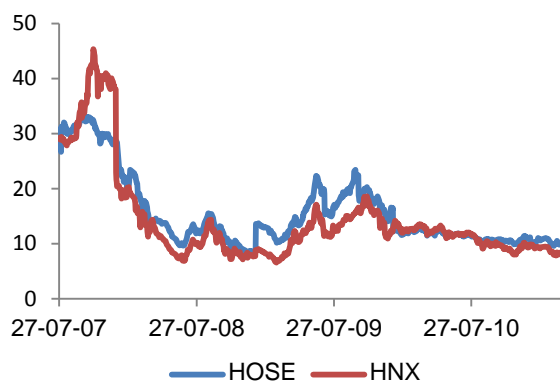
- *Lợi thế của thị trường hiện nay: Cổ phiếu hấp dẫn về mặt định giá cơ bản, thị giá thấp*

Theo thống kê, PE tính đến cuối quý I/2011 của thị trường là 10,58 và PB là 2,57. Tuy nhiên nếu loại trừ các cổ phiếu được khối nước ngoài đỡ giá thì PE là 9x và PB là 1x. Thị trường đang ở xấp xỉ mức thấp nhất của tháng 2/2009 là giai đoạn khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Số cổ phiếu có PE dưới 6.5 chiếm 51% và PB dưới 1.5 chiếm hơn 80%. Thị trường cũng hấp dẫn trên khía cạnh thị giá với 45% số mã niêm yết có thị giá dưới 13,5 nghìn/cổ phiếu.

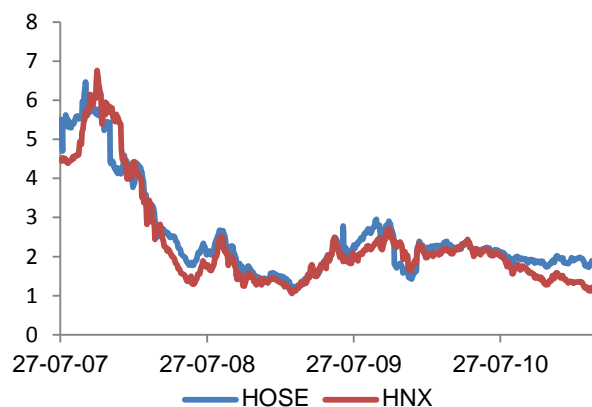
Khó khăn kinh tế của năm nay sẽ khiến các chỉ số định giá tăng lên ở mức chung. Nhưng bởi khó khăn kinh tế không tác động đồng đều với tất cả các nhóm ngành nên thị trường đang xuất hiện những cổ phiếu đáng được quan tâm với những nhà đầu tư cơ bản. Chúng tôi sẽ cung cấp phân tích khó khăn cũng như cơ hội cụ thể của từng nhóm ngành trong phần dưới.



Biểu đồ 22: PE

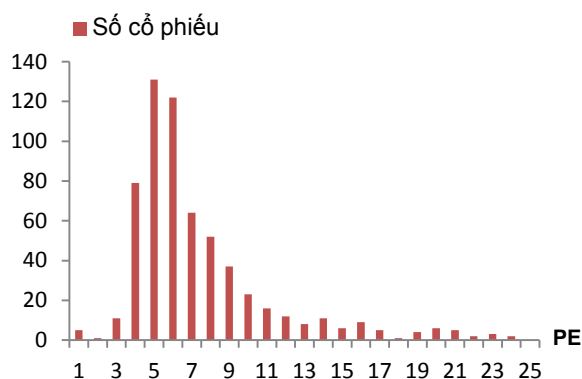


Biểu đồ 23: PB

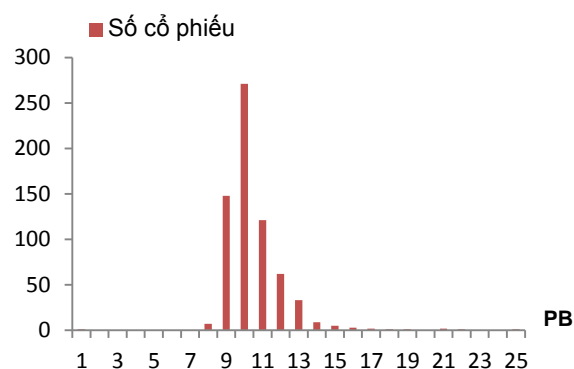


Nguồn: VCBS

Biểu đồ 24: Phân bố cổ phiếu theo PE



Biểu đồ 25: Phân bố cổ phiếu theo PB



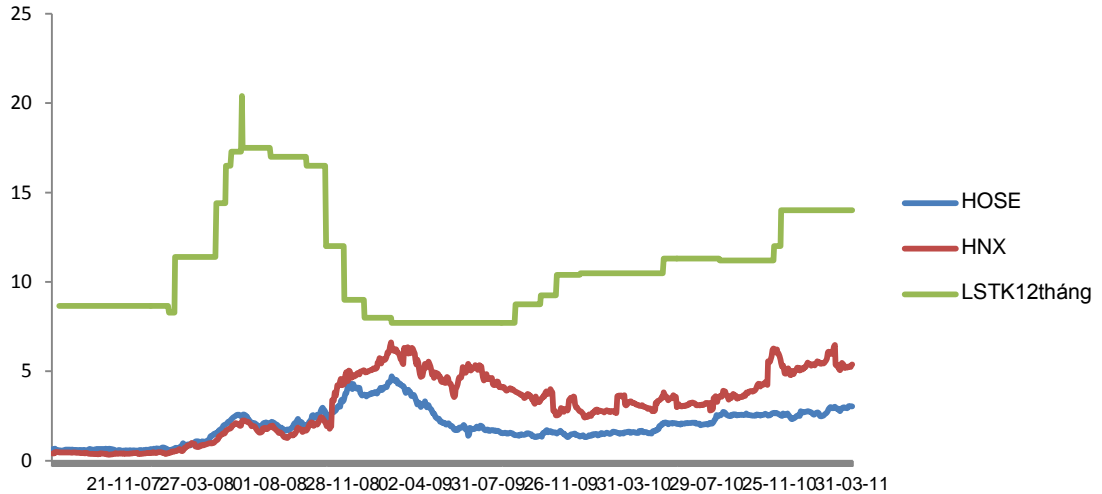
Nguồn: VCBS tổng hợp tại 31/3/2011

### Chiến lược đầu tư

Xét trên yếu tố tác động chủ đạo tới thị trường hiện nay là vĩ mô và chính sách tiền tệ, tâm lý nhà đầu tư chúng tôi cho rằng thị trường sẽ không hấp dẫn trong quý II khi ít có khả năng tăng trưởng và khả năng suy giảm vẫn hiện diện dù áp lực hiện nay không quá mạnh.

Nhà đầu tư ngắn hạn có độ ngại rủi ro cao vẫn nên đứng ngoài thị trường do tín hiệu hồi phục khả quan vẫn chưa nhìn thấy cơ hội xuất hiện sớm. Một trong những dấu hiệu cho thấy thị trường có khả năng hồi phục vững chắc là khi lãi suất giảm thu hẹp khoảng cách với tỷ lệ cổ tức. Hiện tại theo thống kê của chúng tôi tín hiệu này vẫn chưa xuất hiện, độ giãn cách giữa hai chỉ số vẫn chưa có dấu hiệu được thu hẹp.

Biểu đồ 26: Diễn biến tương quan giữa tỷ lệ cổ tức và lãi suất tiết kiệm 12 tháng



Nguồn: VCBS tổng hợp

Tuy nhiên do đặc điểm của thị trường theo hướng phân hóa nhà đầu tư cơ hội vẫn có thể tìm kiếm lợi nhuận khi lựa chọn được các cổ phiếu có yếu tố hỗ trợ (kết quả kinh doanh tốt, được hỗ trợ bởi nhà đầu tư nước ngoài...). Tuy nhiên, mức độ lợi nhuận chỉ nên kỳ vọng mỏng trong ngắn hạn do rủi ro vĩ mô trong quý 2 vẫn cao.

Thị trường khá hấp dẫn với nhiều cổ phiếu có thị giá thấp tương đương hoặc thấp hơn mức đáy cũ, tuy nhiên không có nhiều dấu hiệu xác nhận thị trường đã đến đáy. Vì vậy, nhà đầu tư có mục tiêu ngắn hạn theo xu hướng “bắt đáy” chỉ nên giải ngân dần và với tỷ trọng thấp so với tiền mặt.

Thị trường quý 2 có lẽ thích hợp hơn cả với quan điểm đầu tư giá trị dài hạn khi thị trường đang mở ra cơ hội đầu tư hợp lý tại các nhóm cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt và tiềm năng tăng trưởng tốt, không và ít bị ảnh hưởng bởi các khó khăn kinh tế hiện tại. Dưới đây, chúng tôi sẽ cung cấp phân tích khó khăn, cơ hội và khuyến nghị cụ thể với từng nhóm ngành trong giai đoạn hiện nay.

### III. Tổng quan và triển vọng một số ngành

#### 1. Ngành ngân hàng

Ngay từ những tháng đầu năm 2011, hoạt động của ngành Ngân hàng đã gặp phải không ít khó khăn do định hướng thắt chặt tiền tệ của Chính phủ và NHNN. Các diễn biến chính của ngành trong Q1 bao gồm:

- Tình hình vĩ mô biến động mạnh theo hướng thắt chặt gây khó khăn cho hoạt động của ngành Ngân hàng trong ngắn hạn.
- Hạn chế tăng trưởng tín dụng và thắt chặt cho vay với khu vực phi sản xuất, đặc biệt là chứng khoán và bất động sản.
- Căng thẳng thanh khoản tiền đồng diễn ra trong hệ thống ngân hàng, thu nhập lãi có nguy cơ sụt giảm do chi phí huy động cao.
- Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối có thể được cải thiện do thị trường ngoại hối đã được bình ổn một cách tương đối thông qua việc điều chỉnh tỷ giá và kiểm soát chặt chẽ giao dịch ngoại hối trên thị trường tự do.
- Cạnh tranh căng thẳng trong hệ thống ngân hàng, các NH nước ngoài đẩy mạnh hoạt động trong năm 2011 do được hưởng lợi từ cam kết gia nhập WTO của Việt Nam.

#### **Tình hình vĩ mô biến động mạnh theo hướng thắt chặt gây khó khăn cho hoạt động của ngành Ngân hàng trong ngắn hạn.**

Trước diễn biến phức tạp của nền kinh tế thế giới và trong nước, đặc biệt là tình hình lạm phát tăng cao trong thời gian qua và nhận định tình hình kinh tế vĩ mô năm 2011, Chính phủ và NHNN đã ban hành một loạt các văn bản quy định nhằm kiềm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô. Theo đó, tăng trưởng tín dụng được giới hạn ở mức dưới 20% thay cho mức 23% đưa ra hồi đầu năm, các lãi suất điều hành đều đồng loạt tăng trong khi lãi suất huy động bị giới hạn ở mức 14%. Nếu được thực hiện một cách hiệu quả, các chính sách này sẽ cải thiện đáng kể môi trường kinh tế vĩ mô trong trung và dài hạn. Tuy nhiên trong ngắn hạn, việc thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ khiến hoạt động của ngành NH ngày càng trở nên khó khăn hơn. Dưới đây là liệt kê một số sự kiện vĩ mô chính có tác động đến ngành NH trong Q1.2011.

*Bảng 4: Lịch sự kiện quan trọng trong Q1.2011*

Ngày	Sự kiện
11/02/2011	Tăng tỷ giá bình quân liên NH từ mức 18.932 VND/USD lên 20.693 VND/USD (tăng 9,3%), thu hẹp biên độ giao dịch từ +/-3% xuống +/-1%.
17/02/2011	Lãi suất tái cấp vốn tăng từ 9% lên 11%/năm (điều chỉnh tăng sau 2 năm kể từ 05/12/2008); lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với các NH là 11%.
17/02/2011	Thống đốc Nguyễn Văn Giàu đề nghị tăng trưởng tín dụng dưới 20% thay cho 23%.
24/02/2011	Chính phủ ban hành Nghị quyết 11/NQ-CP đề ra 06 nhóm giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội.
01/03/2011	Chỉ thị 01/CT-NHNN: giảm tốc độ và tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất so với năm 2010 (đến 30/06/2011 tỷ trọng tối đa là 22%, đến 31/12/2011 là 16%). Giảm mạnh và tiến tới cấm huy động và cho vay bằng vàng.
03/03/2011	Thông tư số 02/2011/TT-NHNN quy định mức lãi suất huy động VND tối đa của các TCTD là 14%.
08/03/2011	Quyết định số 379/QĐ-NHNN: lãi suất tái chiết khấu tăng từ 7% lên 12%/năm; lãi suất tái cấp vốn tăng từ 11% lên 12%/năm; lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân

hàng tăng từ 11% lên 12%/năm.

**31/03/2011** Quyết định số 692/QĐ-NHNN: lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và lãi suất cho vay bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với các ngân hàng tăng từ 12% lên 13%/năm.

---

### ***Hạn chế tăng trưởng tín dụng và thắt chặt cho vay với khu vực phi sản xuất***

Với định hướng thắt chặt tiền tệ từ NQ 11, tăng trưởng tín dụng năm 2011 đã được điều chỉnh từ mức 23% đưa ra đầu năm xuống dưới 20%, tổng phương tiện thanh toán được điều chỉnh từ 20% xuống 15-16%. Đồng thời, các khoản vay sẽ được tập trung ưu tiên cho khu vực sản xuất trong khi tín dụng cho khu vực phi sản xuất (đặc biệt là bất động sản và chứng khoán) sẽ bị thắt chặt. Cụ thể, tỷ trọng cho vay phi sản xuất chỉ được phép tối đa ở mức 22% tính đến ngày 30/6/2011 và 16% đến ngày 31/12/2011. Tính đến cuối tháng 2, tổng dư nợ cho khu vực phi sản xuất là 431.000 tỷ, chiếm 18,7% tổng dư nợ tín dụng toàn ngành. Đồng thời, chỉ có 18 NH trong hệ thống có tỷ trọng dư nợ lĩnh vực phi sản xuất dưới 25% trong khi 24 NH có tỷ trọng này trên 25%. Đặc biệt, một số NH có tỷ trọng trên dưới 50% và thu nhập tín dụng chủ yếu đến từ lĩnh vực bất động sản. Trong bối cảnh này, việc thắt chặt tín dụng phi sản xuất sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến lợi nhuận của một bộ phận các NH trong năm 2011. Tính đến 25/03/2011 tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt mức 4,22%, cao hơn hẳn so với cùng kỳ năm 2010 (2,95%). Tuy nhiên, mức tăng trưởng này vẫn ở vùng an toàn trong tương quan với giới hạn 20% của cả năm 2011. Chúng tôi cho rằng hoạt động tín dụng trong Q2 sẽ tăng trưởng chậm lại khi các chính sách vĩ mô thắt chặt bắt đầu phát huy tác dụng. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, để tăng trưởng tín dụng có thể tác động đến lạm phát phải mất thêm một thời gian ít nhất là 6 tháng. Do đó, chúng tôi cho rằng đến Q3 tình hình lạm phát mới có thể được kiểm soát và hoạt động tín dụng lúc đó mới có thể trở nên sôi động hơn.

### ***Căng thẳng thanh khoản tiền đồng – thu nhập lãi có nguy cơ sụt giảm do chi phí huy động cao***

Hiện tại các ngân hàng đang đối mặt với tình hình thanh khoản căng thẳng, đặc biệt là đối với tiền đồng. Nguyên nhân đầu tiên lý giải cho vấn đề này là việc NHNN liên tục rút tiền về từ thị trường mở sau khi đã bơm ra một lượng lớn (132.000 tỷ đồng) để đáp ứng nhu cầu của doanh nghiệp và người dân trước Tết. Động thái này cũng được thực hiện trong nỗ lực nhằm kiềm chế tình hình lạm phát đang ngày càng tăng cao. Theo Thống đốc Nguyễn Văn Giàu, tính đến hết tháng 2 lượng tiền đưa ra trong Tết còn đọng lại trong nền kinh tế là 27.000 tỷ đồng. Ngoài ra, từ thời điểm sau tết (07/02/2011) đến 25/03/2011 NHNN đã hút ròng 44.333 tỷ đồng trên thị trường mở. Một nguyên nhân khác là việc lãi suất huy động bị giới hạn ở mức 14% trong khi lạm phát tăng cao khiến các ngân hàng khó khăn trong việc thu hút tiền gửi từ khu vực dân cư. Q1.2010 CPI cả nước tăng 6,12% so với cuối năm 2010, trong đó CPI hàng tháng có tốc độ tăng cao dần (T1: 1,74%; T2: 2,09% và T3: 2,17%). So với cùng kỳ năm 2010, CPI hiện tại đã tăng tới 13,9%, lãi suất thực dương cho người gửi tiền lúc này chỉ còn 0,1%. Đây cũng chính là lí do khiến nhiều ngân hàng phải đưa ra mức lãi suất huy động tới 17% - 18% để giữ chân khách hàng và huy động thêm tiền gửi, trong khi lãi suất niêm yết vẫn ở mức 14%. Khó khăn trong thanh khoản của các ngân hàng cũng được thể hiện ở việc tăng cao kỷ lục của lãi suất liên ngân hàng trong thời gian gần đây, với mức cao nhất được ghi nhận là 23% (số liệu của SBV là 13.47% nhưng cũng thể hiện xu hướng tăng từ sau Tết). Giải pháp cuối cùng để các ngân hàng giải quyết tình hình thanh khoản là xin NHNN tái cấp vốn nhưng việc lãi suất tái cấp vốn gần đây nhất đã tăng lên 13% vào ngày 31/03/2011 (sau 2 lần tăng trước đó cũng trong Q1) đã khiến cho nguồn vốn này cũng trở nên ngày càng đắt đỏ. Như vậy, chi phí vốn đầu vào của các NHTM sẽ tăng cao đáng kể trong năm 2011 và nguy cơ sụt giảm thu nhập lãi của toàn hệ thống ngân hàng đã trở nên rõ nét, đặc biệt đối với các NH nhỏ có tiềm lực tài chính yếu. Cách duy nhất để duy trì được nguồn thu nhập này là các NH phải tăng lãi suất cho vay cao hơn nữa (so với mức hiện tại 21-23%) nhưng giải pháp này cũng không phải là lựa chọn tốt do việc tăng lãi suất quá cao sẽ khiến ngân hàng đối mặt với rủi ro lựa chọn nghịch.

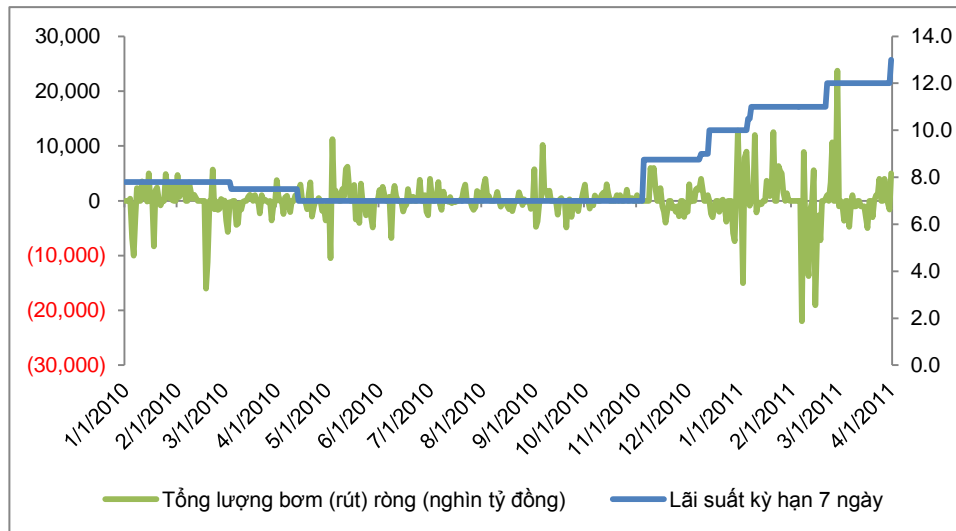
### ***Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối có thể được cải thiện do thị trường ngoại hối đã được bình ổn một cách tương đối***

Trước áp lực căng thẳng lên tiền đồng diễn ra vào cuối 2010 và đầu 2011, NHNN đã chính thức tăng tỷ giá bình quân liên NH thêm 9,3% từ mức 18.932 VND/USD lên 20.693 VND/USD và thu hẹp biên độ giao dịch từ +/-3% xuống +/-1% vào ngày 11/02/2011. Động thái này không gây bất ngờ cho thị trường ngoại hối do tỷ giá đã được kỳ vọng tăng từ trước đó. Việc tăng tỷ giá chỉ đóng vai trò chính thức hoá và phản ánh lại những diễn biến căng thẳng diễn ra trong năm 2010. Tính đến thời điểm, chênh lệch tỷ giá giữa thị trường ngoại hối chính thức và tự do được thu hẹp đáng kể. Mức tỷ giá trung bình trên thị trường chính thức trong tuần cuối tháng 3 là 20.698 VND/USD trong khi tỷ giá trên thị trường tự do dao động ở mức 20.090 – 21.150 VND/USD. Như vậy, 2 mức tỷ giá này không chênh lệch nhau là mấy nếu tính thêm phần phí giao dịch của ngân hàng vào tỷ giá của thị trường chính thức. Ngoài ra, NHNN cũng tiến hành thêm một bước nữa nhằm giữ cho mức chênh lệch này không tăng trở lại thông qua việc kiểm soát nghiêm ngặt giao dịch ngoại hối trên thị trường tự do. Đến thời điểm hiện tại, giao dịch trên thị trường này vẫn khá yên ắng. Chúng tôi cho rằng với quyết tâm của NHNN trong việc kiểm soát tỷ giá, thị trường ngoại hối sẽ tiếp tục ổn định ít nhất trong Q2.2011. Đây chính là cơ sở để các ngân hàng có thể cải thiện nguồn thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối của mình.

### ***Cạnh tranh căng thẳng trong hệ thống ngân hàng – các NH nước ngoài đẩy mạnh hoạt động trong năm 2011 do được hưởng lợi từ cam kết gia nhập WTO của Việt Nam***

Trong lộ trình mở cửa của hệ thống ngân hàng để gia nhập WTO, Việt Nam đã chính thức tiến đến mức thực hiện đối xử quốc gia (NT) với ngân hàng nước ngoài. Do đó, kể từ ngày 1-1-2011, các ngân hàng nước ngoài sẽ được nhận tiền gửi bằng đồng Việt Nam từ các cá nhân Việt Nam mà ngân hàng không có quan hệ tín dụng, không còn bị hạn chế theo tỷ lệ trên mức vốn được cấp của chi nhánh. Năm 2010 chứng kiến sự mở rộng qui mô và phạm vi hoạt động của các ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam. Cụ thể, Citibank và Standard Chartered Bank chính thức triển khai hoạt động ngân hàng bán lẻ tại Hà Nội vào tháng 10/2010. Ngay trước đó, HSBC cũng đã khai trương chi nhánh thứ 5 tại Việt Nam. Ngoài ra, một loạt các chi nhánh NH nước ngoài đồng loạt tăng mạnh vốn được cấp vào thời điểm cuối năm 2010: NH Huanan Commercial Bank Ltd. – Chi nhánh TP HCM tăng từ 15 triệu USD lên 65 triệu USD, NH Chinatrust – Chi nhánh TP HCM tăng từ 15 triệu USD lên 50 triệu USD, NH Mizuho Corporate Bank, Ltd. – Chi nhánh TP HCM tăng từ 15 triệu USD lên 133,5 triệu USD và Ngân hàng Mizuho Corporate Bank, Ltd. – Chi nhánh Hà Nội được tăng vốn được cấp từ 15 triệu USD lên 133,5 triệu USD. Ngoài lợi thế về vốn, các NH nước ngoài còn có một lợi thế vượt trội so với các NHTM trong nước, đó là công nghệ. Lợi thế này giúp các NH nước ngoài có thể triển khai các dịch vụ tài chính phức tạp và hiệu quả hơn, đồng thời đưa ra những sản phẩm dịch vụ mới mà các NHTM trong nước không cung cấp được do hạn chế về công nghệ. Năm 2010 cũng chứng kiến hiệu quả hoạt động khá ấn tượng của khối NH nước ngoài. Tính đến hết quý III/2010, các ngân hàng 100% vốn nước ngoài đã huy động vốn đạt 77.444 tỷ đồng; tổng tài sản đạt 93.511 tỷ đồng, tăng 29,8% so với thời điểm cuối năm 2009; dư nợ tín dụng đạt 38.322 tỷ đồng, tăng 11,9% so với năm 2009. Trong khi các NHTM trong nước cạnh tranh khốc liệt để phát triển tín dụng, chạy đua lãi suất, thì các ngân hàng nước ngoài lại đi sâu phát triển các lĩnh vực tài chính doanh nghiệp, kinh doanh vốn và thị trường ngoại hối, nghiệp vụ ngân hàng toàn cầu, thanh toán quốc tế và tài trợ chuỗi cung ứng, dịch vụ lưu ký chứng khoán. Theo báo cáo của NHNN, chênh lệch thu chi 10 tháng đầu năm 2010 của các tổ chức tín dụng nước ngoài đạt gần 3.500 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu của khối ngân hàng 100% vốn nước ngoài chỉ chiếm 0,4% tổng dư nợ cho vay. Chúng tôi cho rằng các NHTM nhỏ trong nước sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc cạnh tranh với các NH nước ngoài và lợi nhuận biên của một số ngân hàng có thể giảm đi trong khi phải cố gắng duy trì thị phần của mình.

Biểu đồ 27:: OMO từ 1/1/2010-1/4/2011



Nguồn: SBV, VCBS tổng hợp

Dưới đây là cập nhật về tình hình hoạt động kinh doanh của một số NHTM.

### Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Theo kết quả kinh doanh hợp nhất quý IV chưa kiểm toán, ACB đạt 1.105 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong Q4, tăng 65,6% so với Q3 và 27,7% so với cùng kỳ năm 2009. Lợi nhuận trước thuế lũy kế 4Q đạt 3.106 tỷ (hoàn thành 86,3% kế hoạch), tăng 9,4% so với năm 2009, trong đó lợi nhuận Q4 chiếm tới 36%. Cho vay và huy động của ACB trong 4Q đạt lần lượt 86.478 tỷ đồng và 173.301 tỷ đồng, tương đương với mức tăng trưởng 39,8% cho cả 2 chỉ tiêu (năm 2009 lần lượt là 78,8% và 36,4%).

