

Ngày 26 tháng 03 năm 2012



## BÁO CÁO PHÂN TÍCH

**CTCP Chứng khoán**

**Rồng Việt - RongViet  
Securites**

Lầu 1 – 2 - 3 – 4

Tòa nhà VietDragon Tower

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

[info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

**Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư**

Báo cáo Chuyên đề Nghiên cứu

[phan\\_tich@vdsc.com.vn](mailto:phan_tich@vdsc.com.vn)

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2012

---

#### PHÒNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ – RongViet Securites

Tất cả giá cổ phiếu thể hiện trong báo cáo được trích tại giá đóng cửa của ngày 23/03/2012 (đối với cổ phiếu đang niêm yết) và trích từ nguồn dữ liệu giao dịch của Công ty RongViet Securites (đối với cổ phiếu OTC).

RongViet Securites có thực hiện và tìm kiếm sự hợp tác với một số Công ty được thể hiện trong bản báo cáo này. Do vậy, quý nhà đầu tư cần phải lưu ý rằng RongViet Securites có thể có sự khác biệt về sự quan tâm với quý vị mà có thể ảnh hưởng đến chất lượng của bản báo cáo.

Quý nhà đầu tư cần phải cân nhắc rằng bản báo cáo này chỉ được sử dụng như là một nguồn tham khảo độc lập để thực hiện các quyết định đầu tư của mình.

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư là một bộ phận độc lập của RongViet Securites, bài viết của Phòng được cung cấp miễn phí cho quý khách hàng của RongViet Securites. Quý khách hàng có thể truy cập vào Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn) để xem hoặc tải về bản báo cáo.

**XIN VUI LÒNG ĐỌC NHỮNG KHUYẾN CÁO VÀ MỤC ĐÍCH CỦA BẢN BÁO CÁO TẠI TRANG CUỐI.**

---

## NỘI DUNG

<b>KINH TẾ VIỆT NAM.....</b>	<b>4</b>
<b>THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2011 .....</b>	<b>12</b>
<b>TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2012 .....</b>	<b>17</b>
<b>TỔNG QUAN CÁC NGÀNH VÀ CÔNG TY .....</b>	<b>20</b>
<b>TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG .....</b>	<b>20</b>
NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB - HSX) .....	23
NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG - HSX) .....	24
NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (ACB - HNX) .....	25
NGÂN HÀNG TMCP XUẤT NHẬP KHẨU VIỆT NAM (EIB - HSX) .....	26
<b>BẤT ĐỘNG SẢN – XÂY DỰNG.....</b>	<b>27</b>
CTCP HOÀNG ANH GIA LAI (HAG - HSX).....	29
CTCP VINCOM (VIC - HSX) .....	30
TỔNG CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN XÂY DỰNG (DIG - HSX) .....	31
CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE - HSX).....	32
CTCP XÂY DỰNG COTEC (CTD - HSX) .....	33
TỔNG CTCP XÂY LẮP DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVX - HNX) .....	34
<b>VẬT LIỆU XÂY DỰNG: THÉP.....</b>	<b>35</b>
CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG - HSX) .....	37
CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG - HSX).....	38
<b>VẬT LIỆU XÂY DỰNG: ĐÁ .....</b>	<b>39</b>
CTCP KHOÁNG SẢN VÀ XÂY DỰNG BÌNH DƯƠNG (KSB- HSX) .....	39
<b>HÀNG TIÊU DÙNG.....</b>	<b>40</b>
<b>THỦY SẢN .....</b>	<b>40</b>
<b>THỰC PHẨM – ĐỒ UỐNG .....</b>	<b>42</b>
CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM- HSX).....	49
CTCP MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN (LSS- HSX) .....	50
CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG (DRC- HSX).....	51
CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUỲ PHÚ NHUẬN (PNJ- HSX).....	52
CTCP VINACAFE BIÊN HÒA (VCF- HSX) .....	53
CTCP HÙNG VƯƠNG (HVG- HSX).....	54
CTCP KINH ĐÔ (KDC - HSX).....	55

CTCP BÓNG ĐÈN PHÍCH NƯỚC RẠNG ĐÔNG (RAL- HSX) .....	56
CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (MSN- HSX) .....	57
<b>VẬN TẢI BIỂN &amp; CẢNG .....</b>	<b>58</b>
CTCP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN (GMD - HSX) .....	60
CTCP CONTAINER VIỆT NAM (VSC - HSX) .....	61
<b>NGÀNH KHÁC .....</b>	<b>62</b>
CTCP ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM (VNS - HSX) .....	62
CTCP NHỰA BÌNH MINH (BMP - HSX) .....	63
<b>NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN.....</b>	<b>64</b>
<b>CAO SU TỰ NHIÊN .....</b>	<b>64</b>
<b>PHÂN BÓN – THUỐC BẢO VỆ THỰC VẬT .....</b>	<b>65</b>
CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ (DPR – HSX).....	66
CTCP PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ (DPM - HSX).....	67
<b>DƯỢC PHẨM.....</b>	<b>68</b>
CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG – HSX).....	69
<b>DẦU KHÍ.....</b>	<b>70</b>
TỔNG CTCP KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (PVD - HSX).....	71
TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS - HNX) .....	72
<b>TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG .....</b>	<b>73</b>
<b>ĐIỆN .....</b>	<b>73</b>
<b>GAS .....</b>	<b>74</b>
CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (PPC- HSX) .....	75
CTCP KHÍ THẤP ÁP VIỆT NAM (PGD – HSX) .....	76
<b>CÔNG NGHỆ.....</b>	<b>77</b>
CTCP FPT (FPT – HSX) .....	78
<b>PHỤ LỤC 1.....</b>	<b>79</b>
<b>PHỤ LỤC 2.....</b>	<b>80</b>

## KINH TẾ VIỆT NAM

Những khó khăn của Việt Nam trong năm 2011 đã tạo áp lực buộc chính phủ phải nhìn nhận lại các vấn đề của nền kinh tế, đặc biệt là đối với mô hình tăng trưởng và tìm biện pháp giải quyết. Nếu những biện pháp này thành công, nó sẽ gia cố hệ thống ngân hàng và thị trường vốn trong nước cũng như định hình lại cách thức vận hành và quản lý chi tiêu công và đầu tư vốn tại các doanh nghiệp Nhà nước. Sự thành công của chính sách tái cấu trúc lần này sẽ tạo ra những động lực mới đối với triển vọng của kinh tế Việt Nam. Do đó, nhìn về năm 2012, chúng tôi không kỳ vọng vào những kết quả tăng trưởng ấn tượng của các con số, mà chúng tôi nhìn vào các cơ hội do tái cấu trúc nền kinh tế tạo ra.

### Nhìn lại kinh tế Việt Nam 2011: Một năm nhiều thử thách

Năm 2011 kinh tế Việt Nam phải đối mặt với nhiều khó khăn trong đó nổi bật ở ba mặt: (1) lạm phát cao (2) một số ngân hàng lâm vào khó khăn thanh khoản và đối mặt với rủi ro nợ xấu gia tăng (3) doanh nghiệp chịu tác động nặng nề bởi chi phí lãi vay cao và tình hình kinh doanh không thuận lợi.

Đến cuối năm 2011, nhiều doanh nghiệp Việt Nam đang đối mặt với khó khăn lớn, thể hiện qua con số gần 50,000 doanh nghiệp phá sản trong năm 2011 và mức tồn kho cao. Bên cạnh đó, giá của những đầu vào thiết yếu cho sản xuất như xăng dầu, điện, nước, ga tiếp tục tăng sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất. Vấn đề tìm kiếm nguồn vốn cho các doanh nghiệp sản xuất Việt Nam, nhất là khu vực doanh nghiệp vừa và nhỏ, đồng thời cải thiện hiệu quả của các tập đoàn Nhà nước sẽ là một thử thách đối với tăng trưởng kinh tế. Mặc dù nền kinh tế thiếu vốn, việc đầu tư dàn trải tại các địa phương là một gánh nặng và cản trở hiệu quả của các chi tiêu chính phủ.

Việc siết chặt tài khóa và tiền tệ cộng với những khó khăn mà doanh nghiệp trong nước gặp phải trong việc tiêu thụ hàng hóa và tình trạng đóng băng của thị trường bất động sản đẩy một số ngân hàng đối mặt với tình trạng cạn kiệt thanh khoản và nợ xấu gia tăng, nhất là những khoản nợ liên quan đến bất động sản và doanh nghiệp Nhà nước. Điều này đã tạo áp lực dẫn đến những động thái sáp nhập một số ngân hàng và buộc Ngân hàng Nhà nước tiến hành phân loại lại các ngân hàng thương mại trong nền kinh tế nhằm phục vụ các mục tiêu quản lý và định hướng chính sách.

Chỉ tiêu	2010	2011
Tăng trưởng GDP (%)	6,78	5,89
Lạm phát (%)	11,75	18,13
Thâm hụt ngân sách (%)	5,8	5,3
Tăng trưởng cung tiền M2 (%)	25,3	9
Nhập siêu (tỷ USD)	-12,25	-9,5
Kiểm hối (tỷ USD)	8,03	9
Giải ngân FDI (tỷ USD)	11	11
Cán cân thanh toán (tỷ USD)	-3,07	3,1
Tỷ giá bình quân liên ngân hàng cuối năm (VND/USD)	18.932	20.828

Hình 1. Một số chỉ tiêu kinh tế cơ bản 2010-2011

Nguồn: TCTK, NHNN, VDSC

Kinh tế Việt Nam trong những tháng cuối năm 2011 cho thấy những điểm sáng nhất định: nhập siêu được cải thiện, lạm phát tăng chậm lại, FDI đổ vào khu vực sản xuất tăng lên, những khuyết tật trong hệ thống định chế tài chính đã được nhận diện và đang được sửa chữa.

Diễn biến tình hình kinh tế của những tháng đầu năm 2012 cho thấy tuy khả năng duy trì lạm phát dưới hai con số là nằm trong tầm kiểm soát, Việt Nam vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức khác trong tăng

trường kinh tế. Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong nền kinh tế vẫn gặp nhiều khó khăn. Chỉ số sản xuất công nghiệp tính đến ngày 1/2/2012 của toàn ngành công nghiệp chế biến tăng 17,4% so với cùng kỳ năm 2011 trong đó có những ngành có mức tồn kho tăng cao hơn 50% là chế biến và bảo quản rau quả (tăng 80,6%), sản xuất phân bón và hợp chất ni tơ (tăng 71,9%), sản xuất xi măng, vôi, vữa (tăng 68,1%), và sản xuất sắt, thép (tăng 53,4%). Trong khi hàng tồn kho tăng cao so với cùng kỳ, chỉ số tiêu thụ ngành công nghiệp chế biến chỉ bằng 83% so với cùng kỳ năm 2011, phản ánh thực tế lượng hàng tồn kho tăng cao bị tác động đáng kể bởi sức cầu yếu chứ không phải do doanh nghiệp mở rộng kinh doanh đón đầu phục hồi kinh tế.

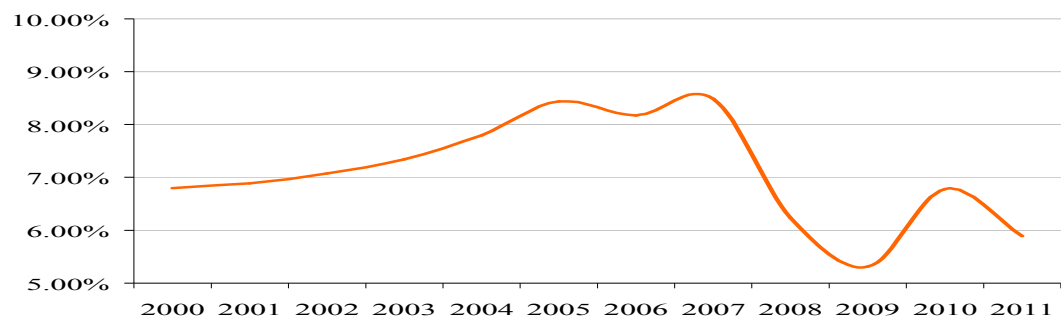
Bên cạnh những khó khăn kéo dài từ năm trước, những cú sốc đến từ bên ngoài cũng có thể phá vỡ kế hoạch tăng trưởng của Việt Nam. Mặc dù có những tín hiệu lạc quan từ kinh tế Mỹ vào cuối năm, diễn biến khủng hoảng nợ và ngân hàng ở Châu Âu có phần dịu lại và mang lại một số tín hiệu lạc quan ban đầu trong tháng 3 năm 2012, kinh tế Trung Quốc lại đặt mục tiêu tăng trưởng chậm lại và thị trường địa ốc nước này không được mạnh khỏe. Với tư cách là một nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu, nếu tốc độ tăng trưởng của kinh tế Mỹ và Châu Âu không duy trì được tín hiệu lạc quan, Việt Nam sẽ gặp nhiều khó khăn trong xuất khẩu hàng hóa và cải thiện cán cân thanh toán. Ngoài ra, những bất ổn chính trị tại Trung Đông và Châu Phi có thể tiếp tục khiến giá dầu và giá lương thực tăng cao, gây áp lực đối với chi phí kinh doanh và lạm phát của Việt Nam.

*Chúng tôi không bi quan về triển vọng kinh tế Việt Nam nhưng chúng tôi không cố gắng vẽ ra một bức tranh màu hồng. Năm 2012 là một năm không dễ dàng với tăng trưởng kinh tế nhưng nó ẩn chứa những cơ hội lớn qua việc cải tổ và tái cấu trúc nền kinh tế. Chúng tôi cho rằng cơ hội tăng trưởng sẽ chỉ sáng sủa hơn với kinh tế Việt Nam vào những tháng cuối năm 2012 khi mà dấu hiệu lạm phát hạ nhiệt được rõ ràng và tạo điều kiện cho lãi suất có thể giảm xuống mức 10% như mục tiêu chính phủ đề ra và khi tình hình cải tổ hệ thống ngân hàng bắt đầu phát huy tác dụng. Việc FDI năm 2011 gia tăng đầu tư vào khu vực sản xuất và tái cấu trúc các ngân hàng có thể sẽ tạo ra động lực đáng chú ý cho kinh tế Việt Nam, nếu những dòng vốn từ FDI và ngân hàng được giải ngân vào những dự án mang lại hiệu quả kinh tế cao.*

## Những trở ngại chủ yếu trong năm 2012

### ***Kinh tế tăng trưởng chậm lại***

Ba kịch bản tăng trưởng kinh tế của kinh tế Việt Nam trong năm 2012 do Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia đưa ra cho thấy trong kịch bản xấu, kinh tế Việt Nam trong năm 2012 được dự đoán sẽ tăng trưởng khoảng 5,2-5,5% trong khi mức tăng trưởng GDP trong kịch bản được Ủy ban này đánh giá khả năng xảy ra cao nhất thì cũng chỉ ngang bằng với tốc độ tăng trưởng 5,89% của năm 2011. Tốc độ tăng trưởng này đã chậm lại so với mức tăng trưởng 6,78% của năm 2010 và vẫn chưa thể quay lại mức bình quân tăng trưởng trên 7% của giai đoạn 2000-2007, cũng như thấp hơn đáng kể so với dự báo tăng trưởng 6,8% của IMF.



Hình 2. Tốc độ tăng trưởng GDP đang chậm lại

Nguồn: RONGVIET SECURITIES

Với tư cách là một nền kinh tế có sự phụ thuộc lớn đối với kinh tế bên ngoài, thể hiện qua tỷ trọng xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ so với GDP trên 70%, với những bất ổn trong tăng trưởng của kinh tế thế giới, đồng thời với kế hoạch tăng trưởng tín dụng 15-17% nhằm kiểm soát lạm phát dưới 10%, chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng GDP khoảng 5,5% hoặc thấp hơn là có nhiều khả năng xảy ra.

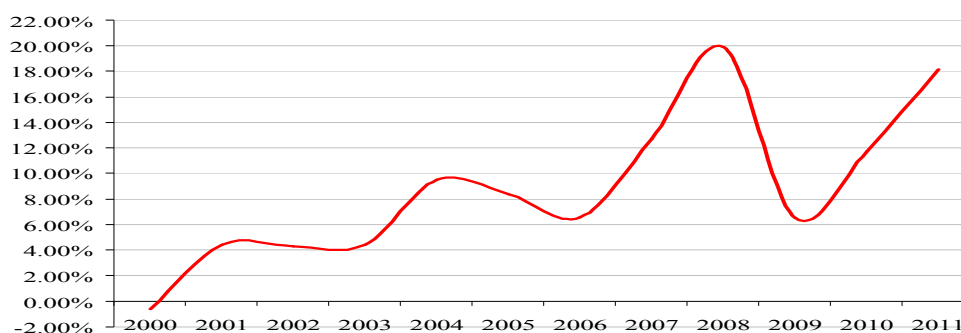
	Kịch bản		
	Tốt	Trung bình	Xấu
Tăng trưởng GDP	6-6,3%	5,6-5,9%	5,2-5,5%
Tăng trưởng xuất khẩu	12-13%	8-9%	5-6%
Bội chi ngân sách/GDP	4,8%	4,8%	4,8%
Nợ công/GDP	58,2-58,8%	58,8-59,2%	59,8-60,4%
Lạm phát	8-10%	8-10%	8-9%

Nguồn: Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia, NDHMoney

### **Thắt chặt tài khóa và tiền tệ tác động tiêu cực đến doanh nghiệp**

Năm 2011, lạm phát của Việt Nam nằm trong số hàng đầu thế giới với mức tăng của chỉ số CPI lên tới 18% so với đầu năm. Dù vậy, mục tiêu khống chế lạm phát về mức dưới 10% của chính phủ trong năm 2012 nhiều khả năng thành hiện thực nhờ chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa đang được tiến hành.

Việc thắt chặt tài khóa và tiền tệ trong năm 2011 tuy góp phần khống chế lạm phát nhưng việc “phanh gáp” nguồn cung tiền và tín dụng đổ ra ào ạt từ những năm trước lại tạo ra khó khăn đối với việc tiếp cận vốn của các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Với mức lãi suất tiền gửi là 14%, có lúc lên đến 20% theo các thỏa thuận không chính thức giữa ngân hàng và người gửi tiền. Mức lãi suất cho vay theo nguồn tin từ các phương tiện truyền thông là thường được duy trì ở mức trên 20%. Đây là một mức lãi suất cho vay quá cao để đảm bảo doanh nghiệp vay tiền có thể chịu đựng trong bối cảnh tình hình kinh doanh đi xuống.



Hình 3. Lạm phát ở mức cao trong lịch sử

Nguồn: RONGVIET SECURITIES

Việc đồng loạt hạ nhiều loại lãi suất một mức 1% trong tháng 3/2012 trong bối cảnh lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt trong ba tháng đầu năm (theo diễn biến của chỉ số CPI) không nhất thiết giúp đỡ đáng kể cho doanh nghiệp khi mà vấn đề của họ không chỉ nằm ở chi phí kinh doanh cao mà ở khả năng tiêu thụ hàng hóa. Mức lãi suất sau khi hạ đi 1% vẫn còn ở mức cao so với tình hình tiêu thụ chậm của hàng tồn kho và sức cầu yếu.

Mặt khác, nhiều ý kiến phản biện cho rằng chỉ số CPI chưa phản ánh thực tế tăng giá trong những tháng đầu năm với những hàng hóa thiết yếu như xăng dầu tăng 10%. Chúng tôi cho rằng tác động của việc tăng giá những mặt hàng này sẽ phản ánh vào CPI của những tháng tiếp theo hơn nữa sức cầu yếu

trong nền kinh tế sẽ góp phần kéo chỉ số CPI ở mức không quá cao. Tuy nhiên, hệ quả của việc tăng giá những hàng hóa thiết yếu như xăng dầu, điện, v.v. sẽ tiếp tục là làm suy yếu nhu cầu chi tiêu của người dân và sẽ lại gián tiếp tác động tiêu cực lên chi phí hoạt động lẫn đầu ra của các doanh nghiệp.

	Mức trước khi điều chỉnh	Mức sau khi điều chỉnh
Lãi suất tái cấp vốn (%)	15	14
Lãi suất suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng (%)	16	15
Lãi suất tái chiết khấu (%)	13	12
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng (%)	6	5
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn từ 1 tháng trở lên (%)	14	13

Hình 4. Các loại lãi suất được điều chỉnh trong tháng 3/2012

Nguồn: NHNN

Con số gần 50.000 doanh nghiệp phá sản và mức tăng hàng tồn kho 23% vào cuối năm 2011 cho thấy các doanh nghiệp vẫn đang gặp khó khăn trong việc tiêu thụ hàng hóa. Năm 2010, con số này là 27,9% nay lại tăng thêm 23%, nghĩa là hàng tồn kho vẫn đang trong tình trạng chồng chất lên từ một mức tăng cao của năm trước chứ không phải là một tỷ lệ tăng bình thường. Báo cáo điểm lại kinh tế Việt Nam vào tháng 12/2011 của World Bank cho rằng xuất khẩu của năm 2011 của Việt Nam tăng mạnh được hưởng lợi từ việc hàng xuất khẩu tăng giá mạnh hơn là nhờ vào khối lượng tăng. Vì vậy, ngay cả trong lĩnh vực tưởng là được cải thiện tốt của Việt Nam, thì thực tế tình hình làm ăn của các doanh nghiệp cũng không được khả quan.

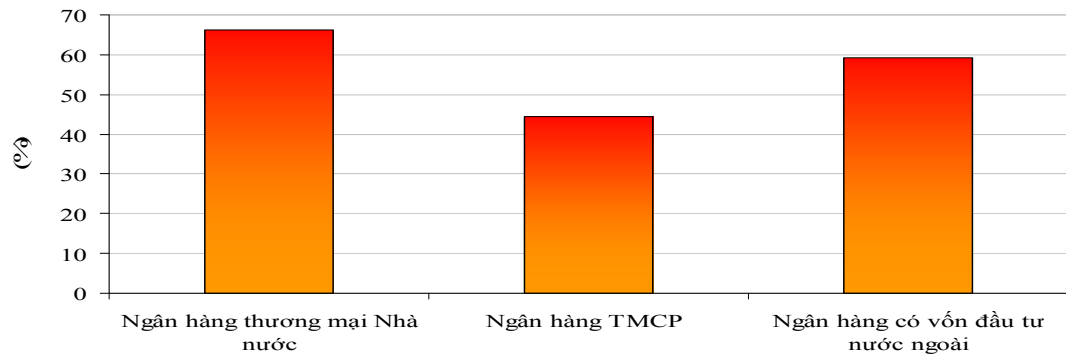
Việc nhiều doanh nghiệp phá sản và phải vay nợ với lãi suất cao đe dọa sự ổn định của hệ thống ngân hàng vốn đang gặp nhiều rắc rối trong chuyện quản lý rủi ro thanh khoản của mình. Mặt khác, việc siết chặt tín dụng vào lĩnh vực phi sản xuất đã tạo ra tác động xấu đối với thị trường bất động sản và chứng khoán, hai lĩnh vực sử dụng đòn bẩy tài chính cao trong nền kinh tế. Những yếu tố này khiến vấn đề về nợ xấu trong hệ thống ngân hàng trở nên trầm trọng hơn.

#### ***Hệ thống ngân hàng dễ bị tổn thương: nợ xấu tăng nhanh, thanh khoản sụt giảm***

Số liệu ước tính của thống đốc NHNN cho thấy tỷ lệ nợ xấu so với tổng dư nợ năm 2011 là khoảng 3,3% đã tăng lên so với mức 2,14% trong năm 2010. Tuy nhiên, con số nợ xấu thực sự ở các ngân hàng có thể cao hơn nhiều so với con số công bố này, và có thể lên đến hơn 10%. Một bài báo vào tháng 10 năm 2011 đăng trên Thời Báo Kinh Tế Sài Gòn cho rằng sự khác biệt trong cách ghi nhận nợ xấu của Việt Nam so với chuẩn mực IAS có thể khiến tỷ lệ nợ xấu thực sự trong hệ thống ngân hàng đã bị đánh giá thấp, vì theo chuẩn mực IAS thì con số này có thể lên đến 13%.

Số liệu công bố của năm 2010 cho thấy 60% các khoản nợ xấu của hệ thống ngân hàng là liên quan tới các doanh nghiệp Nhà nước. Vì vậy, chúng tôi không ngạc nhiên khi mà số liệu nợ xấu của khu vực ngân hàng thương mại Nhà nước tăng cao nhất so với các nhóm ngân hàng khác (tăng 66,18%).

Việc con số nợ xấu do NHNN công bố có thể đã đánh giá thấp thực trạng nợ xấu của các ngân hàng thương mại khiến chúng tôi lo ngại về tính an toàn vốn của của một số ngân hàng thương mại, nhất là nhóm ngân hàng thương mại cổ phần nhỏ và những ngân hàng thương mại có quan hệ chặt chẽ với các tập đoàn Nhà nước. Nếu tỷ lệ nợ xấu thật sự là trên 10% thì các ngân hàng có thể phải thực hiện những khoản ghi giảm giá trị tài sản và vốn chủ sở hữu trong khi không có dự phòng đầy đủ, sẽ khiến tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng thấp hơn đáng kể so với mức trên 8% mà nhiều ngân hàng công bố hiện nay.



Hình 5. Tốc độ tăng nợ xấu của các nhóm ngân hàng thương mại năm 2011 so với 2010\*

\* Số liệu tính đến tháng 10/2011

Nguồn: NHNN, TBKTSG

Theo số liệu của Bộ Xây Dựng ước tính, tổng dư nợ cho vay bất động sản đến tháng 9 năm 2011 chiếm 9,25% tổng dư nợ trong nền kinh tế, trong đó nợ xấu chiếm khoảng 4,14%. Tín dụng cho khu vực bất động sản đến tháng 9 năm 2011 đã giảm 13,46% so với cuối năm 2010. Mặc dù số liệu của Bộ Xây dựng cho thấy 97% các khoản cho vay bất động sản là có đảm bảo bằng tài sản nhưng với tình hình thị trường bất động sản tiếp tục suy giảm như trong năm 2011 và tín dụng ngày một sụt giảm, chúng tôi lo ngại tỷ lệ nợ xấu trong khu vực bất động sản sẽ tăng lên trong năm 2012. Mặt khác, như đề cập ở trên, con số nợ xấu xấp xỉ 4% cho khu vực này có thể đã bị đánh giá thấp.

Trong khi nợ xấu là một mối lo tiềm ẩn thì tình hình thanh khoản của các ngân hàng là một nỗi lo đã hiện diện nhiều năm nay. Nhiều ngân hàng duy trì tình trạng mất cân đối nghiêm trọng về kỳ hạn của tài sản nợ và tài sản có, với đa phần các khoản vốn huy động là có kỳ hạn dưới 1 năm trong khi nhiều dự án cho vay có thời hạn dài, chẳng hạn như các dự án bất động sản và dự án của các công ty Nhà nước. Tình trạng quản lý thanh khoản kém trong hệ thống ngân hàng là một thực tế đã tồn tại nhiều năm qua khi mà những cuộc đua lãi suất huy động thường xuyên diễn ra.

Trong năm 2011, khi mà lạm phát lên tới gần 20% mà lãi suất huy động bị chặn mức trần 14% khiến tốc độ huy động tiền gửi của ngân hàng chậm hơn nhiều so với tốc độ tăng tín dụng. Tổng nguồn vốn huy động của các ngân hàng ở Hà Nội trong năm 2011 chỉ tăng 1,6% so với năm 2010 trong khi dư nợ tín dụng tăng xấp xỉ 13%. Một lý do khác khiến nguồn vốn huy động tăng chậm là người dân sử dụng tiết kiệm để chuyển đổi sang vàng và ngoại tệ thay vì gửi ngân hàng trong bối cảnh lạm phát cao và lãi suất bị chặn trần. Vì vậy, mặc dù lãi suất tiền gửi duy trì ở mức cao trong lịch sử nhưng do lạm phát cao, sự duy trì trần lãi suất và sự suy yếu niềm tin vào tài sản tích trữ bằng VND, tốc độ tăng tiền gửi trong hệ thống ngân hàng thấp.

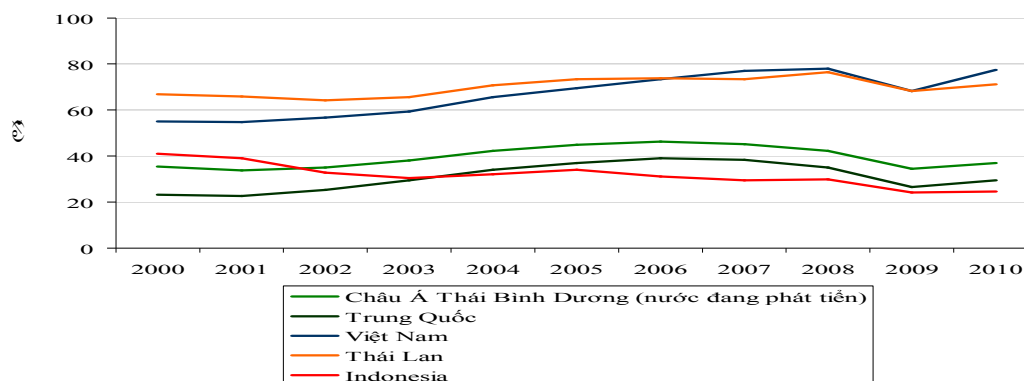
Trong bối cảnh phải kìm chế cung tiền để chống lạm phát, khả năng thực hiện những chính sách như bơm thanh khoản và mua lại nợ xấu của những ngân hàng hoạt động kém của NHNN cũng gặp nhiều hạn chế. Do đó, nhiều ngân hàng thương mại ở Việt Nam gặp khó khăn lớn về mặt thanh khoản và an toàn vốn. Vì lý do đó, chính phủ đã đặt mục tiêu tái cấu trúc ngành ngân hàng lên hàng đầu vào những tháng cuối năm 2011. Việc ba ngân hàng thương mại cổ phần sáp nhập vào cuối năm 2011 có thể xem là một sự bắt đầu của chương trình tái cấu trúc này.

### ***Để bị tổn thương bởi cú sốc từ bên ngoài do sự phụ thuộc vào xuất nhập khẩu***

Con số tỷ trọng xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam so với GDP cao hơn mặt bằng chung của khu vực kinh tế đang phát triển ở Châu Á và vượt hơn nhiều so với Trung Quốc, Indonesia và cũng cao hơn Thái Lan, một nền kinh tế cũng phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu. Điều này cho thấy kinh tế của Việt Nam dễ bị tổn thương do những cú sốc từ bên ngoài, nhất là đối với nhu cầu nhập khẩu đến từ các đối tác thương mại chính như Châu Âu và Nhật Bản. Vì vậy, khủng hoảng nợ ở Châu Âu cũng như tốc độ hồi



phục kinh tế toàn cầu có tác động lớn đến nền kinh tế Việt Nam.



Hình 6. Tỷ trọng xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ so với GDP của Việt Nam so với một số nước đang phát triển khác (%)

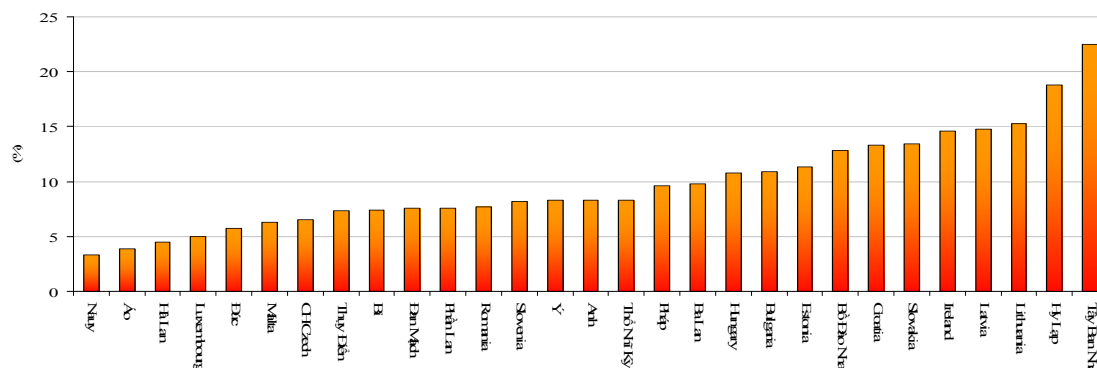
Nguồn: World Bank

Trong khi đó, tình hình nợ công và bất ổn trong hệ thống ngân hàng của Châu Âu vẫn diễn biến phức tạp. Hy Lạp đã phải cầu viện đến gói cứu trợ thứ hai trị giá 130 tỷ USD sau khi đã thương lượng hoán đổi nợ (một hình thức giảm và giãn nợ) với các chủ nợ tư nhân. Đến lượt những nước Đông Âu như Hungary đã tìm đến IMF để thương lượng về việc vay mượn để dự phòng khó khăn có thể xảy đến cho thấy tình hình lây lan khủng hoảng nợ và ngân hàng ở Châu Âu đang diễn biến ở chiều hướng xấu.

Bản thân các cơ chế cứu trợ trong tình huống khẩn cấp của Châu Âu tỏ ra thiếu độ tin cậy và quá rắc rối. Cơ chế các quỹ cứu trợ như EFSF khá rườm rà và vẫn có qui mô không đủ lớn so với qui mô các thị trường trái phiếu của Ý, Pháp và Tây Ban Nha. Trong khi đó, các chính trị gia trong khu vực này vẫn bất đồng trong những chính sách quan trọng như những thỏa thuận của liên minh tài khóa và về những quỹ giải cứu khi cần thiết.

Trong khi đó, áp lực tăng vốn tại các ngân hàng Châu Âu tạo ra nguy cơ các ngân hàng này phải giảm các khoản cho vay và tìm kiếm thêm vốn để gia tăng tỷ lệ an toàn vốn theo qui định của Basel III, chẳng hạn các ngân hàng của Tây Ban Nha cần thêm khoảng 50 tỷ EUR.

Những áp lực cắt giảm nợ công sẽ buộc chính phủ tiếp tục thắt lưng buộc bụng trong khi nhu cầu tăng vốn của ngân hàng khiến các ngân hàng tập trung giảm nợ xấu và cho vay, khiến tốc độ hồi phục của kinh tế Châu Âu càng khó khăn hơn. Tình hình thất nghiệp của khu vực này ngày càng xấu đi trong khi ngành bán lẻ của họ có thể sẽ trải qua một năm 2012 không được thuận lợi.



Hình 7. Thất nghiệp cao tại nhiều nước Châu Âu khiến nhu cầu tiêu dùng sụt giảm

Số liệu tính đến tháng 9/2011

Nguồn: Eurostat

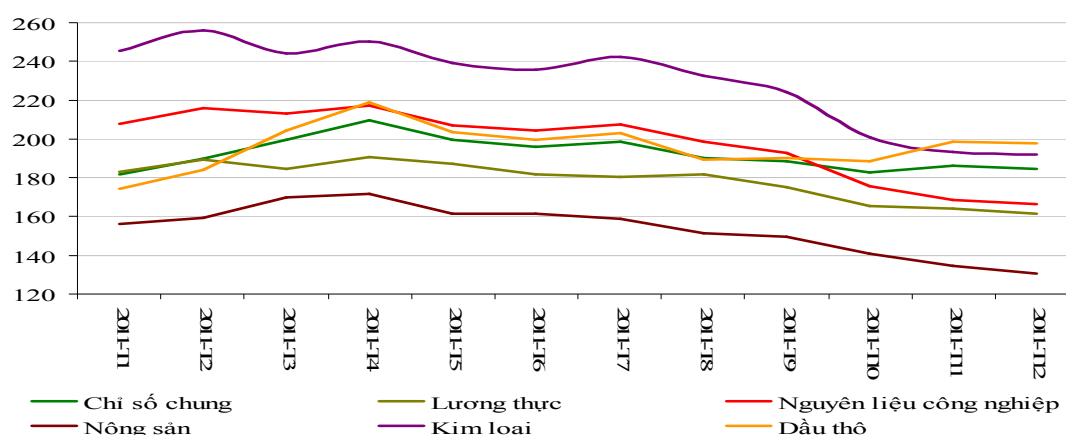
Tuy các con số ước tính về bán lẻ trong mùa Giáng Sinh tại Châu Âu trong năm 2011 không cho thấy một sự sụt giảm đáng báo động trong chi tiêu như nhiều người lo sợ, dự báo về 2012 tỏ ra bi quan hơn.

Các công ty dự báo về bán lẻ như SAS và Verdict cho rằng ngay cả Thế vận hội tại London và giải bóng đá Euro 2012 cũng khó có thể giúp ích gì nhiều cho khu vực này. Số liệu dự báo tăng trưởng bán lẻ của Anh, nơi diễn ra Thế vận hội, là 1,2% trong năm 2012, một trong những con số thấp kỷ lục trong vòng 40 năm qua. Đối với những nước đang lún sâu trong khủng hoảng như Ý, tình hình có thể còn tồi tệ hơn khi mà niềm tin tiêu dùng đã giảm mạnh trong tháng 12. Tình hình này ở Châu Âu rõ ràng không phải là tin tốt cho những công ty xuất khẩu của Việt Nam.

Những khó khăn của kinh tế Châu Âu có khả năng sẽ tác động xấu đến kinh tế Mỹ. Châu Âu là một đối tác kinh tế lớn của Mỹ và có những liên hệ chặt chẽ giữa ngân hàng ở Châu Âu với ngân hàng ở Mỹ. Sự lay lắt khủng hoảng ngân hàng và hồi phục kinh tế yếu ớt ở Châu Âu có thể làm chậm tiến trình hồi phục của Mỹ, do đó gián tiếp tác động đến những nền kinh tế ở Châu Á lấy Mỹ làm thị trường xuất khẩu chính.

Trong khi đó, khu vực Châu Á không tỏ ra có thể cứu vãn tình hình này mà trái lại có thể bị ảnh hưởng xấu do nhu cầu với hàng xuất khẩu từ Châu Á sẽ bất ổn hơn. Trong khi đó, kinh tế Trung Quốc đã đạt mục tiêu tăng trưởng chỉ có 7,5%, thấp đáng kể so với mức trên 9% của năm 2011. Tình hình thị trường bất động sản của Trung Quốc vẫn tỏ ra đáng lo ngại và đe dọa sự ổn định của nền kinh tế tăng trưởng cao hàng đầu thế giới này.

Một yếu tố không thể xem thường là những bất ổn chính trị có thể xảy ra trong năm 2012. Những căng thẳng chính trị ở Iran có thể khiến giá dầu tăng nhiều hơn nữa so với mức 100 USD/thùng. Đây sẽ là một sức ép mới với lạm phát thế giới và cản trở tiến trình hồi phục kinh tế ở nhiều nước, trong đó có Việt Nam. Trong một năm có những cuộc bầu cử lớn và chuyển giao quyền lực ở Nga, Mỹ, Bắc Triều Tiên trong khi căng thẳng chính trị tại Trung Đông và Châu Phi ngày một phức tạp, những nguy cơ với hồi phục kinh tế toàn cầu càng nhiều và khó đoán. Những nước mà tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào thị trường thế giới như Việt Nam sẽ càng gặp nhiều cú sốc từ bên ngoài khó lường trước.



Hình 8. Chỉ số giá hàng hóa thô năm 2011: Giá dầu thô tăng lại vào cuối năm dù xu thế chung của giá hàng hóa là xu thế giảm

Nguồn: IMF

## Hi vọng đến từ tái cấu trúc

Những khó khăn của kinh tế Việt Nam trong năm 2011 đã tạo áp lực buộc chính phủ phải tái cấu trúc ba khu vực quan trọng của nền kinh tế là đầu tư công, doanh nghiệp Nhà nước và các định chế tài chính.

Chúng tôi không kỳ vọng chương trình tái cấu trúc sẽ tạo ra thành công ngay lập tức nhưng hi vọng sẽ tạo lập lại kỷ luật đối với hoạt động của những doanh nghiệp Nhà nước và giải quyết những vấn đề kinh niên tại các ngân hàng quốc doanh và doanh nghiệp Nhà nước làm ăn thiếu hiệu quả. Nếu thực hiện được các mục tiêu trên, năm 2012 sẽ là một năm cải tổ đầy khó khăn của kinh tế Việt Nam nhưng cũng

tạo ra những cơ hội quý giá mới cho nền kinh tế này.

Cho đến nay đã có những tín hiệu tốt nhất định cho thấy nền kinh tế đang điều chỉnh lại theo đúng hướng.

- Sự sụt giảm của thị trường bất động sản ở Việt Nam khiến dòng vốn FDI quay lại khu vực sản xuất. Đây là một tín hiệu đáng hoan nghênh vì nó giúp tập trung nguồn vốn nước ngoài vào khu vực kinh tế tạo ra động lực tăng trưởng quan trọng của Việt Nam thay vì đổ vào khu vực có tính đầu cơ cao như bất động sản.
- Lạm phát cuối năm đang có dấu hiệu tăng chậm lại. Mức tăng CPI gần 20% trong năm 2011 là kết quả của chính sách nới lỏng tiền tệ quá mức những năm trước cũng như khả năng phản ứng chậm với những bất ổn của giá hàng hóa thế giới. Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả của chính sách siết chặt tiền tệ và tài khóa sẽ phát huy hiệu quả trong năm 2012 và kéo lạm phát về dưới 10%.
- Cán cân thanh toán đang dần được cải thiện và dự trữ ngoại hối dự kiến sẽ tăng lên trong năm 2012. Tuy còn nhiều bất định về tăng trưởng xuất khẩu trong năm 2012, những giải pháp hạn chế nhập khẩu hàng xa xỉ của chính phủ và xu thế tiết kiệm của người dân trước diễn biến không thuận lợi của nền kinh tế có thể giúp cán cân thanh toán của năm 2012 vẫn trong tầm kiểm soát.
- Giới đầu tư quốc tế có thể sẽ bắt đầu quan tâm tới Việt Nam với tư cách một nền kinh tế bị “bỏ quên”. Các quỹ đầu tư sẽ có thể bắt đầu tìm kiếm cơ hội tại một nền kinh tế mà tài sản tài chính và bất động sản đã mất giá đáng kể trong khi động lực tăng trưởng vẫn còn được duy trì. Những mối lo lớn là sự bất ổn của tỷ giá và lạm phát cao trong năm 2011 sẽ có thể được kiểm soát tốt hơn trong năm 2012.
- Sự sụt giảm của thị trường chứng khoán trong năm 2012 thúc đẩy các giải pháp cải thiện thanh khoản và gỡ bỏ rào cản với nhà đầu tư nước ngoài. Tuy không có gì đảm bảo hầu hết các đề xuất sẽ được thực hiện, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố như quản trị công ty ở công ty niêm yết, rào cản với nhà đầu tư nước ngoài và dịch vụ chăm sóc khách hàng sẽ được chú trọng hơn.
- Chúng tôi cũng kỳ vọng dòng tiền nội địa sẽ quay lại thị trường chứng khoán nhiều hơn vào nửa cuối 2012. Khi mà kết quả kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô trở nên rõ ràng, các nhà đầu tư sẽ quan tâm hơn với kênh đầu tư chứng khoán khi nhiều cổ phiếu đang có mức giá thấp trong lịch sử.

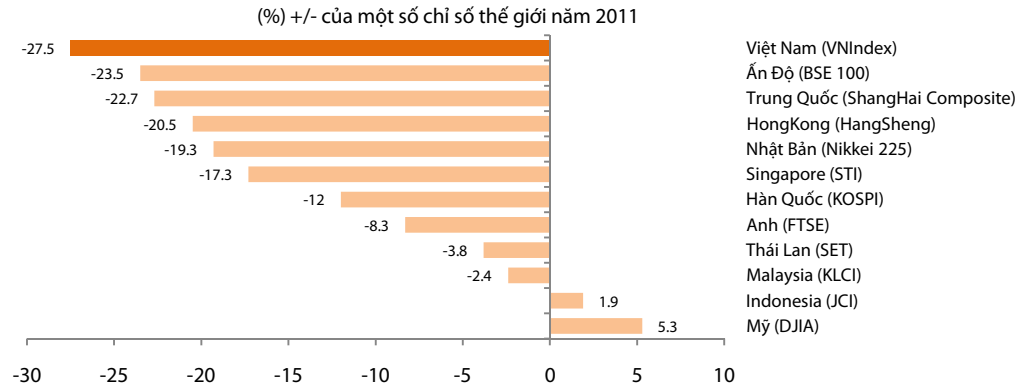
Mặc dù có một số điểm sáng như trên, những vấn đề cần phải giải quyết của nền kinh tế vẫn còn khá nhiều. Thách thức lớn của Việt Nam trong năm 2012 là ở chỗ vừa phải giữ chính sách tiền tệ và tài khóa chặt chẽ nhưng phải đảm bảo doanh nghiệp vừa và nhỏ có thể tiếp cận nguồn vốn với chi phí vay mượn hợp lý để có thể tồn tại và khôi phục. Giải pháp cho tình huống đó phụ thuộc vào khả năng cải tổ hệ thống ngân hàng và doanh nghiệp Nhà nước sao cho nguồn vốn không bị lãng phí vào các doanh nghiệp Nhà nước thua lỗ mà được chuyển sang các công ty vừa và nhỏ có khả năng phản ứng linh hoạt trong tình hình kinh tế khó khăn.

Nhìn chung, chúng tôi không bi quan về triển vọng kinh tế Việt Nam nhưng chúng tôi không cố gắng vẽ ra một bức tranh màu hồng. Năm 2012 là một năm không dễ dàng với tăng trưởng kinh tế nhưng nó ẩn chứa những cơ hội lớn qua việc cải tổ và tái cấu trúc nền kinh tế. Nhìn về năm 2012, chúng tôi không kỳ vọng vào những kết quả tăng trưởng ấn tượng của các con số, mà chúng tôi nhìn vào các cơ hội do tái cấu trúc nền kinh tế tạo ra.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2011

### Năm 2011: TTCK rơi vào vòng xoáy suy giảm trầm trọng

Năm 2011, chính sách tiền tệ thắt chặt được triệt để thực thi nhằm đối phó với sự bùng phát của lạm phát. Dưới tác động của việc thực thi chính sách này, thị trường chứng khoán – lĩnh vực được xem là phi sản xuất – đi vào vòng xoáy suy giảm trầm trọng cả về điểm số lẫn thanh khoản. TTCK Việt Nam trở thành một trong những thị trường có mức suy giảm mạnh nhất trong khu vực. Kết thúc năm 2011, VNIndex còn 351,55 điểm và HNIIndex còn 58,74 điểm, giảm lần lượt 27,5% và 48,6% so với cuối năm 2010.



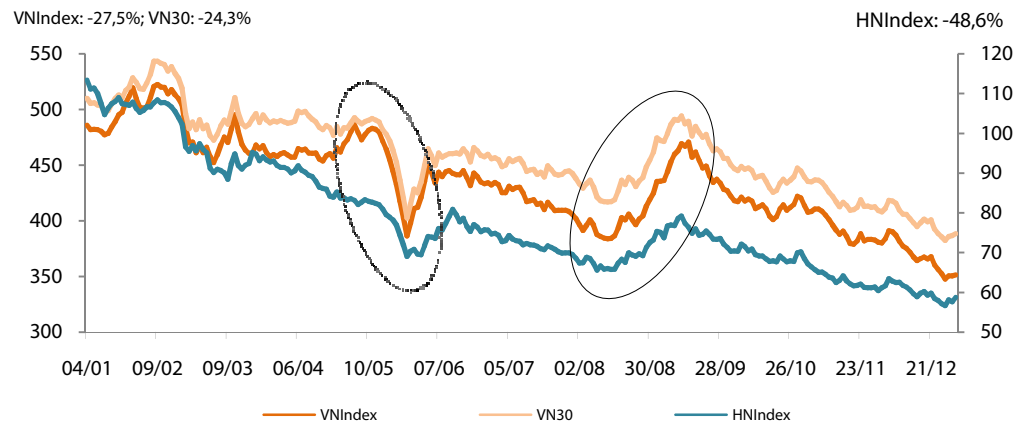
Hình 9. Thay đổi của một số chỉ số thế giới trong năm 2011

Nguồn: Bloomberg, RONGVIET SECURITIES tổng hợp

### Những giai đoạn chính của thị trường chứng khoán năm 2011

Xu hướng chủ đạo trong năm 2011 của thị trường là giảm điểm, với hai đợt giảm mạnh nhất diễn ra vào tháng 5/2011 và ba tháng cuối năm.

**Giai đoạn 1: năm tháng đầu năm.** Thị trường bám sát và phản ứng khá mạnh trước những biến động của kinh tế vĩ mô và các động thái chính sách tiền tệ. Các sóng giảm diễn ra trong giai đoạn này đánh dấu các mốc biến động khắc nghiệt của kinh tế vĩ mô như tỷ giá bất ngờ bị điều chỉnh tăng mạnh, lạm phát bùng phát dẫn đến sự ra đời của Nghị quyết 11 về thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, đặc biệt đối với lĩnh vực phi sản xuất. Nghị quyết 11, trong đó ra hạn mức cụ thể cho tăng trưởng tín dụng ở các lĩnh vực phi sản xuất, là nút thắt cản trở dòng tiền chảy vào TTCK. Thị trường trải qua đợt sụt giảm mạnh và nhanh nhất vào tháng 5/2011 khi thời hạn đưa tỷ trọng tín dụng phi sản xuất về dưới 22% gần kề, buộc các NHTM tiến hành thu nợ chứng khoán dẫn đến làn sóng bán giải chấp mạnh. Chỉ trong năm tháng đầu năm (đến ngày 25/05), VNIndex giảm 20% và HNIIndex giảm 40% so với cuối năm 2010.



