



**VIETCOMBANK SECURITIES**

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



# **BÁO CÁO VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2011 – 2012**

**PHÒNG PHÂN TÍCH VÀ NGHIÊN CỨU**

**VCBS**

**17/01/2012**

## MỤC LỤC

<b>A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI .....</b>	<b>3</b>
<b>B. KINH TẾ VIỆT NAM .....</b>	<b>4</b>
<b>I. Tình hình kinh tế chung .....</b>	<b>4</b>
<b>II. Triển vọng kinh tế 2012 .....</b>	<b>11</b>
<b>B. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.....</b>	<b>12</b>
<b>I. Thị trường trái phiếu Chính phủ .....</b>	<b>12</b>
1. THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP .....	12
Trái phiếu Chính phủ.....	12
Trái phiếu doanh nghiệp.....	13
2. THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP .....	13
<b>II. Thị trường cổ phiếu niêm yết.....</b>	<b>14</b>
<b>TỔNG QUAN VÀ TRIỂN VỌNG MỘT SỐ NGÀNH .....</b>	<b>25</b>
1. NGÀNH NGÂN HÀNG.....	25
2. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN .....	33
3. NGÀNH THÉP .....	37
4. NGÀNH KHOÁNG SẢN .....	41
5. NGÀNH CAO SU.....	48
6. NGÀNH THỦY SẢN .....	52

## A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI

Có thể nói, nợ công và thâm hụt ngân sách Chính phủ là chủ đề nóng trong suốt năm vừa qua, đặc biệt ở khu vực sử dụng đồng Euro (Eurozone). Năm 2011 đã khởi đầu với một loạt các diễn biến tiêu cực xung quanh vấn đề giải cứu đồng Euro. Hành động của Moody's trong việc hạ mức tín nhiệm của Hi Lạp và Tây Ban Nha đã làm dấy lên những lo ngại trong giới đầu tư, khiến chi phí vay nợ của những thành viên yếu nhất trong khu vực Eurozone này liên tục tăng cao. Bạo loạn xảy ra tại Hi Lạp càng tạo thêm áp lực lên Chính phủ nước này, khiến lãi suất trái phiếu tăng cao kỷ lục. Bên kia bờ Đại Tây Dương, Standard & Poor's đã chuyển đánh giá về vấn đề nợ của Mỹ từ ổn định sang tiêu cực, khi quá trình thỏa hiệp chính trị giữa các Đảng phái trong Chính phủ liên bang Mỹ về cắt giảm chi tiêu diễn ra rất chậm chạp. Cùng với đó, thảm họa động đất và sóng thần ở Nhật Bản xảy ra vào tháng 3 đã kéo lùi các thị trường tài chính trên thế giới. Giá dầu bất ngờ tăng cao trong tháng 4 do lo ngại về sự giảm sút nguồn cung bởi bất ổn chính trị ở Trung Đông và Bắc Phi. Những diễn biến phức tạp này đã khiến giá vàng liên tục thiết lập những mức kỷ lục mới trong giai đoạn từ tháng 7 tới tháng 9, khi giới đầu tư quốc tế vội vã tìm kiếm một nơi trú ẩn tài chính an toàn, đặc biệt khi Standard & Poor's hạ bậc tín nhiệm của Mỹ từ AAA xuống AA+ vào tháng 8.

Đáng chú ý, trong năm 2011 này, Trung Quốc đã vượt qua Nhật Bản trở thành nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới. Trong bối cảnh hậu kích cầu, Chính phủ nước này đã phải liên tiếp tiến hành nâng các mức lãi suất điều hành để ngăn ngừa lạm phát do lo ngại tăng trưởng đã trở nên quá nóng. Chính phủ Trung Quốc cũng bắt đầu tái cân bằng nền kinh tế bằng việc khuyến khích tiêu dùng của dân cư và giảm tăng trưởng dựa vào xuất khẩu, qua Kế hoạch 5 năm lần thứ 12 được công bố vào tháng 3.

**Bảng 1: Tăng trưởng kinh tế thế giới và các khu vực**

Tăng trưởng GDP (%)	2010	2011*	2012*
Thế giới	5.2	3.9	3.8
Châu Á-Thái Bình Dương	8.4	6.3	6.5
Châu Á-Châu Đại Dương	2.6	1.8	3.3
Đông Âu	3.3	3.7	3.2
Mỹ La-tinh	6.1	4.5	4.0
Trung Đông và Châu Phi	4.7	4.4	4.3
Bắc Mỹ	3.0	1.6	1.8
Đông Âu	2.3	1.9	0.7

**Nguồn: IMF; \*Số liệu dự báo được công bố vào tháng 12/2011**

Theo thống kê mới nhất của OECD, thương mại thế giới trong 3 quý đầu năm nay đã tăng trưởng 6,8% so với cùng kì năm 2010, và con số của cả năm sẽ khó có thể khả quan hơn khi quý 4 bị ảnh hưởng bởi lực cầu suy yếu do sự tăng trưởng chậm chạp của khu vực EU. Cụ thể, thương mại của các nước OECD đã tăng 6%, trong khi của các nước ngoài OECD tăng 8,2%. Những chính sách tài khóa thắt chặt sẽ làm chậm quá trình phục hồi kinh tế ở các nước phát triển. Theo IMF, kinh tế thế giới sẽ tăng trưởng khoảng 3,8% trong năm 2012, giảm từ mức 3,9% của năm 2011 và 5,2% của năm 2010. Những dự báo mới cập nhật vào tháng 12 này đã được điều chỉnh giảm so với những con số dự báo được công bố vào tháng 1 đầu năm 2011. Sự giảm tốc này là hậu quả của những bất ổn tài chính và nỗi lo sợ rủi ro nợ công lan tỏa ra bên ngoài phạm vi những nền kinh tế châu Âu. Các

biện pháp thắt lưng buộc bụng sẽ thay thế các chương trình kích thích của giai đoạn 2010-2011, và phần lớn các nước phát triển có lẽ có mức GDP dưới sản lượng tiềm năng trong năm 2012. Mặc dù vậy, so với các nước phát triển, triển vọng tăng trưởng của các nền kinh tế đang phát triển sáng sủa hơn, bởi sự suy yếu của cầu ngoại sinh được dự báo sẽ được bù đắp bởi cầu nội địa nhờ những chính sách kinh tế linh hoạt của các Chính phủ.

## B. KINH TẾ VIỆT NAM

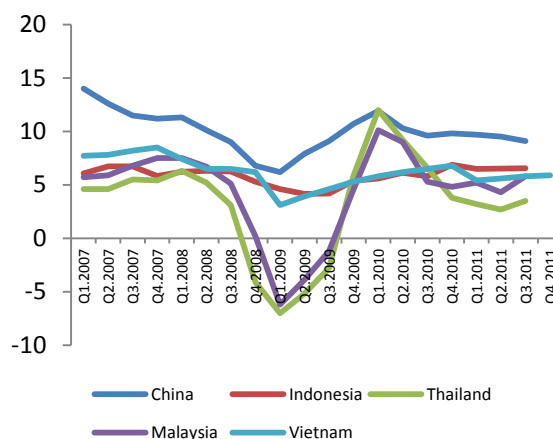
### I. Tình hình kinh tế chung

Cùng với những thăng trầm của nền kinh tế thế giới, kinh tế Việt Nam đã đi qua năm 2011 trong bối cảnh áp lực lạm phát tăng cao, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ gặp nhiều bất lợi từ mặt bằng lãi suất ở mức cao trong khi Chính phủ thực hiện khá nhất quán chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa theo tinh thần của Nghị quyết số 11/NQ-CP. Tốc độ tăng trưởng GDP cả năm đạt 5,89% trong đó tốc độ GDP quý I đạt 5,57%, quý II 5,68%, quý III tăng lên 6,07% và quý IV là 6,2%. Mức tăng này thấp hơn so với mức tăng 6,78% của năm 2010 và thấp hơn nhiệm vụ kế hoạch (6%) nhưng trong bối cảnh diễn biến phức tạp của nền kinh tế thế giới và trong nước, tốc độ tăng trưởng này vẫn cao hơn một số nước trong khu vực như Thái Lan, Malaysia. Trong 5,89% tăng chung của nền kinh tế, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản đóng góp 0,66% với mức tăng chung là 4%, khu vực công nghiệp và xây dựng đóng góp 2,32% với mức tăng 5,53%, và khu vực dịch vụ đóng góp 2,91% với mức tăng 6,99%.

**Biểu đồ 1: Biến động tăng trưởng chỉ số kinh tế chung (%)**



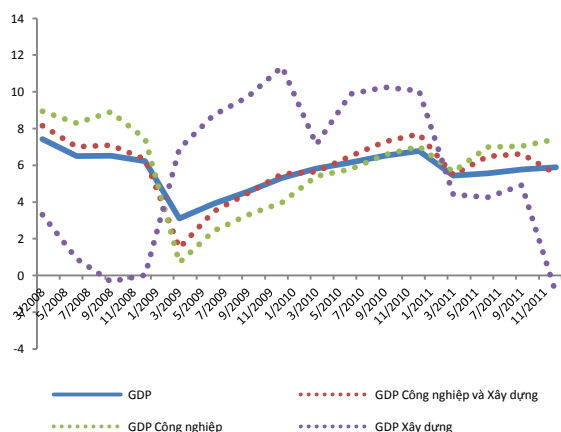
**Biểu đồ 2: Tăng trưởng GDP các nước (%)**



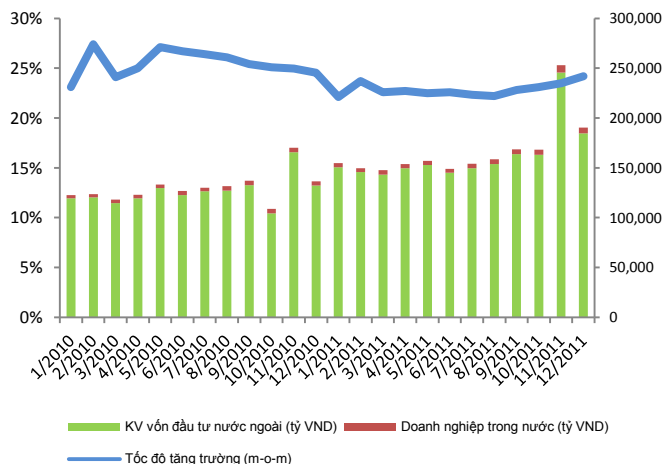
**Nguồn: Tổng cục thống kê**

Điểm đáng lưu ý là khu vực công nghiệp và xây dựng đã có bước tăng trưởng chậm lại so với năm 2010. Hoạt động sản xuất công nghiệp năm 2011 không còn giữ được vai trò là đầu tàu của tăng trưởng kinh tế khi chỉ tăng 6,8% so với năm trước. Trong các ngành công nghiệp trong khi ngành sản xuất, phân phối điện, ga, nước tăng và công nghiệp chế biến tăng khoảng 10% thì ngành công nghiệp khai thác mỏ lại giảm 0,1%. Các ngành công nghiệp khai thác các nguyên vật liệu dùng trong xây dựng có mức tăng trưởng giảm gần 4% so với năm 2010 trong khi chỉ số tồn kho của ngành sản xuất xi măng, vôi, vữa cao tới trên 60%. Đồng thời với đình trệ trong ngành công nghiệp khai thác và sản xuất vật liệu xây dựng, tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng đã liên tục sụt giảm kể từ đầu năm với mức giảm gần 1% trong năm 2011. Như vậy, chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa được thực hiện khá nhất quán trong thời gian qua đã tác động khá tiêu cực đến ngành xây dựng và công nghiệp khai thác và sản xuất vật liệu xây dựng.

**Biểu đồ 3: GDP công nghiệp và xây dựng (% , y-o-y)**



**Biểu đồ 4: Tăng trưởng giá trị bán lẻ theo tháng**



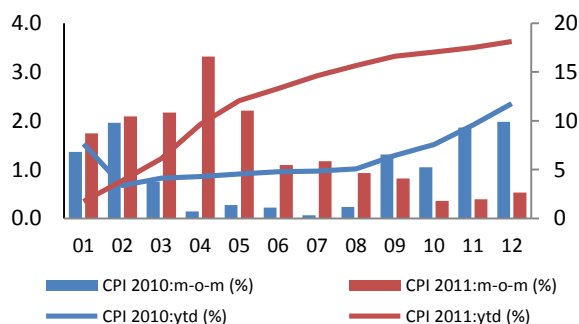
**Nguồn: Ceic, Tổng cục thống kê**

Trên lĩnh vực dịch vụ, sức tiêu dùng trong nước trong quý IV/2011 tăng hơn so với 3 quý đầu do mức lạm phát giảm dần so với những tháng trước đó. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 12 tháng năm 2011 tăng 24,2% so với năm trước. Tuy nhiên khi loại trừ yếu tố tăng giá, tổng mức bán lẻ chỉ tăng 4,7%, bằng 1/3 tốc độ tăng của năm 2010. Trong khi đó, tỷ trọng của các lĩnh vực kinh doanh trong tổng mức bán lẻ khá ổn định so với năm trước, cụ thể, kinh doanh thương nghiệp vẫn chiếm tới 78,8% tổng mức bán lẻ, khách sạn nhà hàng chiếm 11,3% và du lịch chiếm 0,9%.

### Lạm phát

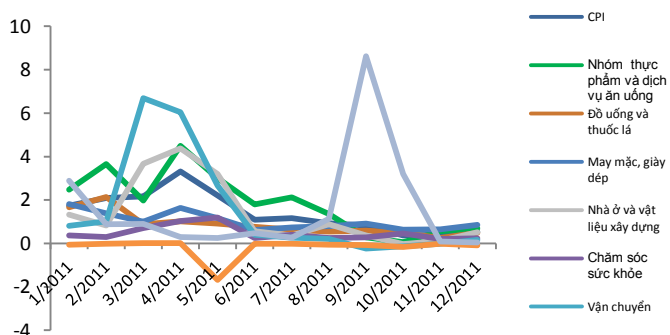
Trong năm 2011, lạm phát trung bình 12 tháng tăng 18,58% so với giai đoạn tương ứng của năm 2010 và 18,13% so với tháng 12/2010. Mức lạm phát tăng cao trong 4 tháng đầu năm lên tới mức 3,32% trong tháng 4 do sức ép từ tỷ giá, giá cả hàng hóa năng lượng và cung tiền. Từ tháng 5 trở đi, nhờ những nỗ lực ổn định hóa quyết liệt của Chính phủ, CPI đã liên tục giảm tốc và xuống dưới 1% kể từ tháng 8/2011. Trong số 11 nhóm hàng hóa, chỉ có duy nhất nhóm bưu chính viễn thông có tốc độ tăng giá âm khoảng 4% so với năm 2010 còn tất cả các mặt hàng còn lại đều có tốc độ tăng khá cao, nhất là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống (trong đó chủ yếu là lương thực và thực phẩm) và giáo dục. Tuy nhiên, lớn hơn cả yếu tố giá hàng hóa, chính sách tiền tệ nới lỏng trong suốt vài năm trở lại đây lại được coi là yếu tố chính tác động đến mức lạm phát năm 2011 khi mà lạm phát cơ bản trừ lương thực, thực phẩm tăng 15,1%, và nếu trừ cả năng lượng tăng 14%.

**Biểu đồ 5: Biến động chỉ số giá tiêu dùng**



**Nguồn: Tổng cục Thống kê**

**Biểu đồ 6: CPI theo các nhóm ngành (%)**



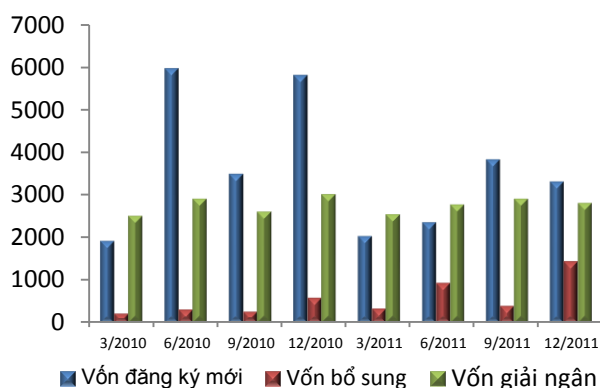
**Nguồn: Tổng cục Thống kê**



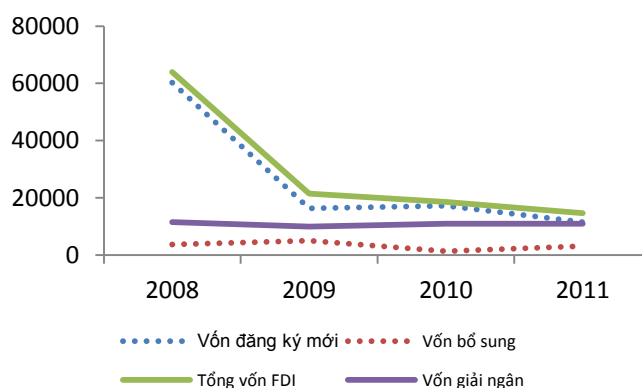
### Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đổ vào Việt Nam năm 2011 tiếp tục sụt giảm. Cụ thể, nguồn vốn FDI năm 2011 đạt 14,7 tỷ USD, giảm 26% so với cùng kỳ năm 2010, trong đó vốn đăng ký mới giảm tới 35% khi chỉ đạt 11,6 tỷ USD. Tuy nhiên tỷ trọng đầu tư của nguồn vốn FDI đã có sự dịch chuyển, năm 2010 có tới 34,3% tổng vốn đăng ký vào lĩnh vực bất động sản trong khi năm 2011 này thì chỉ có 5,8% tổng vốn đăng ký vào lĩnh vực này còn tỷ lệ đầu tư vào lĩnh vực công nghiệp và xây dựng lần lượt là 54,1% và 76,4%. Trong khi đó, vốn giải ngân đạt 11 tỷ USD, tương ứng với mức giải ngân năm 2010. Tính chung lại, chỉ tiêu về vốn FDI trong năm nay đều không đạt mức mục tiêu đã đặt ra (20 tỷ USD vốn đăng ký và 11,5 tỷ USD vốn giải ngân). Nguyên nhân giảm sút của đầu tư nước ngoài có thể là do nền kinh tế thế giới còn chịu nhiều áp lực từ khủng hoảng nợ công tại châu Âu, thiên tai và bất ổn chính trị ở nhiều nước. Tuy nhiên, sự yếu kém nội tại của nền kinh tế Việt Nam với lạm phát cao, hoạt động sản xuất kinh doanh bị đình đốn cũng như các yếu tố nguồn lực hạn chế (như thiếu lao động có kỹ năng, thiếu điện, hạ tầng giao thông yếu kém) cũng là những yếu tố tác động đến tâm lý các nhà đầu tư nước ngoài.

**Biểu đồ 7: Huy động và giải ngân FDI theo quý (tỷ USD)**



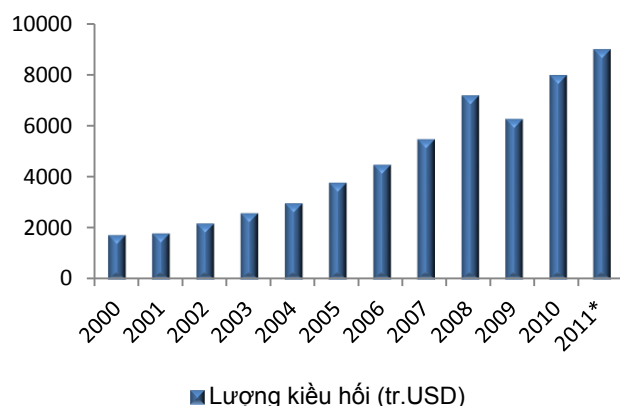
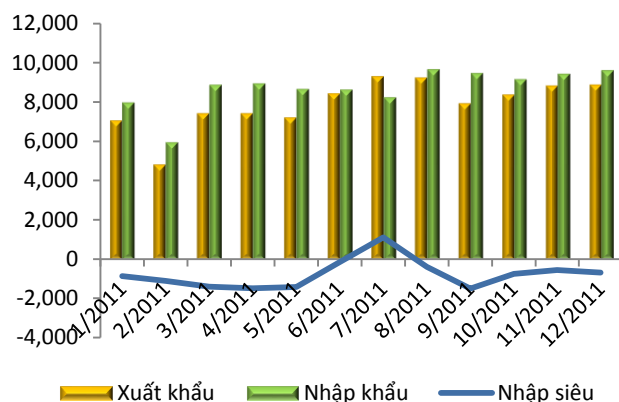
**Biểu đồ 8: Huy động và giải ngân FDI (tỷ USD)**



**Nguồn: Tổng cục thống kê**

### Xuất nhập khẩu

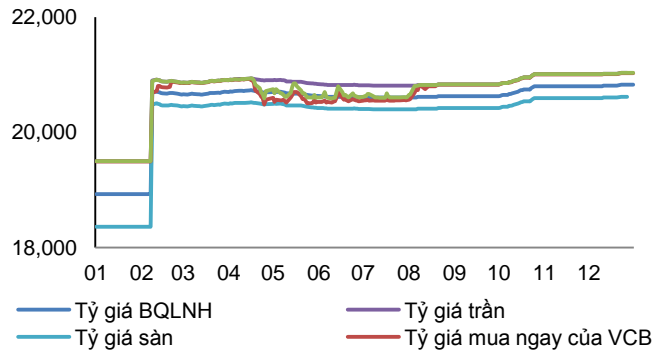
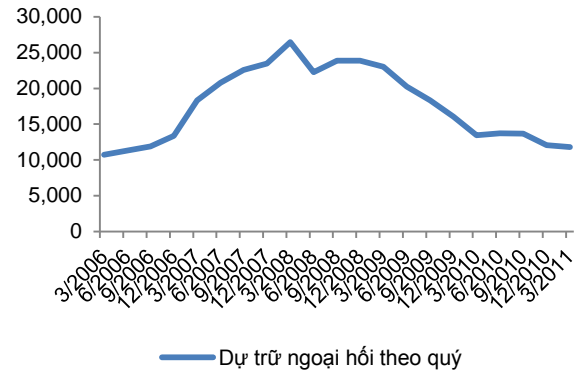
Hoạt động xuất nhập khẩu có sự tăng trưởng mạnh mẽ so với năm 2010. Tính chung cả năm 2011, tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 96,3 tỷ USD, tăng 33% so với năm cùng kỳ 2010 trong khi tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 105,8 tỷ USD, tăng 24,7%. Đơn giá của nhiều mặt hàng xuất - nhập khẩu tăng là yếu tố góp phần khá lớn vào tăng trưởng xuất khẩu cũng như nhập khẩu. Nếu loại trừ yếu tố tăng giá thì kim ngạch xuất khẩu tăng 11,4% so với năm 2010 còn kim ngạch nhập khẩu tăng 3,8%. Trong cơ cấu hàng xuất khẩu, nhóm hàng công nghiệp nặng và khoáng sản chiếm 35,2% tỷ trọng, nhóm hàng công nghiệp nhẹ chiếm 40,6% còn nhóm hàng nông, lâm, thủy sản chiếm 21,9%, và vàng tài xuất chiếm 2,3%. Trong cơ cấu hàng nhập khẩu, nhóm tư liệu sản xuất chiếm tới 90,6%, nhóm hàng vật phẩm tiêu dùng chiếm 7,6%, và nhóm vàng tăng 1,8%. Theo đó, thâm hụt cán cân thương mại năm 2011 là 9,5 tỷ USD, và bằng 9,9% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Mức nhập siêu này thấp hơn mức mục tiêu 16% mà chính phủ đã đề ra, đồng thời là mức thấp nhất trong vòng 5 năm và là năm có tỷ lệ nhập siêu thấp nhất so với kim ngạch xuất khẩu kể từ năm 2002.

**Biểu đồ 9: Lượng kiều hối****Biểu đồ 10: Cán cân thương mại (tỷ USD)**

**Nguồn: Tổng cục Thống kê**

### Tỷ giá

Tỷ giá USD/VND năm 2011 đã có nhiều biến động trong những tháng đầu năm và sau đó được duy trì khá ổn định trong suốt năm với mức điều chỉnh tăng giảm trong biên độ cho phép +/-1%. Từ những tháng cuối năm 2010 tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tăng mạnh và vượt xa khỏi tỷ giá chính thức khoảng 10% và dao động xung quanh mức 21.000 – 21.500 VND/USD. Trước sức ép giảm giá của VND, ngay sau Tết âm lịch, vào ngày 11.2.2011, NHNN đã ra thông báo tăng tỷ giá USD/VND bình quân liên ngân hàng lên mức 20.693 VND/USD và thu hẹp biên độ giao dịch từ +/- 3% xuống +/- 1%. Đây là lần tăng tỷ giá mạnh nhất kể từ năm 2008 với mức phá giá lên tới 9,3%. Sau khi điều chỉnh cho đến gần hết quý II, tỷ giá liên ngân hàng luôn được duy trì ở mức cao và có lúc lên tới 20.733 VND/USD, còn trong quý III và giữa quý IV, tỷ giá được niêm yết chủ yếu ở dưới mức 20.300 VND/USD. Tuy nhiên từ giữa tháng 10 đến kết thúc năm 2011, tỷ giá đã dần tăng lên trên mức 20.700 VND/USD và chốt năm ở mức 20.828 VND/USD. Tính chung lại, đồng nội tệ vào cuối năm đã giảm giá 0,65% kể từ lần điều chỉnh tỷ giá tháng 2/2011 và giảm 10% so với đồng USD vào thời điểm đầu năm. Hơn nữa, khoảng cách giữa tỷ giá trong hệ thống ngân hàng và trên thị trường tự do không còn chênh lệch nhiều, đặc biệt là với động thái quản lý mạnh tay của NHNN đối với thị trường ngoại hối tự do lẫn chính thức để điều hướng dòng ngoại tệ trong nước. Có thể thấy, diễn biến tỷ giá trong năm đã 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, việc duy trì được tỷ giá tăng ở mức thấp dưới 1% trong nhiều tháng qua 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. Việc duy trì mức tỷ giá trong năm 2011 đã được hỗ trợ bởi tình hình cán cân thanh toán tổng thể của đất nước luôn trong trạng thái thặng dư. Cụ thể, cán cân thanh toán tổng thể năm 2011 ước đạt khoảng 2,5 – 4,5 tỷ USD do lượng kiều hối đổ về Việt Nam ước đạt khoảng 9 tỷ USD (cao hơn khoảng 1 tỷ USD so với năm 2010), dự trữ ngoại hối cả năm ước đạt 15 tỷ USD (cao hơn mức 12 tỷ USD của năm 2011) trong khi lượng vốn FDI giải ngân vẫn không đổi so với năm 2010 và nhập siêu giảm tới 2,875 tỷ USD so với năm 2010. Theo đó, nguồn ngoại tệ của hệ thống ngân hàng được giữ ổn định, không có dấu hiệu căng thẳng thanh khoản. Tuy nhiên, áp lực giảm giá đồng nội tệ vẫn còn hiện hữu trong năm 2012 khi mà thâm hụt cán cân thương mại vẫn tồn tại và khi mức lạm phát năm 2012 vẫn được dự đoán ở trên mức 2 con số.

**Biểu đồ 11: Biến động tỷ giá USD/VND****Biểu đồ 12: Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)****Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Ceic****Giá vàng**

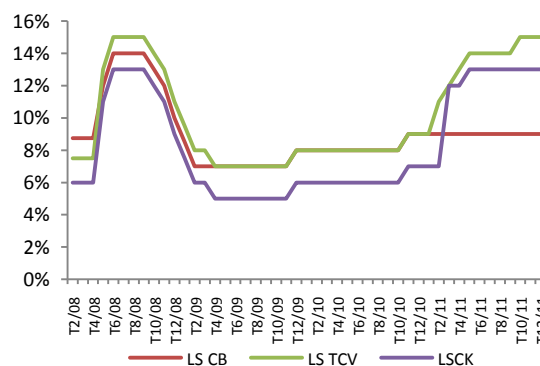
Giá vàng trong nước đã có nhiều biến động trong năm 2011. Khi những dấu hiệu về cuộc khủng hoảng nợ công bắt đầu xuất hiện từ mùa thu năm 2009 từ các nước như Ireland, Hy Lạp và Bồ Đào Nha, vàng đã được nhiều nhà đầu tư trên thế giới lựa chọn là kênh trú ẩn an toàn. Trong năm 2011 khi các nước như Hy Lạp và Ireland kêu gọi được hỗ trợ lần 2 và với xu hướng lan rộng tới một loạt nước như Tây Ban Nha, Italia, Pháp, Bỉ..., giao dịch vàng trên thế giới tăng mạnh và đã đẩy giá vàng thế giới lên cao và lập kỷ lục ở mức \$1,920/oz vào đầu tháng 9 sau đó giảm dần trong quý IV. Về mặt kĩ thuật, sau một thời gian tăng nhanh và điều chỉnh mạnh trong suốt quý III, giá vàng thế giới đang dao động trong vùng 1.582-1.700USD/oz trong quý IV. Diễn biến cùng chiều với giá vàng thế giới, giá vàng trong nước cũng đã dần tăng từ mức khoảng 37 triệu đồng/lượng lên tới mức cao nhất là 49 triệu đồng/lượng và sau đó đã giảm dần và đứng quanh mốc 44 triệu đồng/lượng vào thời điểm cuối năm 2011. Tính chung cho cả năm, giá vàng trong nước tăng khoảng 14% trong khi giá vàng thế giới tăng khoảng 11%. Hơn thế nữa, giá vàng trong nước luôn có xu hướng cao hơn khá nhiều (từ 1 – 3 triệu đồng/lượng) so với giá vàng thế giới đã khiến cho việc đầu cơ vàng cũng như thị trường vàng diễn ra khá phức tạp. Theo đó, NHNN đã có những biện pháp nhằm loại bỏ tình trạng đầu cơ trong nước, lành mạnh hóa thị trường kim loại quý. Ví dụ như vào đầu tháng 10, 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 (ACB, Eximbank, Techcombank, Sacombank và Đông Á) 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. Các ngân hàng này cũng được mở tài khoản vàng ở nước ngoài để cân bằng trạng thái nhằm bảo hiểm rủi ro biến động giá vàng. Đồng thời, NHNN cũng đã chọn vàng SJC của Công ty vàng bạc đá quý Sài Gòn, hiện đang chiếm 90% thị phần thị trường vàng miếng trong nước, là thương hiệu vàng quốc gia. Mặc dù các giải pháp này đưa ra phần nào đã có tác động tới thị trường vàng trong những tháng cuối năm 2011 tuy nhiên tác dụng của các giải pháp này cũng cần được kiểm chứng thêm trong năm 2012.



**Biểu đồ 13: Biến động giá vàng**



**Biểu đồ 14: Lãi suất điều hành (%)**



**Nguồn: Ceic, NHNN**

### **Chính sách tiền tệ**

Trước áp lực lạm phát tăng cao, ngay từ đầu năm, Chính phủ đã ra Nghị quyết 11/NQ-CP về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội. Trong đó, giải pháp về chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng là giải pháp cơ bản. Theo đó, chính sách tiền tệ thắt chặt đã được thực hiện khá nhất quán trong suốt cả năm 2011.

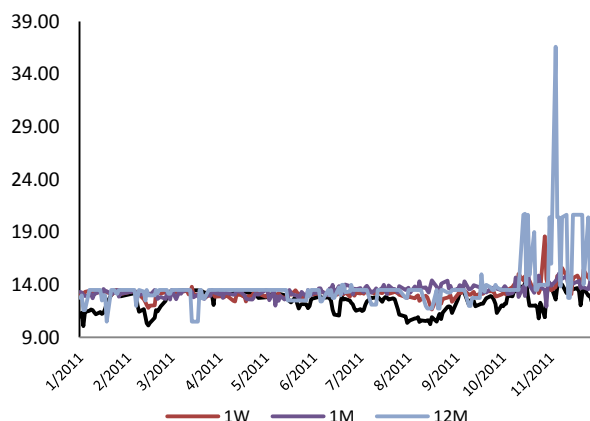
### **Lãi suất**

Về lãi suất điều hành, lãi suất cơ bản tuy vẫn được giữ nguyên ở mức 9% trong cả năm nhưng lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn đều đã được điều chỉnh tăng nhằm làm tăng chi phí vốn của các ngân hàng khi đi vay từ NHNN, từ đó hạn chế việc các ngân hàng thương mại ỷ lại vào NHNN và khiến các ngân hàng này cẩn trọng hơn trong việc cho vay tín dụng. Cụ thể, lãi suất tái chiết khấu đã được điều chỉnh tăng từ 7% lên mức 12% trong quý I và lên mức 13% cho quý III và IV còn lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh tăng từ mức 9% trong tháng 1 lên tới 15% từ quý IV.

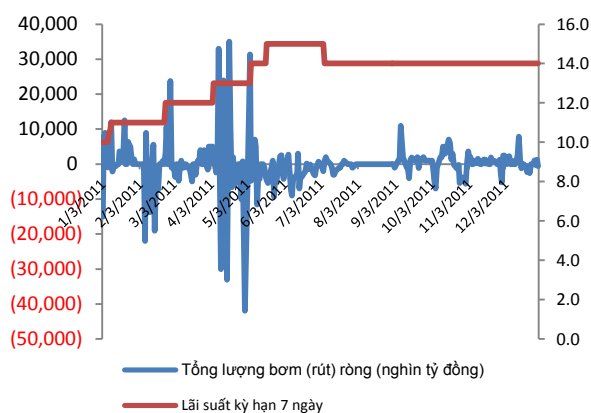
Lãi suất cho vay VND bình quân thực tế, theo báo cáo của Ngân hàng Nhà nước trong suốt năm 2011 khá ổn định. Cụ thể, lãi suất cho vay nông nghiệp, nông thôn và xuất khẩu khoảng 17-19%/năm, lãi suất cho vay lĩnh vực sản xuất-kinh doanh khác khoảng 17-21%/năm, lãi suất cho vay lĩnh vực phi sản xuất khoảng 22-25%/năm. Trong khi đó, lãi suất huy động vốn tối đa bằng đồng Việt Nam của các tổ chức tín dụng cũng không có nhiều thay đổi. Mức lãi suất trần đối với tiền gửi có kì hạn từ 1 tháng trở lên được áp dụng trong cả năm 2011 là 14%/năm, còn mức lãi suất trần đối với tiền gửi không kì hạn và có kì hạn dưới 1 tháng được NHNN khống chế ở mức 6%/năm. Đối với đồng USD, lãi suất huy động USD đối với cá nhân và đối với doanh nghiệp vẫn chủ yếu là 2%/năm và 0,5%/năm theo quy định của NHNN trong khi lãi suất cho vay USD phổ biến vẫn ở mức 6-7,5%/năm đối với ngắn hạn và 7,5-8%/năm đối với trung và dài hạn.

