

Báo cáo chiến lược

2013



Robert Zielinski

Giám đốc Nghiên cứu và Phân tích

robert.zielinski@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 145



Michel Tosto

Giám đốc Giao dịch tổ chức

michel.tosto@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 102

Khó khăn nhưng không bị quan

Nền kinh tế của Việt Nam sẽ được hưởng lợi trong năm 2013 nhờ sự phục hồi của Mỹ và tăng trưởng của Trung Quốc, lãi suất giảm, lạm phát ổn định, cán cân thanh toán khả quan và đồng nội tệ vững. Tuy nhiên, với các ngân hàng và các công ty bất động sản, vốn chiếm tới một nửa thị trường chứng khoán, chúng tôi không thể lạc quan về diễn biến giá cổ phiếu trước khi Chính phủ có hành động cụ thể xử lý vấn đề nợ xấu. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư không nên mua phần lớn các cổ phiếu ngân hàng và bất động sản, và tập trung vào các công ty hàng tiêu dùng, FPT, các công ty năng lượng và cao su.

Triển vọng kinh tế ổn định

Chúng tôi cho rằng môi trường kinh tế sẽ thuận lợi do tăng trưởng GDP lành mạnh, giá cả ổn định, đồng nội tệ vững vàng và tăng trưởng xuất khẩu được duy trì. Lãi suất có thể giảm tiếp, nhất là khi tăng trưởng tín dụng thấp. Trên thế giới, nền kinh tế Mỹ đang chứng kiến thị trường bất động sản phục hồi, và Trung Quốc đang nỗ lực kích cầu nội địa.

Khó khăn của ngành ngân hàng cần được giải quyết

Dấu hỏi lớn nhất hiện nay là Chính phủ sẽ đưa ra những động thái nào để giải quyết vấn đề nợ xấu, khi vấn đề này có thể gây tác động tiêu cực lên tăng trưởng ngắn hạn nhưng tác động tích cực trong dài hạn. Ngành bất động sản đang gặp khó khăn, và hậu quả từ đầu cơ bất động sản và xây dựng quá mức cần được làm rõ. Tương tự, nợ của Việt Nam là quá lớn so với quy mô nền kinh tế. Những sai lầm trước đây cần được khắc phục trước khi nền kinh tế có thể đi lên.

Giá các mã ngân hàng vẫn chưa được chiết khấu

Chúng tôi không ngoại trừ kịch bản đầu năm 2013 thị trường chứng khoán sẽ có một giai đoạn sôi động do hiện tại tình hình có vẻ khả quan hơn và thị trường kỳ vọng Chính phủ sẽ hành động để giúp thị trường BĐS phục hồi. Tuy nhiên, xét về các nhân tố cơ bản, chúng tôi dự báo các mã ngân hàng sẽ giảm xuống mức giá trị thực sự, hiện vẫn còn là một ẩn số, nhưng chắc chắn sẽ thấp hơn mức giá trị sổ sách. Các công ty bất động sản, vốn đang gặp khó khăn, cùng với các công ty tài chính chiếm một nửa thị trường chứng khoán; vì vậy chúng tôi chưa thể quá lạc quan ngay tại thời điểm này.

Hàng tiêu dùng, công nghệ, dầu khí và cao su

Đội ngũ chuyên viên phân tích của chúng tôi đã đưa ra các mã có triển vọng nhất trong năm 2013. Danh sách này bao gồm Vinamilk trong lĩnh vực thức ăn và đồ uống, FPT trong lĩnh vực công nghệ, GAS và PVD trong lĩnh vực dầu khí, và PHR và DPR trong lĩnh vực cao su.

Bức tranh toàn cảnh

Các đây một năm, mở đầu Báo cáo chiến lược năm 2012, chúng tôi đã nói rằng tăng trưởng sẽ không bị tác động, nhưng lĩnh vực tài chính rõ ràng có tín hiệu đang chịu áp lực. Với tỷ lệ tăng trưởng GDP 2012 ước đạt 5,3%, quá trình tăng trưởng của Việt Nam tỏ ra ổn định trong bối cảnh kinh tế hiện nay. Trong khi đó, những vấn đề của nền kinh tế giờ đây đã trở nên xác định và được Chính phủ và cộng đồng tài chính thừa nhận. Thị trường chứng khoán hiện được cứu cánh nhờ kỳ vọng Chính phủ sẽ đưa ra gói hỗ trợ cho bất động sản. Những luận điểm chính của chúng tôi như sau:

- **Không hề có khủng hoảng ngân hàng** – Chúng tôi không tin rằng kịch bản tận thế sẽ xảy ra như một số người tiên đoán, và dự báo của chúng tôi đã thành sự thực trong năm 2012. Điều này không có nghĩa là không có nguy cơ khủng hoảng, do mức độ nghiêm trọng của các vấn đề trong hệ thống ngân hàng, nhưng chúng tôi cho rằng xác suất tránh được khủng hoảng vẫn cao hơn xác suất rơi vào khủng hoảng.
- **Tăng trưởng GDP hợp lý** – Chúng tôi đã dự báo tăng trưởng 2012 chậm lại nhưng vẫn ở mức khả quan. Trong khi tăng trưởng thực tế đạt 5,3% còn được kỳ vọng ở mức 5,5%, chúng tôi đã dự báo tương đối chính xác. Thống kê của Bloomberg cho thấy tăng trưởng GDP các nước trong khu vực như sau: Philippines, 7,1%; Indonesia, 6,2%; Malaysia, 5,2%, Thái Lan 3,0%; và Singapore 0,3%.
- **Tình hình kinh tế vĩ mô ổn định** – Do cán cân thanh toán thặng dư, cán cân thương mại thặng dư lần đầu tiên trong nhiều năm, FDI và kiều hối mạnh, bức tranh vĩ mô đã ổn định rõ rệt. Các chính sách của Chính phủ nhằm kiểm soát các hoạt động giao dịch vàng và ngoại hối trái phép tiếp tục được thi hành hiệu quả, và thêm vào đó là đồng nội tệ vững vàng.
- **Chỉ số VNI** – Trong số các công ty môi giới tại Việt Nam, chúng tôi kém lạc quan nhất về diễn biến chỉ số VNI với dự báo đến cuối năm chỉ số này sẽ đạt 420 điểm. Chúng tôi cho rằng dự báo này tương đối chính xác do vào ngày 19/12/2012, tại thời điểm thực hiện báo cáo này, chỉ số đạt 399 điểm, tăng 14% so với đầu năm.

Triển vọng 2013

Nền kinh tế toàn cầu đang cải thiện rõ nét, với kinh tế Mỹ đang gặp thuận lợi nhờ bất động sản hồi phục và giá khí tự nhiên hạ, kinh tế Trung Quốc tăng trưởng nhờ dòng tiền từ các “ngân hàng ẩn” chảy vào, và thậm chí khối Châu Âu cũng tránh được rơi vào sụp đổ kinh tế. Đây là những thông tin tích cực cho một nền kinh tế nhỏ như Việt Nam. Vấn đề chính mà Việt Nam gặp phải là hậu quả của bong bóng bất động sản và nợ xấu trong hệ thống ngân hàng.

- **Hệ thống ngân hàng** – Việc Chính phủ lựa chọn phương pháp nào để xử lý các vấn đề của hệ thống ngân hàng sẽ quyết định tình hình năm 2013. Nếu Chính phủ không có hành động gì thì có khả năng tăng trưởng tín dụng vẫn dưới mức trung bình; tuy nhiên chúng ta có thể tránh khỏi hiện tượng rút tiền ồ ạt nếu thị trường vẫn còn giữ được niềm tin. Cho đến thời điểm hiện nay, NHNN tỏ ra rất hiệu quả trong việc xử lý vấn đề này, nhưng tình hình vẫn có thể tiến triển không như ý muốn trong trường hợp xảy ra sự việc không thể lường trước. Nếu Chính phủ quyết tâm hành động, chúng ta có thể lạc quan và kỳ vọng tăng trưởng GDP cao hơn. Dường như Chính phủ hiện rất tích cực với rất nhiều đề xuất đang được xem xét. Vì vậy, vấn đề nằm ở chỗ việc thực hiện liệu có quá trễ không. Chúng tôi cho rằng không.
- **Tăng trưởng GDP** - Dù tình hình diễn biến như thế nào, tăng trưởng tín dụng sẽ vẫn ở mức khiêm tốn, nhưng kinh tế toàn cầu hồi phục sẽ hỗ trợ xuất khẩu. Chúng tôi ước tính tăng trưởng GDP năm 2013 đạt 5,5%, cao hơn một chút so với năm nay.

- **Những sự kiện khác** – Điều chúng tôi đã không ngờ tới vào năm ngoái là những căng thẳng dẫn đến sự kiện ngày 20/08, khiến chỉ số VNI giảm mạnh liên tiếp trong vài ngày. Chúng tôi cho rằng những căng thẳng này hiện vẫn chưa chấm dứt, nhưng giai đoạn tồi tệ nhất đã qua. Trong khi chúng tôi cho rằng những diễn biến liên quan sẽ diễn ra không ồn ào dư luận, tình hình luôn có thể diễn biến ngoài tầm kiểm soát, tiềm ẩn rủi ro cho thị trường. Sắp tới Quốc hội cũng có một số phiên họp quan trọng, và việc sửa đổi Hiến pháp đang được thảo luận – nhà đầu tư nên theo dõi những sự kiện này.



Nguyễn Duy Phong
CV vĩ mô

Dự báo tình hình vĩ mô năm 2013

Bảng dưới đây tổng kết các dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2012-2015. Hiện tại, chúng tôi cho rằng tình hình kinh tế sẽ thuận lợi, với tăng trưởng GDP lành mạnh, giá cả ổn định, đồng nội tệ giữ giá, và tăng trưởng xuất khẩu được duy trì. Lãi suất vẫn còn có thể giảm tiếp, nhất là khi tăng trưởng tín dụng chậm. Tuy nhiên, khó có thể dự báo Chính phủ sẽ đưa ra những động thái cụ thể nào để giải quyết vấn đề nợ xấu, mà điều này lại có tác động rất lớn lên tăng trưởng ngắn hạn (tiêu cực) và dài hạn (tích cực).

Hình 1: Dự báo kinh tế

	2011	2012	2013	2014	2015
Nền kinh tế nói chung					
Tăng trưởng GDP (so với cùng kỳ năm ngoái)	5,9%	5,3%	5,5%	6,0%	6,5%
CPI- Toàn phần (so với cùng kỳ năm ngoái)	18,1%	7,0%	5,7%	6,0%	6,2%
CPI- Cơ bản (so với cùng kỳ năm ngoái)	13,6%	6,5%	5,0%	5,3%	5,5%
Cán cân thanh toán (tỷ USD)					
Thâm hụt thương mại	(9,5)	0,6	(1,5)	(1,0)	1,0
Xuất khẩu	96,3	115,0	132,0	148,0	166,0
Nhập khẩu	105,8	114,4	133,5	149,0	165,0
FDI giải ngân	11,0	10,5	10,0	12,0	14,0
Kiều hối	9,0	10,0	11,0	12,0	12,0
Phản lỗi và sai sót	5,4	2,0	1,5	1,0	1,0
Dự trữ ngoại hối (ước tính)	12,5	23,0	29,0	35,0	40,0
Tỷ giá (USD/VND)	21.275	20.900	21.100	21.500	21.500
Ngành ngân hàng					
Lợi suất trái phiếu 1 năm	13,2%	7,5%	6,5%	6,4%	6,4%
Lãi suất huy động (%)	14,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Lãi suất cho vay (%)	19,0%	14,0%	12,0%	11,0%	11,0%
Tăng trưởng tín dụng (so với cùng kỳ năm ngoái)	10,2%	6,0%	9,0%	14,0%	16,0%
Tăng trưởng huy động (so với cùng kỳ năm ngoái)	12,4%	17,0%	12,0%	11,0%	10,0%
Ngân sách Chính phủ (nghìn tỷ đồng)					
Nguồn thu của Chính phủ	675	741	816	906	1.211
Chi tiêu của Chính phủ	796	903	978	1.080	1.426
Thâm hụt/GDP	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,5%
Đầu tư công (nghìn tỷ đồng)					
Trung ương	42	47	52	58	64
Địa phương	136	144	150	160	170
Tổng mức bán lẻ					
Tăng trưởng bán lẻ	28%	16%	19%	23%	26%
Sản xuất					
Tăng trưởng sản xuất	7,5%	7%	9%	12%	16%
Thị trường chứng khoán					
	FY11	FY12	FY13	Xác suất	Ngưỡng
Chỉ số VNI – Không khủng hoảng	380	400	480	80%	384
Chỉ số VNI – Nếu có khủng hoảng	-	-	280	20%	56
				TB	440

Nguồn: NHNN, TCTK, VCSC dự báo

Tình hình kinh tế

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng kinh tế chậm lại đang trở nên là điều gì đó hết sức bình thường. Mục tiêu tăng trưởng GDP của Chính phủ năm 2013 là 5,5%. Lạm phát dự kiến thấp hơn con số ước tính năm 2012 là 7%, tại mức 6%-6,5%. Chúng tôi cho rằng những mục tiêu này hoàn toàn trong tầm tay. Tiêu dùng rất có thể sẽ là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng, trong khi chi tiêu vào đầu tư sẽ tăng vừa phải. Tác động của kim ngạch xuất khẩu ròng sẽ ở mức không đáng kể, do cán cân thương mại sẽ thặng dư ở mức thấp nhờ xuất khẩu từ các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài.

