



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



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

**PHÒNG PHÂN TÍCH VÀ NGHIÊN CỨU**

**VCBS**

**14/10/2011**

## MỤC LỤC

A. NỀN KINH TẾ VIỆT NAM .....	3
I. Tình hình kinh tế chung.....	3
II. Triển vọng kinh tế Việt Nam trong thời gian tới .....	7
B. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN .....	9
I. Thị trường trái phiếu Chính phủ.....	9
II. Thị trường cổ phiếu niêm yết .....	10
1. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG QUÝ III NĂM 2011 .....	10
2. MỘT SỐ ĐIỂM NỔI BẬT CỦA THỊ TRƯỜNG.....	12
3. CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI THỊ TRƯỜNG QUÝ IV & CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ .....	15
III. Tổng quan và triển vọng một số ngành .....	17
1. NGÀNH NGÂN HÀNG.....	17
2. NGÀNH DẦU KHÍ.....	24
3. NGÀNH VẬN HÀNH CẢNG .....	30
4. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN .....	35
5. NGÀNH THÉP .....	39
6. NGÀNH KHOÁNG SẢN .....	42
7. NGÀNH CAO SU.....	47
8. NGÀNH THỦY SẢN .....	50

## A. NỀN KINH TẾ VIỆT NAM

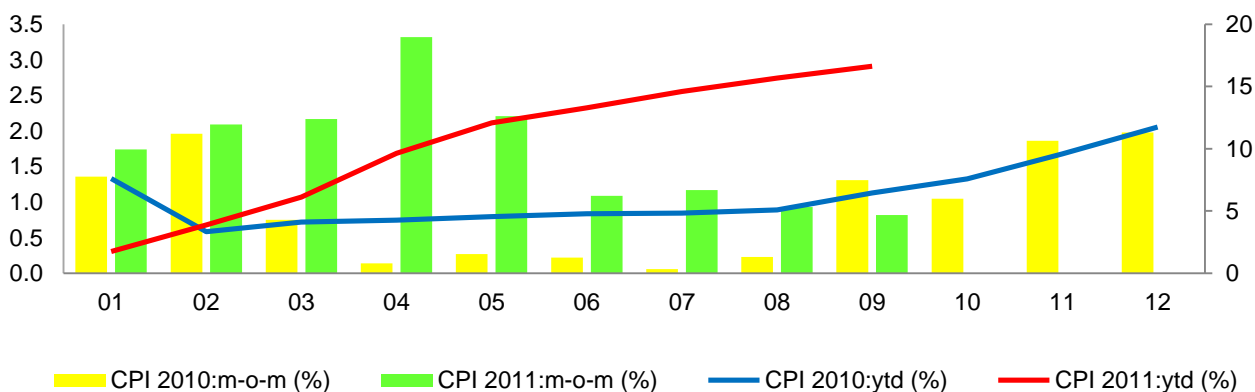
### I. Tình hình kinh tế chung

Nền kinh tế Việt Nam trải qua 3 tháng của quý III năm 2011 trong bối cảnh áp lực lạm phát tăng lên mức đỉnh điểm, các chính sách tiền tệ, tài khóa và ngoại hối của Chính phủ tiếp tục được giám sát chặt chẽ trên tinh thần của Nghị quyết số 11/NQ-CP khiến kỳ vọng của dân chúng về vấn đề lạm phát và tỷ giá đã hình thành tương đối ổn định. Tuy nhiên, hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước, đặc biệt của khối doanh nghiệp vừa và nhỏ, đã và đang phải chịu nhiều tác động bất lợi từ mặt bằng lãi suất vẫn ở mức cao; và những nguy cơ tiềm ẩn trong sự lan rộng của cuộc khủng hoảng nợ công trên thế giới đang ngày càng lớn.

**Tổng sản phẩm quốc nội** 9 tháng năm 2011 được thống kê đạt khoảng 1.710.214 tỷ đồng, tương đương 406.308 tỷ đồng theo giá so sánh 1994. Trong đó, cơ cấu theo giá thực tế, khu vực nông-lâm-thủy sản chiếm 21,50% tổng giá trị; khu vực công nghiệp-xây dựng chiếm 40,66%; và khu vực dịch vụ chiếm 37,84%. So với 9 tháng cùng kỳ của năm 2010, trên cơ sở mức giá cố định 1994, tốc độ tăng trưởng GDP ước tính tăng 5,76%, trong đó giá trị nông-lâm-thủy sản tăng trưởng 2,39%, giá trị công nghiệp-xây dựng tăng 6,62% và giá trị khu vực dịch vụ tăng 6,24%.

**Lạm phát** trong 3 tháng của quý 3 tiếp đà giảm tốc từ tháng 5 và tháng 6 sau những nỗ lực ổn định hóa quyết liệt của Chính phủ. Tuy nhiên, do sự thiếu hụt nguồn cung thực phẩm tạm thời trong tháng 7 và tháng 8, cùng ảnh hưởng của yếu tố thời vụ tựu trường trong tháng 9 nên tốc độ tăng của chỉ số giá tiêu dùng (CPI) hàng tháng trong quý vẫn ở mức cao. Tính đến hết tháng 9, CPI đã tăng 22,42% so với cùng thời điểm của năm trước, và đã lên tới 16,63% so với cuối năm 2010. Đáng lưu ý, giá cả của nhóm hàng Thực phẩm đã tăng tới 27,72% từ đầu năm, tiếp đó là nhóm Ăn uống ngoài gia đình tăng 21,33%, nhóm Vận tải có mức tăng 19,01%, nhóm Vật liệu xây dựng và nhà ở tăng 16,59%; trong khi đó Bưu chính-Viễn thông là nhóm duy nhất có mức giá giảm 1,87%.

**Biểu đồ 1: Diễn biến tình hình lạm phát**

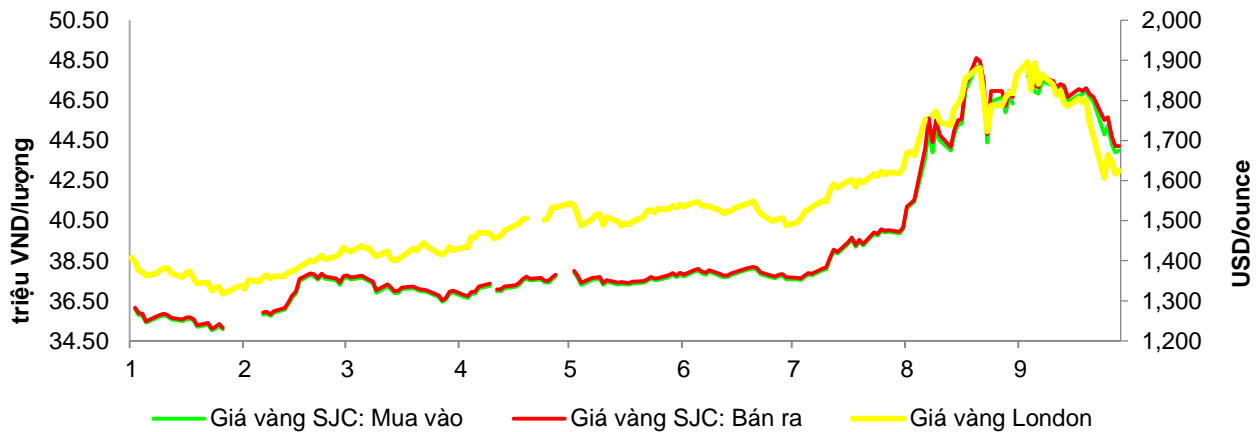


**Nguồn: GSO**

**Giá vàng** quốc tế sau khi liên tiếp thiết lập những mức cao kỷ lục trong tháng 8 và đầu tháng 9 đã giảm mạnh từ đỉnh \$1.920/oz trong ngày 06/09 về mức \$1.624/oz vào cuối ngày 30/09. Lợi suất đầu tư vàng thế giới theo chiến lược thụ động trong quý 3 đạt 7,8%. Trong cùng nhịp điều chỉnh, giá vàng trong nước đã giảm từ mức đỉnh xấp xỉ 49.000.000 đồng/lượng vào cuối ngày 22/08 về mức 44.220.000 đồng/lượng vào cuối ngày 30/09. Tính chung cho cả quý 3, giá vàng trong nước vẫn tăng 16,9%. Những chậm trễ trong việc hiện thực hóa các giải pháp trong đề án quản lý tập trung và phát triển thị trường vàng đã tạo ra sự chênh lệch đáng kể giữa giá vàng trong nước và giá vàng quốc tế quy đổi, đặc biệt trong giai đoạn từ giữa tháng 9 khi diễn biến của giá vàng thế giới và tâm lý của nhà đầu tư trong nước có nhiều biến động khó lường. Những hành động cụ thể của Ngân hàng Nhà nước nhằm loại bỏ tình trạng đầu cơ trong nước, lành mạnh hóa thị trường kim loại quý này, đáp ứng nhu cầu

đầu tư chính đáng của người dân sẽ là tâm điểm chú ý trong quý 4 sắp tới. Về mặt kĩ thuật, sau một thời gian tăng nhanh và điều chỉnh mạnh trong suốt quý 3, giá vàng thế giới đang dao động trong vùng 1.609-1.700USD/oz.

**Biểu đồ 2: Biến động giá vàng**

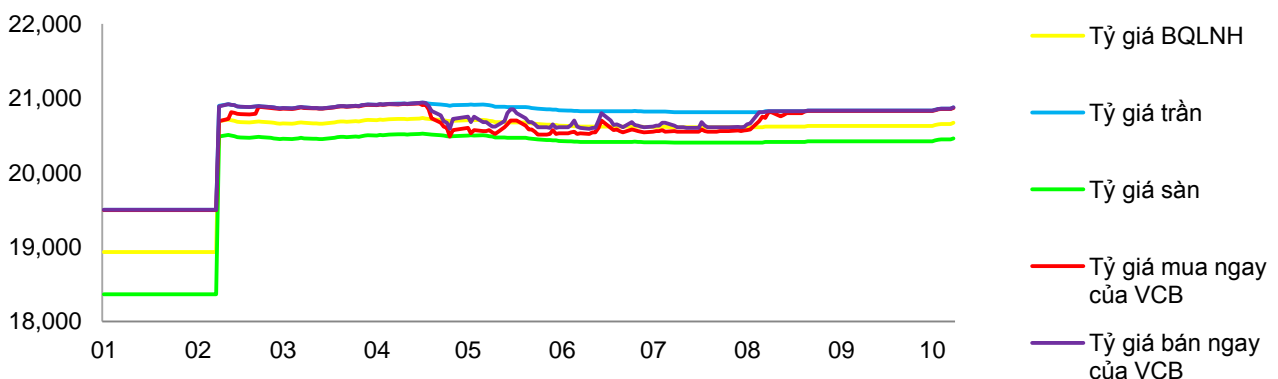


**Nguồn: CEIC**

Đáng chú ý trong ngày 6/10/2011 của quý 4, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư số 32/2011/TT-NHNN quy định một số ngân hàng thương mại đủ điều kiện sẽ được cho phép chuyển đổi một phần số vàng huy động và tồn quỹ thành tiền để bổ sung nguồn cung vàng trên thị trường trong nước nhằm thu hẹp chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá vàng quốc tế. Đồng thời, các ngân hàng này sẽ được mở tài khoản vàng ở nước ngoài để cân bằng trạng thái nhằm bảo hiểm rủi ro biến động giá vàng. Tính đến 8h54 phút sáng ngày 13/10, trong khi giá vàng thế giới đang ở mức 1.680USD/oz, giá vàng trong nước vẫn ở mức 44.200.000VND/lượng, chênh lệch khoảng 1.800.000VND/lượng theo tỷ giá quy đổi của Vietcombank và khoảng 800.000VND/lượng theo tỷ giá quy đổi trên thị trường tự do.

**Tỷ giá** trong quý 3 chịu nhiều áp lực từ tình hình tăng trưởng tín dụng ngoại tệ đột biến trong các tháng đầu năm, từ diễn biến giá vàng và từ chủ trương hạ mức lãi suất đồng nội tệ của Chính phủ trong bối cảnh lạm phát vẫn ở mức cao. Tuy nhiên, tính trong toàn quý, đồng nội tệ chỉ giảm giá chính thức 0,05% so với đồng USD. Việc giữ vững được tỷ giá trong các tháng gần đây được hỗ trợ bởi tình hình cán cân thanh toán tổng thể của đất nước luôn trong trạng thái thặng dư: mặc dù cán cân thương mại thâm hụt, nhưng cán cân vốn đạt thặng dư lớn. Ngoài ra, kết hợp với các động thái quản lý mạnh tay đối với thị trường ngoại hối tự do lẫn chính thức để điều hướng dòng ngoại tệ trong nước, Chính phủ đã thành công trong thực hiện công tác tuyên truyền.

**Biểu đồ 3: Diễn biến tỷ giá USD/VND**



**Nguồn: CEIC**

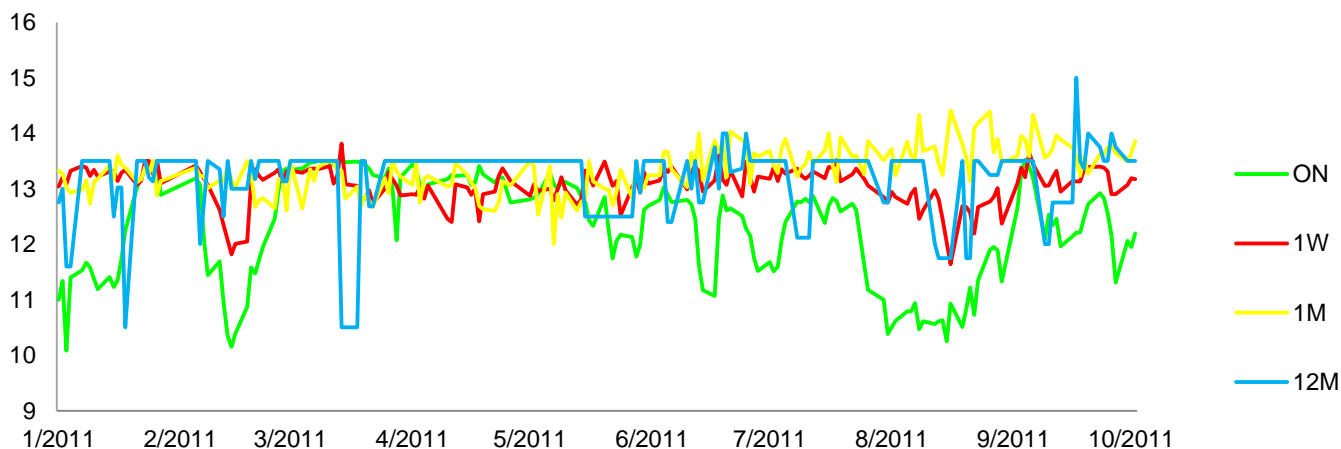
Có thể nói, việc quan tâm và tính toán đến những ảnh hưởng xuất phát từ yếu tố kì vọng của người dân trong các quá trình diễn biến kinh tế-tài chính đang là một bước tiến mới trong việc thiết kế và thực thi chính sách của Chính phủ, bởi trên thực tiễn, vận hành nền kinh tế không chỉ có các biến số kinh tế vĩ mô mà còn cần hòa hợp được tác động của các yếu tố kì vọng và hành vi cá nhân. Nhờ đó, tỷ giá mua-bán của các ngân hàng thương mại trong tháng 7 có nhiều thời điểm thấp hơn tỷ giá bình quân liên ngân hàng. Tính đến cuối ngày 30/09/2011, tỷ giá bình quân liên ngân hàng được công bố ở mức 20.628 VND/USD, trong khi tại Vietcombank tỷ giá mua vào được niêm yết 20.830 VND/USD, tỷ giá bán ra 20.834 VND/USD.

Trong những tuần đầu tháng 10 của quý 4, Ngân hàng Nhà nước đã liên tục tiến hành 5 lần điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên mức 20.678VND/USD, tăng 50 đồng so với mức 20.628VND/USD được duy trì trong hơn 1 tháng trước đó. Sự mất giá nhẹ 0,24% của đồng nội tệ được nhìn nhận mang nhiều ý nghĩa tích cực, trấn an dân chúng về khả năng ổn định tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước, trong bối cảnh những sức ép của việc giảm lãi suất tiền đồng và diễn biến của giá vàng và giá USD trên thị trường tự do vẫn còn cao. Theo ước tính, dự trữ ngoại tệ của Việt Nam hiện nay khoảng 15 tỷ USD. Nguồn ngoại tệ của hệ thống ngân hàng vẫn ổn định, không có dấu hiệu căng thẳng thanh khoản.

**Lãi suất** cho vay VND bình quân thực tế, theo báo cáo của Ngân hàng Nhà nước, ổn định trong tháng 7 và tháng 8, và có xu hướng giảm nhẹ trong tháng 9. Cụ thể, lãi suất cho vay nông nghiệp, nông thôn và xuất khẩu khoảng 17-19%/năm, lãi suất cho vay lĩnh vực sản xuất-kinh doanh khác khoảng 17-21%/năm, lãi suất cho vay lĩnh vực phi sản xuất khoảng 22-25%/năm. Trong khi đó, về mặt quy định, lãi suất huy động vốn tối đa bằng đồng Việt Nam của các tổ chức tín dụng, theo Thông tư số 02/2011/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước ra ngày 03/03/2011, và gần đây được thay thế bằng Thông tư số 30/2011/TT-NHNN ra ngày 28/9/2011, vẫn được khống chế ở mức trần 14%/năm đối với tiền gửi có kì hạn từ 1 tháng trở lên, và 6%/năm đối với tiền gửi không kì hạn và có kì hạn dưới 1 tháng.

Trên thị trường mở, lãi suất cho vay vẫn được duy trì ở mức 14%/năm trong suốt quý 3. Trong khi đó, trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất cho vay qua đêm đã tăng từ mức 11,52%/năm lên 12,83%/năm trong tháng 7, giảm xuống mức 10,25% trong tháng 8, tiếp đó tăng lên đến 13,52%/năm trong tuần đầu của tháng 9, và hiện tại đã giảm về mức quanh 12%/năm. Trong một động thái gần đây, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Quyết định số 2210/QĐ-NHNN vào ngày 06/10, điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn tăng từ 14%/năm lên 15%/năm và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng từ 14%/năm lên 16%/năm, nhằm hoàn thiện khung lãi suất điều hành trong bối cảnh chính sách tiền tệ đang có những kết quả tích cực.

**Biểu đồ 4: Diễn biến lãi suất cho vay VND trên Interbank**



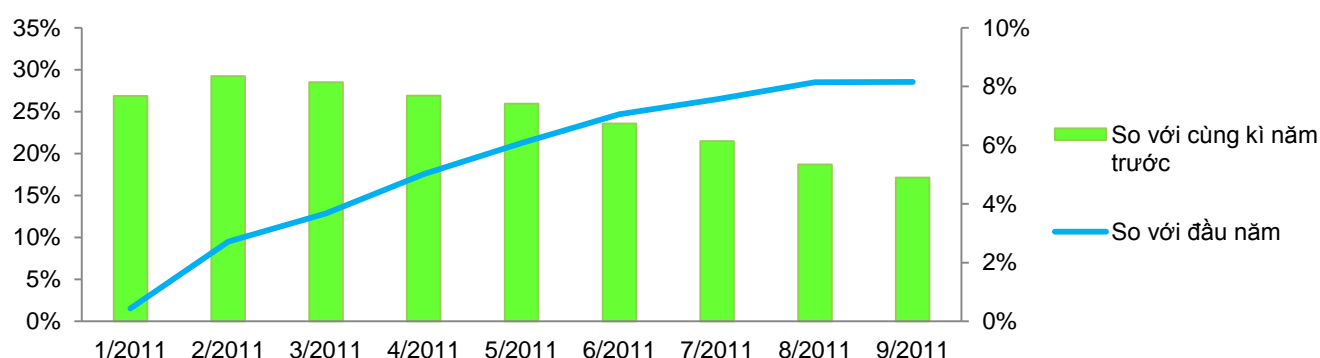
Nguồn: CEIC

Mặc dù, theo quy định tại Thông tư số 14/2011/TT-NHNN ra ngày 02/06/2011, trần lãi suất tiền gửi USD đối với cá nhân là 2%/năm và đối với doanh nghiệp là 0,5%/năm, nhưng trên thực tế trong quý 3, lãi suất huy động USD thỏa thuận hầu hết ở mức hơn 3%/năm. Lãi suất cho vay USD phổ biến vẫn ở mức 6-7,5%/năm đối với ngắn hạn; 7,5-8%/năm đối với trung và dài hạn. Trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, lãi suất cho vay USD qua đêm hiện đang ở mức 0,58%/năm, giảm từ mức 1,04%/năm trong tuần đầu của tháng 7.

**Tăng trưởng tín dụng** trong 9 tháng đầu năm nay đạt 8,16%, trong khi tổng phương tiện thanh toán cũng mới tăng 8,87%, vẫn thấp hơn nhiều so với mức cho phép theo Nghị quyết số 83/NQ-CP, tương ứng là 20% và 15-16% cho cả năm. Bên cạnh đó, huy động vốn tăng 9,82%. Từ số liệu được Ngân hàng Nhà nước công bố hàng tháng, theo tính toán của chúng tôi, tăng trưởng tín dụng VND tại thời điểm cuối quý 3 so với cuối năm 2010 khoảng 5%, trong khi tín dụng ngoại tệ đã tăng tới 24,04%. Tổng cho vay bằng ngoại tệ đang ở mức 30 tỷ USD, trong khi huy động tiền gửi bằng ngoại tệ khoảng 22,5 tỷ. Theo nguồn tin riêng của chúng tôi, dư nợ tín dụng ngoại tệ tại thời điểm cuối tháng 9 đã giảm so với cuối tháng 8, tính ròng khoảng 700 triệu USD đã đáo hạn.

Cũng trong nỗ lực nhằm hạn chế tăng trưởng tín dụng ngoại tệ, tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng ngoại tệ của các tổ chức tín dụng đã tiếp tục được nâng lên 8% từ ngày 26/08 đối với tiền gửi có kì hạn dưới 12 tháng. Nhớ lại trong quý 2, tỷ lệ này đã được điều chỉnh hai đợt, từ 2% lên mức 6% vào ngày 01/05 và tăng thêm 1% lên mức 7% vào ngày 01/06. Đối với tiền gửi có kì hạn trên 12 tháng, tỷ lệ dự trữ bắt buộc đang ở mức 6%.

**Biểu đồ 5: Tình hình tăng trưởng tín dụng**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

**Vốn đầu tư toàn xã hội** thực hiện trong 3 quý đầu năm theo giá thực tế ước tính đạt 679,9 nghìn tỷ đồng, tăng 12,8% so với cùng kỳ năm trước và bằng 39,8% GDP. Trong đó, vốn khu vực Nhà nước 243,9 nghìn tỷ đồng, chiếm 35,9% tổng vốn và tăng 7,5%; khu vực ngoài Nhà nước 264,1 nghìn tỷ đồng, chiếm 38,8% và tăng 19%; khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài 171,9 nghìn tỷ đồng, chiếm 25,3% và tăng 11,6%.

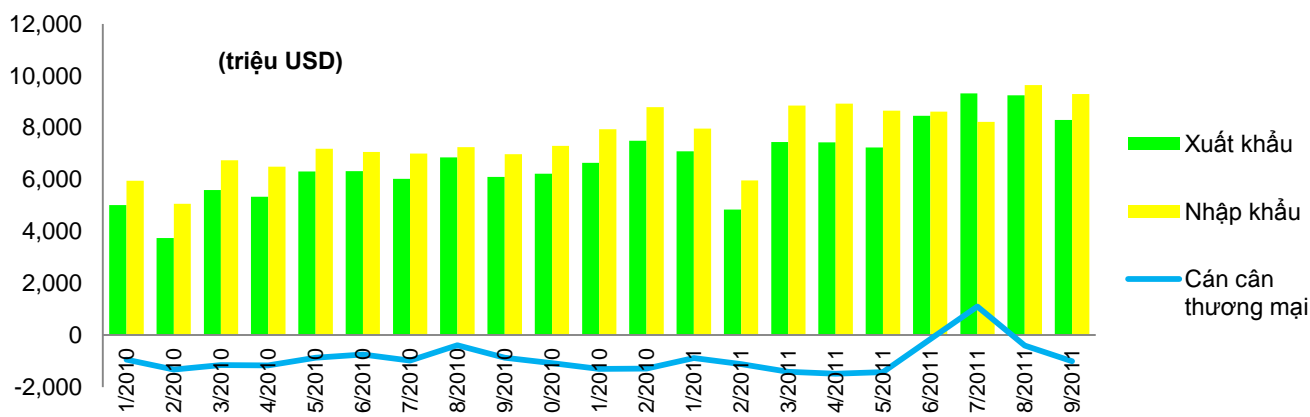
Thu hút đầu tư trực tiếp của nước ngoài tính đến ngày 22/9 chỉ bằng 72,1% cùng kỳ năm 2010, đạt 9.903,5 triệu USD. Trong đó, vốn đăng ký mới của 675 dự án được cấp phép mới là 8.237,8 triệu USD (giảm 31,5% về vốn và giảm 29,6% về số dự án so với cùng kỳ năm trước); vốn đăng ký bổ sung của 178 lượt dự án được cấp phép từ các năm trước là 1.665,7 triệu USD. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện chín tháng đầu năm ước tính đạt 8,2 tỷ USD, tăng 1,9% so với cùng kỳ năm 2010.

Trong 9 tháng qua, lượng vốn chảy vào lĩnh vực kinh doanh bất động sản giảm xuống vị trí thứ 6, chỉ chiếm khoảng 3% tổng vốn FDI đăng ký. Ngược lại, lĩnh vực thu hút vốn lớn nhất là công nghiệp chế biến, chế tạo. Tổng vốn FDI đăng ký vào lĩnh vực này trong 9 tháng qua là gần 4,912 tỷ USD, bao gồm 3,848 tỷ USD vốn đăng ký mới và 1,064 tỷ USD vốn tăng thêm, tăng 33,6% so với cùng kỳ năm ngoái.

Lĩnh vực sản xuất, phân phối điện, khí, nước, điều hòa và xây dựng vẫn thuộc nhóm top 3 dẫn đầu về thu hút vốn. Cụ thể là ngành sản xuất, phân phối điện, khí, nước, điều hòa thu hút được khoảng 2,525 tỷ USD vốn đăng

kí mới, giảm khoảng 14%; và ngành xây dựng thu hút được trên 689 triệu USD, bao gồm 547,5 triệu USD vốn đăng ký mới và 141,8 triệu USD vốn tăng thêm, giảm gần 37% so với cùng kỳ năm ngoái.

**Biểu đồ 6: Tình hình cán cân thương mại**



Nguồn: CEIC

**Giá trị nhập siêu** 9 tháng đầu năm ước khoảng 6,9 tỷ USD, tương đương 9,8% tổng kim ngạch xuất khẩu. Trong đó, giá trị xuất khẩu cả nước ước đạt 70,03 tỷ USD, tăng 35,4% so với cùng kỳ 2010; và giá trị nhập khẩu ước 76,9 tỷ USD, tăng 26,9% so với cùng kỳ 2010. Giá cả nhiều mặt hàng nông sản và giá dầu thô thế giới tăng đã góp phần đáng kể vào tăng trưởng xuất khẩu. Nếu loại trừ yếu tố tăng giá, kim ngạch xuất khẩu 3 quý ước tính tăng 13,3% so với cùng kì năm trước. Trong cơ cấu xuất khẩu, nhóm hàng công nghiệp nặng và khoáng sản chiếm 33,7% tỷ trọng; hàng công nghiệp nhẹ và tiểu thủ công nghiệp chiếm 39,9%; hàng nông lâm thủy sản chiếm 23,3%; vàng tái xuất chiếm 3,1%. Như vậy, tỷ lệ nhập siêu/xuất khẩu tính hết quý 3 là 9,8%, giảm tích cực so với mức 15,7% vào cuối quý 2, hiện đang ở mức thấp so với mục tiêu 16% do Chính phủ đề ra cho cả năm.

## II. Triển vọng kinh tế Việt Nam trong thời gian tới

Tình hình kinh tế vĩ mô trong quý 3 thực sự đã có nhiều chuyển biến tích cực nhờ những biện pháp ổn định hóa mạnh tay của Chính phủ. Xét trên tổng thể, kì vọng của dân chúng về vấn đề lạm phát và tỷ giá đã hình thành tương đối ổn định. Chúng tôi tin rằng, trong 3 tháng cuối năm, tinh thần của Nghị quyết số 11/NQ-CP vẫn giữ vai trò chủ đạo. Bởi, về cơ bản, nội tại nền kinh tế vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro từ tác động của lạm phát và tỷ giá. Những rủi ro này sẽ càng lớn nếu các chính sách thận trọng không được kiên trì hiện thực hóa, trong bối cảnh niềm tin của dân chúng vốn đã giảm sút trước tình trạng lạm phát dai dẳng và sự mất giá liên tục của đồng nội tệ. Theo lý thuyết lạm phát hiện đại, kì vọng của dân chúng đóng một vai trò quan trọng trong việc hình thành lạm phát thực tế. Chúng tôi nhận thấy rằng, những động thái gần đây của Chính phủ đã thực sự quan tâm đến yếu tố này trong việc thiết kế và thực thi chính sách. Một cơ sở khác cho niềm tin của chúng tôi là đội ngũ các nhà quản lý trong bộ máy mới của Chính phủ, phần lớn là những nhà kỹ trị. Kinh nghiệm hoạt động dày dặn trong từng lĩnh vực chuyên môn của họ được kì vọng có thể đưa ra những giải pháp tái quy hoạch, giúp tối ưu hóa từng bộ phận của một nền kinh tế vốn đang hoạt động theo chiều rộng với hiệu quả thấp. Uy tín của họ trong giai đoạn đầu của nhiệm kì sẽ tiếp tục được thử thách trong thời gian tới, qua hiệu lực thực tế của việc đảm bảo những tuyên bố họ đã đưa ra trong thời gian gần đây.

Tuy nhiên, trong tương quan giữa kì vọng và khả năng thực tiễn, chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật những tình hình mới trong các báo cáo định kì ngày và tuần. Cho đến nay, chúng tôi nhận định rằng Chính phủ đang đi đúng hướng ngoại trừ việc quy hoạch hoạt động của thị trường vàng cần thúc đẩy nhanh hơn. Giải pháp cho phép một số ngân hàng thương mại tham gia điều phối trên thị trường vàng vừa được triển khai qua Thông tư số 32/2011/TT-NHNN có tác dụng kéo khoảng cách giá vàng trong nước về sát giá vàng thế giới hơn và giảm áp lực

lên tỷ giá; tuy nhiên đang tiềm ẩn những rủi ro trong cơ chế điều hòa, với mong muốn theo kịp nhịp điệu diễn biến của giá vàng thế giới, cho cả phía người dân lẫn phía cơ quan điều tiết. Giải pháp cơ bản về dài hạn là tạo lòng tin cho người dân vào đồng nội tệ, đồng thời thu hút vàng tích trữ trong dân để chuyển sang thành vốn, qua đó vừa chống hiện tượng vàng hóa gia tăng vừa thêm nguồn lực đầu tư phát triển.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng, mặc dù chịu áp lực từ cộng đồng doanh nghiệp nhưng Chính phủ không thể sớm hạ lãi suất trong thời gian tới vì rủi ro lạm phát vẫn còn cao. Trong tình hình hiện nay, việc giảm lãi suất đồng nội tệ sẽ tạo thêm áp lực lên tỷ giá theo điều kiện cân bằng lãi suất thực. Trên thực tế, tại thời điểm giữa tháng 9, giá USD trên thị trường tự do đã tăng lên trên mức 21.000VND/USD sau khi Ngân hàng Nhà nước có những động thái mạnh nhằm hạ mặt bằng lãi suất. Mặc dù xu hướng giảm giá của đồng nội tệ so với USD là hiện hữu do tương quan năng lực quản lý và cấu trúc của hai nền kinh tế, tuy nhiên chúng tôi cho rằng ở thời điểm hiện tại Ngân hàng Nhà nước đang có đủ nguồn lực và công cụ để ổn định tỷ giá. Trong báo cáo kinh tế vĩ mô quý 2 được chúng tôi xuất bản hồi tháng 7, tỷ giá USD/VND đã được dự báo thấp nhất sẽ ở mức 21.560VND/USD vào thời điểm cuối năm nay. Theo thông tin cập nhật từ Bloomberg, vào cuối ngày 12/10, hợp đồng NDF cho tỷ giá USD/VND kì hạn 3 tháng đang ở mức 21.566VND/USD.

Diễn biến của lạm phát sẽ là cơ sở cho các động thái mới trong tình hình kinh tế 3 tháng cuối năm, và sẽ tiếp tục là tâm điểm của nền kinh tế vĩ mô của cho đến khi Chính phủ có thể chuyển sang điều hành tổng cầu và tổng cung theo chính sách lạm phát mục tiêu. Theo dự báo của chúng tôi, tỷ lệ lạm phát năm 2011 sẽ khoảng 19% và cán cân thanh toán sẽ thặng dư trên 3 tỷ USD (trong đó, thâm hụt thương mại cả năm sẽ khoảng 10,8 tỷ USD, lượng kiều hối duy trì khoảng 8 tỷ USD, cán cân vốn thặng dư ít nhất 6 tỷ USD).

Bên cạnh đó, theo tính toán của chúng tôi, để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng 6% thì GDP 2011 theo giá 1994 sẽ khoảng 584.705 tỷ đồng. Dựa trên kết quả phân tích định lượng, nếu mức tăng CPI cả năm ở mức 19% như kì vọng hiện tại thì chỉ số giảm phát GDP 2011 sẽ là khoảng 422,52, tương ứng với tốc độ tăng 17,65%. Từ đó, giá trị GDP danh nghĩa của năm 2011 ước tính sẽ xấp xỉ 2.470.483 tỷ đồng. Như vậy, kết quả tăng trưởng của 9 tháng đầu năm mới đạt 69,49%, và để hoàn thành kế hoạch trong 3 tháng cuối năm tổng giá trị sản phẩm quốc nội cần đạt thêm 706.269 tỷ đồng theo giá hiện hành, tương ứng khoảng 178.398 tỷ đồng theo giá 1994. Mối quan hệ giữa đầu tư và tăng trưởng trong 10 năm qua chỉ ra rằng, với phân tích như trên, năm 2011 cần khoảng 1.057.287 tỷ đồng vốn đầu tư toàn xã hội, cụ thể trong quý 4 sẽ cần đầu tư thêm 377.387 tỷ đồng.