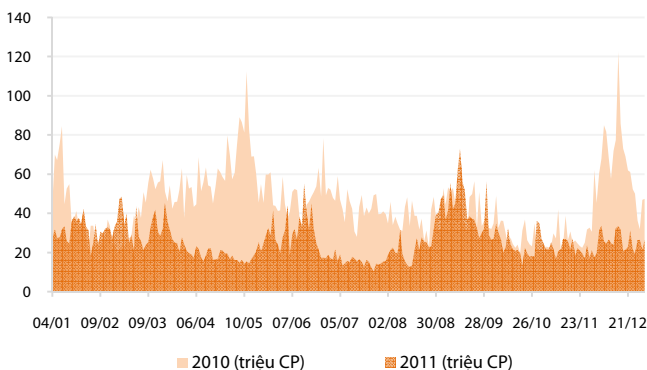
Hình 10. Biến động các chỉ số chứng khoán Việt Nam năm 2011

Nguồn: RONGVIET SECURITIES

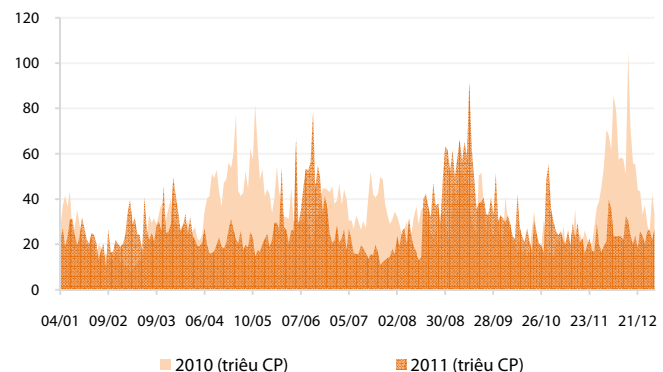
**Giai đoạn 2: sóng giảm nhẹ trong ba tháng tiếp theo do thiếu vắng thông tin.** Sau khi giảm mạnh và lập đáy vào ngày 25/05, thị trường có một tuần phục hồi khá tốt sau đó. Đợt phục hồi này chủ yếu mang tính kỹ thuật khi giá cổ phiếu đã giảm xuống mức thấp nhất trong hơn một năm. Sau tuần phục hồi này, các chỉ số tiếp tục đi vào kênh giảm điểm với mức độ nhẹ hơn do vắng bóng thông tin hỗ trợ và trong bối cảnh rủi ro lạm phát đang khá cao và hiện tượng vượt trần lãi suất diễn ra ngày càng phổ biến.

**Giai đoạn 3: thị trường trải qua giai đoạn biến động mạnh nhất trong bốn tháng cuối năm.** Một số tin tức vĩ mô tích cực bắt đầu xuất hiện trong giai đoạn này như lạm phát lập đỉnh và bắt đầu đi vào chu kỳ giảm, dự trữ ngoại hối cải thiện và kỳ vọng vào khả năng kéo giảm lãi suất như công bố của Thống đốc NHNN. Nhờ vậy, TTCK đã có khoảng ba tuần phục hồi – đợt tăng điểm dài và mạnh nhất trong năm – vào cuối tháng 8 đến nửa đầu tháng 9/2011. Tuy nhiên, sau đợt tăng này, thị trường trải qua giai đoạn suy giảm thứ hai trầm trọng hơn do tác động từ nhiều yếu tố như sự xuất hiện của các vụ đổ vỡ tín dụng đen, khó khăn dẫn đến yêu cầu tái cấu trúc hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán, mối quan ngại về khả năng thoái vốn của NĐT ngoại và quan trọng hơn là sự suy giảm lòng tin của NĐT. Đà suy giảm của thị trường theo đó vẫn chưa có dấu hiệu chấm dứt khi kết thúc năm 2011 mặc dù hai chỉ số đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ tháng 5/2009.

### Thanh khoản suy giảm trầm trọng trong năm 2011



Hình 11. Khối lượng khớp lệnh qua các phiên trên sàn HNX



Hình 12. Khối lượng khớp lệnh qua các phiên trên sàn HNX

Nguồn: RONGVIET SECURITIES

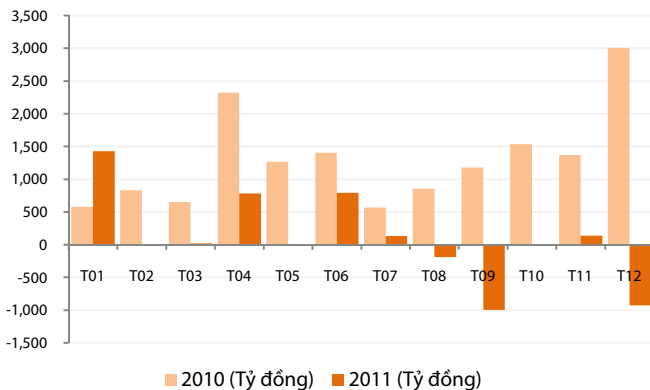
Triển vọng kinh tế 2011 khó khăn đã được nhận thức từ đầu năm. Ngoài ra, diễn biến kinh tế thế giới khó khăn đang là động lực thuận lợi cho giá vàng, và kỳ vọng vào khả năng sinh lợi ở kênh đầu tư ngoại tệ còn lớn đã làm giảm đáng kể sức hấp dẫn của chứng khoán. Cùng với đó

là chính sách tiền tệ thắt chặt càng góp phần bóp nghẹt dòng vốn dành cho kênh đầu tư này. Thanh khoản trên thị trường chứng khoán đi vào giai đoạn suy kiệt. Năm 2011, tổng giá trị khớp lệnh bình quân một phiên trên cả hai sàn chỉ đạt xấp xỉ 1.126 tỷ đồng, giảm 50% so với mức bình quân của năm 2010. Trái với hoạt động giao dịch trên sàn, hoạt động mua bán sáp nhập tỏ ra khá sôi động. Trong năm này, giao dịch thỏa thuận trên sàn HSX tăng khoảng 30%, chủ yếu do chuyển nhượng ở nhóm cổ phiếu bluechips, nổi bật là STB, VNM, FPT, VIC và HAG.

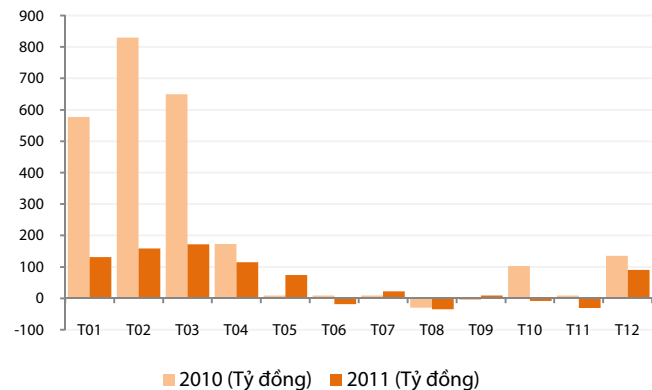
### **NĐT nước ngoài rút vốn khỏi các thị trường mới nổi và dấu hiệu của làn sóng M&A**

Không chỉ nền kinh tế trong nước, kinh tế thế giới cũng trải qua năm 2011 với nhiều biến động tiêu cực: sau khá nhiều gói kích thích, đà phục hồi ở các nền kinh tế phát triển chậm hơn kỳ vọng, thậm chí đang mấp mé bờ vực suy thoái trong khi lạm phát là mối đe dọa lớn; khủng hoảng nợ công khu vực châu Âu lan rộng; và thảm họa kép khiến kinh tế Nhật Bản chưa thoát khỏi chu kỳ suy thoái. Trước những khó khăn này, dòng vốn đầu tư nước ngoài có xu hướng rút khỏi các thị trường mới nổi để bù đắp các khoản đầu tư thua lỗ trong nước. Làn sóng rút vốn đặc biệt diễn ra mạnh mẽ ở quý cuối năm 2011. Tại thị trường Việt Nam, NĐT nước ngoài mua ròng hơn 1.800 tỷ đồng trong năm 2011, chỉ bằng 10% tổng giá trị mua ròng trong năm 2010. Mặc dù vẫn giữ vị thế mua ròng song khối này bán ra khá nhiều bluechips. Cụ thể, các cổ phiếu bị bán ròng mạnh nhất là STB, với 69 triệu cổ phiếu tương đương 1.017 tỷ đồng (đóng góp chủ yếu là đợt thoái vốn của Dragon Capital, khoảng 61 triệu cp); tiếp đến là VIC (17,6 triệu cp, tương đương 1.819 tỷ đồng), HAG (-9,9 triệu cp), PPC (-8,2 triệu cp), SAM (-7,6 triệu cp)...

Trái với giao dịch hạn chế trên sàn niêm yết, NĐT nước ngoài tỏ ra khá tích cực đối với các thương vụ M&A trên thị trường Việt Nam. Theo Vneconomy, giá trị giao dịch M&A của NĐT nước ngoài chiếm khoảng 81,3% tổng giá trị giao dịch M&A năm 2011, tương đương khoảng 2,17 tỷ USD. Các thương vụ nổi bật là Pokphand Trung Quốc vào CTCP chăn nuôi C.P. Việt Nam; IFC vào CTG; Mizuho vào VCB; Diageo vào Halico; Vimpelcom vào Beeline; Unicharm mua Diana...



Hình 13. Giao dịch ròng của NĐT nước ngoài trên sàn HSX



Hình 14. Giao dịch ròng của NĐT nước ngoài trên sàn HNX

Nguồn: RONGVIET SECURITIES

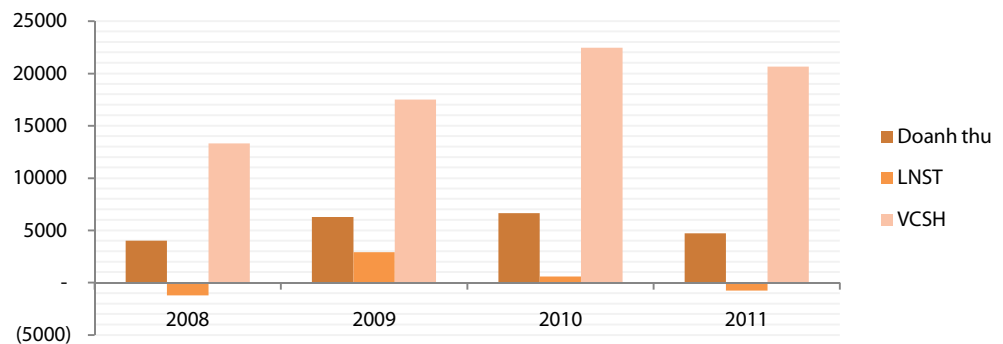
### **Tác động từ các quỹ đầu tư chỉ số**

Các quỹ đầu tư chỉ số nước ngoài bắt đầu thực hiện đầu tư tại thị trường Việt Nam từ cuối năm 2010 và đã có tác động không nhỏ đến biến động các mã trụ cột và là nguyên nhân gây ra hiện tượng “xanh vỏ đỏ lòng” thường thấy trên sàn HSX. Sang năm 2011, trái với bức tranh ảm đạm chung của toàn thị trường, một số cổ phiếu vẫn lợi ngược dòng khá tốt khi có thông tin được đưa vào rổ tính chỉ số sau mỗi đợt soát xét lại danh mục của các Quỹ đầu tư chỉ số này. Điển hình trong nhóm này là một số cổ phiếu như BVH, MSN, VIC, PNJ và IJC.

### Khó khăn bộc lộ ở nhóm công ty chứng khoán và yếu cầu cần thiết tái cấu trúc

Thực trạng kinh tế năm 2011 khó khăn là vấn đề đã được nhận thức từ trước, do đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết không phải là yếu tố được NGĐT trông đợi. Năm 2011, diễn biến thị trường hầu như không bị tác động nhiều bởi tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp này. Thay vào đó, vấn đề nợ xấu của ngành ngân hàng và vấn đề thanh khoản của các công ty chứng khoán được quan tâm hơn cả.

Trong bối cảnh toàn nền kinh tế khan hiếm tín dụng, dòng tiền dành cho thị trường chứng khoán cũng đột ngột bị cắt giảm mạnh. Thêm vào đó, thị trường suy giảm và thanh khoản suy yếu đã tác động lớn đến KQKD của nhóm công ty chứng khoán. Thống kê số liệu của 24 công ty chứng khoán đã niêm yết và có báo cáo KQKD đầy đủ trong 4 năm gần nhất cho thấy doanh thu trong năm 2011 của nhóm công ty này đã giảm khoảng 30% so với năm 2010. Trong khi đó, lợi nhuận sau thuế sụt giảm ba năm liên tiếp, từ mức gần 3.000 tỷ đồng của năm 2009 xuống mức lỗ ước tính khoảng hơn 750 tỷ đồng vào năm 2011, nhiều công ty âm cả vào vốn chủ sở hữu.



Hình 15. Kết quả kinh doanh giai đoạn 2008 – 2011 của 24 CTCK niêm yết

Nguồn: RONGVIET SECURITIES

Trước những khó khăn bộc lộ rõ của các công ty chứng khoán, đề án Tái cấu trúc CTCK đã được xây dựng và phê duyệt, giai đoạn 2012 sẽ tiến hành xử lý các công ty có rủi ro về an toàn tài chính và tiến tới phân loại công ty chứng khoán theo chuẩn của Thông tư 226/2010/TT-BTC. Theo đó, các công ty không đảm bảo một số chỉ tiêu tài chính theo quy định của Thông tư 226/2010/TT-BTC sẽ phải chịu sự kiểm soát của UBCK: (1) CTCK phải đảm bảo tỷ lệ vốn khả dụng trên tổng rủi ro ở mức tối thiểu là 180%; (2) Nếu tỷ lệ này dao động trong khoảng 120-150% thì CTCK sẽ rơi vào diện kiểm soát trong ba tháng liên tiếp; và (3) Nếu tỷ lệ này giảm xuống dưới 120%, CTCK sẽ rơi vào diện kiểm soát đặc biệt.

Mã	Sàn	Giá ngày 4/01/2011	Giá ngày 31/12/2011	(+/-)% thay đổi	Vốn CSH (Tỷ đồng)	Vốn góp (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)
SBS	HSX	33.300	3.000	-91%	932	1.267	(256)
SHS	HNX	14.400	3.200	-78%	743	1.000	(382)
HPC	HNX	10.300	3.300	-68%	259	401	(6)
AVS	HNX	11.200	3.100	-72%	226	360	(31)
VDS	HNX	10.000	3.500	-65%	263	350	(66)
VIG	HNX	9.100	1.800	-80%	264	341	(59)
APS	HNX	12.600	2.100	-83%	332	390	(13)
ORS	HNX	8.900	1.500	-83%	189	240	(7)
PHS	HNX	11.000	3.200	-71%	258	300	(20)
APG	HNX	11.700	2.600	-78%	99	135	(4)
TAS	HNX	9.400	2.400	-74%	125	139	(22)
PSI	HNX	13.300	3.200	-76%	591	598	(73)



<b>SVS</b>	HNX	8.600	2.100	-76%	139	135	(30)
<b>WSS</b>	HNX	10.400	3.100	-70%	511	503	1
<b>GBS</b>	HNX	13.600	14.800	9%	157	135	4
<b>HBS</b>	HNX	16.200	14.000	-14%	368	330	1
<b>VND</b>	HNX	24.000	7.000	-71%	1.040	1.000	(130)
<b>VIX</b>	HNX	9.100	4.000	-56%	349	300	6
<b>CTS</b>	HNX	11.400	5.200	-54%	872	790	37
<b>AGR</b>	HSX	13.400	4.500	-66%	2.282	2.120	92
<b>BVS</b>	HNX	28.800	8.900	-69%	1.049	722	(68)
<b>KLS</b>	HNX	16.300	7.900	-52%	2.499	2.025	139
<b>HCM</b>	HSX	30.600	13.800	-55%	2.029	998	146
<b>SSI</b>	HSX	32.200	13.500	-58%	5.081	3.526	(13)

Hình 16. Biến động giá và một số chỉ tiêu báo cáo tài chính 2011 của các CTCK niêm yết

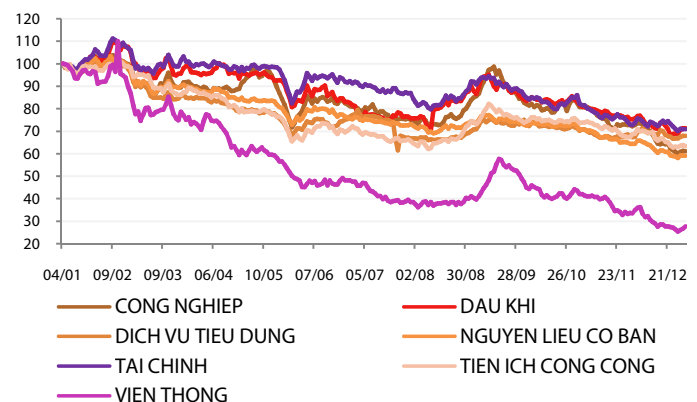
Nguồn: Stoxpro, RONGVIET SECURITIES tổng hợp

### Diễn biến của các ngành

Cùng với sự suy giảm của các chỉ số thị trường, hầu hết các nhóm ngành giảm điểm mạnh trong năm 2011. Ngành Hàng tiêu dùng là nhóm ngành duy nhất sinh lợi trong năm này, với mức tăng khoảng 6%. Hai ngành khác có tỷ suất sinh lợi giảm nhẹ hơn so với VNIndex là Công nghệ (-26%) và Y tế (-17%). Sáu nhóm ngành còn lại đều có mức giảm mạnh hơn VNIndex, trong đó các ngành Viễn thông, Dịch vụ tiêu dùng, Nguyên liệu cơ bản, Công nghiệp là những nhóm ngành giảm mạnh nhất, với mức giảm từ xấp xỉ 40% đến 70%. Do là nhóm ngành tập trung khá nhiều cổ phiếu trụ cột nên nhóm ngành Tài chính giảm không quá mạnh so với VNIndex. Mức sụt giảm trong năm 2011 của ngành này 29%.

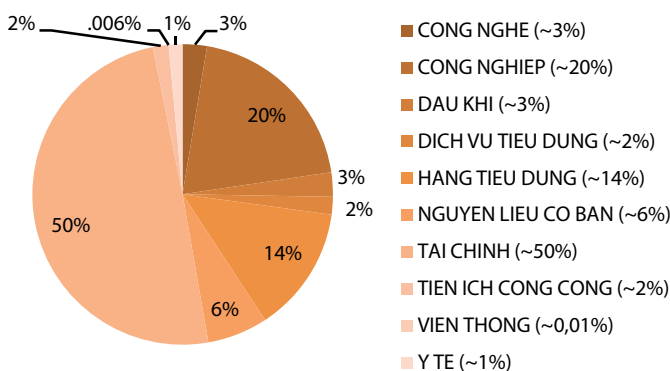


Hình 17. Các ngành có tỷ suất sinh lợi cao hơn VN-Index

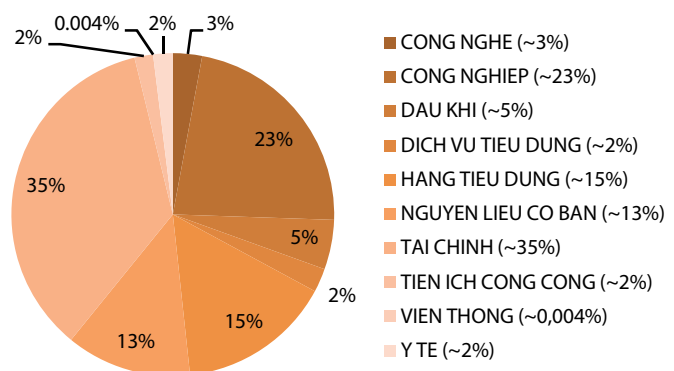


Hình 18. Các ngành có tỷ suất sinh lợi thấp hơn VN-Index

Nguồn: RONGVIET SECURITIES



Hình 19. Tỷ trọng vốn hóa các ngành năm 2011



Hình 20. Tỷ trọng lợi nhuận 2011 của các ngành trên thị trường

Nguồn: RONGVIET SECURITIES

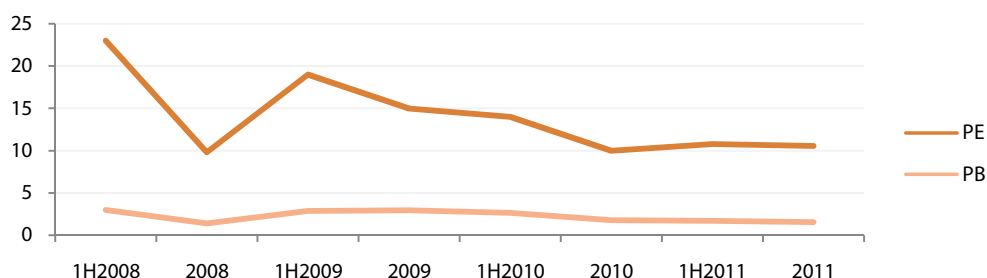


## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2012

Đầu năm 2012, các khó khăn của năm 2011 tạm thời được gác lại khi mục tiêu kiểm soát lạm phát đang từng bước đạt được kết quả tích cực. Thị trường có cơ sở để lạc quan hơn bởi giai đoạn đầu tiên của quá trình tái cấu trúc nền kinh tế và thị trường tài chính đang gấp rút được thực hiện kỳ vọng sẽ mang lại sự ổn định và tiến tới tăng trưởng bền vững cho kinh tế vĩ mô. Cùng với sự thành công trong kiểm soát lạm phát và ổn định trên thị trường tiền tệ, lãi suất thực tế sẽ giảm trên quy mô rộng hơn, góp phần tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp kinh doanh. Đây là những triển vọng đáng lạc quan trong năm 2012. Song song với đó, các khó khăn chờ đợi để thử thách niềm tin và sự kiên nhẫn của NĐT trong năm 2012 cũng không phải là nhỏ khi mà mọi nhiệm vụ cần thực hiện mới chỉ đi vào giai đoạn đầu. Các vấn đề yếu kém bộc lộ trong giai đoạn này có thể tác động tiêu cực đến tâm lý NĐT và thị trường chứng khoán.

### Tính cạnh tranh của chứng khoán cải thiện trong bối cảnh lãi suất giảm, sức hấp dẫn của vàng và ngoại tệ giảm trong năm 2012

Đầu năm 2012, TTCK Việt Nam đã ghi nhận đợt hồi phục mạnh nhất so với các thị trường sơ khai khác nhờ những chuyển biến tích cực ban đầu trong cuộc chiến chống lạm phát và thực hiện ổn định kinh tế vĩ mô. Và mặc dù đã đạt mức tăng hơn 20% trong những tháng đầu năm, các chỉ tiêu định giá tiếp tục cho thấy tiềm năng tăng trưởng của TTCK Việt Nam còn khá cao. Các chỉ số P/E và P/B ở mức thấp nhất so với các thị trường khác trong cùng khu vực, và so với diễn biến trong bốn năm gần đây, các chỉ số này cũng đang ở mức gần như thấp nhất.



Hình 21. P/E và P/B của thị trường giai đoạn 2008-2011

Nguồn: RONGVIET SECURITIES

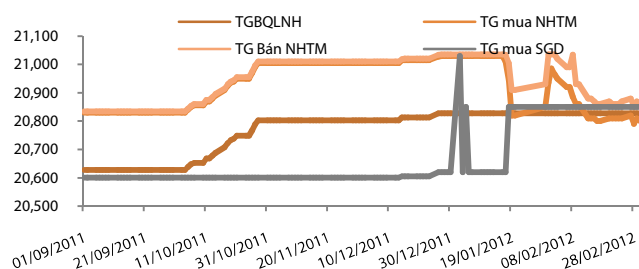
Chỉ số	FTSE Bursa Malaysia KLCI	Jakarta Composite Index	PSEi - Philippine SE Index	Stock EXCH Of Thai Index	HNX Index	VN Index
P/E	16,35	20,62	18,89	15,86	8,60	10,54
P/B	2,34	2,43	2,7	2,22	0,94	1,55
P/S	2,33	1,71	2,61	1,08	0,44	0,96
Vốn hóa thị trường (tỷ USD)	268,2	384,3	121,3	315,6	5,3	29,1
GDP (2011)	238	707	200	319	104	104
Vốn hóa/GDP	113%	54%	61%	99%	5%	28%

Hình 22. Các tỷ số tài chính so với thị trường khác trong khu vực

Nguồn: Bloomberg

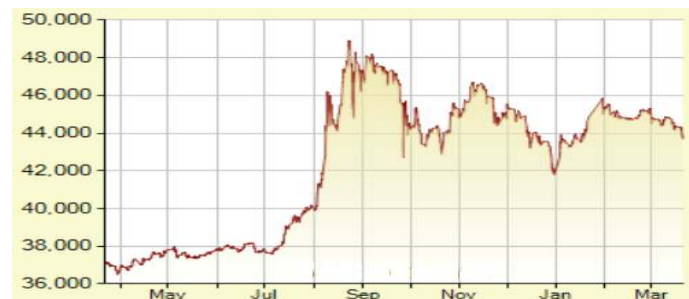
Trong khi đó, sức hấp dẫn của vàng và ngoại tệ đang giảm dần bởi hai nguyên do: (1) Kinh tế thế giới còn chứa đựng nhiều biến động khó lường trong khi vàng đã đạt mức giá quá cao để có thể xem là hàng hóa đảm bảo giá trị tài sản; (2) Mục tiêu ổn định vĩ mô đang được đặt lên

hàng đầu trong đó kiểm soát chặt chẽ thị trường ngoại hối cũng là một trong những nhiệm vụ cần thực hiện. Đầu năm 2012, hàng loạt Thông tư đã được NHNN ban hành nhằm kiểm soát chặt chẽ hơn thị trường ngoại tệ, cho thấy sự kiên quyết trong việc thực thi các giải pháp nhằm đạt được mục tiêu đặt ra. Từ những lý do này, chúng tôi cho rằng vàng và ngoại tệ khó có thể mang lại mức sinh lời tốt như những năm trước. Ngoài ra, NHNN đang kỳ vọng sẽ đưa lãi suất về mức 12- 14% vào cuối năm và lạm phát đi vào chu kỳ hạ nhiệt đang là tiền đề để thực hiện mục tiêu này.



Hình 23. Diễn biến tỷ giá từ tháng 9/2011 đến tháng 2/2012

Nguồn: RONGVIET SECURITIES



Hình 24. Diễn biến giá vàng SJC trong một năm qua (đvt: ngàn đồng/lượng)

Nguồn: www.sjc.com.vn

Do đó, mặc dù tỷ trọng tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất (trong đó bao gồm chứng khoán) năm 2012 vẫn bị kìm kẹp ở mức 16% nhưng chúng tôi cho rằng dòng tiền dành cho thị trường này vẫn sẽ có chiều hướng cải thiện nhờ sự dịch chuyển dòng vốn đầu tư ở các kênh tiết kiệm, vàng, và ngoại tệ.

### Kỳ vọng vào dòng vốn đầu tư nước ngoài

Nỗ lực của Chính phủ và những chuyển biến vĩ mô vừa qua được xem là yếu tố làm thay đổi nhìn nhận của NĐT nước ngoài với Việt Nam theo hướng tích cực hơn. Việt Nam trở thành điểm đến được các tổ chức tài chính thế giới khuyến nghị đầu tư. Chỉ trong hai tháng đầu năm 2012, nếu loại trừ hơn 100 triệu cổ phiếu STB (tương đương 1.654,5 tỷ đồng) được ANZ chuyển nhượng thỏa thuận cho Eximbank vào tháng 1/2012 thì NĐT nước ngoài đã mua ròng hơn 1.300 tỷ đồng trên cả hai sàn, trái với xu hướng giao dịch hạn chế trong năm 2011. Sự tham gia nhiệt tình hơn của khối NĐT sẽ là yếu tố tích cực nâng đỡ thị trường và là điểm tựa tâm lý vững chắc cho NĐT trong nước.

### Quá trình tái cấu trúc nền kinh tế nói chung, ngành ngân hàng và chứng khoán nói riêng sẽ mở ra nhiều cơ hội mua bán, sáp nhập (M&A)

Năm 2011, hoạt động M&A diễn ra khá sôi động với tổng giá trị các thương vụ đã hoàn thành đạt 2,67 tỷ USD, cao gấp 1,5 lần năm 2010. Các ngành được mua bán, sáp nhập nhiều nhất là hàng tiêu dùng, tài chính, công nghệ thông tin với các thương vụ điển hình như Pokphand Trung Quốc và C.P. Việt Nam, MasanGroup và Vinacafe, IFC và Vietinbank, Vincom và Vinpearl, FPT và các công ty con... Sang năm 2012, làn sóng M&A được dự báo sẽ tiếp tục sôi động khi quá trình tái cấu trúc nền kinh tế nói chung và ngành ngân hàng, chứng khoán nói riêng đi vào giai đoạn đầu tiên là thanh lọc và hợp nhất những doanh nghiệp yếu kém hoặc sự hợp tác giữa các doanh nghiệp có nền tảng tốt nhưng quy mô nhỏ, các doanh nghiệp nhà nước thoái vốn khỏi các lĩnh vực kinh doanh ngoài ngành... Các thông tin liên quan đến vấn M&A (nếu liên quan đến doanh nghiệp đang niêm yết) sẽ có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của những doanh nghiệp này (trường hợp EIB và STB là một ví dụ điển hình).

### Rủi ro tăng cung cổ phiếu do Các Tập đoàn, Tổng Công ty Nhà Nước thực hiện tái cấu trúc và Áp lực thoái vốn ở các Quỹ Đóng

Sau sóng suy giảm trầm trọng trong năm 2011, hơn 50% cổ phiếu niêm yết có thị giá thấp hơn mệnh giá. Điều này sẽ hạn chế áp lực pha loãng cổ phiếu do làn sóng niêm yết mới và phát hành thêm như từng diễn ra trong năm 2010. Tuy nhiên, áp lực tăng cung cổ phiếu sẽ đến từ hai nguyên nhân khác:

(1) Yêu cầu tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước sẽ buộc các Tổng Công ty, Tập đoàn Nhà nước thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài ngành. Bên cạnh đó, theo kế hoạch năm 2012, TCT Kinh doanh vốn Nhà Nước (SCIC) sẽ tiếp tục bán vốn Nhà nước ở hơn 80 doanh nghiệp.

(2) Từ nay cho đến năm 2014 sẽ có khá nhiều quỹ đầu tư trên TTCK Việt Nam hết thời hạn hoạt động. Nếu các quỹ này buộc phải thoái vốn thì nguồn cung cổ phiếu sẽ tăng mạnh, gây ảnh hưởng tiêu cực lên diễn biến thị trường vốn đang trong trạng thái thanh khoản yếu. Ước tính, nếu tất cả các quỹ hết hạn hoạt động trong năm 2012 phải thoái vốn, thì giá trị nguồn cung cổ phiếu thêm vào thị trường sẽ vào khoảng 24.000 tỷ đồng, gần bằng 4% mức vốn hóa ngày 20/03 của sàn HSX. Và với mức thanh khoản bình quân trong một năm qua chưa đến 800 tỷ đồng/phiên thì nguồn cung cổ phiếu này sẽ là một áp lực lớn đối với thị trường.

Với Thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý quỹ mở, đồng thời cho phép Quỹ Đóng được chuyển đổi sang mô hình Quỹ Mở trước khi hết hạn hoạt động được Bộ Tài chính ban hành vào cuối năm 2011, nguồn cung này có thể sẽ được hạn chế phần nào nếu các Quỹ thực hiện chuyển đổi mô hình hoạt động khi chưa đến thời hạn đóng quỹ. Tuy nhiên, mặc dù TTCK Việt Nam đã có bước hồi phục đáng kể trong những tháng đầu năm, nhưng những thách thức trong năm 2012 còn khá lớn, chúng tôi không lạc quan lắm với khả năng các Quỹ Đóng này sẽ được Đại hội đồng cổ đông thông qua việc chuyển đổi sang mô hình Quỹ Mở trước khi hết hạn hoạt động.

### **Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp sẽ tiếp tục khó khăn, ít nhất trong nửa đầu năm 2012**

*Đầu ra.* Dấu ấn lạm phát bùng phát trong năm 2011 khiến chi tiêu người dân giảm mạnh. Bình quân một tháng trong năm 2011, tổng mức hàng hóa bán lẻ nếu loại trừ yếu tố giá tăng 5,7%, chỉ bằng khoảng 36% mức tăng bình quân trong năm 2010. Sự suy giảm này vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện trong những tháng đầu năm 2012. Trong khi đó, hàng tồn kho bắt đầu tăng cao từ nửa cuối năm 2011, đẩy hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp vào tình trạng trì trệ.

*Chi phí vốn.* Chính sách tiền tệ thắt chặt và tình trạng thanh khoản yếu kém của các ngân hàng đã đẩy lãi suất tín dụng tăng mạnh trong năm 2011 và hiện vẫn chưa có dấu hiệu giảm. Mức lãi suất phổ biến hiện tại là trên 20%. Trần lãi suất huy động đã được điều chỉnh giảm một phần trăm vào đầu tháng 3/2012 sẽ là cơ sở để thực hiện cắt giảm lãi suất trên thị trường, và theo đó, lãi suất cho vay có thể sẽ được giảm từ 1-2% từ giữa quý II/2012. Tuy nhiên, đây vẫn là mức chi phí vốn tương đối cao đối với khả năng chịu đựng của các doanh nghiệp.

Cầu tiêu dùng yếu trong khi chi phí vốn còn cao sẽ tiếp tục là những khó khăn đối với hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp. Lãi suất được kỳ vọng sẽ giảm nhanh hơn khi vấn đề thanh khoản của hệ thống ngân hàng được đảm bảo và rủi ro lạm phát được loại trừ tạo điều kiện để NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ. Khi đó, hoạt động sản xuất mới có khả năng được khôi phục. Chúng tôi kỳ vọng sự tích cực này sẽ diễn ra từ cuối quý III/2012.

## TỔNG QUAN CÁC NGÀNH VÀ CÔNG TY

### TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

#### Những nét chính năm 2011

Năm 2011 được nhận định là một năm khó khăn không chỉ đối với ngành ngân hàng mà với cả nền kinh tế. Ngành ngân hàng thể hiện một diễn biến chậm bên ngoài nhưng ẩn chứa bên trong những cơn sóng ngầm với khá nhiều sự kiện chưa từng có tiền lệ. Đây cũng là năm mà vị thống đốc mới đưa ra nhiều biện pháp quyết liệt hơn và mạnh mẽ hơn nhưng không thiếu sự khéo léo.

#### **Tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng vào đầu năm và giữ được sự ổn định tỷ giá đến cuối năm**

Đầu tháng 2, NHNN đã tiến hành tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng từ mức 18.932 VND/USD lên 20.693 VND/USD, tương đương 9,3% với mục tiêu đưa tỷ giá về trạng thái cân bằng, đồng thời có sự điều hành tỷ giá linh hoạt theo ngày. Tỷ giá theo quy định của NHNN tiệm cận với thị trường tự do khiến hoạt động đầu cơ USD giảm mạnh. Ngoài ra, các quyết định giảm lãi suất trần huy động USD xuống thấp và với tăng dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng USD đã khiến cho việc nắm giữ USD kém hấp dẫn. Các biện pháp này đã tạo điều kiện cho NHNN mua ròng và tăng dự trữ ngoại hối theo ước tính vào khoảng 20 tỷ USD. Do vậy, diễn biến tỷ giá đã đạt được sự ổn định tương đối.

#### **Lãi suất vẫn diễn biến phức tạp, hoạt động tín dụng và huy động vốn tăng trưởng thấp nhất trong 10 năm trở lại đây.**

Để giải quyết tình trạng lãi suất ngân hàng quá cao trong bối cảnh doanh nghiệp thiếu vốn kinh doanh, NHNN đưa ra giải pháp trước mắt là quy định trần lãi suất huy động 14%, tuy nhiên, tại các ngân hàng lại bộc lộ vấn đề thanh khoản và cơ chế 2 lãi suất tồn tại một thời gian dài ngay cả khi các biện pháp hành chính mạnh tay được áp dụng. Dòng chảy vốn nhìn chung chưa có được sự lưu thông tốt một phần do quy định trần tín dụng 20%, một phần do vấn đề nội tại của các ngân hàng. Tín dụng cả năm tăng trưởng 12% và tăng trưởng vốn huy động ước đạt khoảng 9,9%, đây là mức thấp kỷ lục trong 10 năm trở lại đây.

#### **Ổn định thị trường vàng**

Hoạt động đầu cơ, giao dịch trên thị trường vàng đã góp phần làm gia tăng sự bất ổn đối với thị trường tài chính, và tác động lớn nhất lại là ảnh hưởng đến tâm lý của giới đầu tư và người dân nói chung đối với sự ổn định của nền kinh tế. Quy định cấm cho vay và huy động bằng vàng chính thức có hiệu lực từ tháng 5/2011 cùng với các dự thảo khắc khe khác về việc sản xuất vàng vật chất được xem là giải pháp nặng tính hành chính, tuy nhiên, điều này sẽ phát huy hiệu quả nếu đó là biện pháp tạm thời tạo sự ổn định cho việc tiến hành giải pháp dài hạn đi vào bản chất. Thực tế, thị trường vàng đã trầm xuống kể từ giữa năm 2011.

#### **Khởi động chương trình tái cơ cấu ngành ngân hàng**

2011 là năm mà hệ thống ngân hàng bộc lộ khá nhiều điểm yếu trong kiểm soát rủi ro cụ thể là vấn đề nợ xấu, thanh khoản ngân hàng. Nợ xấu đến cuối năm theo phát biểu của Thống đốc NHNN vào khoảng 3,6 – 3,8%. Lãi suất liên ngân hàng có những thời điểm biến động tăng rất mạnh do các ngân hàng gặp khó khăn thanh khoản.

Trong năm diễn ra 2 vụ sáp nhập (NH Liên Việt sát nhập với Tiết kiệm bưu điện thành lập NH Bưu Điện Liên Việt và hợp nhất 3 ngân hàng Đề Nhất, Sài Gòn, Tín Nghĩa thành NH Sài Gòn và một vụ “đổi chủ” của NH Gia Định (nay là NH Bản Việt). Việc sáp nhập và đổi chủ các ngân hàng trong năm chỉ là bước đầu và chưa có sự tác động đáng kể của NHNN, tuy nhiên, quá trình tái cơ cấu đã được NHNN công khai và đưa ra lộ trình.

#### **Kết quả kinh doanh các ngân hàng niêm yết có sự phân hóa, nhìn chung lãi suất biên (NIM) và**

### **nợ xấu đều tăng.**

Hầu hết các ngân hàng niêm yết đạt kết quả không tệ như các lĩnh vực kinh doanh khác, và có sự phân hóa rõ rệt. Có 4 ngân hàng (CTG, EIB, SHB, ACB) đạt mức tăng trưởng lợi nhuận vượt trội so với các ngân hàng khác, NVB tăng trưởng trung bình, 3 ngân hàng duy trì lợi nhuận như năm trước (STB, MBB, VCB) và chỉ HBB sụt giảm lợi nhuận so với 2010.

Như vậy, với một năm được đánh giá là rất khó khăn, các ngân hàng tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải, vẫn có thể kiếm lợi nhuận tốt. Tuy vậy, tỷ lệ nợ quá hạn bình quân các ngân hàng niêm yết tăng từ 4,7% (2010) lên 6,3%(2011) đặt ra nguy cơ về nợ xấu trong các năm tiếp theo. Lãi suất biên (NIM) bình quân cũng gia tăng đáng kể lên 4,3% so với con số 3,5% của năm trước đó. Điều này một mặt phản ánh lợi thế của ngân hàng nhưng mặt khác cũng đặt ra dấu hỏi cho việc kiểm soát các rủi ro đi kèm lợi nhuận cao.

### **Dự báo và triển vọng năm 2012**

*Nếu như nói năm 2011 là năm khởi động thì 2012 là năm có rất nhiều việc phải làm đối với ngành ngân hàng gồm ổn định lãi suất, giải quyết nợ xấu và tiếp tục tái cơ cấu ngành ngân hàng. Hành động sớm ngay từ đầu năm thể hiện sự quyết liệt của NHNN trong mục tiêu thực hiện chính sách tiền tệ, kiểm soát lạm phát, tuy nhiên, nhiều chuyên gia vẫn lo ngại việc NHNN có thể lại “nới tay” sớm dẫn đến kết quả nửa vời trong việc tạo điều kiện cho quy luật tự thanh trừ những thành phần hoạt động kém hiệu quả trong nền kinh tế nói chung và lĩnh vực ngân hàng nói riêng.*

### **Tăng trưởng tín dụng sẽ được kiểm soát chọn lọc, với mục tiêu chung đạt 15 – 17% toàn ngành trong năm 2012**

Động thái phân nhóm các ngân hàng để áp hạn mức tăng trưởng tín dụng năm cho thấy quan điểm kiểm soát tăng trưởng tín dụng chặt chẽ một cách chọn lọc của NHNN nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 15 - 17% năm 2012. Hầu hết các ngân hàng niêm yết được xếp vào nhóm I, với mức tăng trưởng tín dụng tối đa cho phép là 17%, chỉ có NVB được xếp vào nhóm II (15%) và HBB thuộc nhóm III.

Bên cạnh đó, Chỉ thị 01/2012CT-NHNN ban hành hồi đầu năm đã loại một số nhóm thuộc lĩnh vực bất động sản, chứng khoán, tiêu dùng cá nhân ra khỏi thành phần không ưu tiên, phần nào giảm nhẹ áp lực thắt chặt đối với các lĩnh vực này. Việc ra những quy định ngày càng chi tiết và sát với thực tế như trên cho thấy điểm tích cực trong quản lý ngành của NHNN.

Như vậy, nếu như thị trường tiền tệ và nền kinh tế tiếp tục diễn biến chậm như năm 2011, chúng tôi dự đoán rằng NHNN sẽ kiên trì mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15 – 17%. Trong khi đó, một số ngân hàng lớn vẫn có kỳ vọng được cấp thêm chỉ tiêu, nếu như một số ngân hàng đang khó khăn không dùng hết chỉ tiêu được cấp.

### **Huy động vốn có nguy cơ gặp khó do lãi suất huy động tiếp tục được hạ xuống**

Huy động vốn tính đến thời điểm 20/2 ước giảm 0,62% so với cuối năm 2011. Lạm phát cao trong một thời gian dài đã định hình mức lợi tức mong đợi cao của người dân. Do đó, trần lãi suất huy động được giảm xuống còn 13% từ đầu tháng 3 khiến nhiều ngân hàng lo ngại huy động vốn sẽ càng gặp khó khăn, đặc biệt các ngân hàng nhỏ.

Khi lãi suất huy động hạ xuống, nhà đầu tư có xu hướng quan tâm trở lại các kênh đầu tư khác như vàng, chứng khoán, bất động sản. Việc này chia sẻ dòng tiền chảy vào ngân hàng, tuy nhiên, lãi suất cho vay lĩnh vực này chưa giảm sẽ chưa có hiện tượng chuyển hướng dòng tiền ồ ạt. Do vậy, chúng tôi dự báo, khả năng tăng trưởng huy động bình quân đạt khoảng 12,7% - 13,8%.

### **Nợ xấu hiện là bài toán khó đối hệ thống ngân hàng**

Nợ xấu bắt đầu tăng lên và nợ nhóm 2, nhóm có nguy cơ trở thành nợ xấu tăng cao đột biến trong năm 2011 là mối lo về thanh khoản và an toàn hệ thống đối với lĩnh vực ngân hàng. Trong khi đó, một số tổ chức tài chính nước ngoài cho rằng, con số nợ xấu thực tế theo chuẩn mực quốc tế có thể còn cao hơn so với con số công bố. Chúng tôi cho rằng, tỷ lệ nợ xấu chưa thể giảm xuống ngay

trong năm nay, giữ nó ở mức tương đương như năm 2011 có thể xem là thành công.

### Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn

Lộ trình tái cơ cấu đã được NHNN công bố với cột mốc 5 năm. Sẽ có một nhóm ngân hàng có tình hình tài chính lành mạnh, có năng lực, có quy mô đủ lớn để tiếp tục phát triển thành những ngân hàng làm trụ cột, đủ sức cạnh tranh với khu vực và quốc tế. Dự kiến sau 5 năm, Việt Nam sẽ có 15 ngân hàng như vậy, chiếm khoảng 80% thị phần. Nhóm khác gồm các ngân hàng có tình hình tài chính lành mạnh nhưng có quy mô còn nhỏ, sẽ được NHNN kiểm soát riêng và tạo điều kiện để hoạt động hiệu quả, an toàn trong phân khúc thị trường riêng. Nhóm cuối cùng là các ngân hàng có tình hình tài chính khó khăn cần tái cấu trúc. Đối với nhóm này, Ngân hàng Nhà nước sẽ thay đổi lại cổ đông, nâng cao năng lực của cổ đông hoặc cho các tổ chức tín dụng trong nước khác tham gia góp vốn, mua lại hoặc sáp nhập vào các tổ chức tín dụng khác.

Theo như lộ trình đề ra, đến hết quý I/2012, NHNN dự kiến hoàn tất phân nhóm các ngân hàng, đồng thời giải quyết thanh khoản của những ngân hàng yếu kém. Từ quý II năm 2012 đến hết năm 2013, sẽ hoàn thành việc tái cấu trúc lại các ngân hàng thuộc nhóm ba. Từ năm 2013 đến năm 2015 tập trung vào việc nâng cao các hiệu quả an toàn, tuân thủ các chuẩn mực quốc tế và củng cố xây dựng, đặc biệt xây dựng các nhóm ngân hàng lành mạnh.

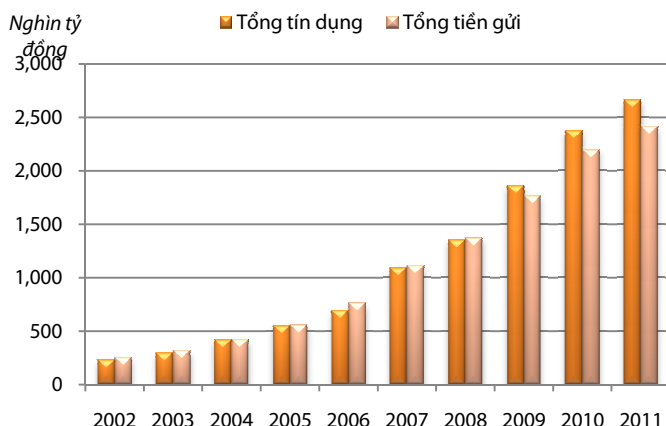
Có vẻ như việc được xếp vào nhóm nào trong giai đoạn này sẽ có ý nghĩa lớn đối với định hướng phát triển của các ngân hàng ở tầm trung bình. Khá nhiều ngân hàng như DongA Bank, SHB, Habubank,... đã đánh tiếng về việc muốn “hợp tác” với các ngân hàng khác để tái cấu trúc, gia tăng quy mô trong cuộc chạy đua mà đích đến là danh sách 15 ngân hàng nhóm I (năm 2015).

### Sẽ tiếp tục có sự phân hóa trong kết quả kinh doanh các ngân hàng

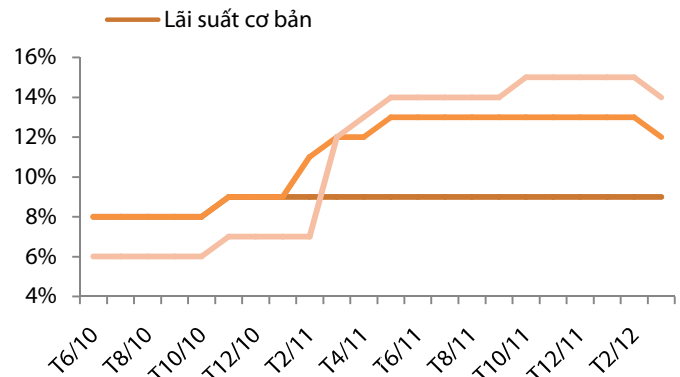
Tổng thể ngành ngân hàng trong năm 2012 dự kiến sẽ có kết quả lợi nhuận tăng trưởng trung bình. Tuy nhiên, xét riêng các ngân hàng niêm yết, tăng trưởng lợi nhuận vẫn khả quan. Đặc biệt một số ngân hàng lớn sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ việc quy định trần huy động trong khi lãi suất các hợp đồng cho vay vẫn ở mức cao, dẫn tới tỷ lệ lãi suất biên (NIM) có thể cao hơn năm 2011. Tuy nhiên, chúng tôi nghiêng về hướng dự báo tỷ lệ này sẽ giảm nhẹ đi một chút, vì ngân hàng thận trọng sẽ chú trọng cải thiện chất lượng dư nợ và tăng cường kiểm soát rủi ro trong giai đoạn này.

Thu nhập ngoài lãi đã sụt giảm trong năm 2011 và chưa thể tăng mạnh trong năm nay, tuy nhiên, hoạt động đầu tư chứng khoán, đặc biệt là chứng khoán vốn có khả năng sẽ có đóng góp lợi nhuận.