Hình 2: Thành phần tăng trưởng GDP thực tế



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Tiêu dùng tăng mạnh: Lương tăng, thuế hạ, và lạm phát ở mức vừa phải

Chúng tôi cho rằng tiêu dùng của người dân, chiếm 2/3 tổng chi tiêu của nền kinh tế, sẽ được hỗ trợ nhờ thu nhập tăng và thuế giảm. Mức lương tối thiểu trong khối doanh nghiệp nhà nước sẽ tăng 9,5% kể từ tháng 07/2013 và 17%-18% trong khối doanh nghiệp tư nhân kể từ tháng 01/2013. Từ tháng 07/2013, mức giảm thuế TNCN và giảm trừ gia cảnh được nâng lên nhằm hỗ trợ người dân có nhiều tiền để chi tiêu hơn.

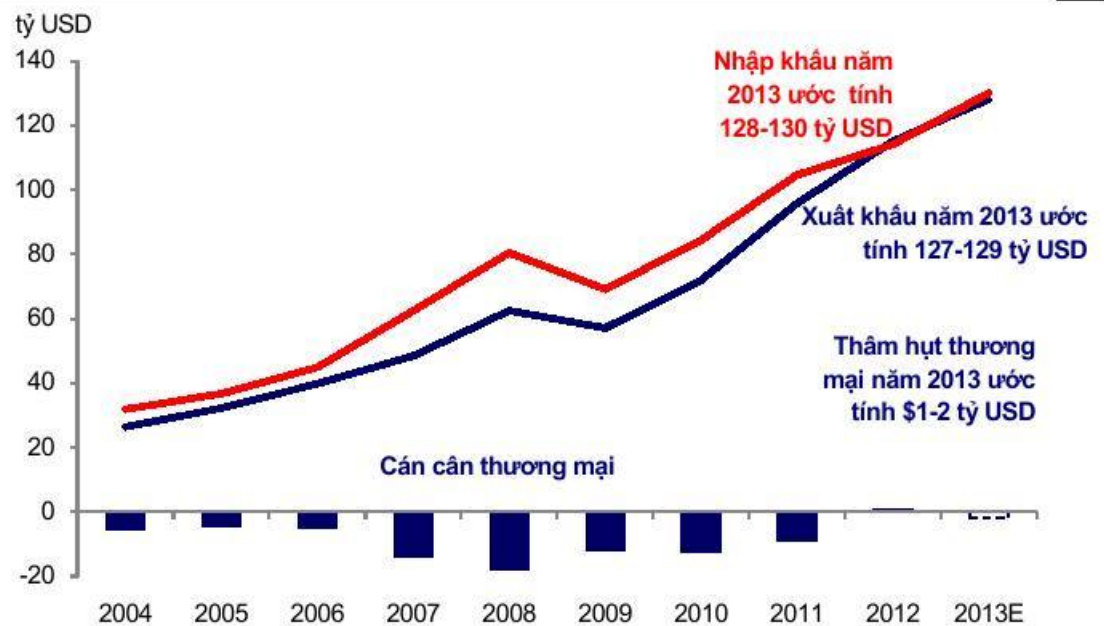
Chúng tôi cũng dự báo giá cả sẽ tăng vừa phải và phù hợp với mục tiêu của Chính phủ. Giá cả nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chiếm 40% rổ CPI, tương đối ổn định trong những tháng qua và chúng tôi cho rằng sẽ không tăng mạnh. Tuy nhiên, lạm phát chi phí đẩy vẫn là rủi ro cần chú ý. Giá điện tăng 5% kể từ ngày 22/12 và đang có dự thảo về việc tăng giá nước năm 2013. Giá xăng có thể tăng khi nền kinh tế Mỹ và Trung Quốc phục hồi.

Cán cân thanh toán

Cán cân thanh toán không còn là lo ngại nữa, ít nhất là trong tương lai gần. Năm 2012, chúng tôi nhận thấy cán cân thương mại đột ngột chuyển từ thâm hụt sang thặng dư, với kim ngạch xuất khẩu đạt giá trị lớn và nhập khẩu giảm mạnh. Điều này giúp xóa đi việc thâm hụt thương mại khá cao trước đây đã hạn chế tác động tích cực của dòng vốn FDI, ODA và kiều hối.

Chúng tôi dự báo cán cân thanh toán tổng thể năm 2013 sẽ giảm xuống còn thặng dư 3-4 tỷ USD do nhập siêu có thể quay trở lại gây ra thâm hụt mậu dịch ước tính 1-2 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng cán cân vốn sẽ duy trì nhờ dòng vốn vào ổn định.

Hình 3: Cán cân thương mại



Nguồn: TCTK và VCSC ước tính

Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sẽ tiếp tục kích thích tăng trưởng

Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đóng góp khoảng 2/3 giá trị xuất khẩu hàng hóa công nghiệp. Chúng tôi tin xu hướng này sẽ duy trì: tập đoàn Wintek của Đài Loan và Samsung của Hàn Quốc vừa được cấp phép xây dựng nhà máy sản xuất trị giá 870 triệu USD và nhà máy điện thoại di động trị giá 830 triệu USD. Samsung đóng góp một tỷ lệ lớn vào tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam năm 2012.

Dòng vốn FDI chảy vào ổn định, chất lượng đầu tư cải thiện

Trong năm 2012, khối ngoại đã đầu tư 10,5 tỷ USD vào Việt Nam dù môi trường đầu tư bị cho là không còn hấp dẫn như trước. Chất lượng dòng vốn chảy vào đã cải thiện do lượng vốn đăng ký trong lĩnh vực sản xuất tăng từ mức trung bình 40% trong năm 2010-2011 lên 70% trong năm 2012. Chúng tôi dự báo giải ngân FDI năm 2013 sẽ xấp xỉ năm 2012, trong khi lượng vốn được cấp phép có thể lên đến 15-16 tỷ USD. Dường như Nhật Bản đã quyết định tập trung đầu tư vào Việt Nam.

Giải ngân ODA tăng trong khi cam kết giảm

Lượng vốn ODA cam kết dành cho Việt Nam trong năm 2013 được công bố vào khoảng 6,5 tỷ USD, giảm 12% so với năm 2012, theo đó tín dụng ưu đãi tiếp tục xu hướng giảm do năm 2010 Việt Nam được đưa vào nhóm nước có thu nhập trung bình-thấp. Nhật Bản cam kết tài trợ 2,6 tỷ USD năm 2013, không đổi so với năm 2012, và vẫn là nhà tài trợ lớn nhất.

Tuy nhiên, dự báo tổng giải ngân năm 2012 đạt 3,9 tỷ USD, hay 51% tổng cam kết, cao hơn so với mức 3,7 tỷ USD năm 2011. Trong những năm qua, lượng ODA giải ngân vào Việt Nam khá thấp vì việc cấp phép cho các dự án còn chậm, do các vấn đề về yêu cầu của nhà tài trợ, tiêu chuẩn dự án và huy động góp vốn từ trong nước. Nhưng giải ngân tăng hàng năm kể từ 2010 tới nay, cho thấy đã có sự phối hợp hiệu quả hơn với các nhà tài trợ để đưa vốn ODA cam kết vào thực hiện, và chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ tiếp tục.

Phần lỗi và sai sót giảm nhưng vẫn còn rủi ro với vàng

Năm 2012, NHNN tương đối thành công trong việc duy trì niềm tin vào đồng nội tệ và hạn chế người dân tích trữ ngoại tệ. Trong năm 2012, phần lỗi và sai sót giảm từ 9,2 tỷ USD xuống 2 tỷ USD. Nhưng hoạt động đầu cơ vàng vẫn là một vấn đề đáng quan tâm. Nhà đầu tư đã đẩy giá vàng trong nước lên cao hơn hẳn so với giá vàng thế giới. Việc rò rỉ USD phục vụ nhập khẩu vàng trái phép nhằm đáp ứng nhu cầu vàng nội địa cũng là rủi ro tiềm ẩn.

Năm 2013, NHNN có thể sẽ siết chặt hơn nữa hoạt động đầu cơ vàng do cơ quan này đang tìm cách huy động khoảng 300 tấn vàng theo ước tính (15 tỷ USD) mà người dân đang tích trữ nhằm tận dụng nguồn vốn nhàn rỗi. Để thực hiện được điều này, NHNN phải tiếp tục kiên quyết duy trì niềm tin vào đồng nội tệ, để hạn chế nhu cầu tích trữ vàng như một công cụ an toàn.

Tỷ giá hối đoái ổn định, hạn chế nhập khẩu vàng ngoài ý muốn

Nếu chặn được hoàn toàn tác động của việc nhập khẩu vàng ngoài ý muốn, chúng tôi cho rằng tỷ giá sẽ dao động xung quanh mức 21.000 đồng. NHNN đã giảm bớt tình trạng đô la hóa bằng cách hạn chế các giao dịch bằng USD và duy trì mức chênh lệch lãi suất huy động khá cao: lãi suất 2% đối với tiền gửi bằng USD và 9% đối với tiền gửi bằng tiền đồng. Nhờ vậy, trong năm 2012 tiền đồng tăng giá 1,7% và nằm trong số các đơn vị tiền tệ ổn định nhất khu vực.

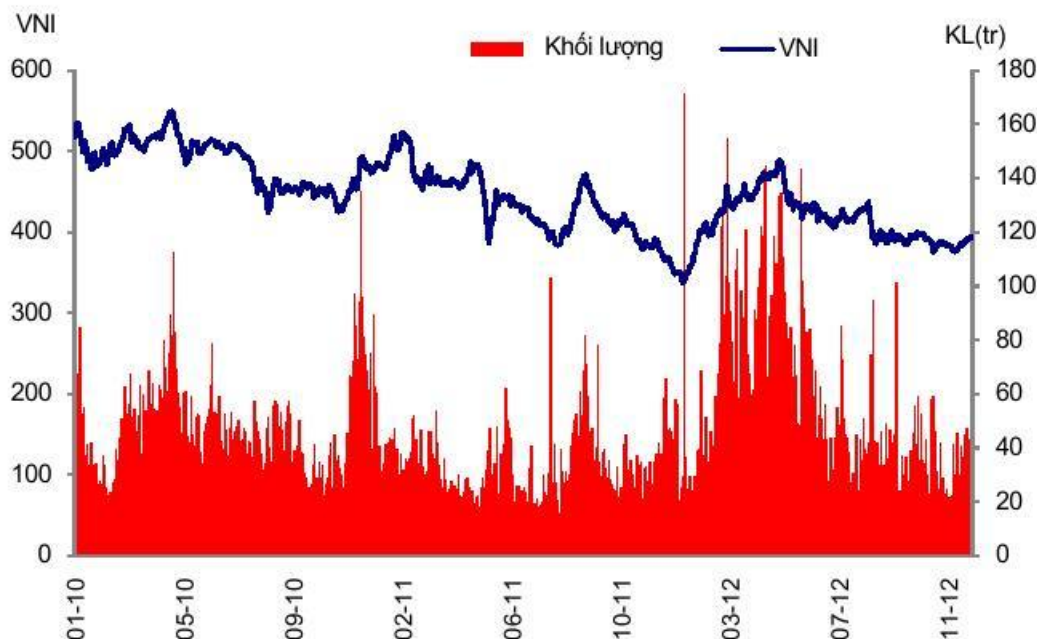
Dự trữ ngoại hối cải thiện

Theo ước tính, trong năm 2012 NHNN đã tăng dự trữ ngoại hối 140% lên 22-23 tỷ USD. Cán cân thanh toán năm 2013 nếu thặng dư sẽ tăng dự trữ ngoại hối hơn nữa, lên khoảng 27-30 tỷ USD, hay 11-12 tuần nhập khẩu. NHNN dự kiến bổ sung vàng vào dự trữ nhằm đa dạng hóa danh mục để hạn chế rủi ro hơn nữa.

Thị trường chứng khoán

Biểu đồ diễn biến chỉ số VNI cho thấy xu hướng giảm dần từ góc trên trái xuống góc dưới phải. Các mức đỉnh cũng như các mức đáy ngày càng thấp, vì vậy về mặt kỹ thuật, xu hướng giảm vẫn đang duy trì dù tính chung cả năm chỉ số VNI tăng 14%. Chỉ số VNI có lẽ sẽ phải bứt phá lên trên các đường xu hướng tại các ngưỡng 440 điểm và 465 điểm trước khi có thể cho rằng thị trường bắt đầu xu hướng tăng.