Tăng trưởng kết quả kinh doanh năm 2010 không khả quan, trong đó chủ yếu là tăng trưởng thu nhập lãi. Thu nhập lãi Q4 của ACB đạt 1.308 tỷ đồng, tăng 60% so với cùng kỳ năm 2009. Lũy kế 4Q thu nhập lãi đạt 4.174 tỷ đồng, tăng 49% và chiếm 76% tổng thu nhập (năm 2009 là 56,7%). Thu nhập từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối lần lượt chiếm 15% và 3,5% tổng thu nhập. Cả 2 nguồn thu nhập này đều giảm so với năm 2009, lần lượt 5,5% và 57,8%. Như vậy, mặc dù đã có định hướng tập trung nâng cao thu nhập phi tín dụng trong năm 2010 nhưng thực tế cho thấy mảng thu nhập này của ACB chưa được cải thiện.

ACB đã hoàn thành việc tăng vốn lên 9.377 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu. Làn huy động này không những giúp ACB có thêm vốn để mua sắm tài sản cố định, tăng vốn cho công ty con và đáp ứng một phần nhu cầu vốn trung và dài hạn của khách hàng mà còn nâng cao được tỷ lệ an toàn vốn CAR từ 9% tại 30/06/2010 lên 10,01% tại 30/09/2011, đảm bảo đáp ứng yêu cầu về an toàn vốn theo Thông tư 13 của NHNN. ACB có kế hoạch tăng vốn thêm 22,5% lên 11.490 tỷ đồng trong 2011. Với tình hình thắt chặt nguồn vốn cho thị trường chứng khoán, chúng tôi cho rằng việc tăng vốn của ACB sẽ không dễ dàng. Tuy nhiên như đã đánh giá, thời điểm cuối năm 2011 thị trường có thể phục hồi và ACB có thể tận dụng cơ hội này để tiến hành huy động

Trong năm 2011, hoạt động cho vay của Ngân hàng sẽ không thể đạt được mức tăng trưởng cao như năm 2010 do tăng trưởng tín dụng toàn ngành bị hạn chế dưới 20% và huy động trên thị trường 1 và 2 đều gặp khó khăn (hạn chế lãi suất huy động ở mức 14% trong khi lãi suất liên NH và tái cấp vốn tăng tới 13%). Tuy nhiên, là một trong những ngân hàng có thế mạnh về mảng kinh doanh dịch vụ, chúng tôi kỳ vọng ACB có thể nâng cao tỷ trọng thu nhập từ các hoạt động phi tín dụng trong năm 2011 nhằm bù lại cho thu nhập từ lãi đang có nguy cơ bị thu hẹp. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng lợi nhuận năm 2011 của ACB sẽ không tăng trưởng cao. Tăng trưởng LNTT có thể đạt 12-13% trong năm nay.



### **Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB)**

Năm 2010 STB có tổng tài sản đạt 152.387 tỷ đồng, tăng tới 46,4% và vượt 4,4% so với kế hoạch, trong đó dư nợ tín dụng đạt 82.485 tỷ đồng, tăng 37,7% so với năm 2009 và vượt kế hoạch 3,1%. Chất lượng các khoản vay cũng được kiểm soát tốt với tỷ lệ nợ xấu ở mức 0,54% và luôn được duy trì dưới 1%. Tổng nguồn vốn huy động đạt 126.203 tỷ đồng, tăng 46% so với năm 2009 và vượt 6% so với kế hoạch; trong đó huy động từ dân cư chiếm 46,1% tổng nguồn vốn và huy động từ doanh nghiệp chỉ chiếm 8,3% tổng nguồn vốn.

Lợi nhuận sau thuế năm 2010 của STB đạt 2.560 tỷ đồng, tăng 19,1% so với năm trước và vượt kế hoạch 6,7%. Giống như các NHTMCP khác, tăng trưởng thu nhập lãi của STB năm 2010 khá ấn tượng với 64% và đóng góp chủ yếu vào tổng thu nhập (chiếm 72,6%). Các thu nhập phi tín dụng như thu phí dịch vụ tăng 14,7%; thu nhập góp vốn mua cổ phần tăng 494%; trong khi hoạt động kinh doanh ngoại hối lỗ 502 tỷ, giảm 260% so với năm trước; lãi từ mua bán chứng khoán kinh doanh cũng giảm 227% trong khi mua bán chứng khoán đầu tư lỗ 151 tỷ đồng, giảm 136%. Do đó, thu nhập từ hoạt động tín dụng mặc dù tăng trưởng mạnh nhưng không bù đắp được nhiều cho các nguồn thu nhập phi tín dụng, khiến lợi nhuận cuối cùng của Ngân hàng không tăng trưởng nổi trội như EIB hay CTG.

Cũng như hầu hết các NHTM khác, STB tiến hành tăng vốn từ 6.700 tỷ đồng lên 9.179 tỷ đồng vào Q4.2010. Số vốn huy động này được sử dụng để đầu tư vào lĩnh vực Công nghệ thông tin và Thẻ, mở rộng mạng lưới hoạt động đến các vùng kinh tế trọng điểm, đồng thời bổ sung vào nguồn vốn kinh doanh nhằm sinh lời và đảm bảo các chỉ số an toàn theo quy định của NHNN. Tính đến thời điểm cuối năm 2010, hệ số CAR của STB đạt 9,97% và cao hơn so với mức 9% yêu cầu tối thiểu của NHNN. Tuy nhiên, theo đánh giá của STB mức vốn này vẫn còn khiêm tốn so với các NH khác và Ngân hàng có kế hoạch tăng vốn thêm 17% lên 10.740 tỷ đồng trong năm 2011 thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 100:15. Số vốn này sẽ tiếp tục được đầu tư vào tài sản cố định (20,5%), kinh doanh sinh lời (28,2%) và thành lập mới các đơn vị trực thuộc (51,3%).

Trong năm 2011, STB đặt kế hoạch tăng tổng tài sản 12%, tổng huy động tăng 22%, dư nợ cho vay tăng gần 20% và lợi nhuận trước thuế tăng 12%, đạt 2.700 tỷ đồng. Theo STB, kế hoạch lợi nhuận này được đưa ra theo hướng thận trọng và nếu tình hình thuận lợi hơn trong thời gian sắp tới, Ngân hàng có thể điều chỉnh tăng mức LNTT. Cũng trong năm 2011, STB có kế hoạch mở rộng tại thị trường Lào (lợi nhuận 2011 ước tính khoảng 20 tỷ đồng) và Campuchia (lợi nhuận 2011 ước tính khoảng 77 tỷ đồng) với hy vọng nguồn thu nhập này có thể đóng góp thêm cho tổng thu nhập năm 2011. Vừa qua, STB cũng đã có được một khoản vay vốn cấp 2 là 150 triệu USD từ Định chế tài chính hỗ trợ phát triển Hà Lan (FMO) trong vòng 10 năm với lãi suất 8%/năm. Một phần của nguồn vốn này sẽ được STB sử dụng để mở rộng hoạt động kinh doanh, đồng thời giúp Ngân hàng đáp ứng được các tỷ lệ an toàn yêu cầu bởi NHNN. Chúng tôi kỳ vọng sự linh hoạt trong hoạt động của STB sẽ giúp Ngân hàng có thể đạt được mức tăng trưởng khả quan trong năm 2011.

### **Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (EIB)**

Theo kết quả kinh doanh đã kiểm toán, tổng tài sản của EIB tại 31/12/2010 đạt 131.111 tỷ đồng, tăng mạnh 100,3% so với 2009 và vượt kế hoạch 49%, trong đó dư nợ tín dụng đạt 61.718 tỷ đồng, tăng 62,4% và vượt kế hoạch 6,4%. Song song với tốc độ tăng trưởng tín dụng rất cao, EIB duy trì tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,42% (giảm so với 2009: 1,83%). Mặc dù tỷ lệ nợ xấu này cao hơn so với ACB, STB nhưng thấp hơn so với mức trung bình ngành là 2,5%. Nguồn vốn huy động đạt 91.520 tỷ đồng (bao gồm tiền gửi khách hàng và tiền gửi của các TCTD khác), tăng mạnh 121,6% so với 2009 và vượt kế hoạch 36,6%; trong đó nguồn vốn từ dân cư chiếm 35,8% tổng nguồn vốn huy động và huy động từ doanh nghiệp chiếm 26,8% tổng nguồn vốn huy động.

Kết quả kinh doanh của EIB tăng mạnh trong năm 2010 do đóng góp chủ yếu của hoạt động tín dụng và việc thanh lý một số tài sản. Lợi nhuận trước thuế đạt 2.378 tỷ đồng, tăng 55,1% so với 2009 và vượt kế hoạch 8,1%. Cụ thể, thu nhập lãi của EIB tăng tới 46% so với năm trước đó, đóng góp 78,6% vào tổng thu nhập. Thu nhập phi tín dụng bao gồm thu nhập phí dịch vụ tăng mạnh 109% và đóng góp 12,9% vào tổng thu nhập; thu nhập từ hoạt

động kinh doanh ngoại hối giảm mạnh 88,4% và chỉ đóng góp 0,4% vào tổng thu nhập trong năm 2010. Các hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư đều lỗ trong năm 2010, giảm mạnh lần lượt 95% và 115% trong khi thu nhập từ hoạt động khác tăng mạnh tới 856% do EIB có nguồn thu từ việc thanh lý quyền sử dụng đất và tài sản cố định, cũng như thanh lý các tài sản xiết nợ.

Mặc dù là một trong những ngân hàng có nguồn vốn tự có tương đối cao trong toàn hệ thống, EIB vẫn tiếp tục tăng vốn điều lệ 20% trong năm 2010 từ 8.800 tỷ đồng lên 10.560 tỷ đồng nhằm cấp vốn cho các chi nhánh thành lập trong năm 2010 và bổ sung vào nguồn vốn kinh doanh dài hạn của Ngân hàng. Đây là một trong những cơ sở để hoạt động tín dụng của EIB có thể tăng trưởng mạnh mẽ trong năm vừa qua. Hệ số CAR của EIB cũng nhờ đó luôn ở mức cao hơn rất nhiều so với 9% quy định (2009: 26,5%). Theo kế hoạch kinh doanh 5 năm 2011 – 2015 của EIB đề ra trong ĐHCĐ năm 2010, Ngân hàng có kế hoạch sẽ tăng thêm vốn điều lệ lên 12.355 tỷ đồng. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá 2011 sẽ là một năm khó khăn để EIB thực hiện việc tăng vốn này.

Cũng theo kế hoạch này, EIB đặt mục tiêu LNTT đạt 3.294 tỷ đồng, tương ứng tăng 38,5% so với 2010. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này sẽ được điều chỉnh trong ĐHCĐ sắp tới vào 23/04/2011 do tình hình 2011 đã trở nên khó khăn hơn dự đoán. Chúng tôi cũng không kỳ vọng EIB có thể đạt được mức lợi nhuận ấn tượng như năm 2010 (trong đó chủ yếu là thu nhập từ lãi) do hoạt động tín dụng trong năm nay đã bị thắt chặt và giới hạn ở 20%.

### **Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG)**

Năm 2010 được đánh giá là một năm thành công bứt phá của CTG trong điều kiện khó khăn chung của toàn ngành NH. Theo kết quả kinh doanh kiểm toán năm 2010, các chỉ tiêu chính của CTG đều hoàn thành vượt mức các chỉ tiêu, nhiệm vụ năm 2010. Tổng tài sản đạt 367.712 tỷ đồng, tăng 50,8% so với 2009 và vượt 25,7% kế hoạch; trong đó dư nợ tín dụng đạt 231.435 tỷ đồng, tăng 43,2% so với 2009 và vượt 14,8% kế hoạch. Mặc dù tăng trưởng tín dụng ở mức cao, chất lượng các khoản vay của CTG cũng được kiểm soát một cách an toàn ở mức 0,66%, trong khi kế hoạch đặt ra là dưới 2,5%. Nguồn vốn huy động cả năm 2010 đạt 339.699 tỷ đồng, tăng mạnh 54% so với cùng kỳ năm trước, vượt kế hoạch 28%; trong đó nguồn vốn từ dân cư chiếm 33% tổng nguồn vốn và huy động từ doanh nghiệp chiếm 31% tổng nguồn vốn.

Lợi nhuận trước thuế của CTG năm 2010 đạt 4.598 tỷ đồng, tăng 36% so với năm trước và vượt kế hoạch 15%. Cụ thể, thu nhập lãi đạt 12.089 tỷ đồng, tăng mạnh 52,3% so với 2009. Thu nhập phi tín dụng bao gồm hoạt động thanh toán VND đạt 13 triệu giao dịch, doanh số 4.726 ngàn tỷ đồng và tăng 28% so với năm 2009; doanh số mua bán ngoại tệ của CTG năm 2010 đạt 5 tỷ USD, tăng gần 20% so với năm 2009; lượng kiều hối chuyển về qua CTG đạt 1,2 tỷ USD, tăng 30% so với 2009 và chiếm 15% thị phần kiều hối chuyển về Việt Nam; số lượng thẻ ghi nợ nội địa đạt hơn 5 triệu thẻ chiếm 18% thị phần, thẻ tín dụng đạt hơn 122 nghìn thẻ chiếm 23% thị phần. Với mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng, CTG đã vượt qua VCB vươn lên trở thành NH có tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) cao nhất trong số các NH niêm yết.

Trong năm 2010, CTG đã phát hành thành công tăng vốn đợt 1, thu về hơn 3.000 tỷ đồng vốn cấp 1 và đưa tổng vốn điều lệ lên 15.173 tỷ đồng. Đồng thời, đầu năm 2011 IFC đã trở thành cổ đông chiến lược của Ngân hàng, sở hữu 10% vốn điều lệ. Ngày 10/03/2011 IFC đã hoàn tất thủ tục và chuyển 3.540,2 tỷ đồng góp vốn chủ sở hữu và 125 triệu USD nợ cho vay thứ cấp, nâng vốn điều lệ của CTG lên 18.173 tỷ đồng. CTG đang tích cực thúc đẩy quá trình đàm phán với NH Nova Scotia để trở thành cổ đông sở hữu 15% vốn điều lệ. Thời gian thực hiện dự kiến vào Q2.2011. Mặc dù đến cuối năm 2010, hệ số CAR của CTG chỉ ở mức 8,6% (thấp hơn mức yêu cầu tối thiểu 9%) nhưng chúng tôi cho rằng sau đợt tăng vốn mới nhất vào đầu năm 2011, chỉ số này của CTG đã vượt mức 9%.

Năm 2011, CTG đặt kế hoạch tăng trưởng tương đối khiêm tốn: Tổng tài sản tăng 20%; Tổng nguồn vốn huy động tăng 20%, dư nợ cho vay và đầu tư tăng 20%, đặc biệt LNTT chỉ tăng 11% so với năm 2010. Chúng tôi cho rằng việc tăng trưởng tín dụng bị hạn chế ở mức 20% là nguyên nhân chính lý giải cho những con số này. Thu nhập từ hoạt động cho vay chiếm tới 82% tổng thu nhập và là động lực chủ yếu khiến CTG đã đạt được kết quả

kinh doanh ấn tượng trong năm 2010. Do đó khi hoạt động cho vay bị thắt chặt, lợi nhuận của CTG sẽ bị ảnh hưởng tương đối nhiều. Các hoạt động phi tín dụng của CTG vẫn có khả năng tăng trưởng trong năm 2011 nhưng với tốc độ không cao và do đó khó có thể bù đắp được nguồn thu nhập lãi có nguy cơ bị sụt giảm. Với kế hoạch khiêm tốn này, chúng tôi cho rằng CTG có thể hoàn thành được mục tiêu lợi nhuận của mình trong năm 2011.

### **Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB)**

Theo báo cáo tài chính hợp nhất chưa kiểm toán của VCB trong Q4.2010, LNTT cả năm 2010 đạt 5.509 tỷ đồng, tăng 21,6% so với năm 2009 và vượt kế hoạch 22,4%. Cho vay và huy động (bao gồm giấy tờ có giá) của Ngân hàng tại 31/12/2010 đạt lần lượt 171.143 tỷ đồng và 267.819 tỷ đồng, tăng 24,9% và 28,6% so với năm trước (2009: 26,2% và 13,3%). Điều đáng chú ý là các khoản vay bằng USD của VCB tăng mạnh trong năm 2010, chiếm 33,9% tổng dư nợ. Điều này có thể khiến tính thanh khoản và chất lượng tín dụng của VCB dễ bị ảnh hưởng hơn bởi biến động tỷ giá. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cơ cấu cho vay theo loại tiền tệ của VCB sẽ trở lại cân bằng hơn trong năm 2011 khi tăng trưởng tín dụng (áp dụng của với tín dụng bằng USD) được giới hạn ở mức 20%. Thêm vào đó, dư nợ ngắn hạn của VCB có sự bứt phá mạnh mẽ, tăng 30,7% trong khi đó dư nợ trung dài hạn chỉ tăng 18,8%; vì vậy VCB đã kiểm soát được tốc độ tăng trưởng trung dài hạn theo đúng hướng nhằm đảm bảo tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn.

Thu nhập lãi của VCB năm 2010 đạt 8.536 tỷ đồng, tăng 31,4% so với 2009 và chiếm 74,3% tổng thu nhập hoạt động (năm 2009 là 70%). So với các nguồn thu nhập phi tín dụng khác như thu phí và kinh doanh ngoại hối thì tăng trưởng thu nhập lãi là cao nhất. Thu nhập từ phí dịch vụ (chiếm 9,2% tổng thu nhập) chỉ tăng 7,4% trong khi thu nhập từ kinh doanh ngoại hối giảm mạnh tới 40,2%. Các thu nhập phi tín dụng khác như thu nhập từ kinh doanh chứng khoán đầu tư và góp vốn mua cổ phần lần lượt tăng 54,3% và 23,9% trong khi lãi từ chứng khoán kinh doanh giảm 93,6%.

VCB có kế hoạch tăng vốn theo 2 đợt trong năm 2010 (đợt 1: tăng 9,28%, đợt 2: tăng 33%). Tuy nhiên VCB mới chỉ kịp hoàn thành đợt tăng vốn đầu tiên vào tháng 8/2010, đưa vốn điều lệ của NH lên 13.224 tỷ đồng vào cuối năm 2010. Đợt tăng vốn lần 2 lên 17.588 tỷ đồng được hoàn thành vào tháng 2/2011. Tính đến thời điểm 30/09/2010 CAR của VCB là 8,17%, thấp hơn mức quy định là 9%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đến cuối năm tỷ lệ này của VCB có thể đã tăng lên mức 9%. Với đợt tăng vốn điều lệ gần đây nhất, chắc chắn tỷ lệ CAR đã vượt mức 9%. Tại thời điểm hiện tại, việc tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài sẽ là một trong những ưu tiên hàng đầu của VCB trong năm 2011. Đây sẽ là tiền đề để Ngân hàng có thể tiếp tục đẩy mạnh hoạt động của mình trong những năm tới.

VCB đã đưa ra Chương trình hành động của mình trong năm 2011 trên tinh thần của Nghị quyết 11 của Chính phủ và Chỉ thị 01 của Thống đốc NHNN. Cụ thể, VCB tiếp tục lấy hoạt động huy động vốn làm nhiệm vụ trọng tâm hàng đầu và xuyên suốt trong năm 2011. Chỉ tiêu phấn đấu tối thiểu năm 2011 là: Tổng tài sản tăng 15%; huy động vốn từ nền kinh tế tăng 22%, trong đó huy động VNĐ tăng 26,8%, huy động USD tăng 14,4%. Khi lãi suất huy động bị hạn chế ở mức 14%, người gửi tiền sẽ có xu hướng chọn gửi tiền tại những NH lớn và có tên tuổi như VCB. Do đó, chúng tôi cho rằng các chỉ tiêu này là hợp lý và có thể đạt được. VCB cũng điều chỉnh kế hoạch tín dụng năm 2011 với mức tăng trưởng dưới 20%; tỷ trọng dư nợ cho vay doanh nghiệp nhỏ trong tổng dư nợ là 18,4% và thế nhân là 12,7%; tỷ lệ nợ xấu dưới 2,2%. Với chính sách tiền tệ thắt chặt hiện nay, chúng tôi cho rằng nhiều ngân hàng nhỏ sẽ gặp vấn đề khó khăn về thanh khoản trong năm 2011. Đây là cơ hội để VCB có thể thu được thêm lợi nhuận từ thị trường liên ngân hàng. Chúng tôi cũng kỳ vọng VCB có thể cải thiện thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối (vốn là thế mạnh của Ngân hàng) trong năm 2011 do NHNN đã phần nào ổn định được thị trường ngoại hối thông qua việc điều chỉnh tỷ giá và kiểm soát chặt chẽ hoạt động kinh doanh ngoại hối trên thị trường tự do.

Bảng 5: Một số chỉ tiêu của các ngân hàng niêm yết năm 2010

Chỉ tiêu (tỷ đ)	TTS	VCSH	Cho vay	Huy động*	LDR (%)	ROAA (%)	ROAE (%)	P/E** (x)	EPS (đ)
ACB	205.802	11.381	86.478	173.301	49,9	1,25	21,77	7,8	2.945
CTG	367.932	17.461	231.318	245.683	91,9	1,13	22,92	10,0	2.896
EIB	131.128	14.782	61.720	112.375	54,9	1,85	12,93	7,3	2.006
HBB	38.440	3.860	16.194	30.398	53,3	1,76	16,79	4,8	1.989
NVB	20.017	2.075	10.639	16.719	63,6	0,81	9,71	12,4	736
SHB	51.136	4.198	24.302	44.651	54,0	1,26	14,98	5,1	1.922
STB	152.801	14.223	82.185	121.732	67,1	1,48	15,38	5,3	2.629
VCB	307.615	21.216	171.143	267.819	63,9	1,50	22,26	9,3	3.306

Nguồn: VCBS tổng hợp, \*: Huy động gồm: tiền gửi khách hàng, tiền gửi và vay các TCTD khác và phát hành giấy tờ có giá, \*\*: Giá ngày 07/04/2011

## 2. Ngành dầu khí

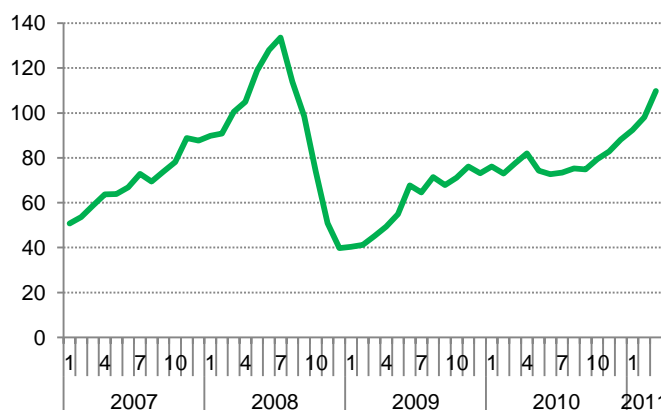
Năm 2010 là một năm ngành dầu khí Việt Nam gặp nhiều khó khăn khi kinh tế thế giới vẫn đang trong giai đoạn phục hồi, giá dầu thế giới biến động không ngừng và tăng mạnh so với năm 2009. Tuy vậy, hoạt động sản xuất, kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành vẫn được duy trì khá ổn định. Ngành dầu khí Việt Nam đang trong giai đoạn đầu tư, mở rộng, nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng, máy móc thiết bị, nhà xưởng. Chúng tôi nhận định ngành khai thác dầu khí vẫn đang trong giai đoạn khởi đầu, sẽ còn gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới. Ngược lại, các doanh nghiệp trong ngành phân phối dầu khí và ngành dịch vụ, thiết bị dầu khí hoạt động khá hiệu quả. Dự báo trong năm 2011, ngành dịch vụ và thiết bị dầu khí sẽ phát triển mạnh, tăng trưởng tốt.

### Một số sự kiện nổi bật ngành trong Quý I/2011

Giá dầu thô thế giới lần đầu tiên đạt 110 USD/Thùng (giá tại ngày 25/03/2011) vượt mốc 100 USD lần đầu tiên trong vòng hai năm rưỡi qua. Những bất ổn ngày càng tăng cao tại Libya, nơi sản xuất 2% lượng dầu thô toàn thế giới, và thảm họa vừa qua tại Nhật Bản là nguyên nhân đẩy thị trường dầu tăng vọt. Giới chuyên gia còn lo ngại thị trường có thể tăng cao nữa và vượt kỉ lục giá dầu năm 2007.

Trong bối cảnh giá dầu trên thế giới đang leo thang mạnh từ quý 3/2010, thì tại Việt Nam, theo Bộ Công Thương, nguồn cung xăng dầu đủ dùng đến hết quý I/2011 do đó chính phủ chủ trương giữ giá xăng dầu ổn định đến qua tết.

Biểu đồ 28: Biến động giá dầu thế giới (USD/Thùng)



Nguồn: EIA, VCB tổng hợp

Tuy nhiên, mặc cho chủ trương kìm giữ giá xăng của Bộ Công Thương cho đến hết quý I/2011, tháng 2 năm 2011, Bộ Tài Chính buộc phải quyết định cho phép doanh nghiệp được nâng mức sử dụng quỹ bình ổn để bù mức chênh lệch khi giá thế giới tăng quá cao.



Nhằm chia sẻ với khó khăn của doanh nghiệp, đồng thời giảm áp lực tăng giá bán lẻ, thực hiện mục tiêu kiểm soát lạm phát của chính phủ, Bộ Tài Chính điều chỉnh giảm thuế xăng dầu xuống 0% thay cho mức thuế 2%-5% hiện hành, bắt đầu từ 24/2/2011. Kể từ cuối năm 2010 đến nay, thuế nhập khẩu xăng dầu đã được 5 lần điều chỉnh giảm để hỗ trợ cho các doanh nghiệp.

Sau những nỗ lực nhằm bình ổn giá xăng dầu, chỉ riêng trong quý I/2011, Bộ Tài Chính đã buộc phải tăng mạnh giá xăng dầu bán lẻ 2 lần vào ngày 24/02/2011 và vào ngày 29/03/2011.

- Điều chỉnh lần 1 vào ngày 24/02/2011: Giá xăng lên 19.300 đồng/lít (tăng 2.900 đồng so với giá cũ). Đây là mức tăng giá xăng kỉ lục kể từ lần tăng giá năm 2007. Dầu hỏa tăng từ 15.100 lên 18.200 đồng. Còn dầu mazuts tăng từ 12.690 đồng lên 14.800 đồng mỗi kg.
- Điều chỉnh lần 2 vào ngày 29/03/2011: Giá xăng tăng lên 21.300 đồng/lít (tăng thêm 2.000 đồng). Dầu hỏa tăng 2.600 đồng, từ 18.200 đồng lên 20.800 đồng/lít. Dầu mazut tăng 2.000 đồng từ 14.800 đồng lên 16.800 đồng/kg. Sau khi điều chỉnh giá xăng dầu như trên, giá xăng dầu của Việt Nam vẫn thấp hơn giá các nước lân cận (Lào, Trung Quốc, Campuchia) khoảng từ 2.300 đồng/lít - 5.000 đồng/lít.