Trên thị trường mở, lãi suất cho vay ở các kỳ hạn cũng có sự biến động nhẹ trong những tháng đầu năm với xu hướng tăng từ mức 10%/năm lên mức 15%/năm vào cuối quý II, tuy nhiên, từ quý III trở đi, cùng với lãi suất huy động, lãi suất cho vay trên thị trường mở được duy trì ở mức 14%/năm. Trong khi đó, trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất cho vay có nhiều biến động trong những tháng cuối năm 2011. Cụ thể, lãi suất qua đêm trung bình đã tăng từ mức 11,99%/năm trong tháng 1 lên 12,31%/năm trong tháng 7, giảm xuống mức 10,28%/năm trong tháng 8, sau đó tăng trở lại và lên đến mức 14,1%/năm vào cuối tháng 12. Lãi suất kỳ hạn 12 tháng cũng thay đổi lên xuống khá sâu trong quý IV, có lúc lên tới trên 22%/năm nhưng có lúc cũng chỉ xuống quanh mức 14%/năm.

**Biểu đồ 15: Diễn biến lãi suất cho vay VND trên Interbank (%)**



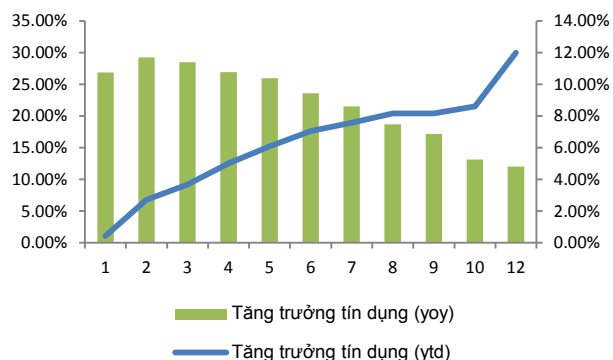
**Biểu đồ 16: Diễn biến lãi suất thị trường mở**



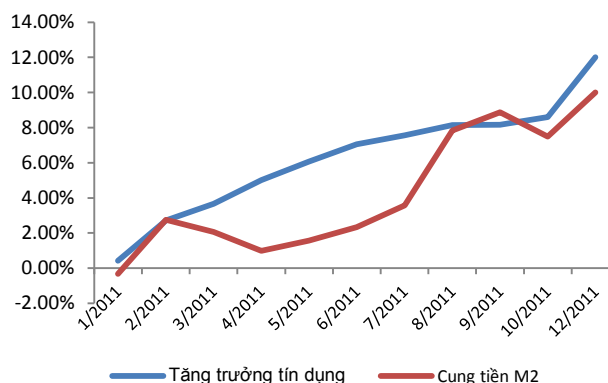
**Nguồn: Ceic, NHNN**

**Tăng trưởng tín dụng** năm 2011 đạt 12%, trong khi tổng phương tiện thanh toán cũng chỉ tăng 10%, 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. Trong mức tăng tín dụng chung 12%, trong khi tăng trưởng tín dụng đồng nội tệ là khá thấp với mức tăng 10,2% thì tăng trưởng tín dụng ngoại tệ vẫn còn khá cao với mức tăng 18,7%. 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 trong năm 2011 liên tục được điều chỉnh tăng, từ mức 4% hồi đầu năm lên mức 7% từ tháng 6 và 8% từ tháng 8 đối với tiền gửi có kì hạn dưới 12 tháng. Đối với tiền gửi có kì hạn trên 12 tháng, tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng lần lượt được điều chỉnh tăng lên mức 4% từ tháng 5 và 6% từ tháng 9 cho đến cuối năm 2011.

**Biểu đồ 17: Tình hình tăng trưởng tín dụng (%)**



**Biểu đồ 18: Tình hình cung tiền M2 (%)**



**Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp**

Có thể thấy việc điều hành khá nhất quán của Chính phủ theo hướng thắt chặt chính sách tiền tệ và tài khóa trong năm 2011 đã khiến hoạt động của hầu hết các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Theo báo cáo của Bộ Kế hoạch và đầu tư, đến cuối tháng 9/2011 đã có gần 50 nghìn doanh nghiệp, tương ứng với khoảng 9% tổng số doanh nghiệp, đã đóng cửa và con số thực tế có thể lên tới 30 %- 35%. Hơn nữa, tác động trễ của các chính sách này cũng được cho rằng sẽ ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp trong năm 2012.

## II. Triển vọng kinh tế 2012

Trong năm 2012, chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá được định hướng tiếp tục thắt chặt. Trong đó, tổng phương tiện thanh toán dự kiến sẽ tăng khoảng 14-16%, tín dụng tăng trưởng khoảng 15-17%. Việc kiểm soát mức tăng trưởng tín dụng thấp này, so với mức bình quân 29,4%/năm của 10 năm trước và 33%/năm của 5 năm trước, được kì vọng sẽ góp phần ổn định kinh tế vĩ mô qua việc kiềm chế lạm phát.

Trên bình diện kinh tế thế giới, kết quả của vấn đề khủng hoảng nợ công là việc thắt chặt chi tiêu của Chính phủ và người dân các nước, dẫn tới tổng cầu giảm, có thể dẫn tới suy thoái và giảm phát ở một số nước phát triển. Bên cạnh đó, việc hạ bậc xếp hạng tín nhiệm các quốc gia sẽ gây hiệu ứng tâm lí lo sợ rủi ro lan tỏa trong giới đầu tư trên các thị trường tài chính thế giới khiến các dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) thu hẹp, đặc biệt rút khỏi các thị trường vốn mới nổi có độ rủi ro cao. Tình hình này sẽ dẫn tới tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam chững lại, trong khi nhu cầu nhập khẩu vẫn tăng cao. Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đăng kí và giải ngân nhiều khả năng sẽ giảm (thực tế, FDI đăng kí trong năm 2011 đã giảm khoảng 20%). Dòng FII đầu tư vào thị trường niêm yết thứ cấp nhiều khả năng sẽ bị thu hẹp, tuy nhiên sẽ tìm đến thị trường sơ cấp theo tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước.

Kết quả cán cân thanh toán tổng thể sẽ phụ thuộc phần lớn vào hiệu quả hành động của Chính phủ trong: Các giải pháp giảm thâm hụt cán cân thương mại (hỗ trợ doanh nghiệp thúc đẩy xuất khẩu, tìm kiếm thị trường mới; tăng thuế tiêu dùng hàng nhập khẩu...); Giảm cầu ngoại tệ của người dân qua việc ổn định thị trường vàng và ngoại tệ trong nước; Thúc đẩy quá trình sắp xếp, cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, phát triển thị trường chứng khoán. Mặc dù trong cuộc gặp gỡ báo chí mới đây vào ngày 11/1, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước cho biết, trong năm 2012 mức biến động của tỷ giá sẽ không quá 3% và cam kết sẽ đảm bảo lợi ích của việc nắm giữ đồng nội tệ, tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo được đưa ra vào đầu tháng 12/2011 rằng tỷ giá USD/VND sẽ nằm trong khoảng 22.600-23.100VND/USD vào cuối năm 2012, tương đương với một sự mất giá từ 5-7% của đồng nội tệ.

Trong năm 2012, sẽ có những xáo trộn trong hệ thống kinh tế khi yêu cầu về nâng cao tính hiệu quả của nền kinh tế đang trở nên rất cấp bách để có thể giữ vững ổn định chính trị-xã hội. Tái cấu trúc nền kinh tế qua các giải pháp tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, tăng hiệu quả đầu tư công, minh bạch và đơn giản hóa thủ tục hành chính, về bản chất sẽ giúp nâng cao sản lượng tiềm năng, cải thiện tổng cung, trong khi tổng cầu luôn có xu hướng tăng với tốc độ cao như đặc trưng của một nền kinh tế mới nổi. Ngay cả khi duy trì các chính sách thắt chặt và kiểm soát tốt tỷ giá, rủi ro lạm phát vẫn còn cao khi những áp lực từ yêu cầu về tự do hóa giá cả theo tín hiệu thị trường ngày càng lớn, chưa kể đến các cú sốc cung khó dự đoán về thiên tai, giá lương thực và hàng hóa năng lượng thế giới. Mặc dù gần đây, Chính phủ đã yêu cầu Ngân hàng Nhà nước xem xét giảm lãi suất, tuy nhiên, như đã trình bày trong các báo cáo định kì được xuất bản vừa qua, chúng tôi nhận định lãi suất khó giảm mạnh, bởi còn nhiều yếu tố hiện hữu có thể khiến lạm phát không thể giảm nhanh như cầu tiêu dùng thời vụ, kì vọng khả năng tăng giá điện, điều chỉnh lương tối thiểu... Mặc khác, về học thuật, Thomas J. Sargent – người đồng nhận giải Nobel Kinh tế năm 2011 - đã chứng minh rằng kỳ vọng của công chúng cũng như hiểu biết của Ngân hàng Trung ương về lạm phát đều được hình thành một cách dần dần, điều đó giải thích vì sao lạm phát lại mất nhiều thời gian để giảm.

Bởi vậy, những đánh giá và nhận định mang tính lạc quan về tình hình kinh tế 2012 xuất hiện gần đây, theo chúng tôi, không nằm ngoài mục đích truyền thông nhằm làm giảm kì vọng quán tính của dân chúng đối với các đại lượng kinh tế vĩ mô. Nếu nhìn lại lịch sử của công tác xây dựng và thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô của Chính phủ trong những năm vừa qua, chúng tôi nhận thấy rằng cần phải có những kết quả thực tế tích cực và rõ nét

hơn để có thể đưa ra những dự báo mới và lạc quan hơn. Ở thời điểm hiện tại, dự báo của chúng tôi về một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô cho các năm tới như sau:

**Bảng 2: Dự báo một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Việt Nam**

Chỉ tiêu	2012	2013	2014
Tăng trưởng GDP (%)	5.8-6	6.8-7	7-7.2
Tỷ lệ lạm phát (%)	11-13	7-9	7-9
Lãi suất huy động tiền gửi (%)	11-12	8-9	8-9

*Nguồn: VCBS Research*

## **B. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

### **I. Thị trường trái phiếu Chính phủ**

#### **1. THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP**

##### **Trái phiếu Chính phủ**

Trong năm 2011, tổng lượng trái phiếu Kho bạc Nhà nước, Ngân hàng Phát triển Việt Nam và Ngân hàng Chính sách xã hội phát hành trên thị trường sơ cấp đã đạt gần 104.581 nghìn tỷ đồng, thấp hơn khoảng 5,5 nghìn tỷ đồng so với năm 2010. Trong đó, tổng giá trị trái phiếu của Kho bạc Nhà nước phát hành là 60.309 tỷ đồng (chưa kể lượng phát hành cho Bảo hiểm xã hội và phát hành trực tiếp của NHNN gần 10.000 tỷ đồng), của Ngân hàng phát triển Việt Nam và Ngân hàng chính sách xã hội lần lượt là 34.975 tỷ và 9.297 tỷ đồng. Như vậy, Kho bạc nhà nước đã phát hành được khoảng 87,5% kế hoạch phát hành đề ra (được điều chỉnh từ mức 90.000 tỷ đồng xuống 80.000 tỷ đồng) còn Ngân hàng phát triển Việt Nam đã phát hành được 100% kế hoạch đề ra (được điều chỉnh từ 45.000 tỷ đồng xuống 35.000 tỷ đồng). Trong năm, tổng lượng trái phiếu phát hành lớn nhất là ở quý I với giá trị lên tới 41 nghìn tỷ đồng, còn quý IV có tổng giá trị trái phiếu phát hành thấp nhất, bằng khoảng 32% tổng giá trị phát hành trong quý I. Về lãi suất trái phiếu Kho bạc, trái ngược với năm 2010 khi lãi suất ở các kỳ hạn có xu hướng giảm dần thì lãi suất trái phiếu trong suốt năm 2011 có xu hướng ổn định và luôn cao hơn lãi suất so với cùng kỳ năm 2010. 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 lãi suất trái phiếu Kho bạc cùng kỳ hạn. Với chính sách tiền tệ và tài khóa được thắt chặt, đầu tư công được cắt giảm, 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, có thể nhận thấy lãi suất trúng thầu trái phiếu được sử dụng như một công cụ điều chỉnh kỳ vọng của nhà đầu tư về một mặt bằng lãi suất thị trường giảm dần.

Kế hoạch huy động vốn thông qua việc phát hành trái phiếu chính phủ cho năm 2012 chưa được công bố, tuy nhiên, trong quý I/2012, Kho bạc Nhà nước đang dự kiến phát hành 25.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, theo Nghị quyết 01/NQ-CP ban hành ngày 3/1/2012 với mục tiêu tiếp tục tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, tập trung thực hiện các nhiệm vụ trọng tâm tái cơ cấu nền kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng theo hướng nâng cao hiệu quả... thì kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ được kỳ vọng tương ứng với mức mục tiêu của năm 2011. Theo đó, Chính phủ sẽ vẫn tiếp tục rà soát các dự án đầu tư, các dự án, công trình nhằm tăng cường hiệu quả đầu tư của nguồn vốn trái phiếu chính phủ.

**Bảng 3: Lãi suất trần trái phiếu Chính phủ (%)**

Kỳ hạn TP	2010				2011			
	Quý I	Quý II	Quý III	Quý IV	Quý I	Quý II	Quý III	Quý IV
2 năm	10,8-12,1	10,9-12			10,9 - 11,5	11-13,2	11-11,4	11-11,4
	(11,8-14,5)	(10,5-13)			(10,6 - 13,5)	(11-13,5)	(11-13,5)	(11-13,5)
3 năm	11,5-12,5	10,6-11,4	9,78-9,8	9,5-9,7	11-13,3	11-13,3	11-13,5	11-13,3
	(11,95-14)	(10,5-11,5)	(9,5-11,9)	(9,5 - 11,8)	(10,6-15)	(11,8-17)	(11-16)	(11-16)
5 năm	11 - 13	10,95-11,5	10,3-10,4	10,2-10,4	11,2-13,2	11,5-13,2	11,4-13,2	11,4-13,2
	(11-11,5)	(10,8-13)	(10,1-11,2)	(10,19-12)	(11,1-17)	(11,5-17)	(11,5-17)	(11,5-17)
10 năm		11-11,3	10,8	10,5-10,8	11,5-12,2	11,5-12,2	11,5-12,2	11,5-12,2
		(11,3-15)	(11-12,5)	(10,79-10,9)	(11,5-18)	(11,6-18)	(11,49-18)	(11-18)

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

Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội

## Trái phiếu doanh nghiệp

Năm 2011, tổng khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp đạt trên 6.000 tỷ đồng, bằng 10% tổng giá trị phát hành của năm 2010. Phần lớn tổ chức phát hành là các doanh nghiệp vừa và nhỏ sử dụng trái phiếu như sản phẩm thay thế cho khoản vay và người mua là tổ chức tín dụng, không chào bán ra thị trường. Về lãi suất, các trái phiếu của những doanh nghiệp lớn như EVN, Vinacomin, Viettinbank, Tổng thép Việt Nam, Hoang Anh Gia Lai Group được giao dịch trên thị trường với mức lợi suất từ 16% - 18% cho trái phiếu lãi suất cố định kỳ hạn 2 hoặc 3 năm; còn các trái phiếu có lãi suất thả nổi, mức lợi suất giao dịch bình quân vào khoảng 19% - 21%. Hoạt động trầm lắng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2011 là do chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa được chính phủ áp dụng trong năm vừa qua đã tác động không nhỏ đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp và từ đó hạn chế khả năng phát hành trái phiếu. Hơn thế nữa, trong năm vừa qua hàng loạt quy định mới nhằm kiểm soát chặt chẽ hơn hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp được đưa ra cũng là yếu tố làm suy giảm lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành. Ví dụ, Luật Tổ chức tín dụng có hiệu lực từ 1/1/2011 quy định mức dư nợ cấp tín dụng của các ngân hàng thương mại bao gồm cả tổng mức đầu tư vào trái phiếu do khách hàng phát hành, Nghị định 90./2011/NĐ-CP có hiệu lực từ 1/12/2011 quy định cụ thể về điều kiện phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp, Thông tư số 28/2011-TT-NHNN có hiệu lực từ 20/10/2011 quy định điều kiện của các tổ chức tín dụng khi mua trái phiếu doanh nghiệp. Theo đó, chúng tôi nhận định tình hình phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp trong năm 2012 sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn hạn chế cho đến khi kinh tế vĩ mô trở nên ổn định hơn và hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp khởi sắc trở lại.

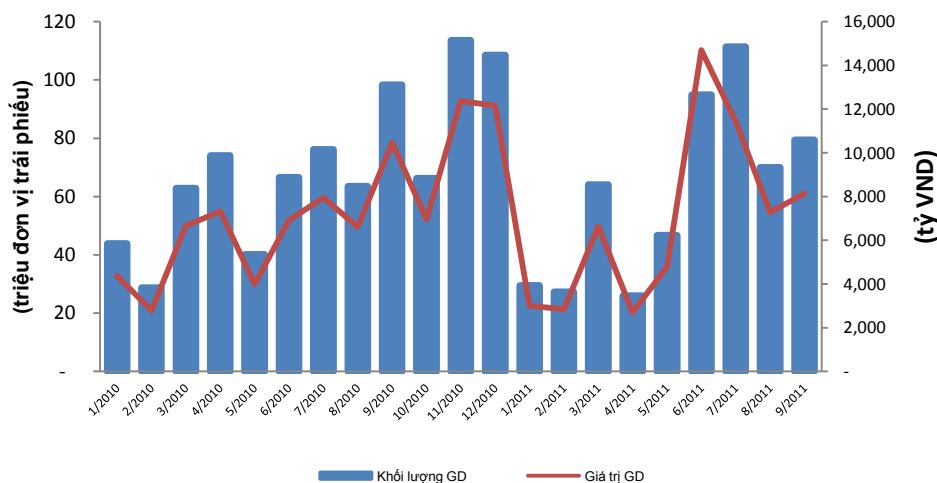
## 2. THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP

Trong năm 2011, tổng khối lượng giao dịch trái phiếu đạt 702,2 triệu trái phiếu và giá trị giao dịch đạt khoảng 61.649 nghìn tỷ đồng, lần lượt bằng 83,39% tổng khối lượng và 69,9% tổng giá trị trái phiếu giao dịch trên thị trường thứ cấp năm 2010. Khối lượng và giá trị giao dịch tăng dần theo từng quý, và quý IV có khối lượng cũng như giá trị giao dịch lớn nhất, chiếm khoảng 50% tổng khối lượng và giá trị giao dịch trong năm 2011. Tình hình giao dịch của trái phiếu trong năm đã 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 đã 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%. Trong khi đó, vào hai tháng cuối năm với hoạt động kém sôi động trên thị trường thứ cấp do mức lãi suất trần được đưa ra ở mức thấp hơn mong đợi, tổng khối lượng và giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp cũng tăng cao, ở trên mức 105 triệu đơn vị trái phiếu và trên 10.500 tỷ đồng. Trong năm 2012, với mức lãi suất trong hệ thống ngân hàng vẫn được duy trì ở mức ổn định và mức lãi suất trên thị trường trái phiếu sơ cấp có xu hướng giảm, và khi lượng trái phiếu đáo hạn trong năm 2012 lên tới 72.379 tỷ đồng và có tới 43% trong số này sẽ



đáo hạn trong quý I/2012, chúng tôi nhận định rằng hoạt động của thị trường trái phiếu thứ cấp sẽ khá sôi động trong quý I/2012 và giao dịch sẽ có nhiều cải thiện đối với trái phiếu có kỳ hạn dài.

**Biểu đồ 19: Giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp**



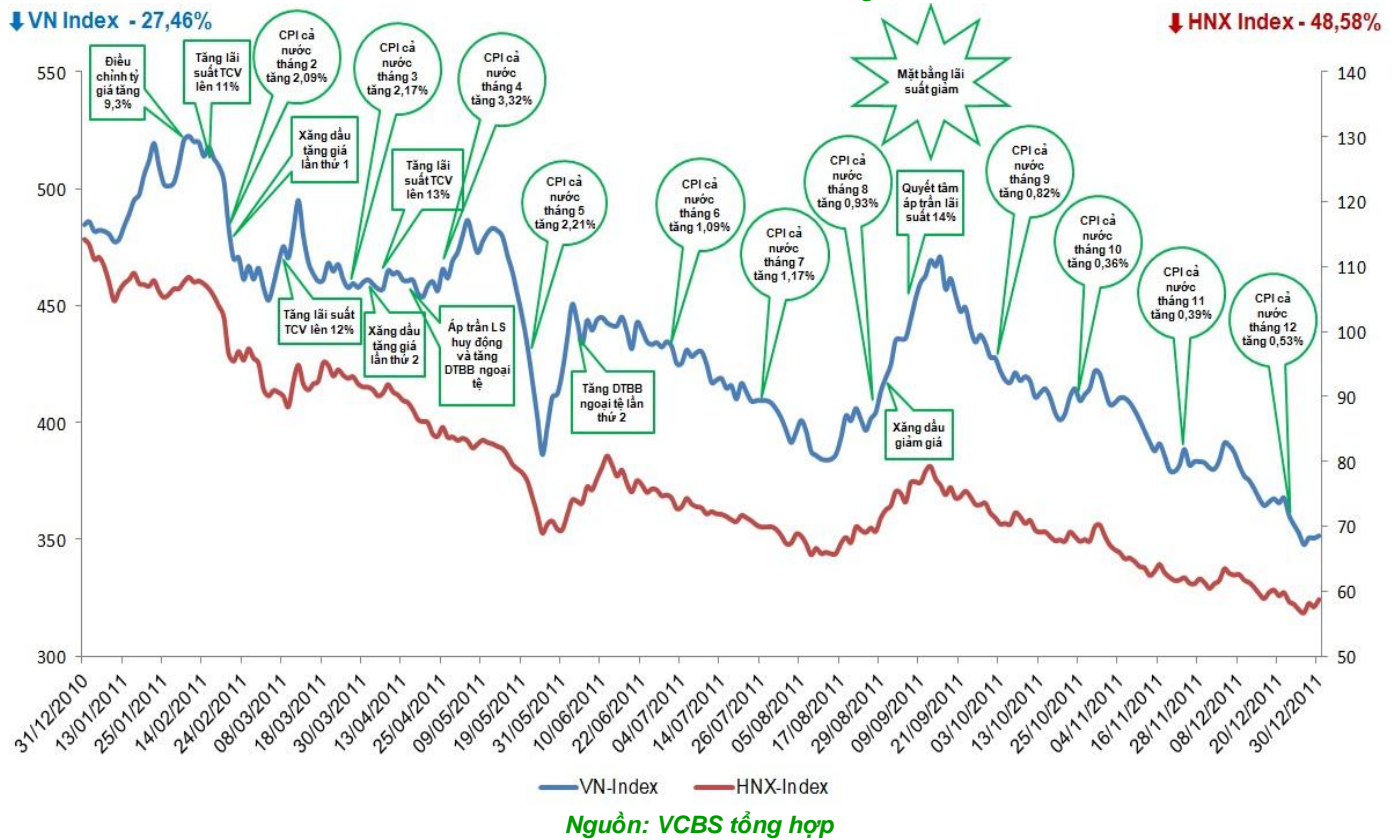
**Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội**

## II. Thị trường cổ phiếu niêm yết

### DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2012

Năm 2011 là một năm khá khó khăn của nền kinh tế Việt Nam theo đó thị trường chứng khoán, vốn là phong vũ biểu của nền kinh tế, cũng phản ánh rõ điều này với xu hướng giảm điểm là xu hướng chính và chủ đạo. Trong cả năm, thị trường chỉ có được hiếm hoi hai đợt hồi phục ngắn vào cuối tháng 5 và khoảng giữa tháng 8, toàn bộ khoảng thời gian còn lại thị trường chủ yếu đi xuống trong sự chán nản và mệt mỏi của các nhà đầu tư. Chốt phiên ngày 30/12/2011, VN Index và HNX Index lần lượt đóng cửa ở 351,55 và 58,74 điểm, như vậy so với đầu năm 2011 sàn Hồ Chí Minh đã giảm mạnh 27,46% còn sàn Hà Nội thì lao dốc đến hơn 48%. Không chỉ chịu áp lực giảm về mặt điểm số, diễn biến giao dịch trên thị trường càng ngày càng theo hướng trầm lắng và ảm đạm hơn, thể hiện qua sự khô kiệt của tính thanh khoản, so với con số của năm 2010 thì giá trị trung bình mỗi phiên giao dịch của mỗi sàn đều sụt giảm mạnh đến xấp xỉ 60%. Nguyên nhân chủ yếu của hiện tượng này trước hết đến từ phía các vấn đề vĩ mô cơ bản trong nước, đặc biệt là áp lực tỷ giá, lạm phát và lãi suất. Tình hình lạm phát mặc dù về cuối năm 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. 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.

**Biểu đồ 20: VN-Index và HNX-Index trong năm 2011**

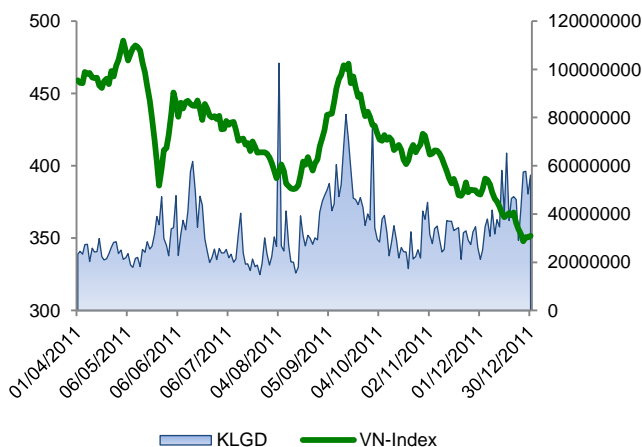


Trong hai quý đầu của năm 2011, khi mà những bất ổn từ phía kinh tế vĩ mô trong nước dần bộc lộ, đặc biệt là bắt đầu từ lúc tỷ giá điều chỉnh tăng thêm 9,3% và lạm phát tăng mạnh trong tháng 2, thì cũng là lúc xu hướng giảm điểm chiếm ưu thế trên thị trường. Cùng với việc chính sách tiền tệ được điều chỉnh theo hướng chặt chẽ hơn hướng tới mục tiêu đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô thì càng giao dịch, diễn biến và bầu không khí giao dịch trên thị trường cũng càng trở nên âm ảm hơn. Phải đến cuối tháng 5, thị trường mới lóe lên điểm sáng với một đợt hồi phục ngắn trong khoảng 3 tuần đến giữa tháng 6. Tuy nhiên đợt phục hồi này mang khá nhiều tính kỹ thuật do mặt bằng giá cổ phiếu đã thấp hơn đáng kể nên chỉ cần những thông tin hỗ trợ dù không thực sự mạnh, như mức tăng CPI của tháng 5 tuy giảm so với tháng 4 nhưng thực tế vẫn khá cao, cũng đủ để kích thích cầu bắt đáy, dòng tiền mang tính đầu cơ theo đó đổ mạnh vào thị trường, tập trung nhiều vào cổ phiếu nóng với tính thanh khoản cao. Cũng vì đà tăng này không có được ủng hộ mạnh từ phía các yếu tố vĩ mô cơ bản cho nên tính thiếu bền vững của nó nhanh chóng được thể hiện, trước khi kết thúc quý II/2011, xu hướng giảm điểm đã trở lại.

Bước sang quý III, đây là quý có thể xem như khởi sắc nhất của thị trường chứng khoán trong năm 2011 với một đợt tăng điểm khá dài của thị trường chứng khoán kéo dài khoảng 1 tháng từ giữa tháng 8 đến giữa tháng 9. Trước đây nếu như những khó khăn từ phía vĩ mô trong nước là nguyên nhân chính làm thị trường sụt giảm thì khi mà 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 khẳng định khá chắc chắn của NHNN về việc hạ mặt bằng lãi suất với nhiều biện pháp cứng rắn và quyết liệt thể hiện quyết tâm cao đảm bảo đảm thực hiện mục tiêu kể trên, đặc biệt đáng chú ý là quyết định áp trần lãi suất huy động 14% vào ngày 07/09. 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.

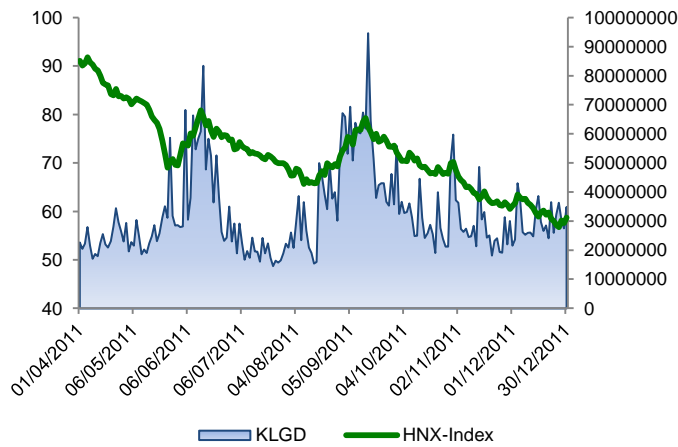
Mặc dù vậy trước khi quý III/2011 khép lại, từ khoảng giữa tháng 9 trở đi, thị trường chứng khoán Việt Nam đã phải chịu tác động tiêu cực từ cả yếu tố trong nước, như những vấn đề nảy sinh sau khi hạ lãi suất mà đặc biệt là vấn đề tỷ giá, lẫn yếu tố thế giới, như diễn biến xấu trong việc giải quyết vấn đề nợ công ở Châu Âu mà kéo theo đó là triển vọng yếu kém của nền kinh tế toàn cầu. Kết quả là từ cuối quý III đến hết quý IV/2011, thị trường chứng khoán cứ âm ỉ dần qua từng phiên với xu hướng giảm điểm là chủ đạo, không có đợt hồi phục nào đủ dài được ghi nhận. Đáng chú ý là trong giai đoạn này, tình hình lạm phát đã dần được kiểm chế và đi vào ổn định với mức tăng lạm phát của ba tháng cuối năm đều dưới 1% mặc dù vậy thị trường và các nhà đầu tư cũng không tỏ ra quá quan tâm đến điều này khi mà còn không ít những nỗi lo khác đang tồn tại.

**Biểu đồ 21: Diễn biến sàn HOSE quý III/2011**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

**Biểu đồ 22: Diễn biến sàn HNX quý III/2011**



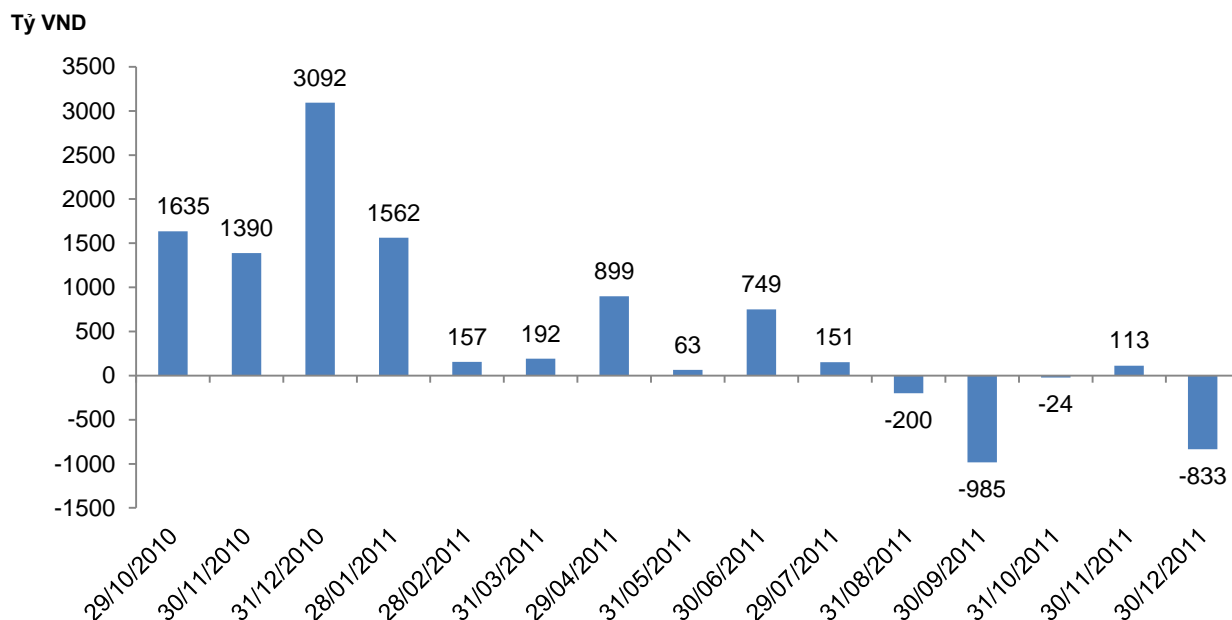
**Nguồn: VCBS tổng hợp**

## MỘT SỐ ĐIỂM NỔI BẬT CỦA THỊ TRƯỜNG TRONG NĂM 2011

- Nhà đầu tư nước ngoài hạn chế giao dịch với thái độ thận trọng và dè dặt với thị trường chứng khoán Việt Nam do chịu tác động tiêu cực từ những bất ổn của kinh tế vĩ mô trong nước lẫn thế giới.