### Tăng trưởng tín dụng và huy động vốn



### Mốc thời gian thay đổi LSCB, LSCK và LSTCV



Nguồn : SBV, BMI, RongViet Securities





## NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB - HSX)

*Tài chính - Ngân hàng*

Địa chỉ: 198 Trần Quang Khải  
Phường Lý Thái Tổ  
Hoàn Kiếm Hà Nội

Điện thoại: (84.4) 39 34 3137

Fax: (84.4) 38 26 9067

Website: [www.vietcombank.com.vn](http://www.vietcombank.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/2012(VND)	29.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	30.400
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	18.580*
Số CP đang lưu hành	2.317.417.076
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	709.048
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	68.596
Trailing P/E (2011) (x)	16,5
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	2,0

\*Giá đã điều chỉnh

### Quản trị Điều hành

Nguyễn Hòa Bình, CT HĐQT

Nguyễn Phước Thanh, TV HĐQT- TGD

Lê Thị Hoa, TV HĐQT

Lê Thị Kim Nga, TV HĐQT

Phạm Huyền Anh, TV HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

VCB xuất thân từ một trong bốn ngân hàng quốc doanh hàng đầu Việt Nam. VCB đã xây dựng được mạng lưới khách hàng lớn, hệ thống các DNNN, hầu hết là các tập đoàn, tổng công ty. Đây chính là lợi thế cạnh tranh quan trọng của VCB. Hiện tại, VCB vẫn giữ vững vị trí dẫn đầu trong các lĩnh vực kinh doanh như tài trợ thương mại, thanh toán quốc tế, kinh doanh ngoại tệ và kinh doanh thẻ. Đối tác chiến lược nước ngoài của VCB là Ngân hàng Mizuho (15%).

Nhìn chung 3 năm trở lại đây, lợi nhuận của VCB tăng trưởng thấp mặc dù tỷ lệ lãi biên ngày càng cao, từ 2,7% (2008) lên 4,1% (2011). Tỷ suất sinh lời ROA, ROE có xu hướng sụt giảm. Dư nợ tín dụng tăng trưởng 19,3% trong khi vốn huy động chỉ tăng 9,9%. Hoạt động dịch vụ vốn là thế mạnh của VCB cũng giảm khá nhiều trong năm 2011, không đóng góp đáng kể vào tổng thu nhập như các năm trước. Do vậy, mặc dù VCB hoàn thành kế hoạch đặt ra nhưng đây là kết quả không làm thỏa mãn nhà đầu tư trong bối cảnh khá nhiều ngân hàng lớn trong hệ thống gặt hái được nhiều thành công.

Bên cạnh đó, ngoài việc là một định chế tài chính kinh doanh, VCB còn đảm nhiệm vai trò thực thi một số chính sách, chỉ đạo của NHNN, Chính Phủ vì mục tiêu điều hành ổn định ngành ngân hàng và nền kinh tế. Trong năm, khoản cho vay các tổ chức tín dụng tăng đột biến hơn 33 nghìn tỷ đồng. Đặc biệt, tỷ lệ nợ quá hạn (từ nhóm 2 -5) của VCB đạt mức kỷ lục 16,2%.

### Triển vọng phát triển

Đầu năm 2012, VCB đã phát hành thành công 347 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược nước ngoài là Ngân hàng Mizuho (15%), thu về hơn 11.800 tỷ đồng, giúp tăng nguồn vốn tự có của ngân hàng. Sự tham gia của Mizuho kỳ vọng sẽ là tác nhân tích cực đối với hoạt động kinh doanh hơi có phần sụt giảm của VCB trong thời gian gần đây.

Theo số liệu kế hoạch dự kiến, VCB đặt mục tiêu 6.500 tỷ lợi nhuận trước thuế, các khoản mục quan trọng đều có sự tăng trưởng khá hơn so với năm 2011. Riêng tăng trưởng dư nợ được dự kiến trong khoản 15 – 17% mặc dù VCB (con số được phép là 17%) cho thấy sự thận trọng của ban lãnh đạo ngân hàng này trước tình hình nợ cần chú ý tăng đột biến.

Giả sử các khoản mục nợ cần chú ý được ngân hàng xử lý tốt và tình hình nợ xấu không tệ hơn (trong giới hạn 2,8% theo kế hoạch), lợi nhuận năm nay có khả năng đạt khoảng 6.774 tỷ đồng, NIM giảm nhẹ về mức 3,9%, ROA duy trì như năm trước nhưng ROE tiếp tục giảm do vốn tăng mạnh từ việc phát hành thêm cho Mizuho. Nhìn chung, các chỉ số phản ánh sức khỏe tài chính của VCB vẫn chưa thể lạc quan, nhưng nhà đầu tư có thể đánh giá điểm tích cực ở sự minh bạch.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Lợi nhuận trước thuế	5.004	5.569	5.697	6.774
Lợi nhuận sau thuế	3.921	4.282	4.196	5.060
Vốn điều lệ	12.101	13.224	19.698	23.714
Vốn chủ sở hữu	16.710	20.737	28.639	43.831
Dư nợ cho vay	136.996	171.125	204.089	238.850
Vốn huy động	169.458	208.320	229.088	269.825
Tổng tài sản	255.496	307.621	366.722	422.104
EPS* (VND)	2.871	2.105	1.789	2.183
Giá trị sổ sách (VND/cp)	13.809	15.681	14.892	18.914

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng dư nợ	26,9	24,9	19,3	17,0
Tăng trưởng VHD	7,6	22,9	9,9	17,8
Tăng trưởng LNST	55,6	9,2	-2,0	20,6
Lãi suất biên (NIM)	2,9	3,1	4,1	3,9
Dư nợ/ Tổng tài sản	53,6	55,7	55,7	56,6
Dư nợ/ Vốn huy động	80,8	82,1	89,1	88,5
ROE	23,5	20,6	14,7	11,5
ROA	1,5	1,4	1,1	1,2
Cổ tức	12,0	12,0	12,0	12,0

Nguồn: VCB, HSX, RongViet Securities



## NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG - HSX)

Tài chính - Ngân hàng

Địa chỉ: 108 Trần Hưng Đạo  
Hoàn Kiếm - Hà Nội

Điện thoại: (84.4) 39 42 1030

Fax: (84.4) 39 42 1032

Website: [www.vietinbank.com.vn](http://www.vietinbank.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/2012(VND)	26.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	28.680*
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	16.200
Số CP đang lưu hành	2.022.972.161
KLGDDBQ (3 tháng gần nhất)	588.407
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	52.597
Trailing P/E (2011) (x)	8,2
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,8

\*Giá đã điều chỉnh

### Quản trị Điều hành

Phạm Huy Hùng, CT.HĐQT

Nguyễn Văn Thắng, TV. HĐQT - TGD

Phạm Thị Hoàng Tâm, TV. HĐQT

Đỗ Thị Thủy, TV. HĐQT

Nguyễn Thị Bắc, TV. HĐQT

Nguyễn Hồng Vân, TV. HĐQT

Cát Quang Dương, TV. HĐQT

Michael Knight Ipson, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

CTG là ngân hàng NHTMCP Nhà nước có quy mô tài sản lớn nhất trên sàn niêm yết. Kể từ sau cổ phần hóa với sự tham gia sở hữu (10%) của IFC, CTG đã tăng trưởng nhanh chóng qua mỗi năm về cả quy mô vốn, tài sản và lợi nhuận. CTG còn được nhà đầu tư quan tâm do sở hữu quỹ đất có giá trị lớn trên toàn quốc.

Trong năm 2011, CTG là ngân hàng có các tỷ suất sinh lời cao trong số các ngân hàng niêm yết với NIM đạt 5,1%, ROE đạt 22% (cao thứ nhì sau ACB). Ngoài ra, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng cao nhất ngành, ở mức 82%, trong đó, hoạt động tín dụng đóng góp đến gần 90%, riêng hoạt động đầu tư tạo nên khoản lỗ ròng khoảng 328 tỷ đồng.

Với lợi thế sở hữu một hệ thống khách hàng truyền thống, chủ yếu là các DNNN, CTG đã tăng trưởng mạnh trong thời gian qua. Tuy nhiên, một điều cần lưu ý là tốc độ tăng trưởng tín dụng ba năm gần đây luôn cao hơn so với tăng trưởng huy động, đồng thời tỷ lệ dư nợ/vốn huy động luôn cao hơn 100%, cao hơn so với các ngân hàng khác. Bên cạnh đó, tỷ lệ NIM cao đặt ra sự nghi ngại về chất lượng dư nợ của CTG. Nợ quá hạn theo báo cáo của CTG tổng cộng khoảng 7.954 tỷ đồng, tương đương 2,7% tổng dư nợ, nợ xấu chỉ 0,74%, thấp hơn nhiều so với NHTMCP Nhà Nước cùng quy mô là VCB.

### Triển vọng phát triển

CTG có lợi thế được tiếp cận các nguồn vốn rẻ và khối lượng huy động lớn, chính vì vậy CTG đã mạnh dạn đẩy mạnh hoạt động tín dụng trong thời gian qua. Trong năm 2012, CTG đặt mục tiêu tiếp tục tăng trưởng quy mô vốn điều lệ lên 30.615 tỷ đồng, đồng thời, CTG đang xúc tiến việc phát hành 500 triệu USD trái phiếu quốc tế. Trong khi đó, các tổ chức định mức tín nhiệm S&P và Moody's đưa ra các đánh giá xếp hạng tín nhiệm không thuận lợi cho CTG, điều này có thể góp phần khiến chi phí vốn huy động "không rẻ" như kỳ vọng.

CTG đã họp ĐHCĐ và thống nhất kế hoạch năm 2012 về các mục tiêu lợi nhuận và tăng trưởng tài sản có thể nói là "vừa sức". Dư nợ tăng 17% (mức tối đa cho phép đối với ngân hàng nhóm I theo quy định của NHNN). Mức lãi suất biên giảm xuống một chút sẽ là hợp lý nếu CTG quan tâm cân đối giữa tỷ suất sinh lời và chất lượng các khoản nợ. Bên cạnh đó, tỷ lệ dư nợ/vốn huy động năm nay có vẻ như vẫn chưa thể cải thiện đáng kể. Thu nhập ròng từ hoạt động dịch vụ bị sụt giảm trong năm 2011 và dự kiến chưa thể phục hồi mạnh trong năm nay. Do đó, hoạt động tín dụng vẫn đóng góp chính. Nếu hoạt động đầu tư không lỗ như 2011, lợi nhuận trước thuế 9.000 tỷ là mục tiêu có thể đạt được đối với ngân hàng này.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Lợi nhuận trước thuế	3.373	4.638	8.392	9.103
Lợi nhuận sau thuế	2.573	3.436	6.244	6.808
Vốn điều lệ	11.253	15.172	20.230	30.845
Vốn chủ sở hữu	12.572	18.201	28.490	49.198
Dư nợ cho vay	161.619	231.435	290.398	339.755
Vốn huy động	156.960	216.647	268.363	328.728
Tổng tài sản	243.785	367.712	460.604	548.314
EPS* (VND)	2.470	2.079	3.162	2.282
Giá trị sổ sách (VND/cp)	11.172	11.996	14.083	15.950

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng dư nợ	36,3	43,2	25,5	17,0
Tăng trưởng VHD	25,6	38,0	23,9	22,5
Tăng trưởng LNST	42,6	33,6	81,7	9,0
Lãi suất biên (NIM)	3,8	4,2	5,1	4,7
Dư nợ/ Tổng tài sản	66,3	62,9	63,0	61,9
Dư nợ/ Vốn huy động	102,9	106,8	108,2	103,4
ROE	20,5	18,8	21,9	13,8
ROA	1,1	0,9	1,4	1,2
Cổ tức	6,4	13,5	20,0	16,0

Nguồn: CTG, HSX, RongViet Securities





## NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (ACB - HNX)

Tài chính - Ngân hàng

Địa chỉ: 442 Nguyễn Thị Minh Khai-  
Quận 3- TP.HCM

Điện thoại: (84.8) 3929 0999

Fax: (84.8) 3839 9885

Website: [www.acb.com.vn](http://www.acb.com.vn)

Email: [acb@acb.com.vn](mailto:acb@acb.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/2012(VND)	25.700
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	27.800
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	17.880*
Số CP đang lưu hành	937.696.506
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	761.593
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	24.099
Trailing P/E (2011) (x)	7,8
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	2,0

\*Giá đã điều chỉnh

### Quản trị Điều hành

Trần Xuân Giá, CT.HĐQT

Trịnh Kim Quang, PCT.HĐQT

Lê Vũ Kỳ, PCT.HĐQT

Lý Xuân Hải, TV.HĐQT - TGD

Alain Cany, TV.HĐQT

Julian Fong Loong Choon, TV.HĐQT

Trần Hùng Huy, TV.HĐQT

Huỳnh Quang Tuấn, TV.HĐQT

Lương Văn Tự, TV.HĐQT

Đặng Thu Thủy, TV.HĐQT

Stewart Donald Hall, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

ACB được đánh giá là một trong những ngân hàng có hoạt động kinh doanh hiệu quả nhất thời gian qua với cơ cấu nguồn thu nhập đa dạng và các chỉ tiêu về an toàn hoạt động được đảm bảo. Ngoài ra, ACB còn là ngân hàng dẫn đầu trong hoạt động ngân hàng bán lẻ và sở hữu mạng lưới hoạt động rộng khắp.

Năm 2011, ACB đạt mức tăng trưởng lợi nhuận khá cao, ~38% sau hai năm tăng trưởng thấp. Tuy nhiên, cơ cấu thu nhập có sự chi phối lớn của thu nhập từ lãi, chiếm đến 86,1%. Thu nhập hoạt động dịch vụ hầu như không tăng nên tỷ trọng bị sụt giảm còn 10% so với con số trên 15% các năm trước đó. Hệ số NIM ước đạt 3,4% thấp hơn so với bình quân các ngân hàng niêm yết, tuy nhiên tỷ suất sinh lời ROE vẫn ở vị trí hàng đầu trong ngành.

Hoạt động của ACB được đánh giá là lành mạnh và có sự kiểm soát rủi ro tốt. Dư nợ cho vay khách hàng tăng 17,7%, trong khi huy động tăng trưởng đến 33% (bao gồm huy động từ chứng chỉ tiền gửi bằng vàng, lên đến 4,4 nghìn tỷ đồng). Điều này lý giải hoạt động liên ngân hàng trong năm tăng đến 2,5 lần và tỷ lệ dư nợ/vốn huy động chỉ có 52,8%.

### Triển vọng phát triển

Như đã phân tích ở trên, ACB là một trong những ngân hàng năng động nhưng rất quan tâm đến vấn đề kiểm soát rủi ro. Trước khả năng tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp vẫn còn nhiều khó khăn, Ngân hàng này sẽ đặt trọng tâm việc kiểm soát nợ xấu, đồng thời đặt mục tiêu tăng chất lượng tín dụng, tăng lãi suất biên.

Ngân hàng ACB đã có kế hoạch dự kiến năm 2012 để trình đại hội đồng cổ đông, với dư nợ cho vay tăng trưởng 17% (chạm mức tối đa cho phép của NHNN đối với NH nhóm I), lợi nhuận trước thuế dự kiến 5.500 tỷ, khá sát với kịch bản dự báo "trung bình" của chúng tôi. Với những diễn biến như hiện nay, chúng tôi cho rằng đó là kế hoạch khả thi.

Ngoài ra, chúng tôi ước tính tăng trưởng vốn huy động sẽ thấp hơn năm ngoái và thấp hơn tăng trưởng tín dụng, do vậy, tỷ lệ dư nợ/vốn huy động sẽ tăng lên 54,9% và lãi suất biên NIM ước tính sẽ tăng thêm 0,2% lên 3,6%.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Lợi nhuận trước thuế	2.838	3.102	4.203	5.666
Lợi nhuận sau thuế	2.201	2.335	3.208	4.250
Vốn điều lệ	7.814	9.377	9.377	12.190
Vốn chủ sở hữu	10.106	11.377	11.959	15.271
Dư nợ cho vay	61.856	86.478	101.823	119.133
Vốn huy động	113.502	145.171	192.927	217.104
Tổng tài sản	167.881	205.103	281.019	312.649
EPS* (VND)	2.751	2.861	3.280	4.216
Giá trị sổ sách (VND/cp)	12.933	12.133	12.754	12.528

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng dư nợ	78,8	39,8	17,7	17,0
Tăng trưởng VHD	40,2	27,9	32,9	12,5
Tăng trưởng LNST	-0,4	6,1	37,4	32,5
Lãi suất biên (NIM)	2,5	2,7	3,4	3,6
Dư nợ/ Tổng tài sản	36,8	42,2	36,2	38,1
Dư nợ/ Vốn huy động	54,5	59,6	52,8	54,9
ROE	21,8	20,6	26,8	27,8
ROA	1,3	1,1	1,2	1,4
Cổ tức	23,0	24,0	20,0	N/A

Nguồn: ACB, HNX, RongViet Securities

Địa chỉ: Tầng 8- Vincom Center, 72 Lê  
Thánh Tôn, 47 Lý Tự Trọng  
Q1- TP.HCM

Điện thoại: (84.8) 38 210 056

Fax: (84.8) 38 216 913

Website: [www.eximbank.com.vn](http://www.eximbank.com.vn)

Email: [website@eximbank.com.vn](mailto:website@eximbank.com.vn)

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá @ 23/03/2012(VND)	17.700
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	20.400
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	10.690*
Số CP đang lưu hành	1.235.528.043
KLGDDBQ (3 tháng gần nhất)	2.411.448
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	21.869
Trailing P/E (2011) (x)	6,2
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,3

\*Giá đã điều chỉnh

**Quản trị Điều hành**

Lê Hùng Dũng, CT. HĐQT
Phạm Trung Cang, PCT.HĐQT
Naoki NiShizawa, PCT.HĐQT
Phạm Hữu Phú, PCT.HĐQT
Trương Văn Phước, TV. HĐQT - TGD
Nguyễn Quang Thông, TV.HĐQT
Philip Simon Rupert Skevington, TV. HĐQT
Hoàng Tuấn Khải, TV. HĐQT
Hà Thanh Tùng, TV. HĐQT
Nguyễn Ngọc Ban, TV.HĐQT

**Thông tin doanh nghiệp**

EIB, được thành lập năm 1990, là một trong những NHTMCP đầu tiên của Việt Nam và hiện là ngân hàng có quy mô vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu lớn thứ 4 trong khối NHTMCP. EIB còn được biết đến là ngân hàng tiên phong chuyên cung cấp các dịch vụ dành cho doanh nghiệp xuất nhập khẩu.

Năm 2011, EIB đạt mức LNST 3.038 tỷ đồng, tăng trưởng đến 67,4% so với năm trước, đứng thứ hai trong khối các ngân hàng thương mại, chỉ sau CTG. Cơ cấu nguồn thu nhập vẫn chủ yếu đến từ hoạt động tín dụng, chiếm đến 85%, cao hơn cả con số năm 2010 là 78,6%. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ tăng nhẹ so với năm trước nhưng lại giảm tỷ trọng cơ cấu từ 12,6% (2010) còn 9,1% (2011). Riêng trong quý IV, EIB có khoản thu nhập khác 399 tỷ đồng giúp lợi nhuận quý IV nhảy vọt so với bình quân 3 quý trước đó. Tỷ lệ NIM ước đạt 3,7%, tăng mạnh so với con số 3,4% của năm 2010. So sánh với các ngân hàng khác, tỷ lệ này ở mức trung bình, tuy nhiên, trong điều kiện hiện nay, NIM cao sẽ đặt ra một dấu hỏi lớn về tỷ lệ nợ xấu đi kèm.

Trong năm, EIB cũng đạt mức tăng trưởng dư nợ tín dụng khá, 20%, trong khi huy động giảm nhẹ, -7,8%. Do vậy, thị phần tín dụng (ước tính 2,8%), có sự cải thiện so với năm 2010 (2,6%) trong khi thị phần huy động có phần sụt giảm. Hoạt động liên ngân hàng có sự gia tăng đột biến, gấp đôi so với năm 2010, đây là lý do chính khiến tổng tài sản tăng đến 40%. Xét ở góc độ ngân hàng bán lẻ, điều này ẩn chứa nhiều bất ổn và rủi ro.

**Triển vọng phát triển**

Năm 2011, theo phân tích của người viết, tương tự như ACB, EIB thu được khá nhiều lợi nhuận trên thị trường liên ngân hàng. Sang 2012, NHNN tiếp tục chính sách tiền tệ chặt chẽ để các ngân hàng nhỏ, đang gặp rủi ro tự chỉnh đốn. Đây có thể vẫn là điều kiện để EIB tiếp tục thu lợi đối với hoạt động liên ngân hàng. Bên cạnh đó, được xếp vào nhóm I với tăng trưởng tín dụng cho phép là 17%, EIB có cơ sở để đặt kế hoạch cao hơn đối với hoạt động tín dụng trong năm nay. Tuy nhiên, trong năm 2012, EIB được dự báo sẽ phải tích cực huy động vốn để cải thiện tỷ lệ dư nợ/vốn huy động đang ở mức khá cao, do vậy, huy động vốn có thể tăng ~18,4%. Dư nợ cho vay khách hàng dự kiến tăng ít nhất là 15%. Tương ứng với các giả định trên, lợi nhuận năm 2012 của EIB có khả năng tăng trưởng ít nhất 16,7%.

Bên cạnh đó, Việc EIB mua 9,73% STB và dự kiến tham gia vào HĐQT của STB được xem là một bước đi dài hạn cần được theo dõi để cân nhắc vấn đề lợi ích giữa nhà đầu tư đại chúng và cổ đông lớn trong chiến lược này.

**Tình hình tài chính**

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011E	2012F
Lợi nhuận trước thuế	1.533	2.378	4.057	4.728
Lợi nhuận sau thuế	1.132	1.815	3.038	3.546
Vốn điều lệ	8.800,1	10.560	12.355	12.355,3
Vốn chủ sở hữu	13.353	13.511	16.303	17.780
Dư nợ cho vay	38.003	61.718	74.045	86.632
Vốn huy động	46.989	79.005	72.865	86.278
Tổng tài sản	65.448	131.111	183.585	202.216
EPS* (VND)	1.300	1.718	2.837	2.870
Giá trị sổ sách (VND/cp)	15.174	12.794	13.202	14.391

(\*\*) Trong đó, 22% cổ tức bằng cổ phiếu  
Nguồn: EIB, HSX, RongViet Securities

**Tỷ số tài chính**

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011E	2012F
Tăng trưởng dư nợ	82,2	62,4	20,0	17,0
Tăng trưởng VHD	45,3	68,1	-7,8	18,4
Tăng trưởng LNST	59,3	60,2	67,4	16,7
Lãi suất biên (NIM)	4,1	3,4	3,7	3,5
Dư nợ/ Tổng tài sản	58,1	47,1	40,3	42,8
Dư nợ/ Vốn huy động	80,9	78,1	101,6	100,4
ROE	8,5	13,4	18,6	19,9
ROA	1,7	1,4	1,7	1,8
Cổ tức	30,0**	12,0	14,6	N/A

## BẤT ĐỘNG SẢN – XÂY DỰNG

### Những nét chính năm 2011

Năm 2011 dưới những tác động kém lạc quan của tình hình kinh tế vĩ mô thị trường bất động sản diễn biến khá ảm đạm, thậm chí trầm lắng hơn năm 2010. Có thể nói năm qua là một năm nhiều khó khăn của thị trường này trên nhiều phương diện: từ chi phí, nguồn vốn đến hành lang pháp lý và đặc biệt là sự sụt giảm nghiêm trọng của sức mua.

**Nguồn vốn đổ vào bất động sản hạn hẹp, chi phí lãi vay trở thành gánh nặng cho các doanh nghiệp bất động sản.** Đầu tháng 3/2011, NHNN yêu cầu các ngân hàng giảm tốc độ và tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất, nhất là bất động sản, chứng khoán; đến hết 30/06/11, tỷ trọng này trên tổng dư nợ tối đa là 22% và đến cuối 2011, tối đa 16%. Như vậy, tiếp nối khó khăn của năm 2010, năm 2011 nguồn vốn tín dụng tiếp tục trở thành bài toán đau đầu của nhiều doanh nghiệp bất động sản trong việc duy trì tiến độ cũng như phát triển dự án.

Mặt khác, theo Cục Đầu tư nước ngoài thì trong năm 2011 vốn FDI đổ vào bất động sản chỉ khoảng 845 triệu USD, thấp nhất trong vòng 5 năm qua. Thêm vào đó, trong năm qua mặt bằng lãi suất cho vay của các ngân hàng vẫn được đẩy và duy trì ở mức cao (~20% – 22%/năm) đã khiến cho chi phí tài chính trở thành “gánh nặng” và “ăn mòn” lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp trong ngành. Đa số doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên cả 2 sàn đều có kết quả kinh doanh thấp hơn năm 2010.

**Một số rào cản về mặt pháp lý vẫn chưa được tháo gỡ khiến cho việc kinh doanh của doanh nghiệp bất động sản gặp khó khăn.** Cụ thể, những khúc mắc trong việc thực hiện Nghị Định 69/2009/NĐ-CP về việc đóng tiền sử dụng đất vẫn chưa được giải quyết. Điều này gây trở ngại trong việc kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản, đặc biệt các doanh nghiệp bất động sản tại thành phố Hồ Chí Minh do chưa thể ra sổ cho khách hàng. Hơn thế nữa, việc chưa hoàn thiện các giá trị pháp lý của dự án cũng khiến các doanh nghiệp không thuận lợi khi muốn kêu gọi hợp tác hoặc chuyển nhượng dự án.

**Thị trường đất nền và căn hộ khá ảm đạm, sức mua yếu, ghi nhận sự giảm giá ở một số dự án.** Theo nhiều báo cáo của các tổ chức nghiên cứu thì trong năm qua thị trường đất nền và căn hộ ở cả hai thành phố là Hồ Chí Minh và Hà Nội đều khá ảm đạm. Nhìn chung, các “hàng hóa” ở phân khúc cao cấp gần như điều đứng; lượng giao dịch thành công chủ yếu nằm ở phân khúc trung bình và thấp nhưng số lượng không nhiều. Các thông tin như quy hoạch thành phố Hà Nội hay việc thông hầm Thủ Thiêm cũng không đủ “sưởi ấm” thị trường.

Về cơ bản, mức giá đất nền và căn hộ đang được đánh giá là nằm ngoài khả năng tài chính của người dân; cộng thêm tình hình lạm phát, lãi suất cao, tín dụng thắt chặt đã làm giảm đáng kể sức mua. Điều đó phản ánh qua việc trong năm 2011 giá đất nền và căn hộ đa phần là giảm hoặc giữ giá. Ví dụ như dự án căn hộ An Tiến của HAGL giảm 20% giá bán hay giá đất nền dự án Vân Canh (Hà Nội) giảm từ 30% – 40%. Thêm vào đó, do nguồn vốn tín dụng hạn hẹp và tâm lý chờ giá giảm thêm ở phía người mua đã làm cho sức cầu trong năm sụt giảm nghiêm trọng.

**Văn phòng cho thuê và mặt bằng bán lẻ tuy giảm nhẹ nhưng có phần khả quan hơn các phân khúc khác của thị trường trong năm qua.** Theo các báo cáo của Knight Frank và Savills tình hình hoạt động của hai mảng này nhìn chung ổn định trong suốt thời kỳ kinh tế khó khăn vừa qua. Ở phân khúc văn phòng cho thuê, tỉ lệ lấp đầy vẫn duy trì ở mức cao, đạt khoảng 90% đối với hạng A và 80% đối với hạng B và giá thuê trung bình có giảm nhẹ (~10%). Tương tự, giá thuê mặt bằng bán lẻ ở các khu mua sắm cũng có phần giảm nhẹ so với năm ngoái nhưng ở một số trung tâm thương mại hàng đầu mức giá thuê vẫn được giữ ở mức cao (~2,4 – 4,9 triệu/m<sup>2</sup>). Công suất thuê trung bình toàn thị trường đạt khoảng 86% vào thời điểm cuối năm.

## Triển vọng phát triển năm 2012

Sự trầm lắng của thị trường bất động sản dự báo vẫn sẽ kéo dài sang năm 2012 nhưng được kỳ vọng sẽ có dấu hiệu khởi sắc vào thời điểm cuối năm. Làn sóng sáp nhập - mua bán (M&A) dự án/ doanh nghiệp được dự báo sẽ diễn ra sôi động, góp phần thanh lọc thị trường. Về dài hạn, theo đà phát triển của nền kinh tế và gia tăng dân số thì cơ hội hồi phục của ngành vẫn được đánh giá cao.

**Lãi suất được kỳ vọng giảm và dòng vốn cho thị trường được nối lỏng vào nửa cuối năm 2012.** Từ 13/3/2011, lãi suất huy động tiền gửi tối đa đã được NHNN quy định giảm từ 14%/năm xuống 13%/năm. Dưới tác động này vừa qua một số ngân hàng thương mại đã công bố giảm lãi suất cho vay nói chung và lĩnh vực bất động sản nói riêng khoảng 0,5%/năm so với năm 2010. Theo ông Bình, Thống đốc NHNN, với chiều hướng giảm của lãi suất huy động và kỳ vọng lạm phát, mặt bằng lãi suất cho vay có thể giảm về 14,5% -16,5% trong năm nay. Những động thái trên được kỳ vọng sẽ giúp giảm áp lực tài chính cho các doanh nghiệp bất động sản; đồng thời làm tăng sức mua của người dân và giúp gia tăng dòng vốn đầu tư đổ vào thị trường.

**Thị trường tiếp tục ế ẩm và có sự phân hóa trong giao dịch.** Theo khảo sát của nhiều tổ chức nghiên cứu, trong năm 2012 nguồn cung bất động sản ở tất cả các phân khúc đều gia tăng. Tuy nhiên, do sự trầm lắng của thị trường vẫn được dự báo kéo dài nên lượng giao dịch thành công vẫn sẽ tập trung chủ yếu ở phân khúc trung bình và thấp, nằm trong khả năng tài chính của đa số người dân. Hàng hóa ở phân khúc cao cấp sẽ còn ế ẩm.

Mặt bằng bán lẻ và văn phòng cho thuê về cơ bản vẫn ổn định hơn các phân khúc khác. Đối với mặt bằng bán lẻ, theo Knight Frank doanh thu hàng năm của Giordano, Bosini, Valentino và Mango vẫn đạt mức tăng trưởng 20%-30% hứa hẹn sẽ mang đến thêm nhiều nhà bán lẻ và thương hiệu quốc tế trên thị trường. Trong khi đó, ở mảng văn phòng cho thuê nguồn cung dự báo sẽ tiếp tục tăng trong vòng 3 năm tới. Nhu cầu khó có khả năng theo kịp tốc độ tăng trưởng nguồn cung. Sự cạnh tranh gay gắt dẫn đến giá cho thuê tiếp tục giảm là điều khó tránh khỏi.

**Làn sóng M&A dự báo sẽ diễn ra sôi động, giúp thanh lọc thị trường.** Theo Stoxplus, tổng giá trị thương vụ M&A trong lĩnh vực bất động sản trong 9 tháng đầu năm 2011 tại Việt Nam đạt 251 triệu USD, xếp thứ 3 chỉ sau các lĩnh vực hàng tiêu dùng và tài chính. Trước bối cảnh thị trường như hiện nay, nhiều doanh nghiệp có tiềm lực tài chính hạn chế đang tìm kiếm đối tác để hợp tác khai thác hoặc chuyển nhượng dự án nhằm tái cơ cấu danh mục đầu tư. Chẳng hạn, ngày 20/03/2012 vừa qua CTCP Vạn Phát Hưng đã thông qua ĐHCĐ về việc sẽ thanh lý một số dự án bất động sản nhằm giải quyết vấn đề về vốn. Theo đánh giá của nhiều chuyên gia, năm 2012 là năm được kỳ vọng cho sự nhộn nhịp của hoạt động này, qua đó tăng tính thanh khoản và khả năng cạnh tranh của thị trường bất động sản trong những năm tới.

**Triển vọng trung và dài hạn lạc quan.** Thứ nhất, nhu cầu về nhà ở tại Việt Nam là rất lớn do tốc độ đô thị hóa và sự gia tăng dân số nhanh. Theo báo cáo về chiến lược phát triển nhà ở đến 2020 và tầm nhìn đến năm 2030 của Bộ Xây dựng, đến năm 2020 cả nước cần khoảng 2,5 tỷ m<sup>2</sup> sàn nhà ở, trong khi đó hiện tại có khoảng 1,5 tỷ m<sup>2</sup> sàn, trong 10 năm tới Việt Nam cần xây dựng 1 tỷ m<sup>2</sup> sàn nhà ở nữa. Đây chính là những cơ sở quan trọng để các doanh nghiệp bất động sản tiếp tục đầu tư và phát triển. Thứ hai, tốc độ tăng trưởng GDP trong năm 2012 và các năm tới được kỳ vọng sẽ ở mức cao, cụ thể năm 2012 được dự báo sẽ ở mức 5,5%-6%. Nền kinh tế tăng trưởng nhanh sẽ kéo theo mức thu nhập của người dân được cải thiện, sức cầu về nhà ở cũng sẽ tăng theo. Thứ ba, các chính sách phát triển hạ tầng và quy hoạch đô thị đang từng bước hoàn thiện, đặc biệt tại 2 thành phố lớn Hà Nội và TP.HCM. Sự thuận tiện đi lại từ trung tâm thành phố ra ngoại thành sẽ làm tăng thêm giá trị các dự án vùng ven và mở ra cơ hội cho các công ty bất động sản đang sở hữu các dự án tại các khu vực này.



## CTCP HOÀNG ANH GIA LAI (HAG - HSX)

**Công nghiệp - Xây dựng và Bất động sản**

**Địa chỉ:** 15 Trường Chinh, Phường  
Phù Đồng, TP PleiKu  
Tỉnh Gia Lai

**Điện thoại:** 059.3820288

**Fax:** 059.2211726

**Website:** [www.hagl.com.vn](http://www.hagl.com.vn)

**Email:** [hoa.pleiku@dng.vnn.vn](mailto:hoa.pleiku@dng.vnn.vn)

### Thông tin doanh nghiệp

Từ một nhà máy sản xuất đồ gỗ nhỏ, đến nay HAG đã trở thành Tập đoàn đa ngành với tổng tài sản hơn 25.520 tỷ đồng. Ngoài hoạt động truyền thống phân phối đồ gỗ, đá granite và BĐS, HAG đang mở rộng thêm các lĩnh vực như thủy điện, cao su, mía đường và khai khoáng.

Năm 2011, HAG đạt doanh thu 3.164 tỷ đồng và LNST 1.158 tỷ đồng, giảm 30% và 45% tương ứng so với mức thực hiện năm 2010; đồng thời chỉ hoàn thành 57% kế hoạch LNTT. Nguyên nhân là do nền kinh tế khó khăn nên các mảng hoạt động của HAG đều không đạt như kỳ vọng. Chẳng hạn, hoạt động BĐS chỉ mang về ~839 tỷ đồng LNG, thay vì 1.380 tỷ đồng như kế hoạch; mảng thủy điện chỉ đóng góp ~68 tỷ đồng, thay vì 159 tỷ đồng...

### Triển vọng phát triển

Năm 2012, HAG đặt mục tiêu 1.700 tỷ đồng LNTT với nguồn thu chủ yếu vẫn từ BĐS mà cụ thể là dự án An Tiến Golden House và Phú Hoàng Anh giai đoạn 1. Đây là những nguồn lợi nhuận khá chắc chắn do việc kinh doanh đã gần như hoàn tất. Ngoài ra, không thể phủ nhận những tiềm năng rất lớn của HAG ở mảng kinh doanh này khi đang sở hữu khoảng 20 dự án BĐS tại nhiều vị trí đắc địa ở Tp. HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ, Đắk Lắk và Thái Lan.

Mảng cao su: với 51.000 ha đất cao su, sẽ hoàn thành việc trồng trong năm nay, dự kiến khi khai thác năm 2014 HAG sẽ thu hoạch hơn 120.000 tấn mủ cao su quy khô hàng năm, và với chi phí trồng khoảng USD876/tấn trong khi giá mủ hiện khoảng USD4.000/tấn thì tiềm năng của HAG ở mảng hoạt động này là cực kỳ lớn nếu việc khai thác cao su của Công ty thành công.

Thủy điện và mía đường tuy chưa được định hướng đóng góp nhiều lợi nhuận nhưng sẽ giúp duy trì dòng tiền cho Tập đoàn. Năm 2012, HAG dự kiến đưa vào hoạt động dự án Bá Thước 2 và Đắk Srông 3B, nâng công suất phát điện lên mức 141,5 KWh và sẽ đóng góp trên 100 tỷ đồng doanh thu. Trong năm, HAG cũng sẽ trồng và thu hoạch 5 nghìn ha mía; đồng thời xây dựng và đưa vào hoạt động nhà máy sản xuất đường với công suất 7.000 tấn mía/ngày.

Mảng khai thác và chế biến quặng sắt được dự báo sẽ gặp khó khăn trong năm nay do việc dừng hoàn toàn việc xuất khẩu quặng sắt theo chỉ thị số 02/CT-TTg ngày 09/01/2012.

Như vậy, với nhiều mảng kinh doanh HAG có lợi thế là ít phụ thuộc vào sự suy thoái của một ngành đơn lẻ. Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng vượt bậc của HAG vẫn còn ở tương lai xa.

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	30.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	45.800
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	17.300
Số CP đang lưu hành	467.280.590
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	931.697
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	14.159
Trailing P/E (2011) (x)	12,2
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,5

### Quản trị Điều hành

Đoàn Nguyên Đức, CT. HĐQT

Nguyễn Văn Sự, TV.HĐQT - TGD

Đoàn Nguyên Thu, TV.HĐQT - P.TGD

Nguyễn Văn Minh, TV.HĐQT - P.TGD

Lê Hùng, TV.HĐQT

Võ Thị Huyền Lan, TV.HĐQT

Vũ Hữu Điển, TV.HĐQT

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	4.365,3	4.524,9	3.164,5	2.940,1
Lợi nhuận trước thuế	1.743,5	3.017,4	1.706,2	1.664,4
Lợi nhuận sau thuế	1.188,9	2.093,6	1.157,5	1.248,3
Vốn điều lệ	2.704,7	3.115,2	4.672,8	4.672,8
Vốn chủ sở hữu	4.694,9	9.158,7	9.384,5	9.972,2
Tổng tài sản	12.196,2	18.771,7	25.520,2	30.624,2
EPS* (VND/cp)	4.430	4.903	2.477	2.671
Giá trị sổ sách (VND/cp)	17.358	29.400	20.083	21.341

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	132,1	3,7	-30,1	-7,1
Tăng trưởng LNST	69,8	76,1	-44,7	7,8
LN góp /DT	45,9	50,6	45,0	45,6
LN ròng/ DT	27,2	46,3	36,6	42,5
Nợ vay/Tổng TS	43,0	31,3	45,6	54,7
ROE	25,3	22,9	12,3	12,5
ROA	9,7	11,2	4,5	4,1
Cổ tức	10,0*	50,0**	-	-

Nguồn: HAG, HSX, RongViet Securities





## CTCP VINCOM (VIC - HSX)

**Bất động sản**

**Địa chỉ:** Vincom Village,  
Long Biên, Hà Nội, Việt Nam

**Điện thoại:** 84 4 3974 9999

**Fax:** 84 4 3974 8888

**Website:** [www.vincom.com.vn](http://www.vincom.com.vn)

**Email:** [info@vincom.com.vn](mailto:info@vincom.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	103.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	137.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	80.000
Số CP đang lưu hành	549.383.305
KLGDQB (3 tháng gần nhất)	81.150
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	56.587
Trailing P/E (2011) (x)	46,1
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	6,2

### Quản trị Điều hành

Phạm Nhật Vượng, CT. HĐQT

Nguyễn Diệu Linh, PCT.HĐQT

Lê Khắc Hiệp, PCT.HĐQT

Phạm Thúy Hằng, PCT.HĐQT

Phạm Thu Hương, PCT.HĐQT

Lê Thị Thu Thủy, PCT.HĐQT

Vũ Tuyết Hằng, PCT.HĐQT

Nguyễn Trọng Hiên, TV.HĐQT

Ling Chung Yee Roy, TV.HĐQT

Phạm Văn Khương, TV.HĐQT

Mai Hương Nội, TGD

### Thông tin doanh nghiệp

VIC được thành lập năm 2002 để đầu tư xây dựng và quản lý Vincom City Towers, HN; và đến nay đã trở thành một trong những tên tuổi đi đầu trong hoạt động kinh doanh BĐS, cho thuê văn phòng, trung tâm thương mại và cung cấp các sản phẩm dịch vụ, giải trí với tên tuổi gắn với những dự án cao cấp như Vincom Center HN, Vincom Center HCM, Vincom Village...

Năm 2011 CTCP Vincom đã đạt được 2.314 tỷ đồng doanh thu và 821 tỷ đồng LNST, giảm 40% và 65% tương ứng so với cùng kỳ năm 2010. Nguồn đóng góp chính vào doanh thu trong năm chủ yếu là từ bán BĐS đầu tư (~1.276 tỷ đồng) gồm có phần diện tích văn phòng của Vincom Village, trung tâm vui chơi giải trí tại Vincom Center HCM. Bên cạnh đó, Công ty cũng ghi nhận nguồn thu từ việc cho thuê bán lẻ tại Vincom Park Place và cho thuê văn phòng và diện tích bán lẻ tại Vincom Center HCM (~ 942 tỷ đồng)...

### Triển vọng phát triển

Nguồn thu cho năm 2012 và các năm tiếp theo của VIC sẽ đến chủ yếu đến từ 3 dự án là Vincom Village, Royal City và Times City. Tính đến hết quý 4/2011, tổng số tiền người mua ứng trước tại 3 dự án này là 12.000 tỷ đồng. Bên cạnh đó, năm 2012 Công ty cũng sẽ ghi nhận doanh thu từ việc bán tòa tháp B (khu văn phòng) của Vincom Center HN cho Techcombank. Giá chuyển nhượng hiện vẫn chưa được công bố, nhưng giá vốn của tòa tháp B ghi nhận tại BCTC năm 2011 là khoảng 700 tỷ đồng. Ngoài ra, VIC vẫn có nguồn thu từ việc cho thuê mặt bằng bán lẻ tại HN và HCM và cho thuê văn phòng ở Vincom Center ở HCM.

Sau khi đã chính thức sáp nhập và đổi tên thành Vingroup thì hoạt động kinh doanh từ năm nay của VIC sẽ có phần đóng góp từ. Vingroup định hướng phát triển 4 nhóm thương hiệu chiến lược bao gồm: (1) Vincom: phát triển, quản lý và vận hành BĐS thương mại (2) Vinpearl: phát triển, quản lý và vận hành BĐS du lịch (3) Vincharm: quản lý và vận hành chuỗi trung tâm làm đẹp, gym & spa (4) Vinmec: quản lý và vận hành chuỗi bệnh viện và dịch vụ y tế cao cấp, đã chính thức đi vào hoạt động ngày 7/1/2012.

Như vậy, với danh mục khoảng 27 dự án bao gồm cả những dự án đang khai thác và dự án đang phát triển VIC có nhiều hứa hẹn sẽ tăng trưởng vượt bậc khi nhu cầu của thị trường bất động sản, du lịch nghỉ dưỡng và dịch vụ y tế cao cấp tăng cao.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	1.974,4	3.872,9	2.313,7	7.961,8
Lợi nhuận trước thuế	1.384,2	3.143,1	1.470,5	4.152,3
Lợi nhuận sau thuế	898,6	2.306,9	820,6	3.114,2
Vốn điều lệ	1.996,3	3.726,3	3.911,5	5.943,8
Vốn chủ sở hữu	2.067	6.842,7	6.500,6	9.344,5
Tổng tài sản	14.313	26.146,8	35.242,1	41.573,5
EPS* (VND/cp)	5.328	6.837	2.236	5.668
Giá trị sổ sách (VND/cp)	10.356	18.366	16.619	15.721

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	725,4	96,2	-40,3	244,1
Tăng trưởng LNST	620,5	156,7	-64,4	279,5
LN gộp /DT	72,7	76,0	43,5	57,4
LN ròng/ DT	45,5	59,6	35,5	39,1
Nợ vay/Tổng TS	43,0	31,3	45,6	54,7
ROE	43,5	33,7	12,6	33,3
ROA	6,3	8,8	2,3	7,5
Cổ tức	20,0	20,0	-	-

Nguồn: VIC, HSX, RongViet Securities



## TỔNG CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN XÂY DỰNG (DIG - HSX)

**Bất động sản**

Địa chỉ: Tòa nhà DIC, Số 265 Lê Hồng Phong, Phường 8, TP. Vũng Tàu  
Điện thoại: 84-(64) 385 92 48  
Fax: 84-(64) 36 07 12  
Website: [www.dic.vn](http://www.dic.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12(VND)	18.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	28.400
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	9.400
Số CP đang lưu hành	129.997.818
KLGDQB (3 tháng gần nhất)	292.713
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.379
Trailing P/E (2011) (x)	22,3
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,0

### Quản trị Điều hành

Nguyễn Thiện Tuấn, CT.HĐQT - TGĐ  
Lê Minh Tuấn, TV. HĐQT  
Phạm Ngọc Ánh, TV. HĐQT  
Đỗ Doãn Chiến, TV. HĐQT  
Don Di Lam, TV.HĐQT  
Trần Minh Phú, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

CTCP Đầu tư phát triển xây dựng (DIG) xuất thân từ một DNNN thuộc Bộ Xây dựng, cổ phần hóa năm 2008 với vốn điều lệ ban đầu 370 tỷ đồng và hiện doanh nghiệp đang hoạt động với vốn điều lệ là 1.300 tỷ đồng. Hiện DIG được biết đến như là một doanh nghiệp bất động sản sở hữu quỹ đất lớn nhất hiện nay trong các công ty cùng ngành đang niêm yết.

Kết thúc năm 2011, DIG đạt được kết quả kinh doanh sơ bộ là 852 tỷ đồng doanh thu và 104 tỷ đồng LNST. Nguồn thu trong kỳ chủ yếu đến từ dự án Lakeside và Nam Vĩnh Yên (~50 tỷ đồng LNST). Nếu so với kế hoạch thì kết quả này là rất khiêm tốn, chỉ đạt 69% kế hoạch doanh thu và 21% kế hoạch LNST. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh thấp này có nguyên nhân một phần là do diễn biến thị trường bất động sản khá ảm đạm nên phía DIG muốn để lại một số nguồn thu hạch toán vào năm sau, chẳng hạn như dự án biệt thự An Sơn hay dự án Đại Phước.

### Triển vọng phát triển

Trong năm 2012 đại diện phía DIG cho biết Công ty đặt chỉ tiêu LNST khoảng 200 tỷ đồng. Cơ sở cho kế hoạch đến từ nhiều nguồn khá chắc chắn mà Công ty “để dành” như: (1) dự án Khu biệt thự đồi An Sơn đã hoàn thành việc kinh doanh chỉ chờ ghi nhận doanh thu (~174 tỷ đồng LNST); (2) dự án Đại Phước có 6 ha đã bán cho CBCNV nhưng chưa ghi nhận (~60 tỷ đồng); (3) dự án Nam Vĩnh Yên đã ký hợp đồng bán 8,59 ha đất thương phẩm (~125 tỷ đồng). Bên cạnh đó, DIG còn ghi nhận nguồn thu từ dự án Lakeside. Như vậy, khả năng hoàn thành mục tiêu 200 tỷ đồng LNST năm 2012 của DIG là rất khả quan.

Tiềm năng tăng trưởng ở lĩnh vực bất động sản của DIG là rất lớn nhờ vào việc sở hữu quỹ đất dồi dào mà phần lớn là được Bộ Xây dựng giao với giá rất rẻ và tình hình tài chính ổn định. Cụ thể, DIG hiện có số lượng quỹ đất khoảng 478ha với khoảng 10 dự án đã là đất sạch, diện tích rộng, chỉ chờ triển khai hạ tầng để kinh doanh khi thị trường bất động sản diễn biến thuận lợi. Mặt khác, theo báo cáo tài chính cuối quý 4/2011 thì Công ty vẫn đang duy trì được tỉ lệ thanh toán hiện hành (2,48) và thanh toán nhanh (1,28) ở mức gần như tương đương năm 2010. Đồng thời, trong bối cảnh khan hiếm tiền mặt như hiện nay thì việc sở hữu lượng tiền mặt khoảng 254 tỷ đồng là một điểm rất thuận lợi trong việc chủ động kinh doanh của DIG.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	1.631,1	1.194,5	851,8	1.075,8
Lợi nhuận trước thuế	696,1	599,9	137,1	266,0
Lợi nhuận sau thuế	573,2	449,0	103,8	199,5
Vốn điều lệ	700,0	1.000,0	1.300,0	1.300,0
Vốn chủ sở hữu	2.243,0	2.429,4	2.375,6	2.318,5
Tổng tài sản	3.605,0	4.227,0	4.849,3	4.957,9
EPS* (VND/cp)	6.702	4.523	821	1.535
Giá trị sổ sách (VND/cp)	32.043	24.294	18.274	17.835

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	149,5	-26,7	-28,7	26,3
Tăng trưởng LNST	151,0	-21,7	-76,9	92,2
LN gộp /DT	43,4	50,8	29,2	36,7
LN ròng/ DT	34,4	37,6	12,1	18,5
Nợ vay/Tổng TS	13,6	13,3	22,3	24,9
ROE	24,7	18,5	4,4	8,6
ROA	15,6	10,6	2,1	4,0
Cổ tức	10	5	10*	10

(\*) kế hoạch

Nguồn: DIG, HSX, RongViet Securities



## CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE - HSX)

**Công nghiệp - Bất động sản**

**Địa chỉ:** 364 Cộng Hòa, Phường 13,  
Quận Tân Bình, Tp. HCM

**Điện thoại:** 84-(8) 381 000 17

**Fax:** 84-(8) 381 03 3

**Website:** [www.reecorp.com](http://www.reecorp.com)

**Email:** [ree@reecorp.com.vn](mailto:ree@reecorp.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12(VND)	13.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	14.300
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	9.600
Số CP đang lưu hành	239.640.638
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	981.521
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.331
Trailing P/E (2011) (x)	5,6
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,9

### Quản trị Điều hành

Nguyễn Thị Mai Thanh, CT. HĐQT - TGD

Dominic Scriven, PCT. HĐQT

Lục Chánh Trường, TV. HĐQT

Quách Vĩnh Bình, TV. HĐQT

Nguyễn Ngọc Thái Bình, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

REE được thành lập vào năm 1977, CPH năm 1993 và là một trong hai doanh nghiệp đầu tiên niêm yết trên HSX vào ngày 28/07/2000. Công ty hiện đang hoạt động với mức vốn điều lệ là 2.466,4 tỷ đồng với 4 mảng kinh doanh chính là: M&E – lắp đặt hệ thống cơ điện lạnh công trình, Reetech – kinh doanh máy điều hòa và thiết bị điện tử mang thương hiệu Reetech, cho thuê văn phòng và đầu tư tài chính.