Bộ Tài Chính cũng công bố sẽ tiếp tục thực hiện kinh doanh xăng dầu theo cơ chế thị trường trong thời gian tới, cụ thể: nếu giá thế giới tăng, thì điều chỉnh giá trong nước; nếu giá thế giới giảm thì khôi phục thuế nhập khẩu ở mức hợp lý và thực hiện giảm giá bán.

### **Triển vọng ngành trong 2011**

#### **Nhu cầu dầu khí thế giới ngày càng cao**

Năm 2010 nhu cầu về dầu thô thế giới tăng 2,3 triệu thùng/ngày so với năm 2009 và đạt mức trung bình 86,7 triệu thùng/ngày. EIA dự báo năm 2011, con số trên sẽ đạt tới 88,2 triệu thùng/ngày, tăng 2% so với năm 2010. Thực tế có thể con số này sẽ lớn hơn do trong năm 2011, kinh tế thế giới vẫn đang trong giai đoạn phục hồi, nhu cầu xăng dầu phục vụ cho hoạt động sản xuất và tiêu dùng sẽ tăng mạnh trở lại. Đặc biệt, thảm họa sóng thần xảy ra vừa qua ở Nhật Bản khiến cả thế giới đặt lại câu hỏi về an toàn điện hạt nhân và có xu hướng chuyển sang dùng nguồn nguyên liệu thay thế khác, tạm thời là than, dầu, khí đốt....

#### **Nguồn cung không đủ cho nhu cầu**

Nguồn cung thế giới năm 2011 bị ảnh hưởng đáng kể bởi biến động chính trị bất ổn tại các nước Trung Đông, đặc biệt là tại Lybia (nước có trữ lượng dầu thô nhiều thứ 8 trên thế giới, hàng năm cung cấp 2% sản lượng dầu thô cho thế giới) (nguồn: BP, EIA). Dự báo trong thời gian tới, nếu tình hình chính trị tại các nước Trung Đông không được cải thiện thì nguồn cung dầu trên thế giới sẽ bị giảm, hệ quả là sẽ đẩy giá dầu về dần mức kỉ lục như năm 2007.

#### **Trữ lượng dầu mỏ, khí đốt của Việt Nam vẫn đang còn ở mức cao**

Theo báo cáo của BP tháng 6/2010, Việt Nam đang đứng thứ 4 về trữ lượng dầu mỏ (600 nghìn tấn, tương đương với 4,5 tỉ thùng) và đứng thứ 7 về trữ lượng khí đốt (24,1 nghìn tỷ m<sup>3</sup>) trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Tuy nhiên Việt Nam lại là nước có hệ số trữ lượng trên sản xuất (hệ số 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. Điều này chứng tỏ hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí ở Việt Nam vẫn còn đang trong giai đoạn khởi đầu, còn nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp trong ngành phát triển.

#### **Ở trong nước, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu được dự báo sẽ vẫn tăng trưởng mạnh**

Trong thời gian tới 2011-2020, nhu cầu xăng dầu sẽ tăng mạnh 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 mạnh nhất. Các thành phố lớn ở miền Nam và Bắc chiếm 75% nhu cầu của cả nước. Các sản phẩm được tiêu thụ chủ yếu là xăng, dầu diesel và dầu hỏa.

Năm 2011, toàn bộ lượng xăng, dầu sản xuất được của Nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ được dành cho tiêu thụ nội địa. Tuy nhà máy hoạt động hết 100% công suất nhưng mới chỉ tạm thời đáp ứng được 30% nhu cầu nội địa. Ngoài ra Việt Nam vẫn phải nhập khẩu xăng dầu thành phẩm từ bên ngoài, chủ yếu là từ Singapore. Trong cuối tháng 3/2011, Nhà máy lọc dầu Dung Quất tạm dừng hoạt động trong 2 tuần để chuẩn bị cho đợt bảo dưỡng tổng thể toàn bộ nhà máy sẽ diễn ra trong tháng 7 – tháng 9/2011. Như vậy, chúng tôi dự báo trong nửa sau của quý 2/2011, giá xăng dầu và khí đốt tại thị trường Việt Nam sẽ tăng do nguồn cung trong nước giảm, Việt Nam phải tăng nhập khẩu xăng dầu thành phẩm và giá dầu trên thế giới vẫn tăng cao.

### ***PVN vẫn đóng vai trò chủ đạo và độc quyền trong hoạt động dầu khí tại Việt Nam***

Trong những năm gần đây, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) luôn đóng góp tỉ trọng lớn trong GDP của cả nước. Năm 2010, doanh thu của PVN tương đương với 25% GDP của cả nước, tăng trưởng 59% so với năm 2009. Tổng sản lượng khai thác đạt 24,41 triệu tấn quy dầu trong đó gồm 15 triệu tấn dầu và 9,4 tỷ m3 khí. 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.

Trong Quý I/2011, PVN đạt doanh thu 151,2 nghìn tỷ đồng, đạt 30,2% kế hoạch năm, tăng 59,4% so với cùng kỳ năm 2010. PVN đã ký được 2 hợp đồng dầu khí mới ở trong nước. Tổng sản lượng khai thác quy dầu đạt 6,02 triệu tấn, tương đương với 26% kế hoạch năm 2011, tăng 1,6% so với cùng kỳ năm 2010, trong đó: sản lượng khai thác dầu thô đạt 3,68 triệu tấn, sản lượng khai thác khí đạt 2,33 tỷ m3. Mục tiêu của PVN trong năm 2011 là khai thác được 23,2 triệu tấn dầu quy đổi, gia tăng trữ lượng dầu quy đổi lên 30-35 triệu tấn.

PVN hiện tại gồm:

- 11 đơn vị trực thuộc là các ban quản lí những dự án dầu khí lớn và chi nhánh của công ty mẹ tại các tỉnh thành.
- 6 công ty con, Tổng công ty con trong đó PVN nắm giữ 100% vốn : PVEP, PV Oil, PV Gas, PV Power, BSR, Petec
- 10 Tổng công ty và công ty mà PVN nắm giữ quyền chi phối (sở hữu trên 50% vốn) : PVD, PVS, PV Trans, PVF, PVI, Petrosetco, PVX, PVFCCo, PVC, PV Tex và PV EIC
- 7 công ty liên kết và 3 đơn vị nghiên cứu khoa học và đào tạo.

Các công ty con và các đơn vị mà PVN giữ vốn và chi phối chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực dầu khí truyền thống, bên cạnh đó còn hoạt động trong các ngành công nghiệp phụ trợ như xây lắp, tài chính, bảo hiểm, bất động sản, điện ..... Một số Tổng công ty, công ty đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam với tỉ trọng vốn hóa lớn, điển hình là PVD, PVS, PVI, PVF, PVC, PVX.... Phần lớn các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực khai thác dầu khí, dịch vụ và kĩ thuật dầu khí, phân phối dầu khí hoạt động độc quyền trên thị trường Việt Nam và được hưởng lợi rất nhiều từ chủ trương chính sách phát triển ngành dầu khí của nhà nước. Từ năm 2010, PVN bắt đầu thoái vốn tại những đơn vị không thuộc ngành nghề dầu khí truyền thống nhằm tập trung vào lĩnh vực tìm kiếm, thăm dò, khai thác dầu khí, chế biến, lọc hóa dầu và cung cấp dịch vụ, thiết bị dầu khí.

### ***Cổ phiếu ngành dầu khí năm 2010 và trong 3 tháng đầu năm 2011***

***Ngành phân phối dầu khí: Lợi nhuận năm 2010 giảm nhưng không lỗ. Dự báo năm 2011, lợi nhuận giảm nhẹ. (Một số doanh nghiệp niêm yết: ASP, COM, PGD, PJT, PSC, PVG)***

Năm 2010 là một năm khó khăn cho ngành dầu khí nói chung và ngành phân phối dầu khí nói riêng. Tuy vậy, nhìn chung các doanh nghiệp trong ngành phân phối vẫn duy trì được tốt hoạt động sản xuất, kinh doanh. Trong năm 2010, mặc dù lợi nhuận sụt giảm so với năm 2009, không có doanh nghiệp nào trong ngành bị thua lỗ. Phần lớn các doanh nghiệp đều có doanh thu tăng mạnh so với năm 2009, nhưng do trong năm 2010 chi phí giá vốn tăng mạnh do các sản phẩm xăng dầu, khí đốt đầu vào tăng giá điều chỉnh theo giá thế giới nên tỉ suất lợi nhuận giảm



mạnh. Hiện tại, tỉ suất lợi nhuận ròng trung bình ngành năm 2010 chỉ là 3%, chỉ bằng một nửa tỉ suất lợi nhuận ngành dầu khí.

*Bảng 6: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp ngành Phân phối Dầu khí niêm yết*

Mã CP	Giá CP Tại 6/4/2011	TTS (tỷ đồng)	VDL (tỷ đồng)	Hệ số nợ	DTT (tỷ đồng)		LNST (tỷ đồng)		Tỉ suất LN ròng	ROA	ROE	BV (đồng)	EPS (đồng)		PE (lần)	P/B (lần)
					2009	2010	2009	2010					2009	2010		
ASP (a)	7,1	1.079	228	75%	1.566	2.076	52	5	0%	1%	2%	10.791	1.669	61	115,7	0,7
COM	33,5	464	141*	23%	2.821	3.617	63	37	1%	8%	10%	25.298	7.198	2.615	12,8	1,3
PGD	37,2	978	429*	27%	1.232	2.123	198	217	10%	22%	30%	16.751	5.994	5.061	7,3	2,2
PJT	7,7	149	84	33%	338	317	8	11	4%	7%	11%	11.942	945	1.333	5,8	0,6
PSC (a)	18,1	213	48*	50%	798	877	10	10	1%	4%	9%	22.301	5.142	1.990	9,1	0,8
PVG	14,9	1.337	277*	76%	1.539	2.755	27			36	1%	11.625	1.000	1.293	11,5	1,3
<b>TB ngành Phân phối dầu khí</b>				<b>47%</b>					<b>3%</b>	<b>8%</b>	<b>12%</b>	<b>16.451</b>	<b>3.658</b>	<b>2.059</b>	<b>27</b>	<b>1,2</b>
<b>TB ngành dầu khí (b)</b>									<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>	<b>15.832</b>	<b>3.001</b>	<b>2.419</b>	<b>16,9</b>	<b>1,1</b>
<b>TB Thị trường (c)</b>										<b>9%</b>	<b>24%</b>			<b>3.935</b>	<b>10,4</b>	<b>2,7</b>

*Nguồn: Stox, VCBS*

*\*Các công ty tăng vốn điều lệ trong năm 2010: COM, PSC, PVG*

*(a) BCTC 2010 chưa kiểm toán ASP, PSC*

*(b) Loại trừ CMI và CMV ra khỏi tính toán do chưa có BCTC 2010*

*(c) Chỉ tiêu thị trường tại ngày 6/4/2011*

Các cổ phiếu ngành phân phối dầu khí đang được niêm yết trên sàn chứng khoán hiện tại có giá trị tương đương hoặc ít hơn mệnh giá. Nhóm cổ phiếu này chủ yếu được nắm giữ bởi những nhà đầu tư tổ chức, những doanh nghiệp đầu mối xăng dầu như PV Oil, Petec, Saigon Petro... Hầu hết các cổ phiếu này có thanh khoản không cao, giao dịch dưới 20 000 CP/phiên. Cá biệt có cổ phiếu PGD, PVG là cổ phiếu có thanh khoản tốt, PGD hiện đang là doanh nghiệp hoạt động có lợi nhuận tốt nhất, có các chỉ số tài chính tốt nhất trong nhóm ngành. PVG trong 1 tháng gần đây là cổ phiếu có giao dịch khá sôi động do thu được khoản lãi đột biến 174 tỉ đồng từ hoạt động bán lại hơn 6,1 triệu cổ phiếu PGD cho PV Gas.

Chúng tôi dự báo trong năm 2011, áp lực cạnh tranh trong ngành phân phối dầu khí sẽ không thay đổi nhiều do thị phần trong lĩnh vực phân phối dầu khí đã được phân chia khá ổn định qua những năm trước. Riêng trong lĩnh vực phân phối khí đốt (sản phẩm khí LPG, CNG...), PGD là doanh nghiệp độc quyền và được hưởng nhiều lợi thế từ công ty mẹ PV Gas (nguồn cung, giá thu mua khí đầu vào...). Chúng tôi cho rằng doanh thu các doanh nghiệp trong nhóm ngành này sẽ tăng đáng kể do giá xăng dầu, khí đốt đang tăng mạnh. Tuy nhiên đây là ngành có tỉ suất lợi nhuận giảm dần trong thời gian tới do giá thu mua đầu vào chịu sự biến động tăng theo giá thế giới nhưng giá thành sản phẩm bán ra lại chịu sự chi phối của nhà nước, trong khi nhà nước có chủ trương kiềm chế lạm phát, hạn chế tăng giá thành phẩm xăng dầu. Mặc dù giá dầu xăng dầu, khí đốt đã được điều chỉnh tăng khá nhiều trong quý I/2010 so với năm 2010, chúng tôi nhận định nếu không có gì đột biến, lợi nhuận các doanh nghiệp phân phối dầu khí (ngoại trừ PGD, PVG) sẽ giảm nhẹ trong năm 2011.

**Ngành Dịch vụ và Thiết bị Dầu khí : Doanh thu và lợi nhuận 2010 tăng mạnh so với năm 2009. Có cơ hội bứt phá trong năm 2011. (Một số doanh nghiệp niêm yết: PCG, PVC, PVD, PVS, PXM, PXS, PXT)**

Chúng tôi đánh giá cao mức tăng trưởng tốt được duy trì đều đặn của ngành Dịch vụ và Thiết bị Dầu khí. Toàn bộ các doanh nghiệp ngành đã niêm yết cổ phiếu trên sàn chứng khoán đều có doanh thu tăng trưởng rất tốt, lợi nhuận tăng mạnh. Đặc biệt là PVC, PVS, PXM, PXS và PXT (đều có tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc so với năm

2009). Ngành Dịch vụ và Thiết bị Dầu khí là ngành hoạt động chịu ảnh hưởng lớn bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động giá dầu thế giới. Hầu hết các doanh nghiệp trong ngành vẫn đang trong quá trình đầu tư cơ sở vật chất, hạ tầng, máy móc thiết bị và nhân lực. PVC đang đẩy mạnh hoạt động đầu tư kho bãi, nhà xưởng, phòng thí nghiệm, tìm dầu mới phân phối, thu mua.... PVD đang tiến hành xây dựng và sẽ đưa vào hoạt động trong năm 2011 giàn khoan TAD (loại giàn khoan hiện đại, có hiệu suất hoạt động cao trên thế giới). PVS đầu tư đội tàu nhằm giảm tỉ lệ thuê ngoài, giảm sức ép cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài... Đây là lĩnh vực hoạt động đặc thù trong ngành dầu khí mà hầu như không có công ty ngoài ngành nào có thể tham gia.

*Bảng 7: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp ngành Dịch vụ & Thiết bị Dầu khí niêm yết*

Mã CP	Giá CP Tại 6/4/2011	TTS (tỷ đồng)	VDL (tỷ đồng)	Hệ số nợ	DTT (tỷ đồng)		LNST (tỷ đồng)		Tỉ suất LN ròng	ROA	ROE	BV (đồng)	EPS (đồng)		PE (lần)	P/B (lần)
					2009	2010	2009	2010					2009	2010		
PCG (a)	7,7	342	189*	37%	139	339	10	8	2%	2%	4%	11.321	656	439	17,5	0,7
PVC (a)	23,0	1.069	350*	47%	552	1.753	50	108	6%	10%	19%	16.321	3.138	3.083	7,5	1,4
PVD (a)	51,5	15.059	2.105	65%	4.097	7.553	818	885	12%	6%	17%	24.774	3.870	4.186	12,3	2,1
PVS (a)	21,3	17.159	2.000	76%	10.686	16.839	636	908	5%	5%	23%	19.666	3.192	4.509	4,7	1,1
PXM	8,0	628	150*	74%	212	471	10	22	5%	4%	14%	10.912	1.982	1.476	5,4	0,7
PXS	12,8	611	200*	58%	192	489	14	88	18%	14%	34%	12.949	2.753	4.387	2,9	1,0
PXT	7,8	551	200*	59%	529	577	10	20	4%	4%	9%	11.163	1.476	1.016	7,7	0,7
<b>TB ngành Dịch vụ &amp; Thiết bị</b>				<b>59%</b>					<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>17%</b>	<b>15.301</b>	<b>2.438</b>	<b>2.728</b>	<b>8,2</b>	<b>1,1</b>
<b>TB ngành dầu khí (b)</b>									<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>	<b>15.832</b>	<b>3.001</b>	<b>2.419</b>	<b>16,9</b>	<b>1,1</b>
<b>TB Thị trường (c)</b>									<b>9%</b>	<b>24%</b>			<b>3.935</b>	<b>10,4</b>	<b>2,7</b>	

*Nguồn: Stox, VCBS*

*\*Các công ty tăng vốn điều lệ trong năm 2010: PCG, PVC, PXM, PXS, PXT*

*(a) BCTC 2010 chưa kiểm toán PCG, PVC, PVD, PVS*

*(b) Loại trừ CMI và CMV ra khỏi tính toán do chưa có BCTC 2010*

*(c) Chỉ tiêu thị trường tại ngày 6/4/2011*

Hiện tại, cổ phiếu ngành Dịch vụ và Thiết bị Dầu khí niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam vẫn duy trì được tính thanh khoản cao. Phần lớn các doanh nghiệp trong ngành đều có lợi nhuận rất tốt trong năm 2010 so với năm 2009. PCG, PVC, PXM, PXS và PXT là những doanh nghiệp đã tăng vốn điều lệ trong năm và có mức tăng trưởng doanh thu lợi nhuận đi kèm với mức tăng trưởng vốn điều lệ. Các chỉ số tài chính của doanh nghiệp ngành đều khá tốt, xấp xỉ hoặc cao hơn mức trung bình ngành dầu khí và trung bình thị trường.

Chúng tôi dự báo trong năm 2011, hoạt động kinh doanh dịch vụ các doanh nghiệp trong ngành vẫn duy trì thuận lợi, doanh thu và lợi nhuận ngành tăng trưởng tốt do được hưởng lợi từ chiến lược tập trung, đẩy mạnh hoạt động tìm kiếm, thăm dò, khai thác dầu khí và chế biến lọc hóa dầu của PVN. Ngoài ra các doanh nghiệp lớn trong ngành như PVD, PVS sẽ vẫn duy trì được thị phần độc quyền trong ngành, có cơ hội bứt phá khi kinh tế thế giới hồi phục, nhu cầu dầu tăng trưởng mạnh.

### **Một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành**

#### **CTCP Phân phối Khí Thấp Áp Dầu khí Việt Nam – Mã chứng khoán: PGD**

PGD là nhà phân phối khí duy nhất bằng đường ống cho hộ công nghiệp. Hiện tại PGD chỉ phân phối một loại khí là khí thấp áp. PGD đang sở hữu hệ thống đường ống dẫn khí dài 7 km nối tới Khu công nghiệp Phú Mỹ. Khách hàng của PGD ở khu vực này gồm có: LG Vina, Taicera, Toàn Quốc, Vedan và VTC. Ngoài ra PGD cũng cung cấp khí cho 19 khách hàng thuộc Khu công nghiệp Phú Mỹ, Mỹ Xuân và Gò Dầu qua hệ thống đường dẫn khí giai

đoạn 2. Khách hàng chính của PGD là các nhà máy trong các khu công nghiệp, hoạt động trong lĩnh vực vật liệu xây dựng như kính, thép, gạch men,..., ngành có nhu cầu tiêu thụ nhiệt lớn trong sản xuất.

Theo báo cáo kiểm toán năm 2010, doanh thu và LNST của PGD tăng đáng kể so với năm 2009 và cũng tăng mạnh so với kế hoạch doanh thu, lợi nhuận của năm 2010. Doanh thu và LNST năm 2010 của PGD tăng lần lượt là 32% và 115% so với kế hoạch năm 2010, tăng lần lượt 72% và 10% so với năm 2009. PGD tính đến thời điểm này có sự phát triển khá bền vững qua các năm trong giai đoạn từ 2007 – 2010. Sản lượng khí tăng rất mạnh, đột biến trong năm 2010 so với năm 2009 (tăng thêm 45%). Nhưng do chi phí giá vốn cũng gia tăng lớn (gấp hơn 2 lần) nên tỉ suất lợi nhuận giảm mạnh. Tỉ suất lợi nhuận ròng năm 2010 giảm còn 10% so với năm 2009 là 16%, năm 2008 là 27% là giá khí nguyên liệu đầu vào của PGD phụ thuộc rất nhiều vào mức giá qui định bởi PV Gas đã tăng lên trong năm 2010.

Hiện tại PGD mới chỉ có được nguồn cung khí tự nhiên duy nhất là từ PV Gas, như vậy giá khí đầu vào phụ thuộc hoàn toàn theo mức giá của PV Gas. Trong bối cảnh giá dầu mỏ, khí gas đang tăng cao trên thế giới, cùng với rủi ro tỉ giá, ước tính trong năm tới giá bán khí của PV Gas sẽ tăng.

Ngoài ra, trong Khu công nghiệp Phú Mỹ - Mỹ Xuân – Gò Dầu, có 16 công ty sản xuất gạch, gốm sứ và thủy tinh, 10 công ty hóa chất và 15 công ty thép. Vì vậy, ngoài 24 khách hàng mà PGD đã có, PGD còn có khả năng mở rộng đến 27 khách hàng nữa.

Theo tin cập nhật mới nhất, trong quý I/2011, PGD có doanh thu đạt 674,6 tỷ đồng bằng 163% so với cùng kỳ năm 2010. Lợi nhuận trước thuế đạt 88,2 tỷ đồng bằng 245 % so với cùng kỳ năm ngoái. Năm 2011, PGD đặt mục tiêu đạt 3.158 tỷ đồng doanh thu, tăng 49% so với mức 2.132 tỷ đồng của năm 2010. Lợi nhuận trước thuế là 172 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế là 129 tỷ đồng giảm 41% so với LNST năm 2010. Như vậy so với kế hoạch, PGD đã đạt hoàn thành 21,36% về doanh thu và 51,28% về lợi nhuận.

Ngoài ra, các dự án của PGD nhìn chung đang được triển khai theo đúng tiến độ, cụ thể: (1) Dự án gia công, lắp đặt thiết bị phóng nhận thoi đường ống 14” PM-GD đã hoàn thành và đưa vào sử dụng; (2) Dự án Trụ sở làm việc PVGD và PVGS tại khu đất An Phong đang triển khai đóng cọc thử tải tĩnh; (3) Dự án Hệ thống Phân phối Khí thấp áp cho các KCN huyện Nhơn Trạch giai đoạn 1 đã hoàn thành công tác khoan địa chất và lập kế hoạch mua sắm vật tư; (4) Đặc biệt, dự án Hệ thống phân phối khí thấp áp cho các KCN Hiệp Phước giai đoạn 1 đang hoàn thiện thiết kế bản vẽ thi công, dự kiến 2 dự án này sẽ hoàn thành và đưa vào sử dụng vào tháng 6 năm 2011. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khí PGD cung cấp trong năm 2011 sẽ tăng trưởng mạnh so với năm 2010. Chúng tôi dự báo PGD sẽ sớm về đích doanh thu, lợi nhuận và sẽ có tăng trưởng tốt trong năm 2011.

#### **Tổng công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí (DMC) – Mã chứng khoán: PVC**

DMC hoạt động chủ yếu trong 3 lĩnh vực : (1) Dịch vụ hóa kỹ thuật; (2) Kinh doanh các loại sản phẩm hóa chất cho ngành dầu khí và phân phối các sản phẩm hóa dầu ; (3) Sản xuất các loại hóa chất phục vụ cho công việc khai thác và thăm dò trong ngành dầu khí. Trong số 3 hoạt động sản xuất kinh doanh chính nói trên, các hoạt động (2) và (3) là hoạt động truyền thống, chiếm tỉ trọng lớn trong doanh thu của DMC trong năm 2010 và những năm trước đó. Tuy nhiên, theo định hướng phát triển từ đây cho đến những năm tới, trong dài hạn, hoạt động kinh doanh, phân phối và sản xuất sản phẩm hóa phẩm sẽ chỉ chiếm 50% doanh thu của DMC. Còn lại, DMC sẽ tập trung nguồn lực và vốn để đầu tư vào phát triển mảng dịch vụ hóa kỹ thuật vì mảng dịch vụ này còn mới mẻ, có tỉ suất lợi nhuận cao và thị trường Việt Nam còn bỏ ngõ, sân chơi còn khá trống trải, còn rất nhiều cơ hội phát triển cho DMC.

Năm 2010, DMC hoàn thành vượt bậc kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể doanh thu thực hiện được gấp 3,6 lần, LNST thực hiện gấp 2,8 lần so với kế hoạch đề ra đầu năm. Doanh thu các quý đều tăng mạnh so với cùng giai đoạn trong những năm trước. Cụ thể, doanh thu quý 1 và 2 năm 2010 đều gấp hơn 2 lần cùng thời điểm năm 2009. Đặc biệt, doanh thu hai quý còn lại cuối năm 2010 gấp hơn 4 lần so với cùng kì 2009. Điều này dẫn

đến tổng doanh thu năm 2010 gấp 3.3 lần so với tổng doanh thu 2009.

Trong cơ cấu doanh thu của DMC trong giai đoạn 2006 – 2010 có sự thay đổi không lớn. Doanh thu từ hoạt động sản xuất và kinh doanh, phân phối các loại mặt hàng hóa chất chuyên dụng cho ngành dầu khí vẫn là nguồn thu chính của DMC. Đặc biệt trong năm 2010, hoạt động này tăng trưởng đột biến, gấp hơn 3,13 lần so với năm 2009, chiếm 95% tỉ trọng trong tổng doanh thu của DMC. Trước đó, trong các năm 2007, 2008 và 2009, hoạt động này chiếm tỉ trọng lần lượt là 97%, 99% và 89% tổng doanh thu. Bên cạnh đó, hoạt động cung cấp dịch vụ hóa kỹ thuật đã từng bước khởi sắc, tăng dần cả về tỉ trọng lẫn giá trị trong năm 2009 và 2010. Nếu như năm 2009, hoạt động này chỉ chiếm tỉ lệ rất nhỏ là 3% trên tổng doanh thu với giá trị đạt 19,5 tỉ, thì năm 2010, hoạt động này đem lại cho DMC 83,3 tỉ đồng, gấp 4,3 lần năm 2009 và chiếm 5% trên tổng doanh thu DMC là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận khá trong các doanh nghiệp ngành dầu khí - trung bình trong 5 năm gần nhất là 48%. Đặc biệt, sau lần tăng vốn điều lệ gấp hơn 2 lần trong năm 2010, thì LNST của DMC cũng tăng gấp hơn 2 lần. Điều này cho thấy quá trình tăng vốn điều lệ có tác động tích cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư của DMC.