Nếu như trong năm 2010, thị trường chứng khoán Việt Nam đã nhận được lực hỗ trợ rất mạnh của dòng vốn ngoại thì ngược lại, trong năm 2011, dòng vốn này lại có dấu hiệu rút khỏi thị trường và theo đó cũng đã góp phần làm cho thị trường càng trở nên âm ỉ hơn. Cũng cần phải lưu ý thêm rằng năm 2011 là một năm không chỉ khó khăn đối với Việt Nam mà còn cả nền kinh tế thế giới nói chung với tâm điểm là cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu mà kéo theo đó chính là nguy cơ suy thoái kép, điều này đã dẫn đến một làn sóng rút vốn đầu tư khỏi các tài sản rủi ro, đặc biệt ở những thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam. Bên cạnh đó, một nguyên nhân quan trọng khác dẫn đến hiện tượng kể trên còn bắt nguồn từ chính những bất ổn của nền kinh tế trong nước, nhất là vấn đề tỷ giá. Có thể thấy rằng từ sau khi tỷ giá được điều chỉnh tăng khá mạnh, hơn 9%, vào giữa tháng 2 thì các nhà đầu tư nước ngoài cũng dần hạn chế động thái mua ròng và đến khoảng giữa quý III trở đi thì xu hướng bán ròng trở nên rõ nét và chiếm ưu thế hơn hẳn.

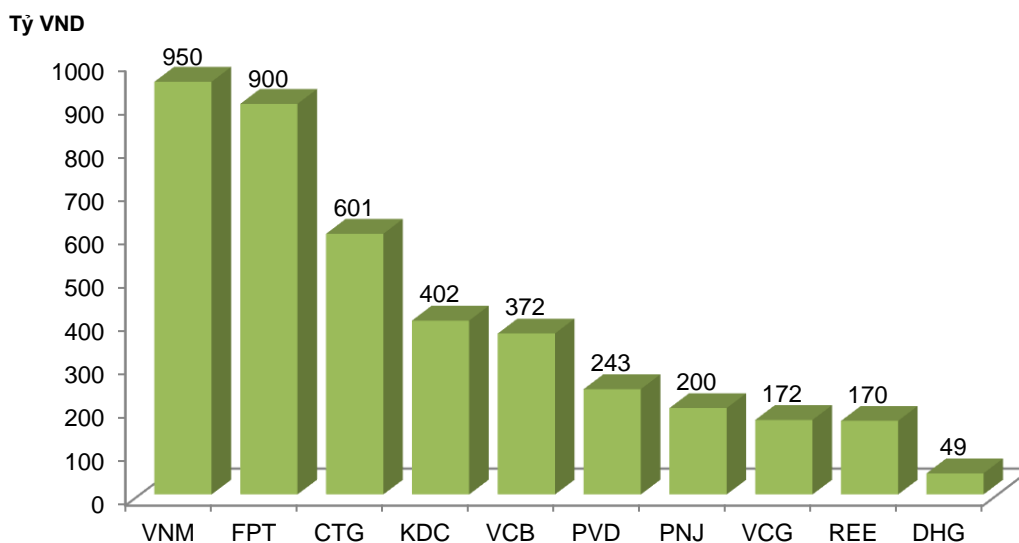
**Biểu đồ 23: Diễn biến giao dịch của NĐTNN**



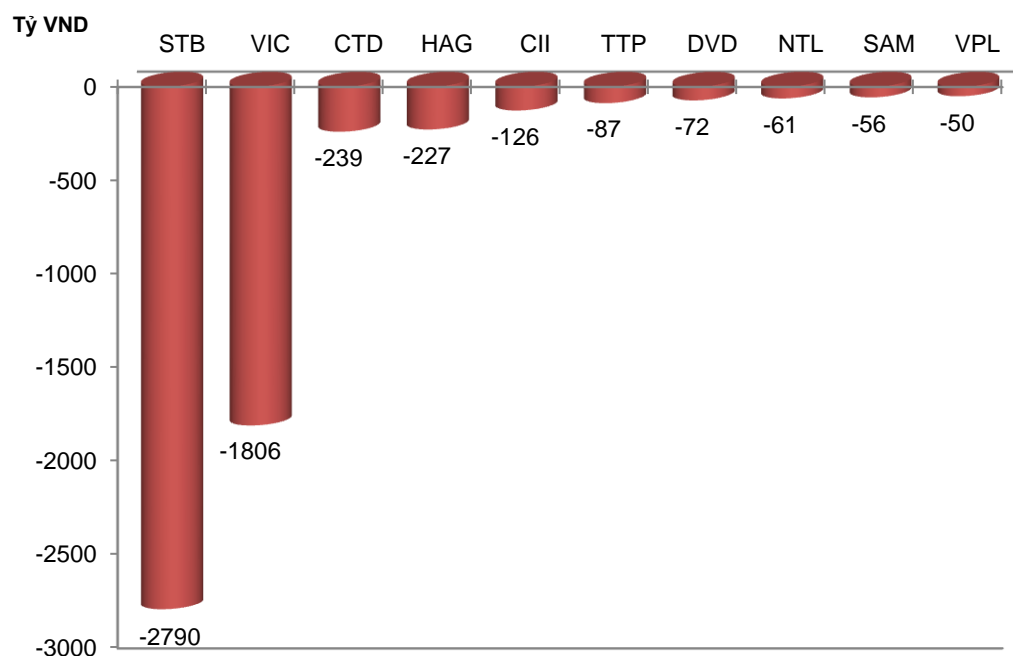
**Nguồn: VCBS tổng hợp**

Ngoài ra cũng có một điểm đáng lưu ý là trong năm 2011, các nhà đầu tư nước ngoài hầu như đều dành phần lớn sự quan tâm của mình cho nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn, cả ở chiều mua và bán. Theo thống kê của chúng tôi, trong danh sách 10 cổ phiếu được mua ròng nhiều nhất cũng như chịu áp lực bán ròng mạnh nhất, xét về giá trị, của khối ngoại thì phần đông đều thuộc nhóm cổ phiếu này.

**Biểu đồ 24: 10 Cổ phiếu được NĐTNN mua ròng nhiều nhất trong Q3/2011**



**Biểu đồ 25: 10 Cổ phiếu bị NĐTNN bán ròng mạnh nhất trong Q3/2011**

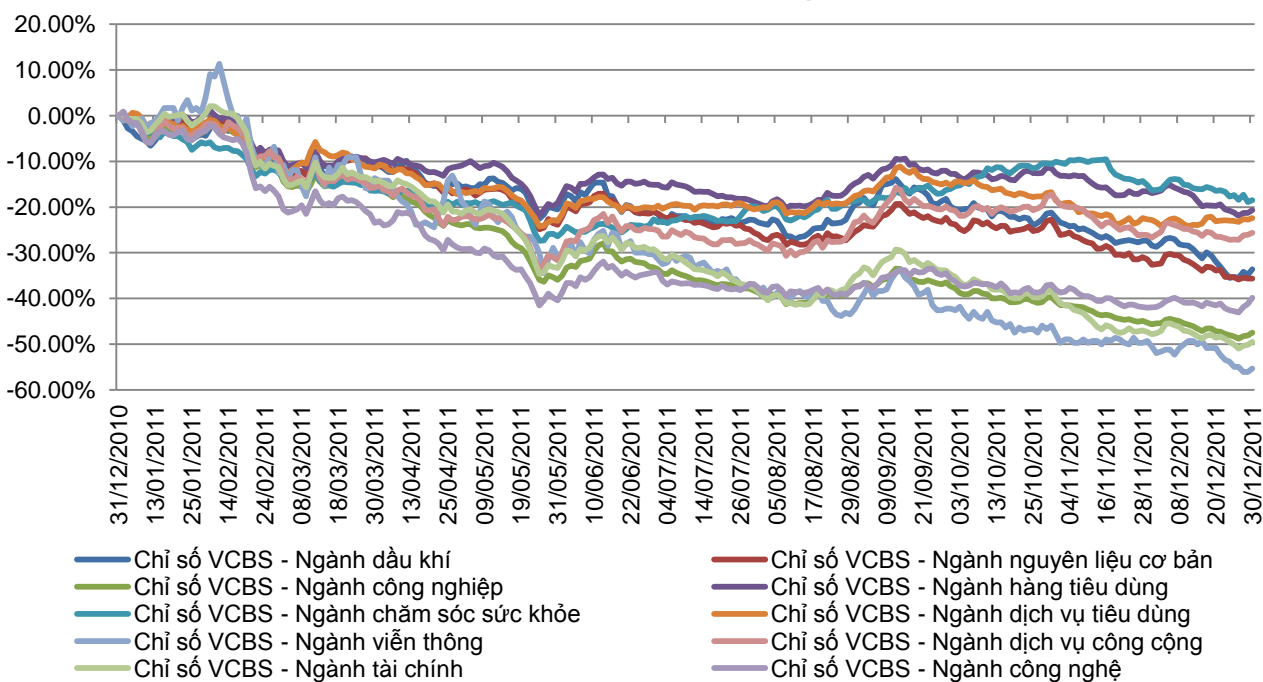


**Nguồn: VCBS tổng hợp**

- 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

**Biểu đồ 26: Lợi suất theo nhóm ngành**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

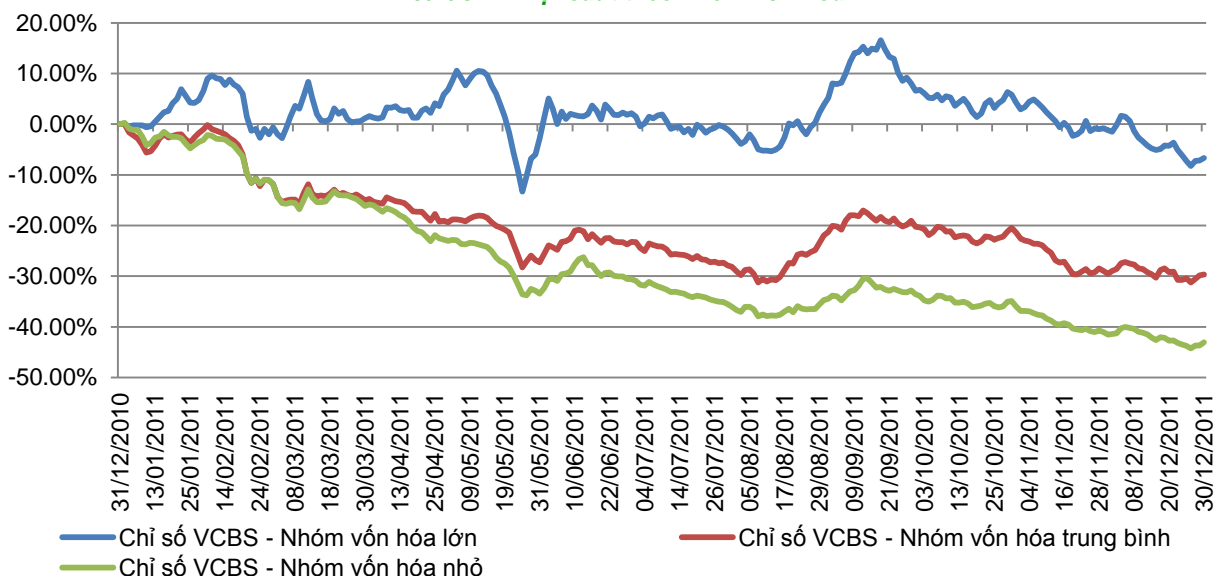
Theo thống kê của chúng tôi, trong năm 2011, tất cả các nhóm ngành đều giảm với mức lợi suất âm. Có thể thấy rằng khi mà tình hình kinh tế vĩ mô trong nước năm vừa qua đã phải đương đầu với nhiều thử thách, đặc biệt với



các vấn đề như áp lực tỷ giá, lạm phát và mặt bằng lãi suất cao, thì theo đó khó có ngành nào có thể có được một triển vọng thực sự sáng sủa và vì thế việc suy giảm cũng là dễ hiểu.

- Lợi suất của các cổ phiếu niêm yết trong năm 2011 có sự phân hóa khá rõ nét, đặc biệt đáng chú ý theo chỉ tiêu vốn hóa thị trường với ưu thế vượt trội thuộc về nhóm vốn hóa lớn.

**Biểu đồ 27: Lợi suất theo nhóm vốn hóa**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

Như đã đề cập ở trên, trong năm 2011, cả HNX và VN Index đều trượt giảm mạnh, 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 ảnh hưởng từ sự tuột dốc của nhóm cổ phiếu vốn hóa vốn hóa trung bình và nhỏ trên thị trường. Cụ thể, đóng cửa ngày 30/12/2011, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn mức lợi suất -6,70%, nhỏ hơn rất nhiều so với con số sụt giảm của HNX và VN Index, còn nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình và nhỏ lần lượt có mức lợi suất âm lên tới -29,66% và -43,09%. Không chỉ có vậy, mặc dù năm 2011 đã được ghi nhận là một năm với xu thế giảm điểm là chủ đạo trên thị trường chứng khoán nhưng căn cứ vào số liệu thống kê cũng như theo biểu đồ trên, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn trong suốt năm qua chủ yếu đi ngang với biên độ tương đối hẹp, thể hiện một khả năng chống chịu và là trụ đỡ tốt cho thị trường. Trong khi đó hai nhóm cổ phiếu còn lại, chiếm số đông các mã niêm yết trên hai sàn, thì lại thể hiện rất rõ xu hướng đi xuống cùng chiều với thị trường.

Ưu thế kể trên của nhóm vốn hóa lớn trước hết là do những cổ phiếu này thường là những cổ phiếu của các công ty, tập đoàn lớn đầu ngành, có uy tín thương hiệu tốt trên thị trường, tình hình tài chính lành mạnh với nguồn vốn lớn, đồng thời cũng đã trải qua một thời gian phát triển nhất định với kinh nghiệm quản lý được tích lũy, theo đó những công ty này cũng sẽ có triển vọng và khả năng chống chịu tốt hơn trong bối cảnh nền kinh tế đang gặp khó khăn. Hơn thế nữa, những công ty như vậy luôn có được sự quan tâm ưu ái và nâng đỡ của dòng vốn ngoại, chính điều này cũng đã làm ưu thế của nhóm vốn hóa lớn càng trở nên rõ nét hơn.

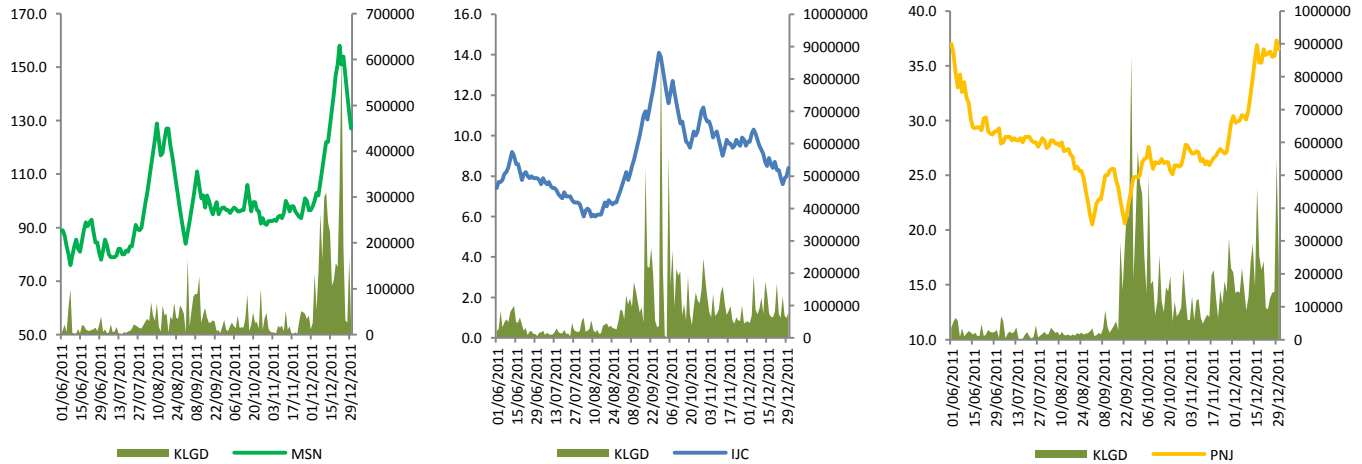
- Động thái thay đổi cổ phiếu trong danh mục tính chỉ số của các quỹ đầu tư theo chỉ số đã tạo nên giao dịch đột biến về giá trị và khối lượng với một số cổ phiếu.

Việc sụt giảm đáng kể của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2011 đã dẫn tới việc thay đổi một số cổ phiếu trong rổ tính toán các chỉ số chứng khoán Việt Nam của một số tổ chức uy tín nước ngoài, thông thường các ETF đầu tư theo chỉ số sẽ dựa vào các chỉ số này để có chiến lược đầu tư hợp lý. Trong năm qua, FTSE Index Company, tổ chức sở hữu chỉ số FTSE Vietnam Index và FTSE Vietnam All-share Index, trong báo cáo

công bố vào quý III đã đưa MSN cùng IJC vào rổ tính toán chỉ số FTSE Vietnam Index và PNJ vào rổ tính toán chỉ số FTSE Vietnam All-share Index, đồng thời loại bỏ một số cổ phiếu khác.

Trước khi thông tin chính thức được công bố, cũng đã có khá nhiều nhận định và dự báo được đưa ra trước đó. Vì vậy trong quý III, ba cổ phiếu kể trên đều có những đợt biến nhất định về giá trị và khối lượng giao dịch, những cổ phiếu này không chỉ thu hút được lực cầu từ các quỹ ETF đầu tư theo chỉ số mà còn cả những nhà đầu tư trong nước.

**Biểu đồ 28: Diễn biến giao dịch của MSN, IJC và PNJ trong nửa cuối năm 2011**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

Đáng chú ý là do được sự hỗ trợ mạnh của các quỹ ETF nên các cổ phiếu trong rổ chỉ số có sức chống chịu khá tốt trước xu thế giảm điểm của thị trường trong bối cảnh khó khăn chung và hứa hẹn đem lại một lợi nhuận hấp dẫn. Ngoài ra những cổ phiếu được lựa chọn đưa vào rổ tính toán chỉ số thường là cổ phiếu của những công ty đã được các tổ chức uy tín trên thế giới đánh giá và kiểm định với tiềm năng cơ bản tốt. Có lẽ cùng vì vậy mà MSN, IJC và PNJ đã tỏ ra khá nổi bật và thu hút được một lượng lớn các nhà đầu tư trong và ngoài nước quan tâm. Tính riêng trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2011, thị giá của PNJ nhảy vọt thêm hơn 55%, IJC nhích thêm 6,33%, còn MSN giảm nhẹ chỉ 6,70%.

Dự báo trong năm 2012, việc thay đổi cơ cấu trong rổ danh mục tính toán chỉ số là hoàn toàn có khả năng sẽ xảy ra và chắc hẳn những cổ phiếu mới được đưa thêm vào có khả năng cao sẽ đột phá, trong khi đó những cổ phiếu vẫn duy trì sự hiện diện của mình trong danh mục sẽ tiếp tục nổi bật và thậm chí có thể còn là trụ đỡ quan trọng cho thị trường.

- **Phản ứng của các công ty chứng khoán gặp khó khăn và chịu thua lỗ trong năm 2011**

Cùng với sự sụt giảm cả về điểm số lẫn giá trị giao dịch của thị trường chứng khoán Việt Nam thì, theo thống kê chưa đầy đủ, trong năm 2011, số lượng công ty chứng khoán chịu thua lỗ chiếm ưu thế áp đảo. Trong số hiếm hoi những công ty có lợi nhuận thì các khoản này chủ yếu đến từ mảng kinh doanh khác ngoài dịch vụ môi giới cũng như tự doanh. Để tiếp tục tồn tại, một số công ty đã phải cắt giảm nhân sự thậm chí là loại bỏ một số nghiệp vụ, trong đó có môi giới cụ thể như trường hợp của công ty chứng khoán SME, chứng khoán Gia Anh, chứng khoán Đông Dương và chứng khoán Hà Nội. Không chỉ có vậy, một số công ty chứng khoán còn bị Trung tâm Lưu ký cảnh cáo vì mất khả năng thanh toán gây hoang mang cho các nhà đầu tư, vốn đã khá mệt mỏi và e dè trong suốt một thời gian dài thị trường trượt giảm.

**Bảng 4 : Chỉ tiêu tài chính của một số công ty chứng khoán niêm yết trên hai sàn trong năm 2011**

Mã CK	Thị giá cuối năm 2011	TĐ giá 3 tháng (%)	TĐ giá 6 tháng (%)	TĐ giá từ đầu năm 2011 (%)	Vốn hóa TT (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu NN (%)	* EPS cơ bản (VNĐ)*	P/E	P/B	ROE (%)	ROA (%)	Tỷ lệ đòn bẩy (%)	KLGD bình quân 3 tháng	Hệ số rủi ro thị trường
SHS	3.200	-42,86	-45,76	-76,66	319,50	0,44	<b>-4.082,97</b>	0,00	0,43	-43,39	-25,73	0,90	515.961	1,30
SVS	2.000	-45,95	-39,39	-76,74	27,00	0,19	<b>-2.788,35</b>	0,00	0,18	-23,53	-19,65	0,22	17.689	1,44
VND	6.800	-40,87	-37,04	-71,67	679,69	7,83	<b>-2.467,29</b>	0,00	0,61	-21,12	-10,69	0,73	2.586.881	1,53
SME	1.500	-63,41	-62,50	-88,28	33,75	0,61	<b>-2.164,07</b>	0,00	0,17	-14,86	-4,07	2,91	80.059	1,34
SBS	3.100	-55,71	-66,67	-90,16	392,65	4,43	<b>-1.812,46</b>	0,00	0,31	-15,57	-2,91	3,20	92.983	1,11
VIG	1.800	-60,87	-57,14	-80,22	61,44	1,09	<b>-1.529,65</b>	0,00	0,20	-16,84	-11,41	0,36	84.593	1,22
VDS	3.500	-30,00	-56,25	-65,00	122,43	0,07	<b>-1.353,45</b>	0,00	0,38	-13,45	-3,97	2,08	3.340	0,87
TAS	2.400	-36,84	-50,00	-74,47	33,36	4,42	<b>-1.311,71</b>	0,00	0,26	-12,99	-5,66	0,95	56.024	1,10
BVS	8.900	-43,31	-40,27	-69,10	642,79	4,55	<b>-1.177,48</b>	0,00	0,60	-7,76	-5,73	0,35	493.083	1,17
PSI	3.100	-51,56	-55,07	-76,69	185,51	15,52	<b>-1.128,00</b>	0,00	0,30	-10,18	-4,08	1,34	117.364	1,55
WSS	3.000	-46,43	-34,78	-71,15	150,90	2,32	<b>-1.107,91</b>	0,00	0,30	-8,54	-7,69	0,04	763.273	1,26
APS	2.000	-58,33	-58,33	-84,13	78,00	0,29	<b>-756,61</b>	0,00	0,20	-7,48	-3,42	0,45	106.886	1,61
AVS	3.100	-32,61	-34,04	-72,32	111,60	0,27	<b>-666,89</b>	0,00	0,47	-9,63	-7,73	0,12	236.040	1,57
APG	2.600	-51,85	-40,91	-77,78	35,18	0,03	<b>-566,43</b>	0,00	0,27	-5,67	-5,41	0,08	13.048	1,02
HPC	3.200	-30,43	-21,95	-68,93	127,02	1,54	<b>-295,88</b>	0,00	0,36	-3,39	-3,27	0,05	211.395	1,22
VIX	4.300	-15,69	-29,51	-52,75	129,00	0,01	<b>-277,53</b>	0,00	0,37	-2,44	-2,06	0,41	1.412	0,78
ORS	1.400	-65,85	-66,67	-84,27	33,60	0,02	<b>22,78</b>	61,46	0,15	0,24	0,05	5,53	318.187	1,19
BSI	6.300	-23,17	0,00	-42,20	544,95	0,52	<b>163,30</b>	38,58	0,74	1,51	0,43	2,24	61.044	0,41
HBS	14.000	0,00	-1,41	-4,94	462,00	0,00	<b>245,20</b>	57,10	1,26	2,23	1,96	0,07	526.484	0,76
SSI	13.700	-29,74	-18,34	-55,11	4.789,68	48,20	<b>290,51</b>	47,16	0,96	1,97	1,41	0,36	805.898	1,22
GBS	15.300	1,32	21,43	12,50	206,55	49,00	<b>401,74</b>	38,08	1,33	3,55	1,24	1,71	141.746	1,10
PBS	3.200	-27,27	-17,95	-70,91	96,00	49,00	<b>722,19</b>	4,43	0,34	7,39	3,66	1,28	5.011	1,04
AGR	4.400	-43,47	-48,88	-64,14	929,28	0,30	<b>730,37</b>	6,02	0,38	6,52	1,48	1,78	35.770	0,93
KLS	7.900	-33,05	-27,52	-51,53	1.599,75	8,53	<b>833,59</b>	9,48	0,65	7,10	6,82	0,04	2.875.864	1,23
CTS	5.100	-22,73	-29,17	-55,26	398,15	0,22	<b>932,18</b>	5,47	0,47	8,84	7,23	0,21	79.361	1,31
IVS	4.800	-34,25	0,00	-28,68	77,28	0,06	<b>1.957,30</b>	2,45	0,48	20,94	11,77	0,27	40.764	0,90
HCM	14.000	-9,92	3,76	-38,59	1.394,68	49,00	<b>2.704,63</b>	5,18	0,83	10,62	7,46	0,60	85.099	1,29

\* Cập nhật đến hết quý III năm 2011

**Nguồn: VCBS tổng hợp**

Với triển vọng và dự báo của thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2012 còn không ít khó khăn thì hiện tượng thua lỗ của các công ty chứng khoán có lẽ sẽ chưa dừng lại. Theo đó thị trường có thể sẽ xuất hiện ra những xáo trộn nhất định trong ngành chứng khoán, một số công ty có khả năng đứng trước yêu cầu phải thay đổi, tái cơ cấu, sáp nhập hoặc bị thôn tóm bởi công ty khác và thậm chí xấu hơn là phá sản. Điều này trong ngắn hạn sẽ có tác động xấu với thị trường chứng khoán cũng như tâm lý của các nhà đầu tư. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá đây là một hiện tượng hợp lý và cần thiết trong giai đoạn hiện nay, những công ty còn tồn tại được sau thời kỳ khó khăn là minh chứng tốt nhất cho sức khỏe và tình hình tài chính lành mạnh cũng như năng lực quản lý để từ đó có thể đem lại lợi ích tối đa cho thị trường và các nhà đầu tư. Sau một thời gian phát triển thì rõ ràng thị trường lúc này cần có sự thanh lọc để đảm bảo những bước tiến chắc chắn và bền vững trong dài hạn.

## **TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2012 & CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ**

### **Các yếu tố tác động**

- *Diễn biến tình hình kinh tế vĩ mô trong nước, đặc biệt là áp lực tỷ giá, lạm phát và lãi suất, sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng có ảnh hưởng lớn nhất lên thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2012*

Năm 2011 đầy khó khăn đã qua đi nhưng kinh tế vĩ mô trong nước vẫn tiềm ẩn không ít bất ổn. Vừa qua, Chính phủ cũng đã khẳng định định hướng chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa tiếp tục theo hướng chặt chẽ và linh hoạt với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. Chúng tôi kỳ vọng rằng mục tiêu này sẽ được thực thi một cách kiên quyết và mạnh mẽ. Thêm vào đó, trong năm 2012 việc tái cấu trúc nền kinh tế nhiều khả năng sẽ được đẩy mạnh thông qua các giải pháp tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, tăng hiệu quả đầu tư công, minh bạch và đơn giản hóa thủ tục hành chính. Những thay đổi này được đánh giá khá tích cực cho nền kinh tế nhưng có lẽ vẫn là trong dài hạn. Dự báo trong ngắn hạn nền kinh tế sẽ có những xáo trộn và thay đổi

nhất định, theo đó thị trường chứng khoán có thể phải hứng chịu những tác động xấu không mong muốn nhưng bù lại điều này là cần thiết cho một nền tảng phát triển bền vững và lâu dài.

- *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*

Diễn biến của cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu hiện vẫn đang được xem như một trong những vấn đề đáng quan tâm của nền kinh tế toàn cầu mà trong kịch bản xấu có thể sẽ tạo đẩy thế giới lâm vào suy thoái. Chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng khá nhiều nước trong khu vực đã bị nhiều tổ chức xếp hạng tín nhiệm uy tín trên thế giới hạ bậc, điều này đã và đang gây sức ép, tạo tâm lý lo sợ cũng như rời xa các tài sản cũng như thị trường có độ rủi ro cao, đặc biệt là các thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam.

- *Khả năng dòng tiền đổ mạnh trở lại vào thị trường chứng khoán một cách bền vững là không nhiều trong năm 2012*

Nhìn lại cả năm 2011, tính thanh khoản của thị trường đã suy giảm đáng kể so với năm 2010. Phần đông các nhà đầu tư đã tỏ ra thận trọng và e ngại hơn với cổ phiếu, tài sản được đánh giá là có độ rủi ro cao trong bối cảnh triển vọng kinh tế vĩ mô chưa thực sự sáng sủa. Xu hướng này được dự báo sẽ tiếp tục hiện hữu trong năm 2012.

Bên cạnh đó, dòng vốn tín dụng cho chứng khoán trong năm 2012 sẽ khó có khả năng mở rộng khi mà chính sách tài chính và tiền tệ vẫn theo hướng chặt chẽ với chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng thấp lại chủ yếu ưu tiên cho các lĩnh vực sản xuất. Ngoài ra chi phí lãi vay cao sẽ càng làm tăng độ rủi ro và theo đó hạn chế việc sử dụng đòn bẩy trên thị trường chứng khoán.

Không chỉ có vậy, hiện tại thị trường chứng khoán cũng đang mất dần sức hút của mình với dòng tiền nếu so với những kênh đầu tư khác, an toàn hơn với tác dụng tránh bão trong thời kỳ có nguy cơ khủng hoảng, như kim loại quý hoặc gửi tiết kiệm. Nói cách khác, chi phí cơ hội khi đầu tư vào thị trường chứng khoán cũng là một yếu tố cần phải xem xét và cân nhắc lúc này.

- *Xu hướng của dòng vốn ngoại trong năm 2012, tiếp tục thoái lui hay sẽ trở lại và tác động của quỹ mở?*

Việc dòng vốn mới có khả năng chảy vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2012 hay không phụ thuộc vào hai yếu tố chính. Một là tình hình kinh tế thế giới với tâm điểm là việc giải quyết cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu. Hai là sự ổn định của chính nền kinh tế vĩ mô trong nước, trong đó có vấn đề tỷ giá. Dự báo trong khoảng giai đoạn đầu năm 2012, hai yếu tố kể trên sẽ khó có khả năng phát đi tín hiệu khởi sắc một cách rõ ràng, do đó kỳ vọng về nguồn vốn mới vào thị trường cũng sẽ theo hướng thu hẹp. Trong một kịch bản lạc quan, nếu nhu tình hình thế giới khởi sắc hơn, cùng với đó kinh tế Việt Nam cũng dần đi vào ổn định thì có thể dòng vốn ngoại sẽ có bắt đầu dấu hiệu trở lại vào khoảng giữa hoặc cuối quý III năm 2012.

Trong năm 2012, khá nhiều quỹ đầu tư đến thời hạn đóng quỹ. Khi mà triển vọng về nguồn vốn mới vào thị trường đang theo hướng thu hẹp thì việc này sẽ có những ảnh hưởng không tốt đến thị trường. Tuy nhiên mức độ tác động có thể sẽ không nhiều và sẽ được giảm thiểu tối đa khi mà các quỹ này cũng vẫn có khả năng đàm phán với các nhà đầu tư để lùi thời gian đóng quỹ, bên cạnh đó các quỹ cũng có thể tìm các đối tác lớn tiềm năng để mua lại danh mục của mình.

Đáng chú ý là Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 183 hướng dẫn việc thành lập và quản lý quỹ mở, có hiệu lực từ tháng 02/2012. Sự ra đời của quỹ mở được đánh giá là kịp thời và cần thiết trong bối cảnh hiện tại, những quỹ đóng đến hạn đóng quỹ ngoài một số phương án kể trên cũng có thể lựa chọn chuyển đổi sang quỹ mở, giúp thị trường có thêm biện pháp hữu hiệu để tránh hiện tượng thoái vốn ồ ạt.