## B. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

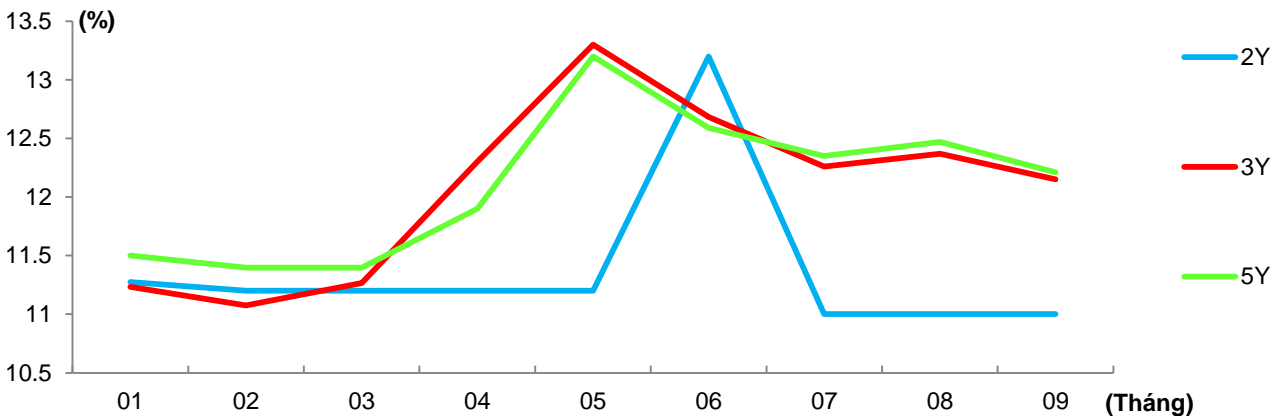
### I. Thị trường trái phiếu Chính phủ

#### 1. THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Tổng số tiền huy động thành công qua kênh phát hành trái phiếu trong 9 tháng đầu năm, theo thống kê sơ bộ, đạt hơn 93.814 tỷ đồng, tương đương 51,1% kế hoạch huy động của cả năm 2011. Trong đó, bao gồm khoảng 54.892 tỷ đồng trái phiếu Chính phủ và 38.922 tỷ đồng trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh phát hành.

Sau khi tăng từ tháng 1 đến tháng 5, lãi suất trúng thầu bắt đầu có xu hướng giảm dần kể từ tháng 6. Cụ thể, trong quý 3, lãi suất trái phiếu Kho bạc kì hạn 3 năm giảm từ mức bình quân 12,68%/năm ở đầu tháng 7 về mức 12,15% trong tháng 9; và đang tiếp tục giảm về 12,1%/năm trong tuần đầu của tháng 10. Trong khi đó, lãi suất của những trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh duy trì một mức chênh lệch cao hơn từ 1-3% so với lợi suất trái phiếu Kho bạc cùng kì hạn. Nhìn lại diễn biến các phiên đấu thầu trong các tuần gần đây, có thể nhận thấy rằng Chính phủ đang sử dụng lãi suất trúng thầu trái phiếu như một công cụ điều chỉnh kì vọng của nhà đầu tư về một mặt bằng lãi suất thị trường giảm dần.

**Biểu đồ 7: Diễn biến lãi suất trúng thầu**



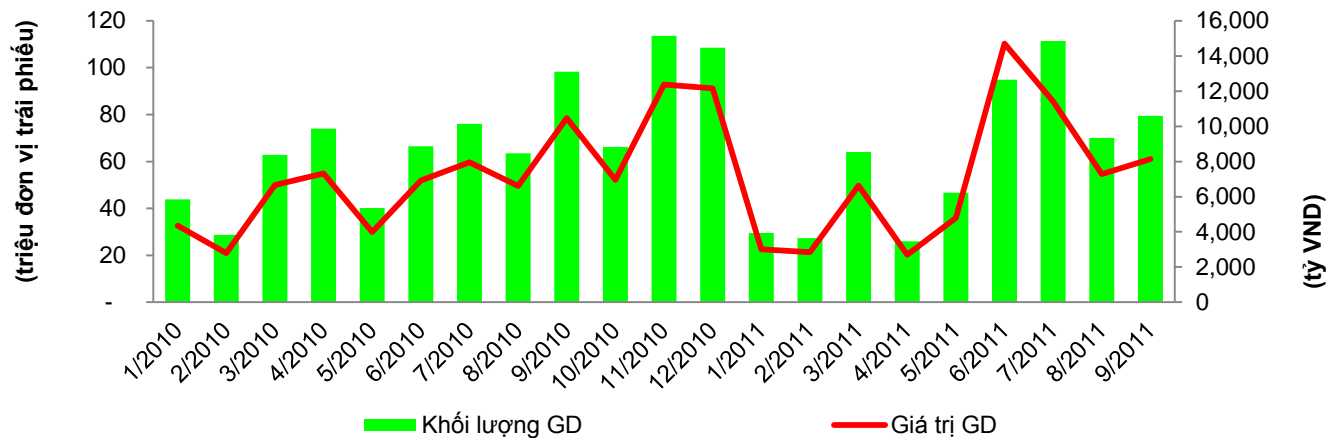
Nguồn: HNX

Trong tình hình tiếp tục thắt chặt tiền tệ, cắt giảm đầu tư công trong suốt quý 3, việc huy động và giải ngân vốn, theo chủ trương của Chính phủ, được tiến hành rà soát và giảm tốc, chỉ ưu tiên cho các dự án thiết yếu. Kế hoạch phát hành trái phiếu của Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB) năm nay được điều chỉnh giảm từ 45.000 tỷ xuống 35.000 tỷ, trong khi đã thực hiện phát hành được khoảng 29.575 tỷ đồng tính đến ngày 10/10/2011, và Kho bạc Nhà nước cũng đã phát hành thành công khoảng 54.942 tỷ đồng trong kế hoạch phát hành 90.000 tỷ đồng trái phiếu Kho bạc cho cả năm.

#### 2. THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP

Tổng giá trị giao dịch trên thị trường trái phiếu Chính phủ thứ cấp trong 9 tháng đầu năm đạt khoảng 61.496 tỷ đồng, ứng với xấp xỉ 549 triệu đơn vị trái phiếu được giao dịch. Trong đó, giao dịch trái phiếu Kho bạc chiếm 49,7% về khối lượng và 48,5% về giá trị. Đáng chú ý, giá trị giao dịch trong quý 3 chiếm tới 43,6%, trong khi quý 2 chiếm 36%. Tình hình giao dịch của trái phiếu đã tiếp tục phản ánh rõ nét diễn biến lãi suất trên thị trường. Chủ trương hạ mặt bằng lãi suất chung của Chính phủ đã khiến giá trị giao dịch trái phiếu tăng đột biến trong tháng 6 và tháng 7. Cụ thể, 95 triệu đơn vị trái phiếu đã được chuyển nhượng trong tháng 6, tương ứng với 14.699 tỷ đồng, chiếm gần 24% tổng giá trị giao dịch của cả 3 quý; các con số tương ứng của tháng 7 là 111 triệu đơn vị trái phiếu, 11.415 tỷ đồng và 18,5% tổng giá trị.

**Biểu đồ 8: Kết quả giao dịch trái phiếu Chính phủ**



Nguồn: HNX

## II. Thị trường cổ phiếu niêm yết

### 1. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG QUÝ III NĂM 2011

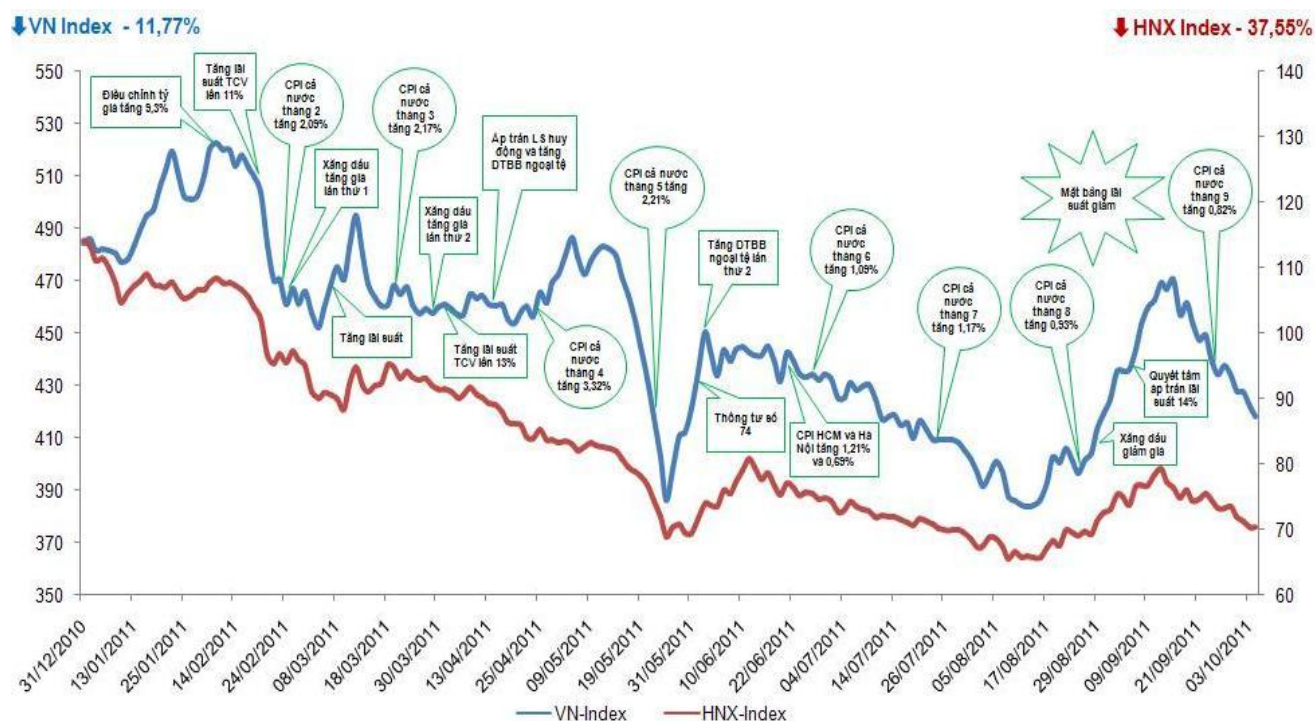
9 tháng đầu năm 2011 đã qua đi, nhìn chung giảm điểm vẫn là xu hướng chính của thị trường chứng khoán trong suốt thời gian vừa qua. Mặc dù có được hai đợt hồi phục vào cuối tháng 5 và khoảng giữa tháng 8 nhưng so sánh với thời điểm cuối năm ngoái, VN Index vẫn跌 mất 11,77% trong khi đó với HNX Index thì mức giảm thậm chí còn sâu hơn, lên đến 37,55%, chốt phiên 30/09, hai chỉ số này lần lượt đóng cửa ở 427,60 và 71,34 điểm. Nếu tính chỉ riêng trong quý 3 vừa qua, có thể xem ngoài thời điểm khởi sắc nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm nay tính đến thời điểm hiện tại, gồm một đợt tăng điểm khá dài của thị trường chứng khoán kéo dài khoảng 1 tháng từ giữa tháng 8 đến giữa tháng 9, thì cả hai sàn vẫn mất điểm khi VN Index và HNX Index lần lượt giảm 3,32% và 5,23%. Nguyên nhân chủ yếu của hiện tượng này trước hết đến từ phía các vấn đề vĩ mô cơ bản trong nước. Lạm phát đã dần trở nên ổn định và được kiểm soát nhưng nếu so với năm ngoái thì vẫn ở mức cao, mặt bằng lãi suất đã hạ nhiệt sau một loạt các biện pháp mạnh mẽ và quyết liệt của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) nhưng chưa thực sự thấp, thêm vào đó một số vấn đề mới lại nảy sinh, đặc biệt là áp lực tỷ giá. Không chỉ có vậy, trong thời gian qua thị trường chứng khoán Việt Nam còn chịu ảnh hưởng bởi những thông tin tiêu cực trên thị trường thế giới mà nổi bật nhất là vấn đề nợ công ở Châu Âu vẫn chưa được giải quyết và khả năng suy thoái kép của nền kinh tế toàn cầu.

Trong tháng 7, dư âm từ đợt hồi phục cuối tháng 5 đầu tháng 6 lúc này đã gần như không còn, thị trường chứng khoán Việt Nam theo đó càng giao dịch càng đi xuống, xu thế giằng co và giảm nhẹ là kịch bản chính của thị trường trong tháng này. Cả hai sàn giao dịch đều hầu như không tìm được một điểm tựa nào để có thể phục hồi, thông tin hỗ trợ trong nước hoàn toàn thiếu vắng khi mà mức tăng CPI của tháng 7 vẫn ở trên 1%, trong khi đó tình hình kinh tế thế giới cũng khá u ám với nguy cơ vỡ nợ của Mỹ nếu nước này không đạt được thỏa thuận nâng trần nợ công đúng hạn và sự bế tắc trong việc giải quyết vấn đề nợ công ở Châu Âu. Tâm lý của các nhà đầu tư theo đó liên tục bị thử thách và bào mòn dần, thị trường chứng khoán cũng vì thế mà không chỉ sụt giảm về điểm số mà còn suy kiệt cả về tính thanh khoản một cách đáng báo động.

Bước sang tháng 8, đây có thể nói là một tháng giao dịch đầy cảm xúc trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong nửa đầu của tháng này, thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục chiều hướng xuống trong bối cảnh thiếu vắng thông tin hỗ trợ. VN Index lập đáy vào 12/08 với con số 383,92 điểm còn đáy của HNX Index lại được thiết lập sau đó 1 phiên giao dịch với con số thấp kỷ lục 65,78 điểm. Tuy nhiên khoảng thời gian còn lại của tháng lại là khoảng thời gian mà thị trường chứng khoán bắt đầu ghi nhận sự hồi phục mạnh mẽ. Trước đây nếu như những khó khăn từ phía vĩ mô trong nước là nguyên nhân chính làm thị trường sụt giảm thì đến thời điểm này khi những

vấn đề đó đã có dấu hiệu chuyển biến tích cực hơn thì cũng là lúc thị trường bứt phá. Đầu tiên phải kể đến việc lạm phát đã dần được kiểm chế và ổn định hơn với thông tin mức tăng CPI trong tháng 8 của cả nước chỉ chưa đến 1%, với con số 0,93%. Không dừng lại ở đó, thị trường còn nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ được hạ nhiệt vào đầu tháng 9 sau khẳng định khá chắc chắn của NHNN. Tổ chức này tuyên bố sẽ đưa ra những biện pháp cứng rắn và quyết liệt thể hiện quyết tâm cao đảm bảo thực hiện mục tiêu kể trên. Kết quả là niềm tin vào thị trường dần được phục hồi, giao dịch ngày càng trở nên sôi động hơn qua từng phiên, dòng tiền có dấu hiệu trở lại thị trường chứng khoán trong sự hưng khởi của các nhà đầu tư. Tính thanh khoản tăng lên cùng với sắc xanh của điểm số và theo đó đã phát đi một tín hiệu rất tích cực.

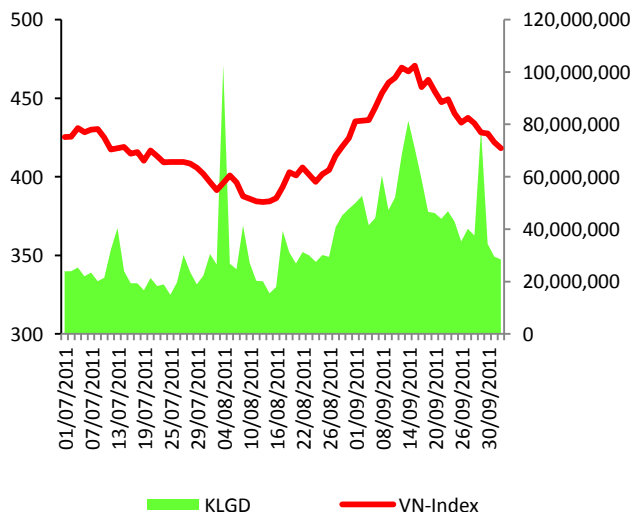
**Biểu đồ 9: VN-Index và HNX-Index trong 9 tháng đầu năm 2011**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

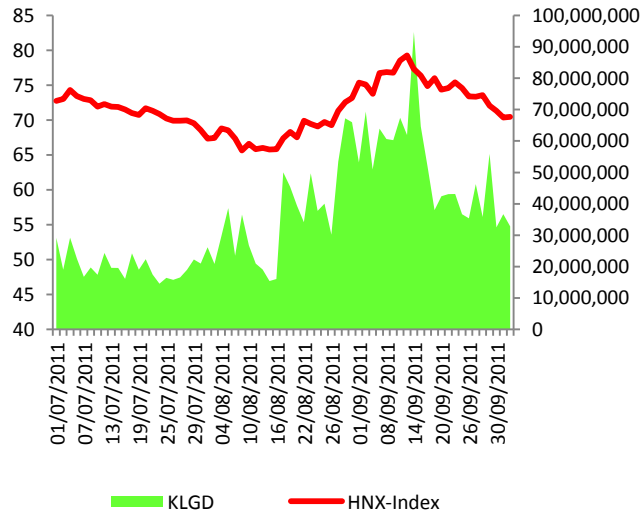
Đà phục hồi kể trên của thị trường tiếp tục kéo dài thêm trong tháng 9. Đáng chú ý là trước đó vào cuối tháng 8, giá xăng dầu trong nước đã được điều chỉnh giảm lần đầu tiên trong năm 2011, mặc dù chưa nhiều nhưng cũng tạo kỳ vọng vào khả năng kiểm chế và ổn định lạm phát và là cơ sở quan trọng để có thể thực hiện mục tiêu hạ nhiệt lãi suất. Không những thế, niềm tin của các nhà đầu tư vào điều này lại thêm được củng cố sau một loạt những biện pháp mạnh mẽ của NHNN, đặc biệt đáng chú ý là quyết định áp trần lãi suất huy động 14% vào ngày 07/09, sau đó nhiều ngân hàng công bố hạ lãi suất cho vay về từ 17% đến 19%. Khi niềm tin dần trở thành hiện thực thì thị trường chứng khoán Việt Nam đã có đủ lý do để tiếp tục bay cao, thu hút dòng tiền đổ mạnh vào hai sàn giao dịch. Trong đợt hồi phục này VN Index đã ghi nhận một chuỗi tăng điểm liên tiếp lên đến 13 phiên. Chỉ số này chạm đến đỉnh vào ngày 15/09 với con số 470,67 điểm còn HNX Index thiết lập mức cao nhất trước đó 2 ngày, hôm 13/09, với con số 79,25 điểm. Cũng cần phải lưu ý thêm, vào ngày 14/09, bóng dáng của một phiên phân phối đỉnh đã xuất hiện khi giá trị giao dịch trên cả hai sàn đồng loạt đạt trên 1.000 tỷ đồng. Với đợt hồi phục kéo dài khoảng 1 tháng, áp lực điều chỉnh của thị trường đang khá lớn, ngoài ra mặt bằng giá cổ phiếu đã ở mức cao, cản trở lực cầu. Ngoài ra, thị trường từ giữa tháng 9 trở đi còn chịu tác động tiêu cực từ cả yếu tố trong nước và thế giới cụ thể là những vấn đề nảy sinh sau khi hạ lãi suất mà đặc biệt là vấn đề tỷ giá, cũng như diễn biến xấu trong việc giải quyết vấn đề nợ công ở Châu Âu mà kéo theo đó là triển vọng yếu kém của nền kinh tế toàn cầu. Kết quả là trong hai tuần giao dịch cuối cùng của Quý III, thị trường chứng khoán cứ âm ỉ dần qua từng phiên với xu hướng giảm điểm là chủ đạo.

**Biểu đồ 10: Diễn biến sàn HOSE quý III/2011**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

**Biểu đồ 11: Diễn biến sàn HNX quý III/2011**



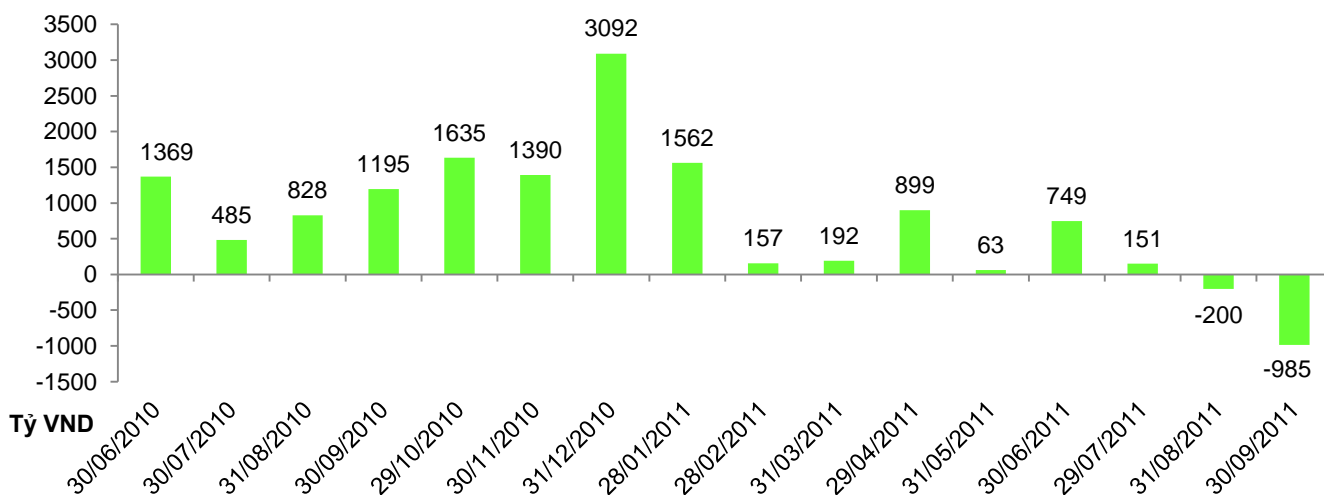
**Nguồn: VCBS tổng hợp**

## 2. MỘT SỐ ĐIỂM NỔI BẬT CỦA THỊ TRƯỜNG

**Nhà đầu tư nước ngoài thu hẹp mua ròng, tiếp tục giữ thái độ thận trọng với thị trường chứng khoán Việt Nam do chịu tác động từ cả yếu tố vĩ mô trong nước lẫn thế giới.**

Như đã đề cập trong báo cáo quý 2, hoạt động mua ròng của các nhà đầu tư nước ngoài đã dần co hẹp với một mức đáng kể sau quyết định thay đổi tỷ giá hối đoái cuối tháng 2. Bước sang đến quý 3 thì xu hướng bán ròng trở nên ngày một rõ nét hơn và là xu hướng chính của khối ngoại. Động thái bán ròng này của khối ngoại đặc biệt mạnh vào tháng 9, nhất là sau khi thị trường đạt đỉnh, các nhà đầu tư nước ngoài liên tục bán ra rất mạnh, thậm chí có tuần khối ngoại liên tục bán ròng trên sàn Hồ Chí Minh trong cả 5 phiên giao dịch với giá trị bán ròng trung bình mỗi phiên trên 100 tỷ đồng.

**Biểu đồ 12: Diễn biến giao dịch của NĐTNN**



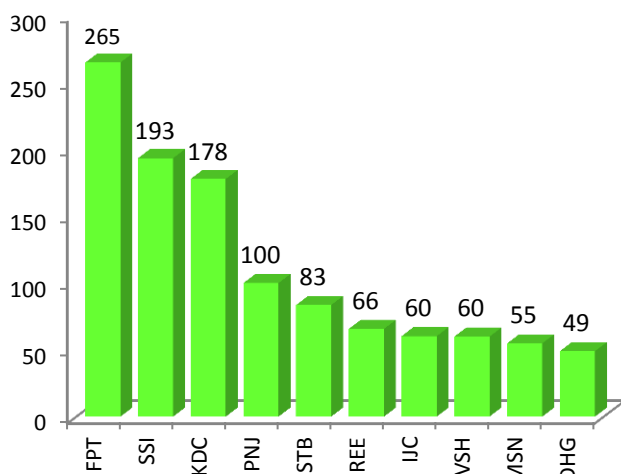
**Nguồn: VCBS tổng hợp**

Theo chúng tôi nhận định thì có hai nguyên nhân chính dẫn đến hiện tượng bán ròng mạnh kể trên của các nhà đầu tư nước ngoài. Thứ nhất phải kể đến là những bất ổn và khó khăn của kinh tế thế giới trong đó đặc biệt đáng chú ý là cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu vốn tồn tại hơn 1 năm nay vẫn chưa có lời giải hợp lý, đe dọa về 1 nguy cơ suy thoái kép của nền kinh tế toàn cầu. Điều này đã dẫn đến một làn sóng rút vốn đầu tư khỏi những tài

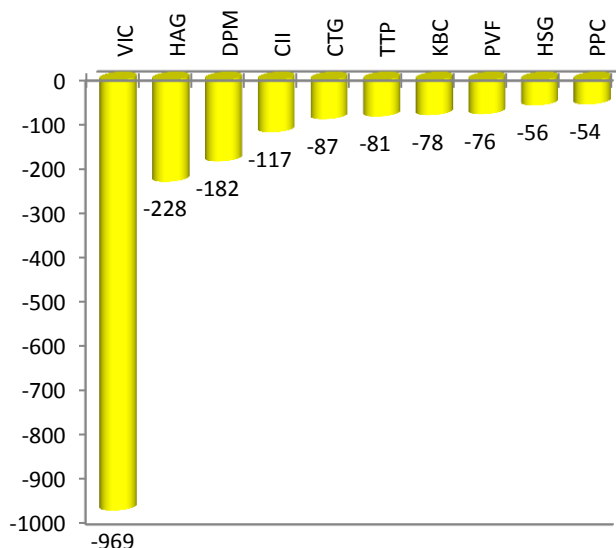
sản rủi ro, đặc biệt là thị trường chứng khoán, Việt Nam theo đó cũng khó có thể tránh khỏi vòng xoáy này. Nguyên nhân thứ hai khiến khối ngoại tỏ ra e dè hơn đó là rủi ro tỷ giá. Mặt bằng lãi suất đã hạ nhiệt từ đầu tháng 9, cũng vì thế mà trong 3 tháng cuối năm tiền đồng sẽ phải chịu áp lực mất giá lớn hơn.

Tuy nhiên, trong quý 4 này chúng tôi kỳ vọng hai yếu tố bất lợi kể trên sẽ có chuyển biến tích cực hơn. Nhiều khả năng Châu Âu sẽ có được biện pháp và lộ trình cụ thể, rõ ràng đảm bảo giải quyết cuộc khủng hoảng nợ công ở khu vực này, trong khi đó với tình hình trong nước, NHNN sẽ đưa ra được những biện pháp kịp thời và mạnh mẽ để đảm bảo biến động tỷ giá không vượt quá 1% trong 3 tháng cuối năm 2011. Như vậy mặc dù không kỳ vọng vào khả năng tăng mạnh của dòng vốn ngoại vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong quý IV nhưng chúng tôi cho rằng khả năng phục hồi trở lại như những quý trước là hoàn toàn có thể.

**Biểu đồ 13: 10 Cổ phiếu được NĐTNN mua ròng nhiều nhất trong Q3/2011**



**Biểu đồ 14: 10 Cổ phiếu bị NĐTNN bán ròng mạnh nhất trong Q3/2011**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

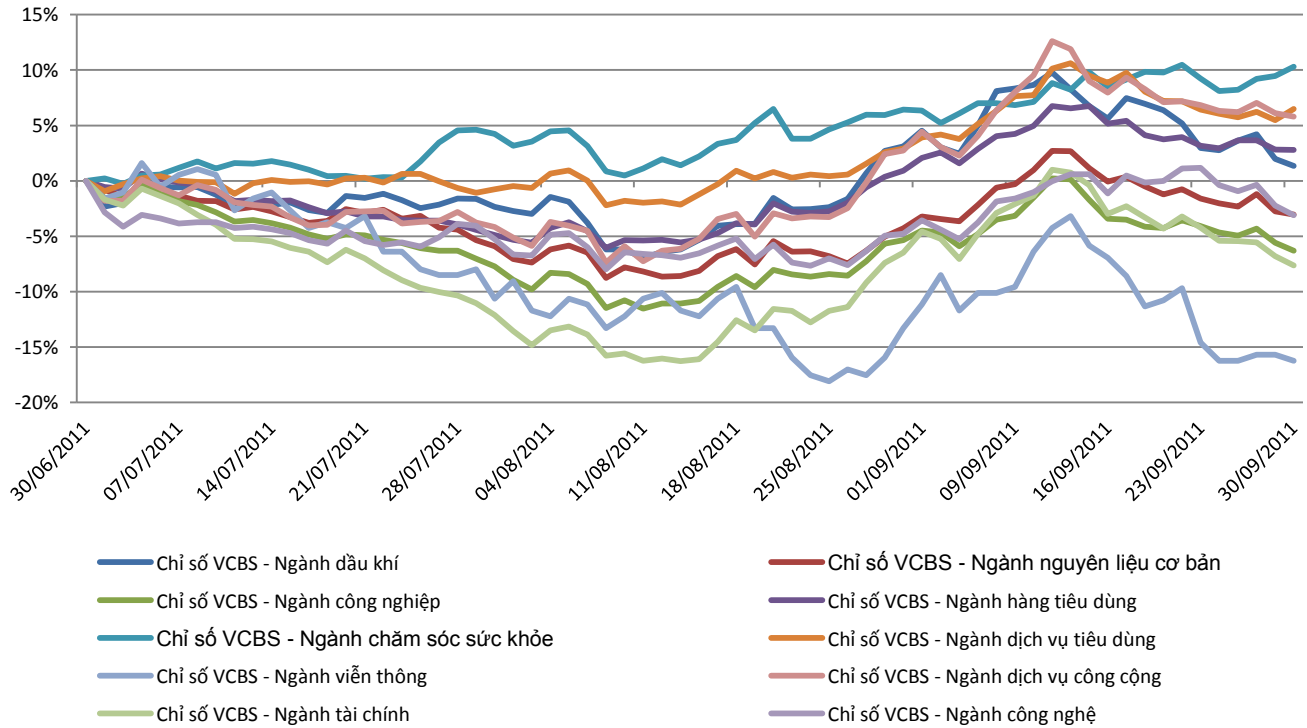
Cũng cần phải lưu ý thêm rằng, giống như trong 2 quý đầu năm 2011, trong quý III vừa qua, các nhà đầu tư nước ngoài vẫn chỉ tập trung phần lớn sự ưu ái của mình cho nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Theo thống kê của chúng tôi, trong danh sách 10 cổ phiếu được mua ròng nhiều nhất cũng như bị bán ròng mạnh nhất của khối ngoại thì phần đông đều thuộc nhóm cổ phiếu này.

**Chỉ số chứng khoán của một số nhóm ngành đã khởi sắc hơn với lợi suất dương, đặc biệt là ở những nhóm ngành không hoặc ít bị ảnh hưởng bởi khó khăn từ nền kinh tế.**

Với mục đích nghiên cứu và có thêm góc nhìn khác với thị trường, chúng tôi phân chia các cổ phiếu trên cả hai sàn giao dịch tạo thành hai bộ chỉ số VCBS Indexes, theo nhóm vốn hóa và theo nhóm ngành, với tiêu chuẩn ICB.

Chúng tôi cho rằng trong quý III mặc dù những vấn đề vĩ mô trong nước đang dần chuyển biến theo hướng tích cực và khởi sắc hơn mà cụ thể là lạm phát đã được kiềm chế ổn định trở lại, mặt bằng lãi suất cũng được hạ nhiệt nhưng nhìn chung nền kinh tế Việt Nam vẫn chưa thực sự hết khó khăn. Trong bối cảnh như vậy những ngành ít bị ảnh hưởng bởi khó khăn từ nền kinh tế như các ngành phục vụ nhu cầu thiết yếu, đảm bảo các yêu cầu dân sinh và xã hội thường sẽ được kỳ vọng cao hơn, đây cũng là lời giải cho việc chỉ số VCBS của ngành Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, Dịch vụ công cộng và Chăm sóc sức khỏe có được lợi suất dương. Trong khi đó ngược lại những nhóm ngành chịu tác động mạnh từ những khó khăn còn tồn tại của nền kinh tế có lợi suất theo bộ chỉ số tiếp tục ở mức âm.

**Biểu đồ 15: Lợi suất theo nhóm ngành**

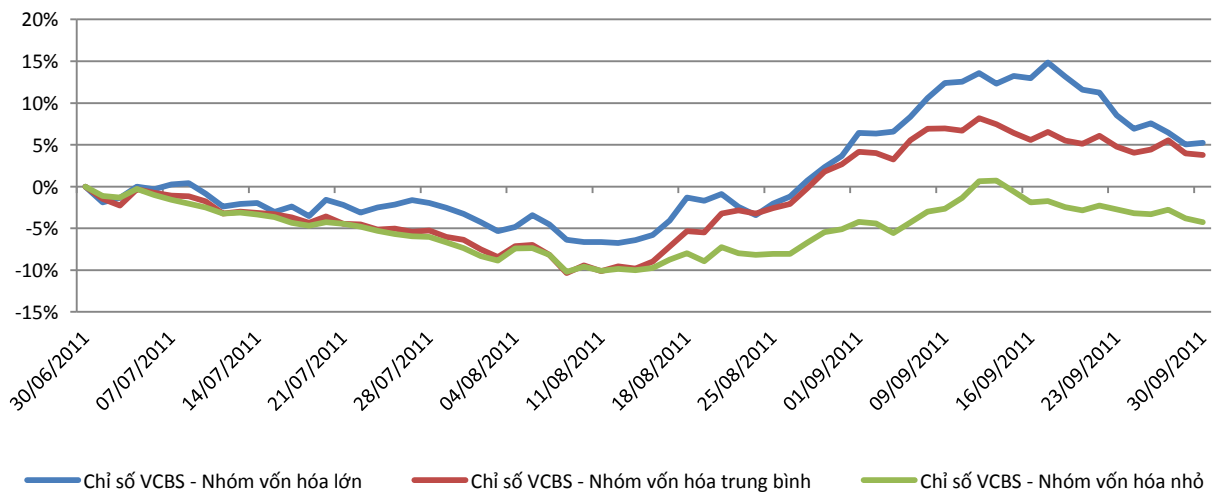


**Nguồn: VCBS tổng hợp**

**Cổ phiếu phân hóa, nhóm vốn hóa lớn tiếp tục cho thấy ưu thế vượt trội.**

Như đã đề cập ở trên, trong quý III năm 2011, cả HNX và VN Index đều ghi nhận mức giảm nhẹ, tuy nhiên sau khi phân chia các cổ phiếu trên 2 sàn theo các nhóm vốn hóa lớn, trung bình và nhỏ thì có thể thấy sự suy giảm này phần lớn là do nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ trên thị trường. Với mốc là thời điểm cuối quý trước, thì tính đến hết tháng 9, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn và trung bình có mức lợi suất dương tương ứng +5,24% và +3,77%, trong khi đó nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ lại có mức lợi suất âm với con số -4,25%.