Hình 4: Diễn biến chỉ số VNI và khối lượng giao dịch



Nguồn: Sở GDCK TP. HCM

“Khi tình hình thuận lợi, hãy giả ngây và bán gạo”

Đó là câu tục ngữ của các thương nhân kinh doanh gạo Nhật Bản vào thế kỷ thứ 15; họ nằm trong số những người đầu tiên trong lịch sử áp dụng đồ thị giá để dự báo diễn biến giá trong tương lai. Ngày nay, chúng ta gọi phương pháp này là “đi ngược trào lưu”.

Vì tiền lãi từ cổ phiếu và trái phiếu năm 2012 khá tích cực, chúng tôi lo ngại về thị trường tài chính thế giới năm 2013. Ngoại trừ một số trường hợp như Trung Quốc và Sri Lanka, các TTCK khác tại Châu Á năm nay đều tăng mạnh. Các TTCK tại Mỹ và Châu Âu cũng vậy. Tính chung cả năm, TTCK Đức tăng 32% tính bằng USD, và TTCK Tây Ban Nha chỉ giảm thêm 1,6% sau khi giảm 30% tính đến tháng bảy. Ngay cả TTCK Nhật Bản cũng tăng mạnh, với mức tăng 18% trong tháng qua nhờ kỳ vọng Chính phủ sẽ giải quyết được những khó khăn.

Điều này cho thấy một sự thật là thị trường được định giá trên kỳ vọng trong tương lai chứ không phải so với hiện tại, và đó chính là lý do khiến chúng tôi thận trọng. Nếu nền kinh tế thế giới bắt đầu tăng trưởng ổn định, lượng thanh khoản dư thừa đổ vào tài sản tài chính sẽ được rút dần và lãi suất toàn thế giới sẽ tăng. Lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm giảm xuống mức đáy 1,38% vào tháng 07/2012 và hiện giao dịch tại mức 1,78%.

Kỳ vọng tăng điểm sớm trong 2013

Nền kinh tế thế giới tác động đến Việt Nam theo cơ chế như sau: nếu tỷ lệ tăng trưởng toàn thế giới tăng, chúng tôi cho rằng nhiều thị trường chứng khoán sẽ chứng kiến tình trạng bán tháo vào đầu năm 2013 do nhà đầu tư tin rằng các thị trường đã phản ánh hết đợt phục hồi. Điều này sẽ giúp cổ phiếu Việt Nam trở nên tương đối hấp dẫn, vì khó có thể nói rằng TTCK Việt Nam đã phản ánh bất kỳ một nhân tố tích cực nào. Việc Chính phủ đang họp bàn kế

hoạch hành động nhằm xử lý vấn đề nợ xấu và hỗ trợ bất động sản càng khuyến khích nhà đầu tư mua cổ phiếu Việt Nam.

Vì vậy, chúng tôi cho rằng đầu năm 2013 thị trường có thể sẽ tăng. Đây chính là kịch bản diễn ra trong 3 năm qua, và có thể sẽ diễn ra nhiều lần đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. Năm 2010, chỉ số VNI tăng từ 494 điểm hồi đầu năm lên mức đỉnh 549 điểm vào ngày 06/05; năm 2011, chỉ số VNI tăng từ 486 điểm lên mức đỉnh 529 điểm ngày 09/02; năm 2012, chỉ số VNI tăng từ 350 điểm lên mức đỉnh 492 ngày 08/05.

Tuy nhiên, vẫn còn lo ngại về ngành ngân hàng

Tuy nhiên, đợt tăng này kéo dài bao lâu vẫn tùy thuộc vào hành động của Chính phủ trong việc cải tổ hệ thống ngân hàng. Chúng tôi ước tính nợ xấu ngân hàng chiếm 17% tổng dư nợ tín dụng, và chừng nào vấn đề này chưa được giải quyết, tăng trưởng tín dụng sẽ vẫn ở mức thấp. Nếu Chính phủ hành động triệt để, nền kinh tế có thể sẽ chịu tác động ngắn hạn, dù trong dài hạn kết quả sẽ rất khả quan.

Chúng tôi không mấy lạc quan về các mã ngân hàng vì giá cổ phiếu các mã này có lẽ vẫn chưa tính chiết khấu vấn đề giá trị tài sản, và chúng tôi cho rằng lĩnh vực bất động sản vẫn tiếp tục gặp khó khăn. Tuy nhiên, đội ngũ chuyên viên của chúng tôi đã nhận thấy nhiều công ty có tăng trưởng lành mạnh, định giá thấp và nhiều tiềm năng. Chúng tôi sẽ tập trung vào các cổ phiếu này trong năm 2013.

Hình 5: Khuyến nghị của VCSC

		GT vốn hóa (triệu USD)	P/E 4 quý trước	P/B 4 quý trước	P/E 2013	P/B 2013	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
Hàng tiêu dùng								
Dược Hậu Giang	DHG	209	9,1	2,7	6,2	1,9	GIỮ	71.000
Kinh Đô	KDC	297	17,6	1,6	14,0	1,5	GIỮ	40.700
Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	PNJ	118	9,1	2,0	10,1	1,8	MUA	41.800
Vinamilk	VNM	3.360	13,5	4,4	11,7	3,2	MUA	106.000
CNTT								
FPT	FPT	433	5,7	1,5	5,0	1,2	MUA	40.400
Dầu khí								
CNG Vietnam	CNG	23	4,2	1,3	3,3	0,9	MUA	29.100
PVGas	GAS	3.474	8,5	2,8	6,8	2,1	MUA	50.300
PV LPG Dist.	PGD	58	5,9	1,3	7,2	1,1	GIỮ	25.800
PV Drilling	PVD	372	5,9	1,1	5,2	0,9	MUA	52.400
Bất động sản								
DIC Corp	DIG	90	70,8	0,8	20,6	0,9	GIỮ	17.400
REE Corp	REE	185	5,6	1,0	6,3	0,9	MUA	19.000
Sudico	SJS	113	(11,9)	1,4	10,5	1,2	MUA	49.500
Nhà Thủ Đức	TDH	19	(21,6)	0,3	15,5	0,3	MUA	14.200
Cao su								
Casumina	CSM	59	5,7	1,4	4,9	1,0	MUA	26.000
Cao su Đà Nẵng	DRC	80	6,1	1,6	6,0	1,2	GIỮ	24.300
Thép								
Hòa Phát	HPG	400	8,7	1,0	9,7	1,0	GIỮ	20.800
Đường								
Bourbon Tây Ninh	SBT	84	4,7	1,0	4,0	0,9	MUA	18.500
Mía đường Lam Sơn	LSS	30	3,4	0,5	7,4	0,6	GIỮ	12.000

Nguồn: VCSC dự báo, Bloomberg (20/12/2012)



Phạm Thủy Dương
Chuyên viên
Ngân hàng

Ngành ngân hàng: Trở ngại do chưa tính chiết khấu

Hình 6: Diễn biến nhóm cổ phiếu ngân hàng so với diễn biến chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg (20/12/2012), Mốc cơ sở = 100

Không thể cải thiện tình hình chừng nào chưa chiết khấu

- Khi xem xét diễn biến cổ phiếu và định giá của các ngân hàng, khó có thể tin rằng các ngân hàng đang đối mặt với vấn đề nợ xấu. Các mã ngân hàng tăng mạnh vào đầu năm 2012 do dự kiến sẽ cải tổ các DNNN nhưng sau đó giảm dần.
- Các mã ngân hàng giao dịch cao hơn giá trị sổ sách được công bố chính thức, với giả định nợ xấu ở mức thấp nhất (mức các ngân hàng báo cáo). Vì vậy, bất chấp các lo ngại về chất lượng tài sản, có thể nói rằng “thị trường” chưa chiết khấu vấn đề nợ xấu tại các ngân hàng.
- Chúng tôi cho rằng nếu các mã tài chính tăng nhờ kỳ vọng chính phủ sẽ hỗ trợ ngân hàng và bất động sản, thì đây sẽ là một cơ hội lý tưởng để bán ra. Lý do là việc hỗ trợ sẽ khiến các ngân hàng công khai tình trạng thực sự của dư nợ tín dụng và điều này sẽ ảnh hưởng đến vốn chủ sở hữu.
- Nhìn chung, các ngân hàng có vấn đề về giá trị tài sản thường giao dịch tại mức “giá trị sổ sách điều chỉnh”, và không cao hơn so với giá trị sổ sách chính thức. Theo tính toán của chúng tôi, giá trị sổ sách điều chỉnh có thể thấp hơn rất nhiều so với mức hiện nay.

Thông tin chi tiết về nợ xấu vẫn là dấu hỏi lớn

Thực tế là khó có thể biết được nợ xấu của các ngân hàng Việt Nam đang ở mức độ nào. Các ngân hàng niêm yết (gồm ACB, CTG, EIB, MBB, STB, VCB) báo cáo tỷ lệ nợ xấu trung bình là 2,2%, nhưng nếu tính cả các khoản vay nhóm 2 (ngoại trừ VCB), tỷ lệ này tăng lên 3,9%. NHNN báo cáo tỷ lệ nợ xấu ngành ngân hàng là 4,9% tính đến tháng 09/2012, nhưng sau khi thanh tra các ngân hàng thì con số có thể lên đến 8,8%. Chúng tôi ước tính nợ xấu của ngành ngân hàng có thể lên đến 17% -19%, trong khi một vài cơ quan xếp hạng tín nhiệm cho rằng con số này có thể cao hơn.

Stress testing các ngân hàng niêm yết

Chúng tôi đã thực hiện stress test các ngân hàng niêm yết theo bốn kịch bản nợ xấu. Chúng tôi giả định tỷ lệ thu hồi nợ thành công là 30% nếu các ngân hàng trích lập dự phòng đầy đủ, và sau đó tính toán vốn chủ sở hữu điều chỉnh của mỗi ngân hàng. Bất kỳ ngân hàng nào có tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) dưới 9% phải phát hành thêm cổ phiếu mới tại mức giá trị sổ sách (BPS) điều chỉnh.

Hình 7: Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng được niêm yết theo stress test của chúng tôi

	ACB (%)	CTG (%)	EIB (%)	MBB (%)	STB (%)	VCB (%)
Nợ xấu báo cáo	2,08	2,57	1,89	1,99	1,43	3,21
1. Nợ xấu + Nợ chú ý đặc biệt	3,18	3,81	5,14	6,29	1,67	5,74
2. Nợ xấu x 2 + Nợ chú ý đặc biệt	5,19	6,29	6,96	7,28	3,04	7,35
3. Ước tính của chúng tôi	11,4	15,6	12,7	16,2	16,4	14,5
4. TL nợ xấu 20%	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0

Nguồn: VCSC, các ngân hàng

Giá trị sổ sách có thể giảm mạnh do áp lực

Bảng 8 cho thấy mức BPS ước tính của mỗi ngân hàng niêm yết theo các kịch bản của stress test. BPS các ngân hàng không giảm nhiều theo Kịch bản 1, có nghĩa là các ngân hàng dự phòng khá tốt theo mức độ báo cáo hiện tại của nợ xấu. Tuy nhiên, BPS giảm nhanh theo Kịch bản 3 và Kịch bản 4. Ở khía cạnh tích cực, ngay cả trong trường hợp tỷ lệ nợ xấu 20%, tất cả các ngân hàng vẫn duy trì giá trị tài sản ròng dương nếu các tài sản thuế hoãn lại có thể được xem là vốn.

Hình 8: Giá trị sổ sách/cổ phiếu của các ngân hàng được niêm yết theo stress test của chúng tôi (CTG* = nhận được thêm vốn của Nhật Bản)

	ACB (đồng)	CTG (đồng)	CTG (*) (đồng)	EIB (đồng)	MBB (đồng)	STB (đồng)	VCB (đồng)
GTSS theo báo cáo	13.463	12.299	14.455	12.580	13.622	12.956	17.537
1. Nợ xấu + Nợ chú ý đặc biệt	12.870	11.631	13.921	11.610	12.425	12.956	17.537
2. Nợ xấu x 2 + Nợ chú ý đặc biệt	11.722	10.144	12.731	11.117	12.087	12.395	15.900
3. Ước tính của chúng tôi	8.200	4.550	8.256	9.577	9.064	6.856	12.260
4. TL nợ xấu 20%	3.266	1.918	6.150	7.588	7.759	5.384	9.419

Nguồn: VCSC, các ngân hàng

Giá CP ngân hàng hiện chưa tính tới chiết khấu do nợ xấu tăng

Chúng tôi cho rằng giá hiện nay của CP ngân hàng vẫn chưa có mức chiết khấu cho việc tỷ lệ nợ xấu trên thực tế có thể cao hơn đáng kể so với con số báo cáo hiện tại. Chúng tôi đi đến kết luận này dựa trên PBRs của các ngân hàng được niêm yết trong bốn kịch bản như trong Hình 9. Trừ MBB trong Kịch bản 1, tất cả cổ phiếu ngân hàng hiện đều giao dịch cao hơn giá trị sổ sách.