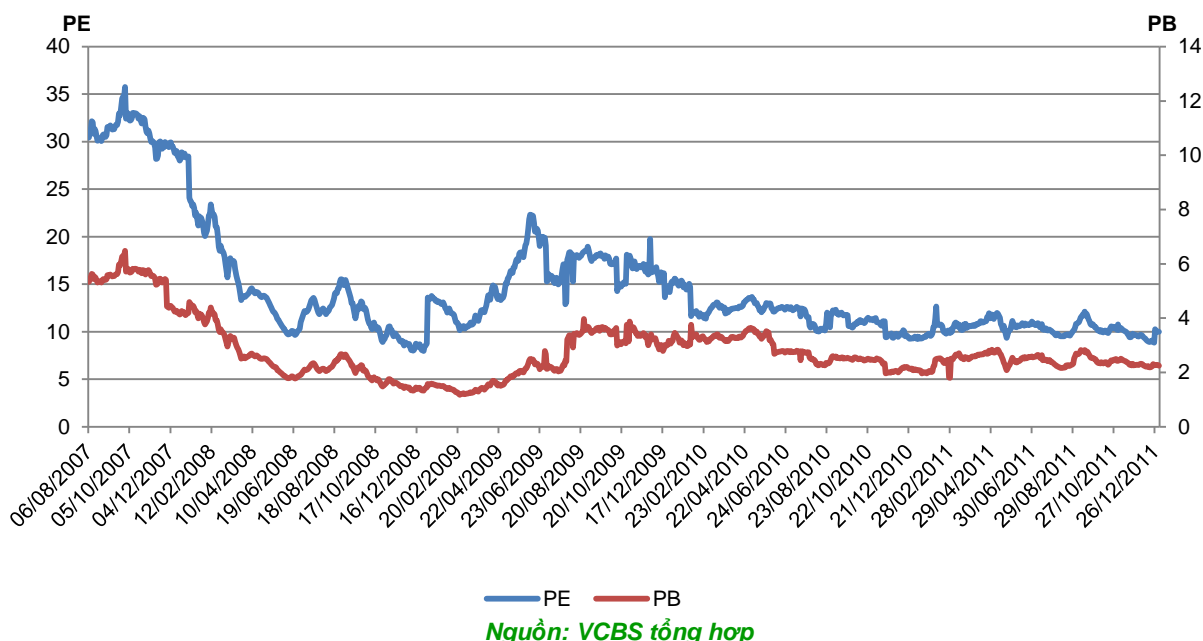
Quỹ mở có ưu điểm về tính thanh khoản cao hơn so với quỹ đóng, bên cạnh đó các nhà đầu tư cũng không phải quá lo lắng về vấn đề chiết khấu như quỹ đóng. Không chỉ có vậy, quỹ mở cũng thường được quản lý theo hướng chủ động, khá phù hợp với hoàn cảnh của thị trường chứng khoán Việt Nam, vốn cần sự nhạy bén đối với các

thông tin. Như vậy việc đưa quỹ mở vào hoạt động sẽ góp phần làm tăng sức hút của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tác động này có lẽ sẽ được thể hiện trong dài hạn nhiều hơn vì trước mắt trong ngắn hạn, không chỉ nền kinh tế Việt Nam mà còn cả thế giới nói chung vẫn còn phải đương đầu với không ít thử thách mà căn cứ vào đó thì khả năng tăng điểm bền vững của thị trường trong một tương lai gần là không nhiều.

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

Trải qua một năm đi xuống của thị trường chứng khoán, nhìn chung mặt bằng giá của phần đông các cổ phiếu trên hai sàn giao dịch đều sụt giảm đáng kể và trở nên hấp dẫn. Đóng cửa ngày 30/12/2011, trên sàn Hồ Chí Minh, chỉ số PE là 9,98, trong khi đó chỉ số PB là 2,25. Hai con số này mặc dù đã khá thấp nhưng nếu như loại trừ các cổ phiếu vốn hóa lớn mang tính trụ cột, thường được kìm giữ giá ở mức tương đối cao trong năm 2011, thì PE và PB của thị trường có lẽ còn thấp hơn nhiều, cụ thể PE nhóm vốn hóa trung bình của sàn HOSE chỉ ở mức 7,7, con số này của nhóm vốn hóa nhỏ còn thấp hơn, chỉ 6,1.

**Biểu đồ 29: PE và PB của sàn HOSE**



- *Triển vọng của các doanh nghiệp niêm yết*

Năm 2011 vừa qua là một năm đầy khó khăn và thử thách với các doanh nghiệp, trong khi phải đối mặt với lạm phát cao khiến chi phí đầu vào tăng mạnh thì việc tiếp cận vốn vay cũng không dễ dàng khi mặt bằng lãi suất liên tục ở mức cao. Bước sang năm 2012, với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, chính sách tiền tệ và tài khóa vẫn sẽ theo hướng chặt chẽ và linh hoạt, lãi suất có thể được điều chỉnh giảm nhưng trong thời gian tới mà cụ thể là khoảng 6 tháng đầu năm, việc này sẽ khó trở thành hiện thực, hơn thế nữa, sau đó nếu lãi suất dù có giảm thì mức giảm nhiều khả năng sẽ không nhiều. Do đó năm 2012 được dự báo sẽ tiếp tục là một năm chưa thực sự thuận lợi cho các doanh nghiệp.

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 vẫn có những điều kiện thuận lợi nhất định (xem phân tích cụ thể của chúng tôi trong phần ngành). Cụ thể hơn, các công ty phụ thuộc nhiều vào vốn vay, có danh mục đầu tư tài chính và đòn bẩy tài chính cao sẽ là nhóm doanh nghiệp nằm trong trạng thái rủi ro lỗ năm 2012. 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. Như vậy, thị trường lúc 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 khó khăn cũng như cơ hội cụ thể của từng nhóm ngành trong phần dưới.



## **Kịch bản thị trường năm 2012 và khuyến nghị**

- **Kịch bản**

Trong năm 2012, những vấn đề còn tồn đọng từ năm 2011 sẽ tiếp tục tạo ra khó khăn và thử thách cho nền kinh tế Việt Nam nói chung cũng như thị trường chứng khoán nói riêng. Dự báo trong khoảng 6 tháng đầu năm 2012 áp lực tỷ giá và rủi ro lạm phát vẫn cao, theo đó khả năng hạ nhiệt lãi suất là thấp. Theo đó giai đoạn này có thể sẽ vẫn là giai đoạn tích lũy của thị trường, xen kẽ trong đó cũng không loại trừ khả năng xuất hiện những phiên thị trường hồi phục mang tính kỹ thuật và thông thường đà tăng như vậy sẽ không kéo dài, xu hướng tăng điểm bền vững khó có thể được hình thành do thiếu đi điểm tựa từ phía kinh tế vĩ mô cơ bản. Tiếp theo, trong một kịch bản lạc quan, vào cuối quý II hoặc bước sang quý III nếu như tình hình lạm phát được kiểm soát tốt tạo điều kiện tiến tới việc hạ lãi suất, nhưng không nhiều, phù hợp với chính sách tiền tệ chặt trong thận trọng vài linh hoạt, thì thị trường chứng khoán nhiều khả năng sẽ bắt đầu giai đoạn hồi phục. Mặc dù vậy sự lâu dài và bền vững của đà tăng vẫn phải dựa trên giả thiết quan trọng về tình hình kinh tế vĩ mô trong nước tiếp tục được duy trì ổn định và kinh tế thế giới không xảy ra khủng hoảng.

- **Khuyến nghị**

Với dự báo về kịch bản của thị trường chứng khoán trong năm 2012 như trên, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tương đối thích hợp cho đầu tư dài hạn và cơ bản khi mà mặt bằng giá cổ phiếu đang ở mức thấp kỷ lục. Sau khi cân nhắc các chi phí cơ hội, các nhà đầu tư theo trường phái này nên lựa chọn các cổ phiếu có cơ bản tốt, thuộc nhóm có tiềm năng tăng trưởng cao, 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 và những cổ phiếu được đưa vào rổ danh mục tính chỉ số của các ETF như đã phân tích ở trên.

Đối với các nhà đầu tư ngắn hạn hay lướt sóng, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị luôn phải giữ sự thận trọng và tỉnh táo. 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 những tín hiệu rõ ràng về lạm phát và lãi suất, 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.

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.

## TỔNG QUAN VÀ TRIỂN VỌNG MỘT SỐ NGÀNH

### 1. NGÀNH NGÂN HÀNG

#### Diễn biến ngành Ngân hàng trong 2011

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

Thời gian	Sự kiện
26/01/2011	CTG chính thức bán 10% cổ phần cho IFC.
11/02/2011	Tăng tỷ giá bình quân liên NH từ mức 18.932 VND/USD lên 20.693 VND/USD (tăng 9,3%), thu hẹp biên độ giao dịch từ +/-3% xuống +/-1%.
21/02/2011	NH Liên Việt sát nhập với Tiết kiệm Bưu điện, thành lập NH Bưu điện Liên Việt.
01/03/2011	Chỉ thị 01/CT-NHNN: giảm tốc độ và tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất so với năm 2010 (đến 30/06/2011 tỷ trọng tối đa là 22%, đến 31/12/2011 là 16%). Giảm mạnh và tiến tới cấm huy động và cho vay bằng vàng.
03/03/2011	Thông tư số 02/2011/TT-NHNN quy định mức lãi suất huy động VND tối đa của các TCTD là 14%.
01/05/2011	Thông tư số 11/2011/TT-NHNN: Chính thức chấm dứt huy động và cho vay vốn bằng vàng.
02/06/2011	Thông tư số 14/2011/TT-NHNN: Giảm trần lãi suất huy động USD của cá nhân xuống 2%, tổ chức xuống 0,5%/năm.
20/07/2011	MHB tiến hành đấu giá IPO, mức giá khởi điểm là 11.000 đồng/cp.
03/08/2011	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.
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.
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.
30/09/2011	VCB chính thức bán 15% vốn cổ phần cho Mizuho.
02/10/2011	Kế hoạch 2011-2015: Tăng trưởng tín dụng không quá 3 lần tăng GDP.
08/10/2011	NHNN: Ban hành thông tư 33 quy định hệ số rủi ro 250% với khoản vay bảo đảm bằng vàng.
14/11/2011	NHNN ban hành Thông tư 35 hướng dẫn công bố và cung cấp thông tin, trong đó sẽ công bố 5 chỉ tiêu theo chuẩn Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF).
14/11/2011	NHNN ban hành văn bản số 8844/NHNN-CSTT: 4 nhóm bất động sản được cho vay để đảm bảo an sinh xã hội.
25/11/2011	Lộ trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng.
01/12/2011	BIDV thực hiện công bố giá trị doanh nghiệp vào ngày 1/12 và tổ chức đấu giá IPO vào ngày 28/12.
06/12/2011	Hợp nhất 3 NH Đệ Nhất, Sài Gòn và Việt Nam Tín Nghĩa thành NHTMCP Sài Gòn.
	Các mức lãi suất điều hành được điều chỉnh nhiều lần. Từ T9, lãi suất tái cấp vốn tăng lên 15%/năm và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên NH tăng lên 16%/năm.

## **Chính sách tiền tệ chặt chẽ, lãi suất tăng cao, khó khăn về thanh khoản, tăng trưởng tín dụng và huy động thấp kỷ lục.**

Tình hình lãi suất tăng cao vào thời điểm cuối năm 2010 và tiếp tục trong năm 2011 khiến lãi suất cho vay trong 2011 luôn duy trì ở mức trên 17%, thậm chí lúc cao điểm lên tới 23% - 24%. Điều này xuất phát từ hai nguyên nhân chính sau. (1) Lạm phát tăng cao khiến các ngân hàng phải đẩy lãi suất huy động lên cao, có lúc lên đến 18% - 19%, nhằm thu hút người gửi tiền. (2) Kèm theo đó là chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm mục tiêu kiềm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, khiến nhiều ngân hàng gặp khó khăn về thanh khoản và phải huy động bằng mọi giá bằng cách đẩy lãi suất huy động tăng cao hơn nữa. Hệ quả là không nhiều doanh nghiệp có thể tiếp cận được nguồn vốn giá cao này do e ngại về khả năng trả nợ của mình.

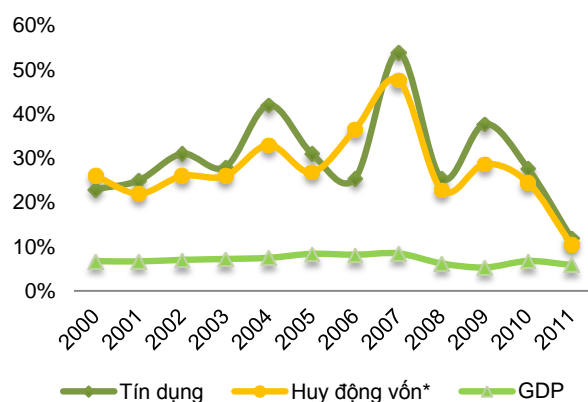
Trước tình hình đó, NHNN đã ban hành Thông tư số 02 ngày 03/03/2011 quy định mức lãi suất huy động VND tối đa của các tổ chức tín dụng ở mức 14%. Tuy nhiên, dưới sức ép của vấn đề thanh khoản, rất nhiều ngân hàng vẫn tìm cách vượt trần thông qua các hình thức khuyến mại và hợp đồng ủy thác đầu tư. Chỉ đến khi NHNN ban hành Chỉ thị 02 vào ngày 7/9/2011, trong đó quy định rõ các hình thức xử phạt cùng với việc NHNN kiên quyết xử lý tổ chức tín dụng huy động vượt trần, trong tháng 9/2011 lãi suất huy động VND mới chính thức quay về mức 14%.

Những diễn biến kể trên đã khiến cho tốc độ tăng trưởng huy động và tín dụng năm 2011 đạt mức thấp kỷ lục kể từ năm 2000 trở lại đây. Tín dụng ước tăng 12% vào thời điểm cuối năm, trong đó tín dụng VND tăng 10,2% và tín dụng ngoại tệ tăng 18,7%. Số liệu về tăng trưởng huy động cho cả năm 2011 không được NHNN công bố. Tuy nhiên, tính đến thời điểm cuối tháng 10, huy động toàn ngành ngân hàng chỉ tăng 8,52%. Tại thời điểm cuối năm, con số công bố của Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh lần lượt là 1,6% và 10%. Như vậy, tăng trưởng huy động trên cả nước có thể đạt khoảng trên dưới 10% cho năm 2011.

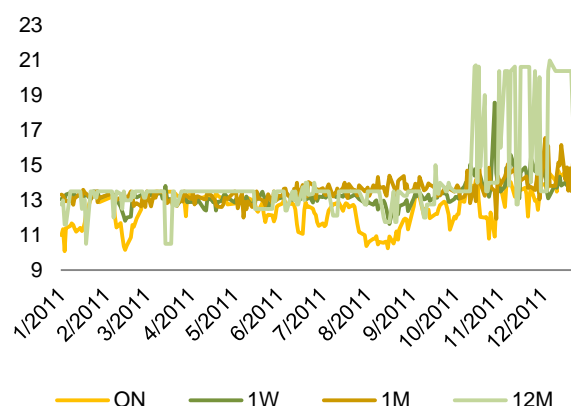
Ngoài ra, tăng trưởng tín dụng còn bị cản trở bởi dòng vốn không được lưu thông tốt trong hệ thống ngân hàng. Do tín dụng năm 2011 giới hạn tăng ở mức 20%, nhiều ngân hàng đã đẩy mạnh tín dụng ngay từ đầu năm, dẫn đến tình trạng dư thừa vốn vào thời điểm cuối năm nhưng không thể giải ngân. Trong khi đó, một số ngân hàng vẫn còn room tín dụng lại thiếu vốn để đáp ứng nhu cầu cho vay. Thêm vào đó, những quy định chặt chẽ trong Thông tư 13 và 19 khiến hai bộ phận ngân hàng này khó trao đổi vốn với nhau thông qua thị trường liên ngân hàng cũng như cung cấp tín dụng cho nền kinh tế. Chỉ đến khi Thông tư số 22/2011/TT-NHNN ra đời vào cuối tháng 8 quy định bỏ tỷ lệ cấp tín dụng từ nguồn vốn huy động, cùng với sự ra đời của nhóm ngân hàng G12+1 với cam kết đưa mức lãi suất cho vay về mức 17% - 19% thì tình hình tăng trưởng tín dụng mới được cải thiện phần nào.

Ngoài nguyên nhân lãi suất và thanh khoản, tín dụng tăng chậm còn bắt nguồn từ khó khăn nội tại của nền kinh tế do nhiều doanh nghiệp hoạt động đình trệ, thu hẹp qui mô hoặc rơi vào tình trạng phá sản. Tính đến cuối tháng 9, có gần 49.000 doanh nghiệp đã dừng hoạt động, dừng nộp thuế, hoặc đã giải thể, phá sản, đóng cửa; tăng 11.000 doanh nghiệp so với năm 2010 (tương đương 28%), trong đó, phá sản, giải thể là 5.800 doanh nghiệp. Do đó, tăng trưởng tín dụng khó có thể tăng trưởng tốt trong thời gian này do nhu cầu giảm sút.

**Biểu đồ 30: Tăng trưởng tín dụng, huy động, GDP  
2000 - 2011**



**Biểu đồ 31: Lãi suất chào VND trên liên ngân hàng (%)**



**Nguồn: VCBS tổng hợp, \*: huy động 2011 do VCBS ước tính**

**Thay đổi cơ bản trong cơ cấu tín dụng: giảm tín dụng phi sản xuất, tăng cho vay nông nghiệp và các ngành phụ trợ.**

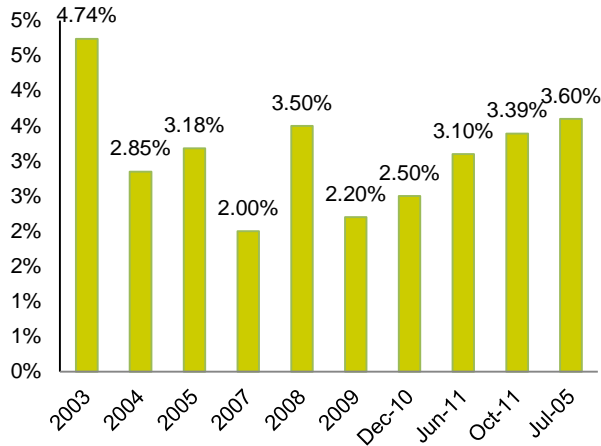
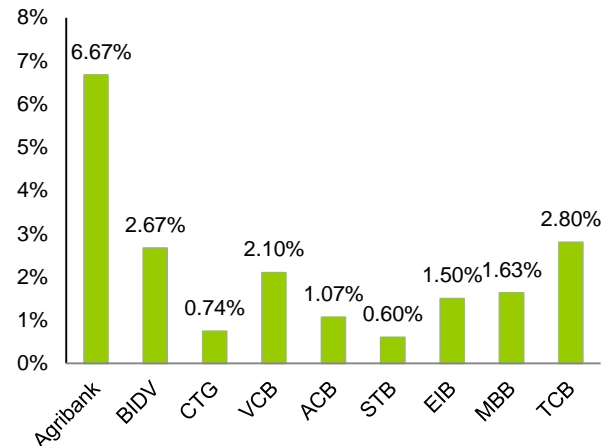
Đầu tháng 3, NHNN đã ban hành Chỉ thị 01/CT-NHNN yêu cầu các TCTD giảm tỷ lệ cho vay phi sản xuất xuống 22% vào cuối tháng 6 và 16% vào cuối năm 2011. Theo báo cáo của NHNN, tính đến hết tháng 10 vẫn còn nhiều ngân hàng có tỷ trọng tín dụng phi sản xuất từ 17% - 19% trong đó cho vay bất động sản chiếm 85% - 90%, cho thấy một số ngân hàng khó có thể đưa tỷ trọng này về 16% vào cuối năm. Tuy nhiên, với quy định mới của NHNN về cách phân loại tín dụng phi sản xuất, tỷ lệ này của các ngân hàng sẽ giảm đi đáng kể và có khả năng thực hiện được yêu cầu đưa ra của NHNN.

Ngoài ra, NHNN cũng đưa ra chính sách yêu cầu các NHTM phải dành tối thiểu 20% tổng dư nợ để đảm bảo tín dụng cho lĩnh vực nông nghiệp và nông thôn, ngân hàng nào không có điều kiện cho vay thì phải chuyển một số vốn tương ứng cho Agribank thực hiện việc cho vay này. Sự thay đổi này là một bước đi phù hợp nhằm giảm thiểu rủi ro khi quá nhiều vốn chảy vào các lĩnh vực kinh doanh rủi ro và tạo một cơ cấu tín dụng khỏe mạnh và bền vững hơn cho nền kinh tế.

### **Nợ xấu**

Tuy hiện nay chưa có số liệu chính thức về nợ xấu của toàn ngành ngân hàng trong năm 2011 nhưng trước đó tại phiên chất vấn quốc hội, Thống đốc ước tính nợ xấu toàn ngành ở mức 3,6%-3,8% trên tổng dư nợ. Tại thời điểm cuối tháng 10, nợ xấu là 3,39%, tương đương khoảng 85.300 tỉ đồng và tăng 2,19% so với năm trước. Như vậy nhìn chung nợ xấu vẫn có xu hướng tăng trong Q4.2011, tuy nhiên sau khi trích lập dự phòng được thực hiện cho các khoản nợ xấu phát sinh, hay nói cách khác là dùng lợi nhuận để bù đắp rủi ro, các ngân hàng vẫn đạt kết quả khả quan về lợi nhuận. Điều này phần nào làm dịu đi nỗi lo của người dân về nợ xấu.

Tuy nhiên, như đã đề cập trong các báo cáo trước của chúng tôi, xếp loại nợ xấu chưa thống nhất, vẫn còn sự khác biệt lớn giữa việc phân loại theo chuẩn mực kế toán Việt Nam và quốc tế cũng giữa các ngân hàng trong hệ thống, dẫn đến suy đoán khả năng nợ xấu sẽ cao hơn nhiều so với hiện tại nếu như thực hiện việc đánh giá nợ đúng chuẩn quốc tế. Đây cũng là điểm cần lưu ý của ngành ngân hàng khi thực hiện việc cải thiện tính minh bạch trong năm 2012.

**Biểu đồ 32: Tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống ngân hàng****Biểu đồ 33: Tỷ lệ nợ xấu Q3.2011 của một số NH**

**Nguồn: VCBS tổng hợp**

### **Thị trường ngoại hối được bình ổn, áp lực lên tỷ giá mặc dù vẫn tồn tại nhưng đã được giảm bớt.**

Trong những tháng đầu năm 2011, tăng trưởng tín dụng ngoại tệ cao hơn nhiều so với tín dụng VND do chênh lệch lãi suất cho vay VND và ngoại tệ khá lớn, khiến doanh nghiệp có xu hướng vay bằng ngoại tệ để giảm chi phí lãi vay. Thêm vào đó, huy động ngoại tệ có xu hướng giảm trước hàng loạt các biện pháp bình ổn thị trường ngoại hối như thắt chặt mua bán ngoại tệ trên thị trường tự do, tăng dự trữ bắt buộc đối với ngoại tệ từ 6% lên 8%, hạ lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc ngoại tệ, quy định trần lãi suất huy động ở mức 2%. Theo đó, huy động ngoại tệ trong các tháng 5, 6 và 7 năm 2011 liên tục tăng trưởng âm, lần lượt là -1,96%, -3,62% và -3,29%. Điều này đã tạo nên sức ép tương đối lớn lên tỷ giá.

Để giải quyết vấn đề này, NHNN đã yêu cầu các Tập đoàn, Tổng công ty Nhà nước phải bán ngoại tệ lại cho ngân hàng, ban hành Thông tư 07 hạn chế đối tượng được vay ngoại tệ, đồng thời kiểm soát chặt chẽ tín dụng ngoại tệ bằng cách yêu cầu các TCTD thường xuyên báo cáo tình hình cho vay ngoại tệ. Bước đi này đã giúp thu hẹp chênh lệch giữa cho vay và huy động ngoại tệ từ 7,3 tỷ USD vào tháng 7 xuống 5 tỷ USD vào tháng 10 năm 2011.

Năm 2011 cũng ghi dấu ấn một cách làm mới trong điều hành tỷ giá, linh hoạt và uyển chuyển hơn với sự xuất hiện của hợp đồng kỳ hạn và ngoại tệ thứ ba. Trong tháng 9 và tháng 10, NHNN liên tiếp bán ngoại tệ can thiệp thị trường, ước tính khoảng 2 tỷ USD, nhằm thu hẹp khoảng cách giữa tỷ giá thị trường tự do và tỷ giá chính thức. Sau đó, NHNN bắt đầu tiến hành điều hành tỷ giá linh hoạt bằng 15 lần điều chỉnh tỷ giá công bố hàng ngày. Đồng thời, các giao dịch ngoại tệ qua một đồng tiền thứ ba được mở lại, trong khi hai năm trước việc này hoàn toàn bị cấm. Giải pháp này đã đẩy nguồn cung ngoại tệ tăng lên và tỷ giá giao dịch thực sự trở nên uyển chuyển. Trong khi đó, trước sự hấp dẫn của lãi suất huy động VND, ở mức 14%, những doanh nghiệp có nguồn thu ngoại tệ không găm giữ như trước đây mà có xu hướng sử dụng các hợp đồng kỳ hạn bán ngoại tệ cho ngân hàng trước khi ngoại tệ về để lấy tiền đồng. Thêm vào đó, các doanh nghiệp còn quay vòng trên thị trường bằng các hợp đồng giao ngay thông qua ngân hàng. Từ đó, cung cầu ngoại tệ đã được cân bằng hơn.

Ngoài những yếu tố ảnh hưởng trên, biến động tỷ giá còn phụ thuộc vào một số các nhân tố khác như nhập siêu (9,5 tỷ USD trong năm 2011 và giảm 2,9 tỷ so với 2010), dự trữ ngoại hối (ước tính 15 tỷ USD, cao hơn 12 tỷ của 2010), FDI giải ngân (11 tỷ trong 2011, bằng với 2010). Những con số này cùng với các biện pháp bình ổn thị trường ngoại hối của NHNN đã có tác dụng giảm thiểu một phần sức ép lên tỷ giá. Gần đây nhất, Thống đốc NHNN khẳng định mức biến động tỷ giá trong năm 2012 chỉ không quá 3% trên cơ sở những yếu tố tích cực như



xuất khẩu sẽ vẫn trên đà tăng trưởng, cán cân thanh toán tổng thể có thể thặng dư khoảng 3 tỷ USD. Tuy nhiên, thâm hụt cán cân thương mại và lạm phát dự báo cho 2012 vẫn ở mức 2 con số sẽ là áp lực chính đối với tỷ giá trong năm 2012.

### **Thay đổi tích cực trong điều hành chính sách: cởi mở, linh hoạt hơn với diễn biến thị trường.**

Đầu tháng 8, NHNN có sự thay đổi về vị trí người đứng đầu. Từ thời điểm đó đến nay, những nỗ lực của tân Thống đốc trong việc điều hành chính sách ngành Ngân hàng được đánh giá tương đối tích cực và sát hơn với diễn biến thị trường. Một số điểm nổi bật bao gồm việc điều chỉnh Thông tư 13 và 19 nhằm lưu thông dòng vốn trên thị trường, kiểm soát chặt chẽ trần huy động 14% và kiên quyết xử lý với những ngân hàng vi phạm, thành lập nhóm ngân hàng G12 nhằm tạo nên sự đồng thuận trong việc chấp hành các chính sách mới, chính thức thực hiện tái cấu trúc hệ thống ngân hàng một cách quyết liệt với bước đi đầu tiên là sát nhập 3 ngân hàng yếu kém Đệ Nhất, Sài Gòn và Việt Nam Tín Nghĩa.

Ngoài ra, các mức lãi suất điều hành vẫn tiếp tục được điều chỉnh một cách thận trọng và phù hợp với từng giai đoạn biến động của ngành. Gần đây nhất, một động thái của NHNN cũng nhận được sự đánh giá tích cực, đó là trần tăng trưởng tín dụng cho 2012 sẽ áp dụng linh hoạt với từng ngân hàng dựa trên cơ sở xếp loại của Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng, với nguyên tắc TCTD hoạt động tốt thì mức tăng trưởng tín dụng cao hơn chứ không cào bằng như năm 2011. Việc điều hành này sẽ là động lực thúc đẩy các ngân hàng duy trì tốt các chỉ số tài chính cũng như nâng cao lợi nhuận để làm tiền đề cho tăng trưởng trong những năm tiếp theo.

### **Những sự kiện chính về thay đổi vốn cổ phần, mua bán sát nhập.**

*Khối NHTMQD:* Năm 2011, ngành ngân hàng chứng kiến 2 sự kiện IPO của MHB và BIDV. Trong khi tỷ lệ đầu giá của MHB là tương đối thấp, đạt 27,64% tổng khối lượng đưa ra đầu giá do quy định hạn chế chuyển nhượng cổ phần thì tỷ lệ thành công của BIDV là 100% do quy mô và uy tín của ngân hàng này. Như vậy, tính đến thời điểm hiện tại, chỉ còn Agribank là ngân hàng thương mại duy nhất thuộc khối quốc doanh chưa tiến hành cổ phần hóa.

Ngoài ra, 2 ngân hàng đã IPO trước đó là CTG và VCB cũng tiến hành bán cổ phần cho cổ đông chiến lược nước ngoài trong năm 2011. CTG bán 10% vốn cho IFC vào tháng 1 và dự kiến sẽ bán tiếp 15% cho Bank of Nova Scotia, trong khi VCB bán 15% cho Mizuho vào cuối tháng 9 và tổ chức này là cổ đông nước ngoài duy nhất của Ngân hàng. Đây được đánh giá là những bước đi tích cực cho 2 Ngân hàng nhằm nâng cao năng lực tài chính và tính độc lập đối với phần sở hữu Nhà nước.

*Khối NHTMCP:* STB là ngân hàng có sự thay đổi cổ đông nhiều nhất trong 2011 và đầu năm 2012 khi các cổ đông lớn của ngân hàng lần lượt thoái vốn. Đầu tiên là Dragon Capital chuyển nhượng toàn bộ 8,17% cổ phần STB vào tháng 7. Tiếp theo, REE chuyển nhượng 3,92% vốn STB cho một nhóm nhà đầu tư trong nước vào tháng 11 và mới hoàn tất vào ngày 9/1/2012. Gần đây nhất, ANZ chuyển nhượng toàn bộ 9,6% cổ phần STB cho EIB vào đầu tháng 1/2012, nâng sở hữu của EIB tại STB lên 9,73%.

Đối với tình hình sát nhập, ngành ngân hàng kết thúc năm 2011 với sự kiện sát nhập của 3 ngân hàng Đệ Nhất, Sài Gòn và Việt Nam Tín Nghĩa, trong đó BIDV được chọn là ngân hàng giám sát hoạt động của Ngân hàng mới. Đây là vụ sát nhập thứ hai của ngành ngân hàng sau sự kết hợp NH Liên Việt và Tiết kiệm Bưu điện nhưng là bước đi đầu tiên trong quá trình tái cơ cấu toàn diện hệ thống ngân hàng của NHNN. Theo Thống đốc NHNN, dự kiến sẽ có thêm 5 – 8 ngân hàng sẽ sát nhập trong năm 2012.

### **Triển vọng ngành trong 2012**

**Trần lãi suất có thể được điều chỉnh giảm nhưng còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố.** Mặc dù áp dụng trần lãi suất chỉ là biện pháp hành chính và mang tính tình thế, NHNN dự kiến vẫn sẽ tiếp tục áp dụng biện pháp này ít nhất đến cuối Q2.2012 cho đến khi thanh khoản trong hệ thống ngân hàng được cải thiện hơn. Hiện nay, với mức

lãi suất huy động là 14%, các ngân hàng đã gặp khó khăn trong việc huy động VND. Bên cạnh đó, chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng toàn ngành dự kiến chỉ ở mức 15%-17% trong năm 2012 và ưu tiên nguồn vốn vay cho nông nghiệp, phát triển nông thôn. Điều này báo hiệu một năm khó khăn trong việc tiếp cận vốn của doanh nghiệp trong các lĩnh vực khác ngoài nông nghiệp nông thôn, đồng thời lợi nhuận của chính các ngân hàng cũng bị ảnh hưởng. Do đó, lạm phát giảm mới chỉ là điều kiện cần để giảm trần lãi suất, ngoài ra cần cân nhắc tới điều kiện thanh khoản của hệ thống ngân hàng và một số điều kiện khác mới có thể đảm bảo việc giảm trần huy động không ảnh hưởng đến tình hình kinh tế chung.

**Giải quyết nợ xấu sẽ là nhiệm vụ trọng tâm:** Với những tín hiệu kinh tế trong năm 2012, NHNN cho thấy vẫn sẽ tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ trong năm nay. Do đó, sức ép huy động vốn lên các ngân hàng, đặc biệt là ngân hàng nhỏ tiếp tục là vấn đề nổi cộm, buộc các ngân hàng phải tích cực thu hồi nợ, thanh lý các khoản nợ xấu. Đây có thể cho là một tín hiệu tốt đối với việc giảm tỷ lệ nợ xấu. Ngoài ra, việc giải quyết nợ xấu cũng là nhiệm vụ trọng tâm trong quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng đang diễn ra hiện nay. Do đó, có nhiều kỳ vọng rằng tình hình nợ xấu sẽ được cải thiện phần nào trong năm 2012. Bên cạnh đó, từ ngày 1/4/2012, NHNN sẽ chính thức công bố đều đặn 5/12 chỉ tiêu an toàn hoạt động của hệ thống ngân hàng gồm CAR, ROA, ROE, tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ dư nợ trong từng lĩnh vực nhằm nâng cao tính minh bạch trong ngành ngân hàng. Theo đó, việc chính thức công khai tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống có thể tạo sức ép lên các ngân hàng trong việc cải thiện nợ xấu để giữ lòng tin của người gửi tiền.

Tuy nhiên, khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay của doanh nghiệp và tình hình kinh doanh xấu đi khiến khả năng trả nợ của doanh nghiệp giảm, đồng thời ngoài các khoản trích lập dự phòng có sẵn tại các ngân hàng, NHNN vẫn chưa có giải pháp cụ thể nào để giải quyết nợ xấu. Do đó, chúng tôi nhận định nhiều khả năng tỷ lệ nợ xấu trong năm 2012 có thể giảm nhẹ nhưng vẫn tiếp tục ở mức cao.

**Tái cơ cấu hệ thống ngân hàng nhằm tăng cường năng lực tài chính, khả năng minh bạch, và năng lực tuân thủ của hệ thống là những mục tiêu cụ thể của ngành ngân hàng trong năm 2012.** Bên cạnh việc áp dụng hàng loạt các quy định về an toàn hoạt động, thanh khoản và lập dự phòng, việc tiếp tục thực hiện tăng vốn pháp định theo lộ trình lên mức 5.000 tỷ đồng trong năm 2012 và mức 10.000 tỷ đồng trong năm 2015 cũng tạo sức ép lớn cho các ngân hàng. Vì vậy, ngoài các thương vụ sát nhập có thể xảy ra trong năm 2012 theo lộ trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng của NHNN (trong Q1 sẽ có 5-8 ngân hàng trong diện hợp nhất hoặc mua bán lại), 2012 có thể chứng kiến việc tự nguyện sát nhập của một số ngân hàng chưa đáp ứng đủ nhu cầu về vốn pháp định theo quy định.