**Biểu đồ 16: Lợi suất theo nhóm vốn hóa**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

Không chỉ có vậy, căn cứ vào số liệu thống kê cũng như theo biểu đồ trên, lợi suất của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn trong suốt quý vừa qua luôn cao hơn lợi suất của hai nhóm còn lại, thậm chí có những lúc khoảng cách này

còn khá lớn và rõ rệt, đặc biệt là vào khoảng thời gian thị trường phục hồi và tạo đỉnh. Hơn thế nữa, trong giai đoạn phục hồi của thị trường từ giữa tháng 8, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn chính là nhóm có tốc độ phục hồi lợi suất nhanh nhất và còn có được thời gian phục hồi dài hơn một vài phiên so với hai nhóm còn lại.

Như vậy, cũng như trong nhận định của báo cáo kỳ trước, chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm về ưu thế vượt trội của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn, xu hướng này nhiều khả năng sẽ còn tiếp tục được thể hiện trong quý IV của năm 2011. Mặc dù trong tháng 9 vừa qua đã chứng kiến làn sóng bán ròng khá mạnh của các nhà đầu tư nước ngoài với nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn nhưng với kỳ vọng tích cực vào việc dòng vốn ngoại sẽ phục hồi trở lại vào những tháng cuối năm nay thì nhóm cổ phiếu được hưởng lợi đầu tiên sẽ chính là nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn.

### **3. CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI THỊ TRƯỜNG QUÝ IV & CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ**

***Yếu tố vĩ mô trong nước, đặc biệt là áp lực tỷ giá và chính sách tiền tệ, vẫn là yếu tố có ảnh hưởng lớn nhất lên thị trường chứng khoán Việt Nam trong quý IV.***

Hiện tại chúng tôi cho rằng nền kinh tế Việt Nam nói chung cũng như thị trường chứng khoán nói riêng đã qua thời kỳ khó khăn nhất. Lạm phát có thể đã được kiềm chế và nhiều khả năng sẽ ổn định trong những tháng cuối năm, mặt bằng lãi suất cũng đã được hạ. Tuy nhiên nhằm đảm bảo tốt mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô thì khả năng rất lớn chính sách tiền tệ vẫn theo định hướng chặt chẽ trong thận trọng và linh hoạt. Bên cạnh đó những khó khăn mới cũng nảy sinh, đặc biệt là áp lực tỷ giá đang ngày một lớn dần nhưng với những động thái khá quyết liệt của NHNN trong thời gian gần đây thì chúng tôi kỳ vọng biên độ dao động của tỷ giá sẽ không vượt quá 1% cho đến hết năm nay.

***Yếu tố rủi ro từ thị trường thế giới với nguy cơ khủng hoảng nợ công ở Châu Âu và suy thoái kép của nền kinh tế toàn cầu***

Vấn đề kinh tế được quan tâm nhất hiện nay trên thế giới có lẽ là diễn biến của cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu, vốn tồn tại từ hơn một năm nay. Nếu vấn đề này không được giải quyết tốt thì rất có thể sẽ kìm hãm sự tăng trưởng của nền kinh tế toàn cầu, thậm chí xấu hơn là lâm vào cuộc suy thoái kép. Đây cũng là nguyên nhân tạo nên sự thất sủng của các nhà đầu tư với các tài sản rủi ro, trong đó có chứng khoán. Mặc dù không loại trừ nhưng với quan điểm lạc quan chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra điều này là không nhiều, thay vào đó trong quý IV này thị trường được kỳ vọng sẽ đón nhận những cải thiện tốt hơn từ khu vực đồng tiền chung Châu Âu.

***Dòng vốn ngoại có thể sẽ trở lại và theo đó là yếu tố hỗ trợ cho thị trường trong quý IV.***

Như đã phân tích ở phần trên, các nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng khá mạnh trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong quý III, đặc biệt là vào tháng 9 với hai nguyên nhân chính, một là từ diễn biến xấu trên thị trường thế giới và hai là do e ngại những biến động vĩ mô trong nước nhất là áp lực mất giá của đồng nội tệ. Với dự đoán các yếu tố kể trên sẽ sớm có được chuyển biến tích cực, mà cụ thể là vấn đề nợ công ở Châu Âu nhiều khả năng sẽ dần có lối thoát vào khoảng tháng 11 và tình hình vĩ mô trong nước mặc dù còn khó khăn nhưng cũng đang trở nên ổn định hơn thì theo đó thị trường chứng khoán Việt Nam có thể sẽ tạo được sức hút trở lại với dòng vốn ngoại.

***Rủi ro từ kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm của các doanh nghiệp niêm yết***

Theo chúng tôi, nhìn chung kết quả kinh doanh của phần đông các doanh nghiệp niêm yết sẽ chưa thực sự khả quan trong 9 tháng đầu năm do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ chính sách tiền tệ chặt chẽ, lãi vay cao, khó tiếp cận nguồn vốn, bên cạnh đó còn là áp lực lạm phát với giá cả nguyên vật liệu đầu vào tăng vọt. Hiện nay mặc dù mặt bằng lãi suất đã được giảm nhưng vẫn còn ở mức cao, bên cạnh đó thời điểm giảm lại là vào đầu tháng 9 cũng là tháng cuối cùng của quý III, nên tác động của nó đến kết quả kinh doanh trong cả quý này của các doanh nghiệp sẽ không nhiều.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp nhiều khả năng sẽ có 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). Cụ thể hơn, các công ty có

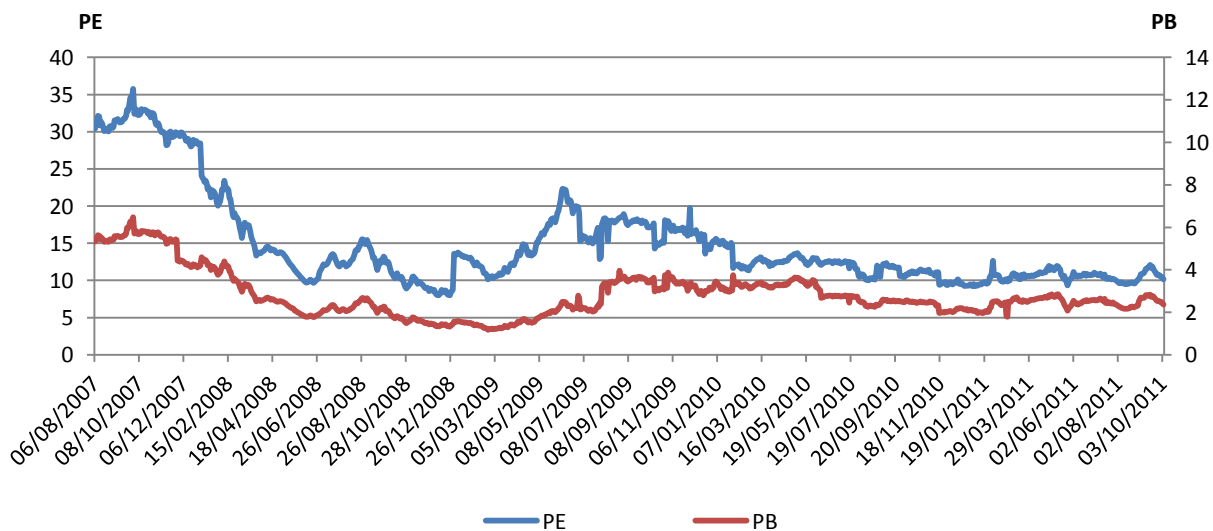
danh mục đầu tư tài chính và đòn bẩy tài chính cao sẽ là nhóm doanh nghiệp nằm trong trạng thái rủi ro lẫn trong 9 tháng đầu năm 2011. Ngược lại, những công ty thuộc lĩnh vực xuất khẩu nguyên liệu, nông sản, thực phẩm, dịch vụ công cộng và y tế có thể sẽ ghi nhận kết quả tích cực.

### **Nhiều cổ phiếu đang dần trở nên hấp dẫn về mặt định giá cơ bản, thị giá thấp**

Mặc dù trong quý III thị trường chứng khoán Việt Nam đã ghi nhận một đợt hồi phục khá, tuy nhiên sau đó thị trường cũng đã trải qua một đợt điều chỉnh do những lo ngại từ tình hình kinh tế thế giới cũng như những vấn đề mới nảy sinh trong nước. Theo đó mặt bằng giá cổ phiếu đã trở về mức thấp và tỏ ra hấp dẫn hơn, thống kê cho thấy, trên sàn Hồ Chí Minh P/E tính đến ngày 30/09 là 10,50 và P/B là 2,49. Tuy nhiên nếu loại trừ các cổ phiếu vốn hóa lớn mang tính trụ cột với mức giá được kìm giữ ở mức khá cao trong suốt thời gian qua, thì P/E và P/B của thị trường có lẽ còn thấp hơn thế khá nhiều.

Mặc dù khó khăn kinh tế của năm nay, đặc biệt là với rủi ro kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm như đã phân tích ở trên, có thể sẽ khiến các chỉ số định giá, trong đó có P/E và P/B, tăng lên. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khó khăn kinh tế sẽ không tác động đồng đều với tất cả các nhóm ngành nên thị trường lúc này hoàn toàn có khả năng sẽ xuất hiện những cổ phiếu nổi trội và hấp dẫn về mặt cơ bản. Chúng tôi sẽ cung cấp phân tích về những khó khăn cũng như cơ hội cụ thể của từng nhóm ngành trong phần dưới.

**Biểu đồ 17: PE và PB của sàn HOSE**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

### **Khuyến nghị**

Như vậy nhìn chung bức tranh kinh tế Việt Nam đã và đang có những chuyển biến tích cực hơn, nếu như tình hình thế giới không xảy ra khủng hoảng kép, đồng thời vấn đề nợ công Châu Âu được giải quyết thì triển vọng của thị trường trong quý cuối cùng của năm 2011 có thể sẽ theo hướng khởi sắc hơn so với quý III vừa qua. Tuy nhiên do những khó khăn chưa hoàn toàn bị đẩy lùi nên khả năng để thị trường bứt phá một cách bền vững và chắc chắn là thấp mà thay vào đó có thể sẽ là đợt hồi phục ngắn như đã từng xảy ra vào cuối tháng 5 và giữa tháng 8 vừa qua.

Theo đó đối với các nhà đầu tư ngắn hạn hay lướt sóng sự thận trọng luôn là cần thiết, thời điểm tham gia thị trường thích hợp có lẽ là thời điểm thị trường chuẩn bị hoặc bắt đầu có được thông tin hỗ trợ mạnh, đặc biệt là chuyển biến tích cực hơn từ phía vĩ mô trong nước và thế giới, mà kèm theo đó cần phải có sự cải thiện cả về điểm số lẫn tính thanh khoản. Tuy nhiên chỉ nên đặt kỳ vọng lợi nhuận ở mức vừa đủ để hạn chế tối đa rủi ro.

Đối với các nhà đầu tư theo trường phái dài hạn và cơ bản, thì bước sang quý IV có thể xem như là thời điểm giải ngân thích hợp do hiện tại mặt bằng giá cổ phiếu đã trở về mức thấp kết hợp với tiềm năng tăng trưởng cao ở một số nhóm cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt, không hoặc ít bị ảnh hưởng bởi khó khăn của nền kinh tế.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng đặc biệt khuyến nghị ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn do nhiều khả năng sẽ tiếp tục đem lại lợi suất cao hơn hai nhóm cổ phiếu còn lại như đã phân tích ở trên, nhất là trong trường hợp dòng vốn ngoại trở lại.

Dưới đây, chúng tôi sẽ cung cấp phân tích cụ thể hơn về khó khăn, thách thức, cơ hội đầu tư và khuyến nghị với triển vọng của một số nhóm ngành chính trên thị trường trong giai đoạn sắp tới.

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

#### 1. NGÀNH NGÂN HÀNG

##### Diễn biến ngành Ngân hàng trong Q3.2011

- Lãi suất có xu hướng giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao, chính sách tiền tệ tiếp tục diễn biến theo hướng thận trọng.
- Vấn đề nợ xấu trở nên nghiêm trọng hơn do lãi suất tăng cao trong thời gian vừa qua đã tác động tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.
- Một số biện pháp được thực hiện nhằm ổn định thị trường vàng và giảm bớt áp lực lên tỷ giá.

##### Lịch sự kiện ngành Ngân hàng Q3.2011

Thời gian	Sự kiện
4/7/2011	Hạ lãi suất OMO từ 15% xuống 14%.
20/07/2011	MHB tiến hành đấu giá IPO, mức giá khởi điểm là 11.000 đồng/cp.
3/8/2011	NHNN có Thống đốc mới, ông Nguyễn Văn Bình.
26/08/2011	Quyết định số 1925/QĐ-NHNN: tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên 8% với tiền gửi USD dưới 12 tháng, 6% với tiền gửi USD trên 12 tháng.
29/08/2011	12 NHTM lớn đồng thuận giảm lãi suất cho vay xuống 17-19%/năm từ giữa tháng 9/2011.
30/08/2011	Thông tư số 22/2011/TT-NHNN: hủy bỏ tỷ lệ cấp tín dụng từ nguồn vốn huy động quy định trong TT13 (19) và điều chỉnh hệ số rủi ro đối với một số tài sản có bằng ngoại tệ khi tính CAR.
31/08/2011	Nghị định số 75/2011/NĐ-CP về tín dụng đầu tư (mức vốn cho vay tối đa đối với mỗi dự án bằng 70% tổng mức vốn đầu tư của dự án) và tín dụng xuất khẩu (mức cho vay tối đa bằng 85% giá trị hợp đồng xuất khẩu, nhập khẩu đã ký) của Nhà nước.
1/9/2011	Thông tư số 28/2011/TT-NHNN: NHNN tính trái phiếu doanh nghiệp vào dư nợ tín dụng từ ngày 20/10/2011.
28/09/2011	Thông tư số 30/2011/TT-NHNN: Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi bằng VND không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng là 6%/năm, lãi suất tối đa tiền gửi kỳ hạn 1 tháng trở lên là 14%/năm.
2/10/2011	Kế hoạch 2011-2015: Tăng trưởng tín dụng không quá 3 lần tăng GDP.
6/10/2011	Quyết định số 2210/QĐ-NHNN: điều chỉnh lãi suất tái cấp vốn tăng từ 14%/năm lên 15%/năm; và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng từ 14%/năm lên 16%/năm áp dụng từ 10/10/2011.

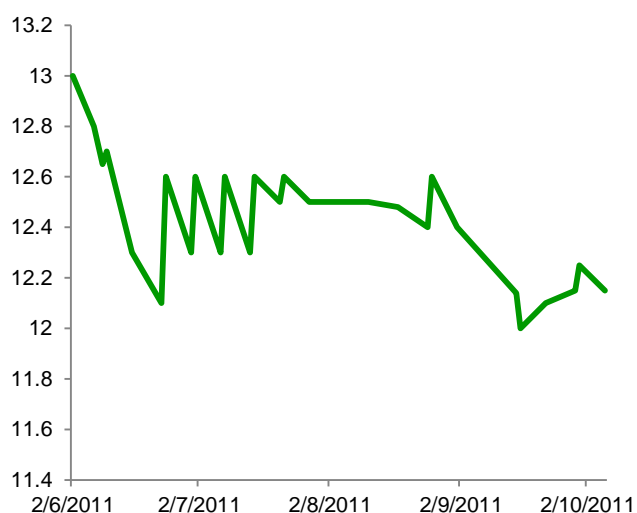
<b>6/10/2011</b>	Thông tư số 32/2011/TT-NHNN: quy định một số ngân hàng thương mại (NHTM) đủ điều kiện sẽ được NHNN xem xét, cho phép chuyển đổi một phần số vàng huy động và giữ hộ tồn quỹ (vàng tồn quỹ) thành tiền để bổ sung nguồn cung vàng trên thị trường trong nước nhằm thu hẹp chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá vàng quốc tế.
<b>6/10/2011</b>	Quyết định số 2209/QĐ-NHNN: giảm lãi suất tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng ngoại tệ của các tổ chức tín dụng tại Ngân hàng Nhà nước từ 0,1%/năm xuống 0,05%/năm; và giảm lãi suất tiền gửi bằng ngoại tệ và Kho bạc Nhà nước tại Ngân hàng Nhà nước từ 0,1%/năm xuống 0,05%/năm.
<b>8/10/2011</b>	Thông tư số 33/2011/TT-NHNN sửa đổi bổ sung Thông tư số 13/2010/TT-NHNN ngày 20/5/2010: quy định hệ số rủi ro là 250% đối với các khoản cho vay được bảo đảm bằng vàng.

### **Lãi suất có xu hướng giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao, chính sách tiền tệ tiếp tục diễn biến theo hướng thận trọng**

Sự kiện nổi bật nhất trong Q3.2011 là việc 12 NHTM lớn đã đồng thuận giảm mặt bằng lãi suất cho vay xuống 17%-19%/năm và thực hiện nghiêm chỉnh lãi suất huy động 14% trong cuộc họp với NHNN diễn ra vào cuối tháng 8. Đây là một trong những nỗ lực của NHNN nhằm kiểm soát mức lạm phát đã tăng cao hơn 20% so với năm trước vào thời điểm này. Đi kèm với sự đồng thuận này, NHNN đã tạo ra cơ chế thuận lợi hơn nhằm đảm bảo sự lưu thông vốn giữa thị trường 1 và 2 thông qua việc ban hành Thông tư 22/2011/TT-NHNN hủy bỏ tỷ lệ cấp tín dụng từ nguồn vốn huy động (tối đa 80%) và điều chỉnh hệ số rủi ro đối với một số tài sản có bằng ngoại tệ khi tính CAR quy định trong Thông tư 13.

Bước đầu, những biện pháp này của NHNN đã tạo được tâm lý tích cực trên thị trường khi một loạt các NHTM đã công bố giảm lãi suất cho vay hoặc áp dụng các mức lãi suất cho vay ưu đãi ở mức 17%-19%/năm. Theo báo cáo của NHNN, tính đến ngày 9/9, đã có 11 NHTM điều chỉnh giảm lãi suất cho vay đối với lĩnh vực nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, xuống mức 17-19% mỗi năm. Trước ngày 5/9 có 5 ngân hàng là BIDV, SHB, VPBank, An Bình và Eximbank. Đến ngày 8/9, có thêm 6 NHTM nữa là CTG, VCB, MHB, MB, Liên Việt, Maritime Bank. Ngoài ra, Chính phủ cũng đã sử dụng lãi suất trúng thầu trái phiếu như một công cụ điều chỉnh kỳ vọng của nhà đầu tư về một mặt bằng lãi suất thị trường giảm dần. Theo quan sát của chúng tôi, lãi suất này đã giảm nhẹ từ đầu tháng 9 cho đến thời điểm hiện tại.

**Biểu đồ 18: Lãi suất trúng thầu trái phiếu kỳ hạn 5 năm (%)**



**Một số NH công bố giảm lãi suất trong Q3**

- **VCB:** lãi suất ưu đãi từ 17%-19%/năm cho lĩnh vực sản xuất, xuất khẩu, nông nghiệp nông thôn.
- **Agribank:** Lãi suất cho vay sản xuất kinh doanh sẽ không quá 19%/năm.
- **STB:** từ 8/9 dành 2.000 tỷ đồng cho vay lĩnh vực XNK và nông nghiệp, phát triển nông thôn với lãi suất ưu đãi 17%-19%/năm.
- **SHB:** kể từ 5/9 áp dụng lãi suất 17%-18%/năm với kỳ hạn cho vay tối đa 06 tháng.
- **Maritime Bank:** lãi suất 17,5%-19% cho DN sản xuất đối với các khoản vay ngắn hạn.
- **VPBank, Eximbank, NamABank, TrustBank, SeaBank:** đồng loạt công bố đưa lãi suất cho vay nông nghiệp và XNK trong tháng 9 xuống 17-19%/năm.

**Nguồn: VCBS tổng hợp**

Tuy nhiên, điều dễ nhận thấy là mức lãi suất ưu đãi mà các NHTM áp dụng chỉ chủ yếu dành cho lĩnh vực XNK và nông nghiệp, nông thôn (vốn là các lĩnh vực luôn nhận được ưu đãi cho vay về lãi suất từ trước đến nay) với kỳ hạn vay ngắn (tối đa là 1 năm). Như vậy có thể hiểu các lĩnh vực còn lại vẫn phải chịu mức lãi suất cho vay từ 20% trở lên. Cũng qua trao đổi với một số ngân hàng, chúng tôi được biết việc giảm lãi suất chỉ tiến hành với một số khách hàng quen thuộc và có uy tín trả nợ tốt, đồng thời mức giảm chỉ từ 1%-1,5%. Do đó, phần nhiều các doanh nghiệp hiện nay vẫn không có khả năng tiếp cận nguồn vốn ngân hàng, đặc biệt là nguồn vốn dài hạn, do không đủ điều kiện vay hoặc lãi suất quá cao.

### **Vấn đề nợ xấu trở nên nghiêm trọng hơn do lãi suất tăng cao trong thời gian vừa qua đã tác động tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp**

Như đã trình bày trong Báo cáo vĩ mô Q2 và Báo cáo ngành Ngân hàng T9.2011, nợ xấu là một trong những vấn đề đáng lo ngại nhất của ngành Ngân hàng từ nay cho đến cuối năm. Trong thời gian gần đây, vấn đề này ngày càng lộ diện rõ nét, thể hiện qua những điểm chính sau đây.

- Theo thống kê của Hiệp hội Doanh nghiệp vừa và nhỏ, hiện có 20% doanh nghiệp bị phá sản, 60% giảm doanh số và phải cắt giảm lao động, số còn lại hoạt động khó khăn. Khó khăn lớn nhất của các doanh nghiệp hiện nay theo cơ quan này là vốn cho sản xuất, kinh doanh khi lãi suất cao, mức cho vay hạn chế, đặc biệt với cho vay trung và dài hạn. Tình hình này cho thấy khả năng trả nợ của các DN vừa và nhỏ đang bị sụt giảm đáng kể.
- Thời gian vừa qua đã xảy ra một số sự việc nghiêm trọng cho thấy nguy cơ nợ xấu với các NHTM ngày càng lớn. Cụ thể:

*Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Kenmark (KID): gặp khó khăn trong việc thanh toán nợ vay cho các ngân hàng*

Tổng số tiền là 52,85 triệu USD và 57,5 tỷ đồng vay từ các NH sau:

- BIDV Thành Đô cho vay 30,15 triệu USD và 27,5 tỷ đồng
- Habubank - chi nhánh Bắc Ninh cho vay 8,1 triệu USD và 8,5 tỷ đồng
- SHB – chi nhánh Quảng Ninh cho vay 14,5 triệu USD và 21,4 tỷ đồng

*Vụ việc lừa đảo chiếm đoạt hơn 2.000 tỷ đồng trên OTC*

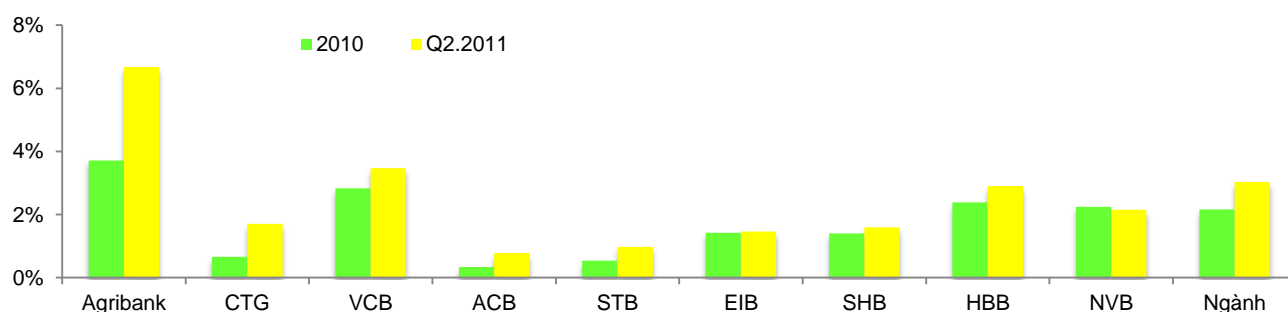
Mặc dù thiệt hại tài chính cụ thể của vụ việc này vẫn chưa được xác định nhưng được khẳng định có liên quan đến một số công ty chứng khoán và ngân hàng với số tiền qui mô lớn.

*Vụ phá sản của CTCP Dược phẩm Viễn Đông (DVD)*

Các NH có liên quan bao gồm NH An Bình (cho vay 368 tỷ đồng), ANZ (95 tỷ đồng), HSBC (52 tỷ đồng), Indovina (44,45 tỷ đồng).

- Tỷ lệ nợ xấu Q2 của một số NH, đặc biệt các NH lớn, tăng cao so với Q1.2011 và cuối năm 2010. Trong đó phải kể đến Agribank tăng từ 3,71% lên 6,67%, CTG tăng từ 0,66% lên 1,71%, VCB tăng từ 2,83% lên 3,47% trong giai đoạn từ cuối 2010 đến Q2.2011.

**Biểu đồ 19: Mức tăng trưởng nợ xấu của một số ngân hàng trong giai đoạn 2010 – Q2.2011**



**Nguồn: VCBS**

## **Một số biện pháp được thực hiện nhằm ổn định thị trường vàng trong nỗ lực giảm bớt áp lực lên tỷ giá**

Ổn định tỷ giá là một trong những mục tiêu hàng đầu của NHNN từ nay đến cuối năm, do đó để hạn chế áp lực tỷ giá đang dần tăng lên vào thời điểm cuối năm, NHNN đã tiến hành một số biện pháp như tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi USD nhằm hạn chế cho vay ngoại tệ và ban hành Thông tư 32/2011/TT-NHNN (TT 32) và Thông tư 33/2011/TT-NHNN (TT 33) nhằm ổn định thị trường vàng. Cụ thể, do nhận thấy sự chênh lệch lớn giữa tín dụng VND và USD trong 7 tháng đầu năm, có nguy cơ tạo nên áp lực với tỷ giá vào cuối năm, NHNN đã tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên 8% với tiền gửi USD dưới 12 tháng, 6% với tiền gửi USD trên 12 tháng nhằm hạn chế nguồn cho vay USD của các NHTM. Đồng thời, TT 32 cho phép 5 NHTM được nhập khẩu vàng nhằm đáp ứng nhu cầu trong nước, thu hẹp khoảng cách giữa giá vàng trong nước và thế giới. Kèm theo đó, TT 33 ban hành mới đây quy định hệ số rủi ro là 250% đối với các khoản cho vay được bảo đảm bằng vàng cũng là động thái hỗ trợ ổn định thị trường vàng trong nước.

Ngoài ra, liên quan đến vấn đề quản lý ngoại hối, NHNN đang xem xét để bổ sung hoặc sửa đổi Thông tư 07/2011/TT-NHNN theo hướng khuyến khích cho vay đối tượng có nguồn thu ngoại tệ, còn các đối tượng khác tiến tới chuyển sang quan hệ mua bán ngoại tệ. Tất cả những biện pháp nêu trên đều cho thấy nỗ lực rất lớn của NHNN trong việc giảm bớt áp lực tỷ giá vào thời điểm cuối năm. Tuy nhiên, việc tỷ giá có biến động mạnh từ nay đến cuối năm 2011 hay không còn phụ thuộc nhiều vào việc điều hành linh hoạt của NHNN cũng như các yếu tố vĩ mô khác về dự trữ ngoại hối, cán cân thương mại của Việt Nam trong thời gian tới.

### **Triển vọng ngành trong Q4.2011**

**Kỳ vọng lãi suất giảm trong 3 tháng cuối năm:** Chúng tôi vẫn tiếp tục giữ quan điểm rằng lãi suất chưa thể giảm mạnh do còn một số vướng mắc như sau:

- Để đảm bảo lợi nhuận cho ngân hàng, nếu lãi suất cho vay ở mức 17% -19% thì lãi suất huy động cần phải giảm xuống 14% - 16%. Tuy nhiên với mức lạm phát hiện nay là 15,68% so với đầu năm, mức lạm phát cho cả năm 2011 sẽ khó có thể thấp hơn 18%. Do đó, việc giảm lãi suất huy động xuống ngay sẽ không thể thu hút nguồn tiền gửi vào ngân hàng.
- Tính đến tháng 8, huy động VND vẫn tăng 3,32% trong khi tín dụng VND lại giảm 1,05% so với tháng trước. Điều này cho thấy nguồn vốn VND huy động với chi phí cao ở mức 17% - 18% trong thời gian vừa qua vẫn còn tồn đọng ở nhiều NH. Do đó, việc giảm lãi suất cho vay tại các ngân hàng này là điều chưa thể thực hiện ngay được. Nếu lãi suất có điều chỉnh giảm ở một số NH cũng chỉ là mức giảm không đáng kể.

**Áp lực tỷ giá có nguy cơ tăng lên vào cuối năm:** Hiện tại, còn khá nhiều yếu tố tiềm tàng tạo sức ép lên tỷ giá, cụ thể:

- Chênh lệch giữa huy động và cho vay ngoại tệ tính đến tháng 7 là 150.000 tỷ đồng (7,3 tỷ USD) trong khi chênh lệch này vào cuối năm 2010 chỉ là 45.000 tỷ đồng (2,3 tỷ USD).
- Nhập siêu trong 8 tháng đầu năm là 6,2 tỷ USD, tương đương 10,2% kim ngạch xuất khẩu.
- Mặc dù tính đến 20/08/2011, 7,3 tỷ USD vốn FDI đã được giải ngân, tăng 1% so với cùng kỳ nhưng tổng vốn đăng ký tính trong 8 tháng qua vẫn thấp, đạt 7,9 tỉ USD với 582 dự án được cấp giấy chứng nhận đầu tư, giảm lần lượt 30% và 34% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Dự trữ ngoại hối tính đến cuối tháng 7 ước đạt 2 tháng nhập khẩu (17 – 17,5 tỷ USD) nhưng vẫn thấp hơn mức yêu cầu tối thiểu (2,5 tháng nhập khẩu), do đó chưa thể hỗ trợ được hoàn toàn sự sụt giảm giá trị của VND.

**Tỷ lệ nợ xấu vẫn tiếp tục tăng:** tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 8,15% trong 8 tháng đầu năm, doanh nghiệp không tiếp cận được vốn phục vụ sản xuất kinh doanh kết hợp với tình hình khó khăn chung của nền kinh tế, do đó khả năng trả nợ của nhiều DN bị giảm sút. Tỷ lệ nợ xấu của các NH lớn như CTG, VCB, ACB, STB và EIB trong Q2 đều tăng nhiều so với Q1 và dự báo sẽ còn tiếp tục tăng trong 2 quý cuối năm. Xu hướng này nhiều khả năng sẽ diễn ra với toàn bộ hệ thống ngân hàng.

**Môi trường pháp lý tiếp tục được cải thiện:** Trong năm 2010, một loạt các văn bản pháp lý đã được ban hành nhằm cải thiện môi trường hoạt động cho hệ thống ngân hàng, trong đó phải kể đến Thông tư 13 (19) và Luật các TCTD 2010. Tuy nhiên, TT13 (19) được đánh giá còn nhiều bất cập và đã được sửa đổi trong Thông tư 22 mới ban hành ngày 30/08. Trong 3 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng một số quy định hiện hành sẽ tiếp tục được sửa đổi, đồng thời Thông tư quy định về phân loại nợ của TCTD và sửa đổi Thông tư 07/2011/TT-NHNN sẽ sớm được ban hành.

#### **Kỳ vọng về một số thay đổi sắp tới từ NHNN:**

- Hạn chế tín dụng 20% sẽ áp dụng linh động và phù hợp với điều kiện riêng của mỗi ngân hàng.
- Áp dụng nhiều các biện pháp điều hành mang tính thị trường hơn thay cho các biện pháp hành chính như hiện nay.
- Giải pháp dành cho 10 NH nhỏ thiếu thanh khoản, có thể được tái cấp vốn với những điều kiện ngặt nghèo và hoạt động trong phạm vi hạn chế nhất định.

#### **Cập nhật một số Doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành**

*Bảng 1: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp niêm yết ngành Ngân hàng*

Mã	TTS (tỷ đ)	VĐL (tỷ đ)	LDR (%)	NIM (%)	ROA ttm (%)	ROE ttm (%)	EPS (đ)	BVPS (đ)	P/E (x)	P/B (x)	Giá (đ)**
CTG	394.665	18.806	99,50	4,40	1,21	21,18	2.836	13.385	8,54	1,78	23.800
VCB	344.207	18.62	74,66	3,33	1,31	16,35	2.562	15.667	10,39	1,69	26.500
ACB	233.266	9.377	47,42	2,72	1,09	20,99	2.718	12.951	8,16	1,71	22.100
STB	141.138	9.179	65,60	4,18	1,29	13,50	1.985	14.708	7,14	1,00	14.700
EIB	142.708	12.527	57,39	3,14	1,66	16,28	2.243	13.773	7,14	1,16	16.000
SHB	61.039	4.909	49,60	2,73	0,92	10,45	1.610	15.403	4,66	0,49	7.500
HBB	48.961	3.001	41,25	2,24*	1,25*	13,48*	1.588*	11.926	4,28	0,57	6.800
NVB	23.318	3.01	64,97	2,98	0,85	6,22	598	9.610	13,88	0,86	8.300
Ngành									<b>8,30</b>	<b>1,50</b>	

*Nguồn: VCBS, số liệu 4 quý gần nhất tính đến Q2.2011, \*: số liệu 2010, \*\*: giá ngày 07/10/2011*

#### **Ngân hàng TMCP Á Châu – Mã CK: ACB**

6T2011 hoàn thành 41,1% kế hoạch 2011: Trong 6T2011, ACB đạt 1.199,7 tỷ đồng LNST, tăng 18,89% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 41,1% kế hoạch năm 2011. Đáng chú ý, ACB đã đặt ra kế hoạch lợi nhuận 2011 khá tham vọng với tăng trưởng 32% so với 2010. Hơn 90% của lợi nhuận này đến từ thu nhập lãi do tín dụng của ACB tăng tới 17% trong 6T2011 so với cuối năm 2010. Huy động từ thị trường 1, 2 và giấy tờ có giá của ACB tăng tới 23,5% so với cuối năm 2010, cao hơn nhiều so với 4 NH niêm yết lớn còn lại và toàn ngành (7,05%). Trong đó, toàn bộ mức tăng đến từ tiền gửi khách hàng (32,3%), tiền gửi của các TCTD khác và giấy tờ có giá đều giảm. Với mức tăng trưởng cao của tiền gửi khách hàng trong giai đoạn chạy đua lãi suất này, chúng tôi cho rằng ACB phải bỏ ra chi phí huy động tương đối cao. Do đó, mặc dù NIM của ACB cải thiện từ 2,42% trong 2010 lên 2,72% trong 6T2011 nhưng vẫn thấp hơn so với VCB, CTG, EIB và STB.

Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng cho vay vàng và ngoại tệ của ACB (56,6%) lớn hơn nhiều so với tốc độ tăng huy động vàng và ngoại tệ (17,7%) trong 6T2011, trong khi đó tỷ lệ cho vay bằng vàng ngoại tệ trong tổng dư nợ là 33,1% (vàng: 17,8%, USD: 15,4%), cao hơn tỷ trọng của tiền gửi vàng và ngoại tệ trong tổng tiền gửi từ thị trường 1 và 2 (15,2%). Điều này khiến ACB có thể gặp phải rủi ro tỷ giá trong những tháng cuối năm. Tuy nhiên, bất chấp những khó khăn trong hoạt động, ACB vẫn duy trì được tỷ lệ ROE ở mức 20,99% trong 6T2011, cao thứ 2 sau CTG. Ngoài ra, khả năng kiểm soát chất lượng tín dụng của ACB cũng là một điểm chúng tôi đánh giá cao. Mặc dù có tăng lên 0,79% trong 2 quý đầu năm, nợ xấu của ACB vẫn thấp hơn nhiều so với 4 NH niêm yết lớn còn lại.

Triển vọng 2011:

*ACB chỉ còn 3% room tín dụng trong 6 tháng cuối năm:* Trong 2 quý cuối năm, ACB chỉ còn 3% room tín dụng, trong khi đó các nguồn thu nhập phi tín dụng khác lại chiếm tỷ trọng không đáng kể. Do đó, lợi nhuận của 2 quý cuối năm khó có thể đạt bằng mức của 2 quý đầu năm. Trong trường hợp này, ACB sẽ không thể hoàn thành mục tiêu lợi nhuận đặt ra cho 2011.

Chúng tôi dự báo ACB có thể đạt 3.203 tỷ đồng LNTT (2.402 tỷ đồng LNST) trong 2011, trong đó lợi nhuận 2 quý cuối năm chỉ bằng 90% lợi nhuận 2 quý đầu năm. EPS 2011 tương ứng của ACB (trong trường hợp tăng vốn thành công lên 11.252 tỷ đồng) đạt 2.520 đồng và P/E forward là 8,7x.

#### **Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín – Mã CK: STB**

6T2011 hoàn thành 55,2% kế hoạch 2011 (riêng lẻ): Theo báo cáo tài chính bán niên riêng lẻ đã kiểm toán, STB đạt 1.490 tỷ đồng LNTT và 1.137 tỷ đồng LNST, hoàn thành 55,2% kế hoạch năm 2011 của riêng Ngân hàng. Trong đó, chỉ có duy nhất thu nhập từ lãi tăng mạnh 97,2% so với cùng kỳ năm trước (chiếm 84,6% tổng thu nhập), thu nhập từ phí dịch vụ tăng 24% trong khi các nguồn thu nhập còn lại đều giảm hoặc bị lỗ. Tuy nhiên, theo kết quả hợp nhất, LNTT trong 6T2011 giảm xuống còn 1.467 tỷ đồng (tăng 35,5% so với cùng kỳ) do khoản lỗ từ mua bán chứng khoán kinh doanh đã tăng từ 67,8 tỷ đồng lên 174,7 tỷ đồng.

Khác với 4 NH còn lại, tín dụng của STB không tăng mà giảm nhẹ 2,5% so với cuối năm 2010, do sự sụt giảm 8,7% của các khoản cho vay bằng VND (chiếm 77,6% tổng dư nợ) trong khi cho vay bằng ngoại tệ (chiếm 22,4% tổng dư nợ) vẫn tăng mạnh 28,9%. Huy động của STB cũng sụt giảm nhẹ 0,8% so với cuối năm 2010, trong đó tiền gửi khách hàng giảm 4% (chủ yếu là tiền đồng), chứng chỉ tiền gửi giảm 11,2%, huy động từ thị trường 2 mặc dù tăng nhưng là do tiền vay các TCTD khác tăng lên 204% chứ không phải do tăng tiền gửi. Điều này cho thấy trong 6T2011, STB có gặp khó khăn về thanh khoản, đặc biệt là huy động tiền VND.

Đáng chú ý, tổng tài sản của STB giảm 7,4% nhưng thu nhập lãi thuần vẫn tăng tới 80,8% do NH không ráo riết chạy đua lãi suất nhằm tăng huy động trong thời gian qua, trong khi lãi suất cho vay đầu ra lại ở mức tương đối cao. Điều này khiến cho NIM của STB tăng nhanh chóng từ 3,07% trong 2010 lên 4,18% trong 6T2011. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng STB sẽ khó duy trì được mức NIM này trong 2 quý cuối năm do mặt bằng lãi suất đã có xu hướng giảm, đồng thời tín dụng và huy động giảm sẽ không phải là yếu tố tích cực cho hoạt động kinh doanh của NH.

9T2011 hoàn thành 80,5% kế hoạch năm: Theo thông tin mới nhất từ STB, tính đến 30/09, LNTT của riêng NH mẹ đạt 2.174 tỷ đồng, hoàn thành 80,5% kế hoạch lợi nhuận 2011. STB cũng kỳ vọng có thể đạt mức 3.000 tỷ đồng LNTT vào thời điểm cuối năm 2011.

#### Triển vọng 2011:

Nếu STB không cải thiện được tăng trưởng huy động trong 2 quý cuối năm, NH khó có thể duy trì được mức lợi nhuận như 6T2011. Chúng tôi dự báo STB có thể đạt 2.905 tỷ đồng LNTT hợp nhất (2.179 tỷ đồng LNST) trong 2011, tăng 13,5% so với năm 2010. EPS 2011 tương ứng của STB đạt 2.340 đồng và P/E forward là 6,2x.

#### **Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam – Mã CK: EIB**

6T2011 hoàn thành 56% kế hoạch 2011: Trong 6T2011, EIB đạt 1.261,96 tỷ đồng LNST, tăng mạnh 77% so với cùng kỳ và hoàn thành 56% kế hoạch năm 2011. Trong đó, tín dụng tăng 10,6% so với đầu năm và thu nhập lãi thuần tăng 94,9% so với cùng kỳ. Do đó, NIM của EIB tăng mạnh từ 2,51% trong 2010 lên 3,13% trong 6T2011. Huy động từ thị trường 1, 2 và giấy tờ có giá của EIB tăng 6% so với cuối năm 2010, tuy nhiên tiền gửi khách hàng hầu như không đổi do tiền gửi cá nhân (chiếm 64,5%) tăng 14,7% trong khi tiền gửi từ tổ chức kinh tế (chiếm 35,5%) lại giảm 19,6%. Sự sụt giảm tiền gửi từ các tổ chức kinh tế là xu hướng chung diễn ra với hầu hết các NH trong giai đoạn 6 tháng đầu năm. Hoạt động dịch vụ cũng tăng mạnh 2,8 lần so với cùng kỳ trong khi các hoạt động còn lại đều lỗ.

Mặc dù tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của EIB vẫn tương đối thấp so với trung bình của 4 NH CTG, VCB, ACB và STB (16,28% so với 18% trong 2Q2011) nhưng đã được cải thiện đáng kể so với những năm trước. Trong khi đó EIB vẫn dẫn đầu các NH niêm yết về tỷ lệ ROA trong 6 tháng đầu năm (1,66%). Trong 2009 và 2010, EIB duy trì được tốc độ tăng lợi nhuận rất ấn tượng (khoảng 60%) bất chấp những khó khăn của ngành ngân hàng trong 2010. Đáng chú ý, mặc dù EIB có quy mô vốn điều lệ lớn nhưng Ngân hàng đã chưa tận dụng tốt được lợi thế này trong những năm trước đó. Do đó, chúng tôi đánh giá tăng trưởng của EIB trong hơn 2 năm trở lại đây là nỗ lực vượt bậc của Ngân hàng trong việc đầu tư nguồn vốn đúng hướng và có chiến lược kinh doanh linh hoạt, sắc nét hơn.

#### Triển vọng 2011:

*Thu nhập lãi vẫn là nguồn thu chính trong Q4.2011:* Trong Q4.2011, hoạt động tín dụng và dịch vụ vẫn là 2 nguồn thu nhập chính của EIB. Chúng tôi không kì vọng các nguồn thu nhập khác của EIB được cải thiện nhiều trong năm nay. Ngày 19/08/2011 vừa qua, EIB đã được NHNN chấp thuận tăng vốn điều lệ từ 10.560 tỷ đồng lên 12.355 tỷ đồng, dự kiến thực hiện trong Q3 hoặc Q4. Vốn phát hành thêm được sử dụng từ nguồn thặng dư vốn cổ phần, do đó tỷ lệ sở hữu cổ phần của các cổ đông không thay đổi.

Chúng tôi cho rằng EIB có khả năng đạt hoặc thậm chí vượt mục tiêu LNTT 3.000 tỷ đồng trong 2011 do điều kiện thị trường thuận lợi hơn vào những tháng cuối năm. Với mức LNTT 2011 dự báo là 3.196 tỷ đồng (LNST 2.397 tỷ đồng), EPS 2011 của EIB đạt 2.207 đồng và P/E forward là 7,2x.

#### **Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam – Mã CK: CTG**

6T2011 hoàn thành 76,7% kế hoạch 2011: Kết quả kinh doanh 6T2011 CTG đạt 2.919 tỷ đồng LNST, tăng mạnh 76,7% so với 6 tháng đầu năm 2010 và hoàn thành 76,7% kế hoạch năm. Tín dụng tăng 11,7% so với cuối năm 2010 và thu nhập lãi thuần tăng 75,7% so với cùng kỳ. Do đó, NIM của CTG được cải thiện đáng kể trong Q2.2011 đạt 4,4%, tăng mạnh so với 3,51% trong 2010. Tại thời điểm này, CAR của CTG cũng đã tăng lên 9,82% từ 9% vào cuối 2010.

8T2011 hoàn thành 87% kế hoạch 2011: Tính đến ngày 08/09/2011, tổng tài sản của CTG đạt 424.153 tỷ đồng, tăng 15,3% so với cuối năm 2010. LNTT đạt 4.434 tỷ đồng, hoàn thành 87% kế hoạch năm 2011. Dư nợ cho vay trong giai đoạn này đạt 271.000 tỷ đồng, tăng 15,7% so với đầu năm. Như vậy trong 4 tháng cuối năm trung bình mỗi tháng tăng trưởng tín dụng còn dư địa 1%. Đặc biệt, cho vay phi sản xuất của CTG chỉ ở mức 8%, thấp hơn nhiều so với mức yêu cầu của NHNN vào thời điểm 30/06/2011 (22%) và cuối năm 2011 (16%).

Tỷ lệ nợ xấu của CTG tăng mạnh trong Q2.2011, đạt mức 1,71% trong khi Q1 chỉ là 0,71%. Tuy nhiên, theo thông tin từ CTG, tỷ lệ này đã giảm xuống 1,22% tại thời điểm đầu tháng 9 chủ yếu do các khoản nợ của Vinashin đã được chuyển thành nợ khoanh.

#### Triển vọng 2011:

*Phát hành 500 triệu USD trái phiếu quốc tế sẽ tăng cường nguồn vốn trung và dài hạn:* Mặc dù tín dụng tăng 11,7%, huy động trong 6T2011 giảm 7,7% so với cuối 2010, trong đó tiền gửi khách hàng giảm 6,7% do các NH nhỏ chạy đua lãi suất và các tập đoàn kinh tế lớn rút bớt tiền để tài trợ cho hoạt động kinh doanh do kinh tế khó khăn. Điều này có thể ảnh hưởng đến tình hình thanh khoản của CTG vào những tháng cuối năm 2011 trong bối cảnh NHNN phát tín hiệu nới lỏng tín dụng cho nền kinh tế. Tuy nhiên, CTG đang tiến hành phát hành trái phiếu quốc tế trị giá 500 triệu USD nhằm tăng cường nguồn vốn trung và dài hạn; và đã hoàn thành bước đầu tiên là lựa chọn nhà tư vấn phát hành (HSBC và Barclays). Chúng tôi cho rằng, với uy tín và kinh nghiệm của HSBC, trái phiếu của CTG sẽ được xếp hạng tốt, nâng cao khả năng thành công của đợt phát hành. Khi đó vấn đề thanh khoản của CTG sẽ nhanh chóng được giải quyết.

*Việc bán 15% cổ phần cho Bank of Nova Scotia chưa thực hiện trong 2011 nhưng không ảnh hưởng đến hệ số CAR:* Việc bán 15% cổ phần cho Bank of Nova Scotia (BNS) của CTG kéo dài hơn dự kiến do 2 bên vẫn chưa

thống nhất được về giá. Thời gian hoàn tất dự kiến là vào đầu năm 2012. Thay vào đó, CTG đã đề nghị với NHNN phê duyệt việc tăng vốn điều lệ đợt 3 (thêm 6.500 tỷ đồng) từ cổ đông hiện hữu nhưng chưa được NHNN chấp thuận. Tuy nhiên, CTG khẳng định việc này không ảnh hưởng gì đến việc đảm bảo các hệ số an toàn hoạt động của NH, trong đó có hệ số CAR.

Với diễn biến chính sách tiền tệ như hiện nay và kết quả kinh doanh của CTG trong 8T2011, chúng tôi cho rằng CTG có thể đạt 5.987 tỷ đồng LNTT (4.490 tỷ đồng LNST) cho cả năm 2011, tăng 31,8% so với 2010 và vượt kế hoạch 17,4%. Mức EPS tương ứng (sau khi tăng vốn đợt 2 lên 20.230 tỷ đồng) là 2.663 đồng/cp. Với mức giá ngày 07/10 là 23.800 đồng, P/E forward của CTG ở mức 8,9x.

### **Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam – Mã CK: VCB**

8T2011 hoàn thành 71,5% kế hoạch 2011: Theo thông tin từ VCB, kết quả kinh doanh 8T2011 VCB đạt 4.041 tỷ đồng LNTT, hoàn thành 71,5% kế hoạch năm. Tín dụng tăng 8,72% so với 2010, trong đó tín dụng ngoại tệ tăng 20% và tín dụng VND chỉ tăng 3%. Huy động tăng 8,55% so với cuối năm 2010, trong đó huy động từ khu vực dân cư tăng mạnh trên 20% (chiếm 51,55% tổng huy động). Mặc dù trong những tháng đầu năm, huy động của VCB gặp khó khăn nhưng 3 tháng trở lại đây, VCB đã huy động tốt từ khu vực dân cư và thanh khoản được cải thiện.

Riêng thu nhập từ kinh doanh ngoại tệ đạt 820 tỷ, gấp 1,5 lần thu nhập ngoại tệ của cả năm 2010. Đồng thời, thu nhập dịch vụ tăng 15% so với cùng kỳ năm trước. Thị phần thanh toán xuất nhập khẩu được cải thiện, chiếm 21% thị phần toàn hệ thống và đóng góp đáng kể vào thu nhập dịch vụ.

NIM của VCB được cải thiện lên 3,33% trong Q2.2011 so với 2,9% trong 2010. Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu lại tăng đáng kể lên 3,47% trong Q2.2011 từ mức 2,8% trong 2010. Đây là một trong những vấn đề lo ngại của VCB trong những tháng còn lại của năm 2011.

Ngày 30/09/2011, VCB đã chính thức bán 15% vốn cổ phần cho Mizuho (tương đương 347,6 triệu cổ phiếu) với giá 34.000 đồng/cổ phần (cao hơn 24% so với giá đóng cửa của VCB ngày 30/09). Mizuho sẽ là đối tác chiến lược nước ngoài duy nhất của VCB.

#### Triển vọng 2011:

Chúng tôi cho rằng VCB sẽ đẩy mạnh hoạt động của mình trong Q4.2011 và tăng trưởng tín dụng cả năm có thể đạt 18%, do đó dự đoán VCB đạt 6.247 tỷ đồng LNTT cho cả năm 2011 (4.685 tỷ đồng LNST), tăng 14% so với 2010 và vượt kế hoạch 10,6%. Mức EPS tương ứng (sau khi phát hành cho Mizuho) là 2.533 đồng/cp. Với mức giá ngày 07/10 là 26.500 đồng, P/E forward của VCB ở mức 10,4x.

## **2. NGÀNH DẦU KHÍ**

### **Diễn biến ngành dầu khí trong Q3.2011**

- Giá xăng, dầu quốc tế đã giảm mạnh trong quý 3 tuy nhiên vẫn ở mức cao trong khi giá khí hóa lỏng (LPG) biến động theo chiều hướng giảm.
- Bộ Công Thương giảm giá xăng dầu từ 600 – 900 đồng/lít
- 9 tháng đầu năm 2011, PVN đạt doanh thu 493 nghìn tỷ đồng, bằng 98% kế hoạch năm, tăng 47% so với cùng kỳ năm 2010.

### **Lịch sự kiện ngành dầu khí Việt Nam trong Q3.2011**

Thời gian	Sự kiện
22/07/2011	PV Oil chào bán 2,2 triệu thùng dầu giao tháng 9

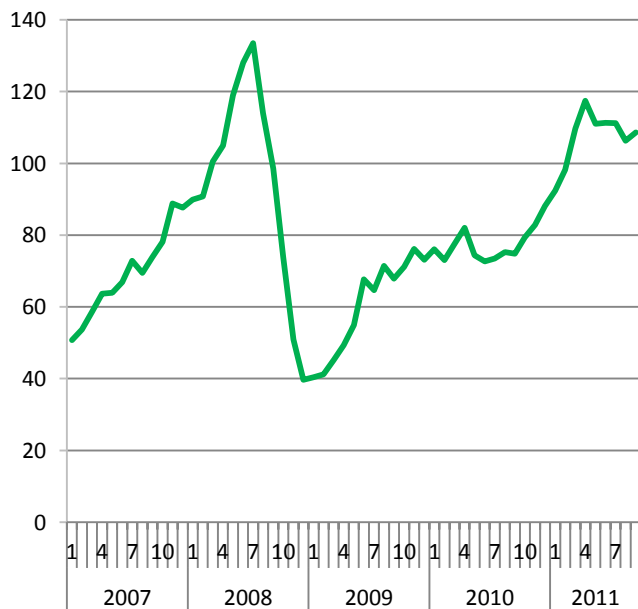
24/07/2011	Petrolimex lãi trên cáo bạch
25/07/2011	Nhập siêu xăng dầu vượt 5 tỷ USD
27/07/2011	Petrolimex được sử dụng 60 cơ sở nhà đất
28/07/2011	7 tháng: Xuất khẩu dầu thô đạt hơn 4,1 tỷ USD
31/07/2011	Đề xuất thu thêm đến 1.000 đồng/lít xăng dầu
01/08/2011	PV Oil bán dầu thô từ mỏ Ruby cho Vitol và Chevron
01/08/2011	Giá gas tăng lần thứ 8 từ đầu năm đến nay
02/08/2011	Tiêu thụ xăng dầu tháng 7 giảm mạnh
04/08/2011	Mỏ Thiên Ưng cho 220 triệu m3 khí thiên nhiên mỗi năm
09/08/2011	Bộ Tài chính hứa hẹn giá xăng 'có lợi nhất' cho người mua
10/08/2011	PV Gas mua khí LNG từ Qatar Gas
12/08/2011	Doanh nghiệp xăng dầu tăng chiết khấu cho đại lý 50-100 đồng
12/08/2011	PV Gas dự kiến vay nước ngoài 700 triệu USD xây kho chứa LNG
16/08/2011	Theo kế hoạch 5 năm của PetroVietnam do Thủ tướng phê duyệt, đến 2015, xăng dầu "nội" sẽ chiếm khoảng 60% thị trường
26/08/2011	Giá xăng dầu giảm từ 300 - 500 đồng/lít
26/08/2011	Xăng dầu Dung Quất tái xuất trên thị trường
01/09/2011	Việt Nam thu 8,1 tỷ USD từ bán dầu thô trong 8 tháng
16/09/2011	Bộ Tài chính bác đề nghị tăng giá xăng dầu
07/10/2011	PV GAS: LNTT 9 tháng đạt 4.477 tỷ đồng, vượt kế hoạch năm 3%
10/10/2011	Giá dầu giảm 300 - 400 đồng/lít
11/10/2011	PetroVietnam: 9 tháng đạt 493 nghìn tỷ đồng tổng doanh thu

**Giá xăng, dầu quốc tế đã giảm trong quý 3 tuy nhiên vẫn ở mức cao trong khi giá khí hóa lỏng (LPG) biến động theo chiều hướng giảm.**

Tính chung cả tháng 9 vừa qua, dầu thô hợp đồng giảm giá 11%. Còn tính từ tháng 7 cho tới hết tháng 9/2011, giá dầu loại này đã giảm 17%. Đây là quý giao dịch tồi tệ nhất của dầu kỳ hạn kể từ giai đoạn từ tháng 6 - 9/2008, thời điểm cao trào của cuộc khủng hoảng tài chính trước đây. Mức giảm giá mạnh của dầu thô là kết quả của những lo ngại về sự giảm tốc tăng trưởng của nền kinh tế thế giới cũng như sự lan rộng của khủng hoảng nợ tại châu Âu, bế tắc trong vấn đề nâng trần nợ ở Mỹ.

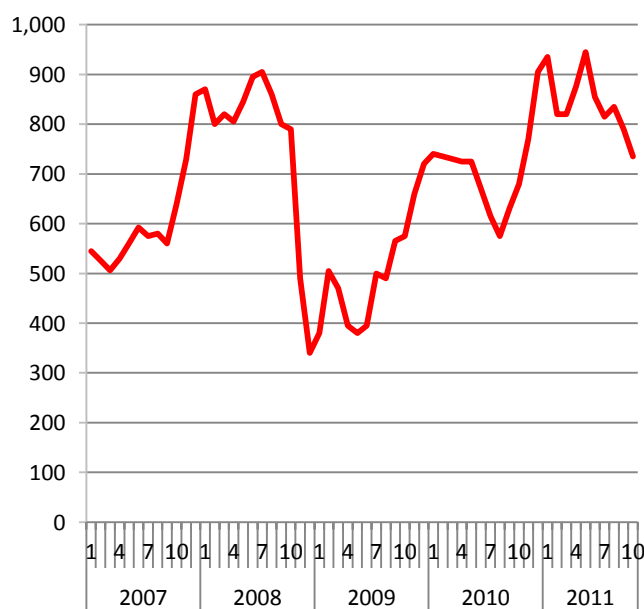
Giới quan sát cho rằng, với những bất ổn hiện nay mà kinh tế toàn cầu đang đối mặt, nhu cầu sử dụng dầu sẽ suy giảm mạnh. Một số yếu tố khác cũng gây bất lợi cho giá dầu ở thời điểm này. Báo cáo dự trữ tăng hơn dự kiến vì công suất của các nhà máy lọc dầu giảm và việc mở bán hơn 2 triệu thùng dầu từ kho dự trữ theo cam kết với Cơ quan năng lượng quốc tế (IEA). Nước xuất khẩu dầu lớn nhất thế giới là Saudi Arabia đang thực hiện đúng lời hứa tăng sản lượng, với mức sản lượng đạt cao nhất kể từ thập niên 1980. Saudi Arabia tăng sản lượng ngay khi các nước phát triển mới đây mở kho dự trữ dầu chiến lược để hạ nhiệt giá năng lượng này.

**Biểu đồ 20: Biến động giá dầu thế giới (USD/Thùng)**



**Nguồn: EIA, VCBS tổng hợp**

**Biểu đồ 21: Biến động giá khí LPG – Texas (USD/1000m3)**



**Nguồn: lpgaustalia.com.au, VCBS tổng hợp**

### **Bộ Công Thương giảm giá xăng dầu từ 600 – 900 đồng/lít qua 2 lần giảm trong quý**

Mặc dù trong Quý 3/2011, giá xăng dầu trên thị trường thế giới có nhiều biến động và đã có lúc giảm khá sâu, nhưng sau khoảng 5 tháng kể từ lần giá xăng dầu tăng thêm 2.000 - 2.800 đồng/lít vào ngày 29/3, hiện nay Bộ Tài Chính và Bộ Công Thương mới chỉ điều chỉnh giảm giá bán lẻ của các mặt hàng này từ 600 – 900 đồng/lít.

- Lần giảm 1 - ngày 26/08/2011: mức giảm từ 300 – 500 đồng/lít. Cụ thể giá xăng A92 giảm 500 đồng/lít, từ 21.300 đồng/lít xuống còn 20.800 đồng/lít. Giá dầu diesel 0,05S từ 21.100 đồng/lít giảm xuống còn 20.800 đồng/lít; dầu hỏa từ 20.800 đồng/lít giảm xuống là 20.500 đồng/lít.
- Lần giảm 2 – ngày 10/10/2011: Giá dầu giảm 300 - 400 đồng/lít, cụ thể dầu diesel 0,05S từ mức 20.800 đồng/lít giảm xuống còn 20.400 đồng/lít; dầu hỏa giảm 300 đồng xuống 20.200 đồng/lít. Đối với xăng A92, giá vẫn giữ nguyên như hiện nay là 20.800 đồng/lít. Dầu mazut cũng tiếp tục giữ mức giá hiện hành.
- Ngoài yêu cầu giảm giá bán xăng dầu, Bộ Tài chính còn giảm mức trích quỹ bình ổn giá với mặt hàng xăng ở nhiệt độ thực tế từ 400 đồng/lít xuống còn 300 đồng/lít đối với lượng xăng thực tế bán ra; giữ ổn định mức trích quỹ bình ổn giá với mặt hàng diesel, dầu hỏa, mazut là 300 đồng/lít (kg).
- Thuế nhập khẩu đối với các loại xăng, dầu vẫn tiếp tục thực hiện như hiện nay.

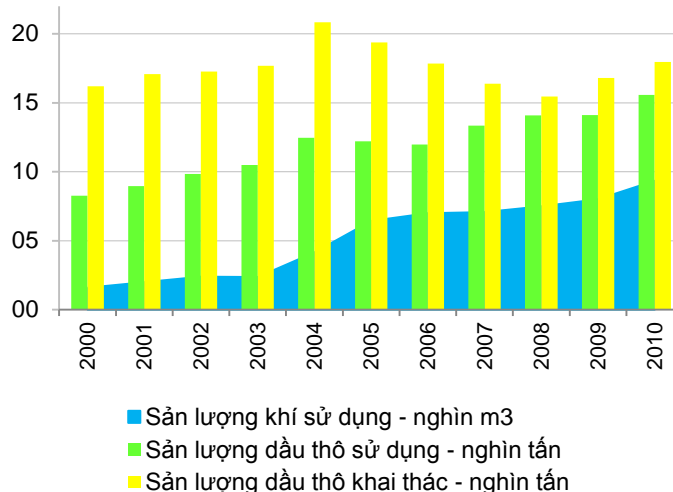
Theo chúng tôi, việc Bộ Tài Chính và Bộ Công Thương quyết định giảm giá xăng dầu nội địa trong khi năm 2011, giá xăng dầu thế giới biến động và vẫn đang ở mức giá cao so với năm 2010 thể hiện quyết tâm bình ổn giá, kiềm chế lạm phát theo Nghị định 84 của Chính phủ.

**9 tháng đầu năm 2011, PVN đạt doanh thu 493 nghìn tỷ đồng, bằng 98% kế hoạch năm, tăng 47% so với cùng kỳ năm 2010**

Trong đó : doanh thu bán dầu 9 tháng đạt 9,3 tỷ USD, bằng 109% kế hoạch năm, tăng 49% so với cùng kì năm 2010.

Từ đầu năm đến nay, PVN đã đưa 3 mỏ dầu khí vào khai thác (2 mỏ ở trong nước và 1 mỏ ở nước ngoài). Tổng sản lượng khai thác quy dầu đạt 17,45 triệu tấn, đạt 75% kế hoạch năm 2011. Bao gồm: 10,95 triệu tấn dầu đạt 73% kế hoạch năm; và 6,50 tỷ m<sup>3</sup> khí, bằng 79,3% kế hoạch năm 2011. Sản lượng kinh doanh xăng dầu đạt 3,43 triệu tấn, tăng 7,0% so với cùng kỳ năm 2010, trong đó từ nguồn nhập khẩu là 1,36 triệu tấn. Ngoài ra, PVN còn ký 05 hợp đồng/thỏa thuận dầu khí mới (4 ở trong nước và 1 ở nước ngoài).

**Biểu đồ 22: Sản lượng dầu và khí Việt Nam gần đây**



**Nguồn: BP – World Energy Report – June 2011**

### Triển vọng ngành trong Q4.2011

#### Dự báo trái chiều về giá dầu thế giới năm 2011

Do những diễn biến phức tạp của các sự kiện kinh tế, chính trị khiến cho giá dầu liên tục biến động trái chiều, hiện tại các cơ quan năng lượng quốc tế đang đưa ra những dự báo trái chiều về giá dầu thế năm 2011. Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) vừa hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu thế giới, trong khi Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) lại đưa ra triển vọng vô cùng lạc quan. IEA đã hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu năm 2011 xuống còn 990.000 thùng/ngày, thấp hơn dự báo cũ 50.000 thùng. Nguyên nhân là do nhu cầu thấp hơn ở Trung Đông, Trung Quốc và Mỹ. Trường hợp kinh tế rơi vào suy thoái, IEA cho rằng nhu cầu dầu sẽ tăng trưởng yếu hơn rất nhiều. EIA trong khi đó lại dự báo nhu cầu dầu sẽ tăng trưởng 1,32 triệu thùng/ngày lên 88,4 triệu thùng/ngày trong năm nay và tăng 1,44 triệu thùng/ngày trong năm tới. Trước đó, OPEC đã hạ dự báo nhu cầu dầu thế giới lần thứ 3 trong năm nay, với mức tăng trưởng 0,88 triệu thùng/ngày.

#### Trữ lượng dầu mỏ, khí đốt của Việt Nam tuy ít nhưng vẫn chưa được khai thác nhiều

Theo báo cáo mới nhất của BP tháng 6/2011, Việt Nam vẫn còn 4,4 triệu thùng dầu và 0,6 tỷ m<sup>3</sup> khí chưa khai thác. Trữ lượng dầu và khí của Việt Nam như vậy theo chúng tôi là rất khiêm tốn so với các nước trên thế giới. Mặc dù vậy, hệ số trữ lượng trên sản xuất (hệ số Reserves/Production) của Việt Nam theo BP vẫn đang cao nhất khu vực Châu Á Thái Bình Dương do chúng ta mới chỉ đi vào khai thác mạnh mẽ nguồn tài nguyên quý giá này trong 10 năm gần đây. Tuy nhiên với sản lượng đang được khai thác như hiện nay, nếu Việt Nam không phát hiện thêm trữ lượng thì chỉ vài chục năm nữa sẽ hết nguồn khai thác. Đây là bài toán khó không chỉ cho PVN mà còn cho cả Việt Nam nói chung vì việc thiếu hụt nguồn nguyên nhiên liệu dầu khí sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế của cả nước.

#### Kỳ vọng giá xăng dầu giảm trong 3 tháng cuối năm

Vừa qua, ngày 20/9/2011, sau khi Bộ Tài chính tổ chức hội thảo về cơ chế điều hành giá xăng dầu, nhiều vấn đề liên quan đến công tác điều hành, quản lý cũng như tính minh bạch trong hoạt động kinh doanh xăng dầu đã gây nhiều ý kiến trái chiều. Đặc biệt, trong khi lãnh đạo Bộ Tài chính khẳng định, kinh doanh xăng dầu hiện đang có lãi, thì đại diện lãnh đạo Bộ Công Thương và một số doanh nghiệp xăng dầu lại cho rằng họ đang lỗ. Thể hiện quyết tâm bình ổn, công khai và minh bạch giá xăng dầu, đặc biệt là câu chuyện lỗ lãi và giá vốn của các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu, vừa qua Thủ tướng đã yêu cầu các bộ, ngành liên quan phải điều hành kinh doanh

và thực hiện giá xăng dầu nhất quán, từng bước theo cơ chế thị trường có sự quản lý của Nhà nước theo đúng quy định tại Nghị định số 84/CP về kinh doanh xăng dầu. Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới, hoạt động kinh doanh phân phối của các doanh nghiệp xăng dầu sẽ minh bạch, hiệu quả hơn và từ đó giá xăng dầu sẽ được điều chỉnh giảm.

### Cập nhật một số Doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành

**Bảng 2: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp niêm yết ngành Dầu khí**

Mã CP	TTS (tỷ đồng)	VĐL (tỷ đồng)	Nợ/VCSH	Tỷ suất LN ròng	ROA	ROE	% KH LN	EPS (TTM) (đồng)	BV (đồng)	P/E (lần)	P/B (lần)	Giá ngày 14/10/2011 (đồng)
ASP	1.146	228	3,73	(0%)	0%	1%	(19%)	156	9.377	35,9	0,6	5.600
CMI	181	74	1,23	4%	4%	9%	n/a	449	5.208	13,3	1,4	5.800
CMV	380	96	1,74	1%	10%	27%	75%	4.130	10.897	6,0	2,3	24.600
COM	454	141	0,29	0%	7%	10%	43%	2.668	24.064	13,1	1,5	35.000
PCG	387	189	0,85	2%	2%	4%	n/a	448	11.089	10,0	0,4	4.500
PGD	1.241	429	0,50	9%	25%	38%	139%	8.145	19.211	4,4	1,8	35.500
PJT	135	84	0,35	3%	9%	12%	59%	1.378	11.916	4,4	0,5	6.000
PSC	207	48	0,96	1%	5%	9%	54%	2.355	15.106	5,1	0,8	12.100
PVC	1.185	350	1,09	6%	13%	27%	47%	5.201	16.077	3,0	1,0	15.500
PVD	15.446	2.105	1,71	11%	7%	18%	58%	4.897	26.427	7,8	1,5	38.400
PVG	1.559	277	2,91	1%	9%	36%	83%	5.340	14.254	2,4	0,9	12.700
PVS	22.571	2.978	3,47	4%	4%	19%	72%	3.645	16.328	4,2	0,9	15.400
PXM	772	150	4,02	1%	2%	10%	4%	1.055	10.261	7,4	0,8	7.800
PXS	1.182	375	1,50	13%	11%	26%	52%	4.598	12.163	2,3	0,9	10.400
PXT	754	200	2,50	5%	4%	13%	17%	1.383	10.756	4,2	0,5	5.800
<b>Ngành</b>	<b>3.173</b>	<b>515</b>	<b>1,79</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>17%</b>	<b>53%</b>	<b>3.057</b>	<b>14.209</b>	<b>8,2</b>	<b>1,0</b>	<b>15.673</b>

**Nguồn: BCTC Q2/2011 các công ty, Stox – số liệu 4 quý gần nhất, VCBS tổng hợp**

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

PVC là DN Việt lớn, chuyên cung cấp các sản phẩm về dung dịch khoan và hóa phẩm dầu khí và là một trong hai doanh nghiệp độc quyền phân phối hạt nhựa PP của Nhà máy Polypropylene Dung Quất.