Thông thường, khi nhà đầu tư lo ngại về nợ xấu, cổ phiếu các ngân hàng có xu hướng được giao dịch tại ngưỡng "BPS điều chỉnh", tức BPS của ngân hàng điều chỉnh cho tất cả các khoản nợ xấu chưa được dự phòng. Điểm bất đồng giữa các chuyên viên phân tích nằm ở chỗ mức điều chỉnh bao nhiêu thì hợp lý. Tuy nhiên, trong trường hợp của Việt Nam, các

ngân hàng hiện nay đều giao dịch cao hơn BPS chưa điều chỉnh (dựa theo nợ xấu theo báo cáo), điều này có nghĩa là quá trình điều chỉnh giá theo nợ xấu thực tế vẫn còn chưa bắt đầu.

Hình 9: PBR của các ngân hàng theo stress test của chúng tôi:

	ACB (x)	CTG (x)	CTG (*) (x)	EIB (x)	MBB (x)	STB (x)	VCB (x)
Giá cổ phiếu	16.000	18.500	18.500	14.500	12.200	20.400	26.800
BPS theo báo							
cáo	1,19	1,50	1,28	1,15	0,90	1,57	1,53
Kịch bản 1	1,24	1,59	1,33	1,25	0,98	1,57	1,53
Kịch bản 2	1,36	1,82	1,45	1,30	1,01	1,65	1,69
Kịch bản 3	1,95	4,07	2,24	1,51	1,35	2,98	2,19
Kịch bản 4	4,90	9,65	3,01	1,91	1,57	3,79	2,85

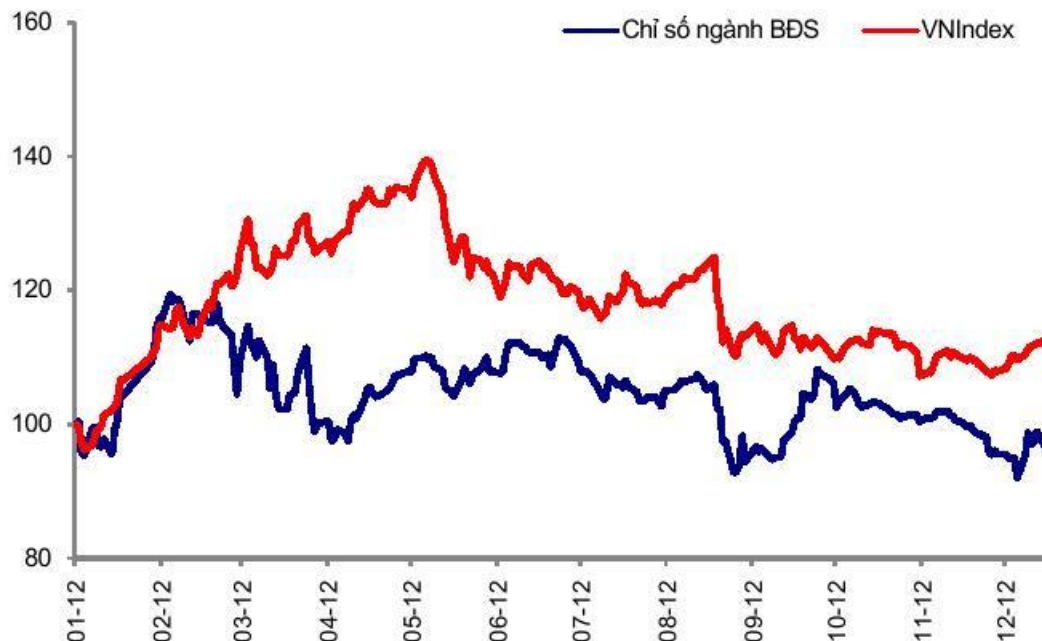
Nguồn: VCSC, các ngân hàng



Tôn Minh Phương
Trưởng phòng
Bất động sản

Bất động sản: Năm mới sẽ còn khó khăn

Hình 10: Diễn biến nhóm BDS so với chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg (20/12/2012), Mốc cơ sở = 100

Khó khăn sẽ còn tiếp tục

- Diễn biến cổ phiếu bất động sản năm 2012 không khả quan, thấp hơn nhiều so với thị trường chung.
- Vấn đề chính mà ngành BDS phải đối mặt là nguồn cung quá lớn, tỷ lệ mặt bằng trống cao, và giá cả là một vấn đề.
- Nhiều công ty hiện đang giao dịch thấp hơn nhiều so với giá trị tài sản ròng và dự báo tình trạng này sẽ còn kéo dài, do vẫn chưa thể xác định được giá bất động sản sẽ chạm đáy khi nào và tại mức nào.

Có 64 công ty bất động sản được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán, với tổng giá trị vốn hóa là 87.900 tỷ đồng. Tuy nhiên, 78% giá trị này thuộc về bốn công ty VinGroup, HAGL, Becamex IJC, và Sudico.

Thị trường BDS của Việt Nam khá đặc biệt do tất cả BDS đều thuộc sở hữu của nhà nước. Hầu hết BDS được cấp cho các DNNN hoặc các địa phương. Để thực hiện một dự án phát triển bất động sản, trước tiên cần mua lại đất và bồi thường hoặc tái định cư cho cư dân trong khu vực. Đây là rào cản tham gia vào ngành BDS, nhưng có thể khắc phục trở ngại này thông qua các công ty tuy có vốn khiêm tốn nhưng giàu kinh nghiệm trong việc thu mua đất và bồi thường. Một khi đất trống được chuyển thành đất dự án, các công ty này sẽ bán lại và chuyển sang dự án khác. Thường thì các công ty này phối hợp với các chủ đầu tư không có hai khả năng này nhưng có vốn lớn và khả năng phát triển dự án. Chính việc có các chủ đầu tư này là nguyên nhân khiến ngành BDS manh mún: bất cứ ai cũng có thể bước chân vào ngành BDS nếu có vốn.

Điều gì đã xảy ra trong năm 2012?

Năm 2012 là một năm đầy khó khăn đối với ngành BDS. Thứ nhất, giá BDS (cụ thể là trên thị trường thứ cấp) giảm do cầu yếu đi. Theo CBRE, so với cùng kỳ năm ngoái, giá căn hộ trung cấp trên thị trường thứ cấp vào Quý 3/2012 giảm 8% tại TP. HCM và 14% tại Hà Nội. Tỷ lệ hấp thu tại TP. HCM và Hà Nội chỉ đạt lần lượt 8% và 6%, thấp hơn so với mức 36% và 35% trong Quý 3/2010.

Thứ hai, hàng tồn kho ứ đọng là một nguy cơ lớn. Đặc biệt, theo nghiên cứu của Jones La Salle Quý 3/2012, cung tiếp tục tăng, và tỷ lệ hàng tồn kho tại các dự án căn hộ chưa hoàn tất theo đó tăng mạnh lên 32% tại TP. HCM và 18% tại Hà Nội.

Thứ ba, các chủ đầu tư không còn vốn để hoàn tất các dự án đang thi công. Đây là kết quả của việc siết tín dụng phi sản xuất xuống còn 16% tổng dư nợ tín dụng. Ngoài ra, nhiều ngân hàng hiện nay không còn muốn cho bất động sản vay vốn.

Triển vọng năm 2013

Trong kịch bản cơ bản của chúng tôi, Chính phủ đưa ra một số biện pháp nhằm hỗ trợ BĐS. Các biện pháp này sẽ tập trung vào hiệu quả tích cực dài hạn hơn là mang lại kết quả tức thì. Đặc biệt, chúng tôi cho rằng điều này sẽ bao gồm việc sửa đổi Nghị định 69, nhằm giải quyết vấn đề chi phí kép trong việc thu mua đất. Chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ xem xét việc đưa ra các gói hỗ trợ cho các chủ đầu tư nhà ở xã hội cũng như các gói tín dụng dành cho những người mua căn nhà đầu tiên hoặc một số cá nhân được ưu tiên do công tác trong quân đội hoặc một số cơ quan Chính phủ.

Chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ không tích biên tài sản thế chấp vì không muốn thu về tài sản mà chính các ngân hàng cũng không biết làm cách nào để chuyển thành tiền mặt. Bản thân các ngân hàng không cần phải tích thu tài sản thế chấp trước tình hình thanh khoản dư hiện tại trong hệ thống, nhưng sang năm 2013 lãi suất bất động sản sẽ vẫn cao hơn mức trung bình.

Một số chủ đầu tư nhỏ gặp khó khăn về thanh khoản và không thể tái cơ cấu nợ sẽ tiếp tục hạ giá trên thị trường sơ cấp. Trong khi đó, việc hạ giá mạnh trên thị trường thứ cấp sẽ vẫn là một vấn đề lớn. Các công ty môi giới chịu áp lực phải thanh toán từ các chủ đầu tư mà họ đã mua sỉ BĐS. Chúng tôi cho rằng thị trường sơ cấp sẽ vẫn trầm lắng do áp lực giá cạnh tranh từ bên bán trên thị trường thứ cấp.

Một kịch bản tốt hơn cho ngành nếu Chính phủ đưa ra các chương trình hỗ trợ bất động sản, bao gồm 1) mua lại hàng tồn kho từ chủ đầu tư tại một mức giá tối đa nào đó nhằm hỗ trợ thanh khoản, 2) mở ra các kênh cấp vốn mới cho BĐS bao gồm chứng khoán hóa và cho phép thế chấp BĐS tại các ngân hàng nước ngoài. Từ phía các ngân hàng, lãi suất cho BĐS sẽ giảm xuống 8%-10% từ mức 15%-18% như hiện nay và ổn định trong 5-10 năm nhằm tài trợ cho những người mua có nhu cầu thực nhưng không có 100% vốn tự có từ đầu.

Trong vòng vài ngày qua, Chính phủ đã bắt tay hành động khiến tăng kỳ vọng vào kịch bản lạc quan này. NHNN hứa hẹn sẽ giải quyết nợ xấu BĐS, do đó chúng tôi tin rằng kịch bản tồi tệ nhất – bán tháo tài sản bị tịch biên, sẽ không xảy ra. Chính phủ cũng cam kết sẽ xem xét vấn đề Nghị định 69. Trong khi đó, giải pháp tạm thời mà Bộ Tài chính đề xuất là hoãn tiền sử dụng đất cho các chủ đầu tư gặp khó khăn về tài chính. Các chủ đầu tư được phép trả tiền sử dụng đất trong thời hạn tối đa 24 tháng sau khi được thông báo số tiền phải trả. Bộ Tài chính cũng đề xuất một số biện pháp hỗ trợ về thuế cho các chủ đầu tư các dự án nhà ở xã hội. NHNN và một số ngân hàng thương mại đầu tàu cũng cho biết sẽ giành một phần vốn cho tín dụng bất động sản với lãi suất ưu đãi cho những đối tượng là khách hàng tại phân khúc giá rẻ.

Khuyến nghị năm 2013

DIC Corp (DIG), Giá trị tài sản ròng: 17.500 đồng

DIG vẫn là một trong số ít các chủ đầu tư bất động sản chúng tôi đặt niềm tin do lợi thế so với các chủ đầu tư khác nhờ quỹ đất lớn (hiện có 126hecta diện tích đất thương phẩm) mua lại với chi phí thấp. Quỹ đất đa dạng của công ty không chỉ tập trung vào những vị trí “nóng” giúp công ty không chịu tác động mạnh từ việc điều chỉnh giá trong khủng hoảng.

CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức (TDH), Giá trị tài sản ròng: 14.200 đồng

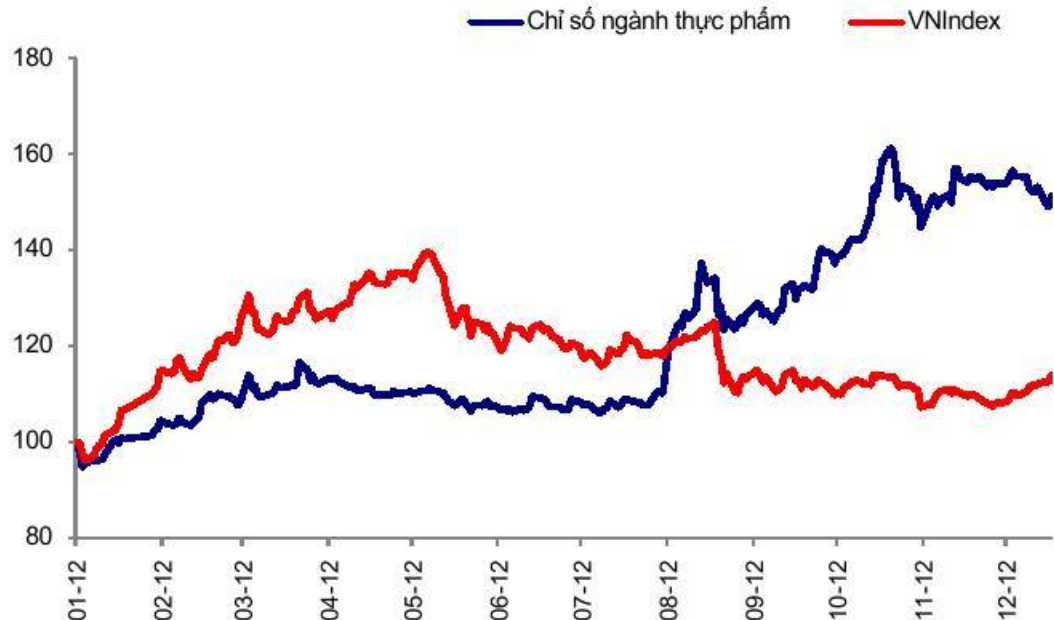
CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức tập trung chiến lược vào các sản phẩm quy mô nhỏ, giá cả phải chăng cho những khách hàng có nhu cầu thực. Công ty có quỹ đất khoảng 216.000m²



sẵn sàng để phát triển, chủ yếu ở Quận 9, TP. HCM, với vị trí thuận lợi, phù hợp với các dự án căn hộ có giá phải chăng.