Quá trình tái cấu trúc, sát nhập này cũng sẽ tạo điều kiện phân chia lại miếng bánh thị phần trong cả hệ thống khi một số ngân hàng mới sát nhập có thể đạt được qui mô lớn tương ứng như EIB, ACB, STB, Techcombank hay MBB hiện nay. Đồng thời, đây cũng là cơ hội thực hiện những cuộc thu tóm hấp dẫn, khẳng định vị thế của những ngân hàng lành mạnh cũng như thanh lọc hệ thống ngân hàng, loại bỏ những ngân hàng hoạt động yếu kém. Việc tái cơ cấu có thể giúp các ngân hàng nhỏ phát huy được thế mạnh của mình cũng như giúp các ngân hàng lớn tập trung cơ cấu lại danh mục tài sản, tránh đầu tư dàn trải và nâng cao hiệu quả hoạt động.

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

Năm 2011 có sự phân hóa rõ nét giữa lợi nhuận của những ngân hàng lớn có tiềm lực tài chính mạnh và những ngân hàng nhỏ. Vấn đề thanh khoản, trần huy động, trần tín dụng đã khiến những NH qui mô nhỏ gặp rất nhiều khó khăn, thậm chí một số ngân hàng rơi vào tình trạng mất thanh khoản tạm thời. Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng chiến lược thích hợp cho các nhà đầu tư là tập trung vào những ngân hàng có qui mô và năng lực tài chính tốt như CTG, EIB và VCB. Đây là ba ngân hàng niêm yết đã đạt được mức lợi nhuận tương đối khả quan so với bối cảnh chung của toàn ngành.

**Bảng 5: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp niêm yết ngành Ngân hàng**

Mã	TTS (tỷ đ)	VĐL (tỷ đ)	LDR (%)	NPL (%)	NIM (%)	ROA ttm (%)	ROE ttm (%)	EPS ttm (đ)	BVPS (đ)	P/E (x)	P/B (x)	Giá (đ)**
<b>CTG</b>	414.986	16.858	96,74	1,44	4,79	1,22	20,79	3.227	14.422	5,79	1,30	18.700
<b>VCB</b>	333.735	19.698	72,13	3,94	4,04	1,38	16,19	2.750	14.485	7,49	1,42	20.600
<b>ACB</b>	264.000	9.377	43,61	1,07	2,85	1,03	21,70	2.984	13.377	6,53	1,46	19.500
<b>STB</b>	150.527	9.179	64,40	0,56	4,46	1,30	13,97	2.116	13.283	8,22	1,31	17.400
<b>EIB</b>	146.857	10.560	59,84	1,50	3,63	1,77	17,03	2.510	14.485	5,82	1,01	14.600
<b>MBB</b>	115.014	7.300	57,86	1,63	3,52*	1,56*	19,28*	2.345*	13.964	4,69	0,79	11.000
<b>SHB</b>	69.752	4.816	45,98	1,55	2,96	0,96	11,73	1.805	11.793	3,27	0,50	5.900
<b>HBB</b>	47.857	4.050	45,13	2,83	2,02	0,91	9,17	1.448	15.790	2,90	0,27	4.200
<b>NVB</b>	22.731	3.010	68,66	2,84	3,55	0,84	5,99	635	9.677	12,60	0,83	8.000
<b>Ngành</b>					<b>3,39</b>					<b>6,7</b>	<b>1,3</b>	

*Nguồn: VCBS, số liệu 4 quý gần nhất tính đến Q3.2011, \*: số liệu 2010, \*\*: giá ngày 10/01/2012*

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

*Năm 2011 vượt gần 36% kế hoạch LNTT:* Tính đến ngày 31/12/2011, tổng tài sản của Ngân hàng đạt 183.000 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 13.500 tỷ đồng. Năm 2011, EIB ước đạt 4.065 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng 71% so với thực hiện năm 2010 và vượt gần 36% so với kế hoạch năm 2011 (3.000 tỷ đồng). Như vậy, tiếp theo đà tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trong 2 năm 2009 và 2010, EIB tiếp tục nâng cao được hiệu quả sử dụng nguồn vốn dồi dào của mình trong 2011. Bối cảnh khát vốn của nền kinh tế và tình hình thiếu thanh khoản xảy ra thường xuyên tại các ngân hàng trong thời gian vừa qua đã là cơ hội để EIB tận dụng được thế mạnh về vốn và vượt lên nhiều đối thủ cạnh tranh khác. Tính đến cuối Q3, ROE của EIB đã tăng lên 17,03% từ 13,43% trong năm 2010 và ROA của Ngân hàng vẫn dẫn đầu hệ thống, đạt 1,77% vào cuối Q3.

*Vai trò tư vấn của Sumitomo và McKinsey trong 2011:* Một nguyên nhân khác đóng góp không nhỏ vào thành công của EIB trong 2011 là sự triển khai thực hiện chương trình tư vấn phối hợp với Sumitomo (SMBC) và McKinsey. Trong khi SMBC tư vấn cho EIB về mô hình, phương pháp quản lý rủi ro, tư vấn chính sách khách hàng và hỗ trợ xây dựng chiến lược ngân hàng bán lẻ thì McKinsey lại giúp EIB xây dựng và phát triển chương trình khuyến khích bán hàng thông qua việc chuẩn đoán năng lực thị trường của EIB. Sự hỗ trợ này cộng với những lợi thế sẵn có của EIB đã tạo nên sức bật cho Ngân hàng trong năm 2011 vừa qua.

*Tiếp tục tăng vốn và mua 9,6% cổ phần của STB từ ANZ:* Trong năm 2011, EIB đã phát hành thành công hơn 179 triệu cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 17%. Ngân hàng đã chính thức tăng vốn điều lệ lên 12.355 tỷ đồng, tương ứng với tổng số cổ phiếu là 1.235 triệu đơn vị nhằm tăng cường năng lực tài chính. Ngân hàng cũng vừa công bố mua lại 9,6% cổ phần của ANZ tại STB, nâng tỷ lệ sở hữu của EIB tại STB lên 9,73%. Theo EIB, mục đích của việc đầu tư này là nhằm đa dạng hóa sự phân bổ vốn thay vì chỉ tập trung vào tín dụng. Với sự am hiểu trong lĩnh vực ngân hàng, EIB đánh giá cao tiềm năng hoạt động và phát triển của STB, cũng như nắm được điểm mạnh điểm yếu của Ngân hàng này. Do đó, chúng tôi cho rằng quyết định đầu tư của EIB vào STB là một bước đi tích cực cho sự phát triển của Ngân hàng, đặc biệt là trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng sẽ bị hạn chế hơn nữa ở mức 15% - 17% trong năm 2012.

*Triển vọng 2012:*

*Tiếp tục phát huy lợi thế về vốn:* Do EIB đã sẵn có nguồn vốn dồi dào, cộng thêm với việc liên tục nâng cao năng lực tài chính bằng cách bổ sung vốn điều lệ, đây sẽ là thế mạnh của Ngân hàng trong 2012 khi vấn đề thanh khoản của các ngân hàng nhỏ vẫn chưa có sự cải thiện nào rõ rệt cho tới thời điểm này. Ngoài ra, việc luôn duy trì các hệ số tài chính lành mạnh có thể giúp EIB nằm trong nhóm ngân hàng loại A và được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn so với các Ngân hàng thuộc nhóm còn lại.

*Mảng bán lẻ dự báo tăng trưởng tốt:* Chúng tôi kì vọng mảng bán lẻ của EIB trong năm 2012 sẽ đạt mức tăng trưởng cao do sự tư vấn và hỗ trợ của SMBC và McKinsey. Đồng thời, việc EIB sở hữu 9,73% cổ phần của STB cũng là cơ sở để hai ngân hàng có thể hợp tác và kết hợp phát triển nhiều sản phẩm tiện ích hơn, cũng như tận dụng được mạng lưới và cơ sở khách hàng của hai bên.

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

*Năm 2011 vượt gần 60% kế hoạch LNTT:* Tính đến cuối năm 2011, tổng tài sản của CTG đạt 460.421 tỷ đồng, tăng 25,4% so với đầu năm; tổng nguồn vốn huy động đạt 422.955 tỷ đồng, tăng 24,4%. Dư nợ cho vay và đầu tư đạt 430.360 tỷ đồng, tăng 24,8%. Nợ xấu giảm mạnh từ 1,44% trong Q3 xuống mức 0,74% vào cuối năm. Vừa qua, ngày 28/12/2011, CTG đã chính thức tăng vốn điều lệ đợt II/2011, số vốn điều lệ mới đạt gần 20.300 tỷ đồng, tăng 33% so với 2010. Do đó, hệ số CAR hiện tại của CTG sẽ tăng cao hơn mức 9,82% tại thời điểm cuối tháng 10.

LNTT năm 2011 của CTG đạt 8.105 tỷ đồng, tăng 76% so với năm 2010 và đạt 158,9% kế hoạch Đại hội cổ đông là 5.100 tỷ đồng. ROE và ROA đạt lần lượt 25,4% và 1,96%; cổ tức năm 2011 chi trả 20%. Như vậy, CTG vẫn tiếp tục đạt được mức lợi nhuận ấn tượng trong năm 2011 bất chấp khó khăn và những diễn biến không thuận lợi của ngành Ngân hàng. Theo quan sát của chúng tôi, mức lợi nhuận này của CTG vẫn chủ yếu đến từ nguồn thu nhập lãi, trong đó CTG được hưởng mức chênh lệch lãi suất rất lớn giữa cho vay và huy động do tiếp tục tận dụng được lợi thế về nguồn huy động với chi phí rẻ. Đây cũng là một trong những lợi thế vượt trội của các Ngân hàng có qui mô đứng đầu thị trường như BIDV, CTG và VCB.

*Biến động nhân sự và nhiều sự cố sai phạm tại các chi nhánh:* Năm 2011 cũng là một năm CTG sa thải và cách chức nhiều nhân viên do dễ xảy ra nhiều sai sót trong quá trình làm việc, cũng như tham ô tài sản, lừa đảo chiếm đoạt tài sản. Điển hình là vụ lừa đảo lên đến 2.000 tỷ đồng của Lê Thị Huyền Như (chi nhánh Điện Biên Phủ) và Võ Anh Tuấn (chi nhánh Nhà Bè), vụ sai thải 4 cán bộ và kỷ luật 5 cán bộ khác của chi nhánh Quảng Bình, vụ cách chức lãnh đạo và đình chỉ công tác 23 cán bộ tín dụng chi nhánh Đông Anh (Hà Nội), vụ cách chức và đình chỉ công tác gần 40 lãnh đạo và cán bộ, nhân viên chi nhánh Hoàng Mai (Hà Nội). Điều này một mặt cho thấy nỗ lực của CTG trong việc làm trong sạch đội ngũ nhân viên của mình, nhưng mặt khác cũng gây ra những ảnh hưởng nhất định đến việc phân bổ và sắp xếp nhân sự, cũng như quản lý và kiểm soát hoạt động của các chi nhánh.

*Triển vọng 2012:*

*CTG dự kiến lợi nhuận 2012 tăng 20%:* Năm 2012, CTG đặt mục tiêu tổng tài sản tăng 20%; nguồn vốn huy động tăng 25%; dư nợ cho vay tăng 20%; nợ xấu dưới 3%. Tỷ trọng thu dịch vụ trong tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh đạt 10%; vốn điều lệ đạt 30.000 tỷ đồng; chỉ số CAR khoảng 10%. CTG dự kiến LNTT cả năm tăng 20%; tương đương 9.726 tỷ đồng.

*Lo ngại về khả năng quản trị và nợ xấu:* Mặc dù CTG vẫn có khả năng đạt được mức lợi nhuận cao trong năm 2012, chúng tôi có lo ngại về chất lượng quản trị cũng như tình hình nợ xấu của CTG. Lo ngại về chất lượng quản trị xuất phát từ việc CTG có mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch lớn thứ 2 trong toàn hệ thống và rất nhiều sự cố sai phạm đã xảy ra trong hoạt động của các chi nhánh CTG trong năm 2011, cho thấy hệ thống kiểm soát của CTG hoạt động chưa thực sự hiệu quả. Trong khi đó, lo ngại về nợ xấu xuất phát từ thực tế tỷ lệ cho vay/huy



động của CTG trong 2011 gần như cao nhất hệ thống, trong đó chưa kể đến những khoản vay nằm dưới dạng đầu tư trái phiếu doanh nghiệp. Thêm vào đó, CTG vẫn chưa áp dụng phương pháp phân loại nợ mới theo Điều 7 Quyết định 493 như VCB và BIDV, do đó tỷ lệ nợ xấu mà Ngân hàng công bố phần nào chưa phản ánh sát thực nguy cơ nợ xấu thực sự của CTG.

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

*Năm 2011 vượt 4% kế hoạch LNTT:* Tính đến hết 31/12/2011, tổng tài sản của VCB đạt hơn 369.200 tỷ đồng, tăng 20,3% và vốn chủ sở hữu đạt gần 29.200 tỷ đồng, tăng hơn 8.500 tỷ đồng so với năm 2010. Tổng nguồn vốn huy động tăng trên 17% so với năm 2010, đạt gần 242.300 tỷ đồng. Trong đó huy động vốn từ dân cư của VCB tăng mạnh ở mức trên 23% so với năm trước, đạt gần 122.000 tỷ đồng. Dư nợ tín dụng cuối năm 2011 đạt gần 210.000 tỷ đồng với tốc độ tăng trưởng trên 18,5%. Đặc biệt, tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh so với Q3 (3,94%) và được kiểm chế ở mức 2,1%.

Từ đầu năm 2011 đến nay, VCB đã thực hiện 3 lần tăng vốn: lần 1 tăng 33% từ 13.224 tỷ đồng lên 17.588 tỷ đồng trong tháng 2 (đây thực chất là đợt tăng vốn lần 2 theo kế hoạch năm 2010), lần 2 chia cổ tức bằng cổ phiếu 12% tăng vốn lên 19.698 tỷ đồng vào tháng 8, và lần 3 bán 15% cổ phần cho Mizuho tăng vốn lên 23.174 tỷ đồng vào cuối tháng 9. Thặng dư vốn VCB thu được sau thương vụ với Mizuho là 8.343 tỷ đồng. Theo thông tin từ VCB, sau đợt tăng vốn thứ 2, hệ số CAR của Ngân hàng đã tăng lên hơn 11%, do đó hệ số này tại thời điểm hiện tại chắc chắn đã tăng cao hơn nữa.

Lợi nhuận hợp nhất cả năm đạt 5.700 tỷ đồng, tăng 4,0% so với năm 2010 và vượt kế hoạch đề ra. ROE đạt gần 17,5% và ROA đạt gần 1,3%. Doanh số thanh toán quốc tế đạt kỷ lục gần 1 tỷ USD, tăng hơn 30% so với năm 2010. Mặc dù báo cáo tài chính năm 2011 của VCB chưa được công bố, chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu khiến mức lợi nhuận của VCB không được ấn tượng như kỳ vọng là do Ngân hàng đã sử dụng một lượng dự phòng lớn để xóa bớt nợ xấu, nhằm đưa nợ xấu về mức 2,1% như đã đề cập. Động thái này cũng đã được đại diện của Ngân hàng nhắc đến trong một bài phỏng vấn trước báo chí vào hồi tháng 11.

#### *Triển vọng 2012:*

*VCB dự kiến lợi nhuận năm 2012 tăng 14%:* VCB đặt mục tiêu kiểm soát mức tăng dư nợ cho vay khách hàng từ 15% – 17% và phần đầu đạt từ 18% – 20% chỉ tiêu huy động vốn từ nền kinh tế, lợi nhuận trước thuế đạt 6.500 tỷ đồng; ROA đạt 1,22%, nợ xấu kiểm soát ở mức 2,8%. Như vậy, VCB đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng sát với mức tăng trưởng chung của ngành theo định hướng của NHNN.

Chúng tôi cho rằng với mức tăng trưởng tín dụng này, VCB có thể đạt được mục tiêu lợi nhuận do những nguyên nhân sau. (1) VCB mới được bổ sung vốn qua việc bán cổ phần cho Mizuho, do đó nguồn vốn của Ngân hàng đã trở nên dồi dào và có thể đáp ứng được nhu cầu tăng trưởng tín dụng trong 2012. (2) Các nguồn vốn huy động với chi phí cao trong năm 2011 dự kiến sẽ được sử dụng hết trong Q1.2012, do đó trong 3 quý còn lại, VCB hoàn toàn có khả năng nâng cao được tỷ lệ NIM của mình. (3) Nguồn tiền gửi từ dân cư và các tổ chức kinh tế đã quay trở lại các ngân hàng lớn có danh tiếng như VCB sau khi cạnh tranh huy động vốn không lành mạnh trong hệ thống ngân hàng đã được kiểm soát chặt chẽ và sau hàng loạt các vụ vỡ nợ tín dụng đen xảy ra trong năm 2011.

## **2. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN**

Năm 2011 là năm đầy khó khăn của thị trường BĐS nói chung và các doanh nghiệp BĐS nói riêng. Tình hình kinh tế vĩ mô trong nước biến động kèm theo các chính sách thắt chặt tiền tệ ban hành trong đó siết chặt nguồn tín dụng đối với nhóm ngành BĐS khiến cho thanh khoản trên thị trường sụt giảm mạnh, hàng loạt các dự án BĐS bị ngưng trệ do thiếu vốn. Lãi suất tín dụng duy trì ở mức cao làm tăng chi phí vốn của các doanh nghiệp, giảm hiệu suất đầu tư dẫn đến nhiều doanh nghiệp tìm đến phương án chuyển nhượng toàn bộ hoặc một phần dự án. Do vậy, mặc dù được dự báo nguồn cung nhà ở sẽ tăng mạnh trong 5 năm tới nhưng trong ngắn hạn nguồn cung sẽ bị ảnh hưởng. Bên cạnh đó, nợ xấu trong lĩnh vực BĐS gia tăng, nguồn vốn FDI đổ vào lĩnh vực BĐS giảm mạnh



trong năm 2011 do tác động của khó khăn kinh tế toàn cầu mà bắt nguồn cũng từ BĐS khiến cho ngành này trở nên kém hấp dẫn so với các nhóm ngành khác. Những khó khăn trước mắt đang khiến cho giới đầu tư e ngại sự phục hồi trở lại của BĐS trong năm 2012.

### **Nguồn vốn đang là một thách thức lớn đối với các doanh nghiệp BĐS**

Chính sách thắt chặt tiền tệ ngay từ những tháng đầu năm đã khiến cho thị trường BĐS trong nước rơi vào trạng thái đóng băng trong thời gian dài. Ngay khi Chính phủ ban hành Nghị quyết 11/NQ-CP về kiểm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, NHNN ban hành công văn 2200/NHNN-CSTT 18/3/2011 yêu cầu các TCTD tập trung vốn cho vay sản xuất kinh doanh, hạn chế cho vay lĩnh vực phi sản xuất. Đồng thời quy định từng bước giảm tỷ trọng cho vay lĩnh vực phi sản xuất xuống tối đa là 20% vào cuối tháng 6/2011 và xuống 15% cuối tháng 12/2011. Nguồn vốn đổ vào BĐS bị gián đoạn khiến hàng loạt các dự án BĐS bị ngưng trệ, thanh khoản trên thị trường sụt giảm mạnh. Theo thăm dò thực tế của chúng tôi tại một số doanh nghiệp BĐS, hiện tại phần lớn các doanh nghiệp đang gặp khó khăn về nguồn vốn, đặc biệt là những DN có nhiều dự án đang trong giai đoạn triển khai. Nhiều dự án bị tạm ngưng do thiếu vốn, hoặc đang trong giai đoạn đền bù giải tỏa, thậm chí phải chuyển nhượng với mức giá thấp hơn giá vốn sau một thời gian dài gồng mình. Thông thường, đầu tư một dự án BĐS tại Việt Nam, thời gian thu hồi vốn phụ thuộc nhiều vào tiến độ triển khai dự án và sức tiêu thụ sản phẩm, nếu dự án thuộc khu vực đền bù giải tỏa chậm hoặc sức tiêu thụ sản phẩm yếu sẽ khiến cho thời gian thu hồi vốn bị kéo dài, làm tăng chi phí vốn. Trong khi đối với những người mua sản phẩm hiện cũng không mặn mà với việc vay vốn để đầu tư do lãi suất vẫn ở mức cao, xu hướng thị trường chưa rõ ràng và lo ngại về tiến độ thi công. Đầu tháng 11 NHNN có văn bản số 8844 chấp nhận nói tín dụng đối với bốn nhóm BĐS được đưa khỏi danh mục phi sản xuất, bao gồm: Vay để sửa chữa nhà, mua nhà để ở mà nguồn trả nợ bằng tiền lương, tiền công; Cho vay xây dựng nhà cho người có thu nhập thấp, công nhân lao động tại các KCX, KCN thuê và mua; Xây dựng nhà ở công nhân và xây dựng các công trình, dự án phát triển nhà ở sắp hoàn thiện và sẽ được bàn giao, đưa vào sử dụng trước ngày 01/01/2012. Mặc dù đây là tín hiệu tích cực cho luồng tiền vận hành vào thị trường nhưng theo nhận định của chúng tôi, những tín hiệu này chưa đủ mạnh để tạo thành dòng tiền giúp thị trường BĐS có những biến động lớn.

### **Nợ xấu BĐS gia tăng**

Dư nợ bất động sản đến tháng 6/2011 khoảng 245.000 tỷ đồng, tương đương với 10% tổng dư nợ của nền kinh tế. Số 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 hay 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 chủ yếu bắt nguồn từ vay vốn đầu tư địa ốc là hệ quả của cơn sốt BĐS thời gian trước, lợi nhuận lớn khiến nhiều nhà đầu tư đã bất chấp rủi ro về thanh khoản. Tuy nhiên, thị trường bất động sản thứ cấp ở Việt Nam hiện chưa phát triển, việc chứng khoán hóa bất động sản hầu như chưa có trên thị trường như tại một số nước phát triển trên thế giới Mỹ, Nhật, Hồng Kông...do đó nguy cơ “bong bóng” và đổ vỡ do “bong bóng” bất động sản vẫn chưa ở mức báo động.

### **Hoạt động chuyển nhượng, mua bán dự án đang nóng lên**

Thông thường đầu tư vào một dự án BĐS thì 70 -80% vốn đầu tư là vốn vay ngân hàng. Trong bối cảnh tình hình lãi suất tín dụng duy trì ở mức cao như hiện nay, các doanh nghiệp đang phải chịu áp lực lớn về chi phí vốn. Xu hướng chuyển nhượng toàn bộ hoặc một phần dự án đang được nhiều doanh nghiệp hướng tới. Theo tìm hiểu, đa phần DN muốn chuyển nhượng dự án hiện nay thuộc những doanh nghiệp mới tham gia vào kinh doanh BĐS trong khoảng thời gian từ 3 -5 năm trở lại đây khi thị trường đang nóng, nên khi thị trường đóng băng, thời gian thu hồi vốn chậm khiến doanh nghiệp không chịu được áp lực chi phí vốn vay. Ngoài ra, các dự án đang trong giai đoạn triển khai nhưng doanh nghiệp thiếu vốn hoặc đã hoàn thiện nhưng không bán được hàng, chủ đầu tư chọn

phương án bán “lúa non” một phần hay toàn bộ dự án để thu tiền về. Nếu như thị trường không có nhiều chuyển biến, làn sóng mua bán dự án trên thị trường sẽ còn sôi động hơn nữa trong thời gian tới. Do vậy lợi thế hiện nay thuộc về người có tiềm lực tài chính mạnh.

### **Nguồn vốn FDI vào lĩnh vực BĐS giảm mạnh trong năm 2011**

Nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đổ vào lĩnh vực BĐS, vốn luôn dẫn đầu số vốn đăng ký của các doanh nghiệp FDI trong nhiều năm qua, đang có xu hướng đảo ngược so với các lĩnh vực khác. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, đến tháng 11/2011 tổng vốn đăng ký đạt 12,69 tỉ đô la Mỹ, giảm 16% so với cùng kỳ 2010. Trong đó, tổng số vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm vào lĩnh vực bất động sản chỉ đạt 464,13 triệu đô la Mỹ, xếp thứ tư về lĩnh vực có vốn đầu tư nhiều vào Việt Nam, rất thấp so với ba lĩnh vực khác có vốn đăng ký trên 1 tỉ đô la Mỹ là công nghiệp chế biến, chế tạo; sản xuất phân phối điện; và xây dựng.

### **Nguồn cung nhà ở sẽ tăng mạnh, nhưng trong ngắn hạn nguồn cung sẽ bị ảnh hưởng**

Tổng diện tích nhà ở trên toàn quốc hiện đạt trên 1.000 triệu m<sup>2</sup> (đô thị: 320,7 m<sup>2</sup>; nông thôn: 737,6 triệu m<sup>2</sup>). Diện tích bình quân nhà ở cả nước đạt 12,2 m<sup>2</sup>/người. Cả nước hiện có khoảng 486 khu đô thị mới, quy mô từ 20 ha - 1.000 ha, tổng diện tích đất theo quy hoạch dự kiến là 74.057 ha, trong đó có nhiều dự án đã được phê duyệt quy hoạch nhưng chưa tiến hành triển khai.

Riêng Hà Nội, sau khi rà soát các đồ án, dự án đầu tư xây dựng dự kiến có hơn 200/750 dự án bất động sản được triển khai trong giai đoạn 2011 - 2013, trong số này có tới trên 60% là dự án nhà ở, khu đô thị mới. Nhiều dự án khu đô thị mới chiếm diện tích hơn 100 ha, tập trung chủ yếu tại Hà Đông như: khu đô thị mới Dương Nội (174,23ha), KĐT mới Lê Trọng Tấn (101,37ha), khu đô thị mới hai bên đường Lê Trọng Tấn của Công ty Geleximco (133 ha), KĐT mới Nam An Khánh (181ha), KĐT mới Bắc An Khánh (264,40ha); KĐT Thanh Hà A (195,51ha), Thanh Hà B (193,22 ha) ...

Với hàng loạt các dự án được cấp giấy phép đầu tư, giới đầu tư dự báo trong 2 – 5 năm tới khả năng thị trường sẽ bội thực nguồn cung. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, việc thiếu hụt nguồn vốn đầu tư đang khiến cho là rất nhiều dự án BĐS lớn bị tạm ngưng hoặc giãn tiến độ thi công. Do vậy trong ngắn hạn, nguồn cung trên thị trường có thể sẽ bị thiếu hụt so với số liệu dự kiến ban đầu của Chính phủ.

### **Dự báo về xu hướng thị trường**

Những khó khăn trước mắt đang khiến cho giới đầu tư e ngại sự phục hồi trở lại của thị trường BĐS trong năm 2012 khi xét về những yếu tố cấu thành lên xu hướng tăng của thị trường vẫn còn rất mong manh như: nguồn vốn tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất mặc dù có nới nhưng chỉ với một số đối tượng, lãi suất cho vay vẫn ở mức cao, nợ xấu tăng cao, nguồn vốn FDI vào BĐS sụt giảm....

Tuy nhiên, chúng tôi nhận định rằng từ năm 2012 trở đi 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 đang được điều chỉnh theo hướng linh hoạt, 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 bền vững sẽ giúp tạo dựng niềm tin của nhà đầu tư trong và ngoài nước vốn được xem vẫn còn nhiều thiếu sót. 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.

Cuộc khảo sát gần đây của Grant Thornton (Q4/2011) về mức độ hấp dẫn trong lĩnh vực đầu tư tư nhân ở Việt Nam trong 12 tháng tới, BĐS vẫn là lĩnh vực kinh doanh hấp dẫn mặc dù mức độ hấp dẫn đã sụt giảm xuống mức

thấp nhất so với 5 cuộc khảo sát được tiến hành trước đó, đồng thời nhà đầu tư cũng thận trọng hơn khi đầu tư trong 1-3 năm tới.

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

Nhìn chung nhóm cổ phiếu bất động sản trong năm 2011 đều có xu hướng giảm mạnh hơn so với thị trường, do những tác động từ chính sách và sự đóng băng của thị trường bất động sản. Nhà đầu tư dè dặt hơn với nhóm cổ phiếu này do lo ngại về những rủi ro tài chính của các doanh nghiệp. Đối với những cổ phiếu có lợi nhuận âm như ITC thì việc sụt giảm là chắc chắn, mã này có mức sụt giảm khá mạnh đến 56% từ mức giá 25.000 đồng xuống còn 11.000 đồng. Nhưng đối với nhóm cổ phiếu có lợi nhuận dương như NTL, HAG, LCG, BCI, DIG, TDH, IJC, KDH, HDG, ASM cũng không nằm ngoài xu hướng giảm điểm. Với những nhận định về xu hướng thị trường phía trên, chúng tôi dự báo nhóm ngành Bất động sản sẽ tiếp tục gặp khó khăn, do đó nhà đầu tư nên cân nhắc lựa chọn cổ phiếu có cơ bản tốt và đặc biệt phải có thông tin hỗ trợ mới kỳ vọng về một đợt tăng giá mới.

**Bảng 6: Một số doanh nghiệp BĐS có kết quả kinh doanh tốt trong ngành**

Mã CP	Doanh thu (tỷ đ)			Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)			EPS (đồng)		BVPS (đồng)
	9M2011	2011 KH	%HTKH	9M2011	2011 KH	%HTKH	TTM	2011	
VIC	1.126,68	5.151	21,9%	812,58	2.293	35,4%	7.075	5.862	15.991
NTL	420,78	1900	22,1%	77,23	591	13,1%	5.144	9.594	15.667
HAG	2.351	3.600	65,3%	1.070	2.250	47,6%	4.028	4.815	1.953
LCG	1.248	1.238	100,8%	146,12	134	109,0%	3.455	4.444	21.981
BCI	150,9	1.284	11,8%	51,75	304,69	17,0%	2.263	4.216	23.616
DIG	564,7	900	62,7%	105,23	320	32,9%	2.002	5.111	18.767
TDH	371,3	832,4	44,6%	18,99	179,68	10,6%	2.352	4.767	34.565
IJC	486,4	1513	32,2%	132,68	310	42,8%	1.240	6.667	10.786
KDH	303	872	34,7%	27,67	206	13,4%	2.315	4.692	27.810
HDG	450	1200	37,5%	50,05	383	13,1%	2.294	3.358	15.080
NBB	304,8	635	48,0%	60,39	160	37,7%	3.542	8.958	56.240
ITA	327,3	3128	10,5%	73,67	686	10,7%	1.410	2.003	17.128
CII	147,4	779,9	18,9%	112,41	396,8	28,3%	2.253	5.285	16.106
DXG	240,4	400	60,1%	50,41	80	63,0%	3.125	2.500	11.522
ASM	727,9	883	82,4%	79,46	N/A		3.542	4.568	17.043
HDC	288,21	450	64,0%	52,52	N/A		3.492	3.846	22.710

**Bảng 7: Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản**

So sánh	Giá (30/11/11)	+/- giá 03 tháng	TTS (Tỷ đ)	VĐL (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>2,81</b>	<b>7,3%</b>	<b>25,2%</b>	<b>49,6%</b>	<b>55,0%</b>	
VIC	83.500	-22,7%	33.290	3.912	147%	11,8	5,22	9,3%	40,5%	70,6%	73,0%
NTL	14.000	-23,6%	2.108	616	2%	2,82	0,93	15,1%	33,6%	32,7%	43,3%
HAG	22.300	-37,3%	25.345	4.673	118%	5,56	1,15	8,5%	20,6%	41,1%	48,6%
LCG	10.000	-29,7%	2.388	562	57%	2,95	0,46	8,4%	16,0%	12,2%	20,3%
BCI	14.900	-11,2%	4.256	723	45%	6,27	0,6	4,2%	9,5%	31,2%	47,2%
DIG	12.000	-11,8%	5.025	1.000	46%	6,24	0,67	5,9%	10,5%	20,9%	34,6%
TDH	12.100	-30,5%	2.342	379	50%	5,23	0,36	3,9%	6,8%	14,8%	36,2%
IJC	9.500	30,1%	4.076	2.742	22%	7,66	0,88	6,6%	11,1%	40,2%	45,4%
KDH	25.000	-33,9%	3.092	439	77%	10,8	0,9	2,9%	6,6%	14,8%	31,8%
HDG	13.000	-30,1%	1.679	405	12%	5,67	0,86	6,1%	16,9%	14,9%	19,9%
NBB	45.000	-0,4%	2.424	180	116%	12,7	0,8	2,5%	6,4%	14,5%	22,3%
ITA	7.200	-27,3%	9.367	3.426	33%	5,1	0,42	5,2%	8,3%	37,7%	36,2%

CII	21.300	-3,2%	4.856	751	278%	9,45	1,32	3,9%	13,1%	77,1%	84,3%
DXG	11.400	-24,3%	1.009	260	103%	3,65	0,99	6,7%	20,3%	19,0%	63,0%
ASM	22.800	-2,2%	1.507	99	72%	6,44	1,34	8,6%	20,1%	13,7%	20,5%
HDC	16.600	-16,6%	1.192	239	68%	4,75	0,73	7,1%	16,1%	22,5%	31,2%

**Nguồn: VCBS**

### **3. NGÀNH THÉP**

#### **Diễn biến ngành thép trong 2011**

##### **Nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng giảm mạnh, lượng thép tồn kho ở mức cao**

Chính sách vĩ mô chủ đạo trong năm 2011 là thắt chặt tiền tệ để chống lạm phát, đặc biệt là siết chặt tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất. Đồng thời, để chống lạm phát, chính phủ cũng đã cắt giảm đầu tư công. Trong bối cảnh đó, ngành bất động sản, nguồn tiêu thụ chính của ngành thép đã rơi vào trạng thái trầm lắng trong năm 2011. Do đó, nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng trong 6 tháng cuối năm 2011 giảm mạnh. Cụ thể, sản lượng thép tiêu thụ trong tháng 10 ở mức 326.000 tấn, giảm 29% yoy, tháng 11 ở mức 330.000 tấn, giảm 37% yoy, tháng 12 được dự báo chỉ ở mức tương đương tháng 11 là 330.000 tấn, giảm 25% yoy. Như vậy, sản lượng thép xây dựng tiêu thụ trong 6 tháng cuối năm 2011 chỉ ở mức 2,2 triệu tấn, giảm 13% yoy. Tuy sản lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm tăng nhẹ 5% yoy nhưng do nhu cầu thép giảm mạnh trong 6 tháng cuối nên tính cả năm 2011 sản lượng tiêu thụ chỉ ở mức 4,6 triệu tấn, giảm 5,5% yoy.