6 tháng đầu năm đạt 49% kế hoạch doanh thu và 47% kế hoạch LN: Trong tháng 4/2011, PVC đã bán toàn bộ 4.009.824 cổ phần tại CNG Việt Nam với giá chuyển nhượng là 23.000 đồng/CP. Việc chuyển nhượng này đem lại cho PVC khoản lãi hơn 50 tỷ đồng. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2011 PVC đạt 1.173,8 tỷ đồng doanh thu, 67,67 tỷ đồng LNST. So với cùng kỳ năm ngoái, doanh thu tăng 142%, LNST tăng 165%. Doanh thu từ hoạt động sản xuất hóa phẩm và cung ứng hóa chất vẫn là nguồn thu chính của PVC. Với kết quả đạt được, PVC đã đạt được 49% kế hoạch doanh thu và 47% kế hoạch lợi nhuận năm 2011.

9 tháng đầu năm ước đạt 93% kế hoạch doanh thu và 66% kế hoạch LN: PVC đạt 1.950 tỷ doanh thu và 94,3 tỷ LNST. Trong những tháng cuối năm 2011, PVC dự định tăng VĐL lên 600 tỷ bằng việc phát hành thêm cổ phần với mệnh giá 10.000 đồng/CP cho các cổ đông hiện hữu, cán bộ công nhân viên và với mệnh giá 11.000 đồng/CP cho đối tác chiến lược. Dự kiến sau khi phát hành PVN sẽ giảm tỉ lệ sở hữu tại PVC xuống còn 28,8%, các cổ đông chiến lược sở hữu 10,75%.

#### Triển vọng 2011:

Năm 2011, PVC đặt kế hoạch 2.100 tỷ doanh thu và 143 tỷ LNST. Chúng tôi cho rằng công ty có thể hoàn thành kế hoạch doanh thu dựa trên những lý do sau:

- Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của PVC là cung ứng các sản phẩm hóa dung dịch khoan và hóa phẩm dầu khí và dịch vụ hóa kỹ thuật đã thoát khỏi thua lỗ, bắt đầu sinh lời từ năm 2010, sang năm 2011 vẫn được duy trì tốt.
- Liên doanh MI-VN được hợp nhất vào PVC kể từ tháng 7/2011 (PVC tăng tỉ lệ nắm giữ lên 51% VĐL). Liên doanh MI-Việt Nam hiện đang chiếm 75% thị phần dung dịch khoan Việt Nam. Năm 2010, MI – VN đạt doanh thu hơn 1.000 tỷ và LNST xấp xỉ 160 tỷ.
- PVC có nguồn doanh thu ổn định từ hoạt động phân phối độc quyền hạt PP của Nhà máy Polypropylene Dung Quất (sản lượng cố định hàng năm là 24.500 tấn). Năm 2010, doanh thu từ hoạt động này đem lại cho PVC 660 tỷ.

Với giả định trong 3 tháng cuối năm thị phần cung cấp dung dịch khoan và hóa phẩm dầu khí không thay đổi, ngoài ra với việc MI-VN được hợp nhất vào PVC, chúng tôi ước tính năm 2011 PVC sẽ hoàn thành vượt mức doanh thu hơn 20%. Tuy nhiên với tỉ suất lợi nhuận biên của mảng sản xuất và kinh doanh dung dịch khoan, hóa phẩm dầu khí đang dần xấu (chỉ đạt xấp xỉ 5%), do đó chúng tôi khá lo lắng về khả năng hoàn thành kế hoạch LNST của PVC.

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

PVD đang là doanh nghiệp duy nhất trong PVN cung cấp các dịch vụ khoan. Hiện tại, PVD đang chiếm lĩnh 50% thị phần dịch vụ giàn khoan tại Việt Nam

6 tháng đầu năm đạt Kết quả HĐSXKD 6 tháng đầu năm 2011: Mặc dù những tháng đầu năm 2011 là những tháng ngành dầu khí gặp nhiều khó khăn do giá dầu tăng cao, các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng trực tiếp đến ngành và doanh nghiệp dầu khí nói riêng như lạm phát, tỉ giá... nhưng tình hình sản xuất kinh doanh của PVD khá tốt. Doanh thu 6 tháng đạt 4.151 tỷ, tăng 28% so với cùng kì 2010. LNST đạt 526 tỷ, tăng hơn 26% so với 6 tháng 2010. Tỉ suất lợi nhuận của PVD trong 6 tháng đầu năm vẫn được duy trì khá tốt và xấp xỉ các giai đoạn trước, đạt 11%.

9 tháng đầu năm ước đạt 80,6% kế hoạch doanh thu và 91,1% kế hoạch LN: PVD đạt 6.450 tỷ đồng doanh thu và 820 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Đạt được kết quả này chủ yếu do PVD vẫn duy trì hoạt động ổn định của các giàn khoan theo đúng kế hoạch và mở rộng cung cấp dịch vụ cho khách hàng. Theo đó, 2 giàn khoan thuê Topaz Driller và Offshore Resolute cung cấp dịch vụ cho Phú Quý POC và BHP Billiton đã kết thúc thành công chiến dịch khoan của khách hàng vào giữa quý 3; đồng thời 2 giàn khoan khác là Aquamarine Driller và Key Hawaii cũng được thuê để cung cấp cho Salamander và PVEP POC Hồng Long. Các giàn khoan sở hữu vẫn hoạt động ổn định với hiệu suất trên 98% bên cạnh việc tiếp tục tăng trưởng kinh doanh của các dịch vụ khác.

#### Triển vọng 2011:

Năm 2011, ngành khoan dầu thế giới vẫn gặp nhiều khó khăn do giá dầu thô thế giới vẫn biến động, tăng cao và giá cho thuê giàn khoan chưa có dấu hiệu cải thiện. Trong bối cảnh đó, PVD là doanh nghiệp vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng cao và hoạt động có lợi nhuận tốt. 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 11), 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 IV). Dự án có tổng số vốn đầu tư là 230 triệu USD, được hoàn thành vào Quý 4 năm 2011. TAD-PV Drilling IV đã kí được hợp đồng 5 năm với Biển Đông POC với mức giá cho thuê là 205.000 USD/ngày, dự kiến TAD-PV Drilling IV sẽ nhanh chóng giúp PVD thu hồi vốn và đem lại lợi nhuận tốt trong vòng 2 năm tới.

Với các loại giàn khoan còn lại, giá cho thuê các giàn khoan PV Drilling I, II, III trong năm 2011 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 – giá cho thuê 30.500

USD/ngày, giàn khoan thuê Maersk Convincer có hợp đồng với Phú Quý POC đến tháng 12/2011 (giá cho thuê 108.000 USD/ngày). Hiệu suất vận hành các giàn khoan của PVD rất cao so với hiệu suất vận hành các giàn khoan trên thế giới (hiện tại, trung bình hiệu suất hoạt động của các giàn khoan trên thế giới đạt 79,6% - *nguồn: Rigzone – cập nhật ngày 14/10/2011*).

Năm 2011, PVD đặt mức kế hoạch lợi nhuận là 900 tỉ đồng, tăng trưởng 6% 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. Chúng tôi cho rằng với kỳ vọng của Ban lãnh đạo PVD vào mức tăng trưởng 15%-20%/năm của PVD, và kết quả kinh doanh ước tính 9 tháng 2011 mới nhất (doanh thu đạt hơn 6.450 tỷ, LNST ước đạt 820 tỷ) của PVD thì khả năng trong năm 2011 PVD vượt xa kế hoạch là khá chắc chắn.

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

6 tháng đầu năm đạt 48% kế hoạch doanh thu và 140% kế hoạch LN: PGD đạt 1.518 tỷ doanh thu, 179 tỷ LNST. So với nửa đầu năm 2010, doanh thu của PGD tăng 60% và LNST tăng 110%. PGD có doanh thu và lợi nhuận đột biến như vậy là do sản lượng tiêu thụ trong kỳ tăng 24% so với cùng kỳ 2010, ngoài ra giá bán bình quân cũng tăng 21% trong khi giá mua sản phẩm đầu vào chỉ tăng 16% (Giá mua khí bình quân của PGD trong 6 tháng đầu năm 2011 là 5,65 USD/MMBTU và giá bán ra trung bình đạt 7,21 USD/MMBTU). Trong Q2/2011, PGD cũng chào bán thành công đợt phát hành cổ phiếu bổ sung và thu về được 99 tỷ đồng. Số vốn huy động thêm này được phân bổ vào đầu tư xây dựng hệ thống cung cấp khí Nhơn Trạch (69 tỷ đồng) và mua sắm hệ thống Khí Thấp Áp giai đoạn 2 (30 tỷ đồng).

#### Triển vọng 2011:

Theo tính chất mùa vụ, doanh thu Q1 của PGD – doanh nghiệp kinh doanh sản phẩm khí gas phục vụ cho các hộ công nghiệp và KCN thường bị ảnh hưởng bởi kỳ nghỉ tết kéo dài. Doanh thu Q1 thường thấp hơn các quý khác. Kể từ Q2 trở đi, hoạt động sản xuất kinh doanh của các hộ công nghiệp và các nhà máy trở lại bình thường nên sản lượng tiêu thụ khí đốt sẽ tăng cao hơn. Ngoài ra, theo kế hoạch, từ Q3/2011, Hệ thống phân phối khí thấp áp cho các KCN Hiệp Phước được đưa vào sử dụng. Năm 2011, PGD đặt kế hoạch cung cấp ra thị trường sản lượng khí là 612 triệu m<sup>3</sup>. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khí PGD cung cấp trong năm 2011 sẽ tăng trưởng mạnh so với năm 2010.

Cuối tháng 5 đầu tháng 7/2011, PV Gas – nhà cung cấp khí đầu vào của PGD đã mua thêm 700.000 cổ phiếu PGD, nâng cơ cấu sở hữu PGD lên tới 50%. Hiện tại, ngoài PV Gas ra, ở Việt Nam PGD chưa có nhà cung cấp khí thấp áp đầu vào nào khác. Chúng tôi cho rằng việc PV Gas nâng tỉ lệ sở hữu tại PGD là một dấu hiệu tích cực, điều này thể hiện sự cam kết lâu dài hơn giữa PV Gas – doanh nghiệp đầu mối đồng thời là doanh nghiệp mẹ và PGD – doanh nghiệp thu mua đồng thời là doanh nghiệp con. PGD sẽ được hưởng lợi về nguồn cung ổn định, giá khí đầu vào cũng như những lợi thế khác (như thương hiệu, quan hệ trong ngành.....) mà PV Gas đem tới. Theo các năm, giá khí thu mua và giá khí bán ra của PGD không dao động mấy so với đầu năm vì các hợp đồng cung cấp khí của PV Gas cho PGD thường chỉ điều chỉnh 1 lần trong năm. Như vậy, trong thời gian còn lại của năm 2011, sản lượng khí của PGD sẽ tăng mạnh trong khi giá đầu ra và đầu vào vẫn chênh lệch khá (lợi nhuận biên ước tính vào khoảng 28% với giá mua khí bình quân của PGD trong 6 tháng 2011 là 5,65 USD/MMBTU và giá bán ra trung bình đạt 7,21 USD/MMBTU), chúng tôi dự báo PGD sẽ sớm về đích doanh thu, lợi nhuận tăng trưởng đột biến trong năm 2011.

### **3. NGÀNH VẬN HÀNH CẢNG**

#### **Diễn biến ngành Vận hành cảng trong Q3.2011**

##### **Tình hình hoạt động**

Năm 2011 tiếp tục là một năm khó khăn đối với kinh tế thế giới nói chung và kinh tế Việt Nam nói riêng. Thị trường vận tải biển và hàng hóa xuất nhập khẩu cũng gặp nhiều khó khăn, kéo theo những ảnh hưởng tiêu cực nhất định đến hoạt động ngành vận hành cảng. Mặc dù vậy, sau 9 tháng đầu năm ngành vẫn đạt được những kết quả khá khả quan. Theo thống kê của hiệp hội cảng biển, lượng hàng hóa thông qua cảng biển 9 tháng đầu năm ước đạt 218,6 triệu tấn, tăng 17,5% so với cùng kỳ năm trước, trong đó hàng khô tăng 9,7%, container tăng 15,2%, hàng lỏng tăng 6%, và hàng quá cảnh tăng 76,1%. Vận tải hàng hóa 9 tháng ước tính đạt 596,1 triệu tấn, tăng 11,2% so với cùng kỳ. Tuy nhiên lượng hàng hóa thông qua các cảng không đồng đều, và có tình trạng dư thừa công suất tại một số cảng, đặc biệt ở cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải.

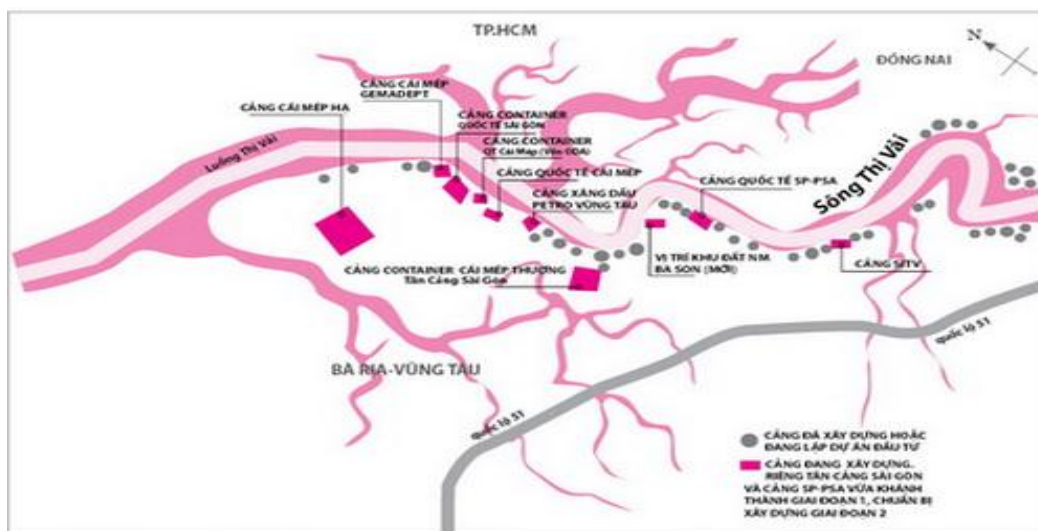
- **Cảng Hải Phòng:** Sản lượng hàng hóa thông qua tại cảng vẫn đạt mức ổn định và tăng trưởng khá tốt. 8 tháng đầu năm 2011, sản lượng hàng hóa thông qua khu vực cảng biển Hải Phòng đạt hơn 28 triệu tấn, tăng 12,9% so với cùng kỳ và đạt 74% kế hoạch năm. Các doanh nghiệp dịch vụ cảng tại đây (công ty TNHH MTV Cảng Hải Phòng, CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ, CTCP Cảng Đoạn Xá) vẫn tích cực đầu tư, hiện đại hóa thiết bị, nhằm tăng sức nâng, nâng cao sản lượng hàng hóa xếp dỡ qua cảng, giảm tình trạng ùn tắc.
- **Cảng Đà Nẵng:** Sản lượng hàng hóa thông qua cảng Đà Nẵng tăng mạnh, đạt 2.920 nghìn tấn, tăng gần 17% so với cùng kỳ, riêng hàng container đạt 79.825 TEUs, tăng 27% so với 9 tháng đầu 2010.
- **Cảng khu vực Tp Hồ Chí Minh:** Theo số liệu 7 tháng đầu năm sản lượng hàng hóa thông qua cảng đạt 5.823 nghìn tấn, chỉ đạt 48,5% kế hoạch. Hoạt động khai thác hàng nội địa của cảng Sài Gòn gặp nhiều khó khăn do cạnh tranh gay gắt về giá giữa các cảng trong khu vực, thêm vào đó thời gian di dời ra ngoại thành của cảng Sài Gòn đang tới gần, khiến cho lượng hàng hóa thông qua giảm sút.
- **Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (Vũng Tàu):** Cuối tháng 9/2011, cụm cảng nước sâu này có 14 cảng hoàn thành đầu tư và đi vào hoạt động trong đó có 5 cảng container khai thác các tuyến dịch vụ đi châu Âu và Mỹ, nhưng hầu như không hoạt động hết công suất, do lượng hàng hóa thông qua thấp. Số lượng tuyến dịch vụ vận tải trực tiếp tại đây đã giảm từ 16 (năm 2010) xuống còn 12 tuyến. Một số chủ tàu lớn đã quyết định dừng cập cảng nhận hàng như Zim, HANJIN, C.S.A.V. Quy hoạch cụm cảng tỏ ra bất hợp lý lớn khi trên 21km chiều dài của bờ sông Thị Vải có tới 27 cảng container được cấp phép, khiến cho công suất các cảng vượt quá nhu cầu thị trường trong khi lượng hàng hóa không nhiều. Đồng thời cụm cảng cũng gặp 1 số vấn đề khác về quản lý luồng lạch, quy định pháp lý và cơ chế hải quan.

**Giá cước dịch vụ cảng biển vẫn đang ở mức thấp đe dọa nguy cơ thua lỗ đối với các doanh nghiệp cảng biển.** Chi phí tối thiểu cho việc xếp dỡ container tại các cảng thường dao động 65-70 USD/TEU (so sánh với các nước trong khu vực) nhưng tại khu vực Cái Mép - Thị Vải giá thấp hơn hẳn, cụ thể hơn 30 USD/container loại 20 feet và 50 USD/container loại 40 feet, chưa kể nhiều khoản ưu đãi, khuyến mãi khác. Việc hạ thấp giá dịch vụ tại cảng đang khiến cho các nhà đầu tư cảng biển gặp nhiều khó khăn về tài chính, thua lỗ kéo dài. Tình trạng cạnh tranh giảm giá của các cảng biển dưới sức ép của các hãng tàu diễn ra khá phổ biến. Nguyên nhân chính là các hãng tàu lấy lý do cảng biển không đủ điều kiện về luồng và giao thông để tiếp nhận hàng, việc ra vào cảng thường xuyên không thông suốt hoặc gặp trở ngại. Trong khi đó, số lượng cảng nhiều, vượt nhu cầu trong khi lượng hàng hóa xuất nhập khẩu qua nhiều cảng có xu hướng giảm trong điều kiện kinh tế khó khăn, dẫn đến tình trạng các cảng phải đua nhau giảm giá để có tàu vào cập cảng.

**Cơ sở hạ tầng cảng biển vẫn kém đồng bộ và hiện đại.** Các công trình hạ tầng cơ sở trên mặt đất liền kề với cảng như đường xá, cầu và luồng tàu biển đóng vai trò quan trọng trong đảm bảo hiệu quả vận hành cảng. Song thực tế nghịch lý cảng xây trước, luồng tàu biển, hệ thống đường kết nối xây sau tại nhiều nơi đã dẫn đến tình trạng tắc nghẽn trong công tác vận chuyển bốc dỡ hàng hóa, tăng thời gian lưu thông và giảm hiệu suất hoạt động của các cảng. Ngoài ra, chưa có cảng nào tại Việt Nam có tên trong danh mục tìm kiếm của hệ thống quản lý container toàn cầu kết nối toàn bộ các cảng áp dụng phần mềm đạt chuẩn quốc tế, giúp chủ tàu nắm được thông tin cụ thể hàng hóa của mình đang ở đâu, cập cảng nào, do tàu nào chuyên chở.

**Quy hoạch hệ thống cảng biển còn thiếu hợp lý.** Hiện tại hệ thống cảng biển của Việt Nam còn có nhiều tồn tại. Các cảng chính gần cận trung tâm kinh tế thì có vị trí khá sâu trong sông, do đó luồng tàu dài, nhiều đoạn có độ sâu hạn chế và bị bồi lấp bởi phù sa, dẫn đến hạn chế khả năng thông tàu, chi phí nạo vét lớn. Trải dọc trên địa bàn cả nước hầu như các tỉnh thành lớn đều có cảng riêng trong đó số lượng cảng nhỏ, công nghệ lạc hậu chiếm tỷ trọng rất lớn. Nhu cầu đầu tư xây dựng cảng nước sâu với quy mô lớn, hiện đại được đặt ra nhằm đáp ứng nhu cầu hội nhập quốc tế. Tuy nhiên việc đầu tư dàn trải hàng loạt cảng biển tại cùng một cụm khu vực trong khi dự báo sai về lượng hàng hóa lưu thông sẽ dẫn đến lãng phí lớn do các cảng phải cạnh tranh và không hoạt động hết công suất. Điều này đã minh chứng tại cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải, khi thực tế đang có một loạt cảng lớn hoạt động trải dọc theo bờ sông Cái Mép, Thị Vải, và còn nhiều cảng lớn đang trong quá trình đầu tư xây dựng (cảng Gemalink, cảng SSIT, ODA) trong khi lượng hàng hóa thông qua không lớn tương ứng. Ngoài ra khu vực Soài Rạp tại Tp Hồ Chí Minh đang được nạo vét luồng và dự kiến sẽ có khoảng 15 cảng được xây mới tại đây trong tương lai gần.

*Hệ thống các cảng tại cụm Cái Mép – Thị Vải*



**Một số quy định pháp lý chưa phù hợp liên quan đến thủ tục hải quan, kiểm tra giám sát hải quan và thuế XNK cộng với thủ tục hải quan tại cảng chưa được hiện đại hóa.** Điều này có ảnh hưởng đến thời gian thông quan của doanh nghiệp. Thực tế một số thủ tục về hàng trung chuyển, chuyển cửa khẩu, dịch vụ gom hàng lẻ, chứng nhận thực xuất được quy định chưa hợp lý, khiến doanh nghiệp phải mất thời gian chờ đợi, mất công đi lại giữa các cảng, hàng hóa bị lưu kho kéo dài gây ách tắc. Việc triển khai hải quan điện tử chưa rộng rãi và đồng nhất, việc kết nối thông tin dữ liệu chưa thành hệ thống, nên thủ tục hành chính vẫn chưa tinh giản được nhiều.

### Triển vọng ngành:

Về mặt tự nhiên, Việt Nam có vị trí địa lý thuận lợi để phát triển kinh tế biển, với hơn 3.200 km đường bờ biển, nằm cận đường hàng hải quốc tế, nơi có mật độ tàu biển qua lại sôi động, và là cửa ngõ thông ra biển của một số nước lân cận. Với lợi thế về vị trí địa lý chiến lược, Việt Nam có nhiều điều kiện để xây dựng và phát triển hệ thống cảng biển, vốn là điều kiện tiên quyết để thu hút các hãng tàu chuyên chở hàng hóa đi/đến Việt Nam, phát triển các dịch vụ hàng hải, dịch vụ logistics, v.v...

Hướng đến mục tiêu dài hạn, Chính phủ Việt Nam đã thông qua Quy hoạch phát triển hệ thống cảng biển Việt Nam đến năm 2020, định hướng đến 2030 nhằm phát triển toàn diện hệ thống cảng biển Việt Nam, nhanh chóng hội nhập với quốc tế, góp phần thực hiện mục tiêu Chiến lược biển Việt Nam đến 2020. Theo quy hoạch này, hệ thống cảng chia làm 6 nhóm chính theo vùng lãnh thổ và 3 nhóm chính theo quy mô chức năng nhiệm vụ. Các cảng quan trọng trước đây đã được quy hoạch thành cảng cửa ngõ quốc tế như cảng Hải Phòng (khu vực Lạch Huyện), cảng Bà Rịa-Vũng Tàu (khu vực Cái Mép-Thị Vải). Các cảng ở khu vực miền Trung đang được phát triển

cả quy mô lẫn chất lượng như cảng Nghi Sơn (Thanh Hóa), cảng Vũng Áng (Hà Tĩnh), cảng Chân Mây (Huế), cảng Dung Quất (Quảng Ngãi), cảng Vân Phong (Khánh Hòa)...

Trong ngắn hạn, quý cuối năm sẽ là mùa cao điểm của hoạt động xuất nhập khẩu và vận tải, do nhu cầu hàng hóa tăng cao trong những tháng cuối năm. Đây sẽ là giai đoạn bứt phá đối với ngành vận hành cảng, giúp các doanh nghiệp trong ngành có khả năng tăng doanh thu và lợi nhuận. Ước tính tổng kim ngạch xuất nhập khẩu sẽ đạt 95 tỷ USD, tăng khoảng 31,6% so với năm 2010 (tính đến tháng 9/2011, ước tính tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đã vượt 70 tỷ USD, tăng 35,4% so với cùng kỳ). Điều này sẽ giúp các doanh nghiệp ghi nhận kết quả khả quan trong giai đoạn còn lại của năm.

Không có nhiều các doanh nghiệp vận hành cảng đang được niêm yết trên hai sàn chứng khoán HSX và HNX. Ngoài GMD hoạt động đa ngành đa lĩnh vực, các doanh nghiệp còn lại là DXP, DVP, VSC sở hữu những cảng nhỏ và trung bình, có cơ sở hạ tầng ở mức trung, đã và đang hoạt động hết công suất và khó ghi nhận mức tăng trưởng cao trong các năm tới. Điểm hấp dẫn của các doanh nghiệp này là có mức doanh thu và lợi nhuận khá ổn định, trả cổ tức bằng tiền mặt cao.

### Cập nhật một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành

**Bảng 3: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp niêm yết ngành Vận hành cảng**

Mã	TTS (tỷ đ)	VĐL (tỷ đ)	Nợ/ VCSH	Tỷ suất LN ròng*	ROA	ROE	% KH DT	EPS (đ) (TTM)	BV (đ)	P/ E	P/B	Giá 30/9/2011
<b>GMD</b>	6.594,13	1.000	0,64	N/A	2%	3,4%	47,3%	1.458	38.669	17	0,6	24.300
<b>VSC</b>	816,67	238,95	0,36	36,5%	24,9%	36,9%	60%	8.454	25.046	4	1,2	31.300
<b>DVP</b>	606,69	200	0,51	41,4%	30,2%	41,6%	52%	7.986	20.093	5	1,9	37.300
<b>DXP</b>	192,00	78,75	18,26	30%	34,6%	41,8%	50,3%	8.281	20.616	3	1,4	28.000
<b>VGP</b>	247,2	82,15	0,61	5,58%	12,7%	18,8%	62,5%	4.799	18.645	3	0,7	13.200
<b>Ngành</b>	6.239		0,33	17,5%	12,6%	19,1%		4.053		9	1	

*Nguồn: VCBS; \*Số liệu Quý II/2011*

*(Ngành Dịch vụ hỗ trợ vận tải – ICB cấp 4)*

#### CTCP Gemadept – Mã CK: GMD

GMD là một doanh nghiệp mạnh, thuộc top dẫn đầu các doanh nghiệp vận tải và vận hành cảng. Ngay cả trong điều kiện kinh tế khó khăn năm 2010, sự phục hồi của thị trường vận tải biển chưa bền vững thì doanh nghiệp vẫn giữ được kết quả HKKD tương đối tốt nhờ đa dạng hoá lĩnh vực kinh doanh với các mảng có nguồn thu ổn định đem lại như vận hành cảng và lĩnh vực cho thuê.

6 tháng đầu năm kết quả kinh doanh không thực sự khả quan đối với công ty. GMD ghi nhận doanh thu 1.088,9 tỷ đồng, tăng 13,4% so với cùng kỳ năm trước và bằng 47,3% kế hoạch năm. Lợi nhuận thuần chỉ đạt 10,6 tỷ đồng, giảm tới 82% so với 6 tháng 2010 do chi phí lãi vay tăng mạnh, thêm vào đó công ty phải trích lập dự phòng cho khoản đầu tư tài chính lớn mặc dù hoạt động khai thác cảng và logistics tăng tới 95,7% so với cùng kỳ. Nhờ thu lãi từ công ty liên doanh liên kết và khoản lãi chênh tỷ giá, nên KQKD của GMD vẫn có lãi, với LNTT và LNST lần lượt là 36,5 và 23,4 tỷ đồng. LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 21,5 tỷ đồng, tương đương với EPS 6 tháng là 215 đồng/CP.

Năm 2011 GMD dự kiến đầu tư vào các dự án chính là dự án logistics, dự án làm cảng nước sâu Gemalink tại Cái Mép và dự án trồng cao su ở Campuchia. Dự án cảng đang triển khai và theo kế hoạch sẽ hoàn tất vào năm 2013. GMD có kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi (huy động từ 35-70 triệu USD) cho nhà đầu tư tổ chức, đã được ĐHĐCĐ thông qua, dự kiến thời điểm thực hiện có thể rơi vào 2 tháng cuối năm. Hoạt động kinh doanh cho thuê văn phòng vẫn khá ổn định, với tỷ lệ lấp đầy giảm nhẹ, đạt 95%.

Về triển vọng ngắn hạn, các hoạt động kinh doanh chính của GMD khá ổn định. Hai quý cuối năm là mùa vận tải sôi động, hứa hẹn đem lại kết quả tốt trong các lĩnh vực hoạt động vận tải biển, kinh doanh cảng và logistics cho công ty. Điểm quan ngại lớn nhất hiện nay của GMD là khoản đầu tư tài chính khổng lồ tiếp tục phải trích lập dự phòng lớn, thêm vào đó thị trường chứng khoán từ nay đến cuối năm dự báo là không thuận lợi để GMD thoát vốn. Hoạt động đầu tư vào Gemalink và các dự án khác của công ty (dự án trồng cao su tại Campuchia) đòi hỏi nguồn vốn lớn, trong khi điều kiện huy động vốn trên thị trường khá khó khăn, các khoản vay ngân hàng tiếp tục tạo áp lực với mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao.

### CTCP Tập đoàn Container Việt Nam–Mã CK: VSC

Là một trong những hãng đại lý tàu biển và vận tải hàng đầu, hoạt động từ năm 1985 trên địa bàn Hải Phòng, VSC liên tục ghi nhận mức doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng cao trong nhiều năm liền. Công ty có hệ thống cảng container, kho bãi, đội xe riêng phục vụ cho các dịch vụ vận chuyển hàng hóa thông thường và hàng container ở cả ba miền. Cảng Green Port của công ty tọa lạc tại Hải Phòng là cảng chuyên dụng hàng container, có diện tích và trọng tải tiếp nhận lớn. Cảng nằm trên kênh Lạch Huyện, ngay cạnh các cảng Đoạn Xá, Nam Hải, Transvina và bãi Chùa Vẽ, với cỡ tàu lớn nhất có thể tiếp nhận là 10.000 DWT.



Năm 2011 công ty đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận khá thận trọng so với thực hiện năm 2010, cụ thể doanh thu 480 tỷ đồng (bằng 87,6% và giảm 12,4% so với thực hiện 2010), LNTT đạt 185 tỷ đồng (bằng 87,3% thực hiện 2010). Tính hết nửa đầu năm 2011, công ty đã ghi nhận 287,7 tỷ đồng doanh thu và 125,8 tỷ LNTT lần lượt đạt 60% và 68% kế hoạch năm, EPS sáu tháng đạt 6.838 đồng/CP. Kết quả kinh doanh khá tốt của VSC chủ yếu nhờ vào sản lượng hàng hóa thông qua cảng Green Port tăng khá so với cùng kỳ. Cũng trong nửa đầu năm 2011, công ty thực hiện tăng VDL lên 238,95 tỷ đồng bằng phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 1:1; bổ sung thêm ngành nghề kinh doanh BĐS vào hoạt động của công ty và đổi tên thành CTCP Tập đoàn Container Việt Nam.

Hoạt động kinh doanh của công ty khá ổn định nhờ có nguồn thu tốt từ kinh doanh cảng Green Port, tuy nhiên cảng đã hoạt động hết công suất nên khó có thể tăng thêm đáng kể năng lực bốc xếp và mở rộng cảng. Trong năm 2011 công ty có một số hoạt động đầu tư quy mô nhỏ như kéo dài cầu cảng Green Port, nâng tổng chiều dài bến đạt 305m, đáp ứng hai tàu container cùng cập hàng tại cảng; nạo vét tạo vũng quay tàu ở đoạn sông Cấm ngay mặt tiền cảng, tạo điều kiện cho tàu cập/ra cảng an toàn; mở rộng diện tích kho bãi container. Hoạt động vận tải biển trong thời gian qua không thuận lợi nên công ty đã thực hiện bán tàu Green Star 1 thu hồi vốn (2,45 triệu USD) và chuyển đổi mục đích kinh doanh. Ngoài ra, công ty đang xin phép mở rộng bãi container tại Đà Nẵng và có kế hoạch khai thác tòa nhà 6 tầng tại 2F, Cư xá ngân hàng, Quận 7, Tp Hồ Chí Minh.

VSC có nhiều cổ đông lớn là các quỹ nước ngoài như Quỹ Đầu tư CK Bản Việt, Templeton Frontier Markets Fund FTIF. Thực tế sở hữu NĐTNN đã chiếm hết room 49%. Tổng công ty Hàng hải VN hiện chỉ nắm giữ 424.860 cổ phiếu và đang có kế hoạch bán ra 400 nghìn cổ phiếu. Mặc dù VSC thu hút ở yếu tố EPS cao, tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt hấp dẫn (25-40% VDL mới năm 2011), nhưng thanh khoản của VSC trên thị trường lại rất thấp, do đó dường như không thích hợp đối với đầu tư ngắn hạn.

## **CTCP Cảng Đoạn Xá –Mã CK: DXP**

Tiền thân là xí nghiệp xếp dỡ Đoạn Xá, DXP chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2001. Hoạt động chính của công ty là bốc xếp dỡ hàng hóa tại cảng biển, kinh doanh kho bãi, dịch vụ đại lý vận tải, trong đó mảng dịch vụ khai thác cảng chiếm tới 90% tổng doanh thu của DXP. Công ty có lợi thế lớn là có khu vực kho bãi rộng lớn (65.000m<sup>2</sup>) và vị trí cảng thuận lợi về mặt địa lý (nằm sát đường ven Hải Phòng nối với Quốc lộ 5, và nằm ngay cửa biển, trên tuyến vận tải đường thủy chính của Hải Phòng). Cảng Đoạn Xá có cầu bến dài 220m, sâu bến 8,4m và có khả năng tiếp nhận tàu lớn nhất 10.000 DWT.