Ngành thực phẩm & đồ uống (F&B): Đầu tư vào các công ty sữa và bánh kẹo

Hình 11: Diễn biến chỉ số ngành thực phẩm & đồ uống vs. chỉ số VN-Index



Nguồn: Bloomberg (20/12/2012), Mốc cơ sở = 100

Ngành phòng thủ tốt nhất

- Ngành F&B có bước khởi đầu chậm chạp, do bản chất phòng thủ của ngành đã làm ngành giảm điểm khi thị trường tăng mạnh vào đầu năm nay. Vì vậy, khi thị trường giảm điểm, ngành F&B lại tăng vọt, diễn biến tốt hơn chỉ số VN-Index 45% từ đầu năm đến nay.
- Giá thành sản xuất giảm đang giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp, và doanh thu nhìn chung ổn định.
- Vinamilk vẫn là mã tốt nhất của ngành.

Ngành F&B có 15 công ty niêm yết, với tổng giá trị vốn hóa thị trường là 84.000 tỷ đồng nhưng bốn công ty chiếm đến 99% giá trị vốn hóa thị trường của ngành. Công ty lớn nhất là Công ty Sữa Việt Nam hay thường được gọi là Vinamilk.

Ngành F&B cạnh tranh và khá phân tán. Các công ty trong nước thiếu vốn và hoạt động kém hơn các công ty đa quốc gia như Unilever và Nestle. Ngoại lệ là các công ty nội địa vẫn còn được Chính phủ bảo hộ, chẳng hạn như các công ty sản xuất bia rượu.

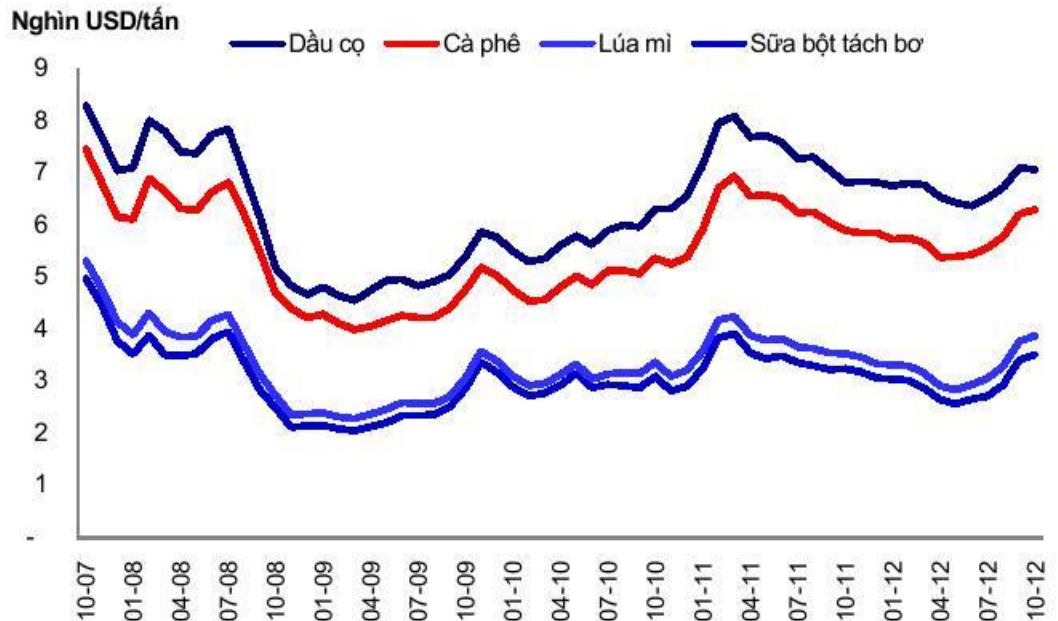
Diễn biến trong năm 2012

Cổ phiếu ngành F&B là một trong những cổ phiếu tốt nhất trong năm 2012 vì hai lý do. Thứ nhất, giá thành sản xuất đã đạt đỉnh vào năm 2011 và giảm dần tới tháng 06/2012. Các công ty có thể chuyển tăng giá đầu vào sang khách hàng khi kinh tế tốt, và không phải giảm giá bán khi kinh tế chậm lại hiện nay.

Thứ hai, nhu cầu vẫn đang tăng lên. Sản lượng bánh kẹo bán ra đã tăng 3% và sản lượng các sản phẩm từ sữa bán ra tăng 15% từ đầu năm đến nay. Tầng lớp trung lưu ngày càng

tăng ở Hà Nội và TP Hồ Chí Minh và mức độ ưa chuộng “thực phẩm phương Tây” ngày càng tăng thông qua các phương tiện truyền thông đóng vai trò lớn trong xu hướng tiêu dùng hiện nay.

Hình 12: Giá cả hàng hóa



Nguồn: Bloomberg

Triển vọng năm 2013

Kịch bản chính của chúng tôi cho năm 2013 là giá nguyên liệu vẫn ổn định ở mức hiện tại nhờ tỷ giá ổn định (hầu hết nguyên liệu được nhập khẩu). Tăng trưởng doanh thu sẽ khoảng từ 3% đối với các sản phẩm bánh kẹo đến 15% đối với các sản phẩm từ sữa. Biên lợi nhuận gộp có thể bị ảnh hưởng một chút, nhưng sản lượng bán tăng sẽ bù đắp lại.

Khuyến nghị cho năm 2013

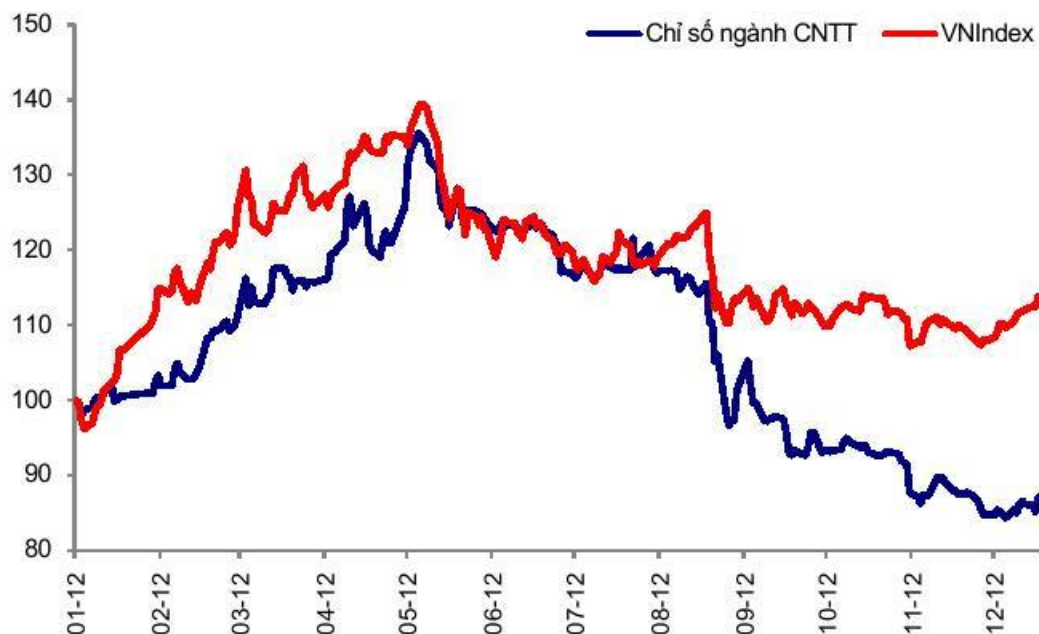
MUA: Vinamilk (VNM), giá mục tiêu 106.000 đồng (tỷ lệ tăng 25%)

Mức tiêu thụ sữa của người dân Việt Nam hiện vẫn còn thấp. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng 16% đạt 6.000 tỷ đồng trong năm 2013. Hầu hết chi phí đầu vào có thể chuyển sang khách hàng cho phép VNM giữ biên lợi nhuận gộp ổn định tại mức 30%. Ban lãnh đạo tiếp tục đầu tư vào tiếp thị và xây dựng thương hiệu nhằm mở rộng thị phần các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao như sữa bột và sữa tươi.



Ngành Công nghệ Thông tin (CNTT): đầu tư vào FPT

Hình 13: Diễn biến chỉ số ngành CNTT vs. chỉ số VN-Index



Nguồn: Bloomberg (20/12/2012), Mốc cơ sở = 100

Chi tiêu công quyết định tăng trưởng của ngành CNTT

- Tập đoàn FPT dẫn đầu ngành CNTT và là mã đầu tư hấp dẫn nhất
- Chi tiêu công giảm đã ảnh hưởng đến chi tiêu cho các sản phẩm và dịch vụ CNTT
- Theo dõi tình hình chính sách chi tiêu để đánh giá tiềm năng lợi nhuận của ngành

Ngành CNTT có 21 công ty niêm yết, với tổng giá trị vốn hóa thị trường là 12.000 tỷ đồng. Đặc biệt, tập đoàn FPT nổi bật nhất với vốn hóa thị trường lên đến 9.000 tỷ đồng. Ngành nghề kinh doanh của FPT bao gồm hầu hết chuỗi giá trị ngành viễn thông từ phân phối phần cứng đến cung cấp dịch vụ Internet cố định. Ba công ty tiếp theo có quy mô nhỏ hơn nhiều và phạm vi kinh doanh hẹp hơn.

Phần mềm và Dịch vụ CNTT: Thị trường khá phân tán với nhiều công ty và cạnh tranh gay gắt. Rào cản thấp đối với các công ty mới gia nhập ngành. Yếu tố thành công chính là khả năng tuyển dụng và giữ nhân tài. Về mặt này, FPT có lợi thế nhờ tự đào tạo thông qua các trường và chương trình trong mảng kinh doanh Giáo dục của bản thân công ty. Nhìn chung, ngành gia công phần mềm Việt Nam có lợi thế do chi phí nhân công rẻ hơn so với Ấn Độ và Trung Quốc.

Internet: Ngành dịch vụ Internet băng thông rộng mang tính tập trung cao với 94% thị phần trong tay ba công ty: Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam, thường được gọi là VNPT (62%), Tập đoàn Viễn thông Quân đội Viettel (19%) và Tập đoàn FPT (13%). Rào cản gia nhập ngành cao vì đòi hỏi vốn đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng mạng lớn. FPT tham gia vào ngành muộn, nhưng đã tích cực cạnh tranh và giành thị phần từ hai công ty kia bằng cách mở rộng phạm vi hoạt động đến các thành phố cấp 2 và đặt mục tiêu cung cấp dịch vụ khách hàng tốt hơn. Trờ ngại chính đối với lĩnh vực Internet cố định là dịch vụ Internet di động 3G đang phát triển. Trong mảng này, FPT bắt lợi lớn do chỉ có VNPT và Viettel có giấy phép 3G. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, các nhà cung cấp Internet cố định vẫn còn khả năng tăng trưởng do dịch vụ 3G có tốc độ giới hạn và kết nối không ổn định.

Diễn biến trong năm 2012

Cổ phiếu ngành CNTT diễn biến xấu trong năm 2012. Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2012 trái chiều. Trong khi các dịch vụ liên quan đến phần mềm duy trì tăng trưởng tốt trên 15%, các dịch vụ liên quan đến phần cứng gặp khó khăn lớn do nhu cầu yếu đối với các sản phẩm CNTT có cầu co giãn theo giá cao.

Doanh thu các sản phẩm CNTT giảm khoảng 9,2% trong 9 tháng đầu năm 2012 (theo nghiên cứu của GFK Temax) do sức mua yếu và chính sách thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát. Điều này cũng phản ánh trong mảng Thương mại của FPT nơi doanh thu điện thoại di động và các sản phẩm CNTT tiêu dùng trong 9 tháng đầu năm 2012 đã giảm 14% so với cùng kỳ năm ngoái.

Tính đến 9 tháng đầu năm 2012, tổng thuê bao băng thông rộng tăng 12% so với cùng kỳ năm ngoái. Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng trong lĩnh vực này trong vài năm qua đã chậm lại chủ yếu do sự xuất hiện của các dịch vụ 3G. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng dịch vụ di động 3G cũng đã chậm lại do vấn đề dịch vụ và hiệu suất hoạt động. Kết hợp với thực tế khu vực nông thôn Việt Nam vẫn là thị trường chưa được khai thác, chúng tôi cho rằng Internet cố định vẫn còn khả năng tăng trưởng.