Tuy nhiên trong cơ cấu lợi nhuận của DMC thì hoạt động sản xuất kinh doanh lại không chiếm tỉ trọng lớn, thậm chí hoạt động này còn bị thua lỗ nhiều trong hai năm liên tiếp 2008 và 2009. LNST của DMC chủ yếu đến từ hoạt động Liên doanh – Liên kết. Trong năm 2008, 2009, lỗ gộp hoạt động sản xuất kinh doanh lần lượt là 20 tỷ và 32,8 tỷ. Năm 2009 lỗ nhiều hơn 64% so với năm 2008. Sở dĩ có sự thua lỗ như vậy là vì ngoài chi phí giá vốn thường chiếm tỉ trọng rất lớn trên tổng doanh thu thuần (năm 2009, 2010 là 89%, năm 2007, 2008 tỉ trọng là 75%, 77%), thì chi phí quản lí doanh nghiệp, chi phí bán hàng và chi phí tài chính luôn chiếm trên 10% tổng giá trị sản xuất, kinh doanh đem lại. Đầu giai đoạn 2006 – 2010, tổng 3 loại chi phí này chiếm tới gần 30% tổng doanh thu (từ 2006 – 2008). Năm 2009, DMC đã tiến hành quản lí chi phí hiệu quả hơn, nên tỉ trọng 3 loại chi phí giảm xuống còn 18%, năm 2010 còn 11%. Tỉ trọng LN gộp từ hoạt động Liên doanh – Liên kết vì thế mà cũng giảm đi trong tổng LNTT của DMC (năm 2010, hoạt động Liên doanh – Liên kết chiếm 96% tổng LNTT thay vì bù lỗ cho hoạt động sản xuất kinh doanh truyền thống trong năm 2008 và 2009).

Hiện tại, DMC có hai công ty liên kết (Công ty liên doanh Dung dịch khoan M-I Việt Nam - DMC sở hữu 50%; CTCP CNG Việt Nam – DMC sở hữu 25%) và một công ty liên doanh (CTCP Đầu tư và khai thác Barite Bắc Kạn – DMC sở hữu 55%). Lợi nhuận của DMC trong các năm 2008 – 2010 đều chủ yếu đến từ các công ty liên doanh, liên kết này. Liên doanh M-I Việt Nam hiện đang đáp ứng cho 75% nhu cầu dung dịch khoan tại Việt Nam. DMC có dự định tăng tỉ lệ góp vốn trong liên doanh này lên 51% trong năm 2011. Chúng tôi dự báo trong thời gian tới, nếu vấn đề quản trị nguồn lực, kiểm soát chi phí, giá vốn của DMC được cải thiện mạnh mẽ, doanh thu và lợi nhuận của DMC sẽ tăng trưởng mạnh.

#### **Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí – Mã chứng khoán: PVD**

Năm 2010, giá dầu thô thế giới biến động không ngừng và tăng cao. Trên thế giới và trong khu vực đang dư thừa giàn khoan và giá cho thuê giàn khoan giảm xuống so với năm 2009. Mặc dù vậy, kết quả sản xuất kinh doanh của PVD rất ấn tượng. Trong năm 2010, doanh thu của PVD đạt 7,553 tỉ, tăng 84% so với doanh thu năm 2009, vượt mức kế hoạch năm 48%. Lợi nhuận sau thuế đạt 885 tỉ, tăng 8% so với lợi nhuận năm 2009 và vượt mức kế hoạch 9%.

Hiện tại PVD đang chiếm trên 50% thị phần trên thị trường giàn khoan Việt Nam. Số còn lại là các nhà thầu khoan nước ngoài khác như TransOcean, SeaDrill, Ensco...PVD đang vận hành 7 giàn khoan trong đó có 3 giàn khoan biển tự nâng đa năng (PV Drilling I, II, III), 1 giàn khoan đất liền thuộc sở hữu của công ty (PV Drilling IV), 3 giàn khoan thuê (Topaz Driller, Offshore Resolute, Maersk Convincer). Ngoài ra PVD còn đang đóng mới giàn khoan nửa nổi nửa chìm (TAD-PV Drilling V). Dự án có tổng số vốn đầu tư là 230 triệu USD, sẽ được hoàn thành vào tháng 9 năm 2011. TAD-PV Drilling V đã ký được hợp đồng 5 năm với Biển Đông POC. Như vậy, cùng với nhu cầu dầu thế giới đang lên cao, giá thuê giàn khoan dầu do đó sẽ được cải thiện trong tương lai gần, và với mức

giá cho thuê trung bình của loại giàn khoan nửa nổi nửa chìm trên thế giới là 335,000 USD/ngày, thì TAD-PV Drilling IV sẽ nhanh chóng giúp PVD thu hồi vốn và đem lại lợi nhuận cao trong vòng 2 năm tới.

Với các loại giàn khoan còn lại, giá cho thuê trong năm 2010 dao động xung quanh 115,000 USD – 120,000 USD/ngày. Ba giàn khoan PV Drilling I, II, III luôn đạt hiệu suất vận hành gần như tối đa (98%). Giàn khoan PV Drilling 11 đã có hợp đồng 3 năm với Groupment Bir Seba, giàn khoan thuê Maersk Convincer có hợp đồng với Phú Quý POC đến tháng 12/2011. Hiệu suất vận hành các giàn khoan của PVD rất cao so với hiệu suất vận hành các giàn khoan trên thế giới (năm 2010, trung bình hiệu suất hoạt động của các giàn khoan trên thế giới đạt 80,4% - nguồn: Rigzone).

Năm 2011, PVD đặt mức kế hoạch lợi nhuận là 950 tỉ đồng, tăng trưởng 7% so với năm 2010. Xét theo tổng kết từ năm 2006 đến hết 2010, trong vòng 5 năm, mức tăng trưởng bình quân mỗi năm của PVD lần lượt là 69% cho Tổng tài sản, 57% cho Vốn chủ sở hữu, 52% cho Doanh thu và 115% cho Lợi nhuận sau thuế. Như vậy với kỳ vọng của Ban lãnh đạo PVD vào mức tăng trưởng 15%-20%/năm của PVD, thì mức kế hoạch lợi nhuận này hoàn toàn có khả năng đạt được. Đặc biệt, nếu TAD-PV Drilling IV đi vào vận hành trong quý III và quý IV năm 2011 đúng như dự kiến, chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ có lợi nhuận đột biến vào nửa cuối năm 2011.

### **Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PTSC) – Mã chứng khoán: PVS**

Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí tiền thân là Công ty Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí thành lập năm 1993 và là thành viên của Tập đoàn Dầu Khí Việt Nam (PVN). Năm 2006 PVS chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần. Hiện nay PVN chiếm tỉ lệ 34% , Tổng công ty Tài chính CP Dầu khí Việt Nam (mã CK: PVF) chiếm 9% cơ cấu sở hữu của PVS. Cuối năm 2010, PVS bao gồm 10 công ty con phụ thuộc và 5 công ty liên kết.

Lĩnh vực kinh doanh chính của PVS bao gồm cung cấp: (1) Dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng dịch vụ kỹ thuật dầu khí (chiếm 35% Doanh thu); (2) Dịch vụ tàu chứa và xử lí dầu thô FSO/FPSO (chiếm 3% Doanh thu); (3) Dịch vụ cơ khí dầu khí (chiếm 29% doanh thu); (4) Dịch vụ căn cứ cảng dầu khí (chiếm 6% doanh thu) và (5) Dịch lắp đặt, vận hành, sửa chữa và bảo dưỡng (O&M) các công trình dầu khí (chiếm 15% doanh thu). (Nguồn: PVS Tài liệu ĐHCĐ cho năm tài chính 2009)

Hiện PVS đang sở hữu 21 tàu chuyên dụng phục vụ các công tác thăm dò, khai thác dầu khí. Ngoài ra PVS còn có 40 tàu thuê ngoài, nâng tổng số lượng tàu PVS hiện có là 61 tàu. Với số lượng tàu đông đảo như vậy, PVS hiện đang chiếm 85% - 90% thị trường cho thuê tàu chuyên dụng tại Việt Nam. Hiệu suất các tàu do PVS sở hữu và thuê ngoài đạt tỉ lệ rất cao, trên 90%, trong đó nhiều tàu hoạt động 365 ngày/năm. PVS có chủ trương chú trọng, phát triển đội tàu chuyên dụng về cả chất và lượng. Dự tính công ty sẽ mở rộng nâng số lượng tàu sở hữu từ 21 tàu lên 50 tàu từ 2010 đến 2015.

Ngoài đội tàu chuyên dụng hùng hậu chiếm lĩnh thị trường cho thuê tàu chuyên dụng ở Việt Nam, PVS còn có thế mạnh về cảng biển, dịch vụ hậu cần dầu khí. PVS hiện đang sở hữu 6 căn cứ cảng tại các khu vực trọng điểm khai thác dầu khí trên cả nước gồm: Cảng Hạ Lưu Vũng Tàu, Cảng Tổng Hợp Phú Mỹ, Cảng Dung Quất, Cảng Hòn La Quảng Bình, Cảng Đình Vũ Hải Phòng, Cảng Nghi Sơn Thanh Hóa. Hoạt động kinh doanh cảng biển có tỉ suất lợi nhuận gộp lớn nhất trong các hoạt động kinh doanh của PVS, trung bình đạt trên 25% trong giai đoạn 2005 – 2010. Cũng như hoạt động dịch vụ cho thuê tàu, PVS đang chiếm lĩnh phần lớn thị trường ngành cho thuê cảng biển, dịch vụ hậu cần dầu khí.

Năm 2010, kết quả sản xuất kinh doanh của PVS rất ấn tượng. Doanh thu đạt 16.839 tỷ, tăng 58% so với doanh thu 2009, vượt mức kế hoạch năm 35%. LNST đạt 908 tỷ, tăng 43% so với LNST năm 2009, vượt mức kế hoạch 51%. Các chỉ số sinh lời của PVS đang tốt hơn rất nhiều so với chỉ số ngành. Cụ thể, EPS đạt mức 4.509 đồng, ROE đạt 23% cao nhất ngành Dịch vụ, Thiết bị dầu khí trong năm 2010. Hiện tại giá cổ phiếu PVS đã gần về mức giá trị sổ sách, P/E khá thấp so với toàn thị trường nói chung và ngành dầu khí nói riêng. Trong năm 2011, mặc dù bị cạnh tranh gay gắt từ những đối thủ nước ngoài, đội tàu phần lớn là đi thuê nên PVS phụ thuộc



khá nhiều vào biến động giá thuê và có hệ số nợ lớn so với các doanh nghiệp trong ngành (76%), PVS vẫn có lợi thế là doanh nghiệp chiếm thị phần lớn, gần như độc quyền trong những mảng hoạt động, kinh doanh của mình. Chúng tôi dự báo trong năm 2011 các hoạt động sản xuất, kinh doanh của PVS sẽ vẫn diễn ra thuận lợi. PVS sẽ vẫn giữ vững vị thế số 1 của mình trong lĩnh vực hoạt động.

### 3. Ngành xây dựng

Trước tình hình kinh tế vĩ mô trong nước còn nhiều khó khăn, năm 2011 được dự báo là năm không thuận lợi đối với ngành xây dựng Việt Nam. Trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ, các doanh nghiệp trong ngành đang phải đối mặt với thực trạng chi phí vốn vay đất đỏ. Lãi vay ngành xây dựng tiếp cận hiện tại đã lên tới 22%-25%/năm. Với mức lãi gộp biên trung bình ngành khoảng 11% và tỷ lệ vốn vay trung bình ngành là 23% trên tổng tài sản, lãi suất đi vay tăng từ 16% (vào đầu năm lãi suất vay ngành xây dựng vào khoảng 16%-18%) lên 22% sẽ làm mức LN biên thuần trung bình từ 5% xuống còn 4%, tương ứng 20% giảm trên lợi nhuận thuần.

Ngoài ra, tình hình lạm phát tăng cao cũng ảnh hưởng rất lớn đến ngành tạo cầu cho ngành xây dựng – ngành BĐS. Thứ nhất là sự gia tăng của giá vật liệu xây dựng đặc biệt là thép (đã tăng khoảng trên 18% tính từ đầu năm) do sự cộng hưởng của các yếu tố như giá phôi thép thế giới tăng, bất lợi về tỷ giá sau khi được điều chỉnh, giá chi phí đầu vào như điện, xăng, dầu đều tăng. Trong thực tế, phần lớn các hợp đồng thầu xây dựng, nhà thầu chỉ chịu tối đa 5% biến động trong giá nguyên vật liệu, nếu vượt quá ngưỡng trên chủ đầu tư sẽ chịu toàn bộ; như vậy với mức tăng 18% của giá thép, chủ đầu tư sẽ phải chịu ít nhất 12,3% giá tăng. Thứ hai là chính sách thắt chặt tín dụng đối với các ngành phi sản xuất trong đó có ngành BĐS, tỷ trọng dư nợ của ngành phi sản xuất đến cuối năm 2011 là 16% có thể sẽ khiến cho các dự án BĐS bị ngưng trệ. Ngoài ra, ngân hàng Phát triển (VDB) cũng điều chỉnh giảm 3.000 tỷ đồng ngân sách đầu tư cho các dự án và chỉ ưu tiên cho các dự án hoàn thành trong năm 2011. Dưới tình trạng trên, chủ đầu tư không đủ sức để cung vốn cho các công trình dự án, gây nên sự đình trệ tại các công trình xây dựng. Điều này ảnh hưởng gián tiếp đến ngành xây dựng, do các công ty không có kịp nguồn thu để chi trả lãi vay cho các nhà cung cấp đúng như kế hoạch.

Trước những khó khăn trên, tuy sự biến động của giá nguyên vật liệu phần nào được hạn chế thông qua các điều khoản trượt giá (0% đến 5%) trong các hợp đồng thầu xây dựng, các doanh nghiệp xây lắp nhỏ phải đi vay lãi suất cao sẽ khó có kết quả kinh doanh tốt trong quý 1. Chỉ những doanh nghiệp lớn có nguồn tài chính mạnh, có xếp hạng tín nhiệm cao, có khả năng hoàn thành công trình trong thời gian ngắn mới có thể vượt qua được giai đoạn khó khăn này.

Tuy nhiên, bên cạnh những khó khăn và thách thức hiện tại, ngành xây dựng Việt Nam cũng đứng trước nhiều cơ hội để phát triển. Như đã trình bày trong báo vĩ mô cuối năm 2010 của VCBS, đối với một nước đang phát triển với quy mô dân số như Việt Nam, nhu cầu nhà ở vẫn luôn không ngừng tăng trưởng. Theo dự thảo chiến lược phát triển nhà đến năm 2020, để đạt được chỉ tiêu 25 m<sup>2</sup>/người, mỗi năm phải xây thêm trung bình 100 triệu m<sup>2</sup> nhà ở. Ngoài ra, nhu cầu xây dựng cũng có cơ hội tăng trưởng xa hơn khi hoạt động kinh tế xã hội giữa các miền được khai thông nhờ vào sự hình thành của các tuyến đường cao tốc trọng điểm. Theo kế hoạch triển khai mạng lưới giao thông đường bộ của bộ GTVT đến năm 2010, sẽ có khoảng 43 tuyến đường cao tốc với tổng chiều dài 5.873 km. Hiện nay, các tuyến đường đã hoàn thành và đang triển khai có thể đề cập là đường cao tốc TPHCM – Trung Lương (đã hoàn thành ngày 3/2/2010, dài 61,9km, vốn đầu tư gần 10.000 tỷ đồng, nối liền TPHCM với các tỉnh miền Tây và miền Đông Nam Bộ), đường cao tốc Nội Bài – Lào Cai (dự kiến hoàn thành năm 2013, dài 264km, nối liền 5 tỉnh Hà Nội, Vĩnh Phúc, Phú Thọ, Yên Bái và Lào Cai), đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng (tổng vốn đầu tư 35.000 tỷ đồng, dài 105,5km, bắt đầu từ vành đai 3 Hà Nội đi qua các tỉnh Hà Nội, Hưng Yên, Hải Dương, Hải Phòng và kết thúc tại đập Đình Vũ thuộc Hải Phòng), đường cao tốc Hà Nội – Thái Nguyên (dài



62km, vốn đầu tư 3.522,4 tỷ đồng, điểm đầu giao với QL1A trên vành đai 3 Hà Nội và điểm cuối được nối với điểm đầu của tuyến tránh Thái Nguyên đang được xây dựng) v.v...

Trên tổng thể, ngành xây dựng và các doanh nghiệp sẽ gặp nhiều khó khăn trong ngắn hạn đặc biệt trong khi tình hình lạm phát chi phí đầu vào và thắt chặt tín dụng như hiện nay. Tuy nhiên, do đặc tính của ngành, trong dài hạn chúng tôi nhận định ngành xây dựng sẽ hồi phục mạnh khi tình hình kinh tế vĩ mô được cải thiện (có khả năng trong quý 3 và 4 năm 2011). Mặc dù tăng trưởng năm 2011 có thể không cao như mức 23,1% của năm 2010 nhưng dự kiến sẽ không dưới hai con số.

**Bảng 8 & 9:: Chỉ tiêu cơ bản của một số doanh nghiệp tiêu biểu**

Mã CP	Doanh thu				Lợi nhuận sau thuế				EPS		BVPS	
	2010 TH	2010KH	%KH	2011F	2010 TH	2010KH	%KH	2011F	2009	2010*	2009	2010
HBC	1.834,2	2.100,0	87,34%	2.680,0	137,0	95,0	144,19%	200,2	3.195	8.925	38.453	44.428
CTD	3.303,8	2.300,0	143,64%	4.000,0	240,3	210,0	114,44%	241,0	12.363	7.816	59.683	41.255
PVX	7.357,5	7.000,0	105,11%		629,1	642,0	97,98%		1.383	2.856	11.688	11.784
VCG	16.070,2	6.185,0	259,82%		202,9	563,4	36,02%		31	892	12.808	12.649
LIG	815,0	600,0	135,84%		31,6	27,3	115,69%		2.992	3.212	18.754	14.724
SD3	386,4	422,9	91,38%		23,9	30,0	79,70%		3.641	2.503	26.514	18.680
CII	701,9	762,4	92,07%	707,4	377,0	450,0	83,79%	396,8	4.732	5.022	24.152	18.687
STL	2.079,0	1.624,8	127,96%		78,3	87,7	89,29%		4.644	5.221	17.370	15.762
HUT	838,1	830,0	100,97%	1.500,0	67,0	74,3	90,20%	180,0	1.135	2.839	11.106	13.158
LUT	134,3	120,0	111,93%		12,4	10,0	123,80%		1.189	1.987	10.928	12.546

So sánh	Giá (1/4/11)	+/- giá 01 tháng	Vốn hóa (Tỷ đ)	SHNN	P/E cơ bản	P/B	ROA	ROE	LNST/DT	Lãi gộp/DT
<b>NGÀNH XÂY DỰNG</b>					<b>6,96</b>	<b>0,95</b>	<b>4,51%</b>	<b>17,39%</b>	<b>5,07%</b>	<b>11,15%</b>
HBC	31.800	-3,05%	645,2	7,71%	3,56	0,72	8,01%	22,01%	7,47%	16,07%
CTD	50.000	-13,04%	1.537,5	38,55%	6,40	1,21	12,68%	20,31%	7,27%	8,54%
PVX	16.500	-7,82%	4.125,0	8,04%	5,78	1,40	7,17%	26,76%	11,06%	14,08%
VCG	21.200	-1,92%	6.360,0	7,23%	23,77	1,68	0,69%	5,99%	2,78%	13,48%
LIG	13.600	-13,38%	159,6	0,03%	4,23	0,92	4,14%	22,09%	4,61%	11,98%
SD3	11.300	-11,02%	180,8	2,46%	4,52	0,60	4,99%	9,36%	6,19%	16,85%
CII	36.100	0,28%	2.710,4	39,58%	7,19	1,93	12,48%	28,87%	53,72%	79,22%
STL	23.600	-10,27%	354,0	7,03%	4,52	1,50	1,77%	38,19%	3,82%	13,06%
HUT	14.700	-3,23%	514,5	0,05%	5,18	1,12	3,10%	21,92%	8,11%	12,41%
LUT	25.300	1,61%	316,3	1,17%	12,73	2,02	6,70%	18,49%	9,22%	17,62%

## **Một số công ty tiêu biểu**

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

Hòa Bình là một trong hai công ty xây lắp tư nhân đầu ngành được niêm yết trên sàn giao dịch TP HCM. Năm 2010, Hòa Bình đã có bước tăng trưởng vượt bậc và có nhiều cải thiện trong hoạt động đặc biệt trong việc quản lý chi phí. Áp dụng mô hình quản lý tập trung (không thực hiện khoán công trình cho các đội mà quản lý tất cả công trình từ trung ương bao gồm quản lý các đội xây lắp, trang thiết bị và nguyên vật liệu) kết hợp với mô hình quản lý nguồn lực ERP đã tạo được lợi thế cạnh tranh tương đối khác biệt của Hòa Bình so với các công ty xây lắp khác.

Do có thể đánh giá và phân tích tất cả các công trình đang thực hiện một cách tổng thể, HBC đã tiết kiệm được rất nhiều chi phí cũng như tận dụng được rất nhiều lợi thế như: các đội xây lắp và trang thiết bị được điều tiết và phân bổ hợp lý và dễ dàng giữa các công trình giúp cho các nhân viên được trao đổi kinh nghiệm thường xuyên và nâng cao được trình độ và giảm được thời gian trang thiết bị giam quá lâu trong một công trình; nguyên vật liệu được mua một lần cho tất cả các công trình nên có thể tận dụng được lợi thế chiết khấu (đây là nguyên nhân chính tạo nên mức LN gộp biên cao hơn hẳn các công ty khác).

Ngoài ra trước tình hình khó khăn năm 2011, HBC cũng đã đưa ra các phương pháp thích hợp để giải quyết. Dựa trên lợi thế của công ty đầu ngành, HBC hiện đang vay với lãi suất 15,9%-17,3% thấp hơn hẳn so với mức lãi suất trên 22% mà các doanh nghiệp xây lắp khác phải chịu.

Đối với tình hình lạm phát, HBC thực hiện ba giải pháp: thứ nhất, công ty thực hiện đàm phán để điều chỉnh giá thầu theo mức tăng của CPI; thứ hai, mua nguyên vật liệu thông qua hợp đồng trả trước từ 50%-100% để cố định giá nguyên vật liệu và giảm chi phí tồn kho; thứ ba, trong nhiều công trình HBC chỉ làm thầu phụ chủ yếu cung cấp nhân công và trang thiết bị do đó có thể tránh được các biến động giá nguyên vật liệu. Thực tế cho thấy, quyết định mua thép xây dựng của Hòa Bình với giá 12,3 – 13,5 tr đ/tấn vào cuối năm 2010 là rất chính xác khi giá thép hiện nay đã lên tới ngưỡng xấp xỉ 19 tr đ/tấn.

Về tổng thể, Hòa Bình là công ty có mô hình quản lý tương đối khoa học và hợp lý, quản lý chi phí tốt tạo tỷ suất lợi nhuận biên cao, ban quản lý có tầm nhìn chiến lược tốt nên đã tạo được ưu thế cho công ty trong giai đoạn khó khăn hiện tại. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục có một năm 2011 thành công nếu tập trung vào hoạt động xây lắp.

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

CTD là công ty tư nhân đầu ngành xây lắp trong những năm gần đây. Với lợi thế của mình, công ty có khả năng trúng thầu rất cao và là công ty có doanh thu xây lắp cao nhất trong khu vực tư nhân. Hiện nay, công ty chủ yếu làm thầu chính cho các công trình lớn và cũng thực hiện quản lý rất nhiều thầu phụ trong các công trình này. Do doanh thu thầu phụ chiếm từ 20-30% tổng doanh thu nên mức lợi nhuận gộp biên tương đối thấp.

Năm 2010, công ty cũng thực hiện tăng lương cho cán bộ công nhân viên nên chi phí quản lý tăng cao. Việc vượt kế hoạch năm 2010 của công ty chủ yếu nhờ vào lợi nhuận tài chính (thoái vốn dự án Saigon Airport Plaza) và lợi nhuận khác (hoàn nhập bảo hành công trình và phí cho thuê điện nước và trang thiết bị). Mặc dù vậy, do tận dụng được ưu thế về doanh thu và không sử dụng vốn vay nên tuy các tỷ lệ lợi nhuận biên không cao, nhưng lợi nhuận của CTD vẫn vượt kế hoạch và cao hơn các công ty tư nhân khác.

Năm 2011 tuy có nhiều khó khăn với sự sụt giảm trong nguồn cầu của ngành xây dựng nhưng đối với CTD, việc tạo ra doanh thu là tương đối dễ dàng, giá trị thầu còn lại đầu năm 2011 của công ty là trên 5.000 tỷ đồng và khả năng trúng thầu của CTD cũng cao hơn so với các công ty khác. Ngoài ra, CTD cũng thỏa thuận các điều khoản trượt giá trong hợp đồng (công ty chịu 0% biến động giá đối với các hợp đồng dài hạn và 3-4% biến động giá đối

với hợp đồng ngắn hạn) để giảm rủi ro tăng giá nguyên vật liệu. Thêm vào đó, thế mạnh lớn nhất của CTD so với các doanh nghiệp xây lắp khác trong giai đoạn thắt chặt tín dụng này chính là công ty không hề sử dụng vốn vay. Do vậy, mặt bằng lãi suất cao không những không tác động đến lợi nhuận của CTD mà còn tạo cho công ty một ưu thế trong ngắn hạn so với các công ty khác.

Nhìn về tổng thể, CTD là công ty xây lắp có uy tín và khả năng tài chính tốt, tuy tạm thời chưa có tăng trưởng đột biến, nhưng với tình hình khó khăn của nền kinh tế trong hiện tại, các thế mạnh của CTD có nhiều khả năng sẽ được thể hiện càng rõ nét (đặc biệt là ưu thế vốn vay 0% của CTD) giúp công ty tiếp tục giữ vững vị trí công ty đầu ngành.