Năm 2011 DXP đặt kế hoạch SXKD khá khiêm tốn, với sản lượng hàng hóa thông qua 4 triệu tấn, doanh thu 150 tỷ đồng (giảm 23% so với thực hiện năm 2010) và LNTT 52 tỷ đồng (giảm 36,6% so với 2010). Công ty cũng không có dự án đầu tư nào lớn trong năm 2011, chủ yếu thực hiện việc cải tạo nâng cấp bãi xếp container, mua sắm một số trang thiết bị và đều là sử dụng nguồn vốn tự có (25 tỷ đồng). Kết thúc 6 tháng đầu 2011 DXP ghi nhận 75,4 tỷ đồng doanh thu thuần (bằng 50,3% kế hoạch năm) với lợi nhuận gộp tương ứng là 27,9 tỷ đồng. Doanh thu hoạt động tài chính đạt 5,17 tỷ đồng, chủ yếu từ lãi tiền gửi, lãi chênh lệch tỷ giá và cổ tức được chia trong khi chi phí tài chính khá nhỏ không đáng kể. LNTT 6 tháng của DXP đạt 26,87 tỷ đồng, đạt 52% kế hoạch năm, LNST đạt 21,78 tỷ đồng, giảm 27,78% so với cùng kỳ tương ứng với EPS đạt 3.685 đồng/CP.

Mặc dù kết quả kinh doanh của doanh nghiệp khá ổn định tuy giảm nhẹ so với năm trước, song EPS của DXP đã bị pha loãng đáng kể sau đợt tăng VĐL của công ty lên 78,75 tỷ đồng từ đợt chia thưởng bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 2:1 vào tháng 5/2011. Cảng Đoạn Xá của công ty đã hoạt động hết công suất, và các hoạt động cải tạo, đầu tư thiết bị (xe nâng hàng, cần trục chân đế) chỉ có thể nâng công suất hoạt động và năng lực xếp dỡ ở một mức độ nhất định. Trong ngắn hạn, cổ phiếu DXP hấp dẫn vì có mức trả cổ tức tiền mặt cao, tuy nhiên thanh khoản của cổ phiếu hiện tại rất thấp trong bối cảnh thị trường chứng khoán giảm điểm. Trong dài hạn, mảng dịch vụ cảng của DXP sẽ gặp nhiều bất lợi do vị trí cảng nằm khá sâu trong thành phố Hải Phòng, chi phí nạo vét trước bến lớn, và chỉ tiếp nhận tàu trọng tải tối đa là 10.000 DWT.

## **4. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN**

### **Bất động sản vẫn tiếp tục trầm lắng trong quý cuối năm**

Đó là dự báo của chúng tôi về thị trường bất động sản trong nước từ nay đến tết nguyên đán. Thông thường thời gian cuối năm bao giờ cũng là thời điểm nóng của thị trường địa ốc. Tuy nhiên, xét về những yếu tố cấu thành, xu hướng tăng của thị trường vẫn còn rất mong manh.

Yếu tố cấu thành quan trọng nhất đối với BĐS đó là nguồn vốn. Theo thăm dò của chúng tôi tại một số doanh nghiệp bất động sản, được biết hiện tại phần lớn các doanh nghiệp trong lĩnh vực đầu tư và phát triển bất động sản đang gặp rất nhiều khó khăn về nguồn vốn. Nhiều dự án bị ngưng trệ, hoặc đang trong giai đoạn đền bù giải tỏa, thậm chí nhiều dự án phải chuyển nhượng với mức giá thấp hơn giá vốn sau một thời gian dài gồng mình. Chính sách thắt chặt tiền tệ trong đó siết chặt nguồn tín dụng BĐS đã làm cho nhiều doanh nghiệp trong ngành không kịp thay đổi phương án kinh doanh. Do vòng đời đầu tư một sản phẩm bất động sản kéo dài ít nhất từ 2 – 5 năm mới bắt đầu có dòng tiền nên đối với những dự án đang đầu tư dở dang bị thiếu vốn sẽ phải kéo dài thời gian thu hồi vốn. Đối với những người tiêu thụ sản phẩm, hiện nay họ cũng không “mặn mà” với việc vay vốn để đầu tư do lãi suất vẫn ở mức cao và xu hướng thị trường chưa rõ ràng. Hiện có rất nhiều dự án được đưa vào kinh doanh, tuy nhiên, giao dịch ảm đạm kéo dài khiến cho không ít chủ đầu tư gặp khó khăn trong việc tìm đầu ra cho các sản phẩm của mình mặc dù nhiều các chiêu thức quảng cáo tiếp thị, giảm giá thành sản phẩm được đưa ra nhằm thu hút nhà đầu tư. Gần đây, thông tin về việc đưa một số phân khúc BĐS ra khỏi danh mục phi sản xuất mặc dù chưa chính thức ban hành quyết định nhưng đây là tín hiệu tích cực cho luồng tiền vận hành vào thị trường. Việc lãi suất cho vay giảm cũng là tín hiệu tốt cho thị trường BĐS. Tuy nhiên, theo một số chuyên gia trong ngành nhận định, những tín hiệu này chưa đủ mạnh để tạo thành dòng tiền giúp thị trường BĐS có những biến động lớn.

Hiện tại, dư nợ BĐS đến tháng 6/2011 khoảng 245.000 tỷ đồng, tương đương với 10% tổng dư nợ của nền kinh tế. Trong bối cảnh thị trường BĐS khá ảm đạm, nợ xấu BĐS chiếm khoảng 3% tổng dư nợ lĩnh vực này, trong đó, đáng chú ý là nợ thuộc nhóm 5 (nợ có khả năng mất vốn) khoảng 40%. Đặc biệt, tín dụng BĐS tập trung vào hai thị trường là TP. HCM và Hà Nội với tỷ lệ tương ứng là 45% và 18% tổng dư nợ BĐS (*nguồn: UB giám sát tài chính quốc gia*). Nếu tình trạng căng thẳng về vốn tiếp tục kéo dài, thì lượng vốn đầu tư vào bất động sản, kể cả đầu tư vào cung và cầu, đều có nguy cơ trở thành nợ xấu và khó thu hồi. Những vụ lừa đảo lớn gần đây trên thị trường tài chính mà chủ yếu liên quan đến địa ốc là hệ quả của quá trình “bong bóng” BĐS thời gian trước, lợi nhuận lớn khiến nhiều nhà đầu tư đã bất chấp rủi ro về thanh khoản.

Ngoài yếu tố về vốn, có nhiều yếu tố về rủi ro nảy sinh trong giao dịch bất động sản cũng ảnh hưởng đến xu hướng thị trường. Mặc dù Nghị định 71 được ban hành với nhiều chỉnh sửa để giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư nhưng vẫn còn những kẽ hở trong giao dịch bất động sản khiến nhà đầu tư tham gia phải đối mặt với không ít rủi ro như: rủi ro về cam kết tiến độ thực hiện, rủi ro về giá mua, rủi ro về sử dụng vốn góp sai mục đích, rủi ro về chất lượng sản phẩm, chất lượng dịch vụ đi kèm....là nguyên nhân chính khiến cho nhà đầu tư không còn thấy hấp dẫn với thị trường căn hộ sơ cấp hiện nay.

Tuy nhiên, theo nhận định của chúng tôi, năm 2012 thị trường bất động sản có thể sẽ có những diễn biến theo chiều hướng khả quan hơn vì một số lý do như: Chu kỳ thị trường địa ốc trong lịch sử cho thấy sau 3 – 4 năm điều chỉnh, suy giảm, thị trường địa ốc có thể bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới. Thứ 2, tình hình kinh tế vĩ mô trong nước năm 2012 được dự báo dần đi vào ổn định sẽ giúp BĐS có cơ hội phát triển. Thứ 3, khung pháp lý về Luật Đất đai, Luật Nhà ở đang dần được hoàn thiện theo hướng phát triển ổn định và bền vững sẽ giúp tạo dựng niềm tin của nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Thứ tư, mô hình quỹ đầu tư tín thác REITs, một trong những công cụ tài chính quan trọng của thị trường BĐS được sử dụng ở nhiều quốc gia đang được nghiên cứu soạn thảo, nếu được hình thành thì đây là một kênh huy động vốn hiệu quả cho thị trường nhà ở, giúp tăng nguồn cung, tháo gỡ khó khăn về nguồn vốn như hiện nay.

### **Tình hình hoạt động trên thị trường BĐS của một số phân khúc trong quý 3**

- Ở cả hai thị trường lớn Hà Nội và HCM phân khúc có tỷ lệ hấp thụ tốt nhất chủ yếu tập trung ở sản phẩm căn hộ hạng B, trong khi phân khúc cao cấp, nhà biệt thự, đất nền có tỷ lệ hấp thụ rất thấp. Căn hộ hạng C có nhiều giao dịch nhất trên thị trường. Tuy nhiên, theo nhận định của Savills, với tỷ lệ trên 50% dân số dưới độ tuổi 35 thị trường căn hộ để bán có tiềm năng phát triển trong dài hạn. (*Nguồn: Savills VN*)
- Văn phòng cho thuê tại Tp.HCM công suất thuê và giá thuê trung bình đều giảm so với quý 2, lần lượt đạt 80% và 28 USD/m<sup>2</sup>/tháng (quý 2 cao hơn khoảng 2%). Nguyên nhân chính là do lượng lớn nguồn cung mới gia nhập vào thị trường trong khi phần lớn giao dịch văn phòng là dịch chuyển giữa các hạng để có lợi thế về giá thuê thấp và chất lượng dịch vụ quản lý tốt hơn từ những tòa nhà mới. Trong khi lượng tiêu thụ trong quý 3 giảm mạnh (-55% q-o-q), theo ước tính, Tp.HCM sẽ có khoảng 217.000 m<sup>2</sup> dự kiến gia nhập thị trường trong năm 2012, cộng với 230.000 m<sup>2</sup> diện tích trống hiện tại sẽ tạo áp lực lớn làm giá thuê sẽ tiếp tục giảm. Tại Hà Nội, tình hình hoạt động nhìn chung duy trì ổn định so với quý trước, công suất thuê đạt 86% và giá thuê trung bình là 25,5 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Nguồn cung diện tích thuê thêm tăng 9% q-o-q trong khi sức cầu tăng mạnh đạt 59% q-o-q, trong đó, văn phòng hạng B chiếm 80% tổng diện tích cho thuê thêm toàn thị trường. Dự kiến trong năm 2012, HN có khoảng 270.000 m<sup>2</sup> diện tích văn phòng mới sẽ gia nhập, với sức cầu hiện nay thì giá cho thuê tại HN sẽ giữ được ổn định. (*Nguồn: Savills VN*)
- Thị trường bán lẻ: Tại HCM tổng nguồn cung bán lẻ hiện tại khoảng 620.000 m<sup>2</sup> (-1% q-o-q), trong đó trung tâm mua sắm là loại hình phổ biến nhất chiếm 39% toàn thị trường. Công suất thuê trung bình khoảng 86%, tăng nhẹ so với quý trước và giá thuê trung bình không có thay đổi. Tại HN, tổng nguồn cung đạt 463.000 m<sup>2</sup> (+11% y-o-y), công suất thuê trung bình khoảng 93% (+4% q-o-q) và giá thuê không có thay đổi. Khoảng cách giá thuê khá lớn giữa khu vực trung tâm thành phố và ngoại thành, từ 15 – 200 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Doanh thu bán lẻ trong 9 tháng đầu năm nay tại cả hai thành phố lớn mặc dù có tăng trưởng nhưng ở mức thấp hơn so

với những năm trước, một phần là do tình hình lạm phát tăng cao ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng. Về triển vọng dài hạn, thị trường bán lẻ ở Việt Nam còn khá non trẻ với tỷ lệ 10-15% dân số mua bán tại các trung tâm thương mại hiện đại. Trong khi tỷ lệ này ở Trung Quốc và một số nước Châu Á khác là 90%. Với nhu cầu ngày càng tăng và sự phát triển của các khu đô thị, xu hướng mua sắm ở TTTM là xu hướng tất yếu, Việt Nam là thị trường tiềm năng để phát triển phân khúc này. (Nguồn: Savills VN)

### Nhận định về nhóm cổ phiếu bất động sản

Hàng loạt các doanh nghiệp BĐS niêm yết công bố điều chỉnh giảm chỉ tiêu kinh doanh năm 2011 do thị trường bất lợi và kinh doanh sụt giảm. Điều này lý giải cho việc giảm giá mạnh cổ phiếu của nhóm ngành này trong 3 tháng qua, mức giảm từ 17,9% - 50% khiến cho cổ phiếu BĐS không còn sự hấp dẫn với nhà đầu tư. Diễn hình nhiều doanh nghiệp như MCG, HU3, TLT đã điều chỉnh giảm chỉ tiêu lợi nhuận với mức giảm lần lượt là 44%, 30% và 35,7% so với KH đầu năm. Do vậy khả năng hoàn thành kế hoạch năm nay của nhóm doanh nghiệp này là rất thấp, đặc biệt là những doanh nghiệp chỉ làm và bán dự án, không có sẵn quỹ đất với giá vốn thấp. Chúng ta có thể dự báo kế hoạch kinh doanh của các DN này sẽ khó có tăng trưởng cao trong năm 2012.

**Bảng 4 Doanh thu và lợi nhuận của một số doanh nghiệp BĐS có kết quả kinh doanh tốt trong ngành**

Mã CP	Doanh thu			Lợi nhuận sau thuế			EPS		BVPS
	6M2011	2011 KH	%HTKH	6M2011	2011 KH	%HTKH	TTM	2011	
ITC	68,42	826,39	8.28%	-42.21	100		1.469	1.457	27.984
VIC	860,05	5.151	16.70%	461.62	2.293	20%	6.816	5.862	19.584
SJS	89,97	3.526	2.55%	14.23	736	1,9%	2.375	7.436	20.820
NTL	319,80	1.900	16.83%	53.52	591	9,0%	6.216	9.594	28.295
KBC	364,28	2.000	18.21%	37.37	1.000	4%	2.040	3.451	14.978
HAG	968,02	3.600	26,9%	730.24	2.250	32,4%	4.352	4.815	19.067
LCG	1.072,3	1.238	86.61%	124.29	134	93%	3.861	4.444	32.888
BCI	108,46	1.284	8.44%	34.28	304,69	11%	2.998	4.216	23.370
DIG	289,00	900	18.06%	21.25	320	4%	4.168	5.111	24.076
TDH	295,37	832,4	35.48%	30.93	179, kl;68	17%	3.887	4.767	34.767

**Bảng 5: Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản**

So sánh	Giá (10/10/11)	+/- giá 03 tháng	TTS (Tỷ đ)	VDL (Tỷ đ)	Nợ /VCSH	P/E (TTM)	P/B	ROA	ROE	LNST/DT	Lãi gộp/DT
<b>Ngành Bất động sản</b>						<b>8,38</b>	<b>3,12</b>	<b>8,44%</b>	<b>26,94%</b>	<b>51,75%</b>	<b>55,35%</b>
ITC	12.100	-29,76%	2.852	691	23%	8,24	0,43	4,30%	6,32%	15,88%	21,81%
VIC	95.500	-17,90%	29.323	3.912	151%	14,01	4,88	10,50%	44,03%	59,49%	75,16%
SJS	27.900	-39,68%	4.716	1.000	85%	11,75	1,34	10,77%	21,00%	45,28%	64,64%
NTL	19.900	-32,39%	1.988	616	1%	1,78	0,70	31,02%	68,52%	41,97%	54,86%
KBC	15.200	-50,00%	11.432	2.957	90%	7,16	1,01	8,37%	21,64%	166,80%	48,07%
HAG	31.200	-19,48%	23.074	4.673	70%	5,49	1,64	10,79%	23,27%	54,09%	50,61%
LCG	12.600	-22,17%	2.550	562	49%	2,21	0,38	11,13%	18,29%	16,72%	18,22%
BCI	18.300	-35,74%	3.856	723	48%	5,52	0,76	7,41%	17,10%	35,42%	51,67%
DIG	20.400	-32,00%	4.165	1.000	25%	4,90	0,87	12,51%	20,55%	39,01%	48,32%
TDH	16.500	-32,08%	2.278	379	43%	3,36	0,46	10,44%	16,97%	36,69%	40,70%

(Nguồn: vcbs)

### Công ty CP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp.HCM - Mã CK: CII

CII là công ty đầu tư cơ sở hạ tầng có mô hình hoạt động tương đối điển hình, nắm giữ phần lớn các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm trong khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Tốc độ tăng trưởng rất nhanh và ổn định qua các năm.

CII đã ghi nhận lỗ trước thuế 98,2 tỷ trong quý 2 dẫn đến kết quả lũy kế 6 tháng đầu năm 2011 lỗ 7,3 tỷ đồng. Nguyên nhân lỗ chủ yếu là do CII phải trích lập khoản dự phòng giảm giá chứng khoán hơn 112 tỷ đồng trong quý 2, ngoài ra doanh thu từ hoạt động thoái vốn cũng bị sụt giảm mạnh. Tổng doanh thu 06 tháng là 305,5 tỷ đồng, trong đó DT từ thu phí đạt 93,8 tỷ đồng (-10,9% yoy), đầu tư tài chính mang về 211,6 tỷ đồng (-48% yoy).

Hoạt động kinh doanh trong 6 tháng cuối năm có nhiều yếu tố tích cực hơn: mức giá thu phí tăng, một số dự án thoái vốn đang hoàn tất thủ tục, với giả định thị trường chứng khoán từ nay đến cuối năm giữ ở mức hiện tại thì CII không cần trích lập dự phòng thêm và có thể hoàn nhập một phần. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu cả năm 2011 của CII vào khoảng 558 tỷ đồng và LNST 103 tỷ đồng (tương đương 71% và 26% kế hoạch DT và LNST đặt ra đầu năm). EPS dự phóng cuối năm khoảng 1.372 đ/cp. Với mức giá 23.300 đồng/cp, CII hiện đang giao dịch tại mức P/E là 15,8 lần, P/E dự phóng cuối năm là 16,9 lần. So với 3 tháng trước giá cổ phiếu CII đã giảm gần 50%, mức giá này đã phản ánh thông tin lỗ quý 2 của DN.

### **Tổng công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng – Mã CK: DIG**

DIC Corp là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu có quỹ đất (20 triệu m<sup>2</sup>) lớn nhất so với các công ty niêm yết trong ngành. Phân khúc chủ yếu DIC Corp hướng đến là phát triển các khu đô thị mới, các khu công nghiệp đặc biệt là mảng bất động sản du lịch nghỉ dưỡng. Do tình trạng khó khăn của thị trường bất động sản trong những năm gần đây nên kết quả kinh doanh của Dic Corp không đạt như mong đợi, tuy nhiên các tỷ số về lợi nhuận vẫn khá cao trong ngành. Năm 2010, DIC Corp đã đạt 1.195 tỷ đồng doanh thu (giảm 27% yoy, 60%KH). Lợi nhuận gộp đạt 607 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt tương ứng 51%. LNST đạt 451 tỷ đồng (giảm 22% yoy, 90% KH). Năm 2011, công ty đặt kế hoạch doanh thu bằng 80% năm trước (1.600 tỷ đồng), và lợi nhuận sau thuế tương đương là 500 tỷ đồng. Tuy nhiên 6 tháng đầu năm kết quả kinh doanh chỉ đạt 289 tỷ đồng doanh thu (18%KH) và 21,2 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (4%KH). Nguyên nhân là do ảnh hưởng của nền kinh tế khó khăn đặc biệt là tình trạng đóng băng của thị trường bất động sản. Do đó, công ty quyết định điều chỉnh giảm kế hoạch còn 900 tỷ đồng doanh thu, và 320 tỷ đồng LNST. Với 2 dự án chính trong năm là dự án Nam Vĩnh Yên và Chung cư Lakeside, công ty đảm bảo thực hiện mức doanh thu điều chỉnh. Trong đó, dự án Nam Vĩnh Yên tại Vĩnh Phúc đã được công ty chuyển nhượng với tổng giá trị hơn 700 tỷ đồng, còn dự án Chung cư Lakeside đã hoàn thiện, đang thực hiện chào bán các căn hộ còn lại, ghi nhận doanh thu có thể đạt hơn 200 tỷ đồng.

### **Công ty Cổ phần Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh – Mã CK: DXG**

Công ty Đất Xanh là doanh nghiệp mới gia nhập vào thị trường BĐS nhưng đã có được tốc độ phát triển khá nhanh, chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực phân phối đất dự án và căn hộ và là một trong những doanh nghiệp đang dẫn đầu thị trường này ở Bình Dương và TP Hồ Chí Minh. Năm 2010, DXG đã đạt 374,2 tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 340% yoy, 84%KH). LNST đạt 77,8 tỷ đồng (tăng 105% yoy, 61%KH). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2011, DXG chỉ đạt doanh thu thuần 164,9 tỷ đồng (giảm 22,9% yoy). Nguyên nhân là do quá trình đối chiếu số liệu sản phẩm giữa công ty và chủ đầu tư diễn ra chậm so với kế hoạch nên ảnh hưởng đến việc ghi nhận doanh thu trong kỳ nhưng nhờ giá vốn hàng bán giảm mạnh hơn tới 46,6% nên kết quả lợi nhuận gộp vẫn tăng 12,8% yoy đạt 96,1 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận gộp tương ứng là 58,3%. Tuy nhiên các loại chi phí khác đều có mức tăng đột biến như chi phí tài chính tăng mạnh chủ yếu do chi phí lãi vay tăng gấp 25 lần so với cùng kỳ năm ngoái, chi phí QLDN (tăng 81%yoy), chi phí bán hàng (tăng 17,9%yoy), chi phí khác (tăng 377,4%). Kết quả, LNST có mức tăng trưởng âm (giảm 38,1% yoy), đạt 32,9 tỷ đồng. Như vậy 6 tháng đầu năm, công ty mới chỉ đạt được 41% kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận. Việc hoàn thành kế hoạch đề ra phụ thuộc rất lớn vào hiệu quả kinh doanh của các dự án đang được triển khai như: Sunview 2, Phú Gia Hưng. Ngoài ra đối với các dự án còn lại như Sunview 3, dự án Cao ốc Arisen, Dự án Phước Tiến Thủ Đức và Quận 9, dự án TNT building, thời gian triển khai thi công và bán hàng có thể bị chậm do tình trạng đóng băng của thị trường bất động sản.

Ngày 14/09, DXG đã chốt danh sách thực hiện quyền mua cổ phiếu phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 16:10 nhằm tăng V&L từ 160 tỷ đồng lên 320 tỷ đồng để đầu tư vào dự án KDC – dịch vụ Giang Điền – Đồng Nai. Trong khi đó công ty tiếp tục lùi ngày chia 30% cổ tức tiền mặt đến 15/12/2011 để chờ văn bản hướng dẫn liên

quan đến việc miễn thuế thu nhập cá nhân từ cổ tức. Điều này khiến cổ phiếu DXG trở nên kém hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên, với nhà đầu tư yêu thích cổ phiếu có mức trả cổ tức cao có thể chờ cơ hội giảm giá để mua vào.

## 5. NGÀNH THÉP

### Diễn biến ngành thép Q3 2011

#### Nhu cầu tiêu thụ thép tăng nhẹ

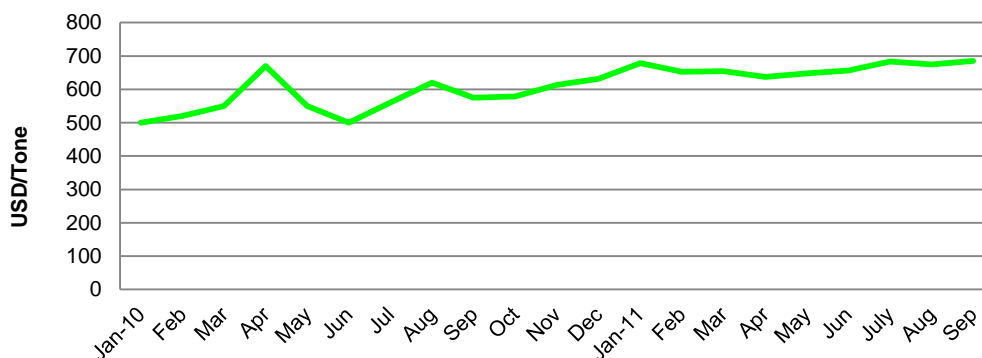
Do chịu tác động từ chính sách thắt chặt tiền tệ để chống lạm phát (trong đó siết mạnh tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản - lĩnh vực tạo cầu cho ngành thép), việc giảm thiểu đầu tư công của Chính phủ... nên sản lượng thép tiêu thụ trong tháng 7/2011 chỉ ở mức thấp, khoảng 359.000 tấn (theo đánh giá của VSA, sản lượng thép tiêu thụ dưới 400.000 tấn/tháng được xem là ở mức thấp). Tuy nhiên sau đó, nhu cầu tiêu thụ thép có xu hướng tăng. Cụ thể, sản lượng thép tiêu thụ trong tháng 8/2011 đạt khoảng 483.000 tấn, tăng 35% so với tháng 7; và sản lượng thép tiêu thụ tháng 9/2011 là 450.000 tấn, giảm nhẹ 7% so với tháng trước đó. Nguyên nhân sản lượng thép tiêu thụ tháng 8 tăng mạnh là do lượng thép bán ra của các công ty sản xuất thép trong tháng 6 và tháng 7 đều ở mức rất thấp. Điều này đã khiến lượng thép dự trữ của các công ty kinh doanh thép và các đại lý bị sụt giảm mạnh, cùng với tâm lý e ngại sắp vào mùa xây dựng (giá thép có khả năng tăng mạnh), nên nhiều công ty kinh doanh thép và các đại lý đã đẩy mạnh việc mua vào.

#### Giá thép nguyên liệu đứng ở mức cao

Trong Q3 2011, giá thép nguyên liệu thế giới có xu hướng tăng nhẹ và đứng ở mức cao. Cụ thể, giá phôi thép bình quân tháng 9/2011 ở mức 685 USD/tấn, tăng 15 USD/tấn so với tháng 8/2011, thép phế cũng tăng lên mức 495 USD/tấn. Nguyên nhân là do đang bước vào giai đoạn cao điểm của mùa xây dựng ở châu Á (các hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng diễn ra sôi động tại Trung Quốc và Ấn Độ và cùng với các hoạt động sửa chữa và xây dựng lại cơ sở hạ tầng bị thiên tai tàn phá ở Nhật Bản...), và giá các nguyên liệu sản xuất thép như giá quặng sắt tăng 3,5%, giá crôm tăng 10%... cùng với sự tăng giá của dầu, khí đốt, than... đã hỗ trợ cho giá thép trong thời gian qua.

Trong tháng 7 và 8/2011, giá thép thành phẩm trong nước ổn định ở mức 15,2–16,8 triệu đồng/tấn tùy chủng loại (chưa bao gồm VAT). Phần lớn các doanh nghiệp sản xuất thép vẫn giữ nguyên giá bán từ cuối tháng 3 đến 8/2011, đồng thời tăng chiết khấu bán hàng, hỗ trợ chi phí vận chuyển... cho các đại lý để đẩy mạnh tiêu thụ. Sang tháng 9/2011, giá thép thành phẩm có xu hướng tăng do giá thép nguyên liệu thế giới tăng nhẹ cùng với sản lượng thép tiêu thụ tăng trong tháng 8 nên các doanh nghiệp sản xuất thép đã giảm chiết khấu và tăng giá bán thép thành phẩm. Theo đó, giá bán thép thành phẩm tại các nhà máy hiện dao động từ 15,7-17 triệu đồng/tấn (chưa bao gồm VAT).

**Biểu đồ 23: Giá phôi thép thế giới bình quân hàng tháng (từ 01/2010 đến nay)**



Nguồn: LME, VCBS tổng hợp

## Một số yếu tố chính tác động đến các doanh nghiệp thép trong Q3 2011

- Giá thép nguyên liệu thế giới đứng ở mức cao đã giữ cho giá thép thành phẩm trong nước tiếp tục duy trì ở mức cao, góp phần làm giảm sức tiêu thụ của thị trường.
- Lạm phát tăng, làm cho giá các nguyên nhiên vật liệu đầu vào khác như than, điện, xăng dầu... tăng, góp phần làm tăng chi phí sản xuất, nên làm tăng giá thép thành phẩm.
- Lãi suất tín dụng còn 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 đầu tư và chi phí sản xuất, qua đó làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngoài ra, đối với các doanh nghiệp xây dựng, bất động sản..., khi lãi vay tăng lên đã làm cho các doanh nghiệp khó tiếp cận được nguồn vốn với chi phí hợp lý để đầu tư sản xuất kinh doanh, nên đã gián tiếp làm giảm nhu cầu tiêu thụ thép của thị trường.
- Chính sách thắt chặt tiền tệ để chống lạm phát (trong đó siết mạnh tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản - lĩnh vực tạo cầu cho ngành thép) và việc giảm thiểu đầu tư công của Chính phủ đã làm giảm sức tiêu thụ của thị trường, tức làm giảm sản lượng thép tiêu thụ của các doanh nghiệp, nên làm giảm doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp thép.

## Dự báo ngành thép Q4 2011

Tuy thị trường thép bắt đầu bước sang mùa xây dựng nhưng do phải tiếp tục chịu tác động từ chính sách thắt chặt tiền tệ để chống lạm phát, việc giảm thiểu đầu tư công của Chính phủ... nên nhu cầu tiêu thụ thép trong Q4 2011 được dự báo sẽ không có khả năng tăng đột biến. Theo đó, sản lượng thép tiêu thụ trong các tháng của Q4 2011 được dự báo sẽ gần bằng mức của tháng 9/2011, tức là khoảng 450.000 tấn/tháng. Do sản lượng thép tiêu thụ trong Q4 2011 không có khả năng tăng đột biến nên giá bán thép thành phẩm có thể sẽ duy trì ở mức giá như hiện nay hay tăng nhẹ vào những tháng cuối năm.

Với dự báo ngành thép trong quý 4 như trên, chúng tôi cho rằng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp thép trong quý 4 có khả năng sẽ được cải thiện đôi chút.

## Diễn biến giá của một số cổ phiếu tiêu biểu ngành thép trên thị trường trong Q3 2011

Khi so sánh diễn biến giá của các cổ phiếu HPG, POM, DTL, NKG trên thị trường trong Q3 2011 với nhau, chúng tôi thấy cổ phiếu HPG giữ giá tốt nhất (giá giảm 8%) và có xu hướng biến động sát với thị trường, còn cổ phiếu POM giảm giá nhiều nhất (giá giảm 16%). Điều này cho thấy cổ phiếu HPG luôn được các nhà đầu tư giá trị quan tâm, riêng cổ phiếu POM có lẽ đã rơi vào vùng giá thấp.

## Cập nhật một số Doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành

*Bảng 6: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp niêm yết ngành thép*

Mã	TTS (Tỷ đồng)	VĐL (Tỷ đồng)	Nợ/ VCSH	Tỷ suất LN ròng	ROA	ROE	% KH LN	EPS cơ bản	Book value	P/E	P/B	Giá (11/10/2011)
DTL	1.379	485	0,9	10,5%	12,7%	27,9%	64,0%	4.547	15.773	3,8	1,1	17.400
HPG	17.598	3.178	1,4	10,0%	10,7%	26,1%	55,0%	5.558	23.133	4,9	1,2	27.300
NKG	1.512	230	2,6	2,5%	5,1%	17,9%	33,0%	2.323	18.055	6,5	1,1	15.200
POM	9.125	1.875	1,9	3,9%	6,0%	16,4%	51,0%	2.561	14.223	5,4	0,8	13.700
Ngành			1,8	5,3%	6,8%	17,5%		3.301		6,2	0,9	

*Nguồn: VCBS tổng hợp*

## Công ty CP tập đoàn Hòa Phát – Mã CK: HPG

Trong 8T2011, HPG ước đạt được 12.125 tỷ đồng tổng doanh thu (đạt 69% KH năm) và 1.098 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (đạt 59% KH năm). Khu liên hợp gang thép và Công ty năng lượng Hòa Phát đã đóng góp lần lượt 26,8% và 29% vào lợi nhuận sau thuế trong Q2 2011 của HPG. Các mảng khác như nội thất, thiết bị xây dựng...

vẫn duy trì mức tăng trưởng ổn định. Trong 9T2011, sản lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát đạt 484.000 tấn, đứng vị trí số 2 về sản lượng thép tiêu thụ trên cả nước (sau POM), tương đương 13,3% thị phần.

Lợi nhuận gộp biên tăng nhẹ lên mức 19% so với mức 17% của 6T2010 chủ yếu nhờ vào tăng trưởng doanh thu. Tỷ suất lợi nhuận biên hoạt động cũng tăng nhẹ từ 14% trong 6T2010 lên 16% trong 6T2011 nhờ HPG đã quản lý hiệu quả các chi phí bán hàng và quản lý. Hoạt động kinh doanh của HPG trong 6T2011 là rất tốt. Hiện tại các tỷ suất sinh lời ROA và ROE trong 6T2011 của HPG lần lượt là 6% và 14%, tăng từ mức 5% và 12% trong 6T2010. Riêng tỷ suất sinh lời ROS vẫn giữ ở mức 11% của 6T2010.

Hiện tại, HPG có P/E cơ bản (4 quý gần nhất) là 4,9 lần, nhỏ hơn P/E cơ bản bình quân ngành đang ở mức 6,2 lần; EPS cơ bản (4 quý gần nhất) là 5.558 đồng/cp. Theo kế hoạch 2011, HPG sẽ giữ nguyên vốn điều lệ là 3.178,5 tỷ đồng, chúng tôi dự phóng EPS cơ bản vào cuối năm 2011 là 5.868 đồng/cp, đây được xem là mức lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu lớn nhất trong các doanh nghiệp thép. Như vậy, cổ phiếu HPG có khả năng sẽ tăng trưởng giá trị trong năm 2011. Do đó, các nhà đầu tư có quan điểm đầu tư giá trị, có thể xem xét cổ phiếu HPG ở mức giá hiện tại.

### **Công ty CP thép Pomina – Mã CK: POM**

Kết thúc 9T2011, POM ước đạt doanh thu thuần khoảng 8.941 tỷ đồng (đạt 62% KH năm) và lợi nhuận sau thuế là 386 tỷ đồng (đạt 63% KH năm). Theo POM, sản lượng thép tiêu thụ trong 9T2011 ước khoảng 566.200 tấn, đứng vị trí số 1 về sản lượng thép tiêu thụ trên cả nước.

Lợi nhuận gộp biên đã giảm từ 16% xuống còn 14% trong 6T2011 do giá thép nguyên liệu tăng. Do chi phí quản lý trong 6T2011 tăng tương đối đột biến nên tỷ suất lợi nhuận biên hoạt động giảm xuống còn 13% từ mức 15% trong 6T2010. Nguyên nhân chính dẫn đến suy giảm lợi nhuận ròng của công ty là do chi phí tài chính tăng 38% yoy. Hiện tại các tỷ suất sinh lời ROA và ROE trong 6T2011 của POM lần lượt là 3% và 10%, giảm gần gấp đôi so với 6T2010.