Năm 2011, REE đạt được mức doanh thu thuần là 1.807 tỷ đồng và LNST là 514 tỷ đồng; trong đó, M&E vẫn đóng góp doanh thu lớn nhất (~ 853 tỷ). Kết quả kinh doanh này thấp hơn 7% so với mức kế hoạch doanh thu nhưng lại cao hơn 14% so với mức kế hoạch LNST. Đồng thời so với năm 2010, LNST năm nay của REE đã tăng 42%. Nguyên nhân được giải thích là do tỉ suất LNG được cải thiện từ 27% lên 29% và lợi nhuận hoạt động tài chính cao từ thanh lý một số khoản đầu tư.

### Triển vọng phát triển

Năm 2012, REE đặt mục tiêu tăng trưởng 20% cho toàn doanh nghiệp và khả năng này là hoàn toàn có cơ sở. Thứ nhất, ở mảng hoạt động M&E giá trị hợp đồng gởi đầu từ năm 2011 chuyển qua năm 2012 hiện ít nhất khoảng 1.400 tỷ; trong khi đó năng lực thực hiện tối đa của REE cho mảng hoạt động này dao động từ 1.000 đến 1.500 tỷ doanh thu/năm. Vì thế, khả năng lớn là Công ty sẽ đạt được mức doanh thu 1.000 tỷ đồng từ mảng hoạt động này trong năm nay.

Bên cạnh đó, hoạt động cho thuê văn phòng trong năm nay hứa hẹn sẽ có sự đóng góp của cao ốc Đoàn Văn Bơ với diện tích cho thuê là 20.167 m2 và giá thuê bình quân là 20-21 USD/m2/tháng. Nếu REE phấn đấu và duy trì được tỉ lệ lấp đầy tại văn phòng này là 90% thì văn phòng Đoàn Văn Bơ sẽ đóng góp thêm khoảng 100 tỷ vào doanh thu của Công ty.

Ngoài ra, trong quý 1/2012 vừa qua REE đã thoái vốn thành công 42,139 triệu cổ phiếu STB. Với mức giá vốn ghi nhận tại BCTC của Công ty là 9.200 đ/cp và mức giá thị trường tại thời điểm bán là khoảng 15.800 đồng/cp; ước tính REE thu về khoảng 250 - 270 tỷ đồng tiền lãi từ thương vụ này.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	1.174,2	1.807,8	1.810,4	2.213,6
Lợi nhuận trước thuế	484,2	467,8	631,8	736,0
Lợi nhuận sau thuế	432,2	362,3	513,6	552,0
Vốn điều lệ	810,4	1.862,9	2.466,4	2.466,4
Vốn chủ sở hữu	2.462,2	2.899,9	3.866,4	3.986,0
Tổng tài sản	3.381,9	4.961,9	5.297,3	5.501,6
EPS* (VND/cp)	5.333	1.999	2.464	2.303
Giá trị sổ sách (VND/cp)	30.381	15.566	15.676	16.161

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng DT	1,7	54,0	0,1	22,3
Tăng trưởng LNST	-381,1	-16,2	41,8	7,5
LN gộp /DT	34,8	27,3	29,8	30,0
LN ròng/ DT	36,8	20,0	28,4	24,9
Nợ vay/Tổng TS	5,1	31,3	4,7	6,1
ROE	17,6	12,5	13,3	13,8
ROA	12,8	7,3	9,7	10,0
Cổ tức	27	16	16	16

Nguồn: REE, HSX, RongViet Securities





## CTCP XÂY DỰNG COTEC (CTD - HSX)

**Xây dựng**

**Địa chỉ:** Lầu 9-12, số 236/6 Đường  
Điện Biên Phủ, Phường 17,  
Bình Thạnh, Tp.HCM

**Điện thoại:** 84-(8) 351 422 55

**Fax:** 84-(8) 351 42

**Website:** [www.coteccons.vn](http://www.coteccons.vn)

**Email:** [contact@coteccons.vn](mailto:contact@coteccons.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12(VND)	38.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	53.500
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	20.300
Số CP đang lưu hành	31.703.344
KLGDĐQ (3 tháng gần nhất)	15.099
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.205
Trailing P/E (2011) (x)	5,7
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,8

### Quản trị Điều hành

Nguyễn Bá Dương, CT.HĐQT - TGD
Nguyễn Sỹ Công, TV.HĐQT
Phan Huy Vĩnh, TV.HĐQT
Trần Quang Quân, TV.HĐQT
Hà Tiểu Anh, TV.HĐQT
Lê Huy Phương, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

Coteccons (CTD) được đánh giá là doanh nghiệp xây dựng hàng đầu trên thị trường Việt Nam hiện nay. Chỉ trong vòng 7 năm hoạt động, CTD đã khẳng định vị trí dẫn đầu ngành qua các công trình lớn như The Kenton, The Manor, EverRich... Thương hiệu Coteccons là một lợi thế cạnh tranh quan trọng của Công ty.

Công ty tham gia đều vào hầu hết các phân khúc như xây dựng nhà cao tầng, văn phòng, nhà xưởng và khách sạn, khu nghỉ mát. Nhờ hoạt động kinh doanh thuần túy là xây lắp nên nguồn thu của CTD tương đối ổn định và ít có sự biến động như các doanh nghiệp bất động sản.

Kết thúc năm 2011, doanh thu đạt 4.510 tỷ, tăng 36,5% nhưng lợi nhuận sau thuế đạt 211 tỷ đồng, giảm 12% so với năm 2010 do tỷ suất lãi gộp giảm từ mức 8,5% xuống còn 7,6%. Nguồn thu của CTD năm nay ngoài hoạt động xây dựng (~4.471 tỷ đồng) còn có sự đóng góp của hoạt động cho thuê văn phòng từ cao ốc Coteccons Towers (~20 tỷ đồng).

### Triển vọng phát triển

Hiện tại, tổng giá trị hợp đồng xây lắp cho năm 2012 của CTD là ~ 3.700 tỷ đồng và cho năm 2013 là ~1.400 tỷ đồng từ các dự án như Hồ Tràm Strip, Nestle Route 06, President Place, Thăng Long Number One Hà Nội, Mandarin Garden Residential, StarCity. Ngoài ra, Công ty còn có khả năng tìm kiếm và ký kết thêm hợp đồng với giá trị ~1.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, trước bối cảnh ảm đạm như hiện nay của thị trường bất động sản thì rủi ro hoãn/chậm tiến độ xây dựng các dự án (đặc biệt là các dự án bất động sản ở phân khúc cao cấp) là điều khó tránh khỏi với CTD.

Mặt khác, trong bối cảnh lạm phát, giá cả các nguyên vật liệu như thép, xi măng đều tăng và biến động bất thường; đồng thời, việc chú trọng vị trí nhà thầu chính nhằm phát triển thương hiệu, thờ ơ vai trò nhà thầu phụ thì khả năng tỉ suất sinh lời của CTD sẽ theo xu hướng giảm (đối với các công trình có chủ đầu tư là công ty nước ngoài thường có tỉ suất sinh lời cao hơn). Do đó, chúng tôi đánh giá rằng kết quả kinh doanh của CTD năm nay sẽ thấp hơn năm ngoài.

Tuy nhiên, với lợi thế là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu thị phần ngành xây dựng CTD có thể kỳ vọng tăng trưởng trong dài hạn, đặc biệt khi thị trường bất động sản có những diễn biến lạc quan hơn.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	1.962,3	3.303,8	4.509,6	4.020,0
Lợi nhuận trước thuế	265,2	312,8	283,7	194,9
Lợi nhuận sau thuế	228,1	240,3	211,4	146,2
Vốn điều lệ	184,5	307,5	317,7	317,7
Vốn chủ sở hữu	1.101,2	1.268,6	1.437,9	1.617,9
Tổng tài sản	1.771,9	2.017,4	2.460,1	2.640,2
EPS* (VND/cp)	12.516	7.816	6.668	4.611
Giá trị sổ sách (VND/cp)	59.683	41.255	45.259	50.925

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	7,6	68,4	36,5	-10,9
Tăng trưởng LNST	58,2	5,4	-12,0	-30,8
LN gộp /DT	13,8	8,5	7,6	7,0
LN ròng/ DT	11,6	7,3	4,7	3,6
Nợ vay/Tổng TS	0,0	0,0	0,0	0,0
ROE	20,7	18,9	14,7	9,0
ROA	12,9	11,9	8,6	5,5
Cổ tức	20,0	20,0	20*	15

Nguồn: CTD, HSX, RongViet Securities



## TỔNG CTCP XÂY LẮP DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVX - HNX)

*Công nghiệp - Xây dựng và Bất động sản*

Địa chỉ: Tầng 25 tòa nhà CEO, Lô HH2-1, Phạm Hùng, Từ Liêm, Hà Nội

Điện thoại: (84.4) 3768 9291

Fax: (84.4) 3768 9290

Website: [www.pvx.vn](http://www.pvx.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12(VND)	11.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	17.100
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	6.400
Số CP đang lưu hành	387.500.000
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	4.367.203
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4.611
Trailing P/E (2011) (x)	9,8
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,0

### Quản trị Điều hành

Trịnh Xuân Thanh, CT.HĐQT  
 Nguyễn Ngọc Quý, PCT.HĐQT  
 Vũ Đức Thuận, TV.HĐQT - TGD  
 Nguyễn Huy Hòa, TV.HĐQT  
 Nguyễn Việt Nga, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

PVX có tiền thân là xí nghiệp liên hợp Xây lắp Dầu khí, thành lập năm 1993, với vai trò là đơn vị đảm nhiệm chính các công trình chuyên ngành dầu khí như xây dựng căn cứ dịch vụ dầu khí, sửa chữa chân đế giàn khoan, xây dựng hệ thống tổng kho, lắp đặt các tuyến ống dẫn khí. Ngoài ra, Công ty còn tham gia thi công các công trình dân dụng và công nghiệp.

Hoạt động xây lắp chiếm tỉ trọng chính trong cơ cấu doanh thu của PVX (~80%) mà chủ yếu là từ xây lắp các công trình trong ngành dầu khí; ngoài ra Công ty còn có nguồn thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản (~8,2%) và hoạt động kinh doanh vật tư, thiết bị (~6,9%).

Kết thúc năm 2011, doanh thu của PVX tăng trưởng mạnh đạt 9.485 tỷ đồng (+30,5% y/y) nhưng LNST chỉ đạt 303 tỷ đồng (-48,3% y/y). Sự sụt giảm này là do tỉ suất LNG giảm, một hệ quả của tình hình lạm phát khiến giá cả nguyên vật liệu đầu vào cũng như giá thành các công trình xây lắp tăng cao. Bên cạnh đó, do TTCK khó khăn nên việc thanh lý một số khoản đầu tư của Công ty không như kế hoạch; đồng thời, chi phí lãi vay tăng hơn 2,4 lần dẫn đến việc lợi nhuận tài chính trong năm 2011 của PVX không đáng kể.

### Triển vọng phát triển

Lợi thế của PVX là sự hỗ trợ và hậu thuẫn của PVN. Với số lượng dự án và kế hoạch phát triển mở rộng thị trường của Tập đoàn, khối lượng công việc của PVX gần như không phải lo. Ngoài yếu tố khối lượng công việc đồ sộ, hoạt động xây lắp của PVX còn có ưu thế được phía PVN ưu đãi về vấn đề thanh toán cũng như vốn; đồng thời, khả năng chậm/hoãn tiến độ là rất ít.

Năm 2012, Công ty dự kiến sẽ thực hiện một số dự án trọng điểm như nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2, nhà máy nhiệt điện Quảng Trạch, trung tâm nhiệt điện Long Phú 1, dự án Topside H4 Mỏ Tê Giác Trắng, dự án Nam Côn Sơn... với tổng giá trị hợp đồng xây lắp ước tính ~15.500 tỷ.

Ngoài ra, đối với mảng BĐS, PVX đang thực hiện nhiều dự án như khu đô thị Đại học Dầu khí – Vĩnh Phúc 72ha (VĐT 4.000 tỷ), khu đô thị dầu khí Hoài Đức – Hà Nội 190ha (2.000 tỷ), Tổ hợp khách sạn 5 sao Mỹ Đình 3,8ha (7.373 tỷ), khu đô thị dầu khí Vũng Tàu, khu công nghiệp dầu khí Tiền Giang... Hiện tại, tỉ trọng đóng góp và tiềm năng của PVX ở mảng này là không đáng kể. Tuy nhiên, về dài hạn khi thị trường BĐS hồi phục thì việc nắm giữ số lượng quỹ đất ấn tượng như trên chắc chắn sẽ là một điểm nhấn trong kết quả kinh doanh của Công ty.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	4.072,1	7.295,6	9.484,9	12.329,1
Lợi nhuận trước thuế	277,6	943,9	622,2	731,2
Lợi nhuận sau thuế	207,5	586,6	302,9	548,4
Vốn điều lệ	1.500,0	2.500,0	2.500,0	3.875,0
Vốn chủ sở hữu	1.753,2	2.920,9	3.128,9	3.965,3
Tổng tài sản	5.648,5	12.503,7	17.375,1	18.207,9
EPS* (VND/cp)	1.383	2.903	1.212	1.415
Giá trị sổ sách (VND/cp)	11.688	11.684	12.515	10.233

(\*) kế hoạch

Nguồn: PVX, HNX, RongViet Securities

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	125,2	79,2	30,0	30,0
Tăng trưởng LNST	136,9	182,7	-48,4	81,0
LN góp /DT	10,3	14,0	13,7	13,6
LN ròng/ DT	5,1	8,0	3,2	4,4
Nợ vay/Tổng TS	43,0	31,3	45,6	54,7
ROE	11,8	20,1	9,7	13,8
ROA	3,7	4,7	1,7	3,0
Cổ tức	10,0	15,0	17*	

## VẬT LIỆU XÂY DỰNG: THÉP

### Những nét chính năm 2011

#### Thế giới

**Sản lượng sản xuất thép thô của thế giới tiếp tục tăng trong năm 2011.** Theo số liệu của Hiệp hội Thép thế giới, tổng sản lượng sản xuất thép thô năm 2011 đạt 1.527 triệu tấn, tăng 6,8% so với năm 2010. Trung Quốc vẫn là nước sản xuất thép lớn nhất thế giới, đạt 696 triệu tấn, chiếm 45,5% tỷ trọng tổng sản lượng thép thô của thế giới. Ngoại trừ Nhật Bản và Tây Ban Nha tăng trưởng âm, các nước còn lại đều cho thấy sự gia tăng trong sản lượng sản xuất thép thô, đặc biệt là Thổ Nhĩ Kỳ, Hàn Quốc và Ý có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ.

**Ngành thép thế giới trong năm 2011 chịu tác động của nhiều yếu tố quan trọng như:** Cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu, động đất và sóng thần ở Nhật bản, bất ổn chính trị xã hội ở các nước khu vực Bắc phi và Trung đông khiến giá dầu tăng mạnh, tính không ổn định của giá cả các nguyên liệu thô (quặng sắt, than đá...), chính sách thắt chặt tiền tệ của Chính phủ ở các nước kinh tế mới nổi như Trung quốc, Việt Nam,...

#### Việt Nam

**Ngành thép chịu ảnh hưởng lớn từ sự điều tiết vĩ mô của Chính Phủ.** Nhằm kiểm chế lạm phát, Nghị quyết 11 được ban hành và thực hiện một cách triệt để. Theo đó các dự án công từ Trung Ương đến địa phương đều bị cắt giảm đầu tư hoặc dừng lại. Bên cạnh đó vốn vay cho các dự án bất động sản được kiểm soát chặt chẽ. Hệ lụy của các chính sách này đã khiến đầu ra của ngành thép gặp rất nhiều khó khăn do ngành xây dựng và bất động sản gần như bị đóng băng.

**Sản lượng sản xuất phôi và sản phẩm thép gần như ở mức tương đương với năm trước.** Theo số liệu thống kê của Hiệp hội Thép năm 2011, sản xuất phôi đạt 4,4 triệu tấn (+2% so với năm 2010), sản phẩm thép đạt 9,15 triệu tấn (-1% so với năm 2010). Các nhóm sản phẩm thép có lượng sản xuất tăng là thép mạ kim loại và mạ màu, ống thép hàn, thép cuộn, trong đó thép mạ màu có mức tăng trưởng cao nhất (+23,6%). Ở chiều ngược lại, các nhóm sản phẩm thép có lượng sản xuất sụt giảm là thép hình, thép cuộn cán nguội, thép thanh, trong đó thép hình ghi nhận mức sụt giảm nhiều nhất (-19%).

**Tổng tiêu thụ thép biểu kiến năm 2011 giảm tương đối nhiều.** Sản lượng tiêu thụ đạt gần 10 triệu tấn (-10,8% so với 2010). Mức giảm mạnh nhất thuộc về các sản phẩm thép dẹt, giảm 25,1%, kể đến là sản phẩm thép dài giảm 8,2%. Tuy nhiên, một số sản phẩm thép không gỉ, ống thép (hàn và không hàn), thép chế tạo và cáp thép lại cho mức tăng trưởng khá cao, tổng tiêu thụ của các loại này tăng 36,8%.

**Diễn biến giá thép không theo tính chu kỳ.** Do niềm tin nền kinh tế thế giới sẽ hồi phục và lo ngại giá tăng (giá đầu vào tăng mạnh, điều chỉnh tỷ giá của NHNN), giá thép bất ngờ tăng mạnh từ cuối năm 2010 đến hết quý I năm 2011. Sau đó dưới sự điều tiết của chính sách vĩ mô, nhu cầu thép sụt giảm, tuy nhiên các yếu tố đầu vào vẫn cao, giá thép biến động nhẹ. Tình hình khó khăn vẫn tiếp diễn ở 02 quý cuối năm, nhiều doanh nghiệp đã chấp nhận hy sinh lợi nhuận biên để đẩy nhanh tiêu thụ bằng cách hạ giá bán, do vậy giá thép vào các tháng cuối năm có sự điều chỉnh giảm.

**Sản lượng nhập khẩu thép theo chiều hướng giảm.** Nhập khẩu phôi, các sản phẩm thép, phế liệu năm nay đạt 9,8 triệu tấn, giảm 11% so với năm trước. Trong đó nhập khẩu phôi giảm mạnh, giảm đến 54% do lượng phôi sản xuất trong nước tăng lên đáng kể, nhập khẩu thép phế tăng 15% so với năm trước do nhu cầu sản xuất phôi trong nước tăng.

**Sản lượng xuất khẩu thép tăng mạnh.** Do nhu cầu tiêu thụ thép trong nước sụt giảm, các DN trong ngành đã đẩy mạnh xuất khẩu. Mặc dù xuất khẩu khá khiêm tốn so với nhập khẩu, chỉ ở mức 2 triệu tấn nhưng sản lượng xuất khẩu năm 2011 lại ghi nhận mức tăng trưởng khá cao, tăng 50%. Các thị trường xuất khẩu chủ yếu vẫn là Campuchia, Myanmar,...

**Kết quả kinh doanh của các DN thép khép lại không khả quan.** Trong hai quý đầu năm, do tình hình tiêu thụ và giá bán thuận lợi nên hầu hết các DN thép đều có kết quả kinh doanh khá

tốt. Tuy nhiên, hai quý cuối năm, thị trường tiêu thụ và giá bán lại diễn biến theo chiều hướng bất lợi, đa phần các DN phải giảm giá bán để đẩy nhanh tiêu thụ, khiến lợi nhuận sụt giảm mạnh, một số doanh nghiệp đã điều chỉnh giảm kế hoạch kinh doanh. Bên cạnh đó, phần lớn DN thép sử dụng nợ vay cao, do đó chi phí tài chính tăng mạnh trong bối cảnh lãi suất và tỷ giá năm 2011 ở mức cao, khoản chi phí này đã lấy đi phần lớn lợi nhuận gộp của các DN.

### Triển vọng phát triển năm 2012

**Sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng 4% cho năm 2012.** Tình hình kinh tế thế giới và trong nước dự kiến vẫn còn gặp nhiều khó khăn. Trong nước, mục tiêu kiểm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô vẫn là vấn đề trọng tâm. Mặc dù lãi suất có hạ xuống nhưng mức lãi suất này vẫn còn cao, DN khó có thể tiếp cận vốn vay, đặc biệt là những DN bất động sản. Tuy vậy, Chính Phủ vẫn quyết tâm duy trì tăng trưởng GDP năm 2012 ở mức 6%. Do đó, sản lượng tiêu thụ thép được dự báo tăng 4% trong năm nay (theo Hiệp hội Thép Việt Nam).

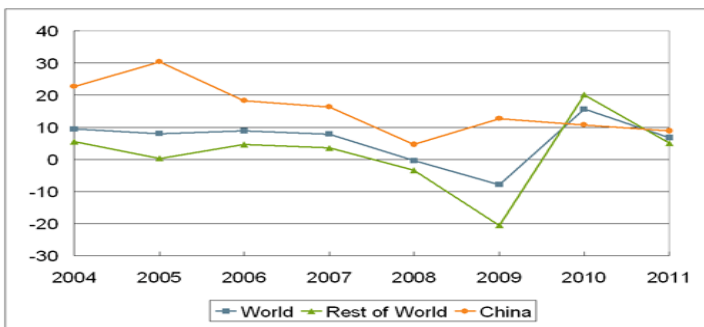
**Giá thép được dự báo tăng nhưng sẽ biến động không lớn.** Những nước có nhu cầu nhập khẩu thép lớn như Mỹ và Tây Âu đang có xu hướng giảm xuống, khiến cho lượng thép của các nước xuất khẩu (Ấn Độ, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản) sẽ dư thừa, giá thép thế giới cũng chính vì vậy mà khó có khả năng tăng cao. Các nguyên liệu đầu vào cho ngành thép như quặng sắt, than mỡ, than cốc, thép phế, phôi thép,...cũng sẽ không biến động mạnh. Trong nước lực cầu vẫn chưa hồi phục, lượng cung vẫn dư thừa nên tình trạng sốt giá sẽ không xảy ra. Tuy nhiên, một số yếu tố đầu vào như xăng, điện,...tiếp tục được điều chỉnh tăng sẽ ảnh hưởng đến giá thành, do vậy giá thép khó có thể giảm sâu.

**Cấu trúc ngành hoàn thiện hơn.** Nếu như khó khăn ngành thép vẫn kéo dài, nhiều DN thép ở quy mô nhỏ và trung bình sẽ có nguy cơ phá sản. Điều này sẽ giúp ngành thép loại bỏ được những DN không tốt, những DN còn lại với quy mô lớn và công nghệ tốt sẽ tạo nền tảng phát triển vững cho ngành trong thời gian tới. Bên cạnh đó, một bộ phận DN phá sản có thể giảm đi tình trạng đầu cơ, gây sốt giá giúp giá bán trở nên ổn định hơn.

**Tiến độ đầu tư các dự án đầu tư lớn trong ngành thép vẫn triển khai ở tốc độ chậm.** Các dự án trong nước như Thép Liên Hợp Lào Cai giai đoạn II (Gang Thép Thái Nguyên), Khu Liên Hợp thép Hòa Phát giai đoạn II (Tập Đoàn Hòa Phát), lò cao Vạn Lợi, lò cao Đình Vũ vẫn đang tiếp tục được tiến hành, tuy nhiên vấn đề tài chính sẽ có thể gây ảnh hưởng đến tiến độ hoàn thành của các dự án này. Các dự án FDI của đối tác nước ngoài hiện tại chỉ có dự án Formosa Hà Tĩnh của Đài Loan đang tiến hành san lấp mặt bằng và tiếp tục triển khai xây dựng trong năm nay. Các dự án thép có quy mô lớn như Dự án thép Quang Liên Khu CN Dung Quất Quảng Ngãi và dự án liên doanh giữa Tata Steel và Tổng công ty Thép Việt Nam vẫn chưa được triển khai.

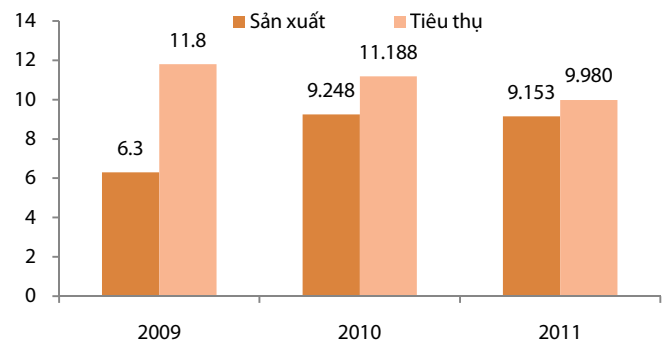
Dưới những khó khăn của năm 2011 dự kiến vẫn còn tiếp diễn trong năm nay, ngành thép năm 2012 được đánh giá với triển vọng không mấy khả quan. Các DN trong ngành cũng chính vì vậy mà khó có thể đạt được kết quả kinh doanh ấn tượng.

Tốc độ tăng trưởng SLSX thép thô hàng năm của thế giới (%)



Nguồn: Worldsteel

Sản xuất và tiêu thụ các sản phẩm thép ở Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: VSA



## CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG - HSX)

**Công nghiệp – Vật liệu xây dựng**

**Địa chỉ:** Khu công nghiệp Phố Nối A,  
Xã Giai Phạm, Huyện Yên Mỹ,  
Tỉnh Hưng Yên

**Điện thoại:** +84 321 3942884

**Fax:** +84 321 3942613

**Website:** [www.hoaphat.com.vn](http://www.hoaphat.com.vn)

### Thông tin doanh nghiệp

Công ty cổ phần tập đoàn Hòa Phát là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực thép xây dựng. HPG đứng thứ 02 về thị phần tiêu thụ chỉ sau POM, tốc độ gia tăng thị phần có thể nhận thấy rõ từ 12% trong năm 2010 lên 13,2% trong năm 2011. Lĩnh vực ống thép, HPG cũng đứng thứ 02 về thị phần tiêu thụ chỉ sau HLA.

Quy mô sản xuất lớn, cộng thêm sở hữu dây chuyền sản xuất được đầu tư theo chiều sâu đã giúp HPG có lợi thế vượt trội hơn so với các DN khác trong ngành. Hiện tại Nhà máy than Coke và nhiệt điện giai đoạn II đã hoàn thành và được đưa vào sản xuất trong năm nay. Giai đoạn II Khu Liên hợp cũng đang được thi công, khi hoàn thành tổng công suất luyện phôi sẽ được nâng lên là 1,1 triệu tấn/năm và tổng công suất cán sẽ là 1,2 triệu tấn/năm

Kết quả kinh doanh năm 2011 của HPG không khả quan, doanh thu tăng trưởng 25% nhưng lợi nhuận sụt giảm 8,4% so với năm 2010. Chi phí tài chính tăng mạnh đã khiến lợi nhuận của HPG bị thu hẹp trong năm qua.

### Triển vọng phát triển

HPG có thể sẽ gặp nhiều rủi ro từ mảng than. Nhà máy than Coke giai đoạn II (công suất 700.000 tấn/năm) hiện đang trong quá trình chạy thử, sản lượng dành cho xuất khẩu sẽ tăng lên. Giá thành của than có thể sẽ tăng thêm do chi phí khấu hao tăng từ nhà máy Coke II. Thị trường tiêu thụ than và giá xuất khẩu than đang diễn biến theo chiều hướng bất lợi, mảng than có nguy cơ bị lỗ nếu như giá thế giới không hồi phục.

Khu liên hợp II (Công suất cán 500.000 tấn/năm, công suất luyện là 700.000 tấn/năm) đã được triển khai trong quý I này. Dự án này dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2013. Dự án bất động sản Mandarin vẫn đang được triển khai, dự kiến cũng hoàn thành vào cuối năm 2013. Cả hai dự án này có thể sẽ gặp khó khăn về nguồn vốn tài trợ, nhiều khả năng sẽ sử dụng nhiều nợ vay, khiến chi phí tài chính tiếp tục tăng.

Năm 2012, công ty đặt kế hoạch 18.200 tỷ đồng doanh thu và 906 tỷ đồng lợi nhuận. Kế hoạch này được lãnh đạo đặt ra trên cơ sở thận trọng, dự kiến khó khăn của ngành trong năm qua vẫn còn tiếp diễn trong năm nay. Tuy nhiên, bên cạnh lý do này, người viết còn cho rằng chi phí tài chính tăng thêm (như đề cập ở trên) sẽ vẫn là áp lực cho lợi nhuận. Mảng bất động sản sẽ tham gia đóng góp vào lợi nhuận trong năm nay, tuy nhiên tỷ trọng không đáng kể. Sản lượng tiêu thụ thép năm 2012 được dự phóng ở mức 616.000 tấn, tương ứng doanh thu và lợi nhuận là 18.434 và 964 tỷ đồng.

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	23.100
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	35.600
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	15.500
Số CP đang lưu hành	344.980.178
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	564.998
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	7.969
Trailing P/E (2011) (x)	6,0
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,0

### Quản trị Điều hành

Trần Đình Long, CT.HĐQT

Doãn Gia Cường, PCT.HĐQT

Nguyễn Mạnh Tuấn, PCT.HĐQT

Trần Tuấn Dương, PCT.HĐQT – TGD

Đon Di Lam, TV.HĐQT

Hoàng Quang Việt, TV.HĐQT

Lars Kiaer, TV.HĐQT

Nguyễn Ngọc Quang, TV.HĐQT

Tạ Tuấn Quang, TV.HĐQT

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	8.123,4	14.267,0	17.852	17.835
Lợi nhuận trước thuế	1.510,0	1.564,1	1.489	1.492
Lợi nhuận sau thuế	1.271,8	1.349,3	1.236	1.223
Vốn điều lệ	1.963,6	3.178,5	3.178	3.178
Vốn chủ sở hữu	4.825,1	6.398,1	7.414	7.409
Tổng tài sản	10.243,2	14.903,6	17.524	17.449
EPS (VND/cp)	6.477	4.550	3.573	3.849
Giá trị sổ sách	24.573	20.129	23.329	23.313

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	-3,0	75,8	25,1	3,4
Tăng trưởng LNST	48,9	6,1	8,4	-21,2
LN sau thuế / DT	24,3	17,2	16,1	13,7
LN sau thuế / DT	15,7	9,5	6,9	5,2
LN sau thuế / Tổng TS	40,5	37,3	36,8	34,4
LN sau thuế / Tổng TS	26,4	21,1	16,7	11,1
ROI	12,4	9,1	7,1	4,8
ROI	10	30	10	20

Nguồn: HPG, HSX, RongViet Securities databases





## CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG - HSX)

**Công nghiệp – Vật liệu xây dựng**

**Địa chỉ:** Số 9 Đại Lộ Thống Nhất, KCN  
Sóng Thần II, huyện Dĩ An,  
tỉnh Bình Dương.

**Điện thoại:** +84 (65) 3790955

**Fax:** +84 (65) 3790951

**Website:** [www.hoasengroup.vn](http://www.hoasengroup.vn)

### Thông tin doanh nghiệp

Công ty cổ phần tập đoàn Hoa Sen là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực tôn mạ. Trong nhiều năm liền, DN luôn giữ thị phần gần như chi phối (hơn 30%). Thị phần gia tăng đáng kể từ 30,7% cuối năm 2010 lên 34,7% trong năm 2011.

Chuỗi dây chuyền sản xuất của HSG tương đối đầy đủ (thiếu dây chuyền cán nóng). Tổng công suất cán nguội là 580.000 tấn/năm, dây chuyền mạ kẽm mỏng 100.000 tấn/năm, dây chuyền mạ kẽm dày 450.000 tấn/năm, dây chuyền mạ màu 270.000 tấn/năm, dây chuyền mạ lạnh 150.000 tấn/năm. Hệ thống phân phối rộng lớn, tính đến hết niên độ vừa qua, HSG có đến 106 chi nhánh. Kế hoạch phát triển mạng lưới chi nhánh vẫn được HSG duy trì đến năm 2015.

Niên độ 2010-2011 kết thúc, HSG tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng sản lượng (+45% so với niên độ 2009-2010) và doanh thu (+67% so với niên độ trước). Tuy nhiên, gánh nặng chi phí tài chính đã lấy đi phần lớn lợi nhuận của doanh nghiệp, khiến lợi nhuận ròng giảm 25,6%. Quý đầu của niên độ này, doanh thu và lợi nhuận của HSG ở mức tốt, doanh thu đạt 2.523 tỷ đồng (+58% so với cùng kỳ) và lợi nhuận ròng đạt 99 tỷ đồng (+230% so với cùng kỳ)

### Triển vọng phát triển

Lợi nhuận gộp được gia tăng thêm nhờ đầu tư hoàn thành xong dây chuyền cán nguội. Bên cạnh đó, HSG có thêm lợi thế cạnh tranh từ sản phẩm mới là thép dày mạ kẽm giúp DN mở rộng thêm thị phần. Lợi thế về mạng lưới phân phối sẽ tiếp tục giúp công ty trong quá trình tiêu thụ sản phẩm.

Các dự án đầu tư đã hoàn thành trong niên độ vừa rồi và HSG chưa có kế hoạch đầu tư thêm, dư nợ vay dài hạn theo đó sẽ giảm xuống. Lãi suất được NHNN điều chỉnh giảm, tỷ giá được dự báo sẽ ổn định trong năm nay, do đó áp lực chi phí tài chính sẽ không còn là vấn đề quá lớn, lợi nhuận của HSG được kỳ vọng gia tăng trở lại.

Tình hình chuyển nhượng 03 dự án bất động sản và 01 dự án cảng biển vẫn chưa chuyển nhượng được trong năm vừa rồi, dự kiến các dự án này vẫn chưa thể chuyển nhượng trong năm nay do tình hình bất động sản vẫn chưa khởi sắc, ngành vận tải biển vẫn còn khó khăn.

Niên độ 2011-2012, HSG đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ là 460.000 tấn, doanh thu là 10.126 tỷ đồng, lợi nhuận ở mức 240 tỷ đồng. Dây chuyền cán nguội số II đã hoàn thành, sản lượng tiêu thụ của HSG tiếp tục sẽ tăng lên, chi phí tài chính có thể giảm xuống, ước tính doanh thu và lợi nhuận của HSG trong niên độ này lần lượt ở mức 10.126 và 290 tỷ đồng.

#### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	12.700
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	14.700
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	7.900
Số CP đang lưu hành	98.770.778
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	417.541
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.254
Trailing P/E (2011) (x)	7,8
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,7

#### Quản trị Điều hành

Lê Phước Vũ, CT.HĐQT

Trần Ngọc Chu, PCT.HĐQT-TGĐ

Lê Phụng Hào, TV.HĐQT

Phạm Gia Tuấn, TV.HĐQT

Lý Duy Hoàng, TV.HĐQT

#### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	08-09A	09-10 A	10-11A	11-12F
Doanh thu thuần	2.831,4	4.899,2	8.166,0	10.125,8
Lợi nhuận trước thuế	200,4	251,9	168,5	341,2
Lợi nhuận sau thuế	189,5	215,4	160,2	290,0
Vốn điều lệ	570,4	1.007,9	1.007,9	1.007,9
Vốn chủ sở hữu	939,4	1.711,5	1.782,7	1.863,2
Tổng tài sản	2.438,8	4.549,1	5.915,8	6.266,3
EPS (VND/cp)	3.323	2.241	1.622	2.877
Giá trị sổ sách (VND/cp)	16.469	16.980	17.687	18.486

#### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	08-09A	09-10A	10-11A	11-12F
Tăng trưởng DT	37,8	73,0	66,7	24,0
Tăng trưởng LNST	-4,5	13,7	-25,6	81,1
LN gộp /DT	19,6	19,0	12,9	14,0
LN ròng/ DT	6,7	4,4	2,0	2,9
Nợ vay/Tổng TS	44,9	48,7	49,0	51,8
ROE	20,2	12,6	9,0	15,6
ROA	7,8	4,7	2,7	4,6
Cổ tức	20	5	-	20

(\*) Niên độ tài chính: 01/10/2008 – 30/09/2009; 01/10/2009-30/09/2010; 01/10/2010-30/09/2011, 01/10/2011-30/09/2012

Nguồn: HSG, HSX, RongViet Securites databases

## VẬT LIỆU XÂY DỰNG: ĐÁ



### CTCP KHOÁNG SẢN VÀ XÂY DỰNG BÌNH DƯƠNG (KSB- HSX)

*Công nghiệp – Vật liệu xây dựng*

**Địa chỉ:** Đại lộ Bình Dương, ấp Hòa Lân, xã Thuận Giao, Huyện Thuận An, tỉnh Bình Dương

**Điện thoại:** +84-(0)65-3822602

**Fax:** +84-(0)67-3823922

**Website:** [www.bimico.com.vn](http://www.bimico.com.vn)

**Email:** [bimico@binhduong.com.vn](mailto:bimico@binhduong.com.vn)

#### Thông tin doanh nghiệp

Dù là doanh nghiệp khai khoáng có quy mô trung bình nhưng KSB là doanh nghiệp hàng đầu về khai thác và chế biến đá xây dựng. Hiện nay Công ty đang được quyền khai thác tại 3 mỏ đá lớn với tổng công suất hơn 3,3 triệu m<sup>3</sup>/năm và có lợi thế về vị trí địa lý.

Ngoài ra, KSB còn tham gia vào hoạt động khai thác sét và cao lanh. Hiện Công ty đang khai thác mỏ cao lanh Tân Lập có công suất là 100.000 tấn/năm và mỏ sét Khánh Bình có công suất là 200.000 tấn/năm. Bên cạnh đó, Công ty cũng tham gia vào sản xuất gạch, cống bê tông, nước uống tinh khiết và đầu tư khu công nghiệp.

Kết thúc năm 2011, Công ty tiếp tục đạt doanh thu là 553,8 tỷ, tăng 11,2% so với năm trước. Tuy nhiên, tỷ suất lãi gộp lại sụt giảm nhẹ từ 38,8% xuống 38% và đặc biệt là Công ty không còn được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp như năm 2010. Do đó, tỷ suất lợi nhuận ròng chỉ còn 21,4% làm cho lợi nhuận sau thuế của KSB chỉ đạt 118,3 tỷ, giảm 6% so với năm trước.

#### Triển vọng phát triển

Triển vọng tăng trưởng của KSB nằm tại tổng trữ lượng các mỏ đá được phép khai thác. Theo thống kê, trữ lượng còn lại 3 mỏ được cấp phép khai thác tính đến cuối năm 2010 gần 7,5 triệu m<sup>3</sup>, nên nguồn doanh thu và lợi nhuận trong ngắn hạn là đảm bảo.

Hiện tại, Công ty đang tăng cường đầu tư nâng công suất khai thác và mở rộng tại các mỏ đá Tân Mỹ, Phước Vĩnh nhằm thay thế cho mỏ đá Tân Đông Hiệp sẽ đóng cửa vào cuối năm 2013. Việc chuyển sang các mỏ có vị trí xa hơn nhất định sẽ làm gia tăng chi phí khai thác và hoạt động. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển nhanh cơ sở hạ tầng tại các tỉnh thành, nhu cầu đá xây dựng sẽ tiếp tục tăng, đặc biệt khu vực Đông Nam Bộ dự báo sẽ tăng trưởng từ 15% - 20%/năm. Vì vậy, tiềm năng phát triển lĩnh vực này trong tương lai vẫn còn lớn.

Bên cạnh đó, Công ty định hướng sẽ đầu tư mạnh vào lĩnh vực khu công nghiệp. KCN Đất Cuốc (213ha) đã hoàn thiện khu A (104ha) với tỷ cho thuê lấp đầy khoảng 42% diện tích và hiện đang triển khai hạ tầng khu B (109ha).

Là một doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao, hiệu quả hoạt động tốt và tự chủ về năng lực tài chính nhờ nguồn tiền ứng trước của khách hàng thuê đất khu công nghiệp. KSB là một cổ phiếu hấp dẫn đầu tư. Tuy nhiên, với khối lượng giao dịch thấp, rủi ro thanh khoản cần phải được cân nhắc đến trước khi quyết định đầu tư.

#### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	25.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	34.500
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	18.000
Số CP đang lưu hành	18.000.000
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	2.772
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	455,4
Trailing P/E (2011) (x)	4,0
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,1

#### Quản trị Điều hành

Trần Đình Hải, CT.HĐQT – TGD

Hoàng Văn Lộc, TV.HĐQT – PTGD

Lê Hồng Thanh, TV.HĐQT

Trương Hữu Quyền, TV.HĐQT

Trần Thiện Thế, TV. HĐQT

#### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	344,7	498,1	553,8	609,2
Lợi nhuận trước thuế	106,0	145,4	159,4	172,4
Lợi nhuận sau thuế	92,5	125,9	118,3	127,9
Vốn điều lệ	107,0	107,0	107,0	180,0
Vốn chủ sở hữu	287,6	378,4	422,7	514,6
Tổng tài sản	482,0	596,0	657,3	720,2
EPS* (VND/cp)	8.402	11.523	10.563	7.107
Giá trị sổ sách (VND/cp)	26.878	35.364	39.505	28.590

#### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	4,3	44,5	11,1	10,0
Tăng trưởng LNST	27,9	36,2	-6,0	8,1
LN gộp /DT	40,9	38,8	38,0	37,5
LN ròng/ DT	26,8	25,3	21,4	21,0
Nợ vay/Tổng TS	0,0	0,0	0,0	0,0
ROE	32,1	33,3	28,0	24,9
ROA	19,2	21,1	18,0	17,8
Cổ tức	25,0	20,0	-	25,0

Nguồn: KSB, HSX, RongViet Securites databases

## HÀNG TIÊU DÙNG

### THỦY SẢN

#### Những nét chính năm 2011

**Năm 2011 là một năm thành công đối với ngành thủy sản trên cả 3 phương diện nuôi trồng, khai thác và xuất khẩu.** Theo số liệu thống kê, năm 2011 tổng sản lượng thủy sản ước đạt 5,32 triệu tấn, trong đó sản lượng nuôi trồng đạt 3 triệu tấn, tăng 7,8% và sản lượng khai thác đạt 2,35 triệu tấn, tăng 2,32% so với năm 2010. Giá trị xuất khẩu ước đạt 6 tỷ USD, tăng 20% so với năm 2010 chủ yếu do được giá.

**Tôm các loại và cá tra tiếp tục là những mặt hàng xuất khẩu chủ lực.** Cụ thể, giá trị xuất khẩu tôm đạt 2,4 tỷ USD, tăng 137% so với năm 2010, chiếm 39% tổng kim ngạch xuất khẩu; Cá tra đạt 1,8 tỷ USD, tăng 26,5%, chiếm 29,5% kim ngạch xuất khẩu. Ngoài ra một số mặt hàng xuất khẩu quan trọng khác như cá ngừ đạt 379,4 triệu USD, cá các loại khác đạt 732 triệu USD, nhuyễn thể 602,2 triệu USD và cua ghẹ giáp xác đạt 110 triệu USD.

**Cơ cấu thị trường xuất khẩu năm 2011 không có nhiều thay đổi dẫn đầu vẫn là Mỹ, Nhật và EU.** Mỹ trở thành quốc gia dẫn đầu về giá trị nhập khẩu với 1,18 triệu USD, tăng 23,5% so với năm 2010, chiếm khoảng 19,3% tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam. Tiếp đến là Nhật Bản 1,0 triệu USD, tăng 12%, chiếm 16,3%; 27 quốc gia thuộc khối EU vẫn là thị trường xuất khẩu thủy sản chiến lược với 1,33 triệu USD giá trị nhập khẩu, tăng 10,7%, chiếm 21,8% tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam.

**Năm 2011, mặc dù đạt được nhiều thành công nhưng ngành thủy sản vẫn còn nhiều hạn chế.** Một là, tình trạng thiếu nguyên liệu khiến giá mua bị đẩy lên cao vẫn còn tồn tại, đặc biệt đối với mặt hàng tôm. Năm 2011 đã chứng kiến việc thiệt hại hàng chục hecta nuôi tôm ở khu vực đồng bằng sông Cửu Long do việc sử dụng thuốc bảo vệ thực vật quá mức trong nuôi trồng thủy sản khiến bệnh đốm trắng và bệnh mới của tôm xuất hiện, đẩy giá mua lên cao ảnh hưởng lớn đến hoạt động thu mua và chế biến của các nhà máy. Hầu hết các doanh nghiệp xuất khẩu tôm đều hoạt động cầm chừng 40-50% công suất do không đủ nguyên liệu.

Hai là, vẫn còn nhiều lô hàng xuất khẩu bị cảnh báo về dư lượng thuốc kháng sinh. Cụ thể, trong năm 2011 có 43 lô hàng tôm xuất khẩu sang Nhật bị cảnh báo nhiễm Enrofloxacin, việc này đã làm giảm uy tín của tôm Việt Nam trên thị trường thế giới.

**Nhìn chung, năm 2011 có thể xem là một năm khá thành công đối với các công ty thủy sản, tuy nhiên kết quả kinh doanh cũng có sự phân hóa rõ nét.** Đối với nhóm doanh nghiệp có sản phẩm xuất khẩu chủ lực là cá tra, hầu hết doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng mạnh, vượt kế hoạch sản xuất đề ra. Có được điều này là nhờ trong năm 2011, khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu cá tra của các doanh nghiệp khá tốt, bình quân khoảng 50-70%. Bên cạnh, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ giá bán tăng mạnh, giá xuất khẩu cá tra bình quân năm 2011 khoảng 3,2-3,5 USD/kg so với 2,2 USD/kg năm 2010.

Tuy nhiên, đối với nhóm doanh nghiệp có sản phẩm xuất khẩu chủ lực là tôm, điển hình là MPC, mặc dù doanh thu vẫn có sự tăng trưởng tốt nhờ giá bán tăng mạnh, song lợi nhuận chỉ tăng nhẹ, chỉ hoàn thành 45% kế hoạch, do chi phí tài chính tăng cao.

#### Triển vọng phát triển năm 2012

**Năm 2012, thủy sản vẫn tiếp tục được đánh giá là ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam.**



Nhu cầu thủy sản thế giới vẫn tiếp tục tăng mạnh trong khi nguồn cung thủy sản bị sụt giảm ở một số nước. Tổng cục thủy sản thuộc Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn cho biết, trong kế hoạch năm 2012, ngành thủy sản đặt ra một số chỉ tiêu như diện tích nuôi trồng thủy sản đạt 1,1 triệu ha, tăng 1,5% so với thực hiện năm 2011; sản lượng thủy sản nuôi đạt 3,15 triệu tấn, tăng 5%; khai thác thủy sản đạt 2,2 triệu tấn và kim ngạch xuất khẩu đạt 6,3-6,5 tỷ USD.

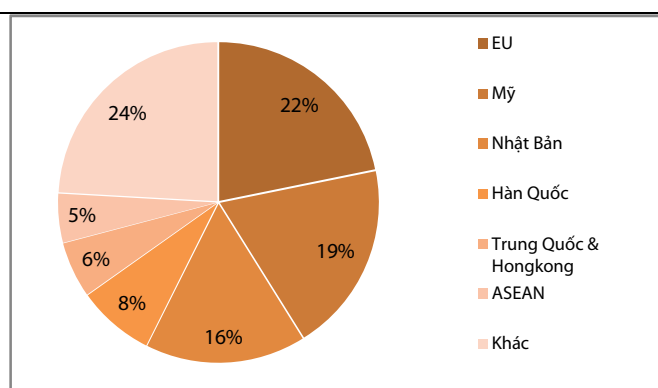
**Nhiều thị trường tiềm năng mới đang được Việt Nam hướng đến trong năm 2012.** Bên cạnh các thị trường truyền thống có xu hướng giữ vững nhu cầu tiêu thụ thì thủy sản Việt Nam còn có cơ hội mở rộng thị trường sang các nước có tiềm năng như Trung Quốc, Italia, Tây Ban Nha, Đức, Hà Lan... Hiện nay, tại các thị trường này, những mặt hàng thủy sản của Việt Nam đang ngày càng được người tiêu dùng ưa chuộng.

**Nguồn nguyên liệu phục vụ chế biến và dư lượng kháng sinh vẫn tiếp tục là vấn đề cần quan tâm trong năm nay.** Tại Việt Nam, chất lượng giống cá tra, tôm còn thấp. Tỷ lệ sống của cá tra bột lên cá hương chỉ đạt khoảng 20-30%. Lượng tôm bố mẹ hoàn toàn phụ thuộc vào khai thác tự nhiên và chất lượng không đồng đều. Do nguồn giống không ổn định nên tình trạng thiếu hụt nguyên liệu, đặc biệt là tôm, khá trầm trọng.

Bên cạnh đó, những tồn tại về hàm lượng các chất bảo quản quá mức có khả năng ảnh hưởng đến uy tín ngành thủy sản Việt Nam luôn là vấn đề nổi trội cần được quan tâm. Dự báo trong năm nay, sẽ có nhiều ban hành các tiêu chuẩn mới khắt khe hơn về dư lượng kháng sinh và an toàn vệ sinh thực phẩm.