FPT đã tích cực mở rộng phạm vi hoạt động đến 46 trên tổng số 64 tỉnh thành trong cả nước, tăng thị phần lên đến 12,6% trong 9 tháng đầu năm 2012 từ 8,7% cùng kỳ năm ngoái. Trong 9 tháng đầu năm 2012, số thuê bao của FPT tăng 60% từ việc giành lại thị phần của VNPT và Viettel.

Triển vọng năm 2013

Đầu tư chính phủ vẫn là đối tượng tiêu dùng chính, chiếm 30% tổng chi tiêu cho lĩnh vực IT. Tăng trưởng ngành CNTT trong năm 2013 phụ thuộc phần lớn vào chính sách tài khóa. Kịch bản có khả năng nhất (xác suất xảy ra là 70%) là tăng 10%-15% chi tiêu cho CNTT trong năm 2013, góp phần làm tăng lợi nhuận FPT với tốc độ tương tự theo ước tính của chúng tôi.

Kịch bản tốt nhất là chi tiêu cho CNTT sẽ tăng hơn 30%. Điều này chắc chắn sẽ mang lại lợi ích cho tất cả các công ty sau một năm 2012 đáng thất vọng. Việc Chính phủ khởi động lại các dự án cơ sở hạ tầng CNTT sẽ là yếu tố hỗ trợ cho ngành. Đặc biệt đối với FPT, chúng tôi cho rằng trong trường hợp tốt nhất, khả năng phục hồi các mảng Thương mại và Hệ thống Thông tin, hai đơn vị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế nhiều nhất sẽ giúp FPT lấy lại đà tăng trưởng lợi nhuận trên 25% như những năm trước đó.

Khuyến nghị cho năm 2013

MUA: Tập đoàn FPT (FPT), giá mục tiêu 40.400 đồng (tỷ lệ tăng 23%)

Trong ngành CNTT, chúng tôi khuyến nghị FPT do vị thế dẫn đầu ngành. Chúng tôi cho rằng FPT có rất nhiều tiềm năng tăng trưởng trong các mảng viễn thông, dịch vụ trực tuyến, và phần mềm. Chúng tôi ước tính cổ phiếu đang giao dịch tại mức 5.0 lần tốc độ tăng trưởng lợi nhuận 13% vào năm 2013.



Đinh Thị Như Hoa
Chuyên viên cao cấp
Năng lượng

Ngành dầu khí: Rủi ro từ PVN

Hình 14: Diễn biến chỉ số ngành dầu khí vs. chỉ số VN-Index



Nguồn: Bloomberg (20/12/2012), Mốc cơ sở = 100 từ ngày GAS niêm yết (22/05/2012)

Bàn tay quyền lực của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam

- Tập đoàn Dầu khí Việt Nam thuộc sở hữu Nhà nước có ảnh hưởng lớn trong ngành dầu khí
- Hầu hết các công ty có thể đầu tư đều liên quan đến kinh doanh khí tự nhiên do PVGAS chi phối
- Các công ty phân phối khí đến người sử dụng gặp rủi ro giá khí không tăng

Là doanh nghiệp nhà nước, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), chủ yếu thông qua các công ty con sản xuất và phân phối đến người sử dụng, kiểm soát toàn bộ việc cung cấp dầu và khí tự nhiên tại Việt Nam. Tất cả các hợp đồng sản xuất đều độc quyền hoặc liên doanh với PVN. Khuôn khổ pháp lý này đảm bảo rằng Chính phủ Việt Nam duy trì vai trò chủ động trong quản lý và giám sát việc thăm dò dầu khí.

Trong ngành dầu khí, Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD) là công ty niêm yết nổi bật nhất. Các công ty niêm yết có thể đầu tư khác trong ngành kinh doanh khí tự nhiên gồm có GAS, CNG, PGD và PGS. PVGas (GAS) là một trong năm công ty có giá trị vốn hóa thị trường cao nhất thị trường chứng khoán. Ngành dầu khí Việt Nam có những đặc trưng sau.

- Các nhà máy điện và phân bón được ưu tiên phân phối khí tự nhiên và tiêu thụ 90-95% nguồn cung khí tự nhiên của quốc gia với giá do Chính phủ quyết định.
- GAS là nhà cung cấp độc quyền khí tự nhiên. Các công ty phân phối như PGD, PGS, CNG không có lợi thế.
- Vốn đầu tư cơ bản lớn cho đất đai, nguồn nhân lực và tài chính cần thiết để gia nhập thị trường

Diễn biến trong năm 2012

Cổ phiếu ngành dầu khí đã giảm 4% từ đầu năm đến nay mặc dù lợi nhuận tăng 34% trong 9 tháng đầu năm 2012. GAS đã tăng giá khí 12% dẫn đến tăng lợi nhuận riêng của công ty

nhưng ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty phân phối. Sản lượng cung khí tự nhiên cũng tăng do tiêu thụ tăng nhờ một nhà máy phân bón mới đi vào hoạt động.

Triển vọng năm 2013

Chúng tôi dự báo PV Gas sẽ tối đa hóa công suất đường ống dẫn. Lợi nhuận phụ thuộc vào việc tăng sản lượng do giá bán được điều tiết bởi Chính phủ. Hiện nay, PV Gas cung cấp 9 tỷ mét khối khí mỗi năm, sử dụng 80% tổng công suất đường ống dẫn.

Một rủi ro là Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) chuyển sang mua nhiều điện hơn từ các nhà máy nhiệt điện và nhà máy thủy điện vốn có chi phí sản xuất thấp hơn so với các nhà máy sử dụng khí. Sản lượng khí sẽ giảm và do đó lợi nhuận cũng sẽ giảm theo.

Khuyến nghị cho năm 2013

MUA: Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS), giá mục tiêu 50.300 đồng (tỷ lệ tăng 31%)

GAS là công ty niêm yết lớn nhất trong các công ty sở hữu Nhà nước thuộc PVN và cũng là nhà cung cấp độc quyền khí khô, cung cấp một lượng khí đủ để sản xuất 45% sản lượng điện và 80% sản lượng phân bón của cả nước. Chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2013 sẽ tăng 17% so với cùng kỳ năm 2012 do sản lượng tại bể Cửu Long tăng lên. Giá cổ phiếu GAS hiện thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành ở các thị trường mới nổi với mức PER năm 2013 là 6,8 lần trên mức EPS là 5.670 đồng. Mức chia cổ tức có thể là 3.000 đồng.

MUA: Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD), giá mục tiêu 52.400 đồng (tỷ lệ tăng 40%)

PVD là công ty nội địa duy nhất trong ngành dịch vụ khoan dầu khí với 50% thị phần tại Việt Nam. Công ty hiện đang sở hữu ba giàn khoan biển tự nâng, một giàn khoan đất liền và một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (PVD sở hữu 62%). Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng 2% đạt 71 triệu USD nhờ biên lợi nhuận gộp của giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm cao hơn và dịch vụ kỹ thuật giếng khoan. Chúng tôi dự báo mức EPS năm 2013 là 0,34 USD (7.000 đồng), tương ứng với mức P/E dự phóng tương đối hấp dẫn là 5.0 lần.

MUA: CTCP CNG Việt Nam (CNG), giá mục tiêu 29.100 đồng (tỷ lệ tăng 22%)

Công ty CNG Việt Nam là một trong những nhà phân phối khí nén tự nhiên hàng đầu cho hộ công nghiệp tại Việt Nam, chiếm 46% thị phần. Công ty CNG sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2012 là 3.500 đồng, tương ứng với tỷ suất cổ tức 16%, và có thể duy trì ít nhất tới năm 2015. Dù hoạt động kinh doanh ổn định và nhu cầu khí nén tự nhiên sẽ tăng, công ty cung cấp khí độc quyền cho Công ty CNG đang tăng giá khí khô nguyên liệu. Điều này có nghĩa là biên lợi nhuận gộp sẽ bị ảnh hưởng đến năm 2016 khi xuống thấp nhất là 11% theo dự báo của chúng tôi.

NÁM GIỮ: CTCP Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam (PGD), giá mục tiêu 25.800 đồng (tỷ lệ giảm 9%)

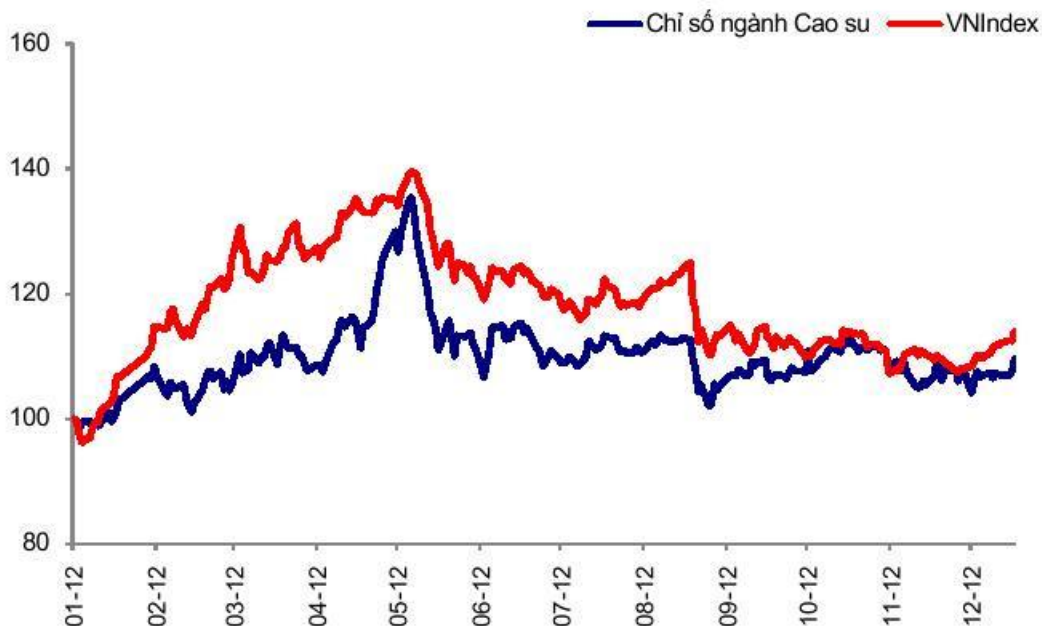
PGD là một công ty phân phối khí khô. Khí ẩm có nguồn gốc từ công ty mẹ, PV Gas (GAS), chế biến thành khí khô và sau đó phân phối qua các đường ống đến hộ công nghiệp trong các KCN miền Đông Nam Việt Nam. Sự phụ thuộc của PGD vào một nhà cung cấp (GAS) ảnh hưởng đến khả năng duy trì biên lợi nhuận gộp. Năm 2013, PV Gas có kế hoạch tiếp tục tăng trung bình 20% giá khí khô và việc này làm giảm lợi nhuận của PGD 21% xuống còn 171 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS năm 2013 là 3.977 đồng. PGD hiện đang giao dịch tại 7,2 lần mức EPS năm 2013.



Nguyễn Xuân Huy
Chuyên viên cao cấp
Hàng hóa, Công nghiệp

Ngành cao su: Có khả năng phục hồi

Hình 15: Diễn biến chỉ số ngành cao su vs. chỉ số VN-Index



Nguồn: Bloomberg (20/12/2012), Mốc cơ sở = 100

Giá cao su có khả năng ổn định

- Ngành cao su nhìn chung giao dịch sát với diễn biến của thị trường chứng khoán trong năm qua, nhưng hệ số beta thấp hơn do đặc điểm phòng thủ của ngành.
- Việt Nam là nước sản xuất cao su cạnh tranh so với toàn cầu.
- Giá cao su giảm liên tục kể từ khi đạt đỉnh hồi tháng 02/2011, nhưng có thể phục hồi khi triển vọng kinh tế toàn cầu tốt hơn.

Ngành cao su có 5 công ty niêm yết, với tổng giá trị vốn hóa thị trường là 6.500 tỷ đồng. 4 công ty dẫn đầu thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG), có hơn 50% cổ phần trong mỗi công ty. Do đó, VRG có ảnh hưởng đến hoạt động của các công ty. Các công ty lớn nhất xét về vốn hóa thị trường là DPR (2.200 tỷ đồng), và PHR (2.100 tỷ đồng). Với 14.000 hecta, PHR có diện tích trồng trọt lớn nhất, tiếp theo là DPR (9.500 hecta). Các công ty cao su có những điểm tương đồng là đạt lợi nhuận tốt và giàu tiền mặt, có tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu thấp, và đang mở rộng hoạt động sang Campuchia và Lào.