Hiện tại, POM có P/E cơ bản (4 quý gần nhất) là 5,4 lần, nhỏ hơn P/E cơ bản bình quân ngành đang ở mức 6,2 lần; EPS cơ bản (4 quý gần nhất) là 2.561 đồng/cp. Theo kế hoạch 2011, POM sẽ giữ nguyên vốn điều lệ là 1.874,5 tỷ đồng, chúng tôi dự phóng EPS cơ bản cuối năm 2011 vào khoảng 3.285 đồng/cp. Như vậy, cổ phiếu POM có khả năng sẽ tăng trưởng về mặt giá trị trong năm 2011. Do đó, các nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu ngành thép, có thể xem xét cổ phiếu POM ở mức giá hiện tại.

### **Công ty CP Đại Thiên Lộc – Mã CK DTL**

Kết thúc 9T2011, DTL ước đạt doanh thu thuần khoảng 1.580 tỷ đồng (đạt 67% KH năm) và lợi nhuận sau thuế là 185 tỷ đồng (đạt 78% KH năm).

Lợi nhuận gộp biên giảm nhẹ từ 22% trong 6T2010 xuống còn 21% trong 6T2011 do giá thép nguyên liệu tăng. Tuy giá vốn hàng bán tăng 30% yoy nhưng do DTL đã quản lý hiệu quả các chi phí bán hàng và quản lý nên đã giúp cho tỷ suất lợi nhuận hoạt động biên giữ nguyên mức 19% của 6T2010. Chi phí tài chính trong 6T2011 tăng 32% yoy đã làm giảm tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận ròng, dẫn tới tỷ suất sinh lời ROS giảm nhẹ từ 13% của 6T2010 xuống còn 12% trong kỳ này. Hoạt động kinh doanh của DTL trong 6T2011 là tốt. Hiện tại các tỷ suất sinh lời ROA và ROE trong 6T2011 của DTL lần lượt là 11% và 20%, tăng mạnh từ mức 7% và 15% trong 6T2010.

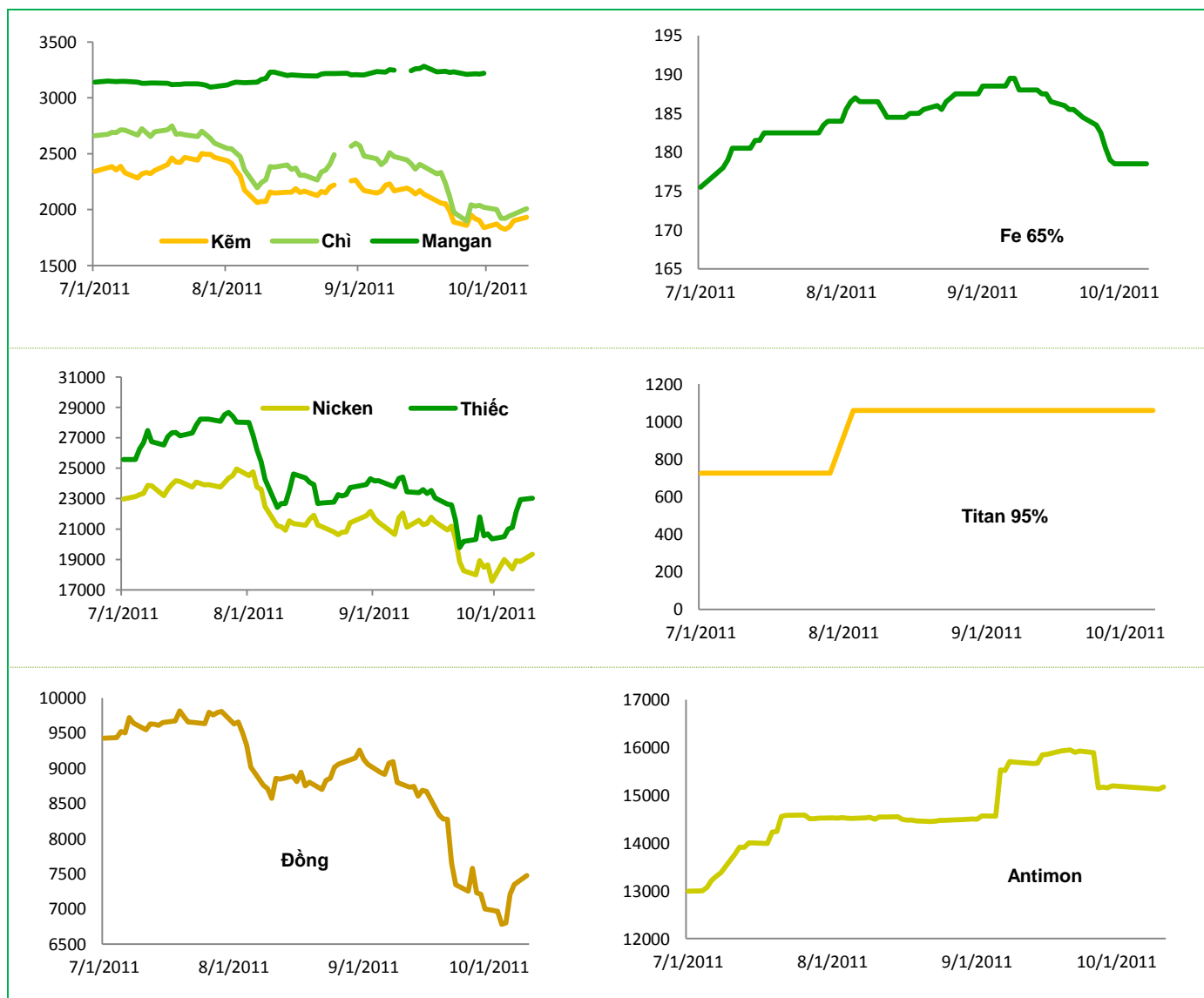
Hiện tại, DTL có P/E cơ bản (4 quý gần nhất) là 3,8 lần, nhỏ hơn P/E cơ bản bình quân ngành đang ở mức 6,2 lần; EPS cơ bản (4 quý gần nhất) là 4.547 đồng/cp. Theo kế hoạch 2011, DTL sẽ giữ nguyên vốn điều lệ là 485 tỷ đồng, chúng tôi dự phóng EPS cơ bản cuối năm 2011 vào khoảng 5.175 đồng/cp. Như vậy, cổ phiếu DTL có khả năng sẽ tăng trưởng về mặt giá trị trong năm 2011. Do đó, các nhà đầu tư quan tâm cổ phiếu ngành thép, có thể xem xét cổ phiếu DTL ở mức giá hiện tại.

## 6. NGÀNH KHOÁNG SẢN

### KHOÁNG SẢN KIM LOẠI

#### Diễn biến trong quý 3/2011

Biểu đồ 24: Biến động giá của các kim loại trong quý 3/2011



Nguồn: Bloomberg

Do những lo lắng về tăng trưởng kinh tế thế giới ngày càng gia tăng nên giá hầu hết các kim loại không phục hồi nhẹ như chúng tôi nhận định trong BCVM quý 2, mà tiếp tục sụt giảm tương tự như diễn biến trong quý 2 và với mức giảm mạnh hơn.

Phần lớn giá các kim loại như: đồng, chì, kẽm, thiếc, nicken đều có xu hướng tăng kể từ đầu quý 3 rồi điều chỉnh đi xuống vào những tuần đầu tháng 8 tiếp đó dao động đi ngang cho đến những tuần cuối tháng 9 thì sụt giảm mạnh.

Giá bình quân các kim loại giao dịch trong quý 3 đều thấp hơn so với quý 2 nhưng vẫn cao hơn so giá bình quân cùng kỳ năm 2010. Nhưng do giá các kim loại giảm mạnh vào cuối tháng 9 nên giá của hầu hết các kim loại này tại ngày 30/9/2011 đều giảm 20 - 26% so với giá ngày đầu quý 3/2011 và đều ở mức thấp hơn so với cùng kỳ năm 2010 từ 10 - 25%. Trong đó, đồng là kim loại có độ nhạy lớn nhất đối với nền kinh tế nên có mức giảm mạnh nhất. Trong quý 3 giá đã giảm xuống dưới 7.000 USD/tấn.

Nguyên nhân của sự sụt giảm là do lo ngại khả năng vỡ nợ Hy Lạp cao, sự phục hồi chậm của nền kinh tế Mỹ, chính sách thắt chặt tiền tệ của Trung Quốc sẽ tạo lên áp lực kinh tế vĩ mô toàn cầu khiến triển vọng kim loại công nghiệp không có nhiều điểm sáng.

### **Bên cạnh đó một số kim loại vẫn tiếp tục đà tăng kể từ quý 2 như quặng titan, antimon, quặng sắt**

Quặng sắt 65%, quặng titan 95% và antimon tiếp tục có xu hướng tăng trong quý 3. Đặc biệt là quặng titan và antimon có mức tăng mạnh trong quý 3, hiện đang ở mức giá cao hơn rất nhiều so với cùng kỳ năm 2010. Giá của titan 95% tại ngày 30/9/2011 đạt 1.060 USD/tấn tăng 46% trong quý 3 và tăng 96% so với 30/9/2010; Giá của antimon đạt 15.129 USD/tấn tăng 17% trong quý 3 và tăng 43% so với ngày 30/9/2010.

**Bảng 7: Thống kê biến động giá các kim loại**

Quặng và Kim loại	Ngày 10/10/2011 (USD/tấn)	Ngày 30/9/2011				Giá TB Q3/2011	
		Giá (USD/tấn)	+/- giá 1/7/2011	+/- Giá 30/9/2010	Giá (USD/tấn)	+/- giá TB Q2/2011	+/- giá TB Q3/2010
Fe 65%	179	179	2%	21%	184	1%	28%
Titan 95%	1.060	1.060	46%	96%	948	35%	76%
Chì	2.008	2.019	-24%	-10%	2.450	-4%	20%
Kẽm	1.930	1.838	-22%	-15%	2.221	-1%	10%
Mangan	3.206	3.219	3%	18%	3.183	0%	28%
Đồng	7.476	6.998	-26%	-13%	8.973	-2%	24%
Antimon	15.129	15.197	17%	43%	14.644	-8%	52%
Niken	19.345	17.570	-23%	-25%	22.002	-9%	4%
Thiếc	23.024	20.352	-20%	-16%	24.618	-14%	20%

**Nguồn: Bloomberg**

### **Kết quả kinh doanh quý 3 của phần lớn các doanh nghiệp khai thác kim loại sẽ vẫn cao hơn so với cùng kỳ năm 2010.**

Quý 2 giá trung bình của các kim loại giảm nhẹ nhưng sản lượng tiêu thụ tăng do đó kết quả kinh doanh quý 2 của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản kim loại đang niêm yết trên sàn hầu như đều tăng so với quý 1 cũng như cùng kỳ năm 2010 (ngoại trừ TNT và TKU). Quặng titan, antimon, quặng sắt tăng giá trong quý 2 nên các doanh nghiệp khai thác antimon, quặng titan, quặng sắt như HGM, BMC, SQC có lợi nhuận tăng trưởng mạnh.

Do giá quặng titan, quặng sắt, antimon tăng cao trong quý 3 nên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp khai thác khai thác các khoáng sản kim loại này như HGM, BMC, SQC, KTB, KSS sẽ rất khả quan. Đối với các doanh nghiệp khai thác khoáng sản kim loại khác, có thể có kết quả kinh doanh quý 3 thấp hơn hoặc tương đương kết quả kinh doanh quý 2 do giá kim loại trung bình giảm trong quý 3 và quý 3 là mùa mưa do đó có thể ảnh hưởng đến việc khai thác, nhưng nhưng dự kiến sẽ tiếp tục vẫn cao hơn so với cùng kỳ năm 2010 do giá trung bình của hầu hết các kim loại trong quý 3 vẫn cao hơn so với cùng kỳ 2010.

### **Triển vọng ngành trong quý 4/2011 và dài hạn**

#### **Triển vọng tăng giá của các kim loại trong quý 4 chưa thật rõ ràng phụ thuộc hoàn toàn vào tín hiệu kinh tế vĩ mô của thế giới.**

Vấn đề khủng hoảng nợ công tại khu vực châu Âu, tốc độ phục hồi của nền kinh tế Mỹ, nhu cầu nguyên liệu cơ bản của Trung Quốc sẽ là những nhân tố chính tác động đến cầu cũng như giá các kim loại cơ bản. Những tuần đầu tháng 10 thị trường kim loại có một số dấu hiệu tích cực khi giá một số kim loại đã phục hồi trở lại sau khi bị giảm mạnh vào cuối tháng 9 do thị trường việc làm trong tháng 9 của Mỹ khả quan hơn dự kiến và Đức tán thành việc gia tăng quỹ giải cứu cho khu vực đồng euro, làm giảm lo ngại về khả năng vỡ nợ của Hy Lạp. Tuy nhiên các tín hiệu đó chưa giúp bức tranh tăng trưởng nền kinh tế thế giới có nhiều nét rõ ràng do đó trong ngắn hạn rất khó có thể thấy được một xu hướng biến động chung của giá các kim loại. Quý 4 là quý có nhu cầu sản xuất và tiêu

thụ lớn nhất trong năm do vậy khi các tín hiệu về sự tăng trưởng của nền kinh tế thế giới trở nên rõ nét hơn thì giá các kim loại sẽ biến động mạnh.

### **Về dài hạn các kim loại có triển vọng tăng giá do sự khan hiếm của kim loại và nhu cầu ngày càng lớn của Trung Quốc.**

Về dài hạn giá các kim loại sẽ ngày càng tăng do sự khan hiếm. Trung Quốc là nước tiêu thụ lớn nhất các kim loại cơ bản, đặc biệt với quá trình công nghiệp hóa vẫn diễn ra mạnh mẽ của Trung Quốc thì nhu cầu tiêu thụ kim loại cơ bản sẽ vô cùng lớn. Theo các chuyên gia nhận định nhu cầu tăng trưởng đối với các kim loại cơ bản tại Trung Quốc cao hơn 10% so với mức tăng trưởng GDP Trung Quốc và sẽ tiếp tục phát triển. Đồng thời các chuyên gia còn nhận định trong 5 năm tới nhu cầu kim loại cơ bản vẫn tiếp tục tăng mặc dù kinh tế thế giới suy thoái sẽ ảnh hưởng tới nền kinh tế Trung Quốc.

### **Cập nhật một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành**

**Bảng 8: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản kim loại đang niêm yết trên sàn**

Mã	TTS (tỷ)	VDL (tỷ)	Tỷ suất LNR	Nợ/	ROA	ROE	%HTKH	EPS	BV	P/E	P/B	Giá
				VCSH			Lợi nhuận	Trailing				10/10/11
BGM	221	168	46%	9%	9%	9%	22%	1.124	12.065	8,4	0,8	9.400
BKC	128	60	14%	36%	12%	17%	78%	2.636	15.608	4,2	0,7	11.000
BMC	190	83	23%	29%	21%	27%	131%	4.754	17.884	5,8	1,5	27.500
HGM	199	60	74%	37%	57%	78%	150%	18.864	24.224	4,7	3,6	88.000
KSS	636	242	7%	69%	6%	11%	28%	1.650	15.526	8,6	0,9	14.200
KTB	439	268	11%	46%	6%	9%	48%	1.058	11.248	27,8	2,6	29.400
MIM	88	31	3%	94%	2%	5%	1%	930	14.660	12,3	0,8	11.400
MMC	50	32	4%	14%	5%	6%	10%	768	13.838	10,4	0,6	8.000
SQC	1.300	1.000	18%	12%	3%	3%	53%	374	11.555	235,1	7,6	87.800
TKU	705	244		148%					11.643		0,5	6.400
TNT	153	85	2%	53%	1%	2%		182	11.540	57,7	0,9	10.500

**Nguồn: VCBS tổng hợp. Dữ liệu được cập nhật đến quý 2/2011**

**(\*) BGM được tính dựa trên KQKD 2 quý đầu năm 2011.**

**Một số doanh nghiệp hoạt động khai thác antimon, titan và quặng sắt sẽ tiếp tục có kết quả kinh doanh quý 3/2011 khả quan, tăng cao so với cùng kỳ và vượt kế hoạch đã đề ra.**

Như chúng tôi nhận định trong báo cáo vĩ mô quý 2, một số doanh nghiệp khai thác antimon và titan, quặng sắt như HGM, KTB, BMC, SQC đã có kết quả kinh doanh rất tốt, doanh thu và lợi nhuận quý 2 tăng trưởng cao so với quý trước cũng như cùng kỳ năm 2010. Giá các kim loại tiếp tục tăng trong quý 3 nên kết quả kinh doanh quý 3 của các doanh nghiệp này sẽ tăng mạnh so với quý 2 cũng như cùng kỳ năm 2010.

**Kết quả kinh doanh khả quan trong quý 2/2011 đã dần được nhà đầu tư nhìn nhận cho nên hầu hết các cổ phiếu của doanh nghiệp khai thác khoáng sản kim loại đều tăng giá trong quý 3/2011.**

Trong đó KTB và BMC là các cổ phiếu có thanh khoản tốt và có mức tăng giá mạnh nhất với mức tăng 36-40% trong quý 3. KTB, KSS, BGM là những cổ phiếu có thanh khoản tốt nhất trong ngành.

**Quan điểm đầu tư:** HGM là cổ phiếu cơ bản tốt, triển vọng tăng trưởng cao nên nhà đầu tư nên tiếp tục nắm giữ. BKC và BMC là các cổ phiếu tốt, PE thấp tương đối nên có thể xem xét đầu tư.

**CTCP Cơ khí và Khoáng sản Hà Giang – Mã CK: HGM**

6 tháng đầu năm 2011 HGM có kết quả rất tốt, doanh thu lợi nhuận tăng trưởng mạnh. Công ty đạt 98 tỷ doanh thu và 79 tỷ lợi nhuận sau thuế, tăng 1,4 lần và 2,4 lần so với cùng kỳ năm 2010 và vượt 20% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Có kết quả tốt như vậy là nhờ giá antimon tăng mạnh.

Giá antimon trung bình trong quý 3 giảm nhẹ so với quý 2 tuy nhiên giá antimon cuối quý 3 đã tăng 17% so với mức giá đầu quý hiện đang giao dịch ở mức trên 15.000 USD/tấn cao hơn rất nhiều so với cùng kỳ 2010. Do đó chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh quý 3 của HGM sẽ tiếp tục khả quan.

*Triển vọng HGM tiếp tục tốt trong quý 4/2011:* Trong khi giá các kim loại khác sụt giảm do lo ngại tình hình kinh tế thế giới nhưng giá antimon lại có xu hướng tăng và duy trì ở mức giá cao và nhiều khả năng giá antimon tiếp tục duy trì ở mức cao. Với dự báo trong quý 4 hoạt động khai thác được đẩy mạnh, chúng tôi cho rằng HGM có triển vọng tăng trưởng mạnh trong quý 4.

*Quan điểm đầu tư:* HGM là doanh nghiệp sản xuất có tỷ suất lợi nhuận rất cao với tỷ lệ 74%, ROA, ROE lần lượt là 57%, 78%, EPS đạt 18.864 đồng/CP, tỷ lệ nợ thấp cho thấy HGM có các yếu tố cơ bản vô cùng tốt. Đây cũng là cơ sở giúp giá cổ phiếu HGM tăng từ đầu năm tới nay. Hiện P/E cổ phiếu vẫn ở mức tương đối thấp, cổ tức cao nên nhà đầu tư nên tiếp tục nắm giữ tuy nhiên cần cân nhắc tới các yếu tố: thị giá cổ phiếu lớn, thanh khoản thấp.

### **CTCP Khoáng sản Bình Định – Mã CK: BMC**

Lợi nhuận sau thuế của BMC trong quý 2/2011 đạt 21 tỷ tăng 2,26 lần so với quý 1 và tăng 2,37 lần so với cùng kỳ năm 2010, theo đó lũy kế 6 tháng đầu năm 2011 lợi nhuận sau thuế của BMC đạt 27,4 tỷ tăng 1,5% so với cùng kỳ năm 2010 vượt kế hoạch 21%.

Giá titan tăng mạnh trong quý 3, giá quặng titan trung bình trong quý 3 tăng 35% so với quý 2 và tăng 76% so với cùng kỳ năm 2010. Tháng 8 vừa qua BMC được cho phép tiếp tục xuất khẩu tinh quặng Ilmenite và BMC dự kiến sẽ xuất khẩu đợt 1 năm 2011 là 40.000 tấn. Như vậy có thể thấy kết quả kinh doanh quý 3 của BMC sẽ vô cùng khả quan.

*Triển vọng BMC tiếp tục tốt trong quý 4/2011:* Do được phép xuất khẩu và giá quặng titan hiện nay đang ở mức cao nên chúng tôi cho rằng doanh thu lợi nhuận của BMC trong quý 4 sẽ rất lớn.

*Quan điểm đầu tư:* Với triển vọng tích cực cổ phiếu BMC đã được quan tâm khá nhiều trong quý 3, là một trong những doanh nghiệp khai thác khoáng sản có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao với 14%, giá cổ phiếu đã tăng 35,6% trong quý 3. Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng cao tuy nhiên BMC có P/E tương đối thấp, là doanh nghiệp có các chỉ tiêu cơ bản tốt với khả năng sinh lời cao, tỷ lệ nợ thấp, khả năng vượt gấp 2 lần lợi nhuận kế hoạch cao và có triển vọng tiếp tục tốt trong quý 4 do đó chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên quan tâm và có thể xem xét đầu tư ngắn và dài hạn tại BMC.

### **KHOÁNG SẢN VẬT LIỆU XÂY DỰNG**

#### **Diễn biến trong quý 3/2011**

**Thị trường vật liệu xây dựng trầm lắng kể từ cuối quý 1 cho đến nay khiến lợi nhuận của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản vật liệu xây dựng quý 3 sụt giảm so với cùng kỳ năm 2010**

Thị trường vật liệu xây dựng trầm lắng kể từ cuối quý 1 cho đến nay khi thị trường bất động sản gặp khó khăn với chỉ thị 01/CT-NHNN về giảm tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất, lãi suất và giá cả nguyên vật liệu xây dựng tăng cao. Do đó lợi nhuận của phần lớn doanh nghiệp khai thác khoáng sản vật liệu xây dựng trong quý 2 đều sụt giảm so với cùng kỳ năm 2010.

Giá nguyên vật liệu xây dựng, khoáng sản vật liệu xây dựng sau khi tăng giá vào đầu năm đã góp phần làm giảm sức mua nên hiện giá khoáng sản vật liệu xây dựng cơ bản được giữ ổn định trong quý 3. Bên cạnh đó quý 3 là mùa mưa nên hoạt động xây dựng có phần giảm sút so với quý trước nên thị trường vật liệu xây dựng tiếp tục ế

ảm. Do vậy lợi nhuận quý 3 của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản vật liệu xây dựng sẽ tiếp tục sụt giảm và tiếp tục thấp hơn so với cùng kỳ năm 2010.

### Triển vọng quý 4 /2011

**Triển vọng của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản vật liệu xây dựng trong quý 4 không có nhiều điểm sáng.**

Hoạt động xây dựng thường được đẩy mạnh trong quý 4 tuy nhiên hiện nay những khó khăn của thị trường bất động sản vẫn chưa được giải quyết nên nhu cầu nguyên vật liệu xây dựng cũng như khoáng sản vật liệu xây dựng sẽ không lớn. Bên cạnh đó các doanh nghiệp sẽ tiếp tục đối mặt với những khó khăn như lãi suất, chi phí đầu vào tăng cao. Do vậy kết quả kinh doanh quý 4 của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản vật liệu xây dựng có thể tăng nhẹ so với quý 3 tuy nhiên vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm 2010.

### Cập nhật một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành

**Bảng 9: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản vật liệu xây dựng đang niêm yết trên sàn**

Mã	TTS (tỷ)	VĐL (tỷ)	Tỷ suất LNR	Nợ/ VCSH	ROA	ROE	%HTKH Lợi nhuận	EPS Trailing	BV	P/E	P/B	Giá 10/10/11
ALV	28	15	10%	55%	5%	8%	2%	978	12.075	6,5	0,5	6.400
CMI	181	74	2%	133%	1%	2%		1.060	10.496	6,0	0,6	6.400
CTA	136	92	6%	36%	3%	4%		435	10.872	12,7	0,5	5.500
DHA	414	151	18%	31%	10%	13%	49%	2.738	20.941	4,4	0,6	12.100
HPS	28	16	12%	21%	11%	13%	66%	1.883	14.801	2,7	0,3	5.100
KHB	109	63	26%	9%	7%	8%	57%	2.360	15.984	5,6	0,8	13.300
KSA	341	129	41%	51%	14%	23%	7%	3.639	15.513	3,2	0,8	11.700
KSB	624	107	24%	59%	21%	34%	64%	12.438	36.647	4,0	1,4	50.000
KSH	220	117	29%	43%	10%	15%	26%	1.911	13.178	12,8	1,9	24.500
MIC	134	55	7%	43%	5%	7%	14%	1.600	17.105	11,5	1,1	18.400
NNC	184	88	31%	22%	46%	56%	70%	9.607	17.200	3,0	1,7	28.900

**Nguồn: VCBS tổng hợp. Dữ liệu được cập nhật đến quý 2/2011**

Với triển vọng không mấy lạc quan của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản vật liệu xây dựng, giá cổ phiếu của phần lớn các doanh nghiệp trong ngành đang niêm yết trên sàn đều giảm trong quý 3 và thanh khoản tương đối thấp trong đó mức sụt giảm mạnh nhất là cổ phiếu DHA, HPS. Hiện nay phần lớn các cổ phiếu thuộc khoáng sản vật liệu xây dựng đều có P/B nhỏ hơn 1.

### CTCP Đá Núi Nhỏ - Mã CK: NNC

Ngành khai thác đá có khả năng sinh lời cao. NNC sở hữu thị phần tương đối lớn trong khu vực Đông Nam Bộ, năng suất khai thác tăng mạnh nhờ xin mở rộng khu vực khai thác tại mỏ Núi Nhỏ nên NNC có nhiều lợi thế. Đây là cũng là lý do mà NNC có kết quả kinh doanh trong quý 2 tương đối khả quan, lợi nhuận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm 2010 trong điều kiện thị trường vật liệu xây dựng ảm đạm. 6 tháng đầu năm 2011 NNC đạt 131 tỷ doanh thu tăng 9% yoy và 43 tỷ lợi nhuận sau thuế tương ứng tăng 15% yoy hoàn thành 70% kế hoạch lợi nhuận.

Mặc dù nền kinh tế khó khăn nhưng những công trình hạ tầng, cầu, đường lớn của thành phố sẽ vẫn được triển khai. NNC là doanh nghiệp có uy tín và thương hiệu, sở hữu thị phần lớn tại khu vực Đông Nam Bộ nên NNC sẽ là những nhà cung cấp chính cho các dự án. Do đó thị trường sản phẩm đầu ra của NNC không bị ảnh hưởng nhiều.

Quý 3/2011 NNC có kết quả tương đối khá, đạt 78,5 tỷ doanh thu và 28,7 tỷ lợi nhuận. 9 tháng đầu năm NNC đạt 214 tỷ doanh thu và 84,6 tỷ lợi nhuận trước thuế tăng lần lượt 14% và 9% so với cùng kỳ năm 2010, hoàn thành 83% kế hoạch doanh thu và vượt 6% kế hoạch lợi nhuận.

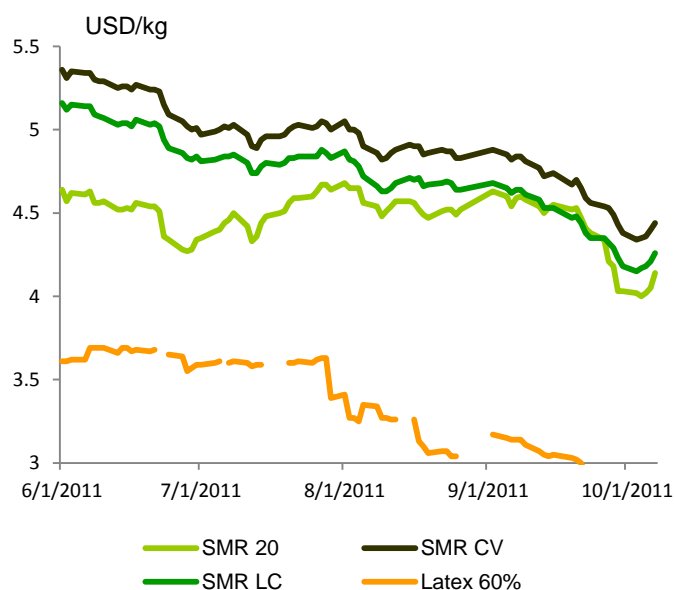
Quý 4/2011 NNC đặt kế hoạch 93,5 tỷ doanh thu và 32 tỷ lợi nhuận trước thuế. Như vậy kết quả kinh doanh quý 4 NNC dự kiến sẽ tốt hơn quý 3 do hoạt động xây dựng tập trung chủ yếu vào quý 4. Nếu như đạt được kế hoạch quý 4 đã đặt ra thì doanh thu và lợi nhuận trước thuế cả năm 2011 của NNC là 308 tỷ và 117 tỷ tương ứng vượt 18% và 46% kế hoạch. Đồng thời nếu hoàn thành kế hoạch quý 4 thì lợi nhuận trước thuế của NNC trong năm 2011 tăng trưởng 12%, đây sẽ là kết quả rất khả quan trong tình hình thị trường vật liệu xây dựng trầm lắng.

NNC là doanh nghiệp có cơ bản tốt với khả năng sinh lời cao, hiệu quả hoạt động tốt, tỷ lệ tiền mặt cao và không vay nợ, EPS cao và có triển vọng rất tốt. Đồng thời NNC được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm, tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao so với các doanh nghiệp trong ngành với tỷ lệ 17%. Bên cạnh đó hiện nay P/E ở mức tương đối thấp do đó nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư tuy nhiên cần cân nhắc yếu tố thanh khoản khi quyết định đầu tư.

## 7. NGÀNH CAO SU

### Diễn biến trong quý 3/2011

**Biểu đồ 25: Biến động giá cao su trong quý 3/2011**



**Bảng 10 : Thống kê biến động giá cao su**

Các loại cao su	SMR 20	SMR CV	SMR L	Latex 60%
<b>Giá 7/10/2011 (USD/kg)</b>	<b>4,14</b>	<b>4,44</b>	<b>4,26</b>	<b>2,95</b>
<b>Giá TB Q3/2011 (USD/kg)</b>	<b>4,50</b>	<b>4,86</b>	<b>4,67</b>	<b>3,25</b>
+/- giá TB Q2.2011	-3%	-11%	-11%	-7%
+/- giá TB Q3.2010	46%	31%	33%	19%
<b>Giá 30/9/2011 (USD/kg)</b>	<b>4,03</b>	<b>4,38</b>	<b>4,18</b>	<b>2,96</b>
+/- giá 1/7/2011	-7%	-12%	-13%	-18%
+/- giá 30/9/2010	17%	14%	16%	7%

**Nguồn: Bloomberg**

### Xu hướng giảm giá là xu hướng chủ đạo của giá cao su trong quý 3

Như chúng tôi đã nhận định trong báo cáo quý 2, giá cao su quý 3 đã sụt giảm trung bình khoảng 15% tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao trên 4.000 USD/tấn và cao hơn khoảng 15% so với cùng kỳ năm 2010. Hiệp hội cao su ước tính trong quý 3 sản lượng tăng lên từ 3,3%-6,1% trong khi nhu cầu ở các nước tiêu thụ lớn như Trung Quốc, Ấn Độ và Malaysia chỉ tăng 2,7%. Có thể thấy là do nguồn cung cao su tăng mạnh do cao su vào mùa khai thác, đồng thời vấn đề nợ công tại châu Âu, Mỹ và các tín hiệu từ nền kinh tế Trung Quốc không mấy khả quan khiến cho những lo ngại tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới sẽ chậm lại và xấu hơn nữa sẽ là suy thoái qua đó làm giảm nhu cầu tiêu dùng. Ngoài ra giá dầu cũng có xu hướng giảm là những nguyên nhân chính làm giảm giá cao su.

**Mặc dù xu hướng giảm giá là chủ đạo tuy nhiên giá cao su vẫn duy trì ở mức cao so với cùng kỳ 2010 do những lo lắng về sự sụt giảm nguồn cung cao su.**

Mặc dù vào thời vụ nhưng tình trạng mưa lũ lụt tại nước sản xuất cao su lớn nhất là Thái Lan làm nguồn cung bị sụt giảm trong tương quan với nhu cầu cao su tăng từ ngành ô tô toàn cầu.

### **Việc không đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và Trung Quốc vẫn là thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam đang trở thành vấn đề cần sớm giải quyết**

Hoạt động xuất khẩu cao su tiểu ngạch đã bị gián đoạn kể từ đầu tháng 7/2011 do Trung Quốc tăng cường các biện pháp kiểm soát hoạt động nhập khẩu của giới thương nhân. Do đó các doanh nghiệp xuất khẩu cao su gặp khó khăn với lượng hàng tồn kho ở cửa khẩu tăng lên và giá cao su bị ép giảm xuống thấp. Theo dự báo hoạt động giao dịch sẽ có thể sôi động trở lại vào cuối tháng 10.

### **Tình hình xuất khẩu cao su trong 9 tháng tiếp tục khả quan khi giá cao su vẫn ở mức cao.**

9 tháng đầu năm 2011 Việt Nam đã xuất khẩu được 525.000 tấn trị giá là 2,27 tỷ USD tăng 2,4% về lượng nhưng tăng 60% về giá trị nhờ giá cao su tăng cao so với cùng kỳ, hoàn thành 76% kế hoạch xuất khẩu 3 tỷ USD của ngành cao su. Trong đó Trung Quốc tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất Việt Nam chiếm đến 65% và phương thức xuất khẩu tiểu ngạch qua mậu biên vẫn chiếm gần 50% do đó thời gian vừa qua chính sách quản lý mậu biên của Trung Quốc đã tác động lớn đến lượng xuất khẩu và giá cao su.

### **Bộ tài chính đề xuất tăng thuế xuất khẩu cao su**

Mặc dù Bộ Nông nghiệp và nông thôn đề nghị chưa thu thuế nhưng Bộ Tài chính dự kiến sẽ áp dụng mức thuế xuất khẩu 5% đối với nhóm mặt hàng cao su tổng hợp, mức 3% đối với mủ cao su tự nhiên và 3% đối với mủ cao su hỗn hợp.