Từ quý 3 đến nay, sản lượng thép tiêu thụ giảm mạnh khiến lượng thép tồn kho lên tới con số kỷ lục hơn 800.000 tấn và đây là mức tồn lớn nhất từ trước đến nay. Theo tính toán, với mức lãi suất từ 18%-20% như hiện nay, trong khi không tiêu thụ được hàng, các doanh nghiệp thép vẫn phải trả lãi vay ngân hàng từ 200.000-300.000 đồng/tấn. Với mức tồn kho lớn như vậy, tổng số tiền lãi vay mà các doanh nghiệp thép phải trả hàng tháng là từ 160-240 tỷ đồng.

##### **Giá thép thành phẩm ở mức cao trong khi nhu cầu tiêu thụ thấp**

Trong tình trạng nhu cầu tiêu thụ thấp và giá thép nguyên liệu giảm mạnh nhưng các doanh nghiệp sản xuất thép vẫn giữ giá ở mức cao. Theo mức giảm giá thép nguyên liệu thế giới từ tháng 10 đến nay, giá bán thép thành phẩm hiện chưa tới 15,4 triệu đồng/tấn. Tuy nhiên, giá bán lẻ trên thị trường lên đến 18 triệu đồng/tấn.

Vào tháng 8, các nhà sản xuất thép đồng loạt tăng giá khoảng 1 triệu đồng/tấn, có nhiều thông tin giá sẽ còn tăng thêm khiến các công ty thương mại và công ty xây dựng tăng cường mua thép dự trữ. Sản lượng tiêu thụ thép trong tháng 8 tăng khá cao, lên 483.000 tấn và giá thép niêm yết tại các nhà máy thời điểm này lên đến 18,5 triệu đồng/tấn. Các công ty thương mại và đại lý trữ hàng nhiều nhưng không tiêu thụ được, sang tháng 9 sức tiêu thụ thép xây dựng giảm mạnh trở lại chỉ còn 381.000 tấn và tháng 10 giảm còn 320.000 tấn. Tuy nhiên, các nhà sản xuất thép vẫn không giảm giá mà chỉ chiết khấu với mức cao, từ 1 triệu -1,5 triệu đồng/tấn để giữ giá thép thành phẩm trên thị trường ở mức 18,5 triệu - 18,6 triệu đồng/tấn.

##### **Hoa Kỳ chính thức điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp sản phẩm ống thép Việt Nam**

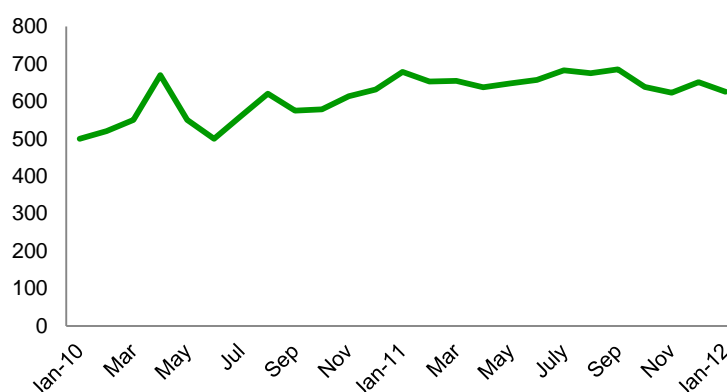
Các công ty sản xuất ống thép Hoa Kỳ đã chính thức đệ đơn lên Bộ Thương mại Hoa Kỳ yêu cầu cơ quan này điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với sản phẩm ống thép nhập khẩu từ Việt Nam. Các doanh nghiệp thép niêm yết có trong danh sách bị điều tra bao gồm Hữu Liên Á Châu (HLA), ống thép Việt Đức (VGS), Hòa Phát (HPG), Hoa Sen (HGS).

Nguyên nhân là do thời gian qua lượng thép xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ tăng quá nhanh và giá xuất khẩu cũng tương đối thấp, làm ảnh hưởng đến sản lượng thép sản xuất nội địa, nên Hoa Kỳ phải dùng biện pháp bảo vệ. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, doanh thu xuất khẩu ống thép 9 tháng đầu năm ước đạt 61,3 triệu USD,

chỉ bằng 4,8% tổng giá trị xuất khẩu thép của Việt Nam. Tuy nhiên, khi đệ đơn lên Bộ Thương mại Hoa Kỳ, các doanh nghiệp Hoa Kỳ dẫn ra thống kê, tính đến hết tháng 8 vừa qua, kim ngạch xuất khẩu của ống thép Việt Nam vào thị trường này đạt 34 triệu USD, tăng đột biến 62,6% yoy.

Các doanh nghiệp thép Hoa Kỳ đã liệt kê 17 loại ưu đãi, hỗ trợ mà họ cho là trợ cấp mà sản phẩm thép Việt Nam đang hưởng. Hiện chưa có thông tin về biên độ bán phá giá và chống trợ cấp bị cáo buộc. Tuy nhiên, có khả năng các doanh nghiệp Hoa Kỳ sẽ yêu cầu áp dụng phương pháp chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với nền kinh tế phi thị trường áp dụng cho Việt Nam. Kết quả điều tra cuối cùng, có đủ cơ sở để kết luận rằng Việt Nam có bán phá giá ống thép vào Hoa Kỳ hay không, dự kiến được đưa ra vào ngày 5/10/2012 cùng với mức thuế áp dụng riêng cho từng doanh nghiệp.

**Biểu đồ 34: Giá phôi thép thế giới từ tháng 1/2010 đến nay (đơn vị USD/tấn, nguồn LME).**



### Dự báo ngành thép năm 2012

Trong năm 2012, chính phủ vẫn tiếp tục thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ để chống lạm phát, cắt giảm đầu tư công... Do đó, ngành thép sẽ tiếp tục đối diện với những khó khăn và thách thức như sau:

- Lãi suất cho vay có khả năng vẫn ở mức cao, trong khi đặc thù kinh doanh của ngành thép là phải sử dụng vốn vay lớn nên chi phí lãi vay sẽ vẫn còn là gánh nặng cho các doanh nghiệp thép khi nó tiếp tục bào mòn lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Thị trường bất động sản tiếp tục trầm lắng, đầu tư công tiếp tục được duy trì ở mức thấp, nên nhu cầu tiêu thụ thép sẽ giảm, đặt các doanh nghiệp thép vào tình thế cạnh tranh gay gắt hơn.

Mặc dù đối mặt với những khó khăn trước mắt nhưng ngành thép được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 4% trong năm 2012, mức tăng trưởng này thấp hơn nhiều so với các năm trước.

Đối với các doanh nghiệp thép, do tiếp tục phải nếm trải những khó khăn trong năm 2012 nên khả năng tồn tại và cơ hội mở rộng thị phần sẽ đến với những doanh nghiệp nào có công nghệ tiên tiến, chủ động được nguồn nguyên liệu, quản trị tốt, hệ thống phân phối mạnh..., còn những doanh nghiệp có công nghệ lạc hậu, công suất thấp, thị phần nhỏ có khả năng sẽ ngừng sản xuất.

Với dự báo ngành thép như trên, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hóa về KQKD năm 2012 của các doanh nghiệp thép, trong đó các doanh nghiệp lớn như HPG, POM, HSG... sẽ có lợi nhuận tương xứng với năng lực kinh doanh, và các doanh nghiệp nhỏ sẽ có khả năng thua lỗ. Do vậy, các nhà đầu tư nếu quan tâm các cổ phiếu ngành thép thì nên chú ý đến các doanh nghiệp thép có thương hiệu – hệ thống phân phối mạnh, thị phần lớn, công nghệ sản xuất hiện đại... như HPG, POM, VIS, HSG...



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

**Bảng 8: 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 (5/1/2012)
<b>HPG</b>	17.321	3.178	1,3	8,7%	8,9%	21,5%	61%	4.761	23.274	3,4	0,7	16.100
<b>HSG</b>	5.916	1.007	2,3	2,0%	3,0%	9,2%	54%	1.610	18.050	5,0	0,4	8.000
<b>POM</b>	8.347	1.874	1,7	3,8%	5,6%	15,5%	63%	2.480	16.458	4,0	0,6	9.800
<b>DTL</b>	1.709	501	1,2	10,6%	12,7%	27,4%	90%	4.435	16.708	3,5	0,9	15.400
<b>NKG</b>	1.942	230	3,6	1,7%	3,2%	12,6%	96%	1.759	14.189	7,5	0,9	13.200
<b>VIS</b>	1.170	300	0,9	3,8%	10,9%	24,9%	141%	4.793	19.892	2,4	0,6	11.500
<b>Ngành</b>			<b>1,6</b>	<b>6,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>18,3%</b>				<b>4,2</b>	<b>0,7</b>	

*Nguồn: VCBS tổng hợp*

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

Trong 9M2011, doanh thu vẫn tăng trưởng nhưng tốc độ đã chậm lại trong khi lợi nhuận sụt giảm so với cùng kỳ năm trước. Cụ thể, công ty đạt 8.934 tỷ đồng doanh thu (tăng 13% yoy, đạt 62% KH) và 387 tỷ đồng lợi nhuận (giảm 37% yoy, đạt 63% KH). Mặc dù Pomina đã dự báo được khó khăn trong năm 2011 bằng việc đưa ra kế hoạch lợi nhuận thấp hơn con số thực hiện năm 2010 nhưng doanh thu và lợi nhuận 9M2011 còn khá xa so với kế hoạch.

Cơ cấu nguồn vốn có sự dịch chuyển từ vay ngắn hạn sang dài hạn. Do Pomina đang đầu tư nhà máy Pomina 3 nên nợ dài hạn trong Q3 2011 đã tăng lên gấp đôi so với cùng kỳ, dẫn đến tỷ lệ nợ/VCSH tăng lên mức 1,7 từ mức 1,6 của cùng kỳ năm trước. Trong đó khoản vay để đầu tư nhà máy Pomina 3 được giải ngân trong năm 2011 lên tới 870 tỷ đồng. Khoản vay này không ảnh hưởng đến thanh khoản của Pomina nhưng có thể sẽ khiến chi phí tài chính tiếp tục tăng cao trong thời gian tới.

Các chỉ tiêu ROA, ROE trong 9M2011 lần lượt đạt 4,6% và 12,6% là khá thấp. Tuy nhiên nhờ có hệ thống phân phối mạnh và chi phí sản xuất thấp nên KQKD 9M2011 vẫn ở mức khả quan so với mặt bằng các doanh nghiệp thép niêm yết.

Doanh thu và lợi nhuận 2011 được chúng tôi dự báo ước đạt khoảng 12.498 tỷ đồng (đạt 87% KH) và 537 tỷ đồng (đạt 88% KH), riêng sản lượng tiêu thụ vào khoảng 840.000 tấn (đạt 93% KH).

Theo chúng tôi, cổ phiếu Pomina thích hợp cho những nhà đầu tư giá trị. Hiện tại, thị giá nằm trong vùng giá thấp nhất kể từ ngày cổ phiếu này được niêm yết và thấp hơn mệnh giá nên rủi ro không cao.

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

Trong 11M2011, Hòa Phát đạt 16.562 tỷ đồng doanh thu và 1.252 tỷ đồng lợi nhuận, qua đó đạt 95% kế hoạch doanh thu và 67% kế hoạch lợi nhuận. Mặc dù thị trường thép gặp nhiều khó khăn nhưng mảng thép xây dựng của Hòa Phát vẫn đạt mức tăng trưởng khá so với cùng kỳ năm ngoái. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ 11T2011 đạt 577.000 tấn, tăng 10% yoy.

Nhu cầu thép giảm mạnh đã làm tồn kho và khoản phải thu khách hàng tăng, dẫn đến vòng quay hàng tồn kho và vòng quay khoản phải thu giảm so với các năm trước, chỉ còn là 2,0 và 7,1. Ngoài ra, tuy tỷ số thanh toán hiện thời tương đối ổn định so với các năm trước nhưng do tồn kho lớn trong bối cảnh thị trường tiêu thụ kém nên khi đáo hạn nợ, doanh nghiệp có thể gặp khó khăn.

Các chỉ tiêu ROA, ROE, vòng quay TTS hiện tại là 8,9%; 21,5%; 0,8 và có xu hướng giảm dần trong những năm gần đây do tổng tài sản tăng nhanh từ việc đầu tư dài hạn và tồn kho nhưng không tương ứng với doanh thu và lợi nhuận đạt được. Tuy vậy, việc đầu tư này hứa hẹn mang lại lợi nhuận lâu dài cho doanh nghiệp.

Chúng tôi dự báo KQKD năm 2011 của Hòa Phát như sau: sản lượng thép tiêu thụ sẽ ở mức 627.500 tấn (đạt 97% KH), doanh thu đạt 18.061 tỷ đồng (vượt 3% KH), và lợi nhuận sau thuế đạt 1.318 tỷ đồng (chỉ đạt 71% KH). EPS dự phóng 2011 vào khoảng 4.147 đồng/cp, giảm so với EPS cơ bản 4 quý gần nhất là 4.761 đồng/cp.

Cổ phiếu Hòa Phát có P/E cơ bản ở mức thấp và thấp hơn P/E ngành. Là cổ phiếu đầu ngành thép có tính thanh khoản cao, tình hình tài chính doanh nghiệp tương đối tốt, và thị giá đang ở vùng thấp nhất trong 52 tuần, cùng với lợi nhuận kỳ vọng của các dự án dài hạn trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng cổ phiếu Hòa Phát sẽ thích hợp cho danh mục đầu tư giá trị.

### **Công ty CP thép Việt Ý – Mã CK VIS**

Trong 9 tháng đầu năm, hoạt động kinh doanh của Việt Ý là rất tốt, thể hiện qua doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ. Cụ thể, doanh thu đạt 3.011 tỷ đồng (tăng 28% yoy, vượt 4% KH) và lợi nhuận đạt 134 tỷ đồng (tăng 49% yoy, vượt 41% KH). Cũng như các doanh nghiệp khác, Việt Ý đã nhận thức được những khó khăn của thị trường thép trong năm 2011 nên đã đặt ra chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận thấp hơn so với thực hiện năm 2010. Vì vậy, chỉ sau 9 tháng, Việt Ý đã vượt xa chỉ tiêu lợi nhuận 2011.

So với đầu năm 2011, tồn kho của Việt Ý liên tiếp giảm qua các quý và giảm mạnh nhất 68% (từ 861 tỷ đồng xuống 274 tỷ đồng) tại thời điểm cuối Q3 nhờ bán hàng theo phương thức trả chậm cho khách hàng được thể hiện qua khoản phải thu khách hàng tăng mạnh 266% (từ 80 tỷ đồng lên 294 tỷ đồng), điều này giúp doanh nghiệp giảm được khoản vay ngắn hạn 34%. Đây là hướng đi đúng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ thấp và lãi suất cho vay cao như hiện nay. Cần lưu ý vòng quay khoản phải thu tăng trong những năm gần đây và tăng cao nhất trong năm 2010, lên tới 23 lần, nguyên nhân là do tồn kho vào cuối năm lớn và nỗ lực thu hồi nợ cuối năm đã làm giảm mạnh khoản phải thu khách hàng.

Trong 2 năm 2009 và 2010, Việt Ý duy trì tổng nợ hơn 1.000 tỷ. Đến 9M2011, doanh nghiệp đã giảm nợ dùng cho đầu tư sản xuất kinh doanh. Tổng nợ giảm 47% so với cuối năm 2010, nên tỷ lệ vốn vay/VCSH và nợ/VCSH giảm còn 0,6 và 0,9 lần so với 0,9 và 1,8 lần của 2010 và 2,0 và 2,4 lần của 2009. Riêng nợ dài hạn giảm rất nhanh và hiện còn rất ít (từ 542 tỷ đồng của 2009 xuống 5 tỷ đồng trong 2010 và chỉ còn 0,7 tỷ đồng trong 9M2011).

Năm 2011 là năm mà hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh không như mong muốn đối với đa số các doanh nghiệp thép. Tuy nhiên với kết quả kinh doanh đạt được đã đem lại EPS trong 9M2011 là 3.345 đồng/cp, một kết quả tương đối khả quan so với mặt bằng các doanh nghiệp thép. Ngoài ra, chúng tôi dự báo KQKD 2011 của Việt Ý ước khoảng 3.797 tỷ đồng doanh thu (vượt 31% KH) và 155 tỷ đồng lợi nhuận (vượt 63% KH).

Mặc dù thị trường chứng khoán đang trầm lắng nhưng cổ phiếu VIS có tính thanh khoản khá tốt khi KLGD bình quân 1 phiên khoảng 170.000 đơn vị. Là doanh nghiệp thép kinh doanh tương đối hiệu quả, EPS khá hấp dẫn (cao nhất năm 2009 lên tới 15.028 đồng/cp, dự phóng 2011 vào khoảng 5.180 đồng/cp), P/E thấp và thị giá đã về gần mệnh giá, có thể nói VIS là cổ phiếu tốt để đầu tư giá trị.

## 4. NGÀNH KHOÁNG SẢN

### KHOÁNG SẢN KIM LOẠI

#### Diễn biến trong quý 4 và cả năm 2011

Trong quý 4/2011 giá nhiều kim loại giảm mạnh.

Giá giao dịch trung bình của các kim loại trong quý 4 đều giảm so với giá trung bình trong quý 3 cũng như cùng kỳ năm 2010. Chỉ duy nhất quặng titan giữ được mức tăng trưởng về giá. Antimon, quặng sắt và mangan có mức sụt giảm mạnh nhất trong quý này với mức giảm lần lượt là 21%, 21% và 17% so với ngày 30/09/2011.

**Giá các kim loại biến động lớn trong năm 2011: Giá giao dịch trung bình của các kim loại trong năm 2011 đều tăng so với năm 2010. Tuy nhiên giá giao dịch của hầu hết các kim loại tại ngày 28/12/2011 lại thấp hơn nhiều so với đầu năm 2011.**

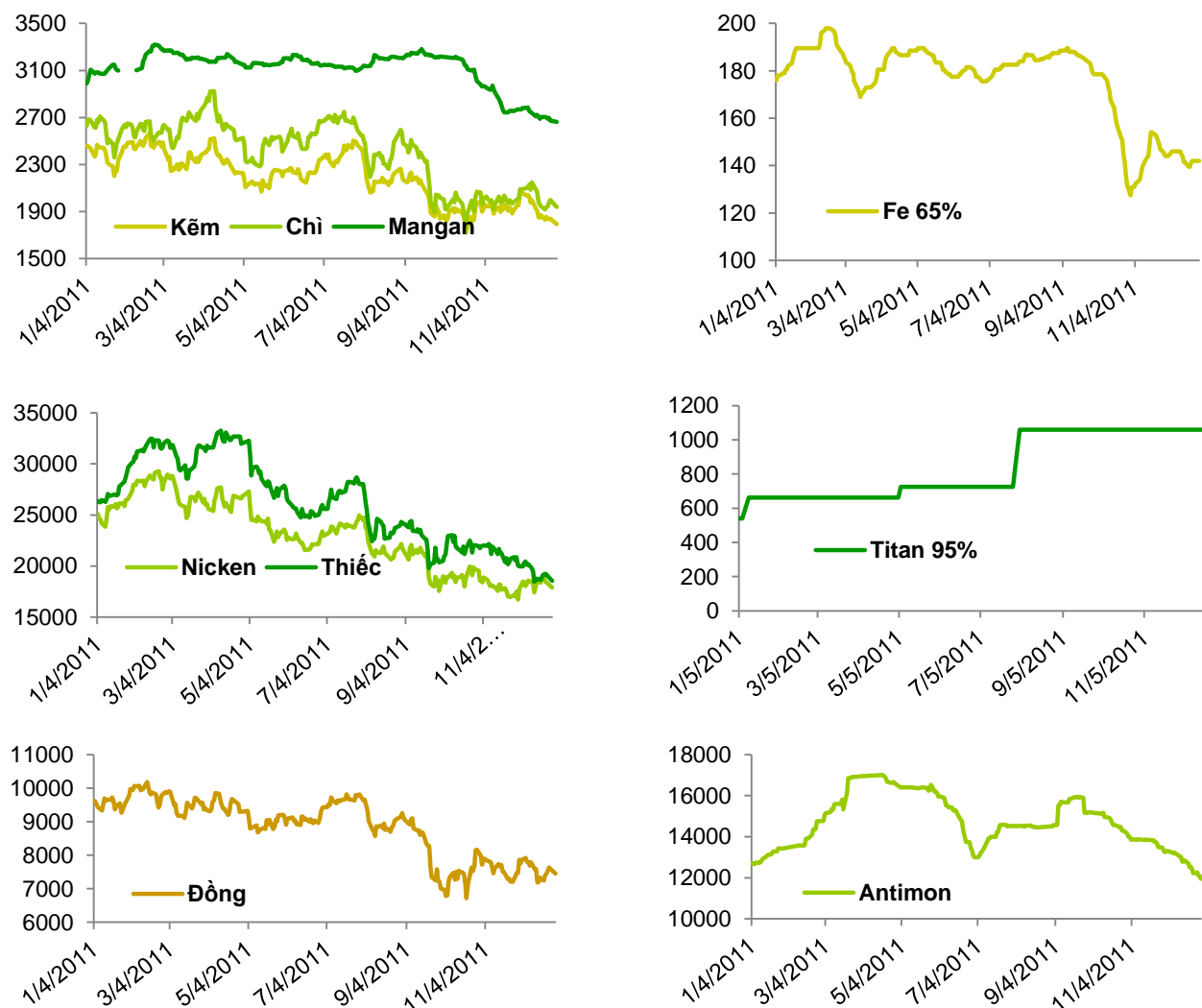
Giá của hầu hết các kim loại đều duy trì ở mức cao trong những tháng đầu năm, sau đó bắt đầu sụt giảm kể từ tháng 5/2011 cho đến nay. Nguyên nhân là do khủng hoảng nợ Châu Âu bắt đầu lan rộng và ngày càng trầm trọng. Bên cạnh đó Trung Quốc áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt và kinh tế Mỹ phục hồi chậm chạp trong năm 2011 khiến cho triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu trở nên u ám, qua đó làm giảm nhu cầu về kim loại. Hầu hết giá các kim loại đều giảm từ 20-30% so với đầu năm, trong đó sự sụt giảm mạnh nhất là nicken, thiếc, kẽm với mức giảm 31%, 28%, 27%. Giá antimon, quặng titan biến động mạnh trong năm 2011, giá trung bình năm 2011 của Antimon và quặng titan tăng 60% và 57% so với năm 2010. Tuy nhiên chỉ có quặng titan là tiếp tục giữ vững xu hướng tăng kể từ đầu năm tới nay, còn antimon do giảm mạnh trong quý 4 nên giá tại ngày 28/12/2011 chỉ đạt 11.947 USD/tấn, giảm nhẹ 6% so với đầu năm 2011. Tuy nhiên, đây vẫn là mức giá tương đối cao của antimon.

**Bảng 9: Thống kê biến động giá các kim loại**

Quặng và Kim loại	Ngày 28/12/2011			Giá TB Q42011			Giá TB 2011	
	Giá (USD/tấn)	+/- giá 30/9/2011	+/- giá 30/12/2010	Giá (USD/tấn)	+/- giá TB Q3/2011	+/- giá TB Q4/2010	Giá (USD/tấn)	+/- giá TB 2010
Fe 65%	142	-21%	-19%	149	-19%	-10%	175	15%
Titan 95%	1.060	0%	96%	1.060	12%	96%	843	57%
Chì	1.939	-11%	-24%	1.993	-19%	-17%	2.400	12%
Kẽm	1.794	5%	-27%	1.909	-14%	-18%	2.196	2%
Mangan	2.664	-17%	-11%	2.889	-9%	-2%	3.110	21%
Đồng	7.447	6%	-23%	7.512	-16%	-13%	8.824	17%
Antimon	11.947	-21%	-6%	13.659	-7%	18%	14.714	60%
Niken	17.881	2%	-28%	18.378	-16%	-22%	22.878	5%
Thiếc	18.556	-9%	-31%	20.943	-15%	-19%	26.014	27%

**Nguồn: Bloomberg**

**Biểu đồ 35: Biến động giá của các kim loại năm 2011**



**Nguồn: Bloomberg, đơn vị: USD/tấn**

### **Kết quả kinh doanh của Tập đoàn than và khoáng sản (TKV)**

Năm 2011, TKV sản xuất 48,2 triệu tấn than nguyên khai, 6,7 tỷ kWh điện, 45.000 tấn tinh quặng đồng, 10.000 tấn kẽm thỏi, 820 tấn thiếc thỏi. Theo đó, doanh thu đạt gần 94.000 tỷ đồng, tăng 16% so với năm 2010 và vượt 15% kế hoạch. Trong đó, doanh thu từ than đạt trên 60.000 tỷ đồng, sản xuất và tiêu thụ khoáng sản đạt gần 3.000 tỷ đồng; sản xuất, tiêu thụ điện trên 5.000 tỷ đồng, sản xuất và cung ứng vật liệu nổ công nghiệp trên 3.500 tỷ đồng. Lợi nhuận của TKV đạt 7.800 tỷ đồng, vượt 11% so với kế hoạch năm.

Năm 2012, TKV đặt ra kế hoạch 96.300 tỷ đồng doanh thu, tăng 3% so với năm 2011 và 6.280 tỷ đồng lợi nhuận, giảm 19% so với thực hiện năm 2011. Năm 2012, TKV sẽ có thêm 300 nghìn tấn alumin và 10 nghìn tấn ferro chrome.

**Luật khoáng sản năm 2010 chính thức có hiệu lực kể từ ngày 1/7/2011 tạo ra ảnh hưởng lớn đối với ngành khoáng sản.**

Luật khoáng sản (sửa đổi) năm 2010 được Quốc hội thông qua ngày 17/11/2010 và chính thức có hiệu lực thi hành ngày 1/7/2011 để thay thế Luật khoáng sản năm 1996 và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều luật của Luật khoáng sản năm 2005. Điểm mới và đột phá của Luật khoáng sản năm 2010 là cấp giấy phép khai thác khoáng

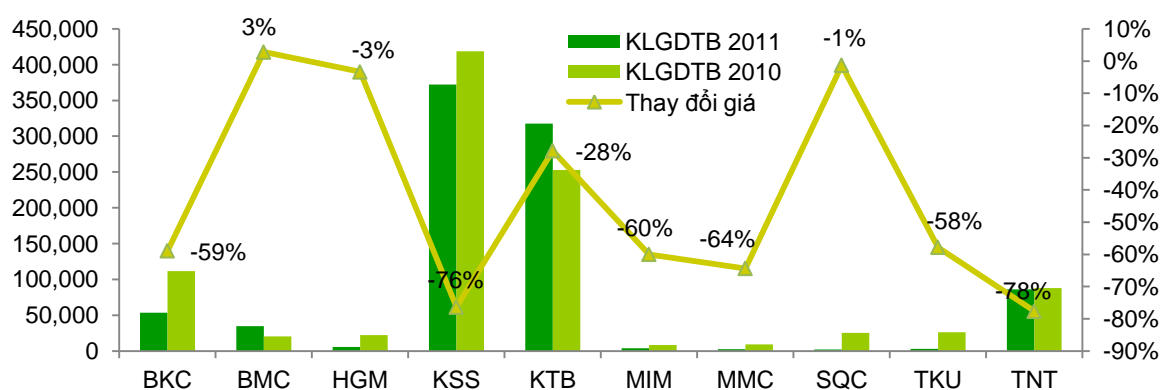
sản qua đấu giá quyền khai thác khoáng sản, quản lý nhà nước về khoáng sản, phân cấp thẩm quyền cấp phép. Đồng thời, Luật đã bổ sung quy định về Chiến lược khoáng sản nhằm định hướng phát triển ngành công nghiệp khai khoáng cũng như công tác lập quy hoạch và thăm dò khoáng sản, tránh tình trạng chồng chéo.

**Chính phủ vừa ban hành Chương trình hành động của Chính phủ thực hiện nghị quyết số 02 – NQ/TW ngày 25/4/2011 của Bộ Chính trị về định hướng chiến lược khoáng sản và công nghiệp khai khoáng đến năm 2020 và tầm nhìn đến năm 2030.** Theo đó, Chính phủ yêu cầu hoàn thiện hệ thống văn bản quy phạm pháp luật về khoáng sản, tăng cường thanh tra, kiểm tra hoạt động khoáng sản, đồng thời chỉ cho phép xuất khẩu sản phẩm chế biến từ khoáng sản có giá trị kinh tế cao đối với một số loại khoáng sản. Do đó, trong thời gian vừa qua, Thủ tướng đã có quyết định phê duyệt chiến lược xuất nhập khẩu giai đoạn 2011-2020. Trong đó, đối với nhóm nhiên liệu, khoáng sản, Chính phủ có lộ trình giảm dần xuất khẩu khoáng sản thô, định hướng tỷ trọng nhóm này trong cơ cấu hàng hóa xuất khẩu giảm từ 11,2% năm 2010 xuống còn 4,4% vào năm 2020.

### **Cổ phiếu ngành khoáng sản kim loại có thanh khoản thấp và giá giảm mạnh trong năm 2011.**

Phần lớn các cổ phiếu ngành khoáng sản kim loại có thanh khoản thấp và sụt giảm so với năm 2010. KSS và KTB là 2 cổ phiếu có thanh khoản cao nhất. Trong năm 2011, chỉ có cổ phiếu BMC tăng giá, cổ phiếu HGM, SQC có mức sụt giảm thấp nhờ kết quả kinh doanh tốt và là những cổ phiếu kiểm soát được lượng cung. Còn lại hầu hết các cổ phiếu đều có mức sụt giảm mạnh.

**Biểu đồ 36: Biến động giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch của các cổ phiếu ngành khoáng sản kim loại**



### **Triển vọng ngành trong năm 2012**

**Năm 2012 kinh tế toàn cầu sẽ vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức khó khăn như năm 2011 nên triển vọng thị trường kim loại cơ bản không cao.**

Tháng 12/2011 đã có những tín hiệu lạc quan về tình hình sản xuất của Mỹ và Trung Quốc nhưng nhìn chung những khó khăn trong năm 2011 như nợ công, lạm phát, tăng trưởng thấp vẫn là thách thức mà nền kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục phải đương đầu trong năm 2012. Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) đã cảnh báo nguy cơ kinh tế toàn cầu rơi vào suy thoái lần nữa do khủng hoảng nợ công trầm trọng ở Châu Âu và kinh tế Mỹ hồi phục yếu ớt. Trung Quốc là nước tiêu thụ kim loại hàng đầu và nền kinh tế lớn thứ hai thế giới được Deutsche Bank dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2012 chỉ đạt 8,3%.

Các kim loại cơ bản là nguyên liệu đầu vào cho các ngành công nghiệp, do đó triển vọng thị trường kim loại phụ thuộc nhiều vào triển vọng kinh tế toàn cầu. Với triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu mong manh thì khả năng tăng giá kim loại cơ bản trong năm 2012 là không nhiều. Ngược lại, tình hình kinh tế vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro có thể tạo ra nhu cầu lớn đối với các kim loại quý với mục đích cất giữ giá trị như vàng, bạc, bạch kim. Theo dự báo của Morgan Stanley, năm 2012 hầu hết các kim loại cơ bản đều sẽ giảm giá với mức giảm dao động từ 7-8% so với năm 2011 và giá các kim loại quý có thể tăng trên 30% bởi yếu tố vĩ mô ẩn chứa nhiều rủi ro.