Ngành có khả năng cạnh tranh toàn cầu

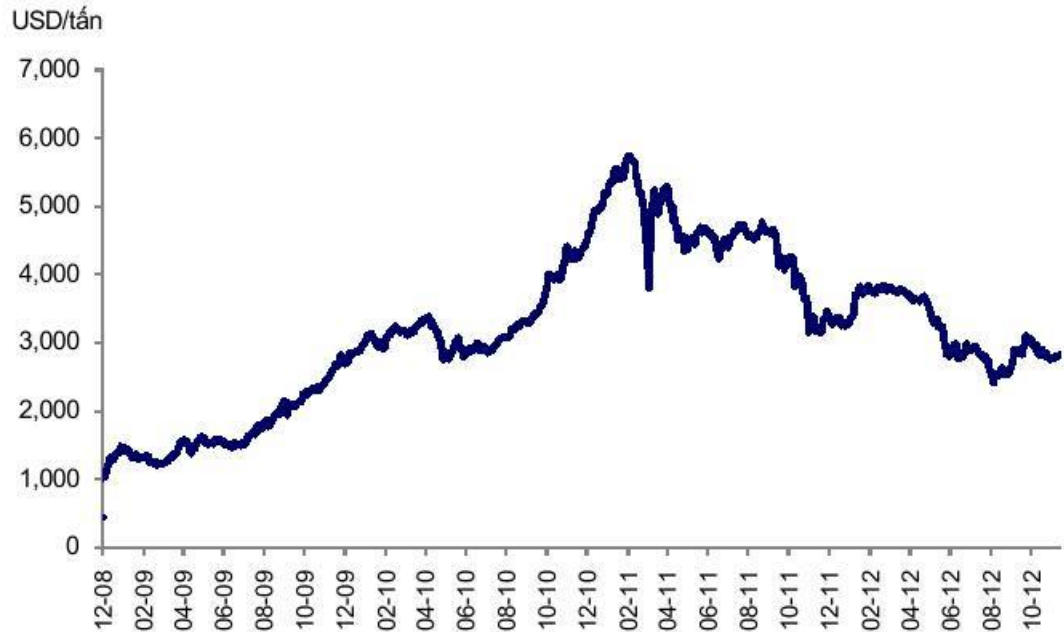
Trong năm 2011, Việt Nam đã sản xuất 811.000 tấn cao su và xuất khẩu 816.000 tấn, trở thành nước sản xuất cao su lớn thứ 5 và xuất khẩu cao su lớn thứ 4 trên thế giới. Cao su là một trong những sản phẩm xuất khẩu chính của Việt Nam, đạt 3,2 tỷ USD tương đương 3,3% kim ngạch xuất khẩu của cả nước trong năm 2011. Hơn 60% cao su trong nước được xuất khẩu sang Trung Quốc. Với công suất hàng năm 1,72 tấn/hecta, Việt Nam hiện đứng thứ 3 về công suất. Các đồn điền ở khu vực Đông Nam Bộ có công suất cao nhất cả nước.

Ngành cao su không phải đối mặt với nhiều đe dọa từ các công ty mới gia nhập trên thị trường nội địa do khó khăn trong việc mở rộng đất canh tác. Tuy nhiên, việc mở rộng hoạt động trồng cao su của công ty cùng ngành trong khu vực gây ra một số trở ngại. Cao su được sản xuất cũng có chất lượng tương đối thấp nên bị các nhà nhập khẩu Trung Quốc ép giá. Các công ty sản xuất cao su thường tự cung nguyên liệu, chỉ phụ thuộc vào các công ty cung cấp phân bón vốn có rất nhiều trên thị trường.

Diễn biến trong năm 2012

Do kinh tế thế giới ảm đạm, giá cao su định chuẩn kỹ thuật (TSR 20), loại phổ biến nhất được các nhà sản xuất trong nước bán, đã giảm dần sau khi đạt đỉnh 5.700 USD/tấn hồi tháng 02/2012 xuống mức giá hiện tại còn khoảng 2.800 USD/tấn. Giá cao su trung bình 9 tháng đầu năm 2012 đã giảm 33% so với cùng kỳ năm ngoái trên thị trường thế giới. Do đó, lợi nhuận ròng của các công ty sản xuất cao su niêm yết trong nước giảm 27% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, diễn biến giá cổ phiếu ngành tương đối tốt từ đầu năm đến nay tăng tổng cộng 9,5%, trong đó chỉ có giá cổ phiếu một công ty giảm 8%.

Hình 16: Diễn biến giá cao su (TSR20)



Nguồn: Bloomberg

Triển vọng năm 2013

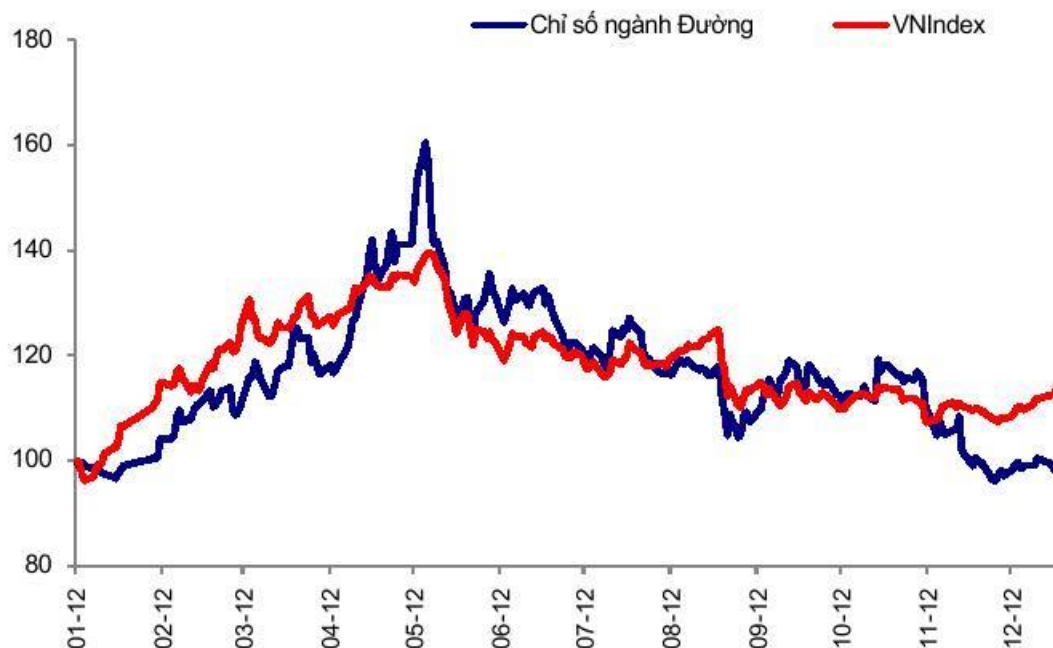
Nhu cầu quyết định giá cao su mà giá lại thường phụ thuộc vào triển vọng kinh tế thế giới. Do chúng tôi kỳ vọng kinh tế toàn cầu phục hồi trong năm 2013, nhu cầu cao su sẽ tăng, theo đó giá cao su cũng sẽ tăng. Trong kịch bản xấu nhất nếu giá cao su giảm quá sâu, các nước xuất khẩu cao su hàng đầu như Thái Lan, Malaysia và Indonesia có thể tham gia hỗ trợ giá phần nào bằng cách khống chế sản lượng xuất khẩu.

Khuyến nghị cho năm 2013

Trong ngành cao su, chúng tôi khuyến nghị PHR và DPR do công suất cao và khả năng mở rộng hoạt động. Hai công ty này có công suất hàng năm hơn 2 tấn/hecta nằm trong số các công ty có công suất cao nhất cả nước. Ngoài ra, hai công ty này đã được mở rộng hoạt động trồng trọt sang Campuchia và Lào, sẽ là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng, do khả năng tăng sản lượng ở các vùng trồng trọt hiện tại bị hạn chế.

Ngành đường: Thận trọng đầu tư

Hình 17: Diễn biến chỉ số ngành đường vs. chỉ số VN-Index



Nguồn: Bloomberg (20/12/2012), Mốc cơ sở = 100

Giá đường là yếu tố quyết định

- Cổ phiếu ngành đường diễn biến khá sát với thị trường trong suốt năm nay.
- Giá đường nội địa cao hơn so với giá thế giới nhờ thuế nhập khẩu cao, nhưng cam kết WTO và đường nhập lậu gây trở ngại cho nguồn cung trong nước
- Tập đoàn Thành Thành Công muốn hợp nhất thị trường

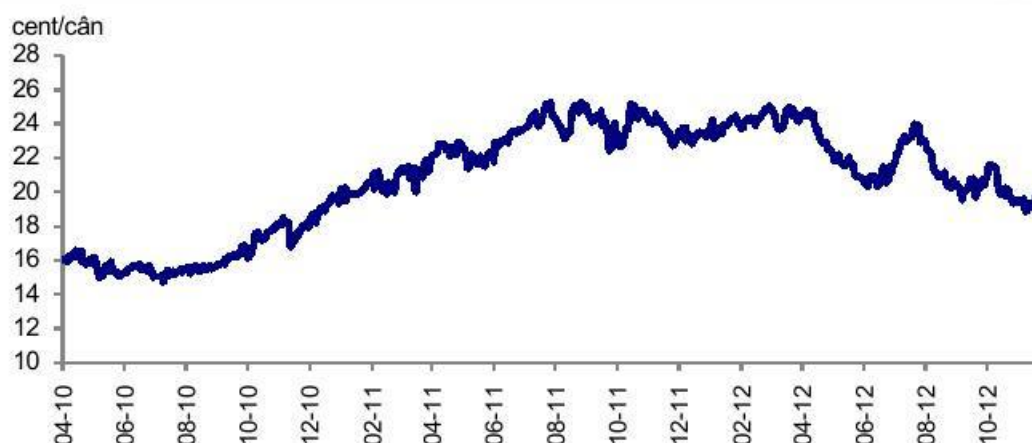
Ngành đường có 7 công ty niêm yết, với tổng giá trị vốn hóa thị trường là 3.800 tỷ đồng. Bốn trong số bảy công ty, với vốn hóa thị trường 3.000 tỷ đồng, do Tập đoàn tư nhân Thành Thành Công và các bên liên quan trực tiếp hay gián tiếp sở hữu. Các công ty lớn nhất xét về vốn hóa thị trường là SBT (1.700 tỷ đồng) và LSS (730 tỷ đồng).

Ngành đường trong nước được Chính phủ bảo hộ mạnh mẽ với thuế nhập khẩu 80-85% vì chi phí sản xuất của người trồng mía cao, năng suất thấp và ít nguồn cung mía thương mại. Như vậy, giá đường trong nước cao hơn giá thế giới và biên lợi nhuận gộp của các công ty sản xuất nội địa thuộc loại cao nhất thế giới. Thuế nhập khẩu cao, có hiệu lực đến năm 2016, giới hạn các công ty nước ngoài tham gia vào thị trường trong khi diện tích trồng trọt hạn chế cản trở các công ty nội địa tham gia vào thị trường.

Sản xuất trong nước đạt 1,4 triệu tấn hiện đáp ứng nhu cầu trong nước. Tuy nhiên, các nhà sản xuất trong nước phải cạnh tranh với khoảng 300.000 tấn đường nhập lậu bất hợp pháp (đường nhập lậu) và đường nhập khẩu hợp pháp theo các cam kết WTO (khoảng 70.000 tấn trong năm 2012). Đường từ các nguồn này thường thấp hơn giá trong nước 10%.

Cạnh tranh đối với đường thô RS tại thị trường trong nước cao, nhưng thấp đối với đường tinh luyện RE. Hầu hết các công ty sản xuất trong nước chỉ có khả năng sản xuất đường RS vốn có chất lượng thấp hơn đường RE.

Hình 18: Giá đường số 11



Nguồn: Bloomberg

Mối quan hệ giữa công ty sản xuất đường và nông dân trồng mía khá nhạy cảm. Quyết định trồng mía hay không phụ thuộc vào người nông dân sở hữu đất. Họ trồng mía khi giá mua cao hoặc có lợi nhuận cao hơn so với trồng các loại cây trồng khác. Ngược lại, công ty sản xuất đường sẽ trì hoãn thu mua mía nếu họ cho rằng giá quá cao. Nông dân gặp rủi ro mía hư hỏng nếu họ không chấp nhận bán giá thấp hơn.

Diễn biến trong năm 2012

Thế giới lại dư cung đường trong năm 2012. Đường số 11 giảm giá 19% từ đầu năm đến nay. Thị trường nội địa cũng dư cung. Vì vậy, giá đường trong nước giảm dần. Giá đường của LSS đã giảm từ 17.600 đồng/kg trong năm 2011 xuống còn 14.500 đồng/kg trong Quý 3/2012. Ngoài ra, giá mía nguyên liệu cũng tăng. Do đó, biên lợi nhuận của các công ty sản xuất đường giảm đáng kể. Lợi nhuận ròng ngành đường trong 9 tháng đầu năm 2012 giảm 46% so với cùng kỳ năm ngoái.

Triển vọng năm 2013

Chúng tôi dự báo giá đường trong nước vẫn giữ tốt hơn giá thế giới nhờ thuế nhập khẩu cao và nhu cầu trong nước tăng lên. Để được như vậy, chính quyền cần phải ngăn chặn buôn lậu đường. Trong kịch bản này, biên lợi nhuận gộp sẽ hồi phục và lợi nhuận sẽ tăng. Trường hợp xấu nhất là thế giới lại dư cung đường và giá đường tiếp tục giảm nữa.