#### **4. Ngành bất động sản**

Trước chủ trương thắt chặt tín dụng đối với các ngành phi sản xuất, thị trường bất động sản năm nay được dự báo sẽ khó khăn hơn năm 2010. Ngay từ đầu tháng 2, sau những biến động của nền kinh tế, đặc biệt là tình hình lạm phát có xu hướng tăng cao, một số doanh nghiệp bất động sản đã lường trước được kịch bản của chính sách cũng như diễn biến trên thị trường đối với lĩnh vực địa ốc. Lạm phát tăng cao trong quý đầu năm cũng khiến cho làn sóng nhà đầu tư trên thị trường vàng, đô la, chứng khoán chuyển hướng sang đầu cơ tích trữ đất. Con sốt đất tại một số khu vực ngoại thành Hà Nội đầu tháng 3 là một ví dụ điển hình. Mặc dù cũng là một xu hướng đầu tư nhưng yếu tố đầu cơ sẽ khiến cho giá nhà đất bị bóp méo, xa rời giá trị thực dẫn đến tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Con sốt đất ở khu vực phía Tây Hà Nội năm ngoái để lại không ít bài học cho nhiều nhà đầu tư trong nước chưa nguôi thì sang đầu tháng 3 năm nay lại tiếp tục xuất hiện những cơn sốt đất mới tại Hà Nội, lần này chủ yếu tập trung ở các huyện Mê Linh, Sóc Sơn, Đông Anh. Trước những thông tin di dời các trường đại học, bệnh viện... ra ngoại thành, thông tin tái khởi động dự án thành phố sông Hồng, cây cầu Nhật Tân được triển khai xây dựng, khiến giá đất quanh khu vực này được đẩy lên cao từng ngày. Giá đất tại các khu vực xã Thanh Xuân, Minh Trí, Minh Phú...thuộc huyện Sóc Sơn đã tăng gấp đôi so với thời điểm cuối năm 2010 (tăng từ 1 - 2 triệu đồng/m<sup>2</sup> lên tới 4 - 5 triệu đồng/m<sup>2</sup> trong vòng 3 đến 4 tháng). Giá đất tại các xã xung quanh cầu Nhật Tân như Hải Bối, Vĩnh Ngọc, từ đầu năm đến nay đã tăng 10 - 15 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Giá đất tại các làng quanh khu vực cầu Nhật Tân khoảng 4 km trở lại cũng tăng nhanh (đất mặt đường có giá 80 - 100 triệu đồng/m<sup>2</sup>, đất trong làng mặt ngõ rộng 8 m có giá 60 triệu đồng/m<sup>2</sup>). Tuy nhiên, theo khảo sát của Vietrees thì giao dịch thành công là không nhiều, hiện tượng giá đất nền tăng ảo là do sự kỳ vọng của người bán quá lớn, cộng với chiêu quảng cáo của nhóm môi giới nhà đất và sự hào hứng thái quá của người mua (Nguồn: Vietrees). Mặc dù đã có nhiều các văn bản pháp lý được đưa ra để chống nạn đầu cơ đất như qui định về thuế BĐS, Nghị định 71 về giao dịch qua sàn BĐS song để ngăn chặn tốt hơn nữa theo chúng tôi cần sớm đưa ra cơ chế minh bạch hóa thông tin bất động sản, khắc phục những bất cập trong chính sách đền bù giải phóng mặt bằng và giá đất, đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án để tăng nguồn cung cho thị trường.

Trong khi đó, tại thị trường Tp.HCM, mặc dù không tạo lên cơn sốt như Hà Nội song trong hai tuần đầu tháng 3, giá đất nền tăng nhẹ. Theo thống kê của Vinaland, đất nền khu Thạnh Mỹ Lợi, quận 2 tăng 0,1-0,3% tương đương 100-300 nghìn đồng/m<sup>2</sup>. Đất nền dự án Đông Thủ Thiêm, Bình Trưng Đông Cát Lái tăng giá nhiều hơn, cao nhất là 1%, tương đương 1 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Các dự án đất nền thuộc phường Bình An, An Phú, An Khánh, quận 2 cũng tăng giá khoảng 0,3%. Dự án đất nền và căn hộ đứng giá, rơi vào các quận: 7, 8, 9, Bình Tân, huyện Bình Chánh, Nhà Bè.

Bên cạnh phân khúc đất nền, sau tết nguyên đán giá căn hộ chung cư tại Hà Nội có xu hướng tăng giá, tập trung ở các loại chung cư giá thấp và chung cư mini có giá trung bình từ 20 -30triệu/m<sup>2</sup>. Giá tăng và giao dịch mua bán nhà loại này cũng tăng khá mạnh. Trong khi phân khúc chung cư cao cấp lại đứng giá và giao dịch ít. Việc giá bị đẩy lên cao chủ yếu bắt nguồn từ yếu tố tâm lý kỳ vọng của người dân khi thấy giá cả các mặt hàng leo thang, giá nguyên vật liệu xây dựng tăng sẽ đẩy giá thành căn hộ chung cư lên cao khiến cho giao dịch đầu cơ xuất hiện. Trong khi đó, trong Q1/2011 giá nhà chung cư tại Tp.HCM không có thay đổi thậm chí nhiều chủ đầu tư phải hạ giá để “xả hàng” do áp lực trả vốn vay lớn. Do đó, giá căn hộ chung cư tại Tp.HCM hiện nay rẻ hơn rất nhiều so với Hà Nội, so sánh một cách tương đối thì giá căn hộ bậc trung ở HCM chỉ tương đương với căn hộ giá thấp ở Hà Nội. Sự chênh lệch về giá nhà chung cư tại 2 thành phố là do Tp.HCM có nguồn cung dồi dào hơn, dư nợ trong lĩnh vực bất động sản chiếm đến 47% tổng dư nợ BĐS của cả nước, trong khi đó ở Hà Nội chiếm 16%.

Người dân TP.HCM đi mua nhà ở chủ yếu là tiền đi vay ngân hàng, còn đối với Hà Nội thì ít hơn rất nhiều. Do đó chính sách siết chặt tín dụng sẽ khiến cho thị trường bất động sản HCM khó khăn hơn nhiều so với Hà Nội.

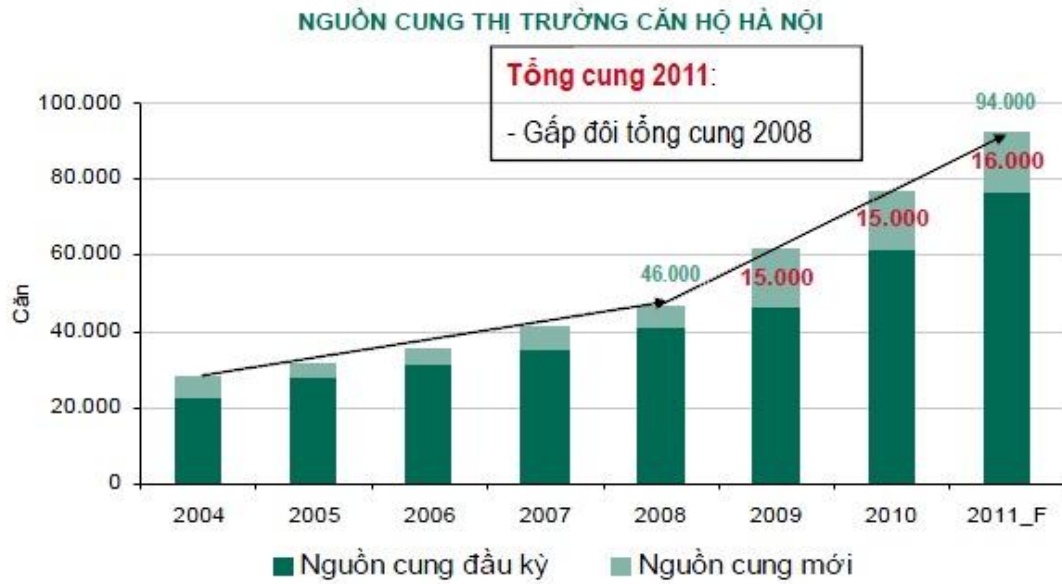
Mặc dù lo ngại về sự suy giảm của đồng tiền dẫn đến việc nhiều người lựa chọn đầu tư vào bất động sản, song trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô còn nhiều khó khăn, các chính sách thắt chặt tiền tệ được đưa ra một cách linh hoạt. Với thông điệp thu hẹp tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất nhất là BĐS và chứng khoán (tỷ trọng dư nợ cho vay là dưới 16%) vừa được ngành ngân hàng phát đi, sẽ khiến cho cả chủ đầu tư lẫn khách hàng phải tính toán lại hiệu quả đầu tư, việc này có thể sẽ khiến cho lượng giao dịch giảm. Do vậy mặc dù trong quý đầu năm thị trường bất động sản có tạo sóng ở một số phân khúc nêu trên nhưng theo chúng tôi diễn biến này sẽ khó duy trì trong những quý còn lại của năm.

Ngoài những khó khăn liên quan đến nguồn vốn, các chủ đầu tư còn gặp trở ngại liên quan đến việc niêm yết giá bán khi quy định mới đưa ra (Công văn số 6852/NHNN-QLNH) về việc yêu cầu các doanh nghiệp niêm yết giá bằng đồng Việt Nam (không được niêm yết bằng ngoại tệ và quy đổi ra tiền Việt Nam). Khi niêm yết bằng đồng Việt Nam, các chủ đầu tư phải đối mặt với rủi ro trượt giá do hầu hết các dự án triển khai phải mất một thời gian dài (trung bình 2 năm) mới có thể nhận hết khoản trị giá sản phẩm mà người mua nhà thanh toán, trong khi giá nguyên vật liệu, nguồn nhân lực hay nguồn vốn vay từ đối tác nước ngoài nếu bằng ngoại tệ sẽ khiến cho lợi nhuận của các chủ đầu tư dự án giảm theo. Ngược lại khi các chủ đầu tư trong nước đương đầu với áp lực tiền VND bị mất giá, thì các chủ đầu tư BĐS ngoại lợi thế hơn nhờ đạt được với chi phí đầu tư thấp hơn các doanh nghiệp nội địa.

#### Xu hướng phát triển BĐS trong năm 2011:

- Giá nhà chung cư sẽ có xu hướng giảm cuối năm 2011: Xu hướng giảm giá thành, dùng công nghệ kỹ thuật để tiết kiệm trong xây dựng nhằm đưa ra mức giá bán cạnh tranh đang ngày càng mạnh mẽ vào năm 2011, dẫn đến ngày càng có nhiều dự án giá thấp hơn tung ra thị trường. Nguồn cung mới tiếp tục tăng cao, việc chạy đua xây dựng chung cư sẽ giúp thị trường chung cư hướng tới sự minh bạch, giá chung cư sẽ dần ổn định.
- Năm 2011 phân khúc nhà ở cao cấp sẽ bão hoà, nhà ở giá trung bình, giá thấp có xu hướng phát triển mạnh, đặc biệt là nhà ở cho người thu nhập thấp ở đô thị và phân khúc nhà ở cho thuê sẽ phát triển.
- Phân khúc đất nền thu hút nhiều nhà đầu tư hơn so với các phân khúc căn hộ: Xu hướng giảm giá ở phân khúc căn hộ chung cư khiến cho tâm lý nhà đầu tư né căn hộ và chuộng đất nền. Ngoài ra, mô hình kinh doanh nhà chung cư có thời hạn mặc dù mới chỉ dừng ở mức tham khảo cộng thêm những rắc rối nảy sinh gần đây về sở hữu chung riêng trong chung cư đã làm cho nhiều nhà đầu tư lo ngại, không mặn mà với thị trường căn hộ như trước đây.
- Theo một số chuyên gia trong ngành nhận định, nếu mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức cao như hiện nay, có thể có một cuộc chạy đua tìm kiếm tiền mặt, ngân hàng huy động vốn cao để đảm bảo thanh khoản, chủ đầu tư kiếm dòng tiền nóng để đảo nợ các khoản vay đến hạn. Dẫn đến tỷ lệ nợ xấu trong cho vay BĐS sẽ tăng lên và có thể có hiện tượng ngân hàng siết dự án để thu hồi công nợ, sẽ có chủ đầu tư phải bán lúa non hoặc cắt lỗ để tạo dòng tiền.

Biểu đồ 29:: Dự báo nguồn cung căn hộ năm 2011 tại Hà Nội



Biểu đồ 30: Dự báo nguồn cung căn hộ năm 2011 tại HCM



Với xu hướng phát triển BĐS nêu trên, bức tranh bất động sản năm 2011 sẽ khó khởi sắc. Lường trước được những khó khăn trước mắt, trong mùa ĐHCĐ năm nay, nhiều doanh nghiệp kinh doanh BĐS đặt ra kế hoạch kinh doanh ở mức trung bình, thậm chí có doanh nghiệp còn giảm chỉ tiêu lợi nhuận so với năm 2010. Cũng có một số chủ đầu tư đặt kế hoạch lợi nhuận có tăng trưởng, những doanh nghiệp này thường đã có lợi thế về sản phẩm, hoặc đã bán hàng trước nhưng chưa hạch toán...

Trong quý 1/2011 thị trường chứng khoán có xu thế đi ngang hoặc giảm điểm sau khi đạt đỉnh 528 (09/02), tuy nhiên phần lớn giá các cổ phiếu nhóm BĐS niêm yết đã điều chỉnh giảm từ 15% - 30%, trừ trường hợp đặc biệt như cổ phiếu VIC có diễn biến giá đi ngược với nhóm cổ phiếu ngành (tăng 34,36% so với đầu năm). Việc giảm giá của nhóm cổ phiếu BĐS một phần đã phản ánh đúng với thực trạng khó khăn của ngành và trở nên không còn hấp dẫn nhà đầu tư như trước khi miếng bánh lợi nhuận của nhóm BĐS đang dần bị thu hẹp. Trong thời điểm hiện tại, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư giảm tỷ trọng cổ phiếu BĐS trong danh mục đầu tư và xem xét tái đầu

tư khi sức khỏe nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi trở lại, khi lạm phát có dấu hiệu giảm tốc và lãi suất cho vay trong xu hướng giảm.

**Bảng 10: 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 (pha loãng)		BVPS	
	2010 TH	2010KH	%KH	2011F	2010 TH	2010KH	%KH	2011F	2009	2010	2009	2010
ITC	830,1	993	83,60%	1.522	202,8	191	106,17%	215	2.040	3.301	26.779	28.526
VIC	3.873	1.115	347,35%	5.151	2.432	253	961,26%	2.293	2.686	6.603	5.743	17.934
SJS	1.033	2.312	44,68%	3.000	480,6	755	63,66%	650	9.932	6.001	17.645	22.247
NTL	1.400	1.650	84,85%	1.900	582,8	525	111,02%	591	17.271	18.525	16.947	31.452
KBC	915	2.300	39,77%	n/a	1122,4	900	124,72%	n/a	3.219	3.824	17.074	15.232
HAG	4.525	5.700	79,38%	n/a	2.222	3.017	73,65%	n/a	5.404	4.551	16.078	22.528
LCG	1005	1.376	73,04%	n/a	222	210	105,70%	n/a	6.740	5.885	27.151	31.469
BCI	797,29	1.400	56,95%	n/a	284	280	101,41%	n/a	3.500	4.593	21.941	23.973
DIG	1.370	2.000	68,50%	n/a	519,4	500	103,88%	n/a	5.578	7.420	22.482	26.495
TDH	557,24	709,2	78,57%	n/a	248,2	223,2	111,20%	n/a	7.123	5.183	32.485	36.397

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

So sánh	Giá (1/4/11)	+/- giá 03 tháng	Vốn hóa (Tỷ đ)	SHNN	P/E cơ bản	P/B	ROA	ROE	LNST/DT	Lãi gộp/DT
<b>Bất động sản</b>					<b>9,99</b>	<b>3,82</b>	<b>11,36%</b>	<b>36,39%</b>	<b>55,26%</b>	<b>57,10%</b>
ITC	19.000	-23,39%	1.304	17,87%	5,76	0,67	7,08%	12,38%	24,43%	27,02%
VIC	131.000	34,36%	49.982	13,73%	19,84	7,30	11,40%	51,78%	62,79%	76,06%
SJS	50.000	-19,06%	4.952	32,18%	8,33	2,25	12,79%	24,16%	46,53%	64,88%
NTL	57.500	-11,72%	1.771	22,75%	3,10	1,83	34,27%	75,28%	41,63%	54,28%
KBC	27.500	-18,56%	7.968	25,50%	7,19	1,81	10,77%	28,75%	122,71%	57,00%
HAG	44.700	-16,99%	20.887	35,02%	9,82	1,98	13,52%	30,19%	49,11%	50,66%
LCG	25.000	-28,24%	938	13,71%	4,25	0,79	11,69%	19,90%	22,08%	19,81%
BCI	26.500	-8,82%	1.915	27,94%	5,77	1,11	8,30%	19,52%	35,62%	54,41%



DIG	26.600	-32,83%	2.602	25,07%	3,58	1,00	13,17%	21,06%	37,89%	50,62%
TDH	25.400	-26,90%	962	32,57%	4,90	0,70	11,93%	18,95%	44,55%	41,17%

(Nguồn: VCBS tổng hợp)

### Công ty CP TV – TM – DV Địa ốc Hoàng Quân (HQC)

CTCP Tư vấn - Thương mại - Dịch vụ Địa ốc Hoàng Quân với mức vốn điều lệ hiện tại là 400 tỷ đồng, Công ty hoạt động chính trong kinh doanh bất động sản, cho thuê KCN, thiết kế xây dựng, môi giới địa ốc và đang hướng tới đầu tư vào lĩnh vực giáo dục. Trong đó hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng đóng góp doanh thu và lợi nhuận chính cho Công ty trong các năm qua. Nhìn vào kết quả kinh doanh đạt được của HQC trong năm 2009 và 2010, mặc dù đây là giai đoạn không ít khó khăn đối với lĩnh vực bất động sản nhưng Công ty đã có tốc độ tăng trưởng ấn tượng về doanh thu và lợi nhuận (DTT tăng trưởng 164%, LNST tăng trưởng 744%), chúng tôi đánh giá cao sự cố gắng của Ban lãnh đạo Công ty. Theo báo cáo hợp nhất 2010 của HQC, tổng DT đạt 1.257 tỷ đồng (164% yoy) và 650 tỷ đồng LNTT (760%), trong đó DT riêng của Công ty mẹ đạt 488,3 tỷ đồng và LNTT riêng đạt 184,3 tỷ đồng. Trong năm 2010, Công ty cũng đã điều chỉnh tăng kế hoạch doanh thu từ 950 tỷ đồng lên 1.200 tỷ đồng và LNST tăng từ 200 tỷ đồng lên 400 tỷ đồng. Trong tổng doanh thu đạt được trong năm 2010, doanh thu từ kinh doanh BĐS chiếm tỷ trọng lớn (gần 80%), hoạt động thi công và cung cấp dịch vụ mang về 20% còn lại. Dự án tiêu biểu đóng góp vào tốc độ tăng trưởng ấn tượng trên của HQC là Khu Công nghiệp Bình Minh (132 ha) - đây là một trong những dự án có tỷ suất lợi nhuận ước tính cao nhất trong danh sách các dự án của Công ty, dự án do Hoàng Quân Mê Kông - Công ty con của Hoàng Quân thực hiện. Tỷ lệ lấp đầy hiện nay của KCN Bình Minh hiện là 50% với giá cho thuê bình quân thực hiện là 67 - 70USD/m<sup>2</sup>. Trong năm 2010 dự án này mang về 218 tỷ đồng doanh thu và 59 tỷ đồng lợi nhuận gộp, tổng vốn đầu tư của dự án là khoảng 831 tỷ đồng, tổng doanh thu ước tính là 1.527 tỷ đồng, sẽ đảm bảo dòng tiền trong 3 năm tới cho HQC trong đó dự kiến mang về khoảng trên 300 tỷ doanh thu mỗi năm. Ngoài ra, doanh thu còn lại đến từ các dự án An Phú Tây – Bình Chánh (95 tỷ đồng), Cherry Q2 (47,6 tỷ đ), KDC Quận 8 (20,5 tỷ đ), Phú An – Nam Sông Cần Thơ (12,3 tỷ đ), chợ đầu mối Tam Bình – Thủ Đức (15,8 tỷ đ).

Sự khởi đầu thành công của KCN Bình Minh cũng đang tạo tiền đề tốt cho hoạt động đầu tư trong mảng khu công nghiệp của Công ty. Ngoài dự án khu công nghiệp trên, HQC đang đầu tư vào Khu công nghiệp Hàm Kiệm 1 (146,2ha), KCN Đông Bình (350 ha); Dự án Phi thuế quan Trà Vinh 500 hecta; Các dự án KCN này hứa hẹn sẽ mang về dòng tiền tốt cho Hoàng Quân trong 5 năm tới.

Năm 2011, Hoàng Quân đặt ra kế hoạch kinh doanh với doanh thu dự kiến là 3000 tỷ đồng và 600 tỷ đồng LNST tăng lần lượt 139% và 19,7% so với năm 2010. Trong bối cảnh thị trường bất động sản vẫn trong tình trạng chìm lắng, Hoàng Quân đưa ra những con số dự kiến cho năm mới, theo quan điểm của chúng tôi là khá táo bạo. Tuy nhiên, để đạt được kế hoạch này, Công ty cho biết đã tính toán kỹ các phương án dòng tiền. Trong đó, dự án Cheery nếu giao nhà đúng tiến độ vào cuối năm nay thì dự kiến ghi nhận khoảng 107 tỷ đồng DT và 27 tỷ đồng LNTT; dự án Châu Pha Vũng Tàu ước mang về thêm 32 tỷ đồng DT và 4,2 tỷ đồng LNTT; dự án Khu dân cư Bình Minh có thể ghi nhận 286 tỷ đồng DT và 58,9 tỷ đồng LNTT; KCN Bình Minh tiếp tục là nguồn thu lớn trong năm 2011 với ước tính mang về cho Hoàng Quân 324 tỷ đồng DT và 108 tỷ đồng LNTT. Ngoài những dự án đã được khai thác từ năm 2010 cho đến nay, sang năm 2011 một số dự án khác sẽ bắt đầu mang về doanh thu cho Công ty như: dự án Hoàng Quân Plaza (500 tỷ đồng DT và 92 tỷ LNTT); KCN Hàm Kiệm (61,4 tỷ DT và 11,5 tỷ LNTT); dự án Châu Pha – Vũng tàu 2 (13 tỷ DT và 34,9 tỷ LNTT); Cao ốc Bình Trưng Đông (118 tỷ DT và 33 tỷ LNTT); dự án 500 ha Trà Vinh (123 tỷ DT và 31 tỷ LNTT) và một số dự án khác.

### Công ty Cổ phần Vincom (VIC)

Với sự thành công trong việc triển khai các dự án trung tâm thương mại Vincom City Towers, Vincom Center, Công ty Cổ phần Vincom được biết đến là một trong những thương hiệu BĐS hàng đầu Việt Nam trong phân khúc bất động sản cao cấp. Với mức vốn điều lệ hiện tại hơn 3.700 tỷ đồng, Công ty đã trở thành một trong những công ty bất động sản có giá trị vốn hóa lớn nhất trên sàn niêm yết (49.900 tỷ đồng). Hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh BĐS, cho thuê văn phòng, trung tâm thương mại và cung cấp các sản phẩm dịch vụ, giải trí. Công ty có lợi thế về vị trí của các khu TTTM định vị tại ngay trung tâm các thành phố lớn nhất Việt Nam như Hà Nội và Hồ Chí Minh.

Năm tài khóa 2010, Vincom đã đạt 3.872 tỷ đồng doanh thu (tăng 96% yoy, vượt 247% KH). Lợi nhuận gộp đạt 2.896 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt tương ứng 76%. Lợi nhuận sau thuế đạt 2.432 tỷ đồng (tăng 120% yoy, vượt 861% KH), trong đó, phần LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 2.306,9 tỷ đồng (giảm 34,03 tỷ đồng so với báo cáo của riêng công ty mẹ). Đạt được kết quả như trên là nhờ trong Q2/2010 Công ty đã đưa Vincom Center vào khai thác nên doanh thu và giá vốn hoạt động cho thuê tăng lên. Ngoài ra, trong Q4/2010 doanh thu tăng đột biến do phát sinh hoạt động chuyển nhượng các căn hộ và một phần diện tích khu văn phòng tại Vincom Center. Doanh thu tài chính tăng chủ yếu từ thu lãi các công ty con và liên doanh liên kết.

Trong năm 2011, bên cạnh việc khai thác tối đa hiệu suất sử dụng của các bất động sản hiện có, Công ty hướng tới việc tập trung mọi nguồn lực để thực hiện các dự án bất động sản như Royal City, Eco City, Vincom Village tại Hà Nội, Eden A tại HCM. Đây là các dự án tiềm năng của Công ty, hứa hẹn mang về những khoản thu đột phá cho Công ty khi đưa vào khai thác. Công ty đặt ra kế hoạch trong năm 2011 với doanh thu ước tính 5.151 tỷ đồng và LNST là 2.293 tỷ đồng (tăng trưởng lần lượt 33% và -5,7%). Công ty cũng đã thông qua kế hoạch trích 2.300 tỷ đồng lợi nhuận 2010 trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông

## 5. Ngành thép

Trong hai tháng đầu năm 2011, giá thép trong nước có xu hướng tăng mạnh, nguyên nhân chính là do giá thép nguyên liệu trên thế giới tăng mạnh. Bên cạnh đó, các yếu tố đầu vào khác như điện, xăng dầu cũng tăng giá. Ngoài ra, việc tăng tỷ giá USD/VND cũng góp phần làm tăng giá thép thành phẩm. Cụ thể, giá thép trong nước đã có 4-5 lần tăng giá với tổng mức tăng khoảng 3 triệu đồng/tấn. Vào tháng 1/2011, giá nguyên liệu phôi thép trên thế giới tăng lên mức 680 USD/tấn (tăng 50 USD/tấn so với tháng trước) và giá thép phế tăng lên 540 USD/tấn (tăng 140 USD/tấn so với tháng trước) do giá bán quặng sắt và than cốc trên thị trường thế giới tăng cao. Hiện tại, do Việt Nam phải nhập khẩu phần lớn nguyên liệu thép thế giới nên giá thép thành phẩm trong nước phụ thuộc rất nhiều vào giá nguyên liệu thép nhập khẩu. Do ngành thép không thuộc diện ưu tiên được mua USD theo tỷ giá niêm yết nên để nhập khẩu nguyên liệu, các doanh nghiệp thép buộc phải mua USD với giá cao hơn tỷ giá niêm yết khoảng 1.000 đồng/USD. Vì vậy, các doanh nghiệp thép phải trả thêm hơn 1 triệu đồng cho mỗi tấn phôi nhập khẩu. Ngoài ra, việc tăng giá dầu FO (dùng trong công nghệ luyện cán thép) lên 2.110 đồng/lít (tăng gần 20%) cũng làm cho giá mỗi tấn thép thành phẩm tăng khoảng 100.000 đồng. Trong cơ cấu giá thép thành phẩm, giá điện chiếm khoảng 5-6% tùy theo công nghệ, nên việc điều chỉnh giá điện tăng 15,28% đã làm giá thép thành phẩm tăng lên khoảng 0,6-0,7%.