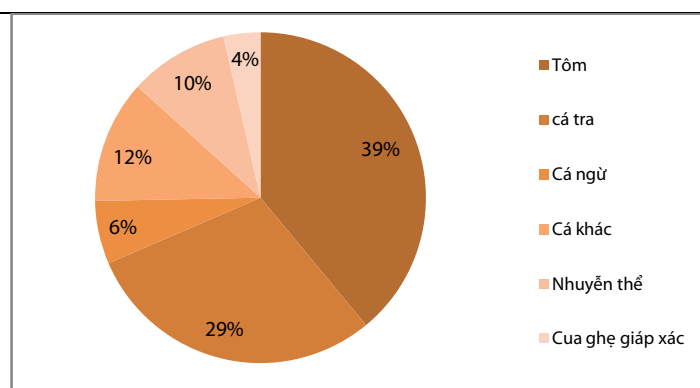
**Năm 2012, ngành thủy sản có nhiều cơ hội tăng trưởng.** Kết quả kinh doanh kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt ở các doanh nghiệp có tỷ lệ tự cung cấp nguyên liệu cao hoặc vùng nguyên liệu ổn định như HVG, ABT, VHC, ACL. Bên cạnh đó, sẽ là lợi thế cạnh tranh cho những doanh nghiệp được hưởng chính sách mức thuế chống bán phá giá ~0% khi xuất khẩu như VHC, AGF, ACL. Tuy nhiên, do ngành thủy sản luôn chứa đựng nhiều rủi ro khó lường do phụ thuộc lớn vào xuất khẩu nên cổ phiếu ngành thủy sản được đánh giá có mức hấp dẫn trung bình.

**Cơ cấu thị trường về kim ngạch xuất khẩu năm 2011**



Nguồn : VASEP, RongViet Securities tổng hợp

**Cơ cấu mặt hàng thủy sản xuất khẩu năm 2011**



Nguồn : VASEP, RongViet Securities tổng hợp

## THỰC PHẨM – ĐỒ UỐNG

### CHẾ BIẾN SỮA

#### Những nét chính năm 2011

**Diễn biến giá sữa nguyên liệu thế giới trong năm 2011 có những biến động tăng giảm thất thường song xu hướng chung vẫn là tăng giá.** Giá sữa năm 2010 ít biến động song bắt đầu tăng mạnh vào những tháng đầu năm 2011. Tháng 3/2011 giá sữa bột nguyên kem và sữa bột gầy đạt ở mức cao lần lượt 4.600 USD/tấn và 3.860 USD/tấn, tăng lần lượt 31% và 29% so với cuối năm 2010. Sự tăng giá này được lý giải một phần bởi nhu cầu nhập khẩu sữa nguyên liệu từ châu Á, đặc biệt là Trung Quốc tăng mạnh, bên cạnh nguồn cung ở New Zealand bị hạn chế do đang mùa khô. Mặc dù giá sữa nguyên liệu đã có thời gian hạ nhiệt sau đó khi đến tháng 6/2011 đã giảm về mức tương đương đầu năm. Song trước dự báo về sự hồi phục của nền kinh tế toàn cầu có thể làm tăng nhu cầu tiêu dùng thế giới đã khiến giá sữa tăng trở lại. Cuối năm 2011, giá sữa tăng khoảng 10-15% so với đầu năm.

**Giá các sản phẩm sữa trong nước hầu hết đều được điều chỉnh tăng.** Trong năm 2011, các sản phẩm sữa đã có 3 đợt tăng giá, mức tăng mỗi đợt từ 3-10%. Nguyên nhân được các hãng sữa đưa ra là chi phí đầu vào tăng cao. Cụ thể như tỷ giá liên tục tăng, thuế nhập khẩu sữa tăng từ 5% lên 10%, đặc biệt chi phí mua nguyên liệu tăng mạnh từ 10-30%.

Tuy nhiên từ tháng 4/2011 giá sữa trên thế giới đã liên tục giảm về mức tương đương đầu năm song giá sữa trong nước không có dấu hiệu giảm. Đây là một thực tế mà người tiêu dùng phải chịu là giá sữa trong nước chỉ tăng mà không giảm. Điều này là tương đối bất hợp lý trong khi giá sữa thế giới thường xuyên biến động tăng giảm thất thường.

**Năm 2011, thị trường Việt Nam có sự gia nhập thành viên mới trong phân khúc sữa tươi.** Cuối năm 2010 thị trường sữa tươi xuất hiện thương hiệu sữa tươi sạch mới là TH True Milk của tập đoàn TH. Đây là dự án chăn nuôi bò sữa và chế biến sữa tươi sạch tại tỉnh Nghệ An với tổng vốn đầu tư 1,2 tỷ USD. Dự án đầu tư đàn bò gồm hơn 10 nghìn con và dự kiến đến năm 2017 đạt 137 nghìn con. Theo kế hoạch, công ty sẽ sản xuất được khoảng 500 triệu lít/năm vào năm 2017, đáp ứng 50% nhu cầu tiêu dùng trong nước.

So sánh với VNM và các thương hiệu sữa tươi khác trên thị trường, điểm nổi bật của TH Milk là đầu tư mạnh vào công nghệ và tổng số đàn bò. Tuy nhiên, do ra đời muộn hơn, bên cạnh giá sữa TH Milk thường cao hơn 15-17% so với các sản phẩm cùng loại khác và hệ thống phân phối chưa đa dạng, độ bao phủ chưa cao khiến khả năng cạnh tranh của TH Milk còn khiêm tốn so với VNM hay Dutch Lady.

**Hoạt động chăn nuôi bò sữa nhìn chung tăng trưởng tốt trong những năm gần đây.** Theo số liệu sơ bộ của Tổng cục thống kê, số lượng đàn bò sữa và sản lượng sữa năm 2011 cải thiện tốt hơn so với năm 2010. Sản lượng sữa tươi nguyên liệu năm 2011 đạt 330 nghìn tấn, tăng 10% so với năm trước, đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu tiêu dùng sữa trong nước (bình quân khoảng 15,7 lít/người/năm). Sản lượng sữa này tính trên tổng đàn bò sữa là 155 nghìn con, tăng 10,7% so với năm 2010.

#### Triển vọng phát triển năm 2012

**Tiềm năng để phát triển đối với các sản phẩm làm từ sữa vẫn còn khá nhiều cho các doanh nghiệp.** Ở Việt Nam, sữa là một trong những ngành đạt tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong ngành thực phẩm. Mức tăng trưởng doanh thu trung bình đạt 20%/năm. Tiêu thụ sữa bình quân đầu người ở Việt Nam chỉ khoảng 15,7 lít/người/năm, thấp hơn nhiều so với Trung Quốc (25

kg/người/năm) và các nước châu Âu. Bên cạnh đó mức sống người dân đang được cải thiện, tỷ trọng chi tiêu cho các thực phẩm dinh dưỡng ngày càng tăng đặc biệt là sữa. Ngoài ra, dân số đông, cơ cấu dân số trẻ, mỗi năm có hơn 1 triệu trẻ em ra đời cũng là một yếu tố thúc đẩy chỉ số tiêu thụ sữa bình quân tăng mạnh trong tương lai.

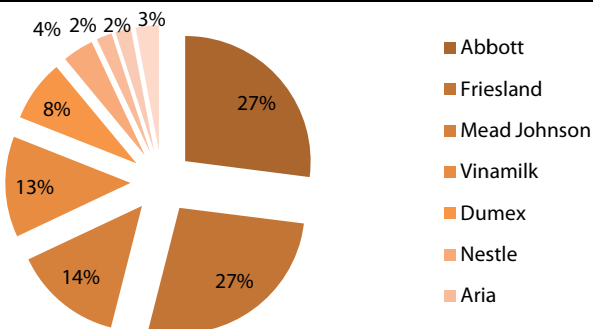
**Giá sữa thế giới được dự báo sẽ giảm trong năm 2012.** Sản lượng sữa ở Mỹ, nhà sản xuất lớn nhất thế giới, được dự báo tăng 1,8% lên mức kỷ lục 90,6 triệu tấn trong năm nay, theo đó ước tính xuất khẩu sữa của Mỹ sẽ tăng 30%. Bên cạnh đó, nguồn cung từ các nước xuất khẩu sữa lớn khác như Úc, New Zealand cũng được dự báo tăng trong năm nay.

Nguồn cung tăng trong khi nhu cầu có thể giảm khiến giá sữa đi xuống từ đầu năm. Trung Quốc nước tiêu thụ sản phẩm nông nghiệp (trong đó có sữa) từ Mỹ nhiều nhất đã cắt giảm tăng trưởng kinh tế trong năm nay xuống mức 7,5% thấp nhất 8 năm cho thấy nhu cầu tiêu dùng tương lai tại nước này có thể giảm sút trong năm 2012.

**Trái với xu hướng thế giới, trong nước nhiều hãng sữa đã thực hiện tăng giá 5-10% từ đầu năm 2012.** Vinamilk là đơn vị điều chỉnh tăng giá đầu tiên, với mức tăng từ 5-7%, áp dụng từ 23/1. Sau VNM là các doanh nghiệp khác như Mộc Châu, Ba Vì, Dutch Lady, TH Milk cũng có đợt tăng giá khoảng 5-10% tùy sản phẩm. Lý do được các doanh nghiệp đưa ra là do giá nguyên liệu sữa hiện đã tăng khoảng 20% so với cùng kỳ, các nguyên liệu đầu vào khác cũng tăng 40-60%. Thêm vào đó, chi phí sản xuất như điện, nước, chi phí vận chuyển, xăng dầu... hiện cũng tăng từ 10-15%.

Mặc dù sữa là một trong những mặt hàng bình ổn giá theo thông tư 104, nhưng hiện vẫn còn nhiều sơ hở để các doanh nghiệp lách được và tiếp tục tăng giá sữa. Ví dụ như mỗi đợt tăng giá sữa phải hơn 20% mới bị coi là vi phạm thông tư này, trong khi đó các hãng sữa chia nhỏ các đợt tăng giá. Vì vậy, trong thời gian tới nhiều khả năng Bộ Tài chính sẽ ban hành các văn bản mới nhằm quản lý tốt hơn và xử lý nghiêm các doanh nghiệp tăng giá sữa bất hợp lý.

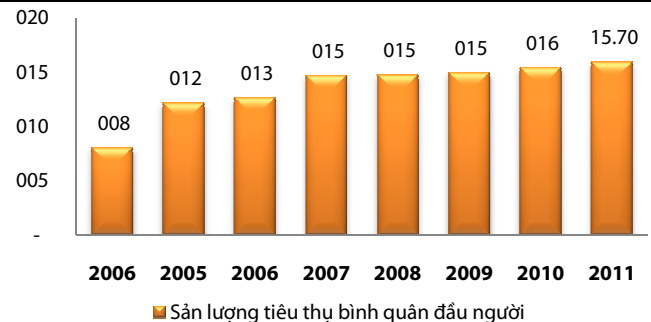
**Thị phần sữa bột tại thị trường Việt Nam năm 2011**



Nguồn: Cục quản lý chất lượng, RongViet Securites tổng hợp

**Sản lượng tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam**

(Đvt: lít/người/năm)



Nguồn: Tổng cục thống kê, RongViet Securites tổng hợp

## CÀ PHÊ

### Những nét chính năm 2011

**Niên vụ 2010/2011 sản lượng cà phê Việt Nam đạt cao nhất từ trước đến nay.** Theo thống kê của Tổng cục Thống kê, diện tích trồng cà phê của cả nước trong năm 2011 đạt 570,9 nghìn ha, diện tích cho sản phẩm đạt 533,8 nghìn ha, sản lượng đạt 1,17 triệu tấn, tăng 3% về diện tích cho sản phẩm và tăng 5% về sản lượng so với năm 2010. Đây là một kết quả vượt ngoài mong đợi khi trước đó niên vụ 2010/2011 được dự báo sản lượng cà phê có khả năng sụt giảm 14%.

**Trong năm 2011, giá cà phê nhân và xuất khẩu Việt Nam biến động mạnh theo xu hướng**

**tăng của thị trường thế giới.** Bắt đầu từ đầu vụ 2010/2011, giá cà phê thế giới đã bắt đầu tăng mạnh và đỉnh điểm là tháng 5/2011 đã đạt mốc kỷ lục trên 2.500 USD/tấn và giá cà phê xô đã trên 50.000 đồng/kg. Tuy hiện tại giá cà phê đã giảm nhưng so với các năm trước giá cà phê vẫn đang đứng ở mức cao.

**“Vừa được mùa – Vừa được giá” là yếu tố thúc đẩy xuất khẩu tăng trưởng mạnh trong năm 2011.** Theo số liệu Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu cà phê đạt 1,2 triệu tấn, trị giá 2,7 tỷ USD, tăng 3,2% về lượng và 48,7% về kim ngạch so với niên vụ 2009/2010. Đây là kim ngạch xuất khẩu cao nhất từ trước đến nay của ngành cà phê.

Về thị trường xuất khẩu, vụ mùa 2010/2011 Việt Nam đã xuất sang 80 quốc gia và vùng lãnh thổ, trong đó thị trường chính vẫn là Hoa Kỳ (140.792 tấn), Đức (126.388 tấn), Bỉ (108.080 tấn). Trong thời gian này đáng chú ý là Trung Quốc đã trở thành quốc gia thứ 10 trong hàng ngũ 10 quốc gia nhập khẩu cà phê Việt Nam với lượng nhập 28.349 tấn. Các thị trường mới khác đáng chú ý là Algeria (23.596 tấn), Nga (21.884 tấn) và Malaysia (21.732 tấn).

**Mặc dù ngành công nghiệp chế biến cà phê Việt Nam phát triển chưa tương xứng với tiềm năng song gần đây đã có được những chuyển biến tích cực.** Việt Nam có khoảng 50 nhà máy chế biến cà phê với tổng công suất khoảng 80.000 tấn/năm, chế biến được 3% sản lượng cà phê cả nước. Mức tiêu thụ cà phê trong nước chỉ chiếm khoảng 6-7% tổng sản lượng sản xuất. Gần đây, có thêm nhiều doanh nghiệp tham gia xây dựng và mở rộng nhà máy chế biến cà phê hòa tan như Vinacafe Biên Hòa (VCF), Trung Nguyên, Thái Hòa (THV), Nestlé, Olam, An Thái, Ngon...

Bên cạnh đó, sản lượng cà phê trong tiêu dùng nội địa đã bắt đầu nhích lên với nhiều sản phẩm cà phê hòa tan, cà phê rang xay có mặt trên thị trường phục vụ tốt hơn nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng. Ngoài ra, thương hiệu cà phê chế biến Việt Nam đang từng bước tạo thương hiệu trên thị trường quốc tế. VCF đã xuất khẩu 5-10% sản lượng sản xuất hàng năm của công ty sang các thị trường Trung Quốc, Singapore, Hàn Quốc, Mỹ từ nhiều năm nay. Tháng 10/2011, cà phê hòa tan G7 của Trung Nguyên chính thức vào hệ thống siêu thị bán lẻ của 2 tập đoàn hàng đầu thế giới là Costco và E-Mart.

### **Triển vọng phát triển năm 2012**

**Dự báo trong niên vụ 2011/2012 sản lượng xuất khẩu cà phê Việt Nam sẽ giảm chỉ còn khoảng 1,1 triệu tấn.** Theo dự báo của Tổ chức Cà phê quốc tế ICO, sản lượng cà phê của Việt Nam trong niên vụ 2011/2012 sẽ chỉ đạt 18,5 triệu bao (tương đương 1,11 triệu tấn), giảm 5% so với sản lượng của niên vụ trước. Trong khi đó, Bộ Nông nghiệp Mỹ đưa ra dự báo lạc quan hơn về mức sản lượng cà phê của nước ta trong niên vụ 2011/2012 với mức 20,6 triệu bao (tương đương 1,24 triệu tấn).

Sự sụt giảm về sản lượng cà phê ở Việt Nam có thể được lý giải là do gần 30% cà phê già đến thời kỳ tái canh nên sản lượng sẽ giảm do quả ít, hạt nhỏ. Năng suất những vườn cà phê già chỉ bằng ½ so với năng suất các vườn cà phê trẻ. Song song với diện tích cây già cỗi thì thời tiết như áp thấp nhiệt đới, bão số 7 và gió mùa đông bắc khiến hoa bung sớm cũng tác động không nhỏ làm giảm năng suất cà phê.

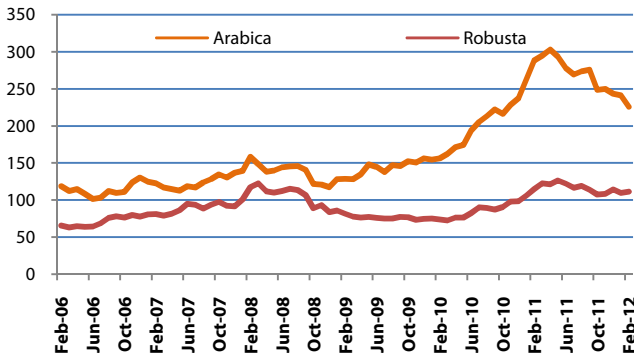
**Giá xuất khẩu cà phê hiện đã hạ nhiệt so với năm 2011 song khả năng vẫn giữ được mức cao.** So với đỉnh điểm năm 2011, hiện giá cà phê nhân xuất khẩu ở Việt Nam đã giảm khoảng 20%, giữ ở mức 40.000 đồng/kg. Nguyên nhân giá giảm những tháng đầu năm 2012 là do sức ép của đồng USD và quyết định giảm mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2012 của Trung Quốc, bên cạnh thông tin Indonesia sẽ có vụ mùa tốt trong năm nay. Tuy nhiên, nỗi lo nguồn cung Robusta của Việt Nam bị hạn chế khiến giá không giảm sâu. Hiện tại, giá cà phê Robusta thế giới đang vào khoảng 2 USD/lb và theo dự báo, trong thời gian tới có khả năng giá cà phê thế giới sẽ tăng trở lại dao động quanh mức 2,3 USD/lb.

Nếu thị trường cà phê với mức giá tốt như hiện nay thì có thể bù lại sự sụt giảm về sản lượng, dự kiến tổng kim ngạch xuất khẩu cà phê năm nay ở Việt Nam có thể đạt khoảng 2 tỷ USD.

**Cốt lõi cho phát triển bền vững ngành cà phê ở Việt Nam là phải đẩy mạnh ngành công nghiệp chế biến cà phê đồng thời kích thích nhu cầu tiêu thụ nội địa.** Sản lượng cà phê chế biến là một mục tiêu rất quan trọng thể hiện trình độ và quy mô của ngành công nghiệp chế biến cà phê. Theo đó, Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn đặt mục tiêu cho ngành cà phê là phải nâng cao sản lượng cà phê hòa tan từ 20 nghìn tấn hiện nay lên 100 nghìn tấn trong thời gian tới.

### Diễn biến giá cà phê Arabica và Robusta thế giới

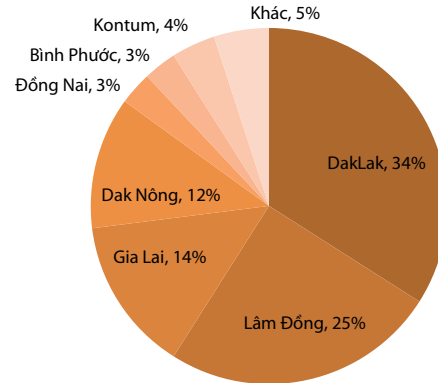
Đvt: USD cent/pounds



Nguồn: Index Mundi, RongViet Securites tổng hợp

### Sản lượng cà phê theo vùng tại Việt Nam

Đvt: %



Nguồn: USDA, BMI, RongViet Securites tổng hợp

## MÍA ĐƯỜNG

### Những nét chính năm 2011

**Vùng nguyên liệu mía đường vụ 2010/2011 kết thúc với những số liệu thống kê khả quan, hầu hết các chỉ tiêu đều có sự tăng trưởng so với vụ trước.** Tổng diện tích mía cả nước đạt 271.400 ha, tăng hơn 6.300 ha so với vụ trước. Trong đó, diện tích mía của 25 tỉnh có nhà máy đường là 248.700 ha và diện tích có ký hợp đồng đầu tư là 218.600 ha. Năng suất bình quân đạt 60,5 tấn/ha, so với vụ trước là 51,7 tấn/ha. Chứa đường đạt 9,88CCS tương đương với vụ trước. Theo đó, sản lượng mía thu hoạch đạt 16,4 triệu tấn, tăng hơn 20% so với vụ 2009/2010.

Giá thu mua mía vụ 2010/2011 không có nhiều biến động, trung bình khoảng 1-1,2 triệu đồng/tấn, cao hơn từ 250 – 400 nghìn đồng/tấn so với vụ trước. Việc bán được mía giá cao đã phần nào giúp người nông dân tích cực phát triển diện tích trồng mía, tăng tính cạnh tranh của cây mía so với các loại cây công nghiệp khác.

**Vụ mùa 2010/2011 ghi nhận nhiều chuyển biến tích cực trong hoạt động sản xuất kinh doanh và tiêu thụ toàn ngành.** Đối với hoạt động sản xuất đường, vụ 2010/2011 có sự tham gia sản xuất của 39 nhà máy, với tổng công suất thiết kế 112.200 TMN. Tỷ lệ phát huy công suất tính bình quân của các nhà máy đường vụ này khá cao, đạt khoảng 74,8%, so với vụ trước là 61,8%. Sản lượng mía ép công nghiệp đạt 12,5 triệu tấn, tăng 2,9 triệu tấn, tương đương tăng 30,2% và sản xuất được 1,15 triệu tấn đường, tăng 0,26 triệu tấn, tương ứng 29%.

**Niên vụ 2010/2011, giá đường trong nước ở trong xu thế tăng cùng giá đường thế giới.** Trên thế giới, giá đường có những biến động tăng giảm thất thường song xu hướng chung vẫn là tăng giá. Nếu tháng 4/2010, giá đường thế giới chỉ xoay quanh mức 455 USD/tấn, thì đến tháng 9/2010 đã tăng lên 650 USD/tấn. Những tháng đầu năm 2011 giá đường bắt đầu hạ nhiệt sau khi

đạt đỉnh ở mức 800 USD/tấn vào tháng 1/2011. Mức giảm thấp là vào tháng 5 chỉ còn xấp xỉ 600 USD/tấn. Hiện nay, giá đường thế giới tăng trở lại và dao động quanh mức 730 USD/tấn.

Trong nước, giá bán bình quân vụ 2010/2011 vào khoảng 18,5 nghìn đồng/kg, tăng 23% so với vụ 2009/2010. Biên độ dao động giá tương đối cao ảnh hưởng bởi giá đường trong nước và đường nhập lậu. Giá bán buôn trong vụ dao động từ 17 – 21 nghìn đồng/kg.

**Nạn nhập lậu đường vẫn chưa được giải quyết gây khó khăn trong quản lý cung cầu thị trường và sản xuất đường trong nước.** Năm nay, nạn nhập lậu đường từ Thái Lan thông qua Campuchia vào Việt Nam vẫn chưa có các biện pháp giải quyết hiệu quả, ảnh hưởng lớn đến việc điều hành cung cầu và do giá đường nhập lậu không chịu thuế nên có lợi thế gây khó khăn cho đường sản xuất trong nước.

**Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp mía đường vượt trên sự kỳ vọng nhờ giá bán tăng.** Đến hết Q3/2011, phần lớn các doanh nghiệp mía đường đã hoàn thành kế hoạch doanh thu, lợi nhuận. Có được điều đó là nhờ thuận lợi khách quan giá đường trong năm tăng mạnh. Mặc dù biên độ tăng giá năm 2011 không bằng năm 2010 song cũng ở mức tương đối cao, bình quân 18.000 đồng/kg. Trong năm 2011, nhóm cổ phiếu ngành mía đường giữ giá khá tốt so với thị trường chung.

### **Triển vọng phát triển năm 2012**

**Nối tiếp thành công của niên vụ 2010/2011, niên vụ mới 2011/2012 tiếp tục được dự báo với nhiều chỉ tiêu khả quan.** Theo báo cáo của Sở Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, diện tích mía của 25 tỉnh nằm trong vùng nguyên liệu mía niên vụ 2011/2012 dự kiến đạt khoảng 259,7 nghìn ha (tăng hơn vụ trước 11 nghìn ha), năng suất mía bình quân đạt 64,9 tấn/ha (tăng 4,4 tấn/ha), sản lượng mía ước đạt 16,8 triệu tấn (tăng hơn 1,8 triệu tấn). Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam, ước tính vụ mùa 2011/2012 sẽ sản xuất được khoảng 1,4 triệu tấn đường, tăng 0,25 triệu tấn so với niên vụ trước. Nếu đạt được sản lượng như dự báo, ngành mía đường niên vụ mới có thể đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ trong nước vào khoảng 1,3 - 1,4 triệu tấn/năm.

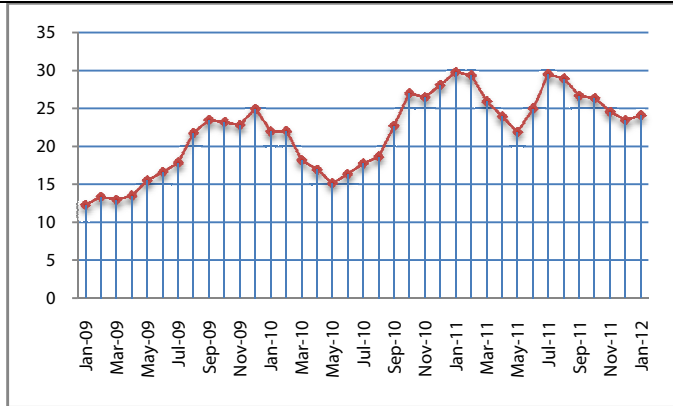
**Bộ Công Thương và Bộ Nông nghiệp Phát triển Nông thôn đang xem xét khả năng thay đổi cơ chế nhập khẩu đường trong thời gian tới.** Hiệp hội mía đường Việt Nam đã kiến nghị Bộ Công Thương và Bộ Nông nghiệp Phát triển Nông thôn thay đổi cơ chế điều hành nhập khẩu đường thời gian tới. Theo đó, việc cấp phép nhập khẩu đường vẫn được thực hiện theo cam kết khi Việt Nam gia nhập WTO, nhưng chỉ cho phép thông quan sau khi kết thúc vụ ép mía. Khi xảy ra dư thừa cung cục bộ trong ngắn hạn, đề nghị cho phép các doanh nghiệp xuất khẩu lượng đường hợp lý để giữ mặt bằng giá trong nước. Sau đó, Bộ Công Thương sẽ cấp hạn ngạch nhập khẩu bổ sung ưu tiên cho các doanh nghiệp đã xuất khẩu. Lượng hạn ngạch nhập sẽ bằng đúng lượng đường đã xuất và cũng chỉ cho thông quan sau khi kết thúc vụ ép mía.

**Giá đường trong nước đang ở trong xu hướng giảm.** Tính đến thời điểm này, vụ mía ép mới 2011/2012 đã gần kết thúc. Do lượng cung dồi dào nên hiện tại giá bán buôn tại các nhà máy đang có xu hướng giảm nhẹ khoảng 500 đồng-1.000 đồng/kg. Ngoài ra, giá đường trong nước còn chịu tác động bởi xu hướng giảm chung của đường thế giới. Với dự báo giá đường giảm trong năm nay, độ hấp dẫn đầu tư của ngành chỉ ở mức trung bình.



## Diễn biến giá đường thô thế giới

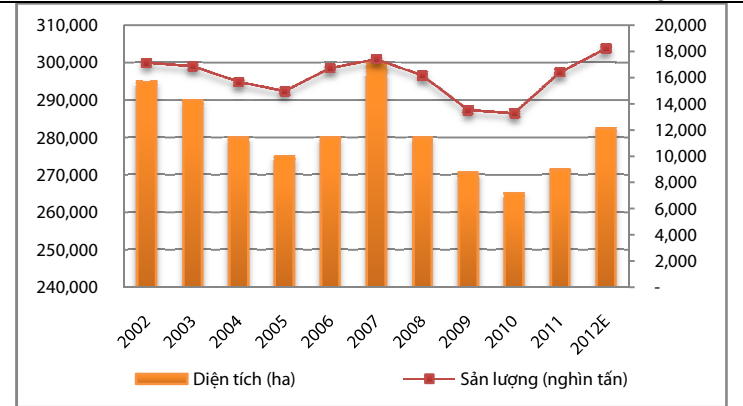
Đvt: USD cent/lb



Nguồn : Index Mundi, RongViet Securites tổng hợp

## Diện tích và sản lượng trồng mía cả nước

Đvt: hecta – nghìn tấn



Nguồn : RongViet Securites tổng hợp

## BÁNH KẸO

### Những nét chính năm 2011

**Năm 2011, nhu cầu tiêu dùng bánh kẹo tăng 3% so với năm 2010.** Nền kinh tế phục hồi đã khiến nhu cầu tiêu dùng thực phẩm trong đó có bánh kẹo tăng trở lại, đặc biệt tăng mạnh vào nửa cuối năm nhờ yếu tố mùa vụ (tết trung thu, tết nguyên đán). Theo ước tính của BMI, sản lượng bánh kẹo tại Việt Nam năm 2011 đạt khoảng 136 nghìn tấn, tăng 3% so với năm 2010.

**Năm 2011 bánh kẹo trong nước chiếm lĩnh hầu hết các phân khúc thị trường.** Nếu như năm 2010 thị trường bánh kẹo chứng kiến sự lên ngôi của bánh kẹo nội địa với tỷ trọng 70% thì sang năm 2011, bánh kẹo trong nước gần như chiếm lĩnh hầu hết các phân khúc thị trường với thị phần 90-95%. Có được điều này là do hiện nay các doanh nghiệp bánh kẹo Việt Nam đã quan tâm tới thiết kế mẫu mã, chủng loại bánh kẹo phong phú, chất lượng tốt, song giá bán thấp hơn từ 20-30% so với bánh kẹo nhập ngoại.

**Trong năm bình quân giá bánh kẹo tăng 10-15% để bù đắp tăng giá đầu vào.** Giá cả nguyên vật liệu đầu vào tăng cao (bột mì tăng hơn 30%, đường trắng tăng 45%, chất béo tăng 20%) bên cạnh sự tác động của một số yếu tố khác như lãi suất, tỷ giá đã tác động mạnh đến giá thành bánh kẹo. Theo đó, các nhà sản xuất cũng tăng giá bán các sản phẩm. Bình quân giá bán các sản phẩm đều tăng từ 10-15%, thậm chí có 1 số mặt hàng ở phân khúc thị trường cao cấp có sức mua mạnh, mức tăng giá còn lên tới 20-25%.

**Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết nhìn chung tăng trưởng tốt.** Năm 2011, nền kinh tế trong nước vẫn tiếp tục khó khăn, song hầu hết các doanh nghiệp bánh kẹo niêm yết trên sàn như KDC, BBC, HHC đều hoàn thành kế hoạch. Có được điều này là nhờ các doanh nghiệp đã chủ động cơ cấu lại sản phẩm tập trung vào nhóm hàng trung cao cấp, bên cạnh đó chú trọng đầu tư vào chất lượng sản phẩm cũng như mẫu mã. Ngoài ra, thói quen tiêu dùng thay đổi chuyển từ các sản phẩm ngoại nhập sang sản phẩm nội địa có cùng chất lượng nhưng giá thấp hơn 20-30% cũng là một yếu tố thuận lợi giúp các doanh nghiệp bánh kẹo trong nước tăng sản lượng.

### Triển vọng phát triển năm 2012

**Việt Nam là quốc gia được đánh giá tăng trưởng mạnh về tiêu thụ hàng lương thực thực phẩm trong đó có bánh kẹo.** Nguyên nhân là do Việt Nam có dân số với quy mô lớn, cơ cấu dân số trẻ, tỷ lệ dân cư thành thị tăng nhanh. Theo ước tính BMI, dự kiến tăng trưởng về doanh số năm 2012 vào khoảng 5% đối với mặt hàng bánh kẹo.

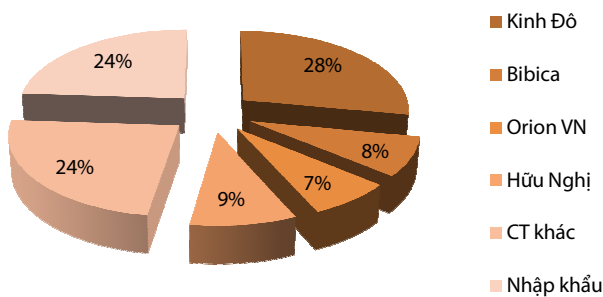
**Thị trường bán lẻ tại Việt Nam ngày càng thu hút được những tên tuổi lớn của thế giới tham gia khai thác.** Sự tăng trưởng mạnh về số lượng các điểm và doanh số bán lẻ cũng được xem là tiền đề cho sự đi lên của ngành bánh kẹo khi lượng hàng tiêu thụ qua kênh phân phối hiện đại đang ngày càng chiếm tỷ trọng đáng kể so với kênh truyền thống.

**Các sản phẩm bánh kẹo Việt Nam hứa hẹn sẽ tiếp tục chiếm lĩnh thị trường nội địa năm 2012.** Nhờ việc đầu tư đa dạng hóa sản phẩm, tập trung vào chất lượng và mẫu mã, các sản phẩm bánh kẹo Việt Nam đã làm nên nhiều thương hiệu bánh kẹo uy tín. Bên cạnh đó, thói quen tiêu dùng hàng nội địa đặc biệt là bánh kẹo đã được hình thành và khẳng định hơn khả năng chiếm lĩnh thị trường năm nay của bánh kẹo nội địa.

**Dự báo trong năm 2012 tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo sẽ được cải thiện.** Theo dự báo giá các nguyên vật liệu chính là bột mỳ và đường sẽ giảm khoảng 10-15% so với năm 2011. Tuy nhiên một số các chi phí khác như điện, xăng dầu tăng trong thời gian qua sẽ phần nào thu hẹp lợi ích từ việc giảm giá nguyên liệu. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp nhiều khả năng chỉ tăng nhẹ trong năm nay.

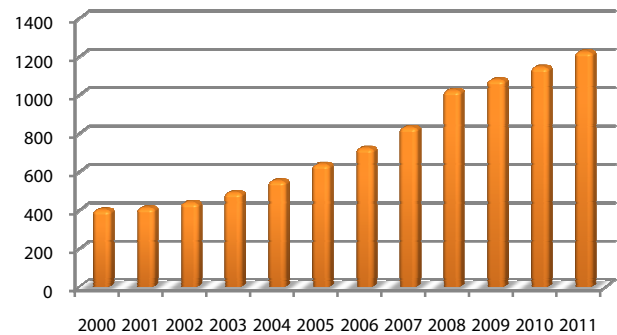
Nhìn chung ngành bánh kẹo năm 2012 có những điểm sáng có thể đầu tư như sản lượng tiêu thụ bánh kẹo khả quan, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện. Nhà đầu tư có thể xem thêm đặc điểm cụ thể của từng công ty trong ngành để lựa chọn cổ phiếu đầu tư phù hợp.

**Thị phần bánh kẹo (trừ kẹo cao su) 2011**



Nguồn : RongViet Securites tổng hợp

**Doanh số bánh kẹo toàn thị trường (tỷ đồng)**



Nguồn : BMI, RongViet Securites tổng hợp



## CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM- HSX)

Hàng tiêu dùng – Thực phẩm Đồ uống

Địa chỉ: 184 – 186 – 188 Nguyễn Đình  
Chiểu, P.6, Q.3, Tp. HCM

Điện thoại: +84 3930 0358

Fax: +84 3930 5206

Website: [www.vinamilk.com.vn](http://www.vinamilk.com.vn)

Email: [vinamilk@vinamilk.com.vn](mailto:vinamilk@vinamilk.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	96.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	144.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	79.500
Số CP đang lưu hành	555.816.744
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	237.457
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	53.387
Trailing P/E (x)	12,5
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	4,3

### Quản trị Điều hành

Mai Kiều Liên, CT. HĐQT – TGĐ

Ngô Thị Thu Trang, TV. HĐQT

Lê Song Lai, TV. HĐQT

Wang Eng Chin, TV. HĐQT

Lê Anh Minh, TV. HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

Vinamilk là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa. Hiện VNM có khoảng 178 nghìn đại lý, cửa hàng bán lẻ, tăng 27% so với năm 2010. Dẫn đầu thị trường đối với nhóm sản phẩm sữa nước, sữa chua và sữa đặc với khoảng 50% thị phần và thứ 2 đối với nhóm sản phẩm sữa bột trẻ em với 30% thị phần. Các cổ đông lớn gồm có SCIC (45,5%), F&N Dairy Investment (9,63%), Dragon Capital (7,38%).

Trong năm 2011, VNM đã thu mua 144 nghìn tấn sữa tươi, tăng 11% so với năm 2010. Tính đến cuối năm 2011, tổng đàn bò giao sữa cho VNM là 61 nghìn con, tăng 1.100 con so với năm trước.

Năm 2011, hoạt động kinh doanh tăng trưởng ấn tượng, đạt 21.627 tỷ đồng doanh thu, tăng 37% so với năm 2010 và vượt 5,2% so với kế hoạch. Tăng trưởng doanh thu của VNM có sự đóng góp của cả tăng sản lượng và giá bán (bình quân tăng 12%). Tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm đạt 31%, giảm nhẹ 2% so với năm 2010, do chi phí nguyên liệu tăng song VNM không điều chỉnh việc tăng giá tương ứng. LNST đạt 4.218 tỷ đồng, tăng 17%, vượt 17,6% so với kế hoạch. EPS năm 2011 đạt 7.717 đồng/cp. Cổ tức tiền mặt năm 2011 là 40%.

### Triển vọng phát triển

Cập nhật thông tin các dự án: (1) Nhà máy sữa Đà Nẵng tại KCN Khánh Hòa dự kiến đi vào hoạt động vào Q2/2012, trễ hơn so với kế hoạch là cuối năm 2011. (2) Nhà máy Dielac 2 tại KCN Việt Nam – Singapore và Nhà máy sữa Mega tại Bình Dương đang được triển khai theo đúng tiến độ và dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2013. Dự kiến năm 2012, VNM sẽ giải ngân cho 2 nhà máy này khoảng 4.000 tỷ đồng bằng nguồn vốn giữ lại.

2 tháng đầu năm, doanh thu tăng trưởng 30% và lợi nhuận tăng trưởng 22%. Mặc dù đây là mùa thấp điểm của tiêu thụ trong nước song tăng trưởng tốt nhờ vào tăng trưởng xuất khẩu. VNM đặt kế hoạch tăng trưởng xuất khẩu 20% so với mức 140 triệu USD năm 2011.

Năm 2012, VNM đặt kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 26.480 tỷ đồng và 4.690 tỷ đồng, tăng 20% và 11,2%. Tuy nhiên, nhiều khả năng VNM sẽ có mức tăng trưởng cao hơn. Theo quan điểm người viết, doanh thu dự phóng năm 2012 ước đạt 28.115 tỷ đồng, tăng 30% so với năm 2011, dựa trên giả định giá bán tăng khoảng 10% và sản lượng tăng khoảng 20-25%. So với cùng kỳ, giá nguyên liệu sữa hiện đã tăng hơn 20%, các nguyên vật liệu đầu vào khác tăng từ 40-60%, chi phí điện nước, xăng dầu... tăng 10-15%. Theo đó, VNM đã có 1 đợt tăng giá khoảng 5-7% đối với một số loại sản phẩm. Tuy nhiên, do sữa nằm trong mặt hàng bình ổn giá, nên khả năng VNM không thể điều chỉnh giá tăng tương ứng. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến ở mức 30%, các chi phí khác duy trì tỷ lệ ổn định như năm 2011, nên LNST ước tính đạt khoảng 4.977 tỷ đồng, tăng 18% so với năm 2011.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	10.614	15.753	21.627	28.115
Lợi nhuận trước thuế	2.731	4.251	4.979	5.823
Lợi nhuận sau thuế	2.376	3.616	4.218	4.977
Vốn điều lệ	3.513	3.531	5.561	5.561
Vốn chủ sở hữu	6.456	7.964	12.477	15.104
Tổng tài sản	8.482	10.773	15.583	19.142
EPS (VND/cp)	6.769	10.251	7.717	8.954
Giá trị sổ sách (VND/cp)	18.378	22.562	22.437	27.161

Nguồn: VNM, HSX, RongViet Securites databases.

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng DT	29,3	48,4	37,3	30,0
Tăng trưởng LNST	90,5	52,2	16,6	17,9
LN gộp /DT	36,5	32,8	30,5	29,5
LN ròng/ DT	22,4	23,0	19,5	17,7
Nợ vay/Tổng TS	6,3	7,2	0,0	0,0
ROE	36,8	45,4	33,8	32,9
ROA	28,0	33,6	27,1	26,0
Cổ tức	30,0	30,0	30,0	30,0



## CTCP MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN (LSS- HSX)

Hàng tiêu dùng – Thực phẩm Đồ uống

Địa chỉ: Thị trấn Lam Sơn – Huyện Thọ Xuân – Tỉnh Thanh Hóa

Điện thoại: +84.373 834 091

Fax: +84.373 834 092

Website: [www.lasuco.com.vn](http://www.lasuco.com.vn)

Email: [lasuco@hn.vnn.vn](mailto:lasuco@hn.vnn.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	29.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	34.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	18.000
Số CP đang lưu hành	50.000.000
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	138.038
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.460
Trailing P/E (x)	3,5
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,1

### Quản trị Điều hành

Lê Văn Tam, CT. HĐQT

Lê Xuân Tùng, PCT. HĐQT

Lê Thị Tiến, TV. HĐQT

Trịnh Ngọc Long, TV. HĐQT

Hà Đức Chính, TV. HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

LSS thành lập năm 1980 là doanh nghiệp đứng đầu cả nước về sản lượng ép mía và sản xuất đường, chiếm khoảng 8-10% thị phần. Cổ đông lớn gồm có: HHMĐ Lam Sơn (18,26%), TCT Mía đường (9,11%), Tân Thành Phát (8,24%), Lê Trung Thành (3,54%), Sữa Lam Sơn (1,89%).

Trong vụ 2010/2011, diện tích vùng nguyên liệu của LSS giảm còn 12,6 nghìn ha song sản lượng mía ép tăng 14% so với vụ trước nhờ LSS đầu tư thâm canh nên năng suất bình quân đạt trên 60 tấn/ha, chất lượng mía tốt chữ đường 10,2 CCS.

Trong năm 2011, LSS tiếp tục cơ cấu lại nhiều khoản đầu tư tài chính. LSS đã thanh lý khoản đầu tư vào Thương mại Lam Sơn và Giấy Lam Sơn với tổng vốn đầu tư ban đầu là 17,3 tỷ đồng. Giảm phần vốn góp tại Rượu Việt Nam – Thụy Điển xuống còn 15 tỷ đồng (so với 18 tỷ đồng cuối năm 2010). Lãi thanh lý các khoản này là 7,5 tỷ đồng.

Năm 2011, kết quả kinh doanh vẫn tiếp tục khả quan nhờ vào yếu tố giá đường tăng. Sản lượng tiêu thụ năm 2011 vào khoảng 85 nghìn tấn, giá bán trung bình 18.000 đồng/kg. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2.038,6 tỷ đồng và 415 tỷ đồng, tăng tương ứng 52% và 39% so với năm 2010.

### Triển vọng phát triển

Năm 2012, năng lực sản xuất LSS tăng ~60% nhờ nhà máy thứ 2 đã hoàn thành việc nâng công suất từ 4.000 TMN lên 8.000 TMN vào đầu tháng 3/2012, trễ 3 tháng so với kế hoạch.

Theo trao đổi với công ty, diện tích vùng nguyên liệu vụ 2011/2012 dự kiến đạt khoảng 15,5 nghìn ha, năng suất 65-70 tấn/ha, chữ đường 10 CCS, sản lượng mía ép vào khoảng 1,1 triệu tấn. Tuy nhiên, nhiều khả năng sản lượng mía ép khó đạt được như kỳ vọng của LSS do chậm tiến độ hoàn thành nhà máy số 2. Ước tính sản lượng mía ép đạt khoảng 1 triệu tấn, tăng 20% so với vụ trước.

Giá đường trong nước đang có xu hướng giảm do đang vào vụ ép mía nên cung đường tăng, bên cạnh lượng đường nhập lậu ồ ạt tràn vào Việt Nam. Với tình hình chung, hiện giá bán của LSS cũng giảm khoảng 500-1.000 đồng/kg so với cuối năm 2011, còn khoảng 16.500 – 17.000 đồng/kg. Tuy nhiên, theo dự báo giá đường sẽ không giảm sâu và có khả năng tăng trở lại trong Q3,4/2012 do tính mùa vụ.

Đối với triển vọng cho cả năm 2012, ước tính doanh thu đạt khoảng 2.405 tỷ đồng, tăng 18% so với năm 2011, dựa trên giả định sản lượng tăng 15-20% và giá bán duy trì ở mức bình quân năm ngoái. Tuy nhiên, do năm nay giá mua nguyên liệu cao hơn khoảng 20% (1,2 triệu đồng/tấn) khiến biên lợi nhuận giảm mạnh. Theo đó, LNST chỉ tăng nhẹ 2% so với năm 2011, đạt khoảng 423,3 tỷ đồng. EPS tương ứng ở mức 8.464 đồng/cp.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	1.099,6	1.338,2	2.038,6	2.405,5
Lợi nhuận trước thuế	212,0	394,1	517,1	527,4
Lợi nhuận sau thuế	158,3	299,5	414,9	423,2
Vốn điều lệ	300,0	400,0	500,0	500,0
Vốn chủ sở hữu	671,6	1.170,9	1.378,5	1.488,8
Tổng tài sản	997,9	1.549,9	2.184,3	2.577,5
EPS (VND/cp)	5,366	9,647	8,298	8,464
Giá trị sổ sách (VND/cp)	22,388	29,273	27,570	29,776

Nguồn: LSS, HSX, RongViet Securites databases.

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	-2,8	23,0	52,3	18,0
Tăng trưởng LNST	125,7	89,2	38,5	2,0
LN gộp /DT	20,7	35,4	30,4	23,0
LN ròng/ DT	14,4	22,3	20,4	17,6
Nợ vay/Tổng TS	10,6	4,2	20,8	18,9
ROE	22,6	25,6	30,1	28,4
ROA	15,9	19,3	19,0	16,4
Cổ tức	18,0	35,0	30,0	N/A

Địa chỉ: Số 1 Lê Văn Hiến, Tp Đà Nẵng

Điện thoại: +84.511 384 74 08

Fax: +84.511 383 61 95

Website: [www.drc.com.vn](http://www.drc.com.vn)

Email: [danarub@dng.vnn.vn](mailto:danarub@dng.vnn.vn)

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá @ 23/03/12 (VND)	28.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	32.200
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	15.800
Số CP đang lưu hành	46.153.865
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	245.710
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.333,8
Trailing P/E (x)	6,7
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,5

**Quản trị Điều hành**

Nguyễn Văn Hiếu, CT. HĐQT

Đinh Ngọc Đạm, TV.HĐQT, TGD

Hà Phước Lộc, TV.HĐQT, P.TGD

Nguyễn Thanh Bình, TV.HĐQT, P.TGD

Nguyễn Mạnh Sơn, TV. HĐQT, P.TGD

Hoàng Mạnh Thắng, TV. HĐQT

Phạm Ngọc Phú, TV. HĐQT

**Thông tin doanh nghiệp**

DRC là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường săm lốp tại Việt Nam, chiếm khoảng 25% thị phần tính chung cho săm lốp ô tô, xe đạp, xe máy. Riêng phân khúc săm lốp ô tô công ty dẫn đầu thị trường với 35% thị phần. Các cổ đông lớn gồm có: Tập đoàn hóa chất Việt Nam 50,5%; FTIF 7,81%; Đình Ngọc Đạm (TGD) 1,33%.

Năm 2011, DRC có 3 lần tăng giá tổng cộng 20% cho sản phẩm săm lốp ô tô và 10% cho sản phẩm săm lốp xe máy, xe đạp để bù đắp giá cao su tăng đột biến gần gấp đôi so với cùng kỳ. Song mức tăng này chỉ đủ bù đắp một phần chi phí tăng thêm, nên tỷ suất lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng giảm đáng kể. Tuy nhiên, so với các doanh nghiệp trong ngành như CSM, SRC thì khả năng sinh lời của DRC hấp dẫn hơn.

Cuối năm 2011, DRC đã hoàn tất việc di dời hai phân xưởng sản xuất săm lốp xe đạp và săm lốp xe máy từ khu Bắc Mỹ An (trụ sở chính DRC tại số 1 Lê Văn Hiến) vào KCN Liên Chiểu và nâng công suất hai phân xưởng này lên gấp 1,5 lần.

Năm 2011, DRC đạt 2.637 tỷ đồng doanh thu và 197,6 tỷ đồng lợi nhuận, tăng lần lượt 22% và 0,7% so với năm trước, tương ứng vượt 17,6% và 31,7% kế hoạch.

**Triển vọng phát triển**

Giá cao su sau một thời gian tăng đột biến, đã hạ nhiệt và giảm mạnh vào Q4/2011. Với mức giá tồn kho bình quân Q4/2011 khoảng 3,2 USD/kg, ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2012 khoảng 21-22%. Tuy nhiên, giá cao su có khả năng tăng trở lại với mức giá bình quân năm 2012 khoảng 3,7 USD/kg, giảm 16% so với mức 4,4 USD/kg năm 2011. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2012 có khả năng được cải thiện đạt khoảng 20%, tăng 4,3%.