**Đồng:** Giá đồng có thể tăng tốt hơn giá các kim loại khác nhờ nguồn cung bị thắt chặt. **Nhôm:** Giá nhôm hiện thấp hơn chi phí biên và một số nhà sản xuất có chi phí cao đang hạ bớt công suất. **Kẽm:** Nhu cầu kẽm trên toàn cầu vẫn khá mạnh do lượng tiêu thụ tại Trung Quốc và các thị trường mới nổi, tuy nhiên nguồn cung hiện đang dư thừa và nhu cầu dự báo sẽ giảm dần. **Niken:** Niken có liên quan tới hoạt động sản xuất và xuất khẩu thép không gỉ của Trung Quốc. Dự báo, giá mặt hàng này sẽ đi xuống do sản lượng công nghiệp suy yếu. **Vàng:** Nhu cầu tiêu thụ vàng tăng cao, giá vàng được hỗ trợ nhờ kỳ vọng môi trường lãi suất thấp hoặc thực âm. Cụ thể như bảng sau:

**Bảng 10: Dự báo giá kim loại của Morgan Stanley**

Giá trung bình	2012	+/- so với 2011
Nhôm (USD/tấn)	2.300	-8%
Đồng(USD/tấn)	8.400	-9%
Nickel(USD/tấn)	22.000	-7%
Kẽm(USD/tấn)	2.100	-9%
Vàng(USD/ounce)	2.200	36%
Bạc(USD/ounce)	50	32%
Bạc kim(USD/ounce)	1.829	3%

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

**Bảng 11: 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 LN ròng	Nợ/ VCSH	ROA ttm	ROE ttm	%HTKH LN	EPS ttm (đ/cp)	BV (đ/cp)	P/E (x)	P/B (x)	Giá 13/01/12 (đ)
BGM	224	168	42%	5%	9%	10%	25%	1.234	12.646	3,4	0,3	4.200
BKC	126	60	14%	36%	12%	17%	83%	2.543	15.403	2,6	0,4	6.700
BMC	249	83	27%	47%	27%	39%	274%	8.040	20.418	3,5	1,4	28.000
HGM	207	60	77%	15%	64%	73%	218%	22.022	30.168	4,1	3,0	90.500
KSS	704	242	5%	85%	4%	7%	35%	1.130	15.725	4,8	0,3	5.400
KTB	471	268	9%	62%	5%	8%	57%	910	10.868	14,2	1,2	12.900
MIM	88	31	3%	95%	2%	5%	1%	704	14.511	9,9	0,5	7.000
MMC	53	32	5%	22%	4%	5%	23%	709	13.848	9,9	0,5	7.000
SQC	1,437	1,000	26%	21%	5%	6%	105%	667	11.871	125,9	7,1	84.000
TKU	734	244	0%	168%	0%				11.245		0,4	4.500
TNT	156	85		57%					11.549		0,4	4.500

**Nguồn: VCBS tổng hợp. Dữ liệu được cập nhật đến quý 3/2011**

**(\*) BGM được tính dựa trên KQKD 3 quý đầu năm 2011.**

Với xu hướng giảm chung của nhiều kim loại nên đa phần các doanh nghiệp khoáng sản kim loại có kết quả không khả quan. Chỉ có BMC, HGM, SQC có kết quả kinh doanh tốt.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản phụ thuộc rất nhiều vào biến động giá kim loại, quặng đầu ra. Các kim loại cơ bản phần lớn đều giảm giá nên hầu hết các doanh nghiệp khoáng sản kim loại có

kết quả không khả quan. Tuy nhiên, quặng kim loại như titan, antimon đi ngược lại xu hướng giảm giá chung, duy trì ở mức cao. Do đó, BMC, SQC, HGM có kết quả kinh doanh rất tốt. Cụ thể, nhờ giá titan trung bình năm 2011 tăng khoảng 57% so với năm 2010, thêm vào đó là việc giảm thuế suất xuất khẩu nên lợi nhuận của các doanh nghiệp khai thác titan như BMC, SQC tăng mạnh so với năm 2010 và vượt xa kế hoạch đã đề ra. Giá antimon trung bình năm 2011 tăng 60% so với năm 2010 cùng với lợi thế trong khai thác antimon giúp kết quả kinh doanh của HGM vượt xa năm 2010 cũng như kế hoạch.

**Quan điểm đầu tư:** Hầu hết các cổ phiếu ngành khoáng sản đều giảm mạnh và thanh khoản thấp. Hiện nay cổ phiếu BMC có triển vọng kinh doanh tốt, PE thấp, tính thanh khoản tốt thích hợp để đầu tư dài hạn. Ngoài ra các cổ phiếu có PE thấp, tính thanh khoản cao, PB nhỏ hơn rất nhiều so với 1 như KSS, BKC sẽ là những cổ phiếu thích hợp cho đầu tư ngắn hạn khi thị trường có xu hướng tăng trở lại.

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

*Kết quả kinh doanh năm 2011:* Năm 2011 BMC có khá nhiều thuận lợi khi được cấp phép khai thác mỏ mới với trữ lượng tương đối lớn, được Bộ công thương cho phép xuất khẩu quặng ilmenite và quan trọng hơn cả là quặng titan tăng giá mạnh kể từ đầu năm đến nay. Quý 4/2011 giá titan vẫn giữ được ở mức cao trong khi BMC nhận được hạn mức xuất khẩu, do đó kết quả kinh doanh quý 4 rất khả quan với lợi nhuận trong quý chiếm 37% lợi nhuận cả năm. Quý 4, BMC đạt 94,8 tỷ doanh thu và 33,7 tỷ lợi nhuận sau thuế, tăng gấp 2,7 lần doanh thu và 3,7 lần lợi nhuận sau thuế cùng kỳ năm 2010. Theo đó, cả năm 2011, BMC đạt 309 tỷ doanh thu và 91,39 tỷ lợi nhuận sau thuế, gấp 2,9 lần doanh thu và 3,9 lần lợi nhuận sau thuế năm 2010 và lần lượt vượt 82% kế hoạch doanh thu và 312% kế hoạch lợi nhuận. EPS cả năm 2011 đạt 11.062 đồng/CP.

*Triển vọng BMC tiếp tục tốt trong năm 2012:* Giá quặng titan hiện đang ở mức cao. Việc chấm dứt xuất khẩu ilmenite vào năm 2012 sẽ ảnh hưởng đến BMC do quặng ilmenite vẫn chiếm tỷ lệ cao trong cơ cấu sản phẩm của Công ty. Tuy nhiên, sự ảnh hưởng này là không lớn do nhà máy luyện xỉ titan giai đoạn 2 của BMC hoàn thành vào quý 2 năm 2011 sẽ giúp BMC thích ứng với sự thay đổi trong chính sách. Năm 2012 ước tính doanh thu của BMC là 360 tỷ đồng từ xỉ titan (tỷ suất lợi nhuận của xỉ titan tương đối tốt). Ngoài ra, BMC có thể hạch toán một phần quặng ilmenite năm 2011 cho năm 2012 và các sản phẩm khác, do đó kết quả kinh doanh của BMC sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2012.

*Quan điểm đầu tư:* BMC có kết quả kinh doanh tốt trong năm 2011 và có triển vọng tiếp tục khả quan trong năm 2012, PE hiện tại của BMC tương đối thấp do đó đây là cổ phiếu thích hợp cho đầu tư dài hạn.

### **KHOÁNG SẢN VẬT LIỆU XÂY DỰNG**

#### **Diễn biến trong quý 4/2011 và năm 2011**

**Quý 4 là mùa cao điểm của xây dựng, tuy nhiên thị trường vật liệu xây dựng vẫn trầm lắng khiến nhu cầu khoáng sản vật liệu xây dựng tăng so với quý 3 nhưng tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ năm 2010.**

Như chúng tôi đã nhận định trong báo cáo vĩ mô quý 3, 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. Nhu cầu vật liệu xây dựng sẽ đến chủ yếu từ các công trình xây dựng dân dụng nhỏ. Do đó, về cơ bản thị trường đầu ra của khoáng sản vật liệu xây dựng không có nhiều điểm sáng.

Theo tổng cục thống kê, giá nguyên vật liệu xây dựng, khoáng sản vật liệu xây dựng sau khi ổn định trong quý 3 đã có xu hướng tăng nhẹ vào cuối quý 4 bởi nhu cầu sửa sang và trang trí nhà cuối năm. Chỉ số sản xuất của ngành công nghiệp khai thác đá, cát, sỏi, đất sét và cao lanh trong các tháng trong quý 4 tăng dần, tuy nhiên vẫn giảm so với cùng kỳ năm 2010. Chỉ số sản xuất của ngành tháng 12 giảm 21,1% so với năm 2010, lũy kế 12 tháng chỉ số sản xuất của ngành giảm 3,8% so với năm 2010.

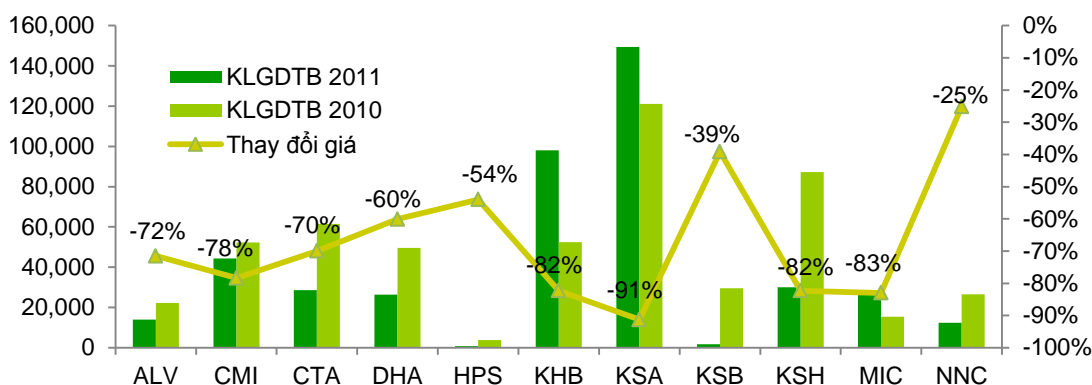
### Kết thúc năm 2011, ngành khoáng sản vật liệu xây dựng có kết quả kinh doanh không khả quan.

Thị trường vật liệu xây dựng trầm lắng làm co hẹp thị trường đầu ra của doanh nghiệp khoáng sản vật liệu xây dựng. Thêm vào đó, các doanh nghiệp trong ngành phải đối mặt với nhiều khó khăn như chi phí nguyên liệu đầu vào và chi phí lãi vay tăng cao.

**Các cổ phiếu ngành khoáng sản có thanh khoản rất thấp, giá sụt giảm mạnh so với mức chung của thị trường.**

NNC, KSB là những doanh nghiệp có kết quả kinh doanh khả quan nhất trong ngành khoáng sản vật liệu xây dựng, do đó giá hai cổ phiếu này có mức sụt giảm thấp nhất, trong khi KSA, KHB, KSH là những cổ phiếu có mức sụt giảm nhiều nhất với mức sụt giảm trên 80%. Chỉ có thanh khoản của KSB, KSA và MIC được cải thiện, còn lại hầu hết các cổ phiếu doanh nghiệp trong ngành đều bị sụt giảm về thanh khoản. Hiện nay các cổ phiếu có thị giá rất thấp, PB của hầu hết các cổ phiếu từ 0,3-0,4.

**Biểu đồ 37: Biến động giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch của các cổ phiếu ngành khoáng sản vật liệu xây dựng**



### Triển vọng năm 2012

Năm 2012 Chính phủ vẫn duy trì tăng trưởng GDP ở mức 6% và tiếp tục ưu tiên mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Theo đó, tỷ trọng đầu tư công sẽ giảm so với năm 2011, lãi suất ngân hàng vẫn ở mức cao, thị trường bất động sản chưa có dấu hiệu phục hồi, do đó ngành vật liệu xây dựng cũng như ngành khoáng sản vật liệu xây dựng sẽ tiếp tục đối mặt với khó khăn và thách thức trong năm 2012.

Các doanh nghiệp trong ngành sẽ tiếp tục đối mặt với khó khăn. Một số doanh nghiệp do đặc thù sản phẩm và có lợi thế cạnh tranh như KSB và NNC đã có kết quả tương đối tốt trong một năm khó khăn như năm vừa qua. Do đó, chúng tôi cho rằng những công ty này sẽ tiếp tục chống đỡ tốt với khó khăn, thách thức và sẽ có kết quả khả quan trong năm 2012.

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

**Bảng 12: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản vật liệu xây dựng đang niêm yết trên sàn**

Mã	TTS (tỷ)	VDL (tỷ)	Tỷ suất LN ròng	Nợ/ VCSH	ROA ttm	ROE ttm	%HTKH LN	EPS ttm (đ/cp)	BV (đ/cp)	P/E (x)	P/B (x)	Giá 13/01/12 (đ)
ALV	32	15	9%	71%	5%	8%	6%	1.039	12.470	4,0	0,3	4.200
CMI	187	74	1%	133%	1%	2%		180	10.778	18,3	0,3	3.300
CTA	140	92	5%	39%	2%	3%		307	11.009	12,0	0,3	3.700
DHA	397	151	16%	23%	9%	11%	65%	2.411	21.424	3,9	0,4	9.500
HPS	26	16	10%	18%	9%	10%	78%	1.453	14.224	3,2	0,3	4.600

<b>KHB</b>	112	63	25%	9%	7%	8%	115%	1.256	16.355	3,3	0,3	4.200
<b>KSA</b>	265	154	40%	29%	9%	11%	7%	1.479	13.281	2,7	0,3	4.000
<b>KSB</b>	<b>653</b>	<b>107</b>	<b>22%</b>	<b>57%</b>	<b>19%</b>	<b>30%</b>	<b>91%</b>	<b>11.509</b>	<b>38.786</b>	<b>2,8</b>	<b>0,8</b>	<b>32.000</b>
<b>KSH</b>	223	117	22%	44%	7%	10%	31%	1.371	13.310	3,7	0,4	5.100
<b>MIC</b>	129	55	4%	44%	3%	4%	10%	658	16.371	15,8	0,6	10.400
<b>NNC</b>	<b>190</b>	<b>88</b>	<b>31%</b>	<b>28%</b>	<b>46%</b>	<b>59%</b>	<b>111%</b>	<b>9.907</b>	<b>16.916</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>	<b>28.500</b>

**Nguồn: VCBS tổng hợp. Dữ liệu được cập nhật đến quý 3/2011**

Tính đến quý 3/2011, phần lớn các doanh nghiệp trong ngành đều có kết quả giảm so với cùng kỳ 2010. Kết quả kinh doanh quý 4 cao hơn so với quý 3 nhưng sẽ vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm 2010, khép lại một năm không thành công của các doanh nghiệp trong ngành. Chỉ riêng KSB, NNC có lĩnh vực hoạt động chính là khai thác đá, sở hữu thị phần lớn đồng thời có lịch sử hoạt động tốt và khả năng sinh lời cao nên có kết quả khá tốt trong tình hình thị trường khoáng sản vật liệu xây dựng trầm lắng.

**Quan điểm đầu tư:** Do đều là các doanh nghiệp quy mô nhỏ, kết quả kinh doanh thấp, triển vọng không cao nên các cổ phiếu ngành khoáng sản vật liệu xây dựng giảm nhiều trong năm 2011. Hai cổ phiếu NNC, KSB là những cổ phiếu cơ bản tốt, kết quả kinh doanh sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2012, do đó đây là những cổ phiếu nhà đầu tư nên tiếp tục nắm giữ.

#### **CTCP Đá Núi Nhỏ - Mã CK: NNC**

**Kết quả kinh doanh năm 2011:** Mặc dù bức tranh tổng thể của ngành khoáng sản vật liệu xây dựng không có nhiều điểm sáng khi ngành xây dựng trầm lắng nhưng NNC là một trong số ít doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tốt. Quý 4, NNC đạt 76,6 tỷ doanh thu và 30 tỷ LNTT, theo đó doanh thu và LNTT cả năm 2011 của NNC là 292 tỷ và 118 tỷ, tương ứng vượt 13% và 48% kế hoạch. Với kết quả như vậy, tốc độ tăng trưởng LNTT của NNC năm 2011 là 12% - đây là một thành công lớn của công ty trong tình hình thị trường vật liệu xây dựng trầm lắng.

**Triển vọng NNC tiếp tục tốt trong năm 2012:** 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 nhà cung cấp chính cho các dự án. NNC đặt ra kế hoạch năm 2012 với 290,27 tỷ đồng doanh thu thuần và 82,17 tỷ đồng LNTT. Đây là mức lợi nhuận kế hoạch khá thận trọng nên nhiều khả năng công ty tiếp tục vượt kế hoạch như trong những năm gần đây. Trong đó, kế hoạch trong quý 1 năm 2012 với 72,6 tỷ doanh thu và 20,5 tỷ LNTT.

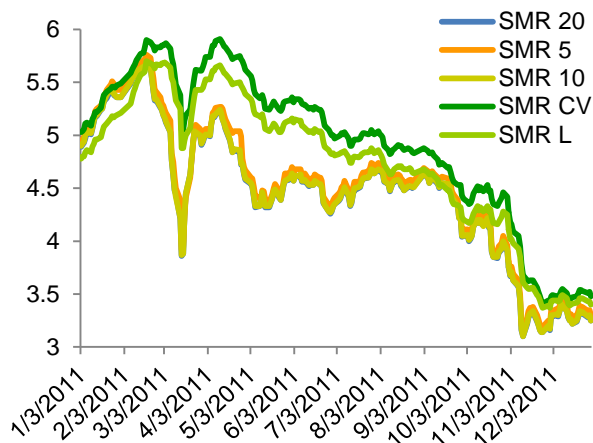
Hiện tỷ lệ tiền mặt của NNC rất cao, tạo ra một lợi thế mạnh cho Công ty trong tình hình kinh tế hiện nay và có thể chọn lựa các cơ hội đầu tư tốt. Tuy nhiên, NNC cũng gặp phải khó khăn trong việc tìm kiếm các dự án để có thể phát huy thế mạnh và đảm bảo ổn định trong hoạt động sản xuất kinh doanh khi mỏ Núi Nhỏ - Mỏ khai thác chính của NNC sẽ đóng cửa vào năm 2015.

**Quan điểm đầu tư:** 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. Bên cạnh đó hiện nay PE tương đối thấp, do đó nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư, tuy nhiên cần cân nhắc tính thanh khoản trước khi quyết định đầu tư.

## 5. NGÀNH CAO SU

### Diễn biến trong quý 4 và cả năm 2011

**Biểu đồ 38: Biến động giá cao su trong quý 4/2011**



**Bảng 13: Thống kê biến động giá cao su**

Các loại cao su	SMR 20	SMR CV	SMR L
<b>Giá TB Q42011 (USD/kg)</b>	3.56	3.89	3.78
+/- giá TB Q32011	-21%	-20%	-19%
+/- giá TB Q42010	-14%	-11%	-9%
<b>Giá 29/12/2011 (USD/kg)</b>	3.25	3.48	3.4
+/- giá 29/09/2011	-20%	-21%	-20%
+/- giá 29/12/2010	-33%	-30%	-28%
<b>Giá TB 2011 (USD/kg)</b>	4.44	4.50	4.45
+/- giá TB 2010	34%	30%	31%

**Nguồn: Bloomberg**

#### Diễn biến giá cao su trong quý 4/2011: Giá cao su giảm sâu

Giá cao su ngày 29/12/2011 giá cao su chỉ còn khoảng trên 3.000 USD/tấn giảm 20% so với mức giá cuối quý 3. Giá cao su trung bình quý 4 đã giảm khoảng 20% so với quý 3 và giảm khoảng 12% so với quý 4/2010. Nguyên nhân là do khủng hoảng nợ Châu Âu chưa được giải quyết và ngày càng trầm trọng, tốc độ tăng trưởng của Trung Quốc có phần chậm lại khiến cho bức tranh kinh tế toàn cầu ảm đạm, thêm vào đó lũ lụt tại Thái Lan làm một số nhà máy tạm ngưng sản xuất. Trong khi nhu cầu suy yếu thì nguồn cung lại tăng mạnh do quý 4 là mùa thu hoạch cao su khiến giá cao su giảm sâu.

**Diễn biến giá cao su cả năm 2011: Giá cao su có nhiều biến động. Đầu năm duy trì ở mức cao, giá cao su đạt mức kỷ lục khoảng 6.000 USD/tấn vào giữa tháng 2. Tiếp đó là xu hướng giảm dần và giảm mạnh vào quý 4. Giá cao su tại thời điểm cuối năm chỉ còn khoảng 3.300 USD/tấn.**

Tiếp nối đà tăng năm 2010, những tháng đầu năm 2011 giá cao su tiếp tục lập những kỷ lục mới, đạt mức giá cao nhất vào ngày 18/2/2011, đạt 5.700-5.900 USD/tấn. Sau đó, vào giữa tháng 3, động đất và sóng thần tại Nhật Bản làm giá cao su giảm mạnh xuống dưới ngưỡng 4.000 USD/tấn. Tuy nhiên, giá cao su đã phục hồi mạnh ngay sau đó. Nguyên nhân là do nhu cầu cao su tự nhiên tăng cao trong khi nguồn cung cao su chỉ tăng nhẹ do điều kiện thời tiết không thuận lợi nên giá cao su đạt mức cao so với các năm trước. Sau khi đạt mức kỷ lục trong tháng 2/2011, giá cao su có xu hướng sụt giảm do nỗi lo kinh tế giới suy giảm hoặc xấu hơn là khủng hoảng khi nợ công tại khu vực Châu Âu ngày càng phức tạp, nền kinh tế Mỹ tăng trưởng chậm lại, Trung Quốc duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ, Thái Lan bị lũ lụt làm một số nhà máy sản xuất bị ngưng trệ. Giá cao su trung bình trong năm 2011 tăng cao trên 30% so với giá cao su trung bình trong năm 2010. Điều này giúp cho các doanh nghiệp khai thác cao su có kết quả kinh doanh ấn tượng trong năm 2011. Tuy nhiên, giá cao su đã giảm sâu khoảng 20% trong quý 4 và tính đến ngày 29/12/2011 giá cao su đã giảm hơn 30% so với đầu năm.

**Xuất khẩu, nhập khẩu cao su năm 2011 đều đạt mức kỷ lục, tuy nhiên xuất hiện tình trạng trì trệ trong xuất khẩu tại cửa khẩu kéo dài từ cuối quý 3 đến nay.**

Năm 2011 diện tích trồng cao su được mở rộng thêm 60.000 ha tại khu vực Tây Bắc, Đông Bắc, nâng tổng diện tích trồng cao su cả nước lên 834.200 ha và tăng 11% so với năm 2010. Sản lượng năm 2011 đạt gần 812 nghìn tấn, tăng 8% so với năm 2010.



Nhờ giá cao su duy trì ở mức cao nên xuất khẩu cao su đã đạt được kết quả rất khả quan. Theo tổng cục thống kê, xuất khẩu cao su năm 2011 ước tính đạt 816 nghìn tấn, trị giá đạt 3.223 triệu USD, tăng 4% về sản lượng nhưng tăng 35% về giá trị so với năm 2010. Với kết quả đạt được, ngành cao su đã cán đích mục tiêu 3 tỷ USD xuất khẩu và là nông sản xuất khẩu lớn thứ 2 của Việt Nam sau gạo. Trung Quốc vẫn là thị trường xuất khẩu cao su lớn nhất của Việt Nam, chiếm khoảng 60%, tiếp đó là Malaysia, Đài Loan, Hàn Quốc, Đức. Phần lớn xuất khẩu vẫn theo đường tiểu ngạch và chủng loại xuất khẩu nhiều nhất là SVR 10, SVR 3L và cao su tổng hợp.

Hoạt động xuất khẩu trong năm 2011 đạt thuận lợi trong các quý đầu năm. Đến cuối tháng 9, hoạt động xuất khẩu ở cửa khẩu bị trì trệ do Trung Quốc thực hiện các biện pháp kiểm soát hoạt động nhập khẩu cao su mậu biên nhằm ép giá các doanh nghiệp Việt Nam và có lợi cho các nhà nhập khẩu. Đến tuần cuối cùng của năm 2011, hoạt động xuất khẩu mới trở lại bình thường. Từ tình hình này cho thấy mở rộng thị trường xuất khẩu, tăng xuất khẩu qua đường chính ngạch trở thành vấn đề bức thiết ngành cao su cần phải giải quyết.

Sản lượng cao su xuất khẩu thường lớn hơn sản lượng cao su khai thác do Việt Nam thường nhập khẩu cao su từ Thái Lan, Indonesia, Campuchia và tái xuất. Năm 2011, không những Việt Nam đạt được kỷ lục về xuất khẩu cao su mà còn đạt được kỷ lục về nhập khẩu cao su để tái xuất. Nhập khẩu cao su năm 2011 đạt 365 nghìn tấn, trị giá đạt 952 triệu USD tăng 22% về sản lượng và 49% về giá trị so với năm 2010.

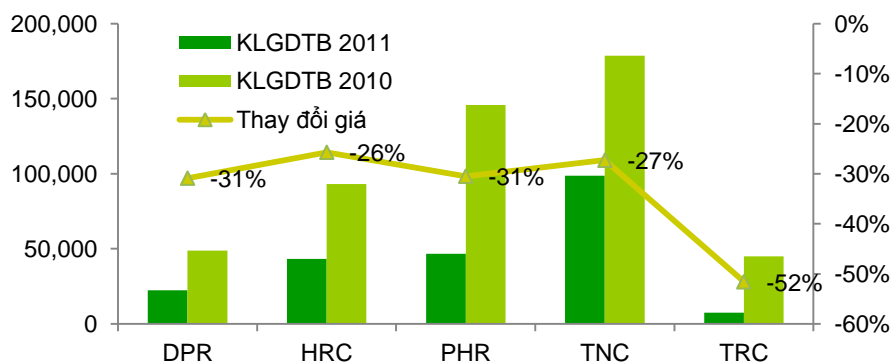
#### **Bộ tài chính vừa điều chỉnh thuế xuất khẩu đối với mặt hàng cao su.**

Theo đó, kể từ ngày 8/12/2011, mủ cao su tự nhiên đã hoặc chưa tiền lưu hóa và mủ cao su dạng khác (thuộc nhóm 4001) phải chịu thuế xuất khẩu 3%; cao su tổng hợp (thuộc nhóm 4002) sẽ phải chịu thuế suất 5% thay cho mức thuế suất 3% trước đây; cao su hỗn hợp, chưa lưu hóa ở dạng nguyên sinh hoặc dạng tấm, lá hoặc dải (thuộc nhóm 4005) sẽ được giảm thuế xuất khẩu còn 3% thay vì mức 5% như hiện hành.

#### **Năm 2011 giá cổ phiếu giảm theo xu hướng chung của thị trường nhưng mức giảm không lớn, thanh khoản cổ phiếu sụt giảm mạnh.**

Năm 2011 tất cả cổ phiếu cao su đều sụt giảm 50-80% thanh khoản. Một số cổ phiếu tốt như DPR, TRC, PHR thanh khoản có cải thiện trong quý 4 nhưng không đáng kể. Đi kèm với giảm thanh khoản là sự sụt giảm về giá, tuy nhiên mức giảm giá của các cổ phiếu cao su ít hơn so với mức giảm chung của thị trường nhờ vào kết quả kinh doanh khả quan. Cổ phiếu TRC có mức giảm giá mạnh nhất với 50%, DPR với mức giảm 28%, các cổ phiếu còn lại khoảng giảm giá khoảng 20%. Nguyên nhân của sự sụt thanh khoản là do tỷ lệ sở hữu của VRG và các cổ đông lớn cao. Ngoài do xu hướng giảm chung của thị trường, giá cổ phiếu cao su giảm còn do giá cao su có xu hướng giảm từ quý 2 làm giảm triển vọng của ngành cao su, đồng thời tỷ lệ chia cổ tức chưa cao như kỳ vọng của nhà đầu tư.

**Biểu đồ 39: Biến động giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch của các cổ phiếu trong ngành cao su**



## Triển vọng trong năm 2012

**Triển vọng kinh tế vĩ mô chưa có nhiều điểm sáng, giá cao su phụ thuộc nhiều vào tình hình kinh tế Châu Âu và Trung Quốc.**

Kinh tế toàn cầu có một số thông tin tốt như Mỹ công bố thất nghiệp thấp nhất 3 năm, Trung Quốc, Australia, Đức, Ấn Độ và Anh cùng thông báo lĩnh vực sản xuất đi lên. Tuy nhiên, khủng hoảng nợ tại khu vực Châu Âu chưa được giải quyết, tốc độ tăng trưởng của các nước tiêu thụ cao su lớn: Trung Quốc, Ấn Độ, Hoa Kỳ và Nhật Bản nhiều khả năng sẽ chậm lại trong năm 2012. Do đó nhu cầu và giá cao su sẽ ở mức thấp nếu tình hình kinh tế Châu Âu và thế giới không được cải thiện.

Tổ chức nghiên cứu cao su quốc tế (IRSG) dự báo nhu cầu thế giới trong năm 2012 (bao gồm cả cao su tự nhiên và cao su tổng hợp) là 27,6 triệu tấn, trong đó cao su tổng hợp sẽ tăng 9% còn cao su thiên nhiên sẽ tăng 5,4%. IRSG dự báo sản xuất cao su tự nhiên toàn cầu tăng 8,2% trong năm 2012. Theo đó, năm 2012 sản lượng cao su sản xuất sẽ đạt khoảng 11,86 triệu tấn, nhu cầu cao su khoảng 11,75 triệu tấn, cung sẽ vượt cầu 0,11 triệu tấn. Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC) dự báo mức tăng trưởng của ngành cao su tự nhiên năm 2012 ở mức khoảng 2,8-3,8%.

**Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm như đã nhận định trong Báo cáo vĩ mô kỳ trước: Về dài hạn giá cao su sẽ ổn định và duy trì ở mức cao trên 3.000 USD/tấn, nguồn cung không tăng mạnh và có thể kiểm soát bởi nhóm IRCO.**

Chúng tôi đưa ra hai lý giải chính cho nhận định trên. Thứ nhất, giá cao su đã giảm tương đối nhiều so với mức đỉnh. Thứ hai, nhu cầu cao su vẫn rất lớn với sự tăng trưởng ngành công nghiệp ô tô toàn cầu, đặc biệt là của 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.

**Xuất khẩu cao su Việt Nam sẽ không còn nhiều thuận lợi như năm 2011 do giá hiện đang trong xu hướng giảm và khó có thể tăng lại mức cao như trong năm 2011.**

Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn dự báo năm 2012 sản lượng xuất khẩu của ngành cao su Việt Nam hơn 880.000 tấn nhưng trị giá xuất khẩu đạt khoảng 2,1 tỷ USD giảm hơn 1 tỷ so với năm 2011.

**Khả năng giảm giá cao su trong quý 1/2012 là rất thấp**

Nhu cầu cao su giảm sút, thêm vào đó là dự trữ cao. Tuy nhiên, các doanh nghiệp cao su thường ngưng cạo mủ vào khoảng giữa tháng 2 đến giữa tháng 4, do đó nguồn cung cao su sụt giảm do đó khả năng giảm giá cao su là rất thấp.

## Cập nhật thông tin doanh nghiệp trong ngành

**Mặc dù giá cao su có xu hướng giảm kể từ quý 2 tuy nhiên giá vẫn duy trì ở mức cao nên năm 2011 khép lại là một năm thành công lớn của các doanh nghiệp trong ngành cao su. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cao su đều vượt xa kế hoạch đã đặt ra và đều tăng mạnh so với năm 2010.**

Mặc dù giá cao su có xu hướng giảm kể từ quý 2 cho đến nay nhưng do giá cao su vẫn duy trì ở mức cao nên giá cao su trung bình năm 2011 cao hơn khoảng 30% so với năm 2010. Nhờ đó, các doanh nghiệp cao su đã đạt được kết quả ấn tượng. Nổi bật nhất có DPR là doanh nghiệp có tổng lợi nhuận đạt 920 tỷ đồng, gấp 2,4 lần so với năm 2010 và vượt kế hoạch 108%. PHR đạt 921 tỷ đồng vượt 49% kế hoạch. TNC mặc dù đã điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận tăng 51% nhưng cũng đã đạt được kế hoạch điều chỉnh này ngay trong quý 3.

**Giá cao su đang trong xu hướng giảm nên các doanh nghiệp sẽ đặt ra mức kế hoạch năm 2012 thấp hơn thực hiện năm 2011.**

Do giá cao su đang trong xu hướng giảm, diễn biến thời tiết bất thường nên các doanh nghiệp ngành cao su sẽ không còn nhiều thuận lợi như năm 2011. Tuy nhiên ngành cao su vẫn có những lợi thế nhất định đó là điều chỉnh được chi phí nhân công theo doanh thu, tỷ lệ nợ thấp, hoạt động tập trung vào hoạt động sản xuất chính, lợi nhuận cao trong năm 2011 sẽ giúp doanh nghiệp tích lũy vốn tạo ra thế mạnh của doanh nghiệp trong điều kiện tình hình kinh tế hiện nay. Theo thông tin doanh nghiệp cho biết, chỉ cần giá cao su trên 2.000 USD/tấn là doanh nghiệp cao su thu được lãi. Do đó chúng tôi cho rằng ngành cao su sẽ vẫn là ngành có triển vọng tốt trong điều kiện tình hình kinh tế vĩ mô như hiện nay.

**Bảng 14: Thông tin cơ bản về các doanh nghiệp cao su đang niêm yết trên sàn**

Mã	TTS (tỷ)	VDL (tỷ)	Tỷ suất LN ròng	Nợ/ VCSH	ROA ttm	ROE ttm	%HTKH LN	EPS ttm (đ/cp)	BV (đ/cp)	P/E (x)	P/B (x)	Giá 9/1/2012 (đ)
DPR	2.086	430	41%	29%	32%	42%	127%	15.740	37.714	2,9	1,2	46.000
HRC	569	173	19%	25%	22%	27%	105%	7.090	26.484	6,1	1,6	43.500
PHR	2.864	813	27%	74%	23%	41%	102%	8.170	20.124	3,2	1,3	26.000
TNC	339	193	47%	12%	26%	29%	105%	4.584	15.777	2,6	0,8	12.100
TRC	1.299	300	42%	24%	37%	46%	123%	16.082	34.894	2,1	1,0	33.500

**Nguồn: VCBS tổng hợp. Dữ liệu cập nhật đến quý 3/2011**

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

**Quan điểm đầu tư:** Mặc dù trong năm 2012 ngành cao su sẽ không còn nhiều thuận lợi như năm 2011 tuy nhiên ngành cao su vẫn là một ngành tốt và có nhiều lợi thế trong tình hình kinh tế vĩ mô hiện nay. Đồng thời giá cổ phiếu cũng giảm nhiều trong thời gian qua, PE cũng về mức khá thấp, do đó chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên tiếp tục NẮM GIỮ các cổ phiếu như DPR, TRC.

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

**Kết quả kinh doanh năm 2011:** Quý 4/2011 DPR tiếp tục thu được lợi nhuận cao với khoảng 470 tỷ tổng lợi nhuận chiếm 50% tổng lợi nhuận cả năm. Năm 2011, diện tích cao su khai thác là 7.236 ha, năng suất khai thác vẫn ở mức cao 2,18 tấn/ha. Sản lượng cao su khai thác là 14.940 tấn, sản lượng tiêu thụ là 18.540 tấn, giá bán bình quân đạt 91,44 triệu đồng/tấn cao hơn 37% với kế hoạch. Theo đó tổng doanh thu đạt 1.930 tỷ vượt 46% kế hoạch, lợi nhuận trước thuế đạt 931 tỷ đồng, vượt 111% kế hoạch. Trong đó lợi nhuận từ khai thác cao su là 744 tỷ, lợi nhuận từ hoạt động tài chính là 86 tỷ, lợi nhuận từ bán cây là 89 tỷ.