Trong tháng 1 và 2/2011, sản lượng thép sản xuất đạt khoảng 850.000 tấn, tăng 25,12% yoy. Sản lượng thép tiêu thụ đạt gần 950.000 tấn, tăng 45,21% yoy. Sở dĩ sản lượng thép sản xuất và tiêu thụ trong 2 tháng đầu năm tăng mạnh là do lo ngại trước việc giá thép tiếp tục tăng cao vì biến động của giá nguyên nhiên liệu đầu vào cũng như các tác động của chính sách tiền tệ, tỷ giá nên các đại lý, công ty thương mại và công ty xây dựng đã mua dự trữ với số lượng lớn.

Tuy nhiên, sang tháng 3/2011, giá thép có xu hướng chững lại do giá phôi và giá thép phế trên thế giới chững lại bởi bất ổn chính trị tại một số khu vực (Bắc Phi, Trung Đông - thị trường phôi quan trọng của thế giới). Bên cạnh

đó, chính sách thắt chặt tiền tệ trong đó giảm tỷ lệ dư nợ cho vay đối với lĩnh vực bất động sản và hạn chế đầu tư công trong đó cắt giảm hay ngưng triển khai hoặc giãn tiến độ thi công các công trình đầu tư công chưa thật sự cấp bách (theo Nghị quyết số 11/NQ-CP của Chính phủ nhằm ổn định kinh tế vĩ mô và kiềm chế lạm phát) đã làm giảm cầu của ngành thép. Do đó, các công ty thép và đại lý phải hạ giá thép để tăng sức tiêu thụ của thị trường. Theo VSA ước tính, sản lượng thép tiêu thụ trong tháng 3 chỉ còn khoảng 400.000 tấn, giảm 75.000 tấn so với tháng 2.

Trong Q1 2011, do chịu ảnh hưởng bởi những yếu tố kinh tế vĩ mô bất lợi nên ngành thép đã gặp phải những khó khăn như sau:

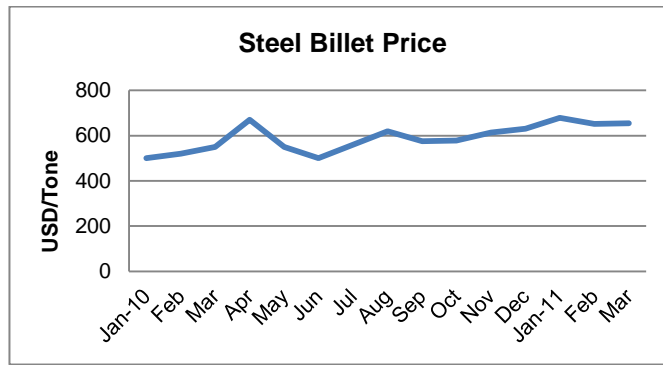
- ✚ Chính sách thắt chặt tín dụng và hạn chế đầu tư công của Chính phủ đã làm giảm nhu cầu thép của thị trường. Điều này đã làm giảm sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp thép trong tháng 3. Từ đó, doanh thu trong tháng 3 của các doanh nghiệp thép cũng bị giảm.
- ✚ Lãi vay của ngân hàng trong quý 1 vẫn ở mức cao. Do đặc thù của ngành thép là tỷ lệ vốn vay cao nên khi lãi vay tăng đã làm tăng chi phí và qua đó làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngoài ra, đối với các doanh nghiệp khác (kể cả các doanh nghiệp xây dựng và 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, nên 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.
- ✚ Ngoài ra, trong quý 1, tình trạng thiếu điện đã xuất hiện ở các nhà máy sản xuất thép, gây ảnh hưởng lớn đến quá trình sản xuất thép liên tục. Một số doanh nghiệp thép đã phản ánh mức độ cung cấp điện bị giảm tới 30%, làm cho sản lượng sản xuất thép bị giảm và làm tăng mức hao phí điện năng cho quá trình luyện cán thép.

Mặc dù phải đối mặt với đầy rẫy những khó khăn nhưng kết quả kinh doanh Q1 2011 của các doanh nghiệp thép được chúng tôi đánh giá là khả quan nhờ sản lượng thép tiêu thụ trong tháng 1 và 2 tăng mạnh. Trong quý này, đa số các doanh nghiệp thép đã tiêu thụ hết lượng hàng tồn kho giá thấp vào cuối năm 2010. Do giá thép hiện tại tăng mạnh so với thời điểm cuối năm 2010 nên lượng hàng tồn kho giá thấp này đã đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của các doanh nghiệp thép trong quý này.

### **Dự báo ngành thép Q2 2011**

Theo nhận định của chúng tôi, thị trường thép trong quý 2 có thể vẫn tiếp tục khó khăn, chính sách thắt chặt tiền tệ và hạn chế đầu tư công, mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2011 dưới 20% nên lãi suất cho vay trong năm nay sẽ khó điều chỉnh giảm sẽ làm giảm cầu ngành thép, nên sản lượng thép tiêu thụ trong quý 2 sẽ giảm. Tình trạng thiếu điện sẽ còn tiếp diễn, đe dọa đến quá trình sản xuất thép liên tục, làm giảm sản lượng sản xuất thép và làm tăng mức hao phí điện năng cho quá trình luyện cán thép. Đối với giá thép, nếu tình hình bất ổn chính trị tại một số khu vực Bắc Phi, Trung Đông không lắng dịu thì giá thép nguyên liệu trên thế giới sẽ khó tăng, cùng với nhu cầu thép trong nước bị giảm nên giá thép trong nước vào quý 2 sẽ có xu hướng giảm. Với dự báo ngành thép trong quý 2 như trên, chúng tôi cho rằng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp thép trong quý 2 có khả năng sẽ giảm.

*Biểu đồ 31: Giá phôi thép thế giới bình quân hàng tháng (từ tháng 1/2010 đến tháng 3/2011)*



Nguồn: VCBS tổng hợp

Bảng 12 & 13: Các chỉ số tài chính quan trọng của một số doanh nghiệp thép tiêu biểu

Mã CP	Doanh thu (Tỷ đồng)				Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)				EPS (VNĐ)		BVPS (VNĐ)	
	2010 TH	2010KH	YoY%	2011F	2010 TH	2010KH	YoY%	2011F	2009	2010	2009	2010
HPG	14.492,7	12.340	117,44%	17.500	1.376,3	1,350	101,95%	1,865	6.477	5.116	24.135	24.824
POM	11.202,9	10.117	110,73%	14.400	692,9	612	113,22%	612	6.948	4.050	27.390	15.134
HSG	4.898,0	4.976	98,43%	6.970	210	520	40,38%	249,4	3.321	2.827	16.102	22.540
NKG	2.567,8	1.707	150,43%	2.299	105,1	93	113,01%	108	6.008	5.281	14.073	17.838
VIS	3.084,2	2.278	135,39%	2.895	145,5	60	242,50%	95,6	15.028	3.925	25.897	19.380

So sánh	Giá (28/3/11)	+/- giá 01 tháng	Vốn hóa (Tỷ đồng)	SHNN	P/E cơ bản	P/B	ROA	ROE	LNST/DT	Lãi gộp/DT
Trung bình ngành thép					8,9	1,3	7,5%	19,6%	5,7%	13,2%
HPG	36.100	13,50%	11.474,4	35,52%	7,1	1,5	11%	24%	9,0%	17,0%
POM	22.900	-6,90%	4.267,1	6,76%	5,7	1,5	9%	25%	6,0%	12,0%
HSG	14.300	-8,90%	1.441,0	22,46%	5,1	0,8	2%	6%	1,7%	15,3%
NKG	25.100	0,40%	577,3	0,04%	4,8	1,8	6%	46%	4,1%	10,0%
VIS	25.900	8,90%	777,0	3,32%	6,6	1,3	7%	22%	3,6%	7,5%

Nguồn: VCBS tổng hợp

### Các cổ phiếu tiêu biểu ngành thép

#### Công ty CP tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Tại ĐHCĐ thường niên 2011 của Hòa Phát, các cổ đông đã biểu quyết thông qua kế hoạch sản xuất kinh doanh trong năm 2011 là 17.500 tỷ đồng doanh thu (tăng 21% yoy thực hiện) và 1.865 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tăng 36% yoy thực hiện). Kế hoạch này cho thấy HPG có sự tăng trưởng mạnh trong năm 2011 so với các doanh nghiệp thép khác khi KH 2011 của họ chỉ bằng hay hơn chút so với thực hiện 2010 (thậm chí có doanh nghiệp đặt KH 2011 thấp hơn so với thực hiện 2010). Theo HPG, trong Q1 2011, công ty ước đạt hơn 5.000 tỷ đồng doanh thu (đạt trên 29% KH) và 520 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (đạt trên 28% KH), kết quả kinh doanh này có được chủ yếu từ mảng thép. Hiện tại, HPG có EPS cơ bản (4 quý gần nhất) khoảng 5.258 đồng/CP (lớn hơn nhiều so với trung bình ngành) và P/E cơ bản (4 quý gần nhất) vào khoảng 6,9 lần (thấp hơn trung bình ngành). Ngoài ra, mức cổ tức năm 2011 đã được ĐHCĐ thông qua là 40% được xem là cao nhất trong các doanh nghiệp thép. Giá định

trong 2011 HPG giữ nguyên vốn điều lệ là 3.178,5 tỷ đồng, chúng tôi dự phóng EPS cơ bản cuối năm 2011 vào khoảng 5.528 đồng/CP, đây được xem là mức lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu lớn nhất trong các doanh nghiệp thép.

Trong năm 2010, các chỉ số tài chính của HPG như lợi nhuận biên (17%), ROE (24%), ROA (11%), ROS (10%) đều ở mức cao so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Riêng hệ số vòng quay hàng tồn kho ở mức thấp là do công ty sản xuất được một số nguyên liệu đầu vào như than coke và phôi thép, mà các nguyên liệu đầu vào của than coke và phôi thép phải được công ty dự trữ và chế biến nên nguyên vật liệu (than mỡ, than gầy, quặng sắt, thép phế...) và bán thành phẩm (gang, phôi thép...) chiếm tỷ trọng lớn nhất trong hàng tồn kho, và cũng vì vậy mà hàng tồn kho của HPG luôn có giá trị lớn nên làm cho hệ số vòng quay hàng tồn kho ở mức thấp.

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 tổng công suất lên 700 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 1,05 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 nằm trên đại lộ Thăng Long.

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, theo chúng tôi đánh giá, cổ phiếu HPG sẽ tiếp tục thu hút các nhà đầu tư.

### **Công ty CP thép Pomina (POM)**

Năm 2010, POM đã đạt được doanh thu thuần là 11.202,9 tỷ đồng, vượt 11% kế hoạch năm 2010, tăng 49% yoy; lợi nhuận sau thuế là 692,9 tỷ đồng, vượt 13% kế hoạch năm, tăng 6% yoy. Nguyên nhân lợi nhuận tăng so với cùng kỳ năm trước là do doanh thu tài chính trong năm tăng 142% yoy mà phần lớn là lãi tiền gửi ngân hàng. Ngoài ra, việc sáp 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%) cũng làm tăng lợi nhuận năm 2010 của POM do có sự đóng góp lợi nhuận của công ty Thép Việt. Tuy nhiên, trong năm 2010, chi phí lớn nhất của POM vẫn là chi phí tài chính (tăng 27% yoy) mà phần lớn là do lỗ chênh lệch tỷ giá bởi việc tăng tỷ giá USD/VND. Ngoài ra, do nhu cầu cần vốn để đầu tư nhà máy Pomina 3 và bổ sung vốn lưu động nên công ty phải vay vốn ngân hàng với lãi suất cao mà không được sự hỗ trợ lãi suất của chính phủ như năm 2009, vì vậy chi phí lãi vay trong năm 2010 tăng 39% yoy.

Kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2011 của POM là 14.400 tỷ đồng doanh thu và 612 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Cổ tức dự kiến năm 2011 là 20%. Tuy nhiên, kế hoạch này phải được ĐHĐCĐ thường niên 2011 thông qua vào 8/4/2011. Giả định kế hoạch 2011 được thông qua và trong 2011 POM không tăng thêm vốn điều lệ, chúng tôi dự phóng EPS cơ bản cuối năm 2011 của POM vào khoảng 3.265 đồng/CP.

POM có EPS cơ bản năm 2010 khoảng 4.050 đồng/CP (cao hơn đáng kể so với trung bình ngành) và P/E cơ bản đạt 5,7 lần (thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành). Tỷ suất lợi nhuận biên của POM năm 2010 là 12,3%, đây được xem là mức cao đối với doanh nghiệp sản xuất thép, cho thấy khả năng điều hành sản xuất và chính sách giá của POM là tốt so với các doanh nghiệp sản xuất thép khác. Các tỷ số tài chính khác như ROA (9%), ROE (25%) cũng cao hơn so với trung bình ngành, cho thấy hiệu quả cao trong hoạt động sản xuất kinh doanh và sử dụng vốn đầu tư của chủ sở hữu. Hệ số vòng quay hàng tồn kho của POM trong 2010 là 5,4, cao hơn so với bình quân của các doanh nghiệp sản xuất thép là 4,3. Điều này thể hiện khả năng bán hàng có hiệu quả của công ty.

Trong trung hạn, khi các nhà máy Pomina 2 và 3 ở KCN Phú Mỹ 1 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.

Kế hoạch sản xuất kinh doanh niên độ 2010-2011 của HSG gồm 3 phương án, đã được ĐHĐCĐ thường niên 2011 thông qua, cụ thể như sau:

- Phương án 1: Doanh thu là 5.993 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 149,9 tỷ đồng.
- Phương án 2: Doanh thu là 6.408 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 190,6 tỷ đồng.
- Phương án 3: Doanh thu là 6.970 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 249,4 tỷ đồng.

Trong quý 1 niên độ tài chính 2010-2011, HSG đạt doanh thu thuần là 1.597,2 tỷ đồng (tăng 46% yoy) và lợi nhuận sau thuế là 30 tỷ đồng (giảm 81% yoy). Theo chúng tôi, nguyên nhân lợi nhuận giảm là do giá nguyên liệu thép cán nóng trong những tháng cuối năm 2010 tăng rất mạnh, làm giá vốn hàng bán tăng 78% yoy nên lợi nhuận gộp giảm 34% yoy. Ngoài ra, chi phí tài chính tăng 14% yoy mà chủ yếu do chi phí lãi vay bởi HSG vay vốn để đầu tư nhà máy tôn Hoa Sen Phú Mỹ và bổ sung vốn lưu động với lãi suất cao mà không có được sự hỗ trợ lãi suất của chính phủ như trong năm 2009, và các chi phí bán hàng và quản lý cũng tăng đáng kể (tăng 37% và 12%) do HSG đầu tư nhà máy mới và mở thêm chi nhánh mới nên đã góp phần làm giảm lợi nhuận trong quý 1 2010-2011 của HSG.

Hiện tại, HSG có EPS cơ bản (4 quý gần nhất) khoảng 986 đồng/CP (rất thấp so với trung bình ngành) và P/E cơ bản (4 quý gần nhất) vào khoảng 14,5 lần (rất cao so với trung bình ngành). Các tỷ số tài chính ROE (6,4%), ROA (2,3%), ROS (1,7%), vòng quay hàng tồn kho (3.3) đều thấp so với trung bình ngành. Chúng tôi giả định kết quả kinh doanh 2010-2011 của HSG theo hướng phương án 3 (phương án cao nhất) của kế hoạch thì EPS dự phóng niên độ 2010-2011 vào khoảng 2.474 đồng/CP, vẫn thấp hơn so với trung bình ngành. Theo chúng tôi, do trong các quý trước của niên độ 2009-2010 lợi nhuận của HSG giảm nhiều và thậm chí là âm (âm 61,4 tỷ đồng vào Q4 2009-2010) nên các hệ số tài chính hiện tại của HSG trở nên không hấp dẫn.

Tuy nhiên, theo HSG, vào 28/2/2011, HSG đã hoàn thành và đưa vào hoạt động dây chuyền cán nguội số 1 thuộc dự án nhà máy tôn Hoa Sen Phú Mỹ với công suất 200.000 tấn/năm, nâng tổng công suất thép cán nguội của HSG lên 380.000 tấn/năm (hiện tại dây chuyền cán nguội ở Bình Dương có công suất 180.000 tấn/năm đã hoạt động hết công suất), góp phần giảm nhập khẩu và mua thép cán nguội trong thời gian tới. Điều này sẽ giúp HSG gia tăng lợi nhuận biên do tự sản xuất được thép cán nguội giá rẻ (thấp hơn 40-50 USD/tấn so với mua ngoài) và hưởng 7% thuế nhập khẩu thép cán nguội do chỉ nhập khẩu nguyên liệu thép cán nóng với thuế suất 0%. Ngoài ra, HSG tiếp tục đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu, hướng đến mục tiêu doanh thu XK chiếm 30% tổng doanh thu. Điều này sẽ giúp HSG có thêm nguồn ngoại tệ đối ứng trong thanh toán NK nguyên vật liệu, giảm chi phí chênh lệch tỷ giá và giảm rủi ro do biến động tỷ giá.

Do đó 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 ra doanh thu và lợi nhuận lớn cho HSG.

### **Công ty CP thép Nam Kim (NKG)**

Năm 2010, NKG đạt doanh thu thuần khoảng 2.567,8 tỷ đồng, vượt hơn 50% kế hoạch năm 2010, tăng 80% yoy; lợi nhuận sau thuế khoảng 105 tỷ đồng, vượt khoảng 13% kế hoạch năm, tăng 41% yoy. Hầu hết doanh thu và lợi nhuận của NKG trong năm 2010 được mang lại từ lĩnh vực hoạt động chính là sản xuất và kinh doanh các loại tôn, thép. Do thị trường phát triển nên nhà máy hiện hữu đã hoạt động hết công suất. Để đáp ứng nhu cầu phát triển của thị trường, công ty đang đầu tư nhà máy mới ở Đồng An, tỉnh Bình Dương, có công suất thiết kế gấp đôi nhà máy hiện hữu, dự kiến sẽ hoạt động vào tháng 08/2011. Lợi nhuận biên năm 2010 tăng ít, chỉ đạt 10%, lớn hơn so với năm 2009 là 9%. Lợi nhuận biên của NKG được kỳ vọng sẽ tăng khi nhà máy mới hoạt động do sử



dụng nguyên liệu thép cán nóng với thuế nhập khẩu 0% so với nguyên liệu thép cán nguội trước đây với thuế nhập khẩu 7%.

Kế hoạch kinh doanh năm 2011 của NKG là 2.299 tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 35% yoy) và 108 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tăng 16% yoy). Tuy nhiên, kế hoạch này phải được ĐHĐCĐ thường niên 2011 thông qua vào 16/4/2011. Giả định kế hoạch 2011 được thông qua và trong 2011 NKG không tăng thêm vốn điều lệ, chúng tôi dự phóng EPS cơ bản cuối năm 2011 của NKG vào khoảng 4.696 đồng/CP, đây được xem là mức EPS cơ bản lớn trong các doanh nghiệp thép. NKG có ưu thế hiện đang sở hữu lượng lớn hàng tồn kho giá thấp vào cuối năm 2010, nên lợi nhuận trong Q1 2011 của công ty ước tính tăng trưởng khoảng 30% yoy. Ngoài ra, trong năm 2011, khi nhà máy Đồng An đi vào hoạt động sẽ giúp Công ty có sức tăng trưởng tốt về doanh thu và lợi nhuận. Với dự báo về nguồn thu trong tương lai, chúng tôi đánh giá kế hoạch kinh doanh 2011 là khả thi.

NKG có EPS cơ bản năm 2010 khoảng 5.281 đồng/CP (lớn hơn nhiều so với trung bình ngành) và P/E cơ bản đạt 4,8 lần (thấp hơn nhiều so với trung bình ngành). Tỷ suất lợi nhuận biên của NKG năm 2010 là 10%, đây được xem là mức tương đối cao so với doanh nghiệp sản xuất thép, cho thấy khả năng điều hành sản xuất và chính sách giá của NKG là tốt so với các doanh nghiệp sản xuất thép khác. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE đạt 46%, đây là mức cao nhất trong các doanh nghiệp thép, cho thấy việc sử dụng vốn đầu tư của chủ sở hữu của ban lãnh đạo công ty là rất hiệu quả. Hệ số vòng quay hàng tồn kho của NKG vào thời điểm cuối năm 2010 là 4, gần bằng mức trung bình ngành, nên theo chúng tôi khả năng quản trị hàng tồn kho của ban giám đốc NKG không phải là thấp. Tuy nhiên, tỷ số ROA chỉ ở mức 6%, thấp hơn trung bình ngành, cho thấy hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh chưa cao.

## 6. Ngành khoáng sản

### Đánh giá chung

Chúng tôi cho rằng ngành khai thác khoáng sản sẽ vẫn hấp dẫn bởi tỷ suất lợi nhuận cao, lợi nhuận có thể đột biến. Tỷ giá duy trì ở mức cao hơn năm 2010 nên những doanh nghiệp khai thác khoáng sản có tỷ lệ xuất khẩu cao sẽ được hưởng lợi thế tỷ giá. Tuy nhiên năm 2011 Luật khoáng sản bắt đầu có hiệu lực nên chỉ doanh nghiệp nào có thực lực về vốn và kỹ thuật sẽ tiếp cận và khai thác hiệu quả các dự án khoáng sản. Xăng dầu, điện, than là những đầu vào chủ yếu của các doanh nghiệp khai thác chế biến khoáng sản, hiện nay giá các nguyên liệu đầu vào đều tăng cao nên chi phí của doanh nghiệp sẽ cao hơn năm 2010. Bên cạnh đó những doanh nghiệp đang và sẽ triển khai các dự án sẽ gặp khó khăn trong việc thu xếp vốn và chịu chi phí lãi vay cao hơn khi mà lãi suất tăng cao và thị trường chứng khoán lình xình.

*Bảng 14: So sánh một số chỉ tiêu doanh nghiệp ngành khoáng sản 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/VCS H	Giá 6/4/2011
BMC	170	83	22%	2,815	14,636	10.8	2.1	14%	19%	40%	30,400
SQC	1,226	1,000	7%	96	11,250	883.5	7.5	1%	1%	9%	84,800
BKC	142	60	10%	1,860	16,547	7.5	0.8	8%	11%	43%	13,900
KSH	189	117	34%	2,225	12,579	15.1	2.7	14%	18%	28%	33,700
KSS	657	242	11%	2,575	14,778	8.8	1.5	9%	17%	84%	22,600
HGM	144	60	61%	9,593	18,884	9.7	4.9	40%	51%	27%	92,900
MMC	51	32	7%	1,497	15,017	11.4	1.1	9%	10%	8%	17,100
DHA	392	151	23%	3,530	22,079	4.6	0.7	14%	16%	17%	16,300
<b>KSB</b>	<b>596</b>	<b>107</b>	<b>25%</b>	<b>11,767</b>	<b>35,364</b>	<b>4.8</b>	<b>1.6</b>	<b>21%</b>	<b>33%</b>	<b>58%</b>	<b>56,000</b>

KTB	362	268	130%	7,392	10,766	3.0	2.1	55%	69%	25%	22,400
TNT	121	85	19%	1,701	12,233	11.3	1.6	12%	14%	16%	19,200
<b>KSA</b>	<b>319</b>	<b>129</b>	<b>68%</b>	<b>4,782</b>	<b>15,276</b>	<b>5.5</b>	<b>1.7</b>	<b>20%</b>	<b>33%</b>	<b>55%</b>	<b>26,500</b>
CTA	136	92	17%	1,149	11,264	9.4	1.0	8%	10%	31%	10,800
KHB	87	37	30%	2,153	19,295	8.5	0.9	9%	11%	23%	18,300

*Dữ liệu BCTC 2010 Nguồn: VCBS tổng hợp*

Qua bảng kết quả sản xuất kinh doanh năm 2010 của các doanh nghiệp trong ngành khai thác khoáng sản cho thấy nổi bật là các doanh nghiệp khai thác và chế biến các khoáng sản vật liệu xây dựng như KSB, KSA có các chỉ tiêu tài chính cơ bản khá tốt và mức PE khá thấp.

### KSB – CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương

Là doanh nghiệp có chỉ tiêu tài chính tốt duy trì trong nhiều năm gần đây, hiện mức thị giá cũng tương đối cao và tính thanh khoản của cổ phiếu thấp do tổ chức lớn nắm giữ trên 75% số cổ phần.

### KSA - CTCP Khoáng sản Bình Thuận Hamico

Là doanh nghiệp khá trẻ. Tài sản, nguồn vốn và lợi nhuận tăng mạnh trong các năm gần đây. Năm 2010 lợi nhuận của KSA tăng mạnh mẽ nhờ hoạt động bán đất san lấp. Đây là hoạt động có tỷ suất lợi nhuận cao và đây cũng sẽ là mảng hoạt động mà KSA dự kiến sẽ đẩy mạnh trong thời gian tới. Năm 2011 KSA tiếp tục đẩy mạnh hoạt động đầu tư vào 2 lĩnh vực mới bên cạnh các hoạt động cũ đó là khai thác gỗ, trồng nông sản tại Campuchia và khai thác chế biến khoáng sản tại Tây Nguyên. Với tiến độ các dự án mới, cùng với tình hình thị trường vừa qua NQHDQT đã thông qua thay đổi kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 129 tỷ lên 392 tỷ sang tăng vốn điều lệ từ 129 tỷ lên trên 200 tỷ thông qua trả cổ tức năm 2010 bằng cổ phiếu tỷ lệ 20% sau đó tạm ứng cổ tức năm 2011 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 30%. Việc điều chỉnh kế hoạch tăng vốn chúng tôi cho rằng không ảnh hưởng nhiều đến kế hoạch doanh thu lợi nhuận đã đặt ra đồng thời lại giảm pha loãng cổ phiếu. Năm 2011 KSA đặt kế hoạch doanh thu lợi nhuận tăng trưởng mạnh so với năm 2010 do hoạt động mới (gỗ, khoai mì, kim loại màu) có thể đóng góp luôn vào doanh thu lợi nhuận của công ty ngay trong năm nay cùng với đó là mảng kinh doanh đất san lấp vẫn đang được đẩy mạnh.