Dự án sản xuất lốp Radial toàn thép mang lại tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn cho DRC do xu hướng tiêu dùng trong lĩnh vực lốp xe đang có sự thay đổi theo hướng “Radial hóa”. Tuy nhiên, do dự án có tổng mức đầu tư là 3.000 tỷ đồng, được tài trợ bằng 30% vốn tự có và 70% vốn vay trong điều kiện lãi suất cao như hiện nay có khả năng ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh ở trung hạn. Năm nay, dự kiến kết quả kinh doanh chưa chịu tác động lớn do chi phí lãi vay (khoảng 150 tỷ) được vốn hóa như tài sản công ty thay vì hạch toán vào chi phí hoạt động kinh doanh.

Với ước tính doanh thu ổn định đạt khoảng 2.821 tỷ đồng năm 2012 và dựa trên giả định giá cao su bình quân năm nay vào khoảng 3,7 USD/kg, lợi nhuận năm nay khá khả quan, đạt khoảng 273,4 tỷ đồng, tăng tương ứng 38,4% so với năm 2011 và cao hơn 58% so với kế hoạch công ty đề ra. EPS năm 2012 dự kiến đạt 5.924 đồng mỗi cổ phiếu. Đây là cổ phiếu phù hợp cho đầu tư trong trung hạn.

**Tình hình tài chính**

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	1.815,0	2.160,1	2.636,7	2.821,4
Lợi nhuận trước thuế	394,5	260,9	263,6	364,5
Lợi nhuận sau thuế	393,3	196,2	197,6	273,4
Vốn điều lệ	158,9	307,7	461,5	461,5
Vốn chủ sở hữu	557,3	731,4	877,6	1.144,1
Tổng tài sản	785,1	1.064,2	1.621,6	2.597,3
EPS (VND/cp)	3.366	6.376	4.282	5.924
Giá trị sổ sách (VND/cp)	35.072	23.772	19.016	24.788

(\*) Năm 2011, chia cổ tức bằng cổ phiếu: 40% vốn điều lệ.  
 Nguồn: DRC, HSX, RongViet Securities database

**Tỷ số tài chính**

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng DT	40,6	19,0	22,1	7,0
Tăng trưởng LNST	659,4	-50,1	0,7	38,4
LN gộp /DT	28,8	17,4	15,8	19,9
LN ròng/ DT	21,7	9,1	7,5	9,1
Nợ vay/Tổng TS	28,9	31,2	29,3	45,8
ROE	70,4	26,8	22,5	23,9
ROA	50,1	18,4	12,2	10,5
Cổ tức	15	10	0 (*)	N/A



## CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUỲ PHÚ NHUẬN (PNJ- HSX)

Hàng tiêu dùng – Nữ trang

Địa chỉ: 170E Phan Đăng Lưu, P3, Q.Phú Nhuận, TP.HCM  
Điện thoại: +84-(0)8-995.17.03  
Fax: +84-(0)8-995.17.02  
Website: <http://www.pnj.com.vn>  
Email:

### Thông tin giao dịch

Giá @ 23/03/12 (VND)	38.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	43.200
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	20.500
Số CP đang lưu hành	59.999.142
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	168.862
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.310
Trailing P/E (x)	9,4
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	2,1

### Quản trị Điều hành

Cao Thị Ngọc Dung, CT. HĐQT - TGD  
Nguyễn Vũ Phan, PCT. HĐQT - PTGD  
Nguyễn Thị Cúc, TV. HĐQT- PTGD  
Nguyễn Thị Ngọc, TV. HĐQT  
Bùi Việt, TV. HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

PNJ là doanh nghiệp đi đầu trong ngành sản xuất nữ trang Việt Nam với thị phần nữ trang vàng khoảng 25% và nữ trang bạc khoảng 80%. Các cổ đông lớn gồm có: Bà Ngọc Dung (CT.HĐQT) 14%, Vietnam Azalea Fund 5,74%, VIL 4,15%, VOF 4%, AVIL 3,67%, CK Đông Á 3,57%, Deutsche Bank 3,01%...

Năm 2011, PNJ đã khởi công xây dựng nhà máy mới với công suất khoảng 5 triệu sản phẩm/năm, gấp đôi công suất hiện tại 2,7 triệu sản phẩm/năm. Nhà máy dự kiến hoàn thành và đi vào hoạt động từ tháng 7/2012. Tổng mức đầu tư khoảng 85 tỷ đồng.

Hệ thống phân phối của PNJ mở rộng khá tốt, trung bình khoảng 25-30 cửa hàng/năm. Hiện tại PNJ có khoảng 155 cửa hàng, vượt trội hơn hẳn so với các đối thủ cạnh tranh cùng ngành như SJC 20 cửa hàng, Doji 20 cửa hàng.

Kết quả kinh doanh năm 2011 tăng trưởng tốt, doanh thu và lợi nhuận sau thuế hợp nhất lần lượt đạt 17.967 tỷ đồng và 246,6 tỷ đồng, tăng tương ứng 30,7% và 16,5% so với năm 2010. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt khoảng 4,15%, tăng nhẹ so với 3,94% năm 2010. Như vậy, năm 2011 PNJ đã hoàn thành đúng kế hoạch đặt ra.

### Triển vọng phát triển

Năm 2012, hoạt động kinh doanh của PNJ có một số thay đổi chính là: (1) PNJ sẽ ngừng hoạt động trong mảng kinh doanh xuất khẩu vàng 24K. Điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến cơ cấu doanh thu của PNJ, do xuất khẩu vàng miếng năm 2011 chiếm 4.967 tỷ đồng, tương ứng 28,6% tổng doanh thu, tuy nhiên cơ cấu lợi nhuận chỉ bị ảnh hưởng nhẹ do hoạt động này chỉ tạo biên lợi nhuận xấp xỉ 0,5%; (2) PNJ sẽ không còn được phép sản xuất vàng miếng mang thương hiệu riêng, song vẫn là 1 trong 3 doanh nghiệp đủ điều kiện được phép kinh doanh vàng miếng. Do chỉ có 1 thương hiệu vàng được lưu thông nên PNJ trở nên lợi thế hơn hẳn so với các đối thủ nhờ hệ thống phân phối rộng.

Đối với hoạt động sản xuất và kinh doanh nữ trang vàng bạc, nhà máy mới vẫn đang xây dựng theo đúng tiến độ. Ngoài ra, hệ thống cửa hàng dự kiến sẽ được mở thêm khoảng 50 cửa hàng, trong đó có khoảng 15-20 cửa hàng Yabbling, 20-25 cửa hàng bạc, 6-10 cửa hàng vàng.

Triển vọng cho cả năm 2012, ước tính doanh thu tăng khoảng 15%, đạt 20.662 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế vào khoảng 272 tỷ đồng, EPS tương ứng ở mức 4.533 đồng/cp. Mặc dù ngành nữ trang vẫn được dự báo khả quan cùng với hoạt động kinh doanh của PNJ vẫn tiếp tục giữ được đà tăng trưởng tốt, song với mức P/E hiện tại, mức giá thị trường đã phản ánh đúng giá trị PNJ. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào khi có sự điều chỉnh giảm khoảng 25-30% cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	10.256	13.752	17.967	20.662
Lợi nhuận trước thuế	275	264	308	330
Lợi nhuận sau thuế	205	212	247	272
Vốn điều lệ	400	600	600	600
Vốn chủ sở hữu	956	1.047	1.120	1.187
Tổng tài sản	2.026	2.464	2.917	3.355
EPS (VND/cp)	3.408	3.533	4.111	4.533
Giá trị sổ sách (VND/cp)	23.894	17.450	18.667	19.783

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	145,4	34,1	30,7	15,0
Tăng trưởng LNST	63,4	3,4	16,5	10,1
LN gộp /DT	4,9	3,9	4,2	4,0
LN ròng/ DT	2,0	1,6	1,4	1,3
Nợ vay/Tổng TS	35,3	41,4	45,7	40,5
ROE	21,4	20,2	22,1	22,9
ROA	10,1	8,7	8,5	8,1
Cổ tức	25	25	25	N/A

Nguồn: PNJ, HSX, RongViet Securities database





## CTCP VINACAFÉ BIÊN HÒA (VCF- HSX)

Hàng tiêu dùng – Thực phẩm Đồ uống

Địa chỉ: KCN Biên Hòa 1, Phường An Bình,  
TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

Điện thoại: +84.61 383 65 54

Fax: +84.61 383 61 08

Website: [www.vinacafebienhoa.com](http://www.vinacafebienhoa.com)

Email: [vinacafe@vinacafebienhoa.com](mailto:vinacafe@vinacafebienhoa.com)

### Thông tin giao dịch

Giá @ 23/03/12 (VND)	124.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	124.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	44.000
Số CP đang lưu hành	26.579.135
KLGDDBQ (3 tháng gần nhất)	11.466
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.295,8
Trailing P/E (x)	15,3
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	4,5

### Quản trị Điều hành

Đoàn Đình Thiêm, CT. HĐQT

Phạm Quang Vũ, PCT. HĐQT – TGD

Lê Hùng Dũng, TV. HĐQT – PTGD, KTT

Lê Quang Chính, TV. HĐQT – PTGD

Nguyễn Công Trung, TV. HĐQT

Nguyễn Đăng Quang, TV. HĐQT

Trương Công Thắng, TV. HĐQT

Bùi Xuân Thoa, TV. HĐQT

Tô Hải – TV. HĐQT

Đình Quang Hoàn – TV. HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

VCF là nhà sản xuất cà phê hòa tan lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 40% thị phần. Sản phẩm chính của công ty là cà phê sữa hòa tan chiếm trung bình khoảng 85% tổng sản lượng và trên 77% tổng doanh thu. Thương hiệu nổi tiếng, khách hàng trung thành và hệ thống phân phối mạnh là những lợi thế cạnh tranh đặc trưng của VCF.

Năm 2011 là năm VCF có sự thay đổi lớn trong cơ cấu cổ đông, giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước xuống còn 37,3% và Masan Consumer (MSC) mua lại 50,25% VCF. Đây là thương vụ M&A thu hút được khá nhiều sự quan tâm trong năm qua. Một mặt, sự tham gia của MSC là nhân tố mới năng động hỗ trợ phát triển hoạt động kinh doanh của VCF, song mặt khác thanh khoản của VCF cũng giảm đáng kể.

Kết quả kinh doanh năm 2011 khả quan. Doanh thu đạt 1.585,6 tỷ đồng, tăng 21,8% so với năm 2010. Mặc dù chi phí nguyên liệu đầu vào tăng giá khá mạnh trong năm (cà phê tăng 27%, ngũ cốc tăng 13%) song nhờ làm tốt công tác dự báo (tồn kho giá rẻ), bên cạnh việc VCF tăng giá bán ~25% đã giúp tỷ suất lợi nhuận được cải thiện đáng kể, ở mức 25%, tăng 4% so với năm 2010. Tuy nhiên, việc tăng giá bán mạnh đã phần nào ảnh hưởng đến sản lượng năm 2011, đạt 20.357 tấn, giảm 2,2% so với năm 2010. LNST 2011 đạt 215,5 tỷ đồng, tăng 33,3%, tương ứng với mức EPS là 8.108 đồng/cp.

### Triển vọng phát triển

VCF có nhiều khả năng phát triển mạnh trong thời gian tới nhờ vào sự hỗ trợ của MSC - là doanh nghiệp được biết đến với hệ thống phân phối rộng khắp, tiềm lực tài chính vững mạnh và kinh nghiệm chiếm lĩnh thị trường. Cụ thể: Từ năm 2012, VCF sẽ phân phối sản phẩm thông qua hệ thống phân phối của MSC. Hiện tại, MSC có khoảng 165 đại lý và 140.000 điểm bán lẻ, đây là một lợi thế vô cùng lớn cho VCF mở rộng độ bao phủ, tăng sản lượng tiêu thụ. Bên cạnh đó, MSC sẽ giúp VCF thực hiện các chiến dịch quảng bá hình ảnh, đặc biệt đối với dòng sản phẩm bột ngũ cốc. Nhiều khả năng trong năm 2012 VCF sẽ cho ra đời các sản phẩm cà phê mới như cà phê lon, cà phê hòa tan dạng cốm.

Kế hoạch kinh doanh năm 2012 của VCF khá táo bạo với doanh thu và LNST lần lượt là 3.000 tỷ đồng và 360 tỷ đồng, tăng tương ứng 89% và 67% so năm 2011, dựa trên khả năng tăng sản lượng sản xuất khi nhà máy thứ 3 đi vào hoạt động từ Q3/2012. Tuy nhiên, do mức độ cạnh tranh trên thị trường cà phê hòa tan ngày càng gay gắt với các đối thủ lớn như Nestlé, Trung Nguyên... cũng như việc gia tăng sản lượng còn phụ thuộc vào nhu cầu người tiêu dùng, nên ước tính doanh thu và LNST chỉ đạt khoảng 2.300 tỷ đồng và 291 tỷ đồng, tăng lần lượt 45% và 35% so với năm 2011. EPS tương ứng đạt khoảng 10.950 đồng/cp. Nhà đầu tư cần cân nhắc tính thanh khoản thấp của cổ phiếu VCF trước khi quyết định đầu tư.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	1.020,7	1.301,7	1.585,6	2.299,0
Lợi nhuận trước thuế	147,0	178,3	237,8	321,3
Lợi nhuận sau thuế	136,0	161,6	215,5	291,2
Vốn điều lệ	141,8	265,8	265,8	265,8
Vốn chủ sở hữu	441,9	579,2	725,5	908,8
Tổng tài sản	492,0	729,2	816,9	1.032,7
EPS (VND/cp)	9.594	6.079	8.108	10.950
Giá trị sổ sách (VND/cp)	31.170	21.790	27.295	34.191

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	18,3	27,5	21,8	45,0
Tăng trưởng LNST	29,3	18,8	33,3	35,1
LN gộp /DT	24,6	21,0	24,9	22,0
LN ròng/ DT	13,3	12,4	13,6	12,7
Nợ vay/Tổng TS	0,0	2,2	0,0	0,0
ROE	30,8	27,9	29,7	32,0
ROA	27,6	22,2	26,3	28,2
Cổ tức	-	15,0	15,0	15,0

Nguồn: VCF, HSX, RongViet Securites database



## CTCP HÙNG VƯƠNG (HVG- HSX)

Hàng tiêu dùng - Thủy sản

Địa chỉ: Lô 44 Khu Công nghiệp Mỹ Tho,  
tỉnh Tiền Giang, Việt Nam

Điện thoại: +84-(0)73-385.42.45

Fax: +84-(0)73-385.42.48

Website: [www.hungvuongpanga.com](http://www.hungvuongpanga.com)

Email:

### Thông tin giao dịch

Giá @ 23/03/12 (VND)	26.400
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	26.400
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	15.500
Số CP đang lưu hành	64.737.753
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	70.957
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.709
Trailing P/E (x)	4,0
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,8

### Quản trị Điều hành

Dương Ngọc Minh, CT. HĐQT, TGD

Nguyễn Quốc Thái, TV.HĐQT, PTGD

Hà Việt Thắng, TV.HĐQT

Lô Bằng Giang, TV.HĐQT

Lê Nam Thành, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

HVG được thành lập vào năm 2003 và là một trong 3 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản hàng đầu Việt Nam với sản phẩm chủ lực là cá tra. Điểm mạnh của HVG là chu trình khép kín bao gồm con giống, thức ăn, nuôi trồng và chế biến. Cổ đông lớn gồm có Ông Dương Ngọc Minh (CT. HĐQT) 34,78%; SSI 20,01%, Credit Suisse 6,98%; SSIVF 5,0%...

Năm 2011, HVG có khả năng chủ động 70% nhu cầu nguyên liệu, với giá vốn chỉ khoảng 20 nghìn đồng/kg, thấp hơn 20% so với mua ngoài. Đối với thức ăn chăn nuôi, HVG đầu tư vào 2 nhà máy chế biến thức ăn là Hùng Vương Tây Nam (HVG 43%) và Việt Thắng (15%).

Việc trở thành cổ đông chi phối của AGF với tỷ lệ nắm giữ 51,08% không chỉ giúp HVG mở rộng quy mô sản xuất mà còn cải thiện cơ cấu sản phẩm và thị trường xuất khẩu. Cụ thể, cơ cấu sản phẩm thay đổi theo hướng tăng tỷ lệ mặt hàng cá tra fillet thịt trắng (giá xuất bình quân 3,5 USD/kg) và giảm tỷ lệ mặt hàng cá tra fillet thịt đỏ (giá xuất bình quân 2,3USD/kg). Bên cạnh đó, tăng tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ, do đây là thị trường có giá nhập khẩu tốt khoảng 3,8-4 USD/kg và xuất khẩu thông qua AGF nhờ lợi thế thuế suất chống bán phá giá của AGF tại Mỹ ~ 0%.

Năm 2011, tốc độ tăng trưởng của HVG khá ấn tượng. Doanh thu đạt 7.792 tỷ đồng, tăng 76% so với năm 2010. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đạt 15,7%, tăng 2%. Bên cạnh đó, CPQL/DT và CPBH/DT đều giảm đã giúp cho LNST tăng mạnh 96,2% so với cùng kỳ, đạt 429,2 tỷ đồng.

### Triển vọng phát triển

Xuất khẩu thủy sản vẫn tiếp tục có nhiều triển vọng trong năm 2012, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có khả năng chủ động tốt nguồn thức ăn chăn nuôi và nguyên liệu sản xuất đến 70% như HVG. Bên cạnh đó, tháng 7/2011 HVG đã mua thêm 2,7 triệu cp của FBT nâng tỷ lệ nắm giữ lên 24,18%. Đây là hướng đi nhằm giúp HVG chủ động 100% nguồn nguyên liệu do FBT có khoảng 800 ha mặt nước nuôi trồng. Theo kế hoạch, trong năm nay HVG có thể tiếp tục nâng tỷ lệ nắm giữ thêm nữa để trở thành cổ đông chi phối tại FBT.

Năm 2012 ngoài hoạt động xuất khẩu cá tra, HVG sẽ phát triển hoạt động nuôi tôm giống tại Ninh Thuận với tổng vốn đầu tư 300 tỷ đồng, có khả năng cung cấp cho thị trường ĐBSCL khoảng 10 tỷ con tôm giống. Ngoài ra, HVG còn nuôi hơn 800 ha tôm tại Bến Tre, dự kiến thu hoạch 20.000 tấn tôm trong năm nay.

Năm 2012, ước tính doanh thu đạt 9.974 tỷ đồng, dựa trên khả năng tăng sản lượng cá tra và phát triển hoạt động kinh doanh tôm giống và xuất khẩu tôm. Với mô hình sản xuất khép kín và chủ động nguyên liệu trên 70% thì tỷ suất lợi nhuận gộp HVG có khả năng vẫn giữ ở mức cao khoảng 15-17%. LNST ước đạt 592 tỷ đồng. EPS tương ứng đạt 8.974 đồng/cp.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	3.087,3	4.431,6	7.792,0	9.973,8
Lợi nhuận trước thuế	359,6	277,0	540,3	758,2
Lợi nhuận sau thuế	323,1	218,7	429,2	592,3
Vốn điều lệ	600,0	660,0	660,0	660,0
Vốn chủ sở hữu	1.716,7	1.819,4	2.052,9	2.316,4
Tổng tài sản	3.782,9	5.388,1	6.366,3	7.522,4
EPS (VND/cp)	4.933	3.321	6.503	8.974
Giá trị sổ sách (VND/cp)	28.612	27.567	31.105	35.097

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	3,4	43,6	75,8	28,0
Tăng trưởng LNST	89,4	-32,3	96,2	38,0
LN gộp /DT	16,8	13,7	15,7	16,7
LN ròng/ DT	10,4	4,9	5,5	5,9
Nợ vay/Tổng TS	43,0	41,5	37,1	31,5
ROE	18,7	12,0	20,9	25,6
ROA	8,5	4,1	6,7	7,9
Cổ tức	10	20	30	N/A

Nguồn: HVG, HSX, RongViet Securites database



## CTCP KINH ĐO (KDC - HSX)

Hàng tiêu dùng – Thực phẩm Đồ uống

Địa chỉ: 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành,  
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84.8 3827 0838

Fax: +84.8 3827 0839

Website: [www.kinhdo.vn](http://www.kinhdo.vn)

Email: [info@kinhdo.vn](mailto:info@kinhdo.vn)

### Thông tin giao dịch

Giá @ 23/03/12 (VND)	40.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	68.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	42.900
Số CP đang lưu hành	118.484.695
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	129.064
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4.763
Trailing P/E (x)	16,4
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,4

### Quản trị Điều hành

Trần Kim Thành - CT HĐQT

Trần Lệ Nguyên - PCT.HĐQT – TGĐ

Wang Ching Hua – TV.HĐQT

Vương Bửu Linh – TV. HĐQT

Mã Thành Danh – TV.HĐQT

Vương Ngọc Xiêm – TV.HĐQT

Trần Quốc Nguyên – TV.HĐQT

Cô Gia Thọ - TV.HĐQ

Trần Quốc Nguyên – TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

KDC là doanh nghiệp đi đầu trong ngành sản xuất bánh kẹo tại Việt Nam, tập trung vào phân khúc trung và cao cấp. Thương hiệu nổi tiếng và hệ thống phân phối sâu rộng (hơn 200 nhà phân phối, 34 hệ thống bakery và hơn 75.000 điểm bán lẻ) là những lợi thế cạnh tranh đặc trưng của KDC. Các cổ đông lớn gồm có: PPK 12,27%, Đầu tư Kinh Đô 9,91%; Deutsche Bank 9,92%, Trần Lệ Nguyên (TGĐ) 8,15%...

Việc sáp nhập NKD và Kido là hai công ty cùng ngành đã giúp KDC mở rộng quy mô sản xuất và gia tăng thị phần. Hiện KDC chiếm khoảng 30% thị phần bánh kẹo nói chung, riêng 4 nhóm sản phẩm chủ lực là bánh trung thu, bánh quy, bánh cracker và bánh bông lan, KDC chiếm thị phần khá áp đảo lần lượt là 76%, 39%, 34% và 56%.

Đầu tư tài chính chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản, khoảng 21%, trong đó đầu tư cổ phiếu chiếm 22% và đầu tư vào các công ty liên kết liên doanh là 78%. Trong năm 2011 KDC đã giảm đáng kể 43% các khoản đầu tư vào chứng khoán, tuy nhiên danh mục đầu tư tài chính của KDC vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Kết thúc năm 2011, doanh thu đạt 4.232,1 tỷ đồng, tăng 118,8%. Có mức tăng trưởng đột biến như vậy ngoài sự đóng góp của sản lượng (tăng 11%) và giá bán (tăng 11%), còn do BCTC năm 2010 chưa có phần hợp nhất NKD và Kido. Mặc dù có sự tăng mạnh về doanh thu, song LNST đạt 292 tỷ đồng, giảm mạnh 55,8% do chi phí quản lý, chi phí bán hàng tăng mạnh bên cạnh doanh thu hoạt động tài chính giảm mạnh. EPS tương ứng đạt 2.509 đồng/cp.

### Triển vọng phát triển

KDC hiện đang đầu tư 202,5 tỷ (49%) tại công ty TNHH Tân An Phước (thực hiện dự án khu dân cư tại số 4 Hiệp Bình Phước, Thủ Đức), và 800 tỷ (50%) tại công ty CP Đầu Tư Lavenue (thực hiện dự án khu thương mại, khách sạn 5 sao Lavenue tại 8-12 Lê Duẩn Q1, TP.HCM). Hai dự án này đang được triển khai sau khi hoàn thành giải phóng mặt bằng năm 2011, có khả năng mang lại lợi nhuận đột biến cho KDC trong thời gian tới.

Về hoạt động kinh doanh chính, việc sáp nhập với NKD, Kido và sắp tới là Vinabico sẽ giúp KDC thống nhất mảng sản xuất thực phẩm. Với việc tận dụng hệ thống phân phối cũng như quy mô sản xuất, kết hợp với đẩy mạnh các hoạt động marketing trong năm 2012 có thể kỳ vọng vào khả năng tăng thị phần đáng kể của KDC.

Năm 2012, doanh thu ước tính tăng 28%, với giả định giá bán tăng 10-12% và sản lượng tăng 15% nhờ mở rộng thị phần và phát triển thêm các sản phẩm mới. Nhờ cân đối lại dòng tiền (sử dụng vốn thu được từ đối tác chiến lược Glico) KDC có thể giảm khoảng 19% các khoản vay trong năm 2012, đồng thời lãi suất giảm sẽ giúp giảm chi phí lãi vay. LNST ước đạt 450 tỷ đồng, tăng 54% so với năm 2011, EPS tương ứng đạt 3.371 đồng/cp.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	2.736	1.934	4.232	5.417
Lợi nhuận trước thuế	734	674	349	559
Lợi nhuận sau thuế	658	523	292	450
Vốn điều lệ	795	1.195	1.195	1.335
Vốn chủ sở hữu	2.413	3.738	3.836	4.396
Tổng tài sản	4.248	5.040	5.943	6.314
EPS (VND/cp)	7.707	4.377	2.509	3.371
Giá trị sổ sách (VND/cp)	30.336	31.280	32.096	32.925

Nguồn: KDC, HSX, RongViet Securities databases.

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	87,9	-29,3	30,9	28,0
Tăng trưởng LNST	663,2	-20,5	-59,6	54,1
LN gộp /DT	23,1	35,4	39,5	40,0
LN ròng/ DT	24,0	27,0	6,9	8,3
Nợ vay/Tổng TS	12,4	9,4	16,8	12,8
ROE	27,3	14,0	7,6	10,2
ROA	15,5	10,4	4,9	7,1
Cổ tức	24,0	24,0	24,0	24,0



## CTCP BÓNG ĐÈN PHÍCH NƯỚC RẠNG ĐÔNG (RAL- HSX)

Hàng tiêu dùng – Vật dụng gia đình

Địa chỉ: 87-89 Hạ Đình, P.Thanh Xuân  
Trung, Q.Thanh Xuân, Hà Nội

Điện thoại: +84.04 558 43 10

Fax: +84.04 858 50 38

Website: [www.rangdongvn.com](http://www.rangdongvn.com)

Email: [ralaco@hn.vnn.vn](mailto:ralaco@hn.vnn.vn)

### Thông tin giao dịch

Giá @ 23/03/12 (VND)	36.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	38.100
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	15.000
Số CP đang lưu hành	11.500.000
KLGDDBQ (3 tháng gần nhất)	39.595
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	416,3
Trailing P/E (x)	6,9
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,9

### Quản trị Điều hành

Ngô Ngọc Thanh, CT. HĐQT

Nguyễn Đoàn Thăng, PCT. HĐQT - TGĐ

Vương Bích Sơn, TV. HĐQT - PTGD

Lê Đăng Doanh, TV. HĐQT

Lê Quốc Khánh, TV. HĐQT – PTGD

### Thông tin doanh nghiệp

RAL là công ty hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất thiết bị chiếu sáng và phích nước với với cơ cấu doanh thu lần lượt là 65% và 30%. Cổ đông lớn gồm: SCIC 20,56%, Vietnam Holding Lmd 3,97%, Vietnam Opportunity Growth 3,74%, KITMC 2,28%.

Năng lực sản xuất lớn (trên 130 triệu bóng đèn các loại và trên 7 triệu sản phẩm phích nước mỗi năm), thương hiệu mạnh, chất lượng sản phẩm tốt nhờ tập trung đầu tư vào hoạt động R&D và hệ thống phân phối rộng khắp (500 nhà phân phối, 6.000 điểm bán lẻ) là những lợi thế cạnh tranh lớn của RAL.

Kết thúc năm 2011, doanh thu đạt 1.748 tỷ đồng, tăng 28,2% so với năm 2010, nhờ giá bán tăng khoảng 12% và sản lượng tăng 15%. Lợi nhuận gộp biên của công ty được cải thiện đáng kể, tăng từ 21% lên 25.5% nhờ trung tâm nghiên cứu sản phẩm mới của RAL đã hoạt động hiệu quả, đưa được nhiều giải pháp nhằm tiết giảm chi phí sản xuất. Mặc dù CPQLDN/DT tăng từ 3,1% lên 5,1% do vận hành trung tâm nghiên cứu, nhưng hiệu quả hoạt động của trung tâm rất lớn, phục vụ định hướng phát triển bền vững của công ty. Ngoài ra, do năm 2011 tình hình kinh tế khó khăn, nhiều doanh nghiệp cùng ngành hoặc sản xuất các mặt hàng thay thế hoặc thu hẹp quy mô sản xuất đã giúp RAL gia tăng thị phần. Đáng chú ý, trong năm công ty có thể giảm chi phí bán hàng nhờ giảm chiết khấu mà vẫn tăng được doanh thu nhờ ít cạnh tranh, đặc biệt ở mảng sản phẩm phích nước. Tỷ lệ CPBH/DT giảm từ 9,2% xuống 8,8%. Theo đó, LNST đạt 60,4 tỷ đồng, tăng mạnh 62%.

### Triển vọng phát triển

Năm 2012, dự đoán sẽ còn tiếp tục khó khăn với các đối thủ của RAL, đặc biệt với sản phẩm phích nước. Với nền tảng vững chắc, RAL có thể tận dụng cơ hội này để duy trì vị thế của mình và mở rộng thị phần. Ngoài ra, với tỷ trọng doanh thu xuất khẩu chỉ khoảng 8% doanh thu, RAL còn nhiều tiềm năng phát triển thị trường quốc tế.

Các hoạt động R&D sẽ tiếp tục mang lại những hiệu quả tích cực. Dây chuyền sản xuất thủy tinh không chỉ đã giảm chi phí nhập khẩu, giảm tác động của thay đổi tỷ giá. Ngoài ra còn mở ra cơ hội xuất khẩu vào những thị trường khó tính như EU và Bắc Mỹ là cơ hội đột phá của RAL trong những năm tới. Bên cạnh đó, trung tâm nghiên cứu sản phẩm mới sẽ tiếp tục mang lại nhiều cải tiến trong sản xuất và cho ra sản phẩm mới. Đặc biệt các sản phẩm công nghệ cao, tiết kiệm điện sẽ phát huy lợi thế trong tình hình tăng giá điện hiện nay.

Với nền tảng cơ bản vững chắc cùng với nhiều điều kiện thuận lợi, kết quả kinh doanh năm 2012 dự báo khả quan, doanh thu ước tính tăng 25%, lợi nhuận sau thuế đạt 98 tỷ đồng, tăng 58% so với năm 2011. Nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư RAL trong trung và dài hạn.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	1.050,8	1.362,8	1.747,6	2.185,2
Lợi nhuận trước thuế	48,6	49,1	80,6	131,0
Lợi nhuận sau thuế	42,5	36,8	60,4	98,1
Vốn điều lệ	115,0	115,0	115,0	115,0
Vốn chủ sở hữu	419,6	433,6	447,9	463,8
Tổng tài sản	1.051,3	1.170,0	1.391,9	1.656,4
EPS (VND/cp)	3.698	3.198	5.259	8.530
Giá trị sổ sách (VND/cp)	36.487	37.704	38.953	40.330

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	25,5	29,7	28,2	25,0
Tăng trưởng LNST	-25,6	-11,9	62,2	58,0
LN gộp /DT	20,1	21,1	25,5	25,5
LN ròng/ DT	3,5	2,7	3,5	4,5
Nợ vay/Tổng TS	48,7	53,9	57,1	48,2
ROE	10,1	8,5	13,4	21,2
ROA	4,1	3,2	4,3	5,9
Cổ tức	20	20	30	30

Nguồn: RAL, HSX, RongViet Securites database

Địa chỉ: Tòa nhà Central Plaza, Phòng 802, 17 Lê Duẩn, Quận 1, TP. HCM

Điện thoại: +84-(0)8-62.56.38.62

Fax: +84-(0)8-38.27.41.15

Website: <http://www.masangroup.com>

Email:

**Thông tin giao dịch**

Giá @ 23/03/12 (VND)	115.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	158.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	79.000
Số CP đang lưu hành	515.272.269
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	347.201
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	59.256
Trailing P/E (x)	30,2
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	3,7

**Quản trị Điều hành**

Nguyễn Đăng Quang, CT. HĐQT

Hồ Hùng Anh, PCT. HĐQT

Madhur Maini, TV.HĐQT, TGD

Nguyễn Thiệu Nam, TV.HĐQT, PTGD

Nguyễn Hoàng Yến, TV.HĐQT

Lars Kjaer, TV.HĐQT

**Thông tin doanh nghiệp**

MSN là tập đoàn hoạt động đa lĩnh vực tại thị trường Việt Nam với tốc độ tăng trưởng ấn tượng. Hoạt động kinh doanh chính trong lĩnh vực thực phẩm (Masan Consumers) và tài chính ngân hàng (Techcombank). Các cổ đông lớn gồm có: CTCP Masan 48,6%, Hoa Hướng Dương 19,37%, BI Private Equity New Market 9,71%...

Masan Consumer là một doanh nghiệp mạnh và chiếm thị phần áp đảo với nhiều sản phẩm trong ngành hàng nước chấm và thực phẩm tiện dụng tại Việt Nam có thương hiệu mạnh, mạng lưới phân phối rộng khắp và chiến lược tiếp thị hiệu quả. Bên cạnh đó, năm 2011 MSN thực hiện thành công thương vụ M&A, trở thành cổ đông chi phối VCF với tỷ lệ sở hữu 50,25%. Thương vụ này đã giúp MSN mở rộng quy mô hoạt động sang lĩnh vực thực phẩm đồ uống, khẳng định vị thế dẫn đầu đối trong ngành thực phẩm.

Đối với lĩnh vực tài chính ngân hàng, Techcombank là một trong những ngân hàng thương mại phát triển nhanh nhất với tốc độ tăng trưởng tài sản và lợi nhuận ấn tượng trong 3 năm qua, trung bình tăng 12%/năm và 36%/năm. Techcombank là ngân hàng có giá trị tài sản lớn thứ sau các ngân hàng thương mại cổ phần như CTG, VCB, ACB và STB.

Năm 2011, MSN đạt doanh thu 7.057 tỷ đồng, tăng tương ứng 26,3% so với năm 2010. Tuy nhiên do doanh thu tài chính giảm khiến lợi nhuận sau thuế giảm 13,7% so với cùng kỳ, đạt 1.970 tỷ đồng. Biên lợi nhuận ròng vẫn giữ ở mức cao ~ 28%.

**Triển vọng phát triển**

Hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực thực phẩm tiếp tục được kỳ vọng tốt thông qua việc phát triển thêm các dòng sản phẩm mỳ ăn liền, nước mắm, nước tương dành cho thị trường thấp cấp, mở rộng thị trường ở khu vực nông thôn. Bên cạnh đó, việc mua cổ phần chi phối VCF là cơ sở vững chắc để MSN xây dựng vị thế trong ngành đồ uống và giúp công ty tăng trưởng mạnh trong năm 2012. Ngoài ra, các hoạt động M&A cũng có khả năng giúp MSN tăng trưởng mạnh trong tương lai. Với tiềm lực tài chính mạnh, khả năng huy động vốn tốt (năm 2011 huy động thành công 230 triệu USD) MSN đủ khả năng để thực hiện các thương vụ M&A nhằm đa dạng hóa dòng sản phẩm trong lĩnh vực thực phẩm như dầu ăn, đồ hộp...

Đối với hoạt động ngân hàng, dựa trên cơ sở khách hàng mạnh, mạng lưới rộng và công nghệ tiên tiến hỗ trợ phát triển các sản phẩm ngân hàng, kỳ vọng vào khả năng Techcombank có thể đạt tốc độ tăng trưởng tiền gửi và tín dụng ổn định trong những năm tới.

Ngoài ra, CTCP Tài nguyên Masan hiện đang sở hữu mỏ Vonfram lớn chỉ sau Trung Quốc, dự kiến sẽ cung cấp khoảng 8% sản lượng toàn cầu. Dự kiến MSN sẽ đạt doanh thu 400 triệu USD/năm khi mỏ Núi Pháo, mỏ Vonfram đi vào hoạt động từ 2013.

**Tình hình tài chính**

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	3.957,8	5.586,3	7.056,8	10.703,2
Lợi nhuận trước thuế	732,9	2.746,1	2.877,9	3.544,2
Lợi nhuận sau thuế	416,6	2.283,0	1.969,7	2.425,6
Vốn điều lệ	4.854,0	5.152,7	5.152,7	5.152,7
Vốn chủ sở hữu	4.762,0	10.623,6	15.877,4	19.052,4
Tổng tài sản	7.017,0	21.129,5	32.995,5	38.594,3
EPS (VND/cp)	858	4.431	3.823	4.707
Giá trị sổ sách (VND/cp)	9.810	20.618	30.814	38.116

Nguồn: MSN, HSX, RongViet Securites database

**Tỷ số tài chính**

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	-	41,1	26,3	51,2
Tăng trưởng LNST	-	448,0	-13,7	23,1
LN gộp /DT	34,7	42,8	43,3	43,0
LN ròng/ DT	10,5	40,9	27,9	22,7
Nợ vay/Tổng TS	20,3	28,9	28,6	27,5
ROE	8,7	21,5	12,4	12,7
ROA	5,9	10,8	6,0	6,3
Cổ tức	N/A	N/A	N/A	N/A



## VẬN TẢI BIỂN & CẢNG

### Những nét chính năm 2011

#### Thế giới

**Thương mại toàn cầu sụt giảm, tình trạng cung vượt cầu lớn đã khiến nhiều doanh nghiệp vận tải lớn thua lỗ.** Dưới tác động của khủng hoảng nợ, các tuyến vận tải Châu Âu và Bắc Mỹ luôn trong tình trạng cung thừa cầu và khiến giá cước vận tải sụt giảm mạnh ở hầu hết các lĩnh vực vận tải như vận tải container, hàng rời, hàng lỏng. Nhiều dự đoán cho rằng, ngành vận tải biển khó giảm sâu giống như năm 2009, tuy nhiên kết quả kinh doanh năm 2011 của hầu hết các doanh nghiệp vận tải lớn lại cho thấy nhiều nét tương đồng với những gì đã diễn ra trong năm 2009. Theo thống kê của BMI, lợi nhuận ròng của phần lớn các hãng tàu container lớn của thế giới đều sụt giảm mạnh, đặc biệt là ở 2 quý cuối năm như Maersk Line, CMA CGM, Evergreen Line, CSCL, MOL, MYK, K'Line, Yang Ming,... Ở lĩnh vực vận tải hàng lỏng, một số doanh nghiệp ở Đức có thể đứng trước nguy cơ phá sản.

#### Việt Nam

**Mặc dù ngành vận tải biển gặp nhiều khó khăn trong năm 2011 nhưng năng lực và sản lượng vận tải vẫn tiếp tục gia tăng.** Đội tàu biển Việt Nam trong năm 2011 là 1.691 chiếc (tăng 55 chiếc so với năm 2010), với tổng dung tích hơn 4,4 triệu GT, tổng trọng tải hơn 7,4 triệu DWT (tăng 0,2 triệu DWT so với năm 2010). Trong đó có 492 tàu biển hoạt động tuyến quốc tế với tổng dung tích gần 2 triệu GT. Xét về trọng tải đội tàu biển, Việt Nam đứng thứ 60/152 quốc gia, xếp thứ 4/10 nước khu vực Đông Nam Á.

Sản lượng vận chuyển hàng hóa đạt trên 96 triệu tấn (tăng trên 8% so với năm 2010) và trên 183 tỷ Tkm hàng hóa luân chuyển (tăng 13% so với năm 2010). Trong đó, vận tải quốc tế tăng nhẹ 6% với sản lượng đạt 66,3 triệu tấn và 162,2 tỷ Tkm, vận tải nội địa tăng mạnh 24,9%, đạt 30 triệu tấn và 21,7 tỷ Tkm.

Về hoạt động cảng biển, năm 2011, hệ thống cảng đã đón nhận 130 nghìn tàu biển qua lại, sản lượng hàng hóa thông qua các cảng đạt khoảng 286 triệu tấn, tăng 10% so với năm 2010. Trong đó, hàng container ước đạt 7 triệu TEUs (tăng 7,7%), hàng lỏng đạt 52 triệu tấn (tăng 0,1%), hàng khô ước đạt 112 triệu tấn (tăng 6,7%) và hàng quá cảng ước đạt 43 triệu tấn (tăng 45,7%). Các dịch vụ hàng hải khác như dịch vụ logistic, đại lý tàu biển, hoa tiêu, bảo đảm hàng hải, lai dắt tàu biển; các dịch vụ cung ứng tàu biển... cũng cho thấy sự gia tăng theo sản lượng vận tải và sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển.

**Năm 2011 vẫn là năm kinh doanh không khả quan của các DN vận tải và cảng biển.** Cùng với ảnh hưởng chung từ nền kinh tế thế giới, nhu cầu vận tải sụt giảm, khiến cho giá cước vận tải giảm. Giá nguyên liệu đầu vào (xăng dầu) tăng mạnh khiến cho biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp đều giảm. Do sử dụng nợ vay cao, đặc biệt là nợ vay ngoại tệ, nên chi phí tài chính của các DN vận tải biển đều tăng mạnh dưới tác động tăng của tỷ giá và lãi suất. Khoản chi phí này đã tạo nên áp lực lớn cho lợi nhuận ròng, hầu hết các DN trong ngành đều ghi nhận mức lợi nhuận thấp. Bên cạnh đó, tình trạng ứ đọng hàng và áp lực cạnh tranh cũng là một khó khăn lớn của các DN. Năm vừa qua đã xuất hiện hiện tượng tồn đọng hàng hóa tại một số khu vực Trung Đông. Các cảng được đầu tư xây dựng và đưa vào khai thác cùng lúc khá lớn trong khi nhu cầu hàng hóa thông qua chưa nhiều, khiến xảy ra tình trạng cạnh tranh không lành mạnh giữa các cảng bằng cách hạ giá bốc xếp, lưu kho,... thấp hơn giá thị trường (Theo Hội nghị tổng kết năm 2011 của Cục Hàng hải Việt Nam).

### Triển vọng phát triển năm 2012

**Các tuyến đường vận tải quốc tế tiếp tục gặp khó khăn.** Khủng hoảng nợ Châu Âu vẫn chưa có tín hiệu kết thúc, các nền kinh tế khác vẫn trong tình trạng tăng trưởng chậm chạp (đặc biệt là sự chậm lại của kinh tế Trung Quốc), ngành vận tải biển vẫn sẽ đối mặt với nhiều thách thức. Tình

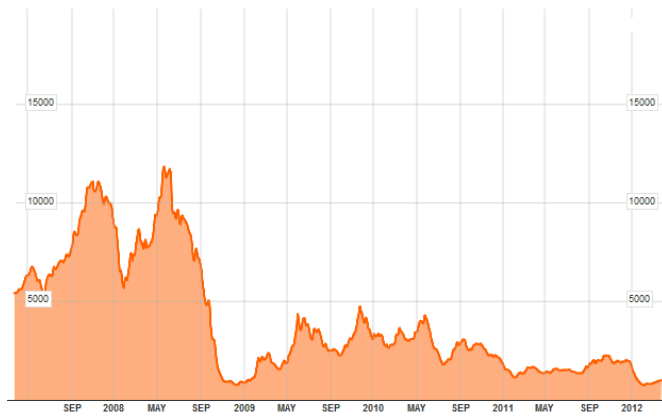


trạng cung vượt cầu của thị trường thế giới dự báo vẫn còn kéo dài đến năm 2013. Theo đó, các tuyến vận tải của Việt Nam đi quốc tế dự báo vẫn chưa thể hồi phục trong năm nay.

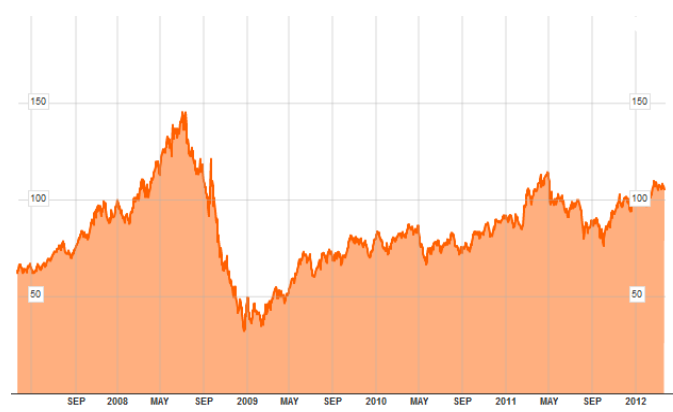
**Ngành vận tải biển tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng cả về đội tàu và sản lượng.** Mặc dù nền kinh tế năm 2012 vẫn được dự kiến sẽ còn nhiều khó khăn, nhưng tốc độ tăng trưởng GDP vẫn được duy trì ở mức 6%. Do vậy, trong năm nay, ngành vận tải biển vẫn đặt mục tiêu tăng trưởng không chỉ đội tàu mà còn sản lượng vận chuyển, sản lượng hàng hóa thông qua cảng. Theo đó, phát triển đội tàu biển tăng cả về số lượng và chất lượng với tổng trọng tải, tăng từ 5-7% so với năm 2011. Sản lượng hàng hóa vận chuyển sẽ đạt 103 triệu tấn (tăng 6% so với năm 2011), trong đó gia tăng sản lượng vận tải quốc tế tăng từ 17-19%, vận tải trong nước tăng nhẹ từ 3-5%. Sản lượng hàng hóa thông qua các cảng biển đặt mục tiêu tăng 9-11%, tương ứng khoảng 313 triệu tấn, trong đó hàng container dự kiến tăng 13-15% (khoảng trên 8 triệu TEUs), hàng lỏng tăng trên 6% (khoảng gần 55 triệu tấn), hàng khô tăng 9% (khoảng trên 122 triệu tấn), hàng quá cảnh tăng trên 10%.

**Doanh nghiệp vẫn chưa thể lạc quan trong năm nay.** Diễn biến nghịch chiều của giá cước và giá đầu vào dự kiến vẫn tiếp diễn trong năm 2012. Các chỉ số thuê tàu vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục, đặc biệt là chỉ số thuê tàu hàng khô Batic (BDI Index) vẫn ở mức thấp từ đầu năm đến nay. Giá cước khó có thể điều chỉnh tăng mạnh do nhu cầu vẫn còn thấp, nguồn cung vượt cầu. Trong khi đó, giá xăng dầu tiếp tục được điều chỉnh tăng, khấu hao lớn từ các tàu mới sẽ khiến cho lợi nhuận gộp của các DN vận tải biển tiếp tục bị thu hẹp. Bên cạnh đó, áp lực thanh khoản cũng là khó khăn lớn cho DN khi mà các khoản nợ vay dài hạn gần đến hạn trả.

Chỉ số Batic Dry Index (BDI)



Diễn biến giá dầu thế giới



Nguồn : Bloomberg



## CTCP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN (GMD - HSX)

**Công nghiệp - Vận tải và Logistic**

**Địa chỉ:** Tầng 19-22, cao ốc  
Gemadep, 6 Lê Thánh Tôn,  
P. Bến Nghé, Q.1, Tp. HCM

**Điện thoại:** +84 8 38 236 236

**Fax:** +84 8 38 235 236

**Website:** [www.gemadep.com.vn](http://www.gemadep.com.vn)

**Email:** [info@gemadep.com.vn](mailto:info@gemadep.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	25.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	29.400
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	16.100
Số CP đang lưu hành	100.000.000
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	194.530
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.500
Trailing P/E (2011) (x)	543,5
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,6

### Quản trị Điều hành

Đỗ Văn Nhân, CT. HĐQT

Chu Đức Khang, P.CT HĐQT – P.TGD

Đỗ Văn Minh, TV.HĐQT – TGD

Nguyễn Quốc Huy, TV.HĐQT

Phạm Hồng Hải, TV.HĐQT

Vũ Ninh, TV.HĐQT

Nguyễn Thị Minh Nguyệt, TV.HĐQT

Nguyễn Quốc Khánh, TV.HĐQT

Tô Hải, TV.HĐQT

Phạm Tiến Tịnh, TV.HĐQT

Phan Thanh Lộc, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

GMD là một trong những doanh nghiệp đứng đầu trong ngành vận tải biển, dịch vụ khai thác cảng và logistic. Cơ cấu cổ đông chính gồm có các cổ đông nước ngoài (chiếm 24,3%), đa số là cổ đông thuộc tổ chức tài chính, sở hữu Nhà nước chiếm tỷ trọng thấp (khoảng 2%).

Mảng vận tải đường thủy vẫn đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu (58%), nhưng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận giảm mạnh (từ 31% trong năm 2010 xuống 18% năm 2011). Mảng cảng và logistic chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận (56%), kể đến là lợi bất động sản (14%) và hoạt động đại lý (12%).

Kết thúc năm 2011, doanh thu của GMD đạt 2.373 tỷ đồng, tăng 10% so với năm 2010, nhưng lợi nhuận sụt giảm nghiêm trọng, chỉ đạt 4,5 tỷ đồng, giảm 97% so với năm trước. Nguyên nhân chủ yếu là do sự tăng mạnh của các khoản chi phí như chi phí tài chính (lãi vay, tỷ giá, dự phòng giảm giá chứng khoán), và chi phí quản lý doanh nghiệp (khấu hao lợi thế thương mại)

### Triển vọng phát triển

Nhu cầu vận tải của thế giới dự kiến vẫn chưa hồi phục trong năm nay, các tuyến vận tải chính của GMD tiếp tục bị ảnh hưởng. Giá cước có thể được điều chỉnh tăng, tuy nhiên tốc độ tăng sẽ không nhiều do nhu cầu yếu, trong khi đó chi phí đầu vào tăng khá mạnh (giá xăng tăng), khiến mảng hoạt động này có thể tiếp tục gặp khó khăn. Dịch vụ Cảng và logistic vẫn sẽ đóng góp chủ yếu vào cơ cấu lợi nhuận của GMD nhờ Cảng Nam Hải, ICD Phước Long hoạt động ổn định và lợi thế cạnh tranh của mảng Logistic (được đầu tư hiện đại hơn so với các DN khác, kho thứ II dự kiến đi vào hoạt động trong quý II này).