### **Triển vọng trong quý 4/2011**

#### **Nhu cầu cao su cuối năm tăng cao tuy nhiên vẫn bị giới hạn bởi lo ngại tăng trưởng kinh tế thế giới**

Quý 4 luôn là thời điểm có nhu cầu sản xuất lớn. Trung Quốc vừa thông báo sẽ tiếp tục tăng dự trữ từ nay cho đến năm 2012 ngoài ra nhu cầu cao su ở các thị trường mới nổi tăng lên là những thông tin tích cực về nhu cầu cao su. Tuy nhiên tiếp nối quý 3 những quan ngại châu Âu sẽ chìm sâu vào khủng hoảng nợ, nền kinh tế Mỹ tăng trưởng chậm lại và Trung Quốc tiếp tục duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ sẽ vẫn là những yếu tố cản trở sự gia tăng của giá cao su.

#### **Nguồn cung cao su có thể tăng nhẹ trong quý 4 nhưng nỗi lo thiếu hụt nguồn cung sẽ vẫn hiện hữu.**

Quý 4 là quý có sản lượng cao su khai thác cao trong năm tuy nhiên do hiện nay đang có mưa lớn tại Thái Lan gây ảnh hưởng đến cây cao su cũng như việc cạo mủ cao su, đồng thời tại Indonesia khí hậu trở nên khô lạnh ảnh hưởng đến năng suất cây cao su. Vừa qua Thái Lan có kế hoạch giảm cung 120.000 tấn/năm và sẽ đề nghị các nước cùng hành động nhằm đẩy giá cao su tăng lên. Do đó nguồn cung sẽ tăng nhẹ và vẫn tồn tại nỗi lo thiếu hụt nguồn cung.

#### **Vì lý do trên chúng tôi cho rằng trong quý 4 giá cao su sẽ dao động trong biên độ hẹp và tiếp tục duy trì ở mức giá cao hơn so với cùng kỳ năm 2010.**

**Về dài hạn giá cao su sẽ ổn định và duy trì ở mức cao trên 3.000 USD/tấn do nguồn cung không tăng mạnh và có thể kiểm soát bởi nhóm IRCO.** Một là, giá cao su đã giảm tương đối nhiều so với mức đỉnh. Hai là, nhu cầu cao su vẫn rất lớn với sự tăng trưởng ngành công nghiệp ô tô toàn cầu đặc biệt là Trung Quốc trong khi đó nguồn cung bị kiểm soát bởi một số ít nước và bị hạn chế bởi sự biến đổi của thời tiết. Trên hai cơ sở đó chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ ổn định hơn vào các năm tới.

Trong báo cáo mới nhất gần đây của Deutsche Bank dự báo giá cao su trung bình sẽ đạt 5 USD/kg vào năm 2011, đạt 5,1 USD/kg vào năm 2012 và 4,5 USD/kg vào năm 2013.

## Cập nhật doanh nghiệp trong ngành

**Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cao su trong quý 2 hầu hết sụt giảm so với quý 1 nhưng vẫn cao hơn cùng kỳ năm 2010 theo biến động của giá cao su.**

Do giá cao su giảm trung bình 10% trong quý 2 nên kết quả kinh doanh quý 2/2011 của 4/5 doanh nghiệp cao su đang niêm yết trên sàn (trừ TRC) đều có mức lợi nhuận sụt giảm so với quý 1/2011. Tuy nhiên do mức giá cao su vẫn cao hơn cùng kỳ tất cả các doanh nghiệp trong ngành đều có lợi nhuận cao hơn so với cùng kỳ năm 2010. Theo đó lũy kế 6 tháng đầu năm 2011 lợi nhuận của các doanh nghiệp vẫn tăng mạnh so với cùng kỳ 2010, lợi nhuận DPR (+185% yoy), TNC (+179% yoy), TRC (+121% yoy), HRC (+69% yoy), PHR (+63% yoy).

**Kết quả quý 3/2011 tăng mạnh nhờ sự gia tăng sản lượng và phần lớn các doanh nghiệp cao su đang niêm yết trên sàn đều hoàn thành kế hoạch ngay trong quý 3.**

Mặc dù giá cao su trung bình tiếp tục sụt giảm, khoảng 11% trong quý 3 nhưng nhờ sản lượng tăng mạnh nên hầu hết các doanh nghiệp khai thác cao su đều có doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh so với quý 2. Do các giá cao su trung bình trong quý 3 vẫn cao hơn khoảng 30% so với cùng kỳ năm 2010 nên kết quả kinh doanh quý 3 tiếp tục tăng trưởng mạnh so với quý 3/2010.

Phần lớn các doanh nghiệp đã cán đích ngay trong quý 3 này, đặc biệt có TNC mặc dù đã điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận tăng 51% tuy nhiên cũng đã đạt được kế hoạch điều chỉnh này ngay trong quý 3. Và nguyên nhân chủ yếu dẫn đến kết quả khả quan như vậy là do giá cao đã duy trì ở mức cao trong 9 tháng đầu năm.

Giá cao su có giảm nhưng sẽ vẫn duy trì ở mức cao, thêm đó sản lượng tập trung lớn vào quý 4 nên chúng tôi cho rằng doanh nghiệp cao su nào hoàn thành kế hoạch trong quý 3 thì năm nay sẽ vượt kế hoạch từ 20-30%, những doanh nghiệp chưa hoàn thành kế hoạch sẽ hoàn thành kế hoạch, riêng TNC đã vượt cả kế hoạch đã điều chỉnh.

**Bảng 11: Thông tin cơ bản về các doanh nghiệp cao su đang niêm yết trên sàn**

Mã	TTS (tỷ)	VDL (tỷ)	Tỷ suất LNR	Nợ/ VCSH	ROA	ROE	%HTKH LN	EPS Trailing	BV	P/E	P/B	Giá 10/10/11
DPR	1.867	430	42%	30%	31%	41%	102%	13.398	32.800	3,7	1,5	49.800
HRC	503	173	22%	16%	26%	30%	95%	7.488	25.090	7,9	2,4	59.000
PHR	2.627	813	26%	78%	24%	43%	103%	7.659	17.987	3,8	1,6	29.400
TNC	316	193	42%	9%	27%	30%	101% (*)	4.505	15.102	3,2	1,0	14.400
TRC	1.057	300	35%	24%	34%	42%	58% (**)	11.963	28.436	3,2	1,4	38.700

**Nguồn: VCBS tổng hợp. Dữ liệu cập nhật đến quý 2/2011 đã kiểm toán**

**Kế hoạch hoàn thành lợi nhuận là dữ liệu 9 tháng đầu năm 2011 (\*\*) trừ TRC là dữ liệu 6 tháng 2011)**

**(\*)TNC là kế hoạch đã điều chỉnh tăng 51%**

**Mặc dù các cổ phiếu cao su có kết quả kinh doanh tốt và hầu hết hoàn thành kế hoạch trong quý 3 nhưng các cổ phiếu cao su đều có xu hướng giảm giá và giảm thanh khoản.** Nguyên nhân là do tỷ lệ sở hữu nhà nước và tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn chiếm tỷ lệ lớn, hầu hết các mã cao su đang niêm yết trên sàn đều có nhà nước sở hữu trên 51% bên cạnh đó thị giá hầu hết các cổ phiếu đều ở mức cao. Trong các mã cao su chỉ có TNC và HRC có thanh khoản tốt hơn, giá cổ phiếu tăng trong quý 3.

**Quan điểm đầu tư:** Các cổ phiếu cao su đều hoàn thành và vượt kế hoạch, các chỉ tiêu cơ bản tốt, hoạt động tập trung vào lĩnh vực chính, P/E tương đối thấp, cổ tức cao do đó chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên tiếp tục NẮM GIỮ các cổ phiếu như DPR, TRC, PHR. Do TNC vượt kế hoạch điều chỉnh, thanh khoản tốt rất phù hợp cho đầu tư ngắn và trung hạn.

### **CTCP Cao su Đồng Phú – Mã CK: DPR**

6 tháng đầu năm 2011 DPR đạt 654 tỷ doanh thu (+112% yoy) và 279 tỷ LNST (+185% yoy).

Kết quả quý 3 khả quan, ước tính doanh thu và lợi nhuận trước thuế quý 3 của DPR lần lượt tăng 2,1 lần và 1,4 lần so với kết quả 6 tháng đầu năm 2011.

Hiện nay DPR đã khai thác toàn diện tích theo kế hoạch với 7.236 ha. Trong quý 3 giá cao su giảm khoảng 15% nhưng vẫn ở mức cao so với cùng kỳ năm ngoái và kế hoạch trong khi sản lượng tiêu thụ tăng mạnh gấp đôi 6 tháng đầu năm 2011 nên DPR đã vượt hoàn thành kế hoạch. 9 tháng đầu năm 2011 sản lượng khai thác 9.885 tấn bằng 68% kế hoạch, sản lượng tiêu thụ 13.066 tấn đạt 71% kế hoạch nhưng với giá bán trung bình 95,7 triệu đồng/tấn vượt 43% kế hoạch. Theo đó doanh thu và lợi nhuận trước thuế đạt 1.371 tỷ và 451 tỷ tương ứng tăng 104% yoy và 88% yoy, lần lượt vượt 4% và 2% kế hoạch.

### **CTCP Cao su Thống Nhất – Mã CK: TNC**

6 tháng đầu năm 2011 TNC đạt 91 tỷ doanh thu (+35% yoy) và 54 tỷ LNST (179% yoy).

9 tháng đầu năm 2011 công ty khai thác 953 tấn đạt 54% kế hoạch, tiêu thụ khoảng 890 tấn theo đó doanh thu ước tính là 151 tỷ tăng 25% yoy, hoàn thành 69% kế hoạch doanh thu đã điều chỉnh và đạt 76 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng 112% yoy, vượt 1% kế hoạch lợi nhuận đã điều chỉnh (lợi nhuận kế hoạch được điều chỉnh tăng 51%). Như vậy TNC đã hoàn thành cả kế hoạch điều chỉnh ngay trong 9 tháng đầu năm 2011.

### **CTCP Cao su Phước Hòa– Mã CK: PHR**

6 tháng đầu năm 2011 PHR đạt 1.091 tỷ doanh thu (+51% yoy) và 309 tỷ LNST (+63% yoy)

9 tháng đầu năm 2011 PHR khai thác 12.880 tấn đạt 64% kế hoạch năm, thu mua 4.7878 tấn, tiêu thụ 17.954 tấn, giá bán trung bình của PHR khá cao đạt 98,6 triệu/tấn. Theo đó doanh thu đạt 1.770 tỷ tăng 28% yoy và 632 tỷ lợi nhuận trước thuế tăng 51% yoy, vượt 3% kế hoạch lợi nhuận. Dự kiến quý 4 đạt 7.400 tấn đạt 37%, riêng tháng 10 là 2.200 tấn, dự kiến thu mua 1.500 tấn.

### **CTCP Cao su Hòa Bình– Mã CK: HRC**

6 tháng đầu năm 2011 HRC đạt 295 tỷ doanh thu (+177% yoy) và 76 tỷ LNST (+69% yoy).

9 tháng đầu năm HRC khai thác 1.537 tấn mủ đạt 51% kế hoạch và tăng cường thu mua 2.904 tấn. Sản lượng cao su tiêu thụ 4.780 tấn mủ. Theo đó công ty đạt 480 tỷ doanh thu tăng 87% yoy, ước tính 92 tỷ lợi nhuận sau thuế tăng 21% yoy, hoàn thành khoảng 95% kế hoạch.

## **8. NGÀNH THỦY SẢN**

### **Tình hình chung**

Sản lượng thủy sản Q3.2011 ước đạt 1.571,2 nghìn tấn, tăng trưởng 4,9% trong đó sản lượng cá và tôm vẫn đạt được sự tăng trưởng tương ứng là 5,2% và 1,8%. Suốt 9 tháng qua, việc khai thác thủy sản theo đội nhóm và nuôi trồng thủy sản kết hợp đã tạo sự hiệu quả và đảm bảo sản lượng thủy sản tăng trưởng mặc dù ngành vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn kinh tế cả trong và ngoài nước.

**Bảng 12: Sản lượng thủy sản 9T2011**

ĐVT: Nghìn tấn	9T2010	Ư 9T2011	% Y-o-Y	6T2011	% Y-o-Y	Q3.2010	Ư Q3.2011	% Y-o-Y
<b>Tổng số</b>	<b>3.930,4</b>	<b>4.082</b>	<b>3,9</b>	<b>2.510,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1.498,0</b>	<b>1.571,2</b>	<b>4,9</b>
Cá	2.967,3	3.072,2	3,5	1.924,8	2,6	1.091,1	1.147,4	5,2
Tôm	431,9	446,8	3,4	214,7	5,3	228,0	232,1	1,8
Thủy sản khác	531,2	563	6	371,3	5,4	178,9	191,7	7,2

**Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam**

## Khai thác thủy sản

Hoạt động khai thác thủy sản có nhiều thuận lợi về thời tiết, mặt khác hình thức tổ chức khai thác theo mô hình tổ, đội kết hợp nhằm tiết kiệm chi phí được nhân rộng ở nhiều địa phương đã khuyến khích ngư dân tích cực bám biển nên sản lượng đạt tương đối khá. Ngoài ra, giá cá thu mua tăng cũng là yếu tố khuyến khích ngư dân ra khơi đánh bắt. Sản lượng thủy sản khai thác Q3.2011 ước tính đạt 666,9 nghìn tấn, tăng 2,9% so với cùng kỳ năm. Lũy kế 9T2011 ước đạt 1.918,2 nghìn tấn, tăng 1,9% so cùng kỳ.

**Bảng 13: Sản lượng thủy sản khai thác 9T2011**

ĐVT: Nghìn tấn	9T2010	Ước tính 9T2011	% Y-o-Y	6T2011	% Y-o-Y	Q3.2010	Ước tính Q3.2011	% Y-o-Y
<b>Khai thác</b>	<b>1.882,8</b>	<b>1.918,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1.251,3</b>	<b>1,3</b>	<b>648,1</b>	<b>666,9</b>	<b>2,9</b>
Cá	1.396,8	1.411,2	1,0	914,0	0,3	485,1	497,2	2,5
Tôm	108,7	108,6	-0,1	61,7	2,2	48,3	46,9	-2,9
Thủy sản khác	377,3	398,4	5,6	275,6	5,0	114,7	122,8	7,1

*Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam*

## Nuôi trồng thủy sản

Dịch tôm bùng phát trong quý 2.2011 tiếp tục có sự ảnh hưởng đến diện tích thu hoạch tôm nuôi trồng trong quý 3.2011 nhưng với mức độ giảm dần. Từ đầu năm đến nay, diện tích tôm bị thiệt hại ước khoảng 77 nghìn ha, trong đó chủ yếu là tôm sú (74,5 nghìn ha); tôm chân trắng thiệt hại ước khoảng 2,5 nghìn ha. Tính đến cuối quý 3.2011, diện tích nuôi tôm nước lợ ước đạt 645 nghìn ha gồm 617,9 nghìn ha tôm sú và 27,1 nghìn ha tôm chân trắng. Tuy nhiên, một số địa phương áp dụng phương pháp nuôi tôm thân thiện môi trường nên đạt sự tăng trưởng mạnh về diện tích thu hoạch như Trà Vinh (19 nghìn ha, tăng 33%), Cà Mau (82 nghìn ha, tăng 12%), Tiền Giang (7 nghìn ha, tăng 12%). Ngoài ra, do lợi ích kinh tế của tôm chân trắng năm ngoái, một số địa phương đã đẩy mạnh nuôi trồng giống tôm này cụ thể như Sóc Trăng (sản lượng thu hoạch 6,8 nghìn ha, gấp 9 lần), Long An (6 nghìn tấn, gấp 2,8 lần), Bến Tre (9 nghìn tấn, 2,5 lần). Vì vậy, sản lượng tôm nuôi trồng 9T2011 đã giữ mức tăng trưởng là 4,6%.

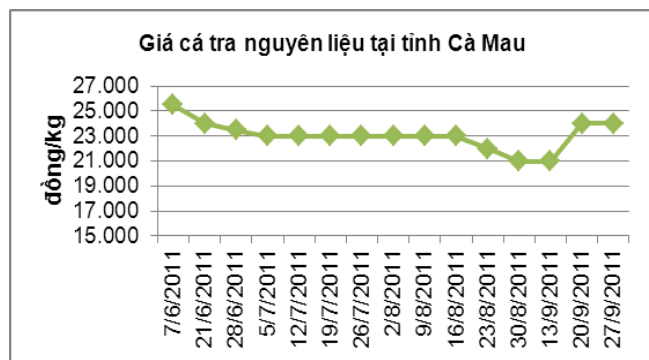
**Bảng 14: Sản lượng thủy sản nuôi trồng 9T2011**

ĐVT: Nghìn tấn	9T2010	Ước 9T2011	% yoy	6T2011	% yoy	Q3.2010	Ước Q3.2011	% yoy
<b>Nuôi trồng</b>	<b>2.047,6</b>	<b>2.163,8</b>	<b>5,7</b>	<b>1.259,5</b>	<b>5,2</b>	<b>849,9</b>	<b>904,3</b>	<b>6,4</b>
Cá	1.570,5	1.661,0	5,8	1.010,7	4,8	605,3	650,3	7,3
Tôm	323,2	338,2	4,6	153,0	6,6	179,7	185,2	3,1
Thủy sản khác	153,9	164,6	7,0	95,8	6,9	64,3	58,8	7,0

*Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam*

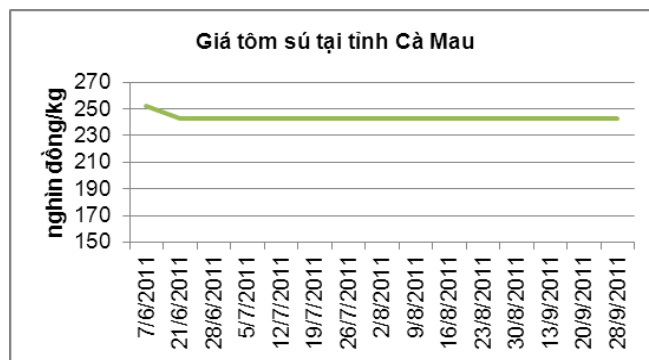
Trong quý 3.2011, giá tôm nguyên liệu vẫn đứng ở mức giá cao khoảng 243 nghìn đồng/kg (tôm sú cỡ 20, tại Cà Mau) mặc dù có giảm nhẹ, giảm 4% so với giá ngày 07/6/2011 trong khi giá cá tra nguyên liệu có nhiều biến động hơn. Khoảng từ tháng 6.2011, các thị trường nhập khẩu chính như EU, Mỹ, Úc yêu cầu nhập khẩu cá tra cỡ nhỏ từ 0,65-0,8 kg trong khi trước đó các thị trường này yêu cầu cá cỡ 0,9-1,1 kg. Sự thay đổi đột ngột của nhu cầu thị trường dẫn đến tình trạng thiếu cá cỡ nhỏ trong khi cá cỡ lớn lại khó tiêu thụ, giá giảm. Cụ thể, giá cá tra tại Cà Mau ngày 13/9/2011 là 21.000 đồng/kg, giảm 17,6% so với ngày 07/6/2011. Sau một thời gian dài giảm giá, nhiều nông dân đã “treo eo” vì lỗ. Việc này gây ra sự khan hiếm cá nguyên liệu và đẩy giá cá tra nguyên liệu có xu hướng tăng lại vào những ngày cuối tháng 9.2011.

Biểu đồ 26:



(Nguồn: VCBS tổng hợp)

Biểu đồ 27:



(Nguồn: VCBS tổng hợp)

### Xuất khẩu thủy sản

Theo tính toán sơ bộ, giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam 9T2011 ước đạt 4,4 tỷ USD, tăng 26,7% so với cùng kỳ năm trước, các thị trường xuất khẩu chính duy trì sự tăng trưởng cao ngoại trừ thị trường Nhật Bản. Kết quả chi tiết xuất khẩu thủy sản Việt Nam 8T2011 cho thấy EU (tăng trưởng 20,1%), Mỹ (32,9%), Hàn Quốc (38,2%)... riêng thị trường Nhật Bản (2,8%) tăng trưởng thấp so với 2 thị trường lớn EU và Mỹ. Tôm là sản phẩm chủ lực tại thị trường Nhật Bản nhưng việc tôm xuất sang thị trường này nhiễm trafluralin chưa được kiểm soát tốt 8T2011 làm giá trị tôm xuất khẩu vào Nhật chỉ đạt 333,5 triệu USD, giảm 4,9% so cùng kỳ. Các sản phẩm khác xuất vào Nhật tăng trưởng mạnh mẽ như cá ngừ (79,5%), mực và bạch tuộc (10%, tính đến 15/8/2011) giúp giá trị thủy sản xuất vào Nhật vẫn duy trì tăng trưởng 2,8%.

Bảng 15: Thị trường XK thủy sản VN 8T2011

ĐVT: Triệu USD	8T2011	% Y-o-Y	% Tỷ lệ
EU	864,877	20,1	22,8
Mỹ	730,767	32,9	19,3
Nhật Bản	568,858	<b>2,8</b>	15,0
Hàn Quốc	297,141	38,2	7,8
TQ và HK	217,874	54,4	5,7
ASEAN	186,482	38,1	4,9
Úc	95,910	12,3	2,5
Canada	87,238	28,3	2,3
Nga	76,426	30,4	2,0
Mexico	61,497	41,6	1,6
Khác	606,069	41,6	16
Tổng cộng	3.793,138	26,1	

Nguồn: VASEP

Bảng 16: Sản phẩm thủy sản XK VN 8T2011

ĐVT: Triệu USD	8T2011	% Y-o-Y	% Tỷ lệ
Tôm các loại	1.444,663	<b>22,7</b>	38,1
Tôm chân trắng	402,946	67,5	10,6
Tôm sú	882,402	12,7	23,3
Cá tra	<b>1.160,527</b>	<b>29,7</b>	30,6
Cá ngừ	261,911	31,1	6,9
Cá khác	454,316	21,3	12
Nhuễn thể	363,164	21,9	9,6
Mực, bạch tuộc	309,056	29,7	8,1
Nhuễn thể 2 vỏ	54,108	-9,2	1,4
Cua, ghẹ, giáp xác khác	59,646	-5,0	1,6
Tổng cộng	3.793,138	26,1	

Nguồn: VASEP

Thiếu tôm nguyên liệu đã giúp giữ giá tôm trên thị trường quốc tế. Thông thường, giá tôm trên thị trường thế giới bắt đầu hạ nhiệt từ tháng 5 hoặc tháng 6 do nguồn cung cấp từ tôm nuôi tăng lên. Tuy nhiên, năm nay xu hướng này đã không xảy ra. Giá chào bán tôm sú và tôm chân trắng từ các nhà xuất khẩu thậm chí tiếp tục tăng trong tháng 6 và tháng 7 do khan hiếm nguồn cung cấp ở nhiều nước sản xuất tôm. Dịch bệnh lan rộng tại nhiều vùng nuôi tôm ở Việt Nam đã tạo thêm sức ép lên thị trường tôm. Hiện nay, nhiều nhà máy vùng đồng bằng sông Cửu Long chỉ hoạt động 40-50% công suất do thiếu tôm nguyên liệu. Ngoài ra, nhu cầu tôm tại các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam tăng cũng là một nhân tố thúc đẩy xuất khẩu tôm Việt Nam tăng trưởng mạnh (22,7%).

**Bảng 17: Xuất khẩu tôm Việt Nam 8T2011**

ĐVT: Triệu USD	8T2011	% Y-o-Y	% Tỷ lệ
Mỹ	343,162	17,0	23,8
Nhật	333,471	<b>-4,9</b>	23,1
EU	264,480	18,3	18,3
TQ và HK	142,471	79,2	9,9
Hàn Quốc	93,854	44,6	6,5
Canada	47,894	29,7	3,3
Úc	46,115	7,3	3,2
Đài Loan	43,442	13,3	3,0
ASEAN	25,241	54	1,7
Nga	15,974	460,7	1,1
Khác	88,559	39,3	6,1
Tổng	1.444,663	<b>22,7</b>	

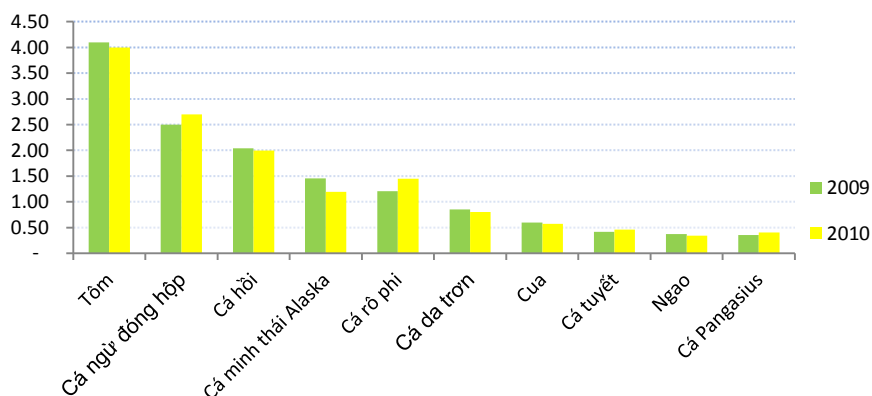
**Nguồn: VASEP****Bảng 18: Xuất khẩu cá tra Việt Nam 8T2011**

ĐVT: Triệu USD	8T2011	% Y-o-Y	% Tỷ lệ
EU	365,537	7,1	30,7
Mỹ	<b>195,793</b>	<b>101,6</b>	16,9
ASEAN	72,270	41,5	6,2
Mexico	59,793	18,0	5,2
Brazil	45,018	137,0	3,9
Ả Rập Xê Út	40,126	45,2	3,5
Nga	38,428	3,1	3,3
TQ và HK	33,725	32,2	2,9
Khác	318,836	25,8	27,5
Tổng	1.160,527	<b>29,7</b>	

**Nguồn: VASEP**

Xuất khẩu cá tra 8T2011 đạt 1,16 tỷ USD, tăng trưởng 29,7%. Nổi bật nhất là kết quả xuất khẩu cá tra vào thị trường Mỹ đạt 195,8 triệu USD, tăng trưởng 101,6%. Suy thoái kinh tế và giá thức tăng khiến ngành cá da trơn Mỹ gặp khó khăn, dẫn đến diện tích nuôi giảm. Hiện Mỹ chỉ còn 99.600 acre mặt nước nuôi cá da trơn, giảm 13% so với năm 2010. Khối lượng chế biến cá da trơn Mỹ vì vậy giảm mạnh liên tục những tháng qua. Đây là cơ hội để ngành cá tra Việt Nam tăng khối lượng và giá xuất khẩu sang thị trường này. Ngoài ra, người tiêu dùng Mỹ ngày càng ưa chuộng sản phẩm cá tra Việt Nam. Qua một khảo sát cho thấy cá tra Việt Nam được xếp thứ 9 trong top 10 loài thủy sản được ưa chuộng nhất tại Mỹ năm 2010 cũng là một thuận lợi cho gia tăng khối lượng xuất khẩu cá tra vào Mỹ.

ĐVT: Tr/pound	Chế biến
Tháng 4	23,6
Tháng 5	24,7
Tháng 6	24,3
Tháng 7	26,6
Tháng 8	30,7

**Nguồn: VASEP****Bảng 19: Chế biến cá da trơn tại Mỹ****Biểu đồ 28: Top 10 loài thủy sản ưa chuộng tại Mỹ (đ/v: pound/người)****Nguồn: Hiệp hội Thủy sản Quốc gia Mỹ (NFI)****Triển vọng ngành năm 2011**

Do thuận lợi về thị trường, Bộ NN&PTNT dự báo xuất khẩu thủy sản Việt Nam có thể đạt gần 6,09 tỷ USD, tăng gần 21% so năm ngoài.

**Bảng 20: Dự báo giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam**

Thời điểm	Giá trị xuất khẩu thủy sản (ĐVT: USD)
Tháng 10	624.740.485
Tháng 11	548.434.872

Tháng 12	522.160.412
Cả năm 2011	6.092.282.100

*Nguồn: Bộ NN&PTNT*

### Cập nhật một số Doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành

**Bảng 191: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp niêm yết ngành thủy sản**

Mã	TTS (tỷ đ)	VĐL (tỷ đ)	Nợ/VCSH	Tỷ suất LN ròng*	ROA	ROE	% KH LN	EPS (đ) (TTM)	BV (đ)	P/E	P/B	Giá 11/7/11
<b>MPC</b>	4.116	700	2,00	2,33%	7%	22%	14,5%	4.161	18.893	5,2	1,1	21.700
<b>VHC</b>	2.112	471,5	0,84	13,22%	15%	28%	86,8%	7.515	23.270	4,2	1,3	31.400
<b>ABT</b>	561	136,1	0,31	15,21%	16%	20%	67,1%	6.989	34.472	5,4	1,1	37.400
<b>AAM</b>	334	113,4	0,18	10,06%	16%	18%	90,2%	4.788	24.959	5,1	1,0	24.400
<b>ACL</b>	735	110	1,55	13,69%	12%	30%	113,8%	8.044	21.213	3,9	1,5	31.000
<b>HVG</b>	5.897	660	1,86	6,29%	6%	18%	58,4%	5.330	27.261	4,1	0,8	22.000
<b>AGF</b>	1.652	128,6	1,58	3,27%	4%	10%	51,3%	4.844	44.473	4,6	0,5	22.400
<b>TS4</b>	608	115	1,59	3,37%	3%	9%	22,2%	1.778	18.760	6,3	0,6	11.200
<b>AGD</b>	612	120	1,71	20,58%	16%	45%	164,4%	11.635	15.704	1,8	1,3	20.500
<b>FMC</b>	602	80	3,04	0,26%	5%	20%	16,7%	4.190	20.269	2,7	0,6	11.500
<b>Ngành</b>				7,82%	10%	22%				5	1	

*(Nguồn: BCTC công ty Q2.2011, VCBS tổng hợp)*

#### Công Ty Cổ Phần Vĩnh Hoàn – VHC

Tính đến hết quý 2.2011, VHC đạt gần 217 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (LNST), tăng trưởng gần 100% và tương đương 86,8% kế hoạch. Hoạt động xuất khẩu cá tra 8T2011 rất thuận lợi, đạt 1,16 tỷ USD, tăng trưởng 29,7%, trong đó thị trường Mỹ có sức tăng trưởng mạnh mẽ, 101,6%. VHC, một doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam và có thị trường Mỹ là một trong những thị trường lớn của doanh nghiệp, rõ ràng đang có những lợi thế tạo sự đột biến về lợi nhuận trong năm 2011. Sau khi giảm xuống mức 21.900 đồng cuối tháng 4.2011, cổ phiếu VHC có đợt phục hồi mạnh, lập mức 35.000 đồng ngày 04/10/2011, tăng gần 60%. Hiện giá đóng cửa ngày 31.400 đồng với P/E là 4,2 thấp hơn P/E của ngành nhưng P/B 1,3 cao hơn ngành một chút. Cùng với đợt điều chỉnh giảm của VN Index, VHC có thể là một cổ phiếu cân nhắc đầu tư khi giá điều chỉnh xuống mức thích hợp.

#### Công ty Cổ Phần Gò Đàng – AGD

Nửa đầu năm 2011, AGD đạt 74 tỷ đồng LNST, tăng trưởng 393,3%, vượt 64,4% kế hoạch lợi nhuận. Sáu tháng đầu năm nay, AGD đã vươn lên là doanh nghiệp xuất khẩu nghêu hàng đầu Việt Nam. Cổ phiếu AGD bắt đầu đợt tăng giá từ ngày 12/7/2011 và hiện đóng ở mức 20.500 đồng (tăng 45,4% so với ngày 12/7/2011) tương ứng với P/E, P/B lần lượt là 1,8 và 1,3. So với mức P/E của ngành là 5 thì cổ phiếu AGD có thể cân nhắc để đầu tư.

## 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

#### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Minh Hạnh	ntmhanh@vcbs.com.vn
Lê Thị Lệ Dung	ltdung@vcbs.com.vn
Vương Minh Giang	vmgiang@vcbs.com.vn
Nguyễn Thị Thanh Nga	nttnga_hcm@vcbs.com.vn
Phạm Thùy Linh	ptlinh@vcbs.com.vn
Lê Thị Ngọc Anh	ltnanh@vcbs.com.vn
Trần Minh Hoàng	tmhoang.vcbs@vcbs.com.vn
Quách Thùy Linh	qtlinh@vcbs.com.vn
Lê Thị Huyền Minh	lhminh@vcbs.com.vn
Trần Gia Bảo	tgbao@vcbs.com.vn
Nguyễn Vĩnh Nghiêm	nvngkiem@vcbs.com.vn

---

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

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

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

**Trụ sở  
chính**

Tầng 12 và 17, Vietcombank Tower, 198 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: 84-4-3.9366426/3.9366990 Fax: 84-4-3.9360262  
Phòng Môi giới: 84-4-39351532  
Phòng Tư vấn Tài chính Doanh nghiệp: 84-4-3.936772

**Chi nhánh**

**CN TPHCM:**

Lầu 1, toà nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, P6, Q3, TPHCM  
Tel: 84-8-3.8208116 Fax: 84-8-3.8208117  
Lầu 6, toà nhà Khánh Nguyên, số 63 Phạm Ngọc Thạch, P6, Q3, TPHCM  
Tel: 84-8-3.8200799 Fax: 84-8-3.8200770

**CN Đà Nẵng:**

Tầng 2, toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
Tel: 84-511-3.888991 Fax: 84-511-3.888881

**CN Vũng Tàu:**

Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu  
Tel: 84-64-3.513974 – 3.513975 – 3.513976 – 3.513977 Fax: (84-64)-3.513979

**CN Bình Dương:**

Tầng trệt, Tòa nhà Vietcombank Bình Dương, số 314 Đại lộ Bình Dương, phường  
Phú Hòa, thị xã Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương  
Tel: (0650) 3.845679 – 3.845688 - 3.845689 Fax: 0650 3.845677

**CN Cần Thơ:**

Tầng trệt, tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ  
Tel: 84-710-3.750888 Fax: 84-710-3.750878

**Phòng  
giao dịch**

**PGD Cầu Giấy:** Tầng 1- Toà nhà CTM-299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: 84-4-2.2201599 Fax: 84-4-2.2201419

**PGD Nguyễn Huệ:** Lầu 4, Trung tâm dịch vụ văn phòng giao dịch nước ngoài  
(OSIC), số 8 Nguyễn Huệ, Q1, TP HCM  
Tel: 84-8-3.8292866 Fax: 84-8-3.8293062