## **Triển vọng ngành khai thác và chế biến Titan**

### Tiềm năng và tình hình khai thác

Titan là kim loại nhẹ, cứng không bị ăn mòn. Dùng trong vỏ máy bay, xe bọc thép, tàu hải quân, tàu vũ trụ tên lửa. Nó có mặt trong khoáng vật như rutil, ilmenit. Các quặng titan lớn nằm ở Úc, Bắc Mỹ, Scandinavia và Malaysia. Titan là một trong những loại khoáng sản kim loại có tiềm năng thuộc loại lớn thế giới.

Quặng titan có 2 loại quặng gốc và quặng sa khoáng. Quặng gốc tập trung chủ yếu ở 2 tỉnh là Tuyên Quang và Thái Nguyên, trữ lượng đã được thăm dò và đánh giá là 4,4 triệu tấn ilmenit và trữ lượng dự báo là 19,6 triệu tấn. Quặng sa khoáng titan được dự báo khoảng 500-600 triệu tấn tập trung chính ở ven biển miền Trung và Nam Trung Bộ trong đó tập trung chủ yếu ở Nghệ An - Hà Tĩnh và Ninh Thuận- Bình Thuận, với trữ lượng này Việt Nam có trữ lượng lớn thứ 6 trên thế giới. Trữ lượng quặng titan trên thế giới ước khoảng 1.400 triệu tấn và nhu cầu thị trường thế giới hàng năm chỉ cần có 6 triệu tấn. Trung Quốc có khoảng 200 triệu tấn nhưng các doanh nghiệp Trung Quốc chủ yếu đi nhập khẩu titan trong đó có Việt Nam. Các năm gần đây Việt Nam thường xuất khẩu thô titan khoảng 500.000 tấn/năm.

*Bảng 15: Sản lượng khai thác quặng Ilmenite*

Năm	1990-1996	2000	2005	2008
Trữ lượng (nghìn tấn)	368	134,5	404,9	660,9

Như vậy có thể thấy trữ lượng titan còn rất lớn có thể khai thác trong nhiều năm.

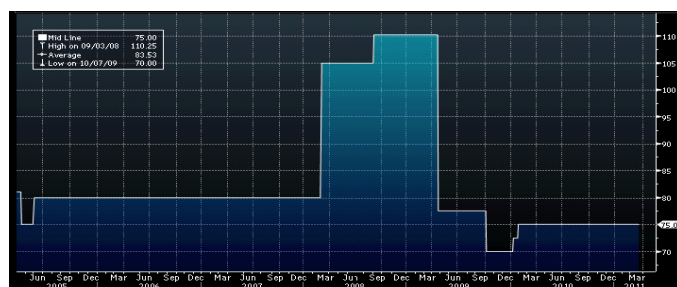
Trước đây ngành khai thác chế biến titan phát triển nóng, thiếu quy hoạch, đầu tư dàn trải, thiếu đồng bộ trong khai thác và chế biến sâu. Do các quặng nằm rải rác chạy dài từ Bắc vào Nam và trữ lượng lớn nên sẽ vẫn tồn tại những doanh nghiệp nhỏ khai thác, mức độ đầu tư chế biến sâu chưa cao. Tuy nhiên khi nhà nước xác định phát triển ngành chế biến titan với quy mô lớn, hiệu quả kinh tế cao phục vụ nhu cầu trong nước và xuất khẩu đến nay một số doanh nghiệp đã tập trung chuyển đổi cơ cấu sản xuất từ khai thác xuất khẩu quặng thô sang chế biến sâu để tăng giá trị sản phẩm và phát triển bền vững.

Chế biến sâu titan là điều rất khó về công nghệ và vốn đầu tư. Nhưng với việc cấm xuất khẩu quặng thô kể từ năm 2011 trở đi cùng với định hướng phát triển ngành của chính phủ thì hiện nay đã có rất nhiều dự án chế biến sâu titan đang và sẽ được đầu tư xây dựng:

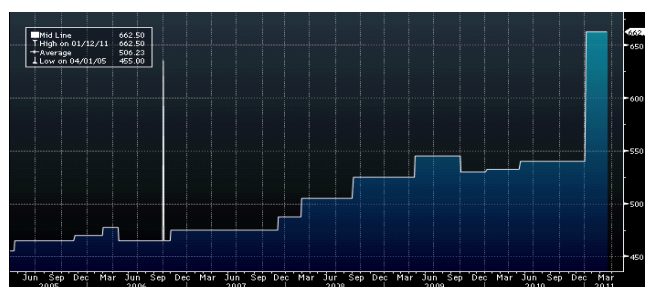
Hiện nay đã có một số dự án chế biến sâu lớn như dự án nghiền mịn Zircon công suất 6.000 tấn/năm, dự án nhà máy Pigment Titan công suất 30.000 tấn/năm giai đoạn 1 với tổng mức đầu tư 150 triệu USD của Hà Tĩnh, dự án luyện xỉ titan 20.000 tấn/năm, phụ gang 8.000 tấn/năm, dự án Ilmenite hoàn nguyên 32.000 tấn/năm của Thái Nguyên, nhà máy xỉ titan lớn nhất với công suất giai đoạn 1 là 24.000 tấn xỉ titan/năm, 12.000 tấn sắt/năm (theo kế hoạch dự kiến nâng công suất lên 60.000 tấn xỉ titan/năm, 30 tấn sắt/năm) dự án nghiền siêu mịn quặng zircon, luyện xỉ titan 10.000 tấn của Thừa Thiên Huế... Từ năm 2008 đến nay Tỉnh Bình Định có 6 nhà đầu tư đăng ký chế biến sâu tinh quặng titan với tổng vốn 934 tỷ, tổng công suất là 179.000 tấn xỉ titan/năm.

Vừa qua CTCP Thương mại và đầu tư Hợp Long đã đạt được thoả thuận về chuyển giao công nghệ chế biến titan với công ty Alsher Titania LCC của Mỹ. Theo đó Hợp Long sẽ xây dựng một nhà máy chuyển giao công nghệ, một nhà máy quy mô thương mại chế biến titan tại Mỹ với vốn đầu tư 50 triệu USD. Sau đó 2 bên sẽ hợp tác xây dựng nhà máy chế biến titan tại Việt Nam với công suất 75.000-105.000 tấn với số vốn dự kiến là 400 triệu USD. Nhà máy dự kiến sẽ đặt tại Bình Thuận – vùng nguyên liệu lớn nhất Việt Nam (trữ lượng vùng mỏ titan- zircon ở đây có thể lên đến 200 triệu tấn).

*Biểu đồ 32 & 33: Biến động của giá titan:*



*Quặng Titan Ilmenite (TiO<sub>2</sub> ≥ 54%)*



*Quặng Titan Rutile (TiO<sub>2</sub> ≥ 95%)*

*Nguồn: Bloomberg*

Trên đây là biến động giá Ilmenite và Rutile. Như vậy có thể thấy giá quặng Ilmenite tăng mạnh trong năm 2008 sau đó điều chỉnh giảm mạnh vào giữa năm 2009. Tuy nhiên Rutile vẫn tiếp tục tăng và đạt mức cao nhất trong những ngày gần đây. Ngày 25/3/2011 giá quặng Ilmenite là 75 USD/tấn, giá Rutile là 662,5 USD/tấn. Titan là một kim loại quý và có nhiều ứng dụng nên nhu cầu các chế phẩm từ titan ngày càng tăng, có thể thấy điều này qua xu hướng tăng kể từ năm 2005 của Rutile.

### Chính sách nhà nước:

Thuế xuất khẩu titan có nhiều biến động trong năm gần đây nhà nước tăng thuế xuất khẩu cho tất cả các loại quặng ilmenit lên 18% trong năm 2009 sau đó nhiều kiến nghị từ các doanh nghiệp điều chỉnh giảm xuống 15% trong năm 2010, tuy nhiên việc đánh đồng các loại quặng với một mức thuế suất như nhau sẽ là không hợp lý. Gần đây nhất ngày 15/11/2010 Bộ tài chính ban hành thông thư 184/2010/TT-BTC theo đó thuế suất áp dụng đối với xỉ titan ( $TiO_2 \geq 85\%$ ) giảm từ 15% xuống 10%. Đây là sản phẩm chế biến sâu nên Bộ Tài Chính đã điều chỉnh giảm thuế phù hợp với chủ trương khuyến khích xuất khẩu sản phẩm chế biến sâu và hàm lượng giá trị cao.

*Bảng 16: Chính sách nhà nước với một số loại quặng*

	Thông tư 152/2009/TT- BTC ngày 27/7/2009	Thông tư 78/2010/TT- BTC ngày 20/5/2010	Thông tư số 167 /2010/TT- BTC ngày 27/10/2010	Thông tư 184/2010/TT- BTC ngày 15/11/2010
<b>Quặng inmenit và tinh quặng inmenit:</b>				
- - Inmenit hoàn nguyên ( $TiO_2 \geq 56\%$ và $FeO \leq 11\%$ )	18	15	15	15
- - Xỉ titan ( $TiO_2 \geq 85\%$ )	18	15	15	10
- - Rutile nhân tạo và rutile tổng hợp ( $TiO_2 \geq 83\%$ )	18	15	15	15
- - Loại khác	20	20	30	30
<b>Loại khác</b>	20	20	20	30

Các năm gần đây Việt Nam thường xuất khẩu thô titan khoảng 500.000 tấn/năm, tỷ lệ xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn (trên 90%) trong sản lượng khai thác và chế biến. Theo quy định của chính phủ năm 2010 là thời hạn cuối cùng xuất khẩu thô titan, trước việc cấm xuất khẩu khoáng sản thô với các doanh nghiệp tỷ lệ sản phẩm chế biến sâu ít, quặng thô tồn kho nhiều đã buộc phải bán nhanh, bán rẻ (thậm chí thấp hơn giá thành) hoặc phải giảm sản lượng khai thác. Năm 2010 có tính trạng hàng tồn kho nhiều tại Bình Định, doanh nghiệp rơi vào lỗ do ứ đọng vốn, có nhà máy phải ngưng hoạt động. Hiện Hiệp hội Titan Việt Nam đã gửi lên Thủ tướng Chính Phủ và các ban ngành xin phép tiếp tục xuất khẩu khoáng sản thô titan trong năm 2011-2012. Tuy nhiên về dài hạn các doanh nghiệp khai thác chế biến titan phải chuyển đổi nâng cấp công nghệ xây dựng các nhà máy chế biến sâu để đảm bảo ổn định sản xuất kinh doanh.

### Triển vọng ngành khai thác và chế biến titan trong năm 2011

Nền kinh tế thế giới phục hồi, nhu cầu về các sản phẩm từ titan ngày càng lớn, thị trường ngày càng được mở rộng tạo ra cơ hội cho doanh nghiệp trong ngành khai thác và chế biến titan phát triển. Có thể thấy nguồn nguyên liệu của nước ta là rất lớn và dồi dào tạo ra thế mạnh cho các doanh nghiệp khai thác và chế biến titan. Tuy nhiên khó khăn của các doanh nghiệp là thiếu công nghệ khai thác chế biến sâu để khai thác và sử dụng hiệu quả hơn nguồn tài nguyên này và việc mở rộng thị trường tiêu thụ. Theo định hướng của chính phủ sẽ cấm xuất khẩu thô kể từ năm 2011 do đó các doanh nghiệp trong ngành sẽ phải đầu tư mạnh để chế biến sâu nếu muốn xuất khẩu. Đồng thời chi phí đầu vào như xăng dầu, than, điện, chi phí lãi vay đang tăng cao làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp.

Hiện nay thuế xuất khẩu xỉ titan đã giảm từ 15% xuống 10%, tỷ giá đang duy trì ở mức cao, giá xỉ titan hiện nay đang tăng cao nên doanh nghiệp nào đã đầu tư theo chiều sâu, sản phẩm chủ yếu là xỉ titan sẽ thu được nhiều lợi thế.

Chúng tôi cho rằng nếu lộ trình cấm xuất khẩu khoáng sản thô được thực hiện thì sẽ có rất nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn bởi mặc dù một số doanh nghiệp đã chú trọng đầu tư chế biến sâu nhưng số này không nhiều.

Trên sàn hiện nay có 2 doanh nghiệp nằm trong lĩnh vực khai thác chế biến titan là BMC và SQC. Ngoài ra còn có một số doanh nghiệp khác có dự án titan đang niêm yết trên sàn như KSA, TNT. Năm 2011 BMC tiếp tục triển khai đầu tư xây dựng nhà máy chế biến xỉ titan giai đoạn 2 tuy nhiên tỷ trọng sản phẩm chế biến sâu (xỉ titan) trong tổng sản phẩm của BMC cũng không nhiều nên lợi ích thu được từ việc giảm thuế của BMC không lớn. SQC sau một thời gian đóng cửa từ tháng 6/2010 nhà máy chế biến xỉ titan của công ty đã hoạt động trở lại. Sở hữu nhà máy chế biến xỉ titan lớn nhất Việt Nam nên việc giá xỉ titan tăng, tỷ giá duy trì ở mức cao, thuế suất xuất khẩu xỉ titan giảm từ 15% xuống 10% sẽ là các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng doanh thu lợi nhuận cho SQC tuy nhiên SQC lại chịu chi phí khấu hao cao nên tỷ suất lợi nhuận không cao.

### **Tình hình các doanh nghiệp trong ngành khai thác chế biến titan đang niêm yết trên sàn**

#### **BMC - CTCP Khoáng sản Bình Định**

BMC được thành lập năm 1985, là một trong những công ty uy tín tiên phong trong lĩnh vực khai thác sa khoáng tại tỉnh Bình Định cũng như tại Việt Nam. BMC có 1 mỏ Cát Thành có trữ lượng ilmenite khoảng 500.000 tấn. Sản lượng khai thác quặng tăng dần liên tục qua các năm từ 30.000 tấn ilmenite năm 2004 tăng lên 65.000 tấn ilmenite năm 2010. Sản phẩm của BMC bao gồm quặng Ilmenite (65.000 tấn/năm), xỉ titan (12.000 tấn/năm), rutile (1.200 tấn) ngoài ra còn có các sản phẩm phụ khác: bột zircon, monazite, magnetic, gang... Như vậy sản phẩm ilmenite vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng sản phẩm của BMC khoảng 70-80%. Sản phẩm của công ty được xuất khẩu là chủ yếu. Năm 2010 BMC được 45.000 tấn ilmenite (năm 2009 con số này là 10.000 tấn).

Năm 2007, 2008 doanh thu lợi nhuận của BMC tăng trưởng mạnh tuy nhiên đến năm 2009 doanh thu lợi nhuận sụt giảm do Bộ tài chính ban hành thông tư 152 ngày 27/7/2009 quy định thuế suất thuế xuất khẩu của titan và quặng titan là 18%, đồng thời giá sản phẩm sụt giảm mạnh vào nửa cuối năm 2009. Năm 2010 BMC đạt 105,4 tỷ doanh thu và 22,8 tỷ lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ tăng lần lượt 20,6% và 5,5% so với năm 2009 hoàn thành 95,7% kế hoạch doanh thu và vượt 4,5% kế hoạch lợi nhuận trước thuế. EPS năm 2010 tương ứng là 2.760 đồng/CP.

Năm 2011 tỷ giá hiện đang được giao dịch ở mức cao hơn so với năm 2010 sẽ là lợi thế đối với doanh nghiệp xuất khẩu đặc biệt là có tỷ lệ xuất khẩu cao như BMC, giá xỉ titan đang tăng. Năm 10/3/2011 BMC được Bộ Tài Nguyên và Môi trường cấp phép khai thác các khoáng vật nặng titan- zircon tại khu mỏ Nam Đề Ghi thuộc xã Cát Thành và xã cát Hải, huyện Phù Cát, tỉnh Bình Định với diện tích 150 ha, thời hạn khai thác 10 năm. Với việc khai thác tăng dần với số lượng lớn các năm qua thì chúng tôi cho rằng sản lượng ở mỏ cũ (trữ lượng 500.000 tấn ilmenite) không còn nhiều, việc xin thêm mỏ mới để bổ sung và gia tăng khai thác là điều tất yếu. Ngày 15/11/2010 Bộ tài chính ban hành thông tư 184 theo đó kể từ ngày 1/1/2001 thuế xuất khẩu áp dụng cho xỉ titan ( $TiO_2 \geq 85\%$ ) giảm từ 15% xuống 10%, các loại khác như Ilmenite ( $TiO_2 \geq 56\%$ ) và Rutile ( $TiO_2 \geq 83\%$ ) vẫn áp dụng mức thuế suất 15%. Xét qua cơ cấu sản phẩm của BMC chúng tôi nhận thấy sản phẩm Rutile và xỉ titan của BMC đều đạt tiêu chuẩn áp dụng mức thuế suất 10% nhưng sản phẩm chủ yếu của BMC chiếm 70-80% là ilmenite vẫn phải chịu mức thuế suất như năm 2010 là 15%. Bên cạnh đó, các chi phí đầu vào như dầu diesel, than, điện, chi phí lãi vay ... đều tăng cao hơn so với năm 2010. Do vậy chúng tôi cho rằng khó khăn của BMC vẫn còn rất nhiều.

Năm 2009 công ty hoàn thành và đưa vào hoạt động nhà máy xỉ titan giai đoạn 1 với công suất 9.500 tấn/năm, Năm 2011 BMC dự kiến đầu tư giai đoạn 2 nhà máy xỉ titan, công suất 12.000 tấn xỉ/năm, 7.000 tấn gang/năm với số vốn đầu tư là 30 tỷ.

Năm 2011 BMC đặt ra kế hoạch với 170 tỷ doanh thu và 28 tỷ lợi nhuận trước thuế tương ứng tăng 62% về doanh thu tuy nhiên giảm 6% về lợi nhuận trước thuế. Với xu hướng tăng giá của xỉ titan hiện nay chúng tôi cho



rằng BMC có thể hoàn thành được kế hoạch đã đề ra. Quý 1/2011 giá xỉ titan tăng mạnh, BMC vừa xuất khẩu hết xỉ titan tồn kho do đó có thể quý 1/2011 kết quả kinh doanh của BMC sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ (giá trị hàng tồn kho đầu năm 2011 khoảng 28 tỷ, không chi tiết được tỷ lệ xỉ titan trong giá trị hàng tồn kho).

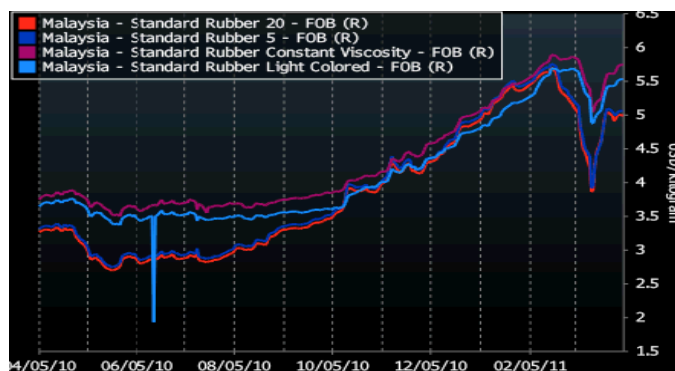
Mặc dù BMC có mở mới, thuế suất xuất khẩu xỉ titan đã giảm, giá titan đã tăng nhẹ trở lại nhưng như phân tích ở trên với cơ cấu sản phẩm của BMC thì mức thuế suất xuất khẩu áp dụng đối với tổng sản phẩm của BMC không giảm nhiều cùng với đó là chi phí đầu vào tăng cao hơn so với năm 2010 nên năm 2011 BMC sẽ vẫn phải đối mặt với những khó khăn nhất định. hiện mức PE trailing của BMC cũng tương đối cao, tác động của mở mới đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp vẫn chưa thực sự rõ ràng nên nhà đầu tư cần cân nhắc thận trọng trước khi đầu tư.

### SQC – CTCP Khoáng sản Sài Gòn Quy Nhơn

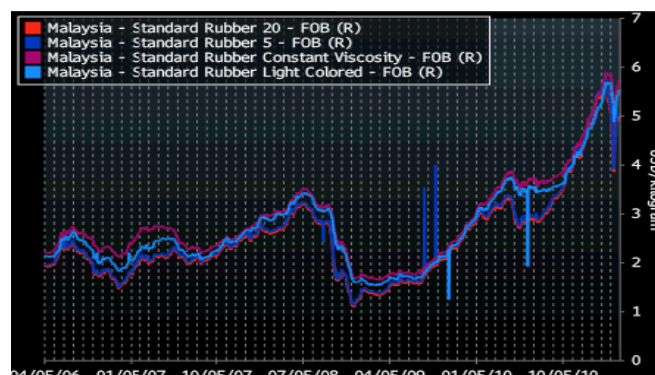
SQC được biết đến là doanh nghiệp sở hữu nhà máy tinh luyện xỉ titan có công suất lớn nhất Việt Nam với công suất giai đoạn 1 là 24.000 tấn xỉ titan/năm. Đây là hướng đi đúng đắn tận dụng được nguồn nguyên liệu dồi dào, tạo ra sản phẩm có giá trị cao, thị trường tiêu thụ rộng lớn, chịu mức thuế suất xuất khẩu thấp, giá titan đang trong xu hướng gia tăng. Tuy nhiên do công ty đầu tư với quy mô lớn nên chi phí khấu hao cao dẫn đến tỷ suất lợi nhuận của công ty thấp hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

Năm 2010 là một năm khó khăn đối với SQC khi mà phải đóng cửa nhà máy và hoạt động cầm chừng do chi phí đầu tư cao, thuế xuất khẩu cao trong khi đó giá bán thấp. Do đó năm 2010 sản phẩm titan chưa đóng góp vào doanh thu lợi nhuận, ngày 23/10/2011 HĐQT SQC quyết định chuyển một phần hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản với tổng số vốn dự kiến từ 400-500 tỷ. Năm 2010 SQC đạt 129,2 tỷ doanh thu và 9,6 tỷ lợi nhuận sau thuế tương ứng giảm 13,4% và 63% so với năm 2009. Tháng 2/2010 nhà máy chế biến xỉ titan đã hoạt động trở lại. Giá titan tăng mạnh trong quý 1/2011, tỷ giá ở mức cao, thuế xuất khẩu titan giảm xuống mức 10% nên SQC với những thế mạnh của mình sẽ là doanh nghiệp có nhiều ưu thế nhất. Với tình hình hiện nay việc tiêu thụ lượng lớn hàng tồn kho hứa hẹn kết quả kinh doanh cao trong quý 1/2011.

## 7. Ngành cao su



Biểu đồ 34: Biến động giá cao su trong 1 năm



Biểu đồ 35: Biến động giá cao su trong 5 năm

Bảng 17: 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	5.000	5.750	5.530	3.140

Nguồn: Bloomberg



### **Diễn biến giá cao su trong quý 1/2011**

Giá cao su có nhiều biến động trong quý 1/2011. Giá cao su sau khi tăng liên tục đạt đỉnh cao vào ngày 18/2/2011 đã điều chỉnh giảm đi xuống do bạo loạn tại Bắc Phi và Trung Đông và Động đất kèm theo sóng thần tại Nhật Bản.

Trước khi xảy ra động đất và sóng thần ở Nhật Bản cao su đã giảm mạnh, ngày 10/3/2011 giảm từ 5%-21% sau lập kỷ lục mới vào giữa tháng 2/2011 nguyên nhân là do giá cao su đã duy trì ở mức giá khá cao, Trung Quốc giảm nhập khẩu cao su nên khi xảy ra bạo loạn tại Bắc Phi, Trung Đông làm sụt giảm nhu cầu cao su dẫn đến giá cao su sụt giảm mạnh.

Ngày 15/3/2011, 4 ngày sau khi xảy ra động đất và sóng thần tại Nhật Bản các loại cao su đều giảm mạnh so với ngày 18/2/2011, trong đó cao su SMR 5, SMR 10, SMR 20 (tương ứng cùng loại với SVR 5, SVR 10, SVR 20 ở Việt Nam) giảm khoảng 32%, chỉ có loại SMR CV và SMR L (cùng loại với SVR CV và SVR L của Việt Nam) giảm ở mức ít hơn là 14%.

Có thể thấy tác động từ Nhật Bản chỉ là tác động ngắn hạn bởi nhu cầu ở Nhật chỉ chiếm tỷ lệ 7% tổng cầu cao su thế giới tác động không mạnh, ngày 18/3/2011 các nhà sản xuất ô tô đã hoạt động trở lại, nhu cầu cao su tăng để bù đắp thời gian ngừng hoạt động, hàng hoá đã hư hỏng, mất, kỳ vọng vào sự phục hồi nhanh của Nhật sau thảm hoạ. Chỉ 4 ngày sau đó, giá cao su đã phục hồi mạnh trở lại, ngày 4/4/2011 giá cao su cao hơn ngày 10/3/2011 ngày trước khi xảy ra động đất tại Nhật Bản nhưng vẫn thấp hơn so với mức kỷ lục đạt được ngày 18/2/2011 (SMR giảm 12%, SMR CV, L giảm 3%).

### **Tình hình xuất khẩu cao su trong quý 1/2011**

Theo Bộ Công Thương xuất khẩu cao su trong quý 1 ước đạt 173.000 tấn và trị giá 744 triệu đô tăng 38% về lượng nhưng tăng 134% về kim ngạch xuất khẩu so với cùng kỳ năm trước. Sản lượng cao su xuất khẩu cao là nhờ mưa kéo dài nên các công ty đến tháng 2 mới nghỉ cạo thay vì nghỉ vào cuối tháng 1 như mọi năm. Bên cạnh đó giá cao su quý 1 mặc dù biến động nhưng giá cao su trung bình vẫn duy trì ở mức giá cao so với cùng kỳ năm 2010 nên kim ngạch xuất khẩu tăng cao hơn so với tốc độ tăng của sản lượng.

### **Triển vọng giá cao su trong thời gian tới**

Giá cao su hiện nay được hỗ trợ mạnh bởi các yếu tố sau: Một là, nguồn cung sụt giảm do vào mùa thay lá từ tháng 2 – 4 nên sản lượng cao su trong quý 2 chưa cao trong khi hàng tồn kho không còn; Hai là, giá dầu đang duy trì ở mức cao hiện giá dầu vững trên mức 100 USD/thùng do bất ổn ở khu vực sản xuất dầu quan trọng của thế giới là Trung Đông và Bắc Phi vẫn tiếp tục; Ba là, thời tiết xấu, khắc nghiệt tại các nước xuất khẩu lớn như Thái Lan, Indonesia sẽ tiếp tục làm khan hiếm nguồn cung cao su; Bốn là, nguồn cung cao su chủ yếu bởi 3 nước nên có thể dễ dàng điều tiết lượng xuất khẩu nhằm hỗ trợ và bình ổn giá cao su khi cần thiết. Bốn là: Nguồn dự trữ cao su ở các nước tiêu thụ cao su lớn không cao, chỉ chờ giá cao su hạ để mua.