Khuyến nghị cho năm 2013

MUA: CTCP Bourbon Tây Ninh (SBT), giá mục tiêu 18.500 đồng (tỷ lệ tăng 30%)

Trong ngành đường, SBT là mã chúng tôi khuyến nghị do khả năng mở rộng hoạt động trồng mía, sản phẩm đường RE cao cấp, và bảng cân đối kế toán tốt. Do vị trí tiếp giáp Campuchia, công ty đã trồng thêm 3.000 hecta mía tại Campuchia, sẵn sàng thu hoạch vào tháng Mười Hai và có kế hoạch tăng lên đến 10.000 hecta. Sản phẩm của công ty là đường RE có giá cao hơn và giữ giá tốt hơn so với đường RS, nhờ nguồn cung đường RE hạn chế. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của công ty là 0,3 lần và hệ số khả năng thanh toán lãi vay là 5,7 lần.

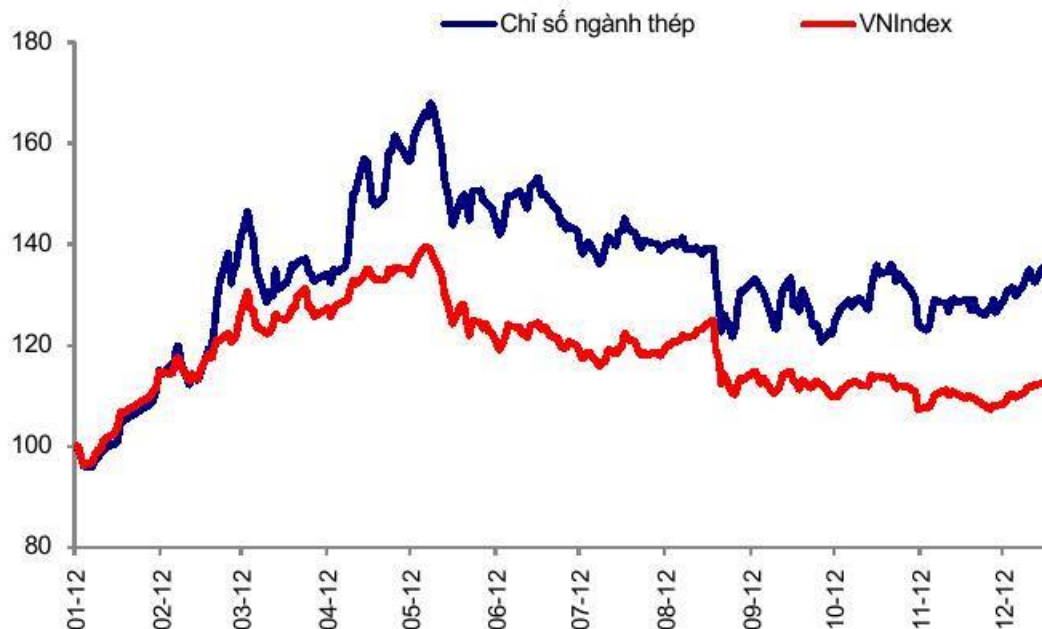
NÀM GIỮ: CTCP Mía đường Lam Sơn (LSS), giá mục tiêu 12.000 đồng (tỷ lệ giảm 8%)

Tăng trưởng hạn chế do LSS không có khả năng mở rộng diện tích trồng trọt, khiến cho lợi nhuận phụ thuộc vào giá đường nguyên liệu. Bảng cân đối kế toán của công ty cũng không tốt. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tăng từ 0,3 lần trong năm 2011 lên 0,8 lần trong 9 tháng đầu năm 2012, và hệ số khả năng thanh toán lãi vay giảm từ 18,6 lần trong năm 2011 xuống còn 2,4 lần trong 9 tháng đầu năm 2012. Ngoài ra, công ty đang trong quá trình phát hành 200 tỷ

đồng trái phiếu chuyển đổi bắt buộc. Cuối cùng, do dòng tiền tự do yếu nên giá trị của công ty khá nhạy với thay đổi của giá đường.

Ngành thép: May mắn mong manh

Hình 19. Diễn biến chỉ số ngành thép vs. chỉ số VN-Index



Nguồn: Bloomberg (20/12/2012), Mốc cơ sở = 100

Thời kỳ khó khăn phía trước

- Cổ phiếu ngành thép diễn biến tốt trong năm 2012, tăng 38% từ đầu năm đến nay, mặc dù lợi nhuận của ngành giảm 45%.
- Cổ phiếu của ba công ty vốn hóa thị trường dẫn đầu (HPG, POM, HSG), chiếm 78% tổng giá trị vốn hóa của ngành, tổng cộng tăng 44-135% từ đầu năm đến nay.
- Hy vọng duy nhất cho ngành là thị trường bất động sản phục hồi, nhưng khó có khả năng này. Ngoài ra, công suất sản xuất sẽ tăng 40% vào năm 2013.

Ngành thép có 15 công ty niêm yết, với tổng giá trị vốn hóa thị trường là 14.200 tỷ đồng. Thị trường thép được chia thành hai phân khúc khác nhau: thép xây dựng và thép tấm. Trên thị trường thép xây dựng, HPG (chiếm 13,8% thị phần) là nhà sản xuất thép lớn nhất xét về vốn hóa thị trường, và tiếp theo là POM (chiếm 15,5% thị phần). Cạnh tranh trên thị trường này là khá cao, với mức tiêu thụ trong nước khoảng 5,5 triệu tấn/năm so với công suất 8,5 triệu tấn/năm trong năm 2012 và dự kiến sẽ tăng 40% đạt 11,9 triệu tấn/năm trong năm 2013.

Trên thị trường thép tấm, HSG là công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất, tiếp theo là DTL. Thị phần thép tấm tập trung với HSG chiếm 40% thị phần tôn mạ, cao hơn 3,4 lần so với công ty sản xuất đứng thứ hai (Sun Steel). Nhu cầu thị trường tôn mạ là 1,4 triệu tấn trong năm 2011, bằng một nửa công suất của ngành là 2,8 triệu tấn/năm.

Cạnh tranh của các nhà sản xuất trong nước trong ngành thép cao do khách hàng có lợi thế khi nhu cầu hiện nay chỉ bằng 65% công suất của ngành, dự báo sẽ còn tăng 40% trong năm 2013. Các công ty mới gia nhập ngành gặp nhiều trở ngại ở cả 2 thị trường i) thị trường trong nước, do nhiều nhà sản xuất nước ngoài xây dựng nhà máy tại Việt Nam với công suất cao đã được phê duyệt giấy phép hoạt động và ii) thị trường nhập khẩu, trong đó các công ty sản xuất trong nước phải cạnh tranh với thép nhập khẩu từ Trung Quốc vốn có mức giá thấp hơn nhưng chất lượng cũng thấp hơn. Tuy nhiên, các nhà cung cấp nguyên liệu không có lợi thế

ép giá và hầu như không có sản phẩm thay thế do nguyên liệu để sản xuất thép được mua từ các quốc gia khác nhau, và hiện chưa có sản phẩm thay thế cho thép.

Diễn biến trong năm 2012

Kết quả lợi nhuận của ngành thép không tốt, với lợi nhuận ròng giảm 45%. Trong số 15 công ty niêm yết, chỉ có HSG tăng trưởng lợi nhuận cao đạt 129% nhờ kim ngạch xuất khẩu và tỷ giá hối đoái ổn định. Kết quả lợi nhuận của ngành không tốt là do giá thép và nhu cầu đều giảm. Đi theo xu hướng thế giới và nhu cầu thấp, giá thép trong nước đã giảm khoảng 5% (giá bán của HPG). Do thị trường bất động sản trong nước đóng băng nên nhu cầu thấp, với sản lượng bán 10 tháng đầu năm giảm 7% xuống còn 3,6 triệu tấn.

Hình 20: Sản lượng tiêu thụ thép



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam

Triển vọng năm 2013

Kịch bản tốt nhất cho ngành thép là thị trường bất động sản hồi phục, nhưng ngay cả khi điều này xảy ra cũng sẽ chưa giúp được gì cho ngành thép trong năm 2013 do các công ty bất động sản cần phải xả hàng tồn kho. Hy vọng khác là Chính phủ tăng chi tiêu cho xây dựng cơ sở hạ tầng. Công suất sản xuất thép cũng được dự báo sẽ tăng 40% lên 11,9 triệu tấn/năm. Cạnh tranh về giá trên thị trường nội địa dẫn đến kết quả là biên lợi nhuận thu hẹp và hợp nhất các nhà sản xuất nhỏ không thể cạnh tranh do sử dụng công nghệ lạc hậu.

Khuyến nghị cho năm 2013

NĂM GIỮ: CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG), giá mục tiêu 20.800 đồng

Trong ngành thép, chúng tôi khuyến nghị HPG do quy trình sản xuất khép kín, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu thấp, và khả năng tiếp thị sản phẩm. Quy trình sản xuất khép kín đã giúp biên lợi nhuận gộp của công ty luôn ở mức cao hơn so với các công ty cùng ngành (như POM), do đó, lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm chỉ giảm 25% so với đối thủ cạnh tranh lớn nhất (POM) đã giảm 98% và cả ngành thép giảm 45%. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của công ty thấp chỉ ở mức 0,7 lần, một trong những mức thấp nhất trong ngành có thể hỗ trợ công ty vượt qua giai đoạn chính sách tiền tệ thắt chặt trong năm 2013, có thể khiến tăng lãi suất và ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng. Khả năng tiếp thị của công ty đã được chứng minh khi sản lượng bán 10 tháng đầu năm chỉ giảm 2% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn nhiều so với mức giảm của ngành là 7%.



Nguyễn Thế Minh
Chuyên viên PTKT

Phân tích kỹ thuật: Thị trường sẽ tăng điểm vào đầu năm 2013

Theo quan điểm kỹ thuật của chúng tôi, trong 3 tháng đầu năm 2013 thị trường có khả năng điểm như hồi đầu năm 2012 dựa trên những yếu tố hỗ trợ tương đồng.

Kịch bản 1: Lịch sử có thể lặp lại

Ngưỡng dự báo 3 tháng đầu năm 2013: 430 điểm

Xác suất: 95%

Nhìn lại các yếu tố hỗ trợ cho nhịp sóng tăng đầu năm 2012

1. Chỉ số VN-Index vào cuối tháng 12/2011 cách đường xu hướng tăng dài hạn từ năm 2003 là 5%.
2. Chỉ số VN-Index vào cuối tháng 12/2011 chạm mức hỗ trợ Fibonacci 76,4% khi đo từ tháng 02/2009 đến mức cao nhất năm 2009.
3. Xuất hiện tín hiệu mua trung hạn của chỉ báo VCSC-T3 trên cả hai chỉ số VN-Index và HNX-Index.

Xem xét các yếu tố hỗ trợ ở thời điểm hiện tại

1. Chỉ số VN-Index hiện chỉ cách đường xu hướng tăng dài hạn từ năm 2009 là 5% (đường màu xanh trong đồ thị tuần).
2. Chỉ số VN-Index chạm mức hỗ trợ Fibonacci 76,4% khi đo từ đáy vào giữa tháng 1/2012 đến đỉnh cao nhất vào tháng 05/2012.
3. Xuất hiện tín hiệu mua trung hạn của chỉ báo VCSC-T3 trên cả hai chỉ số VN-Index và HNX-Index.

Do đó, mức 370 điểm được xem là mức hỗ trợ mạnh và chúng tôi cho rằng mức hỗ trợ này rất khó có thể bị xuyên phá.

Theo thống kê của chúng tôi trong xu hướng giảm từ năm 2009 đến nay, chỉ số VN-Index thường phục hồi về mức 50% của xu hướng giảm trước đó. Do đó, chúng tôi cho rằng chỉ số VN-Index có thể sẽ phục hồi về mức 430 điểm (tức là đạt mức tăng 50% của xu hướng giảm từ giữa tháng 05/2012 đến mức thấp nhất vào tháng 11/2012).

Kết luận: Nhà đầu tư trung hạn có thể MUA vào trong vùng giá hiện tại với mức mục tiêu của chúng tôi là 430 điểm trong 3 tháng đầu năm 2013, và nhanh chóng cắt lỗ nếu mức 370 điểm bị xuyên phá.

Kịch bản 2: Yếu tố tiêu cực bất ngờ

Ngưỡng dự báo 3 tháng đầu năm 2013: 330-336 điểm

Xác suất: 5%

Trong kịch bản này, chúng tôi lo ngại về tín hiệu mua trung hạn của chỉ báo VCSC-T3 không đạt hiệu quả do ảnh hưởng bởi yếu tố tiêu cực bất ngờ, điều này đã từng xảy ra trong tháng 08/2012. Và thông thường, mức giảm điểm ở mức trung bình 57 điểm (theo thống kê các lần giảm mạnh từ giữa tháng 05/2012). Do đó, nếu kịch bản này xảy ra thì nhiều khả năng chỉ số VN-Index có thể giảm về mức đáy cũ trong đầu năm 2012 là 330-336 điểm.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Robert Zielinski, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145
robert.zielinski@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Vũ Thanh Tú, ext 105

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.