Tiến độ đầu tư của các dự án cảng biển, bất động sản, cao su có thể chậm lại do vốn đầu tư các dự án này rất lớn mà GMD có thể gặp khó khăn trong việc huy động.

Chi phí quản lý doanh nghiệp tiếp tục tăng lên do khấu hao lợi thế thương mại (phát sinh từ việc mua Cảng Nam Hải). Chi phí tài chính vẫn ở mức cao (do ảnh hưởng của lãi vay), tuy nhiên dự kiến sẽ không tăng mạnh do tỷ giá ổn định và áp lực trích lập dự phòng tài chính không lớn. Ước tính 2012, doanh thu và lợi nhuận của DN lần lượt là 2.615 và 94,6 tỷ đồng.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	1.774,4	2.147,3	2.373,6	2.614,7
Lợi nhuận trước thuế	360,4	233,1	30,6	135,6
Lợi nhuận sau thuế	323,1	206,9	4,6	94,7
Vốn điều lệ	475,0	1.000,0	1.094,5	1.094,5
Vốn chủ sở hữu	2.470,6	3.972,8	4.274,5	4.521,1
Tổng tài sản	4.511,3	6.543,0	6.856,4	7.000,9
EPS* (VND/cp)	6.802	3.324	46	865
Giá trị sổ sách (VND/cp)	52.013	39.728	39.054	41.308

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	-7,2	21,0	10,5	10,2
Tăng trưởng LNST	915,8	-36,0	-97,8	1962,4
LN gộp /DT	14,4	18,3	16,5	16,8
LN ròng/ DT	18,2	9,6	0,2	3,6
Nợ vay/Tổng TS	24,1	23,3	21,3	23,2
ROE	13,1	5,2	0,1	2,1
ROA	7,2	3,2	0,1	1,4
Cổ tức	15	0,6	-	-

Nguồn: GMD, HSX, RongViet Securites databases.



## CTCP CONTAINER VIỆT NAM (VSC - HSX)

**Công nghiệp - Vận tải và Logistic**

Địa chỉ: Số 11 Võ Thị Sáu, P.Máy Tơ,  
Q.Ngô Quyền, Tp.Hải Phòng

Điện thoại: +84 31 383 6705

Fax: +84 31 383 6104

Website: <http://www.viconship.com>

Email: [viconship@hn.vnn.com](mailto:viconship@hn.vnn.com)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	28.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	
Số CP đang lưu hành	23.727.902
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	8.949
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	671
Trailing P/E (2011) (x)	2,8
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,1

### Quản trị Điều hành

Nguyễn Việt Hòa, CT HĐQT
Nguyễn Văn Tiến, TV. HĐQT – TGD
Hoàng Trọng Giang, TV. HĐQT – P.TGD
Lương Hoài Trân, TV. HĐQT – P.TGD
Chada Gurudas RaJiv, TV.HĐQT
Trần Xuân Bạo, TV.HĐQT - KTT
Nguyễn Anh Tuấn, TV.HĐQT
Hoàng Thị Hà, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

CTCP Container Việt Nam là một trong những DN khai thác cảng, vận tải biển, dịch vụ logistic lớn ở khu vực Hải Phòng. Cơ cấu cổ đông chính của VSC gồm: các cổ đông tài chính, mỗi tổ chức nắm giữ từ 5%-7% cổ phần, Tổng công ty Hàng Hải Việt Nam chiếm tỷ lệ sở hữu thấp (xấp xỉ gần 2%).

Do nằm ở vị trí thuận lợi (Cảng Hải Phòng là cảng quốc tế) nên sản lượng hàng hóa thông qua Cảng Green Port luôn ổn định, các dịch vụ khác như logistic, đại lý,...cũng phát huy được lợi thế cạnh tranh, nhờ đó mà kết quả kinh doanh của VSC trong những năm qua luôn ổn định ở mức cao.

Năm 2011, doanh thu của VSC đạt 644 tỷ đồng (+17,5% so với năm 2010), lợi nhuận ròng đạt 191 tỷ đồng (+6,3% so với năm 2010). Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có giảm xuống so các năm trước, nguyên nhân chính do chi phí tài chính tăng mạnh (trích lập dự phòng từ mua cổ phần của CTCP Dịch vụ Cảng dầu khí Đình Vũ - PSP).

### Triển vọng phát triển

VSC định hướng mở rộng kinh doanh thông qua việc mua cổ phần của PSP, mua đất để phát triển thêm dịch vụ logistic. Việc đầu tư này có thể sẽ giúp VSC gia tăng doanh thu và lợi nhuận trong vài năm tới. Trước mắt năm 2012, doanh thu của VSC khó có thể tăng trưởng mạnh do cảng Green Port hoạt động gần hết công suất.

Tổng vốn đầu tư trong năm nay được DN dự kiến gần 500 tỷ đồng (mua sắm thêm thiết bị, sà lan, nâng cấp sân bãi, mua đất để đầu tư thêm cho mảng logistic, mua cổ phần tại PSP). Nguồn vốn tài trợ cho các dự án này được lấy từ nguồn tiền mặt và tiền gửi tại ngân hàng, vốn vay không đáng kể.

Năm 2012, VSC đặt kế hoạch doanh thu ở mức 660 tỷ đồng, lợi nhuận ròng ở mức 142 tỷ đồng. Kế hoạch doanh thu được đánh giá khả thi, khả năng hoàn thành kế hoạch cao do sản lượng thông qua cảng vẫn duy trì ổn định. Riêng kế hoạch lợi nhuận, DN có thể gặp khó khăn trong việc hoàn thành do áp lực lớn từ chi phí tài chính, ước tính lợi nhuận chỉ đạt 122 tỷ đồng. Theo như định hướng trong năm nay, VSC sẽ mua 190 tỷ cổ phần, nếu như giá mua bằng với mệnh giá (đây là giá mua của đợt mua trước), VSC sẽ phải tiếp tục trích lập dự phòng giảm giá khoản đầu tư dài hạn này vì giá thị trường của PSP chỉ dao động dưới 6.000 đồng/cổ phiếu.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	457,5	548,5	644,2	660,0
Lợi nhuận trước thuế	174,2	212,4	240,0	162,0
Lợi nhuận sau thuế	155,0	179,7	191,0	121,5
Vốn điều lệ	120,3	120,3	238,9	253,9
Vốn chủ sở hữu	422,8	540,5	642,9	766,8
Tổng tài sản	647,3	811,6	856,9	1.006,4
EPS (VND/cp)	12.922	15.101	10.028	4.785
Giá trị sổ sách (VND/cp)	35.145	44.929	26.911	30.202

Nguồn: VSO, HSX, RongViet Securities databases.

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng DT	46,3	19,9	17,5	2,5
Tăng trưởng LNST	48,6	15,9	6,3	-36,4
LN gộp /DT	39,4	36,0	35,6	36,0
LN ròng/ DT	33,9	32,8	29,6	18,4
Nợ vay/Tổng TS	9,1	3,1	0,1	5,1
ROE	36,7	33,2	29,7	15,8
ROA	24,0	22,1	22,3	12,1
Cổ tức	30	40	40	25-40

## NGÀNH KHÁC



### CTCP ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM (VNS - HSX)

**Công nghiệp – Vận tải bộ**

Địa chỉ: Vinasun Tower, 648 Nguyễn Trãi  
- P.11 - Q.5 - Tp.HCM

Điện thoại: +84 8 3827 2727

Fax: +84 8 3952 6410

Website: <http://www.vinasuncorp.com>

Email: [contact@vinasuncorp.com](mailto:contact@vinasuncorp.com)

#### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	27.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	64.500
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	25.100
Số CP đang lưu hành	29.999.997
KLGDDBQ (3 tháng gần nhất)	32.318
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	810
Trailing P/E (2011) (x)	6,1
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,9

#### Quản trị Điều hành

Đặng Phước Thành, CT. HĐQT

Huỳnh Văn Minh, PCT. HĐQT

Đặng Thị Lan Phương, TV. HĐQT - TGD

Trương Đình Quý, TV. HĐQT - P.TGD

Tạ Long Hỷ, TV. HĐQT - P.TGD

#### Thông tin doanh nghiệp

CTCP Ánh Dương Việt Nam (VNS) là một trong những doanh nghiệp đứng đầu trong lĩnh vực vận tải taxi. Công ty hoạt động với số vốn điều lệ là 300 tỷ đồng. Cơ cấu cổ đông chính chủ yếu là các cổ đông nội bộ (Ban quản trị) và một số tổ chức tài chính.

Hoạt động kinh doanh taxi của VNS tập trung ở một số khu vực như Tp.HCM, Đà Nẵng, Vũng Tàu, trong đó chủ yếu là khu vực Tp.HCM. Nếu xét riêng khu vực Tp.HCM, VNS dẫn đầu về độ bao phủ ở khu vực này, với tổng số lượng xe hơn 4.000 chiếc, chiếm khoảng 30% tổng số xe taxi ở đây. Bên cạnh kinh doanh taxi, VNS còn hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, cho thuê văn phòng, tuy nhiên mảng này đóng góp trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận với tỷ trọng không đáng kể.

Kết thúc năm 2011, tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của VNS ngược chiều nhau, doanh thu đạt 2.274 tỷ đồng (+38% so với năm 2010) và lợi nhuận đạt 133 tỷ đồng (-25,9% so với năm 2010). Giá nguyên liệu tăng khiến cho lợi nhuận gộp của VNS thu hẹp. Bên cạnh đó, chi phí tài chính tăng mạnh (chủ yếu lãi vay) đã tạo nên gánh nặng lớn cho lợi nhuận ròng.

#### Triển vọng phát triển

Hoạt động taxi chịu sự chi phối của qui định, các doanh nghiệp chỉ có thể thay thế xe mới bằng xe cũ, không được đăng ký thêm taxi mới. Qui định này khiến các DN khó có thể gia tăng doanh thu bằng việc gia tăng số lượng đầu xe. Do vậy, doanh thu có thể gia tăng nhờ giá cước. Trong năm nay, giá xăng đã được Bộ tài chính điều chỉnh tăng 10% so với đầu năm, giá cước của VNS cũng theo đó được điều chỉnh bình quân tăng 9,2%, doanh thu của VNS tiếp tục dự kiến tiếp tục tăng trưởng, ước tính 2.632 tỷ đồng.

Nếu như kế hoạch thanh lý xe cũ và mua xe mới được duy trì trong năm nay, nhiều khả năng VNS sẽ phải vay thêm vốn từ ngân hàng, khiến chi phí tài chính khó có thể giảm xuống. Dự kiến 2012, số lượng xe được thanh lý và mua mới lần lượt là 525 và 500 chiếc, dư nợ vay dài hạn của VNS vào khoảng 767 tỷ đồng, lãi suất được điều chỉnh giảm, lãi vay ở mức xấp xỉ 121 tỷ đồng, lợi nhuận ròng sẽ là 157,7 tỷ đồng.

#### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	1.068,6	1.643,7	2.274,3	2.632,5
Lợi nhuận trước thuế	143,8	239,9	178,0	210,3
Lợi nhuận sau thuế	107,5	179,4	133,0	157,7
Vốn điều lệ	200,0	300,0	300,0	300,0
Vốn chủ sở hữu	703,5	820,0	855,9	1.000,8
Tổng tài sản	1.309,6	1.761,7	1.787,9	2.010,1
EPS (VND/cp)	6.175	6.996	4.395	5.258
Giá trị sổ sách (VND/cp)	35.175	27.333	28.530	33.360

#### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	29,0	53,8	38,4	15,7
Tăng trưởng LNST	92,7	67,0	-25,9	18,6
LN gộp /DT	17,5	16,0	14,1	13,8
LN ròng/ DT	10,1	10,9	5,8	6,0
Nợ vay/Tổng TS	38,3	39,0	37,1	38,2
ROE	15,3	21,9	15,5	15,8
ROA	8,2	10,2	7,4	7,8
Cổ tức	20	20	15	

Nguồn: PAC, HSX, RongViet Securites databases.



## CTCP NHỰA BÌNH MINH (BMP - HSX)

*Xây dựng và Vật liệu xây dựng*

Địa chỉ: 240 Hậu Giang, P.9, Q.6, Tp.HCM

Điện thoại: +84 8 3969 0973

Fax: +84 8 3960 6814

Website: <http://www.binhminhplastic.com>

Email: [binhminhplac@hcm.fpt.vn](mailto:binhminhplac@hcm.fpt.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	43.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	45.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	28.300
Số CP đang lưu hành	35.733.812
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	19.536
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.537
Trailing P/E (2011) (x)	5,1
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,4

### Quản trị Điều hành

Lê Quang Doanh, CT. HĐQT - TGD
Nguyễn Hoàng Ngân, P.CT HĐQT - PTGD
Nguyễn Thị Kim Yến, TV. HĐQT - PTGD
Bùi Quang Khôi, TV. HĐQT
Trang Thị Kiều Hậu, TV. HĐQT - KTT

### Thông tin doanh nghiệp

CTCP Nhựa Bình Minh (BMP) là một trong những DN đứng đầu trong lĩnh vực ống nhựa, với thị phần gần như chi phối ở miền Nam (hơn 50%). Cổ đông lớn nhất của BMP là Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà Nước (SCIC) nắm giữ 30%, kế đến là Nawaplastic (Thái Lan) nắm giữ 18%.

Hiện tại BMP có 03 Nhà máy sản xuất ống nhựa với tổng công suất là 75.000 tấn/năm, trong đó 01 nhà máy ở miền Bắc (20.000 tấn/năm), 02 nhà máy ở miền Nam (55.000 tấn/năm). Nhựa Bình Minh cũng sở hữu mạng lưới phân phối rộng lớn, tính đến cuối năm 2011, công ty có hơn 700 đại lý. Công ty cũng có tham vọng sẽ mở rộng thị trường tiêu thụ tại miền Trung, hiện BMP đã sở hữu 30% cổ phần tại công ty Nhựa Đà Nẵng (DNP).

Kết thúc năm 2011, sản lượng tiêu thụ của BMP đạt 46.000 tấn, doanh thu đạt 1.826 tỷ đồng (+29% so với năm 2010), lợi nhuận ròng đạt 294 tỷ đồng (+8% so với năm 2010), cổ tức 20% tiền mặt. Theo ước tính của doanh nghiệp, trong quý I này, doanh thu sẽ đạt 391 tỷ đồng, tăng 5% so với cùng kỳ, chủ yếu do tăng giá bán tăng.

### Triển vọng phát triển

Doanh thu khó có thể tăng trưởng đột biến do các nhà máy chính gần như hoạt động hết công suất, việc gia tăng doanh thu chủ yếu đến từ tăng giá bán. Trong 46.000 tấn sản phẩm được tiêu thụ trong năm 2011, có đến 41.000 tấn được sản xuất ở miền Nam, công suất đạt gần 75%. Dự án nhà máy Long An (công suất 100.000 tấn/năm) vẫn chưa thể triển khai. Trong điều kiện thuận lợi nhất, dự án này có thể khởi công sớm nhất vào cuối năm nay, nhưng chỉ sẽ ở một số hạng mục nhỏ.

Hiện có một đối tác nước ngoài (Thái Lan) đã mua lại 18% cổ phần của BMP, được biết đối tác này cũng hoạt động trong lĩnh vực tương tự như BMP và có cung cấp nguyên liệu đầu vào cho ống nhựa. Do vậy, có thể kỳ vọng nhân tố mới này sẽ giúp cho BMP gia tăng được tiềm năng tăng trưởng trong thời gian sắp tới.

Triển vọng ngành xây dựng dự kiến vẫn chưa thể khả quan trong năm nay, do đó BMP đặt kế hoạch kinh doanh 2012 ở mức tương đương với năm ngoái, doanh thu vào khoảng 1.830 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế ở mức 350 tỷ đồng. Đây được xem là kế hoạch thận trọng, với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực ống xây dựng, BMP hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch này.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	1.143,2	1.416,9	1.826,4	1.830,0
Lợi nhuận trước thuế	285,2	313,7	384,3	350,0
Lợi nhuận sau thuế	249,9	275,3	294,5	262,5
Vốn điều lệ	347,7	348,8	349,8	349,8
Vốn chủ sở hữu	671,9	852,5	1.049,3	1.269,7
Tổng tài sản	824,3	982,2	1.166,5	1.370,7
EPS (VND/cp)	7.223	7.869	8.419	7.504
Giá trị sổ sách (VND/cp)	19.324	24.441	29.998	36.296

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng DT	39,2	23,9	28,9	0,2
Tăng trưởng LNST	160,5	10,2	7,0	-10,9
LN gộp /DT	29,4	26,9	25,8	24,0
LN ròng/ DT	21,9	19,4	16,1	14,3
Nợ vay/Tổng TS	1,4	1,2	0,7	0,5
ROE	37,2	32,2	28,1	20,7
ROA	30,3	28,9	25,2	19,2
Cổ tức	15	20	20	

Nguồn: BMP, HSX, RongViet Securites databases.

## NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN

### CAO SU TỰ NHIÊN

#### Những nét chính năm 2011

**Giá cao su biến động tương đối phức tạp trong năm 2011.** Giá cao su đã đạt đỉnh hơn 6.000 USD/tấn trong tháng 4 do nhu cầu cao trong khi nguồn cung vẫn còn hạn chế do chưa vào mùa thu hoạch. Tuy nhiên, giá cao su RSS 3 sau đó bắt đầu giảm và đạt khoảng 3.200 USD/tấn vào tháng 11 do nỗi lo về khủng hoảng nợ Châu Âu và nguồn cung tăng lên vào các tháng cuối năm. Tuy nhiên, giá cao su sau đó bắt đầu phục hồi và hiện đang giao dịch trong mức giá khoảng 4.000 USD/tấn do giá dầu liên tục được duy trì ở mức cao và các nước Thái Lan, Indonesia và Malaysia đồng thuận thiết lập giá sàn ở mức 3.500 USD/ tấn.

**Sản lượng khai thác chỉ tăng nhẹ.** Năm 2011, diện tích trồng cao su của Việt Nam tiếp tục tăng 11,4% so với 2010, và đạt 834,2 nghìn ha chủ yếu tập trung ở vùng Đông Nam Bộ, Tây Nguyên. Sản lượng cao su khai thác năm 2011 ước đạt 811,6 nghìn tấn, tăng 7,6% so với năm 2010. Sản lượng cao su xuất khẩu đạt 816,6 nghìn tấn, tăng 4,4% so với năm 2010. Tuy nhiên, nhờ giá cao su tăng liên tục nên kim ngạch xuất khẩu cao su của Việt Nam đạt hơn 3,2 tỷ USD, tăng 35,4% so với năm 2010.

**Giá cao su bình quân cao hơn năm trước giúp các công ty cao su trong nước có được lợi nhuận ấn tượng.** Giá bán cao su bình quân của các công ty cao su trong nước đều hơn 90 triệu trong năm 2011 trong khi giá bán bình quân của năm 2010 chỉ khoảng trên 60 triệu đồng. Vì vậy, các công ty cao su đều có kết quả kinh doanh rất khả quan trong năm 2011. Tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của các công ty niêm yết có tốc độ tăng trưởng lần lượt là 46% và 81,3%. Trong đó, DPR, TRC và PHR là các công ty có sự tăng trưởng về lợi nhuận tốt nhất.

#### Triển vọng phát triển năm 2012

**Năm 2012, sản lượng cao su được dự báo sẽ tăng nhẹ so với năm nay.** Cùng với đó, Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn dự báo khối lượng xuất khẩu cao su năm 2011 đạt hơn 760 ngàn tấn với giá trị đạt gần 3 tỷ USD. Về dài hạn, mục tiêu của ngành cao su Việt Nam là đến năm 2015 diện tích trồng cao su là 800.000 ha và sản lượng mủ đạt 1,2 triệu tấn.

**Giá cao su bình quân trong năm nay sẽ thấp hơn năm 2011.** Theo Hiệp hội Nghiên cứu Cao su (IRSG), nguồn cung cao su của thế giới năm 2012 sẽ đạt khoảng 11,9 triệu tấn, còn nhu cầu cao su thiên nhiên của thế giới năm 2012 sẽ đạt khoảng 11,7 triệu tấn. Tuy nhiên, theo dự báo của ANRPC, nguồn cung cao su thế giới năm 2012 chỉ vào khoảng 10,5 triệu tấn. Mặc dù, có vài dự báo khác nhau về cung và cầu cao su trong năm tới nhưng xu hướng chung là mức độ cầu cao hơn cung sẽ thấp hơn các năm trước và cung sẽ vượt cầu trong tương lai không xa. Do vậy, giá cao su bình quân trong năm nay sẽ thấp hơn các năm trước. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng giá cao su bình quân có thể vào khoảng 3.200 – 3.400 USD/tấn trong năm nay.

**Các doanh nghiệp niêm yết vẫn khó gia tăng sản lượng.** Mặc dù sản lượng cao su toàn ngành trong năm 2012 tăng nhưng đối với các doanh nghiệp niêm yết có khả năng sẽ sụt giảm do diện tích cây cho mủ bị thu hẹp, cộng với đó lượng cây già cỗi cho năng suất thấp tăng lên. Ngoài ra, với dự báo giá cao su thấp hơn năm trước, lợi nhuận của các công ty cao su trong ngành nhiều khả năng sẽ sụt giảm.



## PHÂN BÓN – THUỐC BẢO VỆ THỰC VẬT

### Những nét chính năm 2011

**Sản xuất phân bón trong nước vẫn tăng trưởng ổn định.** Năm 2011, tổng lượng phân bón sản xuất và nhập khẩu vào khoảng 9,8 triệu tấn, sản xuất trong nước đã đạt hơn 5,6 triệu tấn, tăng 6% so với năm trước và đáp ứng được 57% nhu cầu phục vụ sản xuất nông nghiệp.

**Lượng phân bón nhập khẩu tăng trở lại sau khi sụt giảm trong năm 2010.** Nhập khẩu phân bón năm 2011 đạt 4,2 triệu tấn (giảm 21,1% so với năm 2010), kim ngạch đạt 1,7 tỷ USD (tăng 46,1% so với năm 2010). Trung Quốc vẫn tiếp tục giữ vị trí quán quân và chiếm hơn 50% cả về lượng và kim ngạch nhập khẩu phân bón của Việt Nam.

**Giá phân bón tăng cao.** Nhu cầu phân bón trong vụ Đông Xuân (2010-2011) và việc Trung Quốc nâng mức giá tham chiếu xuất khẩu Ure và thay đổi chính sách thuế xuất khẩu đã thúc đẩy giá phân bón tăng cao năm 2011. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của khủng hoảng nợ Châu Âu và nguồn cung tăng dần nên giá phân bón sau đó lại bắt đầu suy giảm.

**Thuốc bảo vệ thực vật vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu.** Nhu cầu thuốc bảo vệ thực vật cả nước vào khoảng 50.000 tấn/năm. Hiện tại, gần như toàn bộ sản phẩm và nguyên liệu chế biến đều phải nhập khẩu. Tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong các năm gần đây thấp do diện tích trồng trọt bị giới hạn.

### Triển vọng phát triển năm 2012

**Giá phân bón bình quân nhiều khả năng sẽ giảm nhẹ so với năm 2011.** Hiệp hội Phân bón Thế giới dự báo nhu cầu phân bón toàn cầu sẽ tăng khoảng 2,3% nhờ giá nông sản vẫn còn hấp dẫn. Tuy nhiên, tổ chức này cũng lưu ý rằng khủng hoảng nợ ở Châu Âu có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ phân bón trong năm 2012. Ngoài ra, các dự án đầu tư mở rộng hoàn thành và đủ đáp ứng nhu cầu tăng thêm nên gần như không có áp lực trên nguồn cung. Vì vậy, giá phân bón có thể sụt giảm nhẹ so với năm trước.

**Các doanh nghiệp sản xuất phân bón sẽ có sự tăng trưởng ổn định.** Trong dài hạn, các doanh nghiệp thương mại có nguy cơ bị thu hẹp thị trường khi các nhà sản xuất nội địa đi vào hoạt động như Đạm Cà Mau (800.000 tấn ure/năm), Đạm Ninh Bình (560.000 tấn ure/năm). Đối với doanh nghiệp sản xuất, giá đầu vào, đầu ra vẫn chịu sự tác động của Chính Phủ nên khả năng tạo những bước phát triển đột biến là khó xảy ra. Vì thế, ổn định là mục tiêu đầu tư vào cổ phiếu ngành này.

**Sự tăng trưởng của ngành thuốc bảo vệ thực vật phụ thuộc vào giá.** Giá thuốc bảo vệ thực vật nhiều khả năng cũng sẽ tiếp tục tăng trong khi sản lượng tiêu thụ vẫn không có nhiều thay đổi so với năm trước. Đặc trưng hoạt động sản xuất thuốc bảo vệ thực vật ở Việt Nam là hầu như nhập toàn bộ nguyên liệu, sau đó gia công, sang chai, đóng gói,... giá trị gia tăng không cao. Tuy nhiên, sự quản lý thị trường này chưa chặt, một mặt khiến các doanh nghiệp chịu rủi ro hàng nhái, hàng giả,... nhưng mặt khác lại là cơ hội để họ duy trì mức giá bán để đảm bảo tỷ suất sinh lợi.



## CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ (DPR – HSX)

*Nguyên liệu cơ bản - Cao su tự nhiên*

**Địa chỉ:** Xã Thuận Phú, Huyện Đồng Phú, Tỉnh Bình Phước

**Điện thoại:** (0650) 3819 709

**Fax:** (0650) 3819 620

**Website:** [www.doruco.com.vn](http://www.doruco.com.vn)

**Email:** [doruco\\_dp2006@vnn.vn](mailto:doruco_dp2006@vnn.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	54.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	60.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	40.200
Số CP đang lưu hành	43.000.000
KLGDĐQ (3 tháng gần nhất)	29.809
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.343,5
Trailing P/E (2011) (x)	2,8
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,2

### Quản trị Điều hành

Nguyễn Thanh Hải, CT. HĐQT, TGD

Nguyễn Tấn Đức, TV HĐQT

Phạm Văn Luyện, TV HĐQT, Phó TGD

Đặng Gia Anh, Phó TGD

Trần Thị Kim Thanh, TV HĐQT

Ngô Trường Kỳ, Phó TGD

### Thông tin doanh nghiệp

DPR là công ty thành viên của Tập Đoàn Cao Su Việt Nam (nắm giữ 55,8%), được cổ phần hóa vào tháng 11/2006. So với các công ty cùng ngành, quy mô của DPR ở vị trí trung bình. Diện tích khai thác của Công ty vào khoảng 7.236 ha. Năng suất vườn cây thuộc loại cao nhất ngành với lợi thế cơ cấu vườn cây trẻ với diện tích vườn cây 16 -22 tuổi chiếm khoảng 44%.

Năm 2011, năng suất vườn cây đạt 2,18 tấn/ha, giảm 2,2% so với năm 2010. Sản lượng khai thác năm 2011 là 15.739 tấn, giảm 2,4% so với năm 2010 do diện tích khai thác bị thu hẹp. Ngoài ra, sản lượng mua ngoài là 4.345 tấn, tăng gần gấp đôi so với năm trước. Nhờ đó, tổng sản lượng tiêu thụ đạt 18.539,5 tấn, tăng 12,6% so với năm 2010.

Bên cạnh đó, do giá bán cao su bình quân tăng 46,4% từ 62,44 triệu/tấn lên 91,44 triệu/tấn nên doanh thu năm 2011 của DPR đạt 1.824,3 tỷ, tăng 77,4% so với năm trước. Đồng thời, tỷ suất lãi gộp cũng tăng từ 45% lên 47,3%. Ngoài ra, lợi nhuận từ lãi tiền gửi cũng tăng hơn 55 tỷ so với 2010. Do đó, LNST đạt 849,1 tỷ đồng, tăng hơn gấp đôi so với 2010. Chỉ số ROA và ROE của Công ty cũng có sự cải thiện đáng kể.

### Triển vọng phát triển

DPR đang góp vốn vào các dự án mở rộng diện tích vườn cây cao su tại Campuchia và Tây Nguyên với tổng diện tích hơn 30.000 ha (trong đó có 10.000 ha ở Campuchia DPR góp 100%). Ngoài ra, Công ty còn góp vốn đầu tư vào các công ty hạ tầng, dịch vụ, tài chính và đặc biệt là đầu tư vào CTCP Cao Su Kỹ Thuật Đồng Phú, sản xuất hàng tiêu dùng từ nguyên liệu cao su. Đây là bước đầu của định hướng giảm dần tỷ trọng xuất khẩu nguyên liệu thô. Các khoản đầu tư này đều mang tính chất dài hạn nên lợi nhuận của Công ty trong ngắn hạn vẫn phụ thuộc nhiều vào biến động giá cao su.

Năm 2011, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ là 18.000 tấn trong đó khoảng 15.000 tấn là do Công ty khai thác. Trên cơ sở dự báo giá cao su thế giới, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân ở mức 70 triệu đồng/tấn. Do đó, doanh thu dự phóng đạt 1.460,0 tỷ, giảm 20% so với năm 2011. Tỷ suất lãi ròng dự báo ở mức 42% nên LNST dự phóng năm 2012 ước đạt 613,2 tỷ, tương đương mức EPS là 14.260 đ/cp.

Triển vọng phát triển của Công ty được đánh giá khá tốt trong ngắn hạn và dài hạn. Trong ngắn hạn, giá cao su vẫn ở mức khá cao là nhân tố chính giúp cho lợi nhuận của DPR vẫn giữ ở mức khá cao (mức giá bán bình quân trong 2 tháng đầu năm là 70,1 triệu/tấn). Dài hạn hơn, mức sụt giảm sản lượng khai thác hàng năm sẽ chậm lại nhờ các biện pháp kỹ thuật để tăng năng suất, cộng thêm một phần diện tích trồng từ những năm trước được đưa vào khai thác.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	648,3	1.028,4	1.824,3	1.460,0
Lợi nhuận trước thuế	220,7	434,9	938,6	677,8
Lợi nhuận sau thuế	210,8	395,1	849,1	613,2
Vốn điều lệ	400,0	430,0	430,0	430,0
Vốn chủ sở hữu	828,7	1.228,1	1.890,6	2.331,8
Tổng tài sản	1.246,3	1.675,8	2.420,9	2.896,2
EPS (VND/cp)	5.269	9.188	19.747	14.260
Giá trị sổ sách (VND/cp)	20.718	28.560	43.967	54.227

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	-11,0	58,6	77,4	-20,0
Tăng trưởng LNST	-7,0	87,4	114,9	-27,8
LN gộp /DT	35,9	45,0	47,3	43,0
LN ròng/ DT	32,5	38,4	46,5	42,0
Nợ vay/Tổng TS	15,5	2,3	1,5	1,2
ROE	25,4	32,2	44,9	26,3
ROA	16,9	23,6	35,1	21,2
Cổ tức	20,0	30,0	-	30,0

Nguồn: DPR, HSX, RongViet Securites databases



## CTCP PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ (DPM - HSX)

*Nguyên liệu cơ bản – Hóa chất*

Địa chỉ: 43 Mạc Đĩnh Chi, P. Đa Kao,  
Q.1, Tp. HCM

Điện thoại: (08) 382 56258

Fax: (08) 382 56269

Website: [www.dpm.vn](http://www.dpm.vn)

Email: [damphumy@pvfc.com.vn](mailto:damphumy@pvfc.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @23/03/12 (VND)	30.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	37.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	22.500
Số CP đang lưu hành	377.647.740
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	475.880
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	11.404,9
Trailing P/E (2011) (x)	3,6
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,4

### Quản trị Điều hành

Bùi Minh Tiến, CT. HĐQT

Nguyễn Thị Hiền, PCT. HĐQT

Cao Hoài Dương, TV. HĐQT – TGD

Bùi Quang Hưng, TV.HĐQT

Nguyễn Đức Hòa, TV. HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

DPM tiền thân là Công ty Phân đạm và Hóa chất Dầu khí đi vào hoạt động từ năm 2004. Hiện tại, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam nắm giữ 61,4% vốn của Công ty. DPM là doanh nghiệp lớn nhất và hiện đại nhất trong ngành sản xuất đạm urê. Năng lực sản xuất hiện tại của DPM là 800.000 tấn/năm. Sản lượng urê công ty cung ứng chiếm trên 50% nhu cầu phân đạm urê trong nước.

Năm 2011 là một năm thuận lợi đối với DPM nhờ giá phân bón được duy trì ở mức cao. Do đó, mặc dù sản lượng tiêu thụ ure Phú Mỹ chỉ đạt 730.000 tấn do nhà máy ngưng sản xuất trong 1 tháng để bảo dưỡng nhưng doanh thu của DPM vẫn đạt 9.226,5 tỷ, tăng 39,4% so với năm 2010. Tỷ suất lãi gộp của DPM vẫn có xu hướng tăng và đạt 41,3% trong khi năm 2010 chỉ đạt 36%. Về các hoạt động tài chính, doanh thu từ hoạt động tài chính tăng hơn 190 tỷ so với năm 2010 trong khi chi phí tài chính lại giảm nhẹ so với năm 2010. Nhờ đó, lợi nhuận ròng đạt 3.103,7 tỷ tăng 82,2% so với năm trước.

### Triển vọng phát triển

Từ năm 2012, DPM sẽ bao tiêu phân phối toàn bộ sản phẩm của nhà máy Đạm Cà Mau nên doanh thu của Công ty sẽ tăng mạnh trong năm 2012. Sản phẩm NPK mang thương hiệu DPM đang trong giai đoạn tiếp cận thị trường và nhiều khả năng sẽ có sự tăng trưởng mạnh trong thời gian tới. Bên cạnh phân bón, Công ty cũng có dự án phát triển sản phẩm Amoniac và Nitrat Amon với vốn đầu tư tương ứng là 590 triệu USD và 200 triệu USD, công suất tương ứng là 450.000 tấn/năm và 200.000 tấn/năm. Dự kiến đến năm 2016, các dự án này sẽ hoàn thành.

Năm 2012, DPM đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ ure là 1,41 triệu tấn trong đó ure của DPM là 850.000 tấn và ure của Đạm Cà Mau là 560.000 tấn. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ của ure DPM là 800.000 tấn và của Đạm Cà Mau là 560.000 tấn. Ngoài ra, do cung phân bón tăng mạnh nên chúng tôi dự phóng giá bán bình quân phân ure trong năm 2012 vào khoảng 8.200 đồng/kg. Cùng với các mảng hoạt động khác, doanh thu dự phóng năm 2012 của DPM là 13.278,7 tỷ. Do giá khí đầu vào tăng, giá phân bón dự phóng giảm và hoạt động phân phối sản phẩm Đạm Cà Mau không có tỷ suất lợi nhuận cao như hoạt động kinh doanh phân ure nên chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi ròng năm 2012 là 17,7%, giảm so với con số 33,6% của năm 2011. Do đó, LNST dự kiến năm 2012 là 2.350,1 tỷ, tương đương mức EPS là 6.185 đồng/cp.

Từ năm 2012, nguồn cung phân đạm trong nước sẽ vượt nhu cầu trong nước khi các dự án nhà máy phân đạm hoàn thành và đi vào hoạt động. Trên thị trường thế giới, tổng cung cũng ngày càng cao hơn tổng cầu nên nhiều khả năng giá phân bón sẽ có xu hướng giảm. Bên cạnh đó, giá khí đầu vào sẽ liên tục tăng làm giảm đi biên lợi nhuận của Công ty. Vì vậy, nhiều khả năng lợi nhuận của DPM trong các năm tiếp theo sẽ thấp hơn năm 2011. Vì vậy, triển vọng trong ngắn hạn của DPM không thật sự khả quan. Tuy nhiên, để đối phó với diễn biến không thuận lợi này, DPM đang chuẩn bị xuất khẩu phân bón sang các nước lân cận và phát triển các sản phẩm khác như Amoniac và Nitrat Amon. Vì vậy, về dài hạn, DPM vẫn là một công ty có thể xem xét đầu tư khi có mức giá thích hợp.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	6.630,1	6.618,8	9.226,5	13.278,7
Lợi nhuận trước thuế	1.519,7	1.921,6	3.509,1	2.697,3
Lợi nhuận sau thuế	1.348,3	1.703,2	3.103,7	2.350,1
Vốn điều lệ	3.800,0	3.800,0	3.800,0	3.800,0
Vốn chủ sở hữu	5.487,9	6.193,8	8.300,0	9.801,6
Tổng tài sản	6.351,2	7.418,6	9.370,2	11.221,7
EPS* (VND/cp)	3.557	4.499	8.287	6.185
Giá trị sổ sách (VND/cp)	14.442	16.401	21.842	25.794

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	2,4	(0,2)	39,4	43,9
Tăng trưởng LNST	(2,5)	26,3	82,2	(24,3)
LN gộp /DT	29,9	36,0	41,3	23,8
LN ròng/ DT	20,4	25,8	33,6	17,7
Nợ vay/Tổng TS	3,9	4,5	0,1	0,1
ROE	24,6	27,6	37,4	24,0
ROA	21,3	23,0	33,1	20,9
Cổ tức	20,0	20,0	-	20,0

Nguồn: DPM, HSX, RongViet Securites databases

## DƯỢC PHẨM

### Những nét chính năm 2011

**Sản phẩm chính vẫn là các loại thuốc generic.** Phần lớn thuốc sản xuất trong nước đều là thuốc generic có giá trị bằng 1/2 hoặc 1/3 so với thuốc ngoại còn bản quyền nên giá trị thuốc sản xuất trong nước chỉ chiếm khoảng 50% tổng thị phần thuốc sử dụng. Mặc dù các công ty trong nước đã bắt đầu đầu tư sản xuất các loại thuốc có giá trị cao nhưng các tập đoàn dược lớn trên thế giới vẫn đang chiếm lĩnh phân khúc thuốc này.

**Phần lớn nguyên liệu vẫn phải nhập khẩu.** Công nghệ hóa dược vẫn còn yếu kém nên 90% nhu cầu nguyên liệu của thuốc tân dược phải nhập khẩu. Nguồn tài nguyên dược liệu của Việt Nam là rất phong phú nhưng công nghệ nuôi trồng, thu hái và chế biến chưa tương xứng với tiềm năng hiện có.

**Chỉ số giá của thuốc và dịch vụ y tế tăng nhẹ.** Do được xếp vào danh mục hàng hóa bình ổn giá của Chính phủ nên nhóm hàng dược phẩm, y tế nhìn chung có mức độ tăng giá không cao. Chỉ số giá tiêu dùng của thuốc và dịch vụ y tế năm 2011 tăng 5,65% so với năm 2010. Tuy nhiên, ngành dược vẫn tồn tại một thực tế là hệ thống phân phối chồng chéo và phức tạp có thể làm cho giá thuốc tăng lên cao khi đến tay người tiêu dùng.

**Phần lớn các công ty niêm yết đều có kết quả hoạt động kinh doanh tương đương hoặc tăng trưởng so với năm trước.** Doanh thu của các công ty đang niêm yết trong ngành tăng trưởng 15% so với năm trước. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 2% chủ yếu là do lợi nhuận của SPM sụt giảm mạnh. Mặt khác, một số công ty có sự tăng trưởng tốt về cả doanh thu hàng sản xuất và lợi nhuận là TRA, DHG và PMC.

### Triển vọng phát triển năm 2012

**Giá thuốc sẽ có xu hướng tăng trong năm nay.** Biến động tỷ giá cùng với sự gia tăng của các chi phí đầu vào sẽ làm tăng giá thuốc. Mặc dù việc tăng giá vấp phải sự quản lý của Chính phủ nhưng với hệ thống phân phối chồng chéo và phức tạp, việc kiểm soát giá thuốc là không hề dễ dàng.

**Dân số và tiêu chuẩn sống ngày càng tăng là động lực thúc đẩy sự phát triển của ngành.** Việt Nam có dân số lớn (hơn 86 triệu người) và người dân ở các tỉnh vẫn chưa được tiếp xúc nhiều với nhiều loại thuốc khác nhau. Ngoài ra, dân số của Việt Nam được BMI dự báo sẽ tăng khoảng 1 triệu người/năm đến năm 2014. Như vậy, mức tăng dân số cùng với đời sống ngày càng được cải thiện và nhu cầu chăm sóc sức khỏe của người dân được nâng cao chính là yếu tố cơ bản giúp khẳng định ngành dược sẽ còn tiếp tục phát triển trong tương lai.

**Ổn định là mục tiêu khi đầu tư vào cổ phiếu trong ngành.** Nhìn chung, trong năm 2012, ngành dược vẫn sẽ duy trì được sự tăng trưởng như năm vừa rồi. Về dài hạn, ngành này vẫn đang trong quá trình chuyển mình để đáp ứng những tiêu chuẩn cần thiết khi Việt Nam gia nhập WTO và đối diện với sự cạnh tranh từ các đối thủ nước ngoài, tuy diễn ra với tốc độ khá chậm nhưng các doanh nghiệp nổi bật trong ngành vẫn ý thức và từng bước thực hiện chiến lược phát triển của riêng mình để tăng cường sức cạnh tranh và khẳng định vị thế tại thị trường nội địa. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu của các công ty trong ngành rất thích hợp cho các nhà đầu tư dài hạn và có mức độ chịu rủi ro thấp.



## CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG – HSX)

**Y tế - Dược phẩm**

**Địa chỉ:** 288 Bis, Nguyễn Văn Cừ,  
Q. Ninh Kiều, Tp. Cần Thơ

**Điện thoại:** +84 (710) 3891 433/  
3890 095

**Fax:** +84 (710) 3895 209

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

**Email:** [Dhgpharma@dhgpharma.com.vn](mailto:Dhgpharma@dhgpharma.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	64.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	68.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	53.500
Số CP đang lưu hành	26.902.832
KLGDQB (3 tháng gần nhất)	11.788
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4.203,2
Trailing P/E (2011) (x)	9,8
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	3,0

### Quản trị Điều hành

Phạm Thị Việt Nga, CT HĐQT – TGD  
Lê Minh Hồng, TV. HĐQT – P. TGD  
Lê Chánh Đạo, TV. HĐQT – P. TGD  
Nguyễn Thị Hồng Loan, TV. HĐQT  
Lê Đình Bửu Trí, TV HĐQT  
Nguyễn Sĩ Trung Kỳ, TV HĐQT  
Nguyễn Như Song, TV HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

Công ty cổ phần Dược Hậu Giang hiện là công ty sản xuất dược phẩm hàng đầu tại Việt Nam, Nhà nước đang nắm 43,4% phần vốn của Công ty. Ưu điểm của DHG so với các doanh nghiệp khác trong ngành là có hệ thống phân phối mạnh phân bố khắp các tỉnh thành cả nước.

DHG có tổng giá trị sản xuất đứng đầu ngành với công suất luôn ở mức tối đa. Công suất hiện tại khoảng 4 tỷ đơn vị sản phẩm/năm. Các sản phẩm đóng góp nhiều nhất vào doanh thu của Công ty là các loại thuốc kháng sinh, tai – mũi – họng và Vitamin. Các sản phẩm này chiếm gần 70% doanh thu của DHG.

Gần như toàn bộ kết quả kinh doanh của DHG đều đến từ hoạt động chính của Công ty. Kết thúc niên độ 2011, doanh thu của Công ty đạt 2.491 tỷ đồng tương ứng tăng 22,4% so với 2010. Tỷ suất lãi gộp của DHG lại sụt giảm nhẹ từ 49,9% xuống còn 48,5% do chi phí đầu vào gia tăng. Ngoài ra, chỉ số chi phí quản lý trên doanh thu tăng nhẹ từ 6,6% lên 7,4% trong khi chỉ số chi phí bán hàng trên doanh thu giảm nhẹ từ 23,8% xuống 22,4%. Khoản mục chi phí khác bao gồm các chi phí như sửa chữa và thay thế tài sản hư hỏng tăng mạnh và khoản lỗ từ công ty liên kết Vipaco đã góp phần làm tỷ suất lãi ròng sụt giảm từ 18,7% còn 16,7%. Do đó, lợi nhuận sau thuế năm 2011 của DHG đạt 415,5 tỷ, tăng 9% so với năm 2010.

### Triển vọng phát triển

Dự án nhà máy mới ở KCN Tân Phú Thạnh (8 ha) dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối quý 2 năm 2012. Vốn đầu tư dự kiến của nhà máy mới là 676 tỷ đồng và có công suất khoảng 4 tỷ đơn vị sản phẩm. Ngoài ra, nhà máy hiện tại sẽ không tiến hành di dời mà sẽ duy trì sản xuất song song và giảm công suất còn khoảng 2 tỷ đơn vị sản phẩm/năm.

Do nhà máy mới nhanh nhất là đến cuối quý 2 năm 2012 mới hoàn thành nên nhiều khả năng nhà máy này sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh từ cuối quý 3. Do đó, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2012 của DHG chỉ vào khoảng 12%, tương ứng đạt 2.791 tỷ đồng. Biến động tỷ giá và sự gia tăng các chi phí đầu vào khác làm lợi nhuận sau thuế tăng thấp hơn doanh thu, chỉ đạt khoảng 429,3 tỷ đồng, tăng 3,3% so với 2011. EPS tương ứng đạt 6.588 VND.

Nhà máy mới khi hoàn thành sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng của Công ty và với nền tảng kinh doanh vững chắc hiện có, DHG thật sự thích hợp cho nhà đầu tư dài hạn và có mức độ chịu đựng rủi ro thấp.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	1.746,0	2.034,5	2.490,9	2790,9
Lợi nhuận trước thuế	409,6	434,1	490,9	507,2
Lợi nhuận sau thuế	357,1	381,2	415,5	429,3
Vốn điều lệ	266,6	269,1	651,8	651,8
Vốn chủ sở hữu	1.010,4	1.280,3	1.381,5	1810,8
Tổng tài sản	1.521,9	1.819,7	1.995,7	2586,9
EPS (VND/cp)	13.396	14.088	6.602	6.588
Giá trị sổ sách (VND/cp)	38.000	47.956	21.195	27.782

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng DT	17,5	16,6	22,4	12,0
Tăng trưởng LNST	177,0	5,2	9,0	3,3
LN gộp /DT	53,1	49,9	48,5	47,5
LN ròng/ DT	20,5	18,7	16,7	15,4
Nợ vay/Tổng TS	0,5	0,7	1,1	0,8
ROE	35,3	29,8	30,1	23,7
ROA	23,5	21,2	20,8	16,6
Cổ tức	25,0	30,0	35,0	35,0

Nguồn: DHG, HSX, RongViet Securites databases

## DẦU KHÍ

### Những nét chính năm 2011

**Năm 2011, ngành dầu khí vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh.** Dầu khí là một ngành kinh tế mũi nhọn và đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của đất nước. Năm 2011, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia (PVN) ước đạt doanh thu 675,3 nghìn tỷ đồng, tăng 25% so với năm 2010. Ngoài ra, lợi nhuận trước thuế đạt gần 89,4 nghìn tỷ đồng.

**Các mảng hoạt động nhìn chung đều đạt được kết quả khả quan.** Trong năm 2011, tổng gia tăng trữ lượng dầu khí đạt 35,6 triệu tấn dầu quy đổi. PVN đã khai thác được 15,2 triệu tấn dầu thô và 8,2 tỷ m<sup>3</sup> khí thu gom đưa về bờ. Bên cạnh đó, các nhà máy điện do PVN làm chủ đầu tư đã cung cấp 13,6 tỷ KWh điện, bằng 110% so với kế hoạch và tăng 3,3% so với năm trước. Ngoài ra, lượng phân đạm sản xuất đạt gần 800.000 tấn và các sản phẩm lọc hóa dầu đạt gần 5,6 triệu tấn.

**Giá dầu thô được duy trì ở mức cao cũng góp phần thúc đẩy sự phát triển của ngành.** Giá dầu thô sau khi đạt mốc gần 114USD/ thùng vào tháng 4 đã giảm về dưới 80 USD/ thùng trong tháng 9 do những lo ngại về khủng hoảng nợ của Châu Âu. Tuy nhiên, giá dầu sau đó bắt đầu có xu hướng tăng trở lại và đến cuối năm 2011 đã đạt gần 100 USD/thùng do căng thẳng chính trị ở Trung Đông.

### Triển vọng phát triển năm 2012

**Giá dầu thô vẫn sẽ ở mức cao.** Cuộc khủng hoảng nợ ở Châu Âu vẫn tạo ra những ảnh hưởng tiêu cực lên giá dầu. Tuy nhiên, giá dầu thô trong năm 2012 dự kiến vẫn sẽ ở mức cao do tình hình chính trị ngày càng căng thẳng ở Trung Đông. Ngoài ra, yếu tố quan trọng giữ giá dầu ở mức cao trong thời gian tới là sự gia tăng mạnh mẽ nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ ở các nền kinh tế mới nổi. Giá dầu dự báo có thể đạt 120-130 USD/ thùng trong năm 2012.

**PVN đặt kế hoạch kinh doanh năm 2012 ở mức khá cao.** PVN đặt ra mục tiêu gia tăng trong trữ lượng dầu khí là 35 triệu tấn dầu quy đổi và sản lượng khai thác đạt khoảng 15,8 triệu tấn dầu và 9 tỷ m<sup>3</sup> khí. Ngoài ra, sản lượng điện kế hoạch đạt khoảng 15,85 tỷ KWh và kế hoạch sản lượng đạm là 1,2 triệu tấn và các sản phẩm lọc hóa dầu là 6 triệu tấn.