Giá cao su hiện đang ở mức tương đối cao, cuối quý 2 cao su vào mùa khai thác sản lượng tăng lên khi đó giá cao su sẽ giảm xuống, đồng thời chính sách thắt chặt tiền tệ của Trung Quốc - nước tiêu thụ lớn sẽ ảnh hưởng làm giảm nhu cầu tiêu thụ cao su. Tuy nhiên với các yếu tố hỗ trợ mạnh như chúng tôi trình bày phía trên chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ điều chỉnh giảm trong quý 2 tuy nhiên vẫn giữ ở mức cao.

### **Triển vọng các doanh nghiệp trong quý 2**

Do đó chúng tôi cho rằng đối với các doanh nghiệp cao su khai thác sản lượng khai thác có thể thấp hơn quý 1 giá có thể sẽ không cao như quý 1 nhưng sẽ vẫn cao so với cùng kỳ năm 2010 từ đó kết quả sản xuất kinh doanh sẽ thấp hơn quý 1 tuy nhiên cao hơn so với cùng kỳ năm 2010. Đối với các doanh nghiệp sản xuất sẫm lốp việc giá duy trì ở mức cao như hiện nay sẽ là một khó khăn lớn cho doanh nghiệp cả về việc chịu chi phí giá cao và việc thu mua cao su.

### **Khuyến nghị**

Với triển vọng giá cao su, tỷ giá duy trì ở mức cao chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp khai thác cao su sẽ vẫn duy trì được kết quả tốt như năm 2010, các doanh nghiệp có các chỉ tiêu cơ bản tốt: tỷ lệ sinh lời cao, tỷ lệ nợ thấp. Hiện nay ngoài HRC các cổ phiếu khác trong doanh nghiệp cao su khai thác có PE khoảng 5-6 là mức tương đối thấp, cổ tức ở mức tương đối cao tuy nhiên tính thanh khoản không cao, thị giá của một số cổ phiếu tốt

như DPR, TRC ở mức cao. Như quan điểm trong các báo cáo trước chúng tôi cho rằng cổ phiếu cao su DPR, TRC, PHR phù hợp cho các nhà đầu tư tổ chức.

### Cập nhật tình hình sản xuất kinh doanh một số doanh nghiệp khai thác cao su

*Bảng 18: Kế hoạch đặt ra trong năm 2011*

	LNTT (tỷ)	+/- LN 2010
<b>DPR</b>	442	+2%
<b>PHR</b>	621	-6%
<b>HRC</b>	95	-11%
<b>TNC</b>	50	-18%

*Bảng 19: 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/ VCS H	Giá 6/4/2011
<b>DPR</b>	1,676	430	38%	9,188	28,560	6.48	2.08	24%	32%	34%	59,500
<b>PHR</b>	2,305	813	25%	6,177	15,798	5.89	2.30	22%	39%	78%	36,400
<b>HRC</b>	502	173	23%	5,515	23,778	11.33	2.63	19%	23%	22%	62,500
<b>TRC</b>	1,055	300	36%	9,154	25,580	5.79	2.07	26%	36%	37%	53,000
<b>TNC</b>	308	193	29%	2,695	14,149	5.57	1.06	17%	19%	13%	15,000

*Dữ liệu BCTC năm 2010 Nguồn: VCBS tổng hợp*

#### PHR – CTCP Cao su Phước Hoà

So với các công ty khác mặc dù PHR chịu mức thuế suất cao hơn, tuy nhiên PHR có cơ cấu sản phẩm có giá trị cao và không bị giảm nhiều trong đợt giảm giá cao su vừa qua, tỷ suất lợi nhuận ròng năm 2010 không cao do công ty đẩy mạnh thu mua. Năm 2010 PHR là doanh nghiệp có tốc độ tăng lợi nhuận sau thuế cao nhất trong nhóm các công ty khai thác cao su đang niêm yết trên sàn. Với triển vọng giá cao su sẽ duy trì ở mức cao thì PHR sẽ tiếp tục thu được lợi thế về quy mô doanh nghiệp và cơ cấu sản phẩm.

Quý 1/2011 sản lượng khai thác đạt 19,4% kế hoạch, mức giá tiêu thụ bình quân đạt 95,97 triệu/tấn doanh thu thành phẩm đạt 603 tỷ đạt 35% kế hoạch, lợi nhuận trước thuế đạt 253,9 tỷ đạt 41% so với kế hoạch năm 2011. Hai quý cuối năm sản lượng sẽ tăng mạnh chiếm đến 70% sản lượng khai thác cả năm do đó với kết quả kinh doanh quý 1 chúng tôi cho rằng PHR có khả năng vượt kế hoạch đã đặt ra.

#### DPR- CTCP Cao su Đồng Phú

Năm 2010 DPR là doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu lợi nhuận cao, là doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận và EPS cao nhất. Quý 1/2011 giá tiêu thụ bình quân là 94,87 triệu/tấn, sản lượng khai thác đạt 13% kế hoạch tổng doanh thu đạt 444 tỷ hoàn thành 36% kế hoạch, lợi nhuận trước thuế đạt 157 tỷ hoàn thành 36% kế hoạch. Với lịch sử hoạt động tốt của doanh nghiệp và sản lượng tập trung mạnh vào 2 quý cuối năm chúng tôi cho rằng khả năng hoàn thành kế hoạch của DPR là rất cao.

## **8. Ngành Thủy sản**

Ngành thủy sản Việt Nam những tháng đầu năm hoạt động rất thuận lợi, sản lượng thủy sản Việt Nam ước đạt 1.1010,1 nghìn tấn, tăng trưởng 3,1%. Trong đó, sản lượng thủy sản nuôi trồng đạt 486,3 nghìn tấn, tăng trưởng 5,1%, thủy sản khai thác đạt 614,8 nghìn tấn, tăng trưởng 1,7%. Thủy sản nuôi trồng đạt mức tăng trưởng số lượng khá do giá xuất khẩu của nhiều mặt hàng tăng khuyến khích nông dân mở rộng diện tích nuôi. Giá xăng

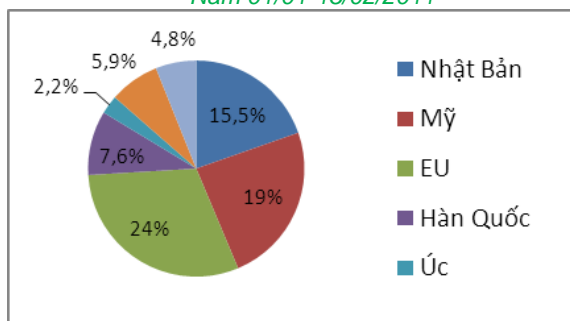
dầu tăng gây khó khăn đáng kể cho hoạt động khai thác thủy sản khiến mức tăng trưởng số lượng thủy sản khai thác thấp hơn của thủy sản nuôi trồng.

Trong quý 1, giá trị xuất khẩu thủy sản tăng trưởng mạnh (đạt 1,14 tỷ đồng, tăng 30,5%), nguyên nhân là do giá xuất khẩu trung bình đã tăng so với cùng kỳ. Thị trường xuất khẩu thủy sản chính của Việt Nam vẫn là EU, Mỹ, Nhật Bản chiếm 58,8% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản. Mặc dù, việc xuất khẩu vào 3 thị trường lớn này vẫn chưa thông thoáng do những rào cản kỹ thuật về chất lượng sản phẩm nhưng giá trị xuất khẩu vẫn tăng trưởng tại 3 thị trường này, đặc biệt là ở thị trường EU với mức tăng trưởng là 26,8%. Bên cạnh các thị trường truyền thống, Việt Nam cũng đang đẩy mạnh xuất khẩu thủy sản sang một số thị trường tiềm năng như Nga (99,4%) và Canada (108,6%). Tôm và cá tra, basa tiếp tục là sản phẩm xuất khẩu chủ lực của thủy sản Việt Nam với tỷ lệ tương ứng là 34,9% và 31,3%. Kết quả xuất khẩu thủy sản quý I đã tạo sự khởi đầu thuận lợi để hoàn thành kế hoạch xuất khẩu thủy sản 5,5 tỷ USD và thậm chí có nhiều khả năng sẽ vượt cả kế hoạch đề ra.

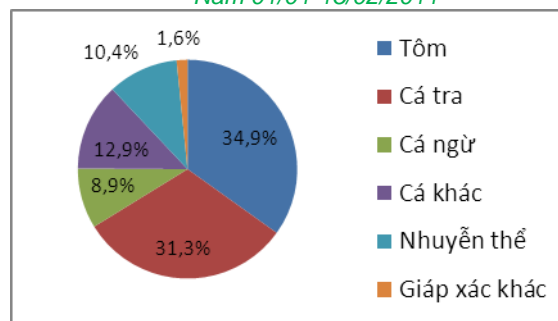
**Bảng 20: Xuất khẩu thủy sản Việt Nam từ 01/01 đến 15/02/2011.**

Thị trường	01/01 đến 15/02/2011		So với cùng kỳ 2010 (%)	
	Khối lượng (Tấn)	Giá trị (Tr.USD)	Khối lượng (Tấn)	Giá trị (Tr.USD)
EU	36.013	122,877	-8,7	8,1
Mỹ	16.052	97,583	15,1	26,8
Nhật Bản	11.227	79,518	-9,9	3,1
Hàn Quốc	11.219	39,181	-5,1	7,5
Trung Quốc và HK	5.984	30,221	-12,5	9,2
ASEAN	10.955	24,504	1,6	12,9
Canada	2.254	13,659	41,0	108,6
Mexico	5.124	12,268	-1,2	6,9
Australia	2.468	11,067	-1,6	-13,2
Nga	2.919	10,456	26,4	99,4
Khác	27.612	71,459	-20,1	-2,0
Tổng cộng	131.828	512,793	-6,8	10,9

**Biểu đồ 36: Cơ cấu thị trường xuất khẩu thủy sản Việt Nam 01/01-15/02/2011**



**Biểu đồ 37: Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu thủy sản Việt Nam 01/01-15/02/2011**

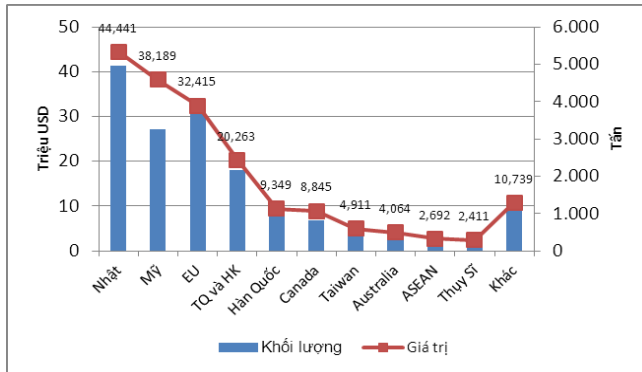


(Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam)

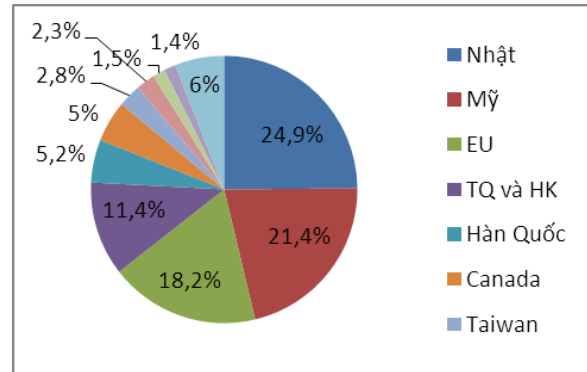
## Mặt hàng Tôm

Sản lượng tôm Việt Nam quý 1 2011 ước đạt 98,5 nghìn tấn, tăng trưởng 6%, gồm 71,1 nghìn tấn là tôm nuôi trồng và 27,4 nghìn tấn là tôm khai thác. Xuất khẩu tôm của Việt Nam những tháng đầu năm hứa hẹn cho một năm đầy triển vọng với tốc độ tăng trưởng cao về cả khối lượng và giá xuất khẩu trung bình. Kim ngạch xuất khẩu tôm từ 01/01 - 15/02/2011 đạt 19.366 tấn tương đương giá trị 178,3 triệu USD, tăng trưởng tương ứng là 9,7% và 24,3%. Giá xuất khẩu trung bình toàn ngành tăng khoảng 9%; trong đó, thị trường EU tăng mạnh nhất 20,1%. Sự cố tràn dầu vịnh Mexico, dịch bệnh do virus hoại tử cơ ở các trại nuôi tôm Malaysia, sự biến đổi khí hậu ở Thái Lan gây mưa lớn và lụt đã tác động giảm nguồn cung tôm thế giới trong những tháng đầu năm 2011, khiến giá xuất khẩu tôm Việt Nam quý 1 2011 tăng cao sôi cùng kỳ.

**Biểu đồ 38: Kim ngạch xuất khẩu tôm Việt Nam 01/01 đến 15/02/2011.**



**Biểu đồ 39: Cơ cấu thị trường xuất khẩu tôm Việt Nam 01/01 đến 15/02/2011.**



**Bảng 21: Xuất khẩu tôm Việt Nam từ 01/01 đến 15/02/2011.**

Thị trường	Giá trung bình			Từ 01/01-15/02/2011				So với cùng kỳ 2010 (%)	
	2011	2010	% YoY	Khối lượng (Tấn)	Giá trị (Tr.USD)	% KL	% GT	KL	GT
Nhật				4.950	44,441	25,6	24,9%	-2,2	1,7
Mỹ	11,69	10,96	6,7	3.254	38,189	16,8	21,4%	22,3	39,1
EU	8,37	6,97	20,1	4.011	32,415	20,7	18,2%	29,3	49,9
TQ và HK	8,65	6,59	31,3	2.153	20,263	11,1	11,4%	3,6	24
Hàn Quốc	8,09	6,67	21,3	1.282	9,349	6,6	5,2%	-4,2	4,5
Canada	12,84	9,11	40,9	817	8,845	4,2	5%	259,5	319,5
Taiwan	9,08	7,11	27,7	594	4,911	3,1	2,8%	-18,9	0,5
Australia	9,27	9,3	-0,3	451	4,064	2,3	2,3%	-42,3	-44,3
ASEAN	8,88	7,66	15,9	312	2,692	1,6	1,5%	-54,2	-23,2
Thụy Sĩ		7,38		210	2,411	1,1	1,4%	8,5	42,6
Khác	8,28	8,48	-2,4	1.332	10,739	6,9	6%	65,4	81,9
Tổng	9,16	8,4	9,0	19.366	178,319	100	100	9,7	24,3

(Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam)

Trong quý I, xuất khẩu tôm Việt Nam cũng đã đối mặt với những khó khăn từ thị trường nhập khẩu làm hạn chế sự tăng trưởng giá trị xuất khẩu tôm:

- + Chế độ kiểm soát chặt chẽ tôm nhập khẩu từ Việt Nam của Nhật do lo ngại chất trafluralin trong tôm khiến nhiều nhà nhập khẩu tôm Nhật Bản thận trọng khi ký hợp đồng mua tôm từ Việt Nam. Ngoài ra, thảm họa động đất, sóng thần và khủng hoảng hạt nhân ở Nhật khiến đồng Yên mất giá so với đô la Mỹ và thủy sản nhập khẩu vào Nhật trở nên đắt hơn.
- + Ở thị trường Mỹ, ngày 15/3/2011, Ủy ban Thương mại Quốc tế Mỹ đã quyết định tiếp tục áp thuế chống bán phá giá tôm nước ấm đông lạnh từ Việt Nam từ 2011-2015. Việt Nam đã khởi kiện vì phương pháp tính thuế không hợp lý. Hiện tại, quyết định thuế chống phá giá tôm của Mỹ chưa tác động nhiều đến xuất khẩu tôm Việt Nam nhưng quyết định này sẽ hạn chế sự thâm nhập thị trường Mỹ của Việt Nam.

### Cá tra

Cá tra là sản phẩm xuất khẩu chủ lực đứng thứ 2 của thủy sản Việt Nam. Tính từ đầu năm đến 15/02/2011, giá trị xuất khẩu cá tra chiếm 31,3% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản. Tốc độ tăng trưởng khối lượng xuất khẩu cá tra giảm 13,5% trong khi tốc độ tăng trưởng giá trị xuất khẩu cá tra chỉ giảm 1,4%. Sản lượng xuất khẩu giảm là do cá tra nguyên liệu năm 2011 của Việt Nam dự kiến chỉ đạt khoảng 360 nghìn tấn, giảm 45,4% so với năm ngoái. Nguồn cung giảm hỗ trợ giá xuất khẩu trung bình cá tra Việt Nam quý I 2011 tăng 14,8% so với cùng kỳ. Đó là nguyên nhân vì sao tốc độ giảm của giá trị xuất khẩu cá tra thấp hơn của khối lượng xuất khẩu.

Trong tháng 3/2011, Bộ Thương mại Mỹ đã quyết định tiếp tục lựa chọn Bangladesh là quốc gia thay thế để tính toán biên độ phá giá đối với cá tra Việt Nam trong đợt xem xét hành chính thuế chống bán phá giá lần thứ 6

(POR6). Vì vậy, mức thuế chống bán phá giá cá tra Việt Nam được hưởng là gần như bằng 0,. Đây là một quyết định thuận lợi cho nhiều doanh nghiệp hiện đang xuất khẩu cá tra vào Mỹ.

Tuy nhiên, một thách thức của cá tra Việt Nam hiện nay tại thị trường Mỹ là Bộ Nông nghiệp Mỹ công bố dự thảo Luật Thanh tra cá da trơn nhập khẩu. Dự thảo luật sẽ được góp ý bổ sung cho đến hết ngày 24/6/2011 trước khi được thông qua. Nếu dự luật được thông qua, cá tra nhập khẩu từ Việt Nam sẽ chịu kiểm soát vô cùng nghiêm ngặt so với quy trình kiểm tra hiện giờ của Cục Quản Lý Thực Phẩm và Dược Mỹ (FDA). Dự luật này đang vấp phải sự phản đối của dư luận Mỹ bởi một số điểm bất hợp lý:

- + Cá tra Việt Nam, về mặt khoa học, không phải cùng giống với cá da trơn (catfish) của Mỹ.
- + Dự luật cho phép Bộ Nông nghiệp Mỹ kiểm tra chất lượng sản phẩm nhưng cũng không chấm dứt công việc kiểm tra của FDA. Điều này tạo sự chồng chéo trong quản lý và lãng phí.
- + Để hệ thống kiểm tra chất lượng cá tra Việt Nam tại Bộ Nông nghiệp Mỹ hoạt động cần phải đầu tư 30 triệu USD. Một khoản đầu tư 30 triệu USD không hiệu quả trong bối cảnh chính phủ Mỹ đang nỗ lực giảm chi tiêu công là rất khó chấp nhận.

*Bảng 22: Xuất khẩu cá tra Việt Nam từ 01/01 đến 15/02/2011.*

Thị trường	Giá trung bình		Từ 01/01-15/02/2011		So cùng kỳ 2010 (%)	
	2011	2010	Khối lượng (Tấn)	Giá trị (Tr.USD)	KL	GT
EU	2,47	2,28	21.793	53,865	-22,1	-15,3
Mỹ	3,59	3,21	6.971	22,885	44,8	49,8
Mexico	2,4	2,16	5.124	12,268	0,9	11,4
ASEAN	2,27	1,97	4.868	10,257	4,2	21,2
Brazil	2,22	2,17	2.967	7,003	514,8	572,8
Arab Saudia	2,14	1,85	2.429	4,969	-21,4	-16,1
TQ và HK	1,88	1,75	2.125	4,056	-10,8	-3,0
Nga	2,09	1,66	1.505	2,976	37,0	59,4
Khác	2,41	1,88	18.665	41,715	-31,3	-18,2
Tổng	2,47	2,15	66.446	159,994	-13,5	-1,4

(Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam)

#### **Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC):**

Năm 2010, doanh thu của công ty đạt 3.019 tỷ đồng (125,3% kế hoạch); lợi nhuận sau thuế đạt 225,1 tỷ đồng (125% kế hoạch). VHC đã vươn lên vị trí số 1 doanh nghiệp về 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 80% 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 cổ phần tập đoàn thủy sản Minh Phú (MPC):**

Năm 2010, doanh thu thuần, LNST đạt là 4.895, 315,5 tỷ đồng, so với kế hoạch đạt tương ứng là 139,86%; 117,92%. MPC đồng thời cũng là doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản đứng đầu Việt Nam trong năm 2010. Trong tháng 3/2011, Nhật Bản – một thị trường nhập khẩu lớn tôm của Minh Phú - chịu tác động nặng nề bởi thảm họa kép động đất và sóng thần. Tuy nhiên, các công ty Nhật Bản nhập khẩu tôm của Minh Phú không nằm trong vùng thảm họa nên các hợp đồng xuất khẩu tôm sang Nhật Bản của Minh Phú vẫn được thực hiện đều đặn.

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 hàng đầu Việt Nam cả về khối lượng lẫn giá trị.
- 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 23 & 24:: Một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tốt trong ngành*

Mã CP	Doanh thu				Lợi nhuận sau thuế				EPS		BVPS	
	2010 TH	2010KH	% KH	2011F	2010 TH	2010KH	% KH	2011F	2009	2010*	2009	2010
MPC	4.895	3500	139,86%	NA	312,5	265	117,92%	NA	3.417	4.454	15.365	19.182
VHC	3.019,1	2.410	125,27%	NA	225,1	180	125,06%	NA	5.933	4.527	19.722	20.248
AVF	1.586,5	1.496	106,08%	1.705	101,2	107,6	94,05%	137	7.487	4.533	17.827	16.778
AAM	500,4	540	92,67%	550	45,7	NA	NA	51	4.631	4.460	26.837	28.483
ACL	1.078,4	1.110	97,15%	NA	59,6	70	85,14%	NA	5.588	5.691	19.018	20.756
ABT	685,2	550	124,58%	700	93,9	80	117,38%	85	8.019	6.899	38.157	32.650
AGF	1.699,4	1.500	113,29%	NA	48,4	NA	NA	NA	1.123	3.788	48.488	48.847

HVG	4.432,5	6.000	73,88%	NA	280,7	450	62,38%	400	3.328	3.812	28.558	28.707
-----	---------	-------	--------	----	-------	-----	--------	-----	-------	-------	--------	--------

Mã CP	Giá (4/4/11)	+/- giá 01 tháng	Vốn hóa (Tỷ đ)	SHNN	P/E cơ bản	P/B	ROA	ROE	LNST/DT	Lãi gộp/DT
MPC	23.800	-9,16%	1.666	16,16%	5,34	1,24	10,19%	25,65%	6,38%	15,77%
VHC	24.200	2,98%	1.112	22,78%	5,35	1,2	12,79%	26,78%	7,46%	17,64%
AVF	16.000	-8,05%	360	15,39%	3,53	0,95	8,19%	36,41%	6,38%	20,16%
AAM	20.000	-1,48%	205	1,44%	4,48	0,7	13,14%	15,08%	9,13%	18,68%
ACL	24.000	-7,69%	264	4,15%	4,22	1,16	8,97%	29,35%	5,53%	16,30%
ABT	40.200	13,24%	547	14,53%	5,83	1,23	16,49%	21,22%	13,70%	17,82%
AGF	20.500	4,90%	262	4,31%	5,41	0,42	3,77%	7,74%	2,85%	11,40%
HVG	19.500	4,48%	1.262	9,73%	5,12	0,68	5,36%	13,82%	6,33%	13,98%

## **D. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ**

Trong báo cáo vĩ mô quý IV/2010, chúng tôi đã nhận định yếu tố chính sách sẽ là yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến diễn biến thị trường trong năm 2011 và thực tế đã diễn biến đúng như vậy. Trong bối cảnh chính sách tiền tệ bị thắt chặt thị trường quý 1/2011 rơi vào cảnh ảm đạm với việc các chỉ số thị trường cũng như thanh khoản xuống mức thấp và hẹp dần vào cuối quý. Trong bối cảnh các áp lực lạm phát vẫn còn, chúng tôi không kỳ vọng chính sách tiền tệ sẽ thay đổi trong quý hai, vì vậy thị trường sẽ tiếp tục không thuận lợi cho các nhà đầu tư ngắn hạn. Tuy nhiên, sự khó khăn trong ngắn hạn cũng sẽ là cơ hội cho những nhà đầu tư dài hạn không bị áp lực về vốn có thể lựa chọn cổ phiếu tốt với giá hợp lý.

## 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](mailto:ndhai@vcbs.com.vn)

#### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Minh Hạnh [ntmhanh@vcbs.com.vn](mailto:ntmhanh@vcbs.com.vn)

Lê Thị Lệ Dung [ltldung@vcbs.com.vn](mailto:ltldung@vcbs.com.vn)

Vương Minh Giang [vmgiang@vcbs.com.vn](mailto:vmgiang@vcbs.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Nga [nttnga\\_hcm@vcbs.com.vn](mailto:nttnga_hcm@vcbs.com.vn)

Phạm Thùy Linh [ptlinh@vcbs.com.vn](mailto:ptlinh@vcbs.com.vn)

Bùi Ngọc Hà [bnha@vcbs.com.vn](mailto:bnha@vcbs.com.vn)

Lê Thị Ngọc Anh [ltnanh@vcbs.com.vn](mailto:ltnanh@vcbs.com.vn)

Trần Minh Hoàng [tmhoang.vcbs@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang.vcbs@vcbs.com.vn)

Quách Thùy Linh [qtlinh@vcbs.com.vn](mailto:qtlinh@vcbs.com.vn)

Lê Thị Huyền Minh [lhminh@vcbs.com.vn](mailto:lhminh@vcbs.com.vn)

Ngô Mạnh Duy [nmduy@vcbs.com.vn](mailto:nmduy@vcbs.com.vn)

Trần Gia Bảo [tgbao@vcbs.com.vn](mailto:tgbao@vcbs.com.vn)

Nguyễn Vĩnh NghiêM [nvnghiem@vcbs.com.vn](mailto:nvnghiem@vcbs.com.vn)

---

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM**

**Website:** <http://www.vcbs.com.vn>

**Email:** [headquarter@vcbs.com.vn](mailto:headquarter@vcbs.com.vn)

<b>Trụ sở chính</b>	<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>
<b>Chi nhánh</b>	<p><b>CN TPHCM:</b> 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><b>CN Đà Nẵng:</b> 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><b>CN Vũng Tàu:</b> 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><b>CN Bình Dương:</b> 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><b>CN Cần Thơ:</b> 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>
<b>Phòng giao dịch</b>	<p><b>PGD Cầu Giấy:</b> Tầng 1- Toà nhà CTM-299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội Tel: 84-4-22201599 Fax: 84-4-22201419</p> <p><b>PGD Nguyễn Huệ:</b> 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>