**Kế hoạch kinh doanh năm 2012:** Năm 2012, DPR đặt ra kế hoạch với 1.517 tỷ doanh thu và 527 tỷ lợi nhuận trước thuế. Như vậy kế hoạch đặt ra đều thấp hơn nhiều so với thực hiện năm 2011.

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

**Kết quả kinh doanh năm 2011:** Năm 2011, năng suất khai thác của PHR là 2,01 tấn/ha, sản lượng khai thác đạt 20.808 tấn, thu mua 8.242 tấn, sản lượng tiêu thụ 25.254 tấn, giá bán bình quân đạt 94,74 triệu đồng/tấn. Theo đó, tổng doanh thu đạt 2.466 tỷ đồng, tổng lợi nhuận ước đạt 921 tỷ đồng, vượt 49% kế hoạch.

**Kế hoạch kinh doanh năm 2012:** VRG giao chỉ tiêu cho PHR trong năm 2012 như sau: Sản lượng mủ đạt 19.500 tấn, giá bán cao su là 67 triệu đồng/tấn. Ngoài ra, trong năm 2012, PHR có kế hoạch trồng lại 583 ha.

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

**Kết quả kinh doanh năm 2011:** Năm 2011, sản lượng khai thác đạt 2.807 tấn, thu mua 4.643 tấn, sản lượng tiêu thụ đạt 7.258 tấn, giá bán bình quân của công ty là 94,84 triệu đồng/tấn mang lại 688 tỷ đồng doanh thu và 142 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, 128 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

*Kế hoạch kinh doanh năm 2012:* Năm 2012, HRC sẽ giảm diện tích khai thác cao su và tập trung thanh lý lượng cao su tồn trong năm 2011 nên hiệu quả kinh doanh dự kiến sẽ không bằng năm 2011. Do đó, HRC đặt các chỉ tiêu kinh doanh năm 2012 thấp hơn so với năm 2011.

#### **CTCP Cao su Tây Ninh – Mã CK: TRC**

*Kết quả kinh doanh năm 2011:* 11 tháng 2011 TRC đạt 520 tỷ đồng lợi nhuận.

*Kế hoạch kinh doanh năm 2012:* TRC đặt ra kế hoạch sản lượng khai thác đạt 11.200 tấn với năng suất 2,067 tấn/ha, sản lượng tiêu thụ đạt 15.600 tấn (xuất khẩu đạt 9.200 tấn và tiêu thụ trong nước là 6.400 tấn), dự kiến mang lại 1.196,54 tỷ đồng doanh thu. Mục tiêu của TRC là tăng sản lượng xuất khẩu năm 2012 lên gấp đôi so với năm 2011 để hưởng lợi từ chênh lệch giá. Năm 2012 cũng là năm TRC dự kiến sẽ đẩy mạnh đầu tư. TRC sẽ bắt đầu triển khai dự án trồng cao su tại Campuchia trên diện tích 7.600 héc-ta, dự kiến hoàn thành sau 3 - 4 năm. Công ty được Campuchia cấp phép dự án với thời hạn 70 năm.

## **6. NGÀNH THỦY SẢN**

Một số khó khăn trong năm 2010 tiếp tục gây cản trở cho sự tăng trưởng của thủy sản Việt Nam trong năm 2011 như kinh tế giới vừa bước qua giai đoạn khó khăn nhất nhưng chưa có sự phục hồi vững chắc, nguyên liệu đầu vào tăng cao, thời tiết bất lợi và bệnh dịch xảy ra ở tôm, nghêu, các rào cản thương mại kỹ thuật. Tuy nhiên, ngành thủy sản Việt Nam đã duy trì sự vững vàng trước những khó khăn diễn ra trong năm 2011 bằng sự tăng trưởng cao hơn năm ngoái. Sản lượng thủy sản năm 2011 ước tính là 5.432,9 nghìn tấn, tăng 5,6% so với năm 2010, trong đó cá 4.050,5 nghìn tấn, tăng 5,6%; tôm 632,9 nghìn tấn, tăng 6,8%.

**Bảng 15: Sản lượng thủy sản Việt Nam năm 2011**

ĐVT: Nghìn tấn	Thực hiện		% Tăng trưởng (yoy)
	2010	Ước 2011	
<b>TỔNG SỐ</b>	<b>5.142,8</b>	<b>5.432,9</b>	<b>5,6%</b>
Cá	3.836,6	4.050,5	5,6%
Tôm	592,5	632,9	6,8%
Thủy sản khác	713,7	749,5	5%
<b>Nuôi trồng</b>	<b>2.728,4</b>	<b>2.930,4</b>	<b>7,4%</b>
Cá	2.101,6	2.258,6	7,5%
Tôm	449,7	482,2	7,2%
Thủy sản khác	177,1	189,6	7%
<b>Khai thác</b>	<b>2.414,4</b>	<b>2.502,5</b>	<b>3,6%</b>
Cá	1.735	1.791	3,3%
Tôm	142,8	150,7	5,5%
Thủy sản khác	536,6	559,9	4,3%

**Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam**

### **Nuôi trồng thủy sản**

Diện tích nuôi trồng thủy sản năm 2011 ước tính đạt 1.048,1 nghìn ha, giảm 0,2% so với năm trước, trong đó diện tích nuôi cá đạt 367,7 nghìn ha, tăng 2,2%; diện tích nuôi tôm đạt 626,8 nghìn ha, giảm 2%. Mặc dù diện tích thả nuôi giảm nhưng sản lượng thủy sản nuôi trồng năm nay vẫn đạt 2.930,4 nghìn tấn, tăng 7,4% so với năm 2010, trong đó cá đạt 2.258,6 nghìn tấn, tăng 7,5%; tôm 482,2 nghìn tấn, tăng 7,2%.

Giá cá tra nguyên liệu không ổn định gây cho người nuôi tâm lý e dè và không dám mạnh dạn đầu tư mở rộng diện tích thả nuôi. Các ao nuôi thả trong năm 2011 chủ yếu do chính các doanh nghiệp đầu tư mở rộng hoặc là

sự liên kết giữa các hộ nông dân và doanh nghiệp với những điều khoản đảm bảo hạn chế rủi ro cho người nuôi. Diện tích thả nuôi cá tra cả nước năm 2011 ước tính đạt 12,9 nghìn ha, giảm 2,2% so với năm trước. Diện tích nuôi cá tra giảm song sản lượng cá tra đạt khá, ước tính 1.120 nghìn tấn, tăng 9,3% so với năm trước do mật độ thả nuôi dày hơn vào thời điểm giá cao nên cuối năm thu hoạch tăng nhiều.

Lợi ích kinh tế của tôm sú năm 2010 thúc đẩy nhiều hộ nông dân tự phát đào ao nuôi tôm sú nhưng cơ sở hạ tầng chưa được đầu tư đúng mức và đầy đủ, dẫn đến bệnh dịch lây lan. Sản lượng tôm sú vì vậy giảm 3,7% so với năm 2010. Một số tỉnh nuôi tôm sú bị ảnh hưởng nặng nề nhất là Sóc Trăng giảm 37,6%; Bến Tre giảm 23%; Bạc Liêu giảm 0,7%. Mặc dù vậy, sản lượng các loại tôm khác tiếp tục tăng nhanh nên sản lượng tôm nói chung năm nay không bị ảnh hưởng nhiều, trong đó tôm thẻ chân trắng đạt 139,4 nghìn tấn, tăng 34,5% so với năm trước do năng suất cao và chu kỳ nuôi ngắn; tôm hùm lông đạt 1,3 nghìn tấn, tăng 22,7%.

### Khai thác thủy sản

Sản lượng thủy sản khai thác năm 2011 ước tính đạt 2.502,5 nghìn tấn, tăng 3,6% so với năm trước, bao gồm: Khai thác biển đạt 2.300 nghìn tấn, tăng 3,6%; khai thác nội địa đạt 202,5 nghìn tấn, tăng 4,2%. Do thời tiết thuận lợi cùng với chính sách hỗ trợ của Nhà nước cho tàu có công suất lớn và các địa phương tổ chức khai thác theo mô hình tổ, đội kết hợp nhằm tiết kiệm được chi phí nên sản lượng thủy sản khai thác biển tăng khá. Đặc biệt sản lượng cá ngừ đại dương năm nay tăng cao, đạt 10,5 nghìn tấn, tăng 12,5% so với năm 2010, trong đó Phú Yên đạt 5,6 nghìn tấn, tăng 13,8%; Bình Định 4,7 nghìn tấn, tăng 17,6%.

### Xuất khẩu thủy sản

VASEP cho biết năm 2011 xuất khẩu thủy sản Việt Nam đã cán đích 6,1 tỷ USD, tăng 21,5% so với năm 2010 và tăng gấp 3 lần so với mức 2 tỷ USD năm 2002. Đây là kết quả vượt kỳ vọng của thủy sản Việt Nam trong bối cảnh đầy khó khăn của nền kinh tế toàn cầu cũng như ở trong nước, cộng với những biến đổi khí hậu, thiên tai, bệnh dịch thủy sản xảy ra tại nhiều khu vực trên thế giới.

**Bảng 16: Xuất khẩu thủy sản Việt Nam theo sản phẩm**

ĐVT: Triệu USD	2011	% Tăng trưởng
Tôm các loại	2.396,095	13,7
<i>Tôm chân trắng</i>	<i>704,226</i>	<i>69,9</i>
<i>Tôm sú</i>	<i>1.430,780</i>	<i>-0,6</i>
Cá tra	1.805,658	26,5
Cá ngừ	379,364	29,4
Cá khác	731,937	20,9
Nhuế thề	602,208	23,2
<i>Mực, bạch tuộc</i>	<i>520,297</i>	<i>31,3</i>
<i>Nhuế thề 2 mảnh vỏ</i>	<i>81,911</i>	<i>-11,7</i>
Cua, ghẹ và giáp xác khác	109,731	-1,9
<b>Tổng cộng</b>	<b>6.117,904</b>	<b>21,5</b>

*Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam*

**Bảng 17: Xuất khẩu thủy sản VN theo thị trường**

ĐVT: Triệu USD	2011	% Tăng trưởng
Châu Âu	1.331,762	10,7
<i>Đức</i>	<i>241,251</i>	<i>14,9</i>
<i>Ý</i>	<i>181,947</i>	<i>34,4</i>
<i>Hà Lan</i>	<i>158,182</i>	<i>20,2</i>
<i>Tây Ban Nha</i>	<i>157,841</i>	<i>-5,9</i>
<i>Pháp</i>	<i>130,596</i>	<i>7,1</i>
Mỹ	1.178,420	21,3
Nhật Bản	1.003,955	11,9
Hàn Quốc	477,582	23,7
Trung Quốc & HK	347,905	40,7
Khu vực ASEAN	308,842	43,2
Úc	160,944	6
Canada	144,049	23,1
Mêhicô	111,596	25,7
Nga	105,655	17,8
Khác	947,195	42,3
<b>Tổng cộng</b>	<b>6.117,904</b>	<b>21,5</b>



## **Tôm**

Kết thúc năm 2011, giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam đạt gần 2,4 tỷ USD, một kết quả tích cực trong tình hình kinh tế thế giới và trong nước còn nhiều khó khăn. Yếu tố thành công cho xuất khẩu tôm Việt Nam là giá tôm trên thế giới cao ngay từ những tháng đầu năm do tình hình thiếu hụt nguồn cung tôm từ các nước sản xuất chính như Indonesia, Trung Quốc, Việt Nam. Cụ thể, giá tôm sú trên thị trường Mỹ ngay từ tháng 1/2011 đã đứng ở mức 6,7 USD/pound, tăng mạnh so với 5,4 USD/pound của cùng kỳ năm 2010 và dao động ở mức 6,7-6,8 USD/pound trong suốt 12 tháng qua.

Giá tăng nhưng nhu cầu nhập khẩu từ các thị trường tiêu thụ tôm lớn như Nhật Bản, EU, Hàn Quốc... không hề giảm đã góp phần không nhỏ trong thành quả xuất khẩu tôm Việt Nam trong năm qua. Năm 2011, Việt Nam xuất khẩu tôm sang 91 thị trường thế giới, thu về gần 2,4 tỷ đồng, tăng 13,7% so với năm 2010. Nhật Bản, Mỹ, EU, Trung Quốc (gồm cả Hồng Kong) và Hàn Quốc là 5 thị trường nhập khẩu lớn nhất, chiếm 81,7% tỷ trọng giá trị tôm cả nước. Trong đó Nhật Bản đứng đầu với giá trị đạt 607,2 triệu USD, chiếm 25,3% tỷ trọng xuất khẩu, tiếp đến Mỹ (558,5 triệu USD), EU (412,8 triệu USD), Trung Quốc (223,6 triệu USD) và Hàn Quốc (157,5 triệu USD).

Giữa tháng 7/2011, phán quyết của WTO cho rằng phương pháp quy về 0 mà phía Mỹ áp dụng để rà soát thuế chống bán phá giá (CBPG) trong giai đoạn từ 01/02/2006 đến 31/01/2008 là vi phạm quy định WTO và đề nghị Mỹ đưa ra cách tính khác phù hợp với quy định WTO. Mức thuế suất CBPG mà doanh nghiệp xuất khẩu tôm phải chịu trong thời gian qua thường lớn hơn 25% đã ngăn cản hầu hết các doanh nghiệp tham gia xuất khẩu vào thị trường này. Phán quyết của WTO cũng tạo tiền đề để phía Mỹ bỏ thủ tục này trong các đợt xem xét tiếp theo. Đây là cơ hội để các doanh nghiệp không bán phá giá có khả năng rút khỏi vụ kiện.

Là một giống tôm mới nhưng tôm chân trắng ngày càng khẳng định vị trí trong cơ cấu tôm xuất khẩu của Việt Nam. Trong năm 2011, giá trị xuất khẩu tôm chân trắng tăng 70% so với năm 2010, đạt 704 triệu USD. Trái lại, tôm sú gần như không tăng trưởng về giá trị xuất khẩu với giá trị đạt khoảng 1,4 tỷ USD trong năm 2011, gần bằng giá trị năm 2010. Bệnh dịch bùng phát ở tôm sú công nghiệp tại các tỉnh Sóc Trăng, Bạc Liêu, Cần Thơ và Cà Mau với diện tích nhiễm bệnh ước khoảng 81.000 ha tạo cơ hội cho tôm chân trắng vươn lên là sản phẩm xuất khẩu thay thế hiệu quả cho tôm sú để hạn chế sự khan hiếm nguyên liệu.

## **Cá tra**

Giá trị xuất khẩu của cá tra năm 2011 đạt 1,8 tỷ USD, tăng trưởng mạnh 26,5% so với năm 2010. Điểm nổi bật là trong suốt năm 2011, giá trị xuất khẩu cá tra luôn duy trì tăng trưởng 2 con số trong khi khối lượng chỉ ở mức 1 con số, thậm chí còn sụt giảm vào tháng 2 và tháng 7. Khối lượng xuất khẩu cá tra năm 2011 ước đạt trên 600.000 tấn, tăng 3% so với năm 2010. Năm qua đã có trên 230 doanh nghiệp tham gia xuất khẩu cá tra. Những thị trường duy trì được lượng nhập khẩu ổn định hoặc tăng mạnh một phần là nhờ các doanh nghiệp tham gia xuất khẩu chủ yếu là doanh nghiệp lớn, có đủ khả năng đảm bảo nguồn cung.

Cơ cấu các thị trường nhập khẩu chính hầu như không thay đổi. Sự biến động chỉ xảy ra ở nhóm thị trường nhỏ, nguyên nhân có thể do nhu cầu tại các thị trường này không ổn định. Mỹ và EU vẫn là những thị trường nhập khẩu lớn nhất cá tra của Việt Nam. Hai thị trường này chiếm 47% tổng giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam năm 2011. Trong đó, xuất khẩu sang Mỹ tăng 87,7% lên 331,6 triệu USD, thị phần tăng từ 11% lên 18%. Thị trường EU bị giảm tỷ trọng từ 37% xuống còn 29%, do xuất khẩu sang Tây Ban Nha – thị trường tiêu thụ cá tra lớn nhất trong khối giảm 9,4%.

**Bảng 18: Xuất khẩu cá tra Việt Nam năm 2011**

ĐVT: Triệu USD	2011	% Tăng trưởng
Châu Âu	526,086	-1
Mỹ	331,697	87,8
Khu vực ASEAN	110,852	41,1
Mêhicô	109,048	26,4
Brazil	84,523	149
Ả Rập	58,567	48,8
Trung Quốc & HK	55,488	29,2
Nga	51,833	0,5
Khác	477,566	23,4
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.805,658</b>	<b>26,5</b>

*Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam*

**Bảng 19: Xuất khẩu tôm Việt Nam năm 2011**

ĐVT: Triệu USD	2011	% Tăng trưởng
Nhật Bản	607,202	4,5
Mỹ	558,526	1,3
Châu Âu	412,89	20,3
Trung Quốc & HK	223,664	54,9
Hàn Quốc	157,572	23
Canada	82,986	17,2
Úc	80,403	-6,1
Đài Loan	73,627	18,1
Khu vực ASEAN	48,184	54,7
Nga	19,979	124,3
Khác	131,061	30,9
<b>Tổng cộng</b>	<b>2.396,095</b>	<b>13,7</b>

*Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam*

Nổi bật nhất là kết quả xuất khẩu cá tra vào thị trường Mỹ đạt 331,7 triệu USD, tăng trưởng 87,8%. 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 nhiều tháng năm 2011. Đây là cơ hội để ngành cá tra Việt Nam tăng khối lượng và giá trị 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.

**Bảng 20: Chế biến cá da trơn tại Mỹ**

ĐVT: Tr.pao	Chế biến	% Y-o-Y
Tháng 1	35,1	-12
Tháng 2	27,8	-32
Tháng 3	30,4	-35
Tháng 4	23,6	-36
Tháng 5	24,7	-35
Tháng 6	24,3	-37
Tháng 7	26,6	-32
Tháng 8	30,7	-22
Tháng 9	30,3	-23
Tháng 10	32,4	-20
Tháng 11	25,7	-30

*Nguồn: VASEP*

**Bảng 21: Top 10 loài thủy sản ưa chuộng tại Mỹ**

Năm 2009		Năm 2010	
Loài	Pao/người	Loài	Pao/người
Tôm	4,1	Tôm	4
Cá ngừ đóng hộp	2,5	Cá ngừ đóng hộp	2,7
Cá hồi	2.04	Cá hồi	1,999
Cá minh thái Alaska	1,454	Cá rô phi	1,450
Cá rô phi	1,208	Cá minh thái Alaska	1,192
Cá da trơn	0,849	Cá da trơn	0,8
Cua	0,594	Cua	0,573
Cá tuyết	0,419	Cá tuyết	0,463
Ngao	0,375	Cá Pangasius	0,405
Cá Pangasius	0,356	Ngao	0,341

*Nguồn: Hiệp hội Thủy sản Quốc gia Mỹ (NFI)*

## Thách thức và triển vọng thủy sản Việt Nam

### Thách thức

#### *Nguyên liệu không ổn định*

Trong năm 2011, tổng sản lượng thủy sản xuất khẩu ước đạt 1,5 triệu tấn trong đó sản lượng thủy sản nuôi trồng và khai thác lần lượt là 70% và 30%. Nguồn nguyên liệu thủy sản cho sản phẩm xuất khẩu trong năm gồm 500.000 tấn tôm trong đó tôm chân trắng là 200.000 tấn; 1,2-1,3 triệu tấn cá tra thu hoạch được từ khoảng 6.000 ha ao nuôi. Mặc dù, nguồn nguyên liệu thủy sản năm vừa qua đã đảm bảo cho sản lượng xuất khẩu tăng trưởng nhưng vốn đầu tư cho đánh bắt thủy sản và nuôi trồng thủy sản cao, nguồn nguyên liệu thủy sản thiếu hụt và không ổn định vẫn tồn tại đã tạo sự khan hiếm nguyên liệu cho sản xuất của các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam. Vì vậy mà trong năm 2011, các doanh nghiệp chế biến thủy sản Việt Nam đã nhập khẩu nguyên liệu thủy sản trị giá 500 triệu USD để đáp ứng các đơn hàng.

#### *Chất lượng vệ sinh an toàn thủy sản xuất khẩu*

Các thị trường nhập khẩu thủy sản lớn của Việt Nam ngày càng lập ra các yêu cầu nghiêm ngặt hơn về chất lượng vệ sinh an toàn thực phẩm. Để theo kịp các yêu cầu này, các doanh nghiệp phải đầu tư lớn vào hệ thống kiểm soát chất lượng sản phẩm. Hệ thống kiểm soát chất lượng hoạt động hiệu quả là một khoản chi phí đáng kể đối với doanh nghiệp và không phải tất cả doanh nghiệp đều có thể thực hiện được hoặc ý thức thực hiện. Thực tế là, ý thức kém về đảm bảo chất lượng sản phẩm của một số doanh nghiệp đã ảnh hưởng đến uy tín thủy sản xuất khẩu của Việt Nam. Năm 2011 có một số lô hàng tôm xuất sang Nhật bị phát hiện chứa dư lượng kháng sinh vượt quy định của Nhật Bản, buộc Nhật Bản áp dụng chế độ kiểm soát 100% đối với các lô hàng tôm nhập khẩu từ Việt Nam. Quyết định này của Nhật không những ảnh hưởng đến hình ảnh thủy sản Việt Nam và còn làm chậm tốc độ xuất tôm sang thị trường này.

#### *Phát triển thị trường*

Mặc dù thủy sản xuất khẩu Việt Nam có mặt ở hơn 150 quốc gia và lãnh thổ nhưng những bất ổn kinh tế thế giới có thể ảnh hưởng đến xu hướng tiêu dùng thủy sản trong tương lai. Bên cạnh đó, do tình hình kinh tế toàn cầu còn khó khăn, nhiều quốc gia đang tăng cường bảo hộ nền sản xuất trong nước với nhiều hàng rào thương mại và chiến dịch bôi nhọ sản phẩm nhập khẩu. Rõ ràng đây là những thách thức khó tránh đối với việc tăng thị phần thủy sản xuất khẩu Việt Nam.

#### *Tiếp cận vốn vay*

Đầu tư 1 ha ao nuôi cá tra cần 4-4,2 tỷ đồng trong khi ngân hàng chỉ có thể cho vay tối đa 2 tỷ đồng nếu có tài sản thế chấp. Điều này không thể đáp ứng nhu cầu vay vốn của nông dân. Ngoài ra, thời gian vay vốn cũng là một khó khăn khác. Nhiều ngân hàng quy định đối với hồ sơ vay nuôi cá tra thì thời gian vay thường kéo dài không quá 6 tháng vốn, ngắn hơn chu kỳ kinh doanh nuôi cá tra. Nông dân chắc chắn không thể kịp xoay vòng vốn để hoàn trả khoản vay cho ngân hàng đúng hạn.

### Triển vọng

Vào ngày 03/3/2011, chính phủ Việt Nam ban hành quyết định số 332/QĐ-Ttg chấp thuận kế hoạch phát triển nuôi trồng thủy sản đến năm 2020. Một số mục tiêu quan trọng trong quyết định như sau:

**Bảng 22: Một số mục tiêu quan trọng trong Quyết định số 332/QĐ-Ttg**

	ĐVT	2010	2015	2020
Sản lượng nuôi trồng	Triệu tấn	2,7	3,6	4,5
Diện tích	Triệu ha	1,1	1,1	1,2
Giá trị xuất khẩu	Tỷ USD		3,5-4	5-5,5

Thủy sản xuất khẩu Việt Nam tăng trưởng nhanh hơn kế hoạch đề ra. Giá trị thủy sản xuất khẩu trong năm 2011 ước đạt 6,1 tỷ USD. Con số ước tính này vượt xa kế hoạch 3,5-4 tỷ USD trong năm 2015. Sự tăng trưởng vượt mong đợi yêu cầu Tổng cục Thủy sản Việt Nam phải đề ra một kế hoạch khác lớn hơn phát triển nuôi trồng thủy sản đến năm 2020 để chính phủ phê duyệt. Kế hoạch mới đề ra thủy sản sẽ duy trì tăng trưởng hằng năm 8-10% tương đương 6,5-7 tỷ USD vào năm 2015 và 8 tỷ USD vào năm 2020. Để đạt được những mục tiêu mới, cơ cấu thủy sản xuất khẩu sẽ tập trung vào sản phẩm giá trị gia tăng chiếm 40-50% tổng giá trị xuất khẩu vào năm 2015. Ngoài ra, thủy sản Việt Nam hiện có những lợi thế khác như sau:

- + Những năm qua, điều chỉnh tỷ giá hối đoái Việt Nam luôn có lợi cho hàng xuất khẩu như giá cả cạnh tranh hơn và tăng lợi nhuận đạt được của doanh nghiệp xuất khẩu.
- + Nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng mạnh trở lại ở một số thị trường lớn sau khi khủng hoảng tài chính kết thúc như Mỹ, EU, Trung Quốc và HongKong.
- + Các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam ngày càng chủ động hơn trong đối phó với các chiến dịch bôi nhọ cá tra của các đối thủ quốc tế. Năm 2010, khi Quỹ Hoang Dã Thế Giới của một số nước châu Âu cho rằng cá tra Việt Nam phát triển không bền vững và đưa cá tra Việt Nam vào sách đỏ thì VASEP nhanh chóng thuyết phục thành công Quỹ này rằng cá tra Việt Nam hoàn toàn không như họ nghĩ bằng chuyển khảo sát thực tế tại các khu vực nuôi cá tra lớn của Việt Nam. Cá tra Việt Nam giờ vẫn được xuất khẩu bình thường trên thế giới với các giấy chứng nhận quốc tế như Global G.A.P và ASC.

### Một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành

**Bảng 23: 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 10/01/12
<b>MPC</b>	4.892,7	700	2,31	4,04%	6%	19%	34,20%	3.770	20.833	4,83	0,9	17.400
<b>VHC</b>	2.189,9	471,5	0,78	9,06%	16%	31%	120,28%	6.989	26.121	4,03	1,1	27.100
<b>ABT</b>	547,7	136,1	0,31	11,94%	16%	20%	88,24%	7.317	35.594	4,92	1,0	35.000
<b>AAM</b>	358,5	113,4	0,28	9,6%	18%	21%	133,33%	5.872	30.736	3,68	0,7	22.200
<b>ACL</b>	690,1	110	1,17	9,13%	16%	42%	160,74%	6.192	17.267	2,76	1,0	17.200
<b>HVG</b>	6.391,5	660	1,99	6,32%	7%	20%	90,42%	5.985	30.931	3,14	0,7	20.500
<b>AGF</b>	1.640,8	128,6	1,49	3,2%	5%	12%	101,75%	6.077	51.582	3,04	0,4	17.700
<b>TS4</b>	672,4	115	1,76	3,65%	4%	9%	36,67%	1.921	21.367	4,58	0,4	8.400
<b>AGD</b>	582,9	120	1,31	13,94%	22%	57%	222,22%	9.915	21.043	2,77	1,3	28.500
<b>FMC</b>	616,6	80	3,02	1,57%	5%	18%	31%	3.953	21.237	2,58	0,5	10.000
<b>Ngành</b>				<b>7,75%</b>	<b>11%</b>	<b>23%</b>				<b>4,23</b>	<b>0,9</b>	

**Nguồn: BCTC công ty Q3.2011, VCBS tổng hợp**

## Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn – VHC

Sức tiêu thụ thủy sản trên thị trường thế giới tăng là động lực đưa xuất khẩu thủy sản Việt Nam tăng trưởng. VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam đã tận dụng cơ hội kinh doanh, thể hiện ở tốc độ tăng trưởng doanh thu 39,31% trong 9T2011.

Tự chủ 70% nguồn cá nguyên liệu là một lợi thế cho VHC ổn định chi phí giá vốn hàng bán trong bối cảnh giá cá nguyên liệu nhiều biến động như năm 2011.

Dự trữ nguồn ngân sách hợp lý từ cuối năm 2010 bằng lượng tiền mặt dồi dào và khoản vay ở lãi suất hợp lý đã hạn chế tác động của lãi suất vay cao diễn ra trong năm 2011 đối với hoạt động kinh doanh sản xuất của VHC.

Lập kế hoạch ngân sách tốt và được lợi từ thị trường tiêu thụ thủy sản thế giới, lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 385 tỷ đồng, vượt 54% kế hoạch tương ứng với EPS là 8.393 đồng/cp và P/E forward là 3,2.

Điểm mạnh (Strength)	Điểm yếu (Weakness)
<ul style="list-style-type: none"><li>Là doanh nghiệp kinh doanh chế biến cá tra lớn nhất nhì Việt Nam nên có sức ảnh hưởng tương đối lớn trong ngành cá tra Việt Nam, tạo được vị thế đối với nhà cung cấp cá nguyên liệu trong nước và khách hàng quốc tế.</li><li>Ngày càng nâng cao tính khép kín trong sản xuất khi xây dựng vùng cá nguyên liệu, nhà máy chế biến thức ăn cho cá và có kế hoạch tận dụng tối đa nguồn phụ phẩm từ cá.</li><li>Xây dựng được vùng cá nguyên liệu tương đối lớn có thể đáp ứng 70% nhu cầu cá nguyên liệu cho sản xuất, giảm thiểu sự tác động giá cá nguyên liệu đến hoạt động sản xuất kinh doanh.</li><li>Chi phí sản xuất khá ổn định.</li><li>Xây dựng vùng cá nuôi trồng theo tiêu chuẩn Global Gap, có khả năng truy xuất nguồn gốc đến từng ao nuôi, tạo sự an tâm cho nước nhập khẩu về nguồn gốc sản phẩm VHC.</li><li>Có chiến lược đa dạng hóa sản phẩm gồm cá tra, mỡ cá, cá chêm và dầu diesel sinh học.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Cơ cấu thị trường xuất khẩu chưa đa dạng, chủ yếu tập trung ở 2 thị trường lớn là EU và Mỹ nên sẽ gặp nhiều khó khăn nếu gặp phải rào cản thương mại từ 2 thị trường này.</li></ul>
Cơ hội (Opportunity)	Thách thức (Threat)
<ul style="list-style-type: none"><li>Giá xuất khẩu cá tra có xu hướng tăng do nhu cầu tiêu thụ thế giới tăng và nguồn cung thiếu hụt.</li><li>Ngành sản xuất cá da trơn của Mỹ đang gặp khó khăn, sản lượng chế biến giảm liên tiếp nhiều tháng trong năm 2011 và có khả năng tiếp tục trong năm 2012.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Những quy định về chất lượng sản phẩm ở các thị trường xuất khẩu hạn chế sự thâm nhập thị trường của VHC.</li><li>Là doanh nghiệp đầu ngành, VHC cần 1 lực lượng công nhân lớn trong sản xuất trong khi lực lượng lao động này rất khó ổn định.</li></ul>



## Công ty Cổ phần Thủy sản Gò Đàng – AGD

Sức tiêu thụ thủy sản trên thị trường thế giới tăng là động lực đưa xuất khẩu thủy sản Việt Nam tăng trưởng. AGD là doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản với 2 sản phẩm chính là cá tra và nghêu đạt doanh thu 9T2011 649,76 tỷ đồng, tăng trưởng 67,75%.

Tính khép kín cao trong quy trình sản xuất được thể hiện ở vùng nuôi cá nguyên liệu đáp ứng 80% nhu cầu cá nguyên liệu cho sản xuất và nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi là yếu tố tích cực để AGD có tỷ suất giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần 9T2011 là 71,66%, mức thấp rất ít doanh nghiệp trong ngành đạt được.

Sức tiêu thụ thủy sản thế giới tăng cho phép AGD đạt tăng trưởng doanh thu cao mà không cần tăng chi phí quảng cáo, tiếp thị sản phẩm trong chi phí bán hàng, thậm chí tỷ suất chi phí bán hàng trên doanh thu thuần có phần giảm so với cùng kỳ.

Nếu môi trường kinh doanh trong quý 4.2011 vẫn duy trì thuận lợi như 3 quý đầu, dự báo lợi nhuận sau thuế AGD đạt khoảng 148 tỷ đồng, EPS 12.335 đồng/cp và P/E forward tương ứng là 2,3.

Điểm mạnh (Strength)	Điểm yếu (Weakness)
<ul style="list-style-type: none"><li>Xây dựng và ngày càng hoàn thiện quy trình sản xuất khép kín với tự chủ vùng nuôi, nhà máy thức ăn chăn nuôi giúp công ty kiểm soát chi phí, nâng cao hiệu quả lợi nhuận.</li><li>Quy trình sản xuất chế biến áp dụng hệ thống quản lý chất lượng được chứng nhận Global GAAP, MSC.</li><li>Kho lạnh An Phát sức chứa 3.500 tấn giúp doanh nghiệp linh hoạt linh hoạt trữ hoạt theo tín hiệu của thị trường.</li><li>Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu gồm cá tra, nghêu, mực cùng với thị trường xuất khẩu đa dạng hạn chế tác động của những thay đổi tiêu cực từ thị trường xuất khẩu và sản phẩm xuất khẩu.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Nghêu nguyên liệu chủ yếu thu mua ngoài.</li></ul>
Cơ hội (Opportunity)	Thách thức (Threat)
<ul style="list-style-type: none"><li>Giá xuất khẩu cá tra có xu hướng tăng do nhu cầu tiêu thụ thế giới tăng và nguồn cung thiếu hụt.</li><li>Mở rộng diện tích nuôi cá tra lên 120 ha trong đó 10-20 ha sử dụng cho nuôi cá giống trong năm 2011 sẽ phục vụ 100% nhu cầu nguyên liệu sản xuất, kiểm soát chi phí tốt hơn.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Dịch bệnh ở nghêu vẫn chưa được khống chế hoàn toàn trong khi công ty vẫn phụ thuộc chủ yếu từ nguồn mua ngoài.</li><li>Những quy định về chất lượng sản phẩm ở các thị trường xuất khẩu hạn chế sự thâm nhập thị trường của AGD.</li></ul>

## 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)

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