**Vị thế độc quyền vẫn là yếu tố quan trọng thúc đẩy sự phát triển của các công ty trong ngành.** Hầu hết các doanh nghiệp trong ngành dầu khí đều trực thuộc PVN nên có khá nhiều ưu đãi từ Tập đoàn và dường như chiếm thế độc quyền trong lĩnh vực mà mình hoạt động. Với chiến lược gia tăng tốc độ thăm dò và khai thác của PVN trong các năm tới thì theo đánh giá của chúng tôi các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ như PVS và PVD vẫn có nhiều lợi thế.

**Việc tái cấu trúc của PVN sẽ tạo ra một lượng cung lớn cổ phiếu dầu khí.** Từ năm 2010, PVN bắt đầu thoái vốn ở những đơn vị không thuộc ngành nghề kinh doanh chính. Việc tái cấu trúc này giúp PVN tập trung vào lĩnh vực kinh doanh chính: tìm kiếm, thăm dò, khai thác và chế biến. Tuy nhiên, hoạt động này có thể sẽ có tác dụng tiêu cực trong ngắn hạn khi sẽ tạo ra một lượng cung lớn cổ phiếu dầu khí. Dự kiến trong năm 2012 sẽ tiếp tục có một làn sóng niêm yết của các công ty trong ngành.





## TỔNG CTCP KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (PVD - HSX)

*Dầu khí - Dịch vụ & phân phối và trang thiết bị dầu khí*

**Địa chỉ:** Lầu 4, Tòa nhà Sailling Tower, số 111A Pasteur, Q1, Tp. Hồ Chí Minh

**Điện thoại:** +84 8 39142012

**Fax:** +84 8 39142021

**Website:** [www.pvdrilling.com.vn](http://www.pvdrilling.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @23/03/12 (VND)	39.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	54.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	30.000
Số CP đang lưu hành	209.740.215
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	179.763
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	8.277,9
Trailing P/E (2011) (x)	7,9
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,3

### Quản trị Điều hành

Đỗ Đức Chiến, CT.HĐQT

Đoàn Đình Thái, PCT.HĐQT

Phạm Tiến Dũng, TV.HĐQT – TGD

Kiểu Thị Hoài Minh, TV.HĐQT

Lê Văn Bé, TV.HĐQT

Đinh Thị Thái, TV.HĐQT

Dương Xuân Quang, TV.HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

PVD, tiền thân là Xí nghiệp Dịch vụ kỹ thuật Dầu khí biển (PTSC Offshore), được thành lập năm 2001. Hiện PVN đang nắm giữ 50,4% phần vốn của Công ty. PVD là doanh nghiệp duy nhất của Việt Nam cung cấp dịch vụ cho thuê dàn khoan và hiện chiếm khoảng 50% thị phần trong mảng hoạt động này. Ngoài ra, Công ty cũng chiếm khoảng 50% thị phần dịch vụ giếng khoan và trên 70% đối với các mảng dịch vụ kỹ thuật khác.

Hiện PVD đang sở hữu 5 giàn khoan trong đó có 4 giàn khoan biển và 1 giàn khoan đất liền. Hoạt động cho thuê giàn khoan vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất, khoảng hơn 50% trong cơ cấu doanh thu. Trong khi đó, các dịch vụ hỗ trợ như mảng kỹ thuật giếng khoan có sự tăng trưởng mạnh và chiếm khoảng 36% cơ cấu doanh thu.

Doanh thu của PVD năm 2011 tăng 23% so với năm 2010 đạt 9.287,1 tỷ đồng nhờ 4 giàn khoan của Công ty gần như có hợp đồng trọn năm trong khi các giàn khoan thuê ngoài vẫn tiếp tục được sử dụng và các mảng dịch vụ cũng có sự tăng trưởng tốt. Tuy nhiên do chi phí nhân công tăng mạnh và hoạt động cho thuê giàn khoan bên ngoài có biên lợi nhuận thấp nên làm cho tỷ suất lãi gộp giảm so với năm trước. Đồng thời chi phí tài chính và chi phí quản lý cũng tăng lên cao nên PVD có LNST là 1.050.3 tỷ, tăng 19,1% so với năm trước.

### Triển vọng phát triển

Giàn khoan TAD sắp đi vào hoạt động và với hợp đồng đã có sẵn thì nhiều khả năng giàn này sẽ làm gia tăng doanh thu và lợi nhuận của PVD từ năm 2012. Ngoài ra, PVD đang có kế hoạch đầu tư một giàn xà lan khoan có tổng vốn đầu tư là 150 triệu USD. Dự án này có khả năng hoàn thành vào cuối năm 2013 và đã có sẵn khách hàng là Chevron. Bên cạnh đó, PVD đang dự tính sẽ đầu tư vào một giàn MOPU (80 triệu USD) hoặc giàn tự nâng cao cấp (220 triệu USD) nhưng hiện vẫn chưa có kế hoạch cụ thể.

Năm 2012, các giàn khoan thuộc sở hữu của PVD gần như đều có hợp đồng trọn năm. Riêng chỉ có giàn khoan PV Drilling 1 là phải ngưng hoạt động trong gần 1 tháng để bảo trì. Ngoài giàn Key Hawaii đã có hợp đồng trọn năm 2012, PVD hiện vẫn chưa có hợp đồng cung cấp giàn khoan thuê ngoài nào khác trong năm nay. Trong khi đó, giá cho thuê trong năm nay sẽ biến động trong khoảng 125.000 – 130.000 USD/ngày đối với giàn tự nâng. Riêng giàn TAD sẽ có giá cho thuê cố định là 205.000 USD/ngày trong thời hạn hợp đồng. Cùng với sự tăng trưởng từ mảng dịch vụ kỹ thuật, dự kiến doanh thu năm 2012 sẽ đạt 10.095,5 tỷ. Tỷ suất lãi ròng dự phóng tăng lên khoảng 11,5% nên LNST đạt 1.157,9 tỷ tương đương mức EPS là 5.501 đ/cp.

Trong các năm qua, giá cho thuê giàn khoan ở mức thấp nhưng hiện tại số lượng giàn khoan được sử dụng ở hầu hết các thị trường lớn trên thế giới đang có sự gia tăng so với cách đây 6 tháng nhờ giá dầu duy trì ở mức cao. Như vậy, mảng hoạt động cho thuê giàn khoan đã bắt đầu cho thấy dấu hiệu phục hồi và nhiều khả năng giá cho thuê giàn khoan sẽ dần được cải thiện từ năm 2013. Khi đó, kết quả kinh doanh của PVD sẽ được cải thiện đáng kể.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	4.096,8	7.572,0	9.287,1	10.095,5
Lợi nhuận trước thuế	954,4	1.018,6	1.204,3	1.480,0
Lợi nhuận sau thuế	814,6	881,9	1.050,3	1.157,9
Vốn điều lệ	2.105,1	2.105,1	2.105,1	2.105,1
Vốn chủ sở hữu	4.225,4	5.226,9	6.183,4	6.955,4
Tổng tài sản	12.404,8	14.639,8	18.412,5	19.362,3
EPS (VND/cp)	5.865,0	4.235,0	5.008	5.501
Giá trị sổ sách (VND/cp)	20.058,0	24.830	29.373	33.041

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	36,2	84,8	22,7	8,7
Tăng trưởng LNST	61,3	8,3	19,1	10,2
LN gộp/DT	32,4	23,2	22,5	26,6
LN ròng/DT	24,7	11,6	11,3	11,5
Nợ vay/Tổng TS	44,7	45,9	42,9	39,2
ROE	43,1	16,9	17,0	16,6
ROA	10,3	6,0	5,7	6,0
Cổ tức	25	33,3	20	15,0

Nguồn: PVD, HSX, RongViet Securites database



# TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS - HNX)

*Dầu khí - Dịch vụ & phân phối và trang thiết bị dầu khí*

**Địa chỉ:** Lầu 5, PetroVietnam Tower, Số 1-5 Lê Duẩn, Q1, Tp.HCM

**Điện thoại:** +84 8 39102828

**Fax:** +84 8 39102929

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

**Email:** [ptsc.hcm@hcm.vnn.vn](mailto:ptsc.hcm@hcm.vnn.vn)

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá @23/03/12 (VND)	16.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	21.400
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	12.500
Số CP đang lưu hành	297.802.094
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	1.065.789
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.003,1
Trailing P/E (2011) (x)	3,8
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,9

## Quản trị Điều hành

Thái Quốc Hiệp, CT.HĐQT  
Tạ Đức Tiến, PCT. HĐQT  
Nguyễn Hùng Dũng, TV.HĐQT – TGĐ  
Lều Minh Tiến, TV.HĐQT – P.TGĐ  
Nguyễn Hữu Hải, TV.HĐQT  
Nguyễn Xuân Sơn, TV.HĐQT  
Nguyễn Văn Dân, TV.HĐQT

## Thông tin doanh nghiệp

PVS tiền thân là Công ty Dịch vụ kỹ thuật dầu khí được thành lập năm 1993. Hiện, PVN nắm giữ 34,3% phần vốn. Công ty gần như độc quyền trong lĩnh vực cung cấp các dịch vụ kỹ thuật dầu khí trong nước, với thị phần chi phối trong dịch vụ cho thuê các loại tàu chuyên dụng phục vụ cho hoạt động khai thác và dịch vụ cảng cho ngành dầu khí. Bên cạnh đó Công ty còn là một trong những nhà thầu lớn trong lĩnh vực cơ khí.

Trong năm 2011, PVS đã thực hiện hơn 300 thông báo thuê tàu, ký kết hơn 210 hợp đồng với các công ty, nhà thầu dầu khí. Tổng số ngày làm việc của đội tàu tăng 10% so với năm 2010. Bên cạnh hoạt động cho thuê tàu, trong năm 2011, Công ty cũng đã hoàn thành nhiều dự án trong mảng xây lắp dầu khí như nhà máy nhiệt điện Long Phú 1, mỏ Tê Giác Trắng...

Năm 2011, doanh thu của Công ty tăng 44% so với năm 2010 tương ứng đạt 24.298,6 tỷ đồng. Trong đó, mảng cơ khí có biên lợi nhuận thấp vẫn có sự tăng trưởng mạnh nhưng nhờ mảng vận hành cảng có biên lợi nhuận cao cũng có tốc độ tăng trưởng tốt nên tỷ suất lãi gộp tăng từ 6,9% lên 8%. Tuy nhiên, chi phí tài chính của PVS tăng hơn 500 tỷ do chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá; và chi phí quản lý cũng tăng gần gấp đôi. Mặt khác, Công ty cũng có được khoản lợi nhuận hơn 500 tỷ từ việc bán kho nổi FSO Bạch Hổ. Vì vậy, lợi nhuận ròng của PVS đạt 1.250,3 tỷ, tăng gần 35,8% so với năm 2010.

## Triển vọng phát triển

Với các sản phẩm và dịch vụ hiện có thì PVS là doanh nghiệp có khả năng hưởng lợi nhiều nhất từ hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí của PVN trong các năm tới. Các dịch vụ mà Công ty đang cung cấp gần như là độc quyền hoặc có thị phần chi phối nên PVS hoàn toàn có thể tận dụng vị thế vững chắc của mình để tận dụng các cơ hội có được. Ngoài ra, PVS cũng sẽ đẩy mạnh các dịch vụ mới như tàu thăm dò địa chất 2D...

Năm 2012, PVS đặt kế hoạch kinh doanh khá khiêm tốn với doanh thu là 22.500 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế là 950 tỷ. Dựa trên quy mô kinh doanh hiện tại, chúng tôi cho rằng PVS có khả năng vượt 18,8% kế hoạch doanh thu, đạt 26.728,5 tỷ, và vượt xa kế hoạch lợi nhuận với lợi nhuận sau thuế dự phóng vào khoảng 1.069,1 tỷ, tương ứng với EPS (trên SLCPLH hiện tại) là 3.590 đ/cp.

Nhìn chung, PVS là công ty có kết quả kinh doanh tương đối ổn định và thích hợp để đầu tư dài hạn. Với triển vọng phát triển của ngành dầu khí cùng với vị thế chi phối trong tất cả các hoạt động chính, PVS vẫn có thể tiếp tục duy trì sự tăng trưởng trong tương lai.

## Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	10.685,5	16.878,6	24.298,6	26.728,5
Lợi nhuận trước thuế	810,3	1.132,9	1.721,4	1.472,0
Lợi nhuận sau thuế	638,4	920,6	1.250,3	1.069,1
Vốn điều lệ	2.000,0	1.988,0	2.978,0	2.978,0
Vốn chủ sở hữu	3.550,2	3.525,3	5.754,7	6.377,1
Tổng tài sản	12.477,8	17.513,2	22.630,3	25.078,0
EPS (VND/cp)	3.673	4.658	4.382	3.590
Giá trị sổ sách (VND/cp)	17.751	17.733	19.324	21.414

## Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	23,2	57,6	44,0	10,0
Tăng trưởng LNST	18,3	41,3	35,8	(14,5)
LN gộp /DT	10,0	6,9	8,0	7,5
LN ròng/ DT	5,9	5,5	5,1	4,0
Nợ vay/Tổng TS	37,4	32,7	26,0	26,9
ROE	17,8	22,9	21,7	16,8
ROA	5,1	5,3	5,5	4,3
Cổ tức	20,0	15,0	-	25,0

Nguồn: PVS, HNX, RongViet Securites databases

## TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG

### ĐIỆN

#### Những nét chính năm 2011

**Giá bán điện tăng.** Giá bán điện được Chính phủ phê duyệt tăng 15,28% lên 1.220 đồng/KWh từ đầu tháng 3 năm 2011. Giá bán điện bình quân của EVN là 1.242 đồng/KWh. Từ giữa tháng 12/2011, giá bán điện lại tiếp tục tăng thêm 5% lên 1.304 đồng/kWh. Tuy nhiên việc tăng giá tiêu thụ chưa có tác động trực tiếp đến lợi nhuận của các nhà máy điện do giá bán điện phụ thuộc vào hợp đồng bán điện của các công ty.

**Ngành điện vẫn duy trì được sự tăng trưởng nhất định.** Trong năm 2011, sản lượng điện sản xuất và mua ngoài là 108,93 tỷ KWh, tăng 8,86% so với năm 2010, trong đó tổng điện năng sản xuất và nhập khẩu 6 tháng đầu năm là 53,35 tỷ kWh, tăng 10,31%; 6 tháng cuối năm là 56,56 tỷ kWh, tăng 7,47%.

**Nhiều dự án đầu tư ngành điện được hoàn thành.** Năm 2011, tổng giá trị khối lượng thực hiện đầu tư xây dựng là 63.645 tỷ đồng, tăng 11,3% so với năm 2010. EVN đã đóng điện và đưa vào vận hành hơn 40 công trình lưới điện từ 220-500kV. Ngoài ra, EVN cũng tiến hành xây dựng 24 công trình đường dây và trạm của 8 dự án 500kV và 16 dự án lưới điện 220kV.

*Nhìn chung, trong năm 2011 các doanh nghiệp thủy điện đều có kết quả kinh doanh tăng trưởng so với năm trước. Trong khi đó, các công ty nhiệt điện lại gặp nhiều khó khăn do các chi phí đầu vào như than, chi phí nguyên liệu, nhân công đều tăng làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các công ty này. Ngoài ra, các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khiến kết quả của doanh nghiệp vay nợ nước ngoài nhiều bị ảnh hưởng nghiêm trọng, điển hình là PPC.*

#### Triển vọng phát triển năm 2012

**Giá nguyên vật liệu cho nhiệt điện tăng.** Giá bán than cho điện dự kiến có thể tăng hơn 25%. Điều này sẽ có ảnh hưởng không nhỏ đến chi phí đầu vào của các doanh nghiệp nhiệt điện.

**Giá bán điện có thể tăng tiếp tục.** Giá điện đã tăng 5% vào cuối năm 2011 và dự kiến sẽ tiếp tục được điều chỉnh tăng thêm hơn 10%. Như đã đề cập ở trên, việc tăng giá điện giúp các công ty điện có cơ sở để đề xuất tăng giá bán điện khi ký hợp đồng mới với EVN.

**Dự kiến tình hình thiếu điện sẽ giảm bớt trong năm 2012.** Theo ước tính thì sản lượng điện năm 2012 của cả nước là 120,8 tỉ kWh, tăng 10,89% so với năm 2011 (bao gồm của EVN và các doanh nghiệp khác). Trong đó, sản lượng điện 6 tháng mùa khô năm 2012 dự kiến là 58,16 tỉ kWh và mùa mưa là 62,64 tỷ kWh. Hầu hết các hồ thủy điện đã tích nước đến mức cao vào cuối năm 2011. Ngoài ra, các hoạt động tiết kiệm điện cũng đang được đẩy mạnh. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ điện được dự báo sẽ không tăng mạnh.

*Theo quan điểm của người phân tích, trong năm 2012, tình hình của các công ty trong ngành có thể có những diễn biến tốt hơn năm 2011. Trong tương lai, khi giá bán cho EVN được điều chỉnh tăng thì kết quả kinh doanh của các công ty trong ngành sẽ được cải thiện đáng kể. Do đó, nhà đầu tư có thể cân nhắc mua các cổ phiếu trong ngành trong dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý những công ty ngành điện có cơ cấu vốn vay nợ nước ngoài nhiều sẽ phải đối mặt với rủi ro tỷ giá.*

## GAS

### Những nét chính năm 2011

**Giá LPG biến động thất thường.** Giá LPG trong nước đầu năm vào khoảng 325.000 đồng/ bình 12kg và đến tháng 3 tăng lên khoảng 380.000 đồng/bình 12kg. Sau đó, giá LPG đã có xu hướng giảm và giảm về gần 350.000 đồng/ bình 12 kg vào tháng 9 và tiếp tục biến động xung quanh mức này cho đến hết năm.

**PVGas, nhà cung cấp khí nội địa duy nhất có tốc độ tăng trưởng tốt.** Trong năm 2011, PVGas đã cung cấp ra thị trường trong nước trên 1,11 triệu tấn LPG, tăng 40% so với năm 2010. Sản lượng khí thiên nhiên được phân phối trong năm: khí khô đạt 8,4 tỷ m<sup>3</sup> trong đó CNG là 113 triệu m<sup>3</sup> và khí thấp áp là 525 triệu m<sup>3</sup>. Cơ cấu với hơn 90% dành cho sản xuất điện, đạm vẫn được duy trì. Ngoài ra, trong năm 2011, giá bán các loại khí thiên nhiên cũng được điều chỉnh tăng. Nhờ đó, PVGas đạt doanh thu 58.614 tỷ đồng, tăng 22% so với năm 2010, và lợi nhuận sau thuế là 6.040 tỷ đồng, tăng 13% so với năm 2010.

*Nhìn chung năm 2011, có sự phân hóa rõ rệt kết quả hoạt động các công ty trong ngành. Các công ty phân phối gas LPG thuần túy đều có kết quả kinh doanh không khả quan... Riêng PGD, doanh nghiệp độc quyền cung cấp khí thấp áp, tuy cũng có sự sụt giảm trong biên lợi nhuận song nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh nên lợi nhuận vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt. Tăng trưởng ấn tượng nhất về lợi nhuận là CNG, hiện có tỷ suất lợi nhuận rất cao giúp kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt. Như vậy, ngoài các doanh nghiệp kinh doanh các loại gas mới với giá đầu vào có sự « ưu đãi nhưng không chắc chắn », các doanh nghiệp gas khác có một năm hoạt động không thành công.*

### Triển vọng phát triển năm 2012

**Tình trạng cầu vượt cung vẫn sẽ tiếp diễn trong thời gian tới.** Theo dự kiến, năm 2012 lượng khí thiếu hụt so với tổng nhu cầu cho điện khoảng gần 800 triệu m<sup>3</sup>.

**Với tư cách nguồn cung cấp khí duy nhất, kế hoạch sản xuất tiêu thụ khí của PVGas ảnh hưởng đến toàn ngành.** PV Gas đặt mục tiêu duy trì sản lượng khí như năm 2010, khoảng 8,8 tỷ m<sup>3</sup>, đáp ứng trên 90% tổng nhu cầu tiêu thụ khí của các hộ tiêu thụ, tổng sản lượng LPG cung cấp vào khoảng 870.000 tấn. Ngoài ra, sản lượng condensate tiêu thụ kế hoạch là 50.000 tấn.

**Nhiều dự án ngành gas trong ngắn hạn và dài hạn đang được triển khai sẽ góp phần làm tăng nguồn cung gas trong nước.** Năm 2012, các dự án Nam Côn Sơn 2 sẽ được khởi công nhằm bổ sung 7 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm cho thị trường Đông Nam Bộ. Ngoài ra, PVGas cũng sẽ khởi công nhà máy GPP Cà Mau với công suất 22 triệu m<sup>3</sup> khí/ngày và hoàn thành hệ thống cấp khí thấp áp Phú Mỹ - Nhơn Trạch để cung cấp cho các hộ công nghiệp với công suất 2 triệu m<sup>3</sup>/ngày.

**Giá dầu ở mức cao nhiều khả năng sẽ kéo theo giá khí.** Giá dầu luôn được duy trì ở mức cao trong thời gian gần đây do căng thẳng chính trị ở Trung Đông và nhu cầu tiêu thụ ở các nước mới nổi. Điều này có thể làm cho giá của các loại nhiên liệu trong đó có LPG tăng cao. Đối với thị trường trong nước, việc tăng giá LPG đầu vào sẽ gây ra nhiều khó khăn cho các công ty phân phối LPG do các công ty này khi tăng giá đầu ra luôn vấp phải sự phản ứng mạnh mẽ từ dư luận.

*Từ những thực trạng nêu trên, theo dự báo của chúng tôi thì năm 2012 các công ty ngành gas sẽ tiếp tục có được sự tăng trưởng trong doanh thu, tuy nhiên, sự không ổn định sẽ khiến các doanh nghiệp phân phối LPG khó có kết quả lợi nhuận khả quan. Các doanh nghiệp có được tỷ suất lợi nhuận cao nhờ phân phối sản phẩm khí độc quyền có thể vẫn có kết quả lợi nhuận tốt trong năm 2012, tuy nhiên lại luôn phải chịu rủi ro biến động giá đầu vào vì phụ thuộc hoàn toàn vào chính sách của PVGas.*



## CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (PPC- HSX)

Tiện ích công cộng – Điện

Địa chỉ: Thôn Phao Sơn, thị trấn Phả Lại, Chí Linh, Hải Dương

Điện thoại: +84.0320 881 126

Fax: +84.0320 881 338

Website: [www.ppc.evn.vn](http://www.ppc.evn.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	9.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	10.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	5.500
Số CP đang lưu hành	323.154.614
KLGD BQ (3 tháng gần nhất)	325.687
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.022,5
Trailing P/E (2011) (x)	-
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,0

### Quản trị Điều hành

Phạm Kim Lâm, CT.HĐQT - TGD

Nguyễn Khắc Sơn, TV. HĐQT

Nguyễn Việt Hà, TV.HĐQT

Nguyễn Tấn Lộc, TV. HĐQT

Phạm Linh, TV. HĐQT

### Thông tin doanh nghiệp

PPC là một trong 3 nhà máy điện có quy mô hoạt động lớn nhất cả nước bên cạnh Thủy Điện Hòa Bình và nhà máy điện Phú Mỹ. Trong cơ cấu 3.262 tỷ đồng vốn điều lệ của PPC, phần sở hữu của EVN và EVN Finance là khoảng 64,7%.

Công suất thiết kế 6 tổ máy phát của PPC khoảng 6 tỷ kwh/năm. Tuy nhiên, PPC thường xuyên phải chạy vượt công suất để đáp ứng nhu cầu. Trong năm 2011, sản lượng điện sản xuất hơn 5,5 tỷ kWh do hoạt động bảo trì.

Năm 2011, doanh thu của Công ty đạt 3.880 tỷ, giảm 7,2% so với năm 2010 do sản lượng bị sụt giảm. Tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2011 cũng giảm từ 17,1% của năm 2010 còn 15,5% do các loại chi phí đầu vào tăng. Đáng nói hơn cả, PPC luôn chịu ảnh hưởng trực tiếp của biến động tỷ giá đồng Yên Nhật. Năm 2011, Công ty phải ghi nhận các khoản lỗ tỷ giá hơn 760 tỷ. Do đó, tính chung cả năm 2011, PPC không tạo ra lợi nhuận.

### Triển vọng phát triển

Là thành viên của EVN, tất cả sản lượng điện đầu ra của PPC luôn được EVN đảm bảo nên kinh doanh có tính ổn định, do đó Công ty chỉ cần tập trung vào việc đầu tư và sản xuất. Sau khi tăng 5% vào cuối năm 2011, giá điện nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng trong năm 2012 sẽ là yếu hỗ trợ việc đàm phán hợp đồng bán điện mới với EVN bên cạnh các cơ sở khác như chi phí nhiên, nguyên liệu đầu vào như dầu, than cũng sẽ tăng trong năm nay. Giá than bán cho các doanh nghiệp sản xuất điện sẽ điều chỉnh tăng hơn 25% so với năm trước có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh năm nay nếu giá điện không được điều chỉnh tăng.

Về kế hoạch kinh doanh năm 2012, PPC dự kiến đạt doanh thu 4.672,7 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 430,9 tỷ đồng. Sản lượng điện sản xuất dự kiến là 5,8 tỷ kWh. Ngân sách đầu tư tài chính là 3.500 tỷ đồng, trong đó ủy thác đầu tư tài chính ngắn hạn là 3.500 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng PPC sẽ hoàn thành kế hoạch sản lượng cũng như doanh thu. Tuy nhiên, giá than được điều chỉnh tăng sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của PPC. Mặt khác, đồng Yên Nhật đang có xu hướng giảm giá so với VND nên nhiều khả năng năm nay PPC sẽ giảm được các khoản lỗ do tỷ giá. Vì vậy, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của PPC năm nay có thể đạt 450 tỷ.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011	2012F
Doanh thu thuần	4.420,9	4.183,1	3.880,0	4.675,0
Lợi nhuận trước thuế	886,5	6,0	0,0	658,5
Lợi nhuận sau thuế	840,7	4,1	0,0	450,0
Vốn điều lệ	3.262,4	3.262,4	3.262,4	3.262,4
Vốn chủ sở hữu	4.265,7	3.727,7	3.102,3	3.403,4
Tổng tài sản	11.713,3	11.541,4	11.934,2	12.961,6
EPS* (VND/cp)	2.586	13	0	1.414
Giá trị sổ sách (VND/cp)	13.075	11.426	9.509	10.432

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011	2012F
Tăng trưởng DT	13,9	-9,5	-7,2	20,5
Tăng trưởng LNST	495,0	-99,5	-100,0	-
LN gộp /DT	29,0	17,1	15,5	16,5
LN ròng/ DT	19,0	0,1	0,0	9,6
Nợ vay/Tổng TS	58,7	63,5	68,5	63,1
ROE	19,7	0,1	0,0	13,2
ROA	7,2	0,0	0,0	3,5
Cổ tức	12,0	-	-	25,0

Nguồn: PPC, HSX, RongViet Securities databases





## CTCP KHÍ THẤP ÁP VIỆT NAM (PGD – HSX)

*Phân phối khí*

**Địa chỉ:** Lầu 4, Tòa nhà Citylight, 45 Võ Thị Sáu, Q1, Tp. Hồ Chí Minh

**Điện thoại:** +84 8 39100614

**Fax:** +84 8 39100615

**Website:** [www.pvgasd.com.vn](http://www.pvgasd.com.vn)

**Email:** [pvgas@vnn.vn](mailto:pvgas@vnn.vn)

### Thông tin doanh nghiệp

PGD tiền thân là Xí nghiệp kinh doanh khí thấp áp Vũng Tàu được thành lập năm 2002. Hiện Tổng công ty khí Việt Nam nắm giữ 50,5%. Công ty là nhà độc quyền cung cấp các sản phẩm khí thấp áp (một loại nhiên liệu mới có chất lượng tốt cũng như giá cả thấp hơn so với các loại nhiên liệu khác như LPG, dầu FO, than ...) cho các hộ tiêu thụ công nghiệp qua hệ thống ống dẫn. Hiện tại PGD đã có hệ thống đường ống dẫn khí đến các KCN: Phú Mỹ và Mỹ Xuân.

Sản lượng tiêu thụ năm 2011 của PGD tăng 16,3% so với năm 2010 và đạt 535 triệu m3. Cùng với giá bán và tỷ giá tăng, PGD đã đạt doanh thu 3.342,2 tỷ, tăng 57,7% so với cùng kỳ. Mặc dù giá đầu ra tăng ít hơn giá đầu vào làm cho tỷ suất lãi gộp giảm từ 19,6% xuống 15,7%, nhưng tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu lần lượt chỉ còn 3,9% và 0,6% so với con số của cùng kỳ là 6,1% và 1%, nên lợi nhuận sau thuế của PGD tăng 41% so với cùng kỳ và đạt 303,8 tỷ.

### Triển vọng phát triển

Hiện nay, hệ thống ống dẫn đến các KCN Phú Mỹ và Mỹ Xuân chỉ hoạt động khoảng 40-50% công suất. Do đó, PGD vẫn có khả năng gia tăng sản lượng đối với các khách hàng hiện tại cũng như mở rộng sang các khách hàng mới trong hai khu công nghiệp này. Ngoài ra, hai dự án ở KCN Nhơn Trạch và Hiệp Phước sắp hoàn thành sẽ tạo điều kiện cho PGD tiếp cận các thị trường mới.

Hai dự án ở KCN Nhơn Trạch và Hiệp Phước sẽ bắt đầu phát huy tác dụng từ năm nay và chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ từ 2 dự án này trong năm 2012 là 50 triệu. Ngoài ra, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ từ KCN Phú Mỹ và Mỹ Xuân tăng trưởng khoảng 10%. Như vậy, sản lượng tiêu thụ năm 2012 được dự báo là 665 triệu m3. Mặt khác, giá khí mua vào và bán ra bình quân trong năm lần lượt là 8,9 USD/MMBTU và 10,3 USD/MMBTU. Cùng với dự phóng lợi nhuận từ hoạt động tài chính và các chi phí hoạt động khác, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của PGD vào khoảng 377,6 tỷ, tương đương mức EPS là 8.801 đồng/cp.

Là một doanh nghiệp trẻ, có vị thế độc quyền thì PGD có thể là một lựa chọn để đầu tư. Tuy nhiên, số lượng khách hàng hiện tại của PGD khá nhỏ và phụ thuộc vào một số khách hàng lớn. Bên cạnh đó, nguồn nguyên liệu đầu vào hoàn toàn phụ thuộc vào PVGas có thể dẫn đến sự thiếu ổn định trong hiệu quả hoạt động của PGD.

#### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @23/03/12 (VND)	32.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	38.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	29.000
Số CP đang lưu hành	42.900.000
KLGDDBQ (3 tháng gần nhất)	43.742
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.372,8
Trailing P/E (2011) (x)	4,5
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	1,6

#### Quản trị Điều hành

Phạm Văn Huệ, CT.HĐQT

Nguyễn Văn Sơn, PCT.HĐQT – TGD

Trần Ngọc Trinh, TV.HĐQT

Cao Khánh Hưng, TV.HĐQT

Đoàn Quang Vinh, TV.HĐQT

#### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	1.232,8	2.123,4	3.342,2	5.670,3
Lợi nhuận trước thuế	239,8	289,3	405,1	503,4
Lợi nhuận sau thuế	197,8	216,9	303,8	377,6
Vốn điều lệ	330,0	428,6	429,0	429,0
Vốn chủ sở hữu	510,4	718,0	878,2	1.162,7
Tổng tài sản	764,8	977,6	1.728,4	1.915,1
EPS (VND/cp)	5.994	6.066	7.082	8.801
Giá trị sổ sách (VND/cp)	15.467	16.751	20.471	27.102

#### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng DT	162,0	37,9	57,4	69,7
Tăng trưởng LNST	263,2	-17,1	40,1	24,3
LN gộp/DT	41,1	29,0	15,8	13,5
LN ròng/DT	26,6	16,1	9,1	6,7
Nợ vay/Tổng TS	0,0	0,0	0,0	0,0
ROE	53,1	38,6	34,6	32,5
ROA	37,0	25,8	17,6	19,7
Cổ tức	50,0	44,5	20,0	25,0

Nguồn: PGD, HSX, RongViet Securities databases



## CÔNG NGHỆ

### Những nét chính năm 2011

#### **Ngành công nghệ thông tin (CNTT) và viễn thông luôn duy trì được tốc độ tăng trưởng cao.**

Năm 2011, doanh thu từ ngành CNTT đạt hơn 8,5 tỷ USD, tăng hơn 35% so với năm 2010. Ngoài ra, các doanh nghiệp viễn thông lớn cũng có sự tăng trưởng mạnh. Doanh thu của VNPT đạt 120.800 tỷ đồng, tăng 18,26% so với năm 2010. Viettel và Tổng Công ty truyền thông đa phương tiện (VTC) đều có doanh thu tăng trưởng tốt với con số cụ thể lần lượt là 117.000 tỷ và 10.300 tỷ.

#### **Có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp trong ngành.**

Trong lĩnh vực tích hợp hệ thống, các doanh nghiệp đứng đầu là FPT, CMG, ELC đã chiếm trên 60% thị phần. Đối với lĩnh vực gia công phần mềm, do các doanh nghiệp đều ký hợp đồng với các đối tác nước ngoài nên mức độ cạnh tranh không cao nhưng những doanh nghiệp lớn như FPT, CSC... vẫn chiếm thế độc tôn trong giá trị hợp đồng.

Trong lĩnh vực viễn thông, ưu thế vẫn đang thuộc về các công ty lớn là VNPT, Viettel và FPT. Đối với viễn thông di động, VNPT (gồm Vinaphone và Mobiphone) và Viettel đã chiếm hơn 88% thị phần. Đối với internet, VNPT, FPT và Viettel chiếm hơn 93% thị phần.

Riêng thị trường phân phối máy tính và các thiết bị công nghệ viễn thông hiện cạnh tranh khá cao với nhiều doanh nghiệp tham gia như Petrosetco, FPT, CMG,... và các công ty phân phối các sản phẩm giá rẻ.

### Triển vọng phát triển năm 2012

**Tiếp tục tăng trưởng cao và trở thành ngành công nghiệp mũi nhọn.** Ngành CNTT – Viễn thông đã được Chính phủ định hướng trở thành ngành công nghiệp mũi nhọn có tốc độ tăng trưởng 20 – 25%/năm, gấp từ 2 – 3 lần GDP. Năm 2012 là năm triển khai các chương trình của Chính phủ như: Đề án đưa Việt Nam sớm trở thành nước mạnh về CNTT – Viễn thông và chương trình quốc gia về ứng dụng CNTT trong hoạt động của cơ quan nhà nước giai đoạn 2011-2015.

#### **Một số lĩnh vực được kì vọng có tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2012.**

- **Dịch vụ ERP:** trong xu thế hội nhập nhiều doanh nghiệp trong nước có qui mô lớn như Vinamilk, Novagroup, Petrolimex... đã chi hàng triệu USD ứng dụng ERP để điều hành và quản lý doanh nghiệp. Mặc dù số lượng doanh nghiệp sử dụng hiện nay vẫn còn thấp nhưng sẽ tăng lên nhanh do ứng dụng ERP là xu thế tất yếu và là công cụ giúp các doanh nghiệp cải thiện năng lực cạnh tranh và tăng năng suất lao động.
- **Dịch vụ 3G:** Do số lượng thuê bao di động trong nước gần như bão hòa nên các nhà khai thác sẽ chuyển dần sang cạnh tranh về dịch vụ 3G. Giá cả của các điện thoại thông minh ngày càng rẻ cũng là tiền đề cho sự phát triển của dịch vụ 3G.
- **Nội dung số:** sự phát triển của mạng 3G sẽ thúc đẩy sự phát triển của dịch vụ mạng di động và là cơ hội cho các công ty hoạt động trong lĩnh vực này như ELC. Ngoài ra, trò chơi trực tuyến, quảng cáo trực tuyến và thương mại điện tử còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng.

#### **Nhìn chung, công nghệ - viễn thông là ngành có triển vọng tốt trong ngắn hạn và dài hạn.**

Với các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ và tiềm năng phát triển trong các lĩnh vực hoạt động mới, ngành công nghệ - viễn thông xứng đáng nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư trong ngắn hạn và dài hạn. Tuy nhiên, số lượng công ty niêm yết có nền tảng hoạt động kinh doanh vững chắc còn ít, đặc biệt là trong mảng viễn thông, nên nguồn cung cổ phiếu không nhiều. Mặt khác, mặc dù tiến trình cổ phần hóa của Mobiphone, Vinaphone và Viettel đang diễn ra chậm chạp nhưng sẽ tạo ra nguồn cung dồi dào cho nhà đầu tư khi hoàn thành.



## CTCP FPT (FPT – HSX)

Công nghệ

Địa chỉ: Tòa nhà FPT Cầu Giấy,  
Đường Phạm Hùng, Q. Cầu  
Giấy, Hà Nội  
Điện thoại: (84.4)7300 7300  
Fax: (84.4)7368 9079  
Website: <http://www.fpt.com.vn>  
Email: [webmaster@fpt.com.vn](mailto:webmaster@fpt.com.vn)

### Chỉ tiêu cơ bản

Giá @ 23/03/12 (VND)	58.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	59.000
Giá thấp nhất (52 tuần)(VND)	43.400
Số CP đang lưu hành	216.080.072
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	146.789
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	12.532,6
Trailing P/E (2011) (x)	7,4
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	2,3

### Quản trị Điều hành

Trương Gia Bình, CT HĐQT  
Trương Thị Thanh Thanh, PCT.HĐQT  
Bùi Quang Ngọc, PCT. HĐQT  
Hoàng Minh Châu, PCT. HĐQT  
Lê Quang Tiến, PCT. HĐQT  
Đỗ Cao Bảo, TV. HĐQT  
Hoàng Nam Tiến, TV HĐQT  
Jonathon Ralph Alexander Waugh,  
TV.HĐQT  
Nguyễn Điệp Tùng, TV HĐQT  
Nguyễn Thành Nam, TV. HĐQT  
Trương Đình Anh, TV HĐQT – TGD

### Thông tin doanh nghiệp

FPT là tập đoàn dẫn đầu ngành CNTT và có quy mô hoạt động gần như bao trùm tất cả các mảng hoạt động của ngành này. Hiện tại, FPT đang dẫn đầu trong các lĩnh vực tích hợp hệ thống, giải pháp và gia công phần mềm. Ngoài ra, các công ty con của FPT cũng có vị thế vững chắc trong mảng phân phối sản phẩm CNTT và cung cấp dịch vụ internet. FPT cũng tham gia vào lĩnh vực đào tạo nhân lực cho ngành bằng cách cho ra đời Đại học FPT và bước đầu đã đạt được khá nhiều thành công.

Năm 2011, FPT đạt được tốc độ tăng trưởng tốt với doanh thu đạt 25.370,2 tỷ tăng 26,7% so với 2010. Gần như các mảng hoạt động chính của Công ty đều tăng trưởng ít nhất là 20% so với năm trước. Mảng tạo ra lợi nhuận nhiều nhất vẫn là mảng viễn thông (550 tỷ), kế đó là mảng phân phối (517 tỷ) và phần mềm (498 tỷ). Về tăng trưởng lợi nhuận, một số mảng có tốc độ tăng trưởng ấn tượng là nội dung số (61%), tích hợp hệ thống (34%) và giáo dục (32%). Trong năm 2011, FPT đã tiến hành sát nhập các công ty con bao gồm FPT IS, FPT Software, FPT Trading nên phần lợi ích cổ đông thiếu số sụt giảm so với năm trước. Nhờ đó, lợi nhuận sau thuế đạt 1.681,8 tỷ đồng, tăng 33% so với 2010.

### Triển vọng phát triển

Trong năm 2012, FPT sẽ tiến hành thực hiện một số dự án đầu tư quan trọng trong các mảng viễn thông, nội dung số và giáo dục. Trong mảng viễn thông, FPT Telecom sẽ đầu tư vào trực tiếp Bắc Nam để đảm bảo cơ sở hạ tầng nhằm cung cấp các sản phẩm và dịch vụ tốt hơn cho khách hàng. Ngoài ra, FPT Telecom cũng sẽ nâng dung lượng các đường cáp biển lên để nâng cao tốc độ đường truyền quốc tế. Trong năm 2012, FPT cũng sẽ tiến hành thu mua lại toàn bộ cổ phiếu của FPT Telecom để hợp nhất hoàn toàn công ty này. Trong mảng nội dung số, FPT online sẽ tiến hành triển khai khoảng 4000 kiosk hỗ trợ thanh toán tiền điện thoại, điện, nước... khắp cả nước và triển khai các sản phẩm web game mới. Trong mảng giáo dục, FPT sẽ tiếp tục thực hiện dự án đại học FPT trong khu công nghệ cao Hòa Lạc.

Năm 2012, trên cơ sở dự phóng kết quả kinh doanh của các mảng hoạt động chính, chúng tôi dự báo doanh thu của FPT vào khoảng 31.459 tỷ, tăng 24% so với năm 2011. Tỷ suất lãi ròng dự báo ở mức 6,7% nên LNST dự báo đạt 2.013,4 tỷ, tương đương mức EPS là 9.318 đ/cp (EPS pha loãng là 8.255 đ/cp).

Là một doanh nghiệp hàng đầu và có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao, FPT là cổ phiếu đáng để xem xét đầu tư. Việc trẻ hóa đội ngũ lãnh đạo trong thời gian gần đây có thể sẽ giúp cho các chính sách phát triển của FPT trong tương lai năng động hơn. Tuy nhiên, cổ phiếu FPT có rủi ro pha loãng từ 1.800 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi. Nếu chuyển đổi toàn bộ, SLCPLH sẽ tăng thêm 27,8 triệu cổ phiếu (tăng 13,0%) và quyền sở hữu của cổ đông hiện hữu sẽ giảm đi 11,4%.

### Tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	18.404,0	20.017,3	25.370,2	31.459,0
Lợi nhuận trước thuế	1.697,5	2.023,2	2.501,5	2.994,7
Lợi nhuận sau thuế	1.063,3	1.264,5	1.681,8	2.013,4
Vốn điều lệ	1.438,3	1.934,8	2.160,8	2.160,8
Vốn chủ sở hữu	2.999,5	3.980,7	5.518,3	7.099,5
Tổng tài sản	10.395,4	12.304,5	14.943,1	17.302,4
EPS (VND/cp)	5.607	6.584	7.861	9.318
Giá trị sổ sách (VND/cp)	20.855	20.574	25.538	32.856

### Tỷ số tài chính

Đơn vị: %	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng DT	12,3	8,8	26,7	24,0
Tăng trưởng LNST	27,1	18,9	33,0	19,7
LN gộp /DT	20	19,9	19,5	19,3
LN ròng/ DT	5,8	6,3	6,6	6,4
Nợ vay/Tổng TS	39,7	36,4	31,3	20,8
ROE	35,4	31,8	30,5	28,4
ROA	10,2	10,3	11,3	11,6
Cổ tức	25	15	-	25,0

Nguồn: FPT, HSX, RongViet Securites database

## PHỤ LỤC 1

### GIẢI THÍCH THUẬT NGỮ

- BCTC: báo cáo tài chính
- BV (Book Value): Giá trị sổ sách
- CPH: cổ phần hóa
- CPI (Consumer Price Index) - Chỉ số giá tiêu dùng: là khái niệm đo lường giá cả của các mặt hàng tiêu biểu và thiết yếu cho người tiêu dùng tại một thời điểm cụ thể và so sánh với một giai đoạn làm cơ sở được thay đổi theo thời gian.
- CTCP: Công ty cổ phần
- DNNN: Doanh nghiệp Nhà nước
- NHNN: Ngân hàng Nhà nước
- EPS (Earning per share) – Thu nhập trên mỗi cổ phần
- EPS\*: Thu nhập trên mỗi cổ phần điều chỉnh theo số lượng cổ phiếu bình quân
- FDI (Foreign Direct Investment) – Đầu tư trực tiếp nước ngoài
- GDP (Gross Domestic Product) – Tổng sản phẩm quốc nội
- HĐQT: Hội đồng quản trị
- IPOs (Initial Public Offerings): Phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu
- KCN: Khu công nghiệp
- PGD: Phòng giao dịch
- NĐT: Nhà đầu tư
- NH: Ngân hàng
- NHTMCP: Ngân hàng Thương mại Cổ phần
- NQ ĐHCĐ: Nghị quyết đại hội cổ đông
- ODA (Official Development Assistance) – Hỗ trợ phát triển chính thức: là các khoản cho vay không lãi suất hoặc lãi suất thấp với thời gian vay dài với mục tiêu là phát triển kinh tế và nâng cao phúc lợi ở nước được đầu tư và thường là cho Nhà nước vay
- OTC (Over-the-counter): Thị trường chứng khoán phi tập trung
- P/BV (Price/ Book Value): Tỷ số thị giá trên giá trị sổ sách.
- P/E (Price/ Earning per share): là hệ số giữa thị giá của cổ phiếu và thu nhập trên mỗi cổ phiếu
- ROA (Return on Assets): Hệ số thu nhập trên tài sản
- ROE (Return on Equity): Hệ số thu nhập trên vốn cổ phần
- TCT: Tổng Công ty
- TGĐ: Tổng Giám đốc
- TNHH MTV: Trách nhiệm hữu hạn một thành viên
- TTCK: Thị trường Chứng khoán
- TTS: Tổng tài sản
- Tỷ: trong báo cáo này, nếu không đề cập đơn vị thì được mặc định hiểu là tỷ đồng.
- UBND: Ủy ban Nhân dân
- VCSH: Vốn chủ sở hữu
- VDL: Vốn điều lệ
- WTO (World Trade Organization) – Tổ chức thương mại thế giới

## PHỤ LỤC 2

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

2. Bộ Tài chính (<http://www.mof.gov.vn>)
3. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (<http://mpi.gov.vn>)
4. Bộ Công nghiệp (<http://www.moi.gov.vn> )
5. Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn (<http://www.mard.gov.vn/>)
6. Bộ Thủy sản (<http://www.mofi.gov.vn>)
7. Bộ Xây dựng (<http://www.moc.gov.vn>)
8. Bộ Giao thông Vận tải (<http://www.mt.gov.vn>)
9. Bộ Y tế (<http://www.moh.gov.vn>)
10. Bộ Bưu chính - Viễn thông (<http://www.mpt.gov.vn/>)
11. NHNN Việt Nam (<http://www.sbv.gov.vn>)
12. Tổng cục Hải quan Việt Nam (<http://www.customs.gov.vn>)
13. Tổng cục Thống kê Việt Nam (<http://www.gso.gov.vn>)
14. Cơ sở dữ liệu Viện trợ phát triển và Công cụ quản lý viện trợ (<http://www.dad.mpi.gov.vn>)
15. Ban Chỉ đạo đổi mới và phát triển doanh nghiệp (<http://www.nscerd.org.vn>)
16. Ngân hàng Thế giới (<http://www.worldbank.org/>)
17. Ủy ban chứng khoán Nhà nước (<http://www.ssc.gov.vn> )
18. Trung Tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (<http://www.hnx.vn>)
19. Sở GD&ĐT TP.Hồ Chí Minh (<http://www.hsx.vn>)
20. Tập đoàn Điện lực Việt Nam (<http://www.evn.com.vn>)
21. Thời báo Kinh tế Việt Nam (<http://www.vneconomy.vn>)
22. The Economist Intelligence Unit (<http://www.eiu.com>)
23. Business Monitor International (<http://www.businessmonitor.com>)
24. <http://www.ceicdata.com>
25. International Finance Corporation (<http://www.ifc.org>)

## ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH

Phòng Phân tích	Tên	Phụ trách	Số máy lẻ	Địa chỉ email
	Nguyễn Hắc Hải, CFA	Giám đốc Phân tích và Tư vấn đầu tư	310	<a href="mailto:hai.nh@vdsc.com.vn">hai.nh@vdsc.com.vn</a>
	Hồ Thị Thanh Huyền	Phó phòng Phân tích Kinh tế và thị trường	339	<a href="mailto:huyen.htt@vdsc.com.vn">huyen.htt@vdsc.com.vn</a>
	Đoàn Thị Thanh Trúc	Phó phòng Phân tích cơ bản	342	<a href="mailto:truc.dtt@vdsc.com.vn">truc.dtt@vdsc.com.vn</a>
	Võ Hoàng Chương	Phân tích cơ bản	313	<a href="mailto:chuong.vh@vdsc.com.vn">chuong.vh@vdsc.com.vn</a>
	Võ Thu Thủy	Phân tích cơ bản	313	<a href="mailto:thuy.tt@vdsc.com.vn">thuy.tt@vdsc.com.vn</a>
	Đặng Thảo Nguyên	Phân tích cơ bản	349	<a href="mailto:nguyen.dt@vdsc.com.vn">nguyen.dt@vdsc.com.vn</a>
	Phạm Như Ngọc	Phân tích cơ bản	348	<a href="mailto:ngoc.pn@vdsc.com.vn">ngoc.pn@vdsc.com.vn</a>
	Nguyễn Thị Phương Lam	Phân tích kinh tế và thị trường	340	<a href="mailto:lam.ntp@vdsc.com.vn">lam.ntp@vdsc.com.vn</a>
	Trần Thị Hà My	Phân tích kinh tế và thị trường	348	<a href="mailto:my.tth@vdsc.com.vn">my.tth@vdsc.com.vn</a>
	Nguyễn Vũ Tuấn Hải	Phân tích kỹ thuật	340	<a href="mailto:hai.nvt@vdsc.com.vn">hai.nvt@vdsc.com.vn</a>
	Hồ Quốc Tuấn	Kinh tế vĩ mô		<a href="mailto:tuhan.hq@vdsc.com.vn">tuhan.hq@vdsc.com.vn</a>



## CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax : (84 8) 6291 7986

Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

### Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

---

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securites tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securites thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securites. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securites đều trái luật. Bản quyền thuộc RongViet Securites, 2012.

---