

Báo cáo Triển vọng 2014



Lời nói đầu

Trong năm 2013, nền kinh tế Việt Nam đã ghi nhận những bước tiến và thành công nhất định. Thị trường chứng khoán, theo đó, đã có một năm khởi sắc với những biến động tích cực khi các chỉ số đều tăng khá tốt so với thời điểm cuối năm 2012 đồng thời thanh khoản của thị trường cũng được cải thiện.

Cùng nhau nhìn lại năm 2013 đã qua và cùng dự báo cho kịch bản thị trường trong năm 2014 sẽ là bước chuẩn bị tốt để chúng ta có thể có những thông tin hữu ích cũng như có thêm những nhận định đa chiều về thị trường. Chính vì vậy “*Báo cáo Triển vọng 2014*” của Công ty chứng khoán VCBS được thực hiện nhằm cung cấp thêm cho nhà đầu tư một tài liệu quan trọng để có cái nhìn tổng quan nhất về thị trường. Báo cáo được chia làm ba phần với lượng thông tin phân tích tương đối tổng quát trên các mảng: Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Chứng khoán, và Triển vọng Ngành. Với Thị trường Chứng khoán, chúng tôi chỉ phân tích và đánh giá Thị trường Cổ phiếu. Với thị trường Trái phiếu, VCBS đã thực hiện trong một báo chuyên biệt khác tách rời với bản báo cáo này. Quý nhà đầu tư có thể tìm đọc tại website của chúng tôi tại: <http://vcbs.com.vn>

Bản báo cáo được thực hiện với sự nỗ lực tham gia của đội ngũ cán bộ Bộ Phận Phân tích Công ty Chứng khoán VCBS. Chúng tôi hy vọng sẽ mang đến cho quý nhà đầu tư một tài liệu hữu ích và xin nhận mọi đóng góp ý kiến để phục vụ quý nhà đầu tư được tốt hơn trong các kỳ báo cáo sau. Email đóng góp ý kiến xin gửi tới research@info.vcbs.com.vn

Trân trọng !

Phòng Phân tích - VCBS

Nội Dung

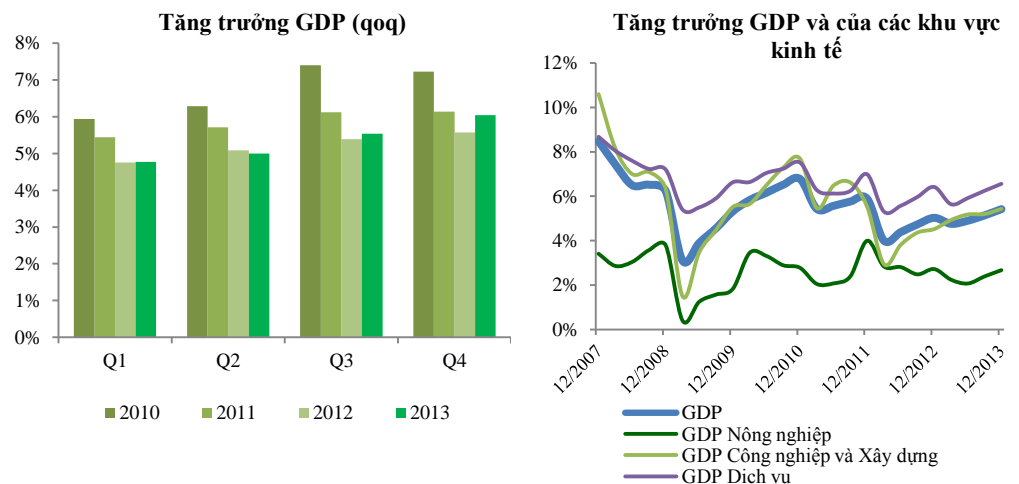
KINH TẾ VĨ MÔ.....	3
Tăng trưởng tốt hơn với điểm sáng từ lĩnh vực sản xuất. Xuất khẩu ghi nhận sự đột phá với đóng góp lớn từ khối doanh nghiệp FDI	3
Nền kinh tế duy trì tốt sự ổn định, lạm phát và tỷ giá trong tầm kiểm soát	5
Thị trường ngoại hối ổn định, tỷ giá được kỳ vọng điều chỉnh khoảng 2% trong năm 2014	7
Thị trường tài chính - Lãi suất ổn định, thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá tốt	8
Kinh tế - tài chính thế giới.....	11
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	14
Xu hướng chung của thị trường.....	14
Cổ phiếu Xây dựng cơ sở hạ tầng và Xuất khẩu sẽ bứt phá.....	15
Dòng vốn ngoại trở lại mạnh mẽ.....	17
TRIỂN VỌNG MỘT SỐ NHÓM NGÀNH CHÍNH	19
Ngành Ngân hàng.....	20
Ngành Khí	22
Ngành Xây dựng công trình	24
Ngành Thép	27
Ngành Săm lốp	29
Ngành Thực phẩm	31
Ngành Bất Động Sản	34
PHỤ LỤC	38
Chính sách được kỳ vọng	38
Hiệp định TPP.....	38
Dự thảo Quyết định về việc tham gia của các tổ chức, cá nhân nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam	39
Nghị định về Chứng khoán phái sinh.....	40

KINH TẾ VĨ MÔ

GDP 2013 tăng 5,42% cao hơn mức tăng 5,25% của năm 2012.

Tăng trưởng tốt hơn với điểm sáng từ lĩnh vực sản xuất. Xuất khẩu ghi nhận sự đột phá với đóng góp lớn từ khối doanh nghiệp FDI

Nền kinh tế đã cho thấy sự cải thiện, dù tốc độ phục hồi còn chậm, chưa thực sự bứt phá nhưng cũng đã có những dấu hiệu tích cực hơn khá rõ so với năm 2012. Sau khi lạm phát đã được kiểm soát tốt trong năm 2012, chính sách tiền tệ và tài khóa tiếp tục được duy trì theo hướng nới lỏng một cách thận trọng và linh hoạt đã và đang phát huy tác dụng tích cực, hỗ trợ cho đà phục hồi của nền kinh tế. Tăng trưởng GDP cải thiện và gia tốc qua từng Quý, đặc biệt là trong giai đoạn nửa cuối năm với tăng trưởng GDP Quý 3 và Quý 4 lần lượt đạt 5,54% và 6,04%, cao hơn đáng kể so với mức tăng 4,76% của Quý 1 và 5,00% của Quý 2. Tính chung cả năm 2013, GDP ghi nhận mức tăng 5,42%, gần đạt mục tiêu 5,5% và cao hơn con số 5,25% của năm 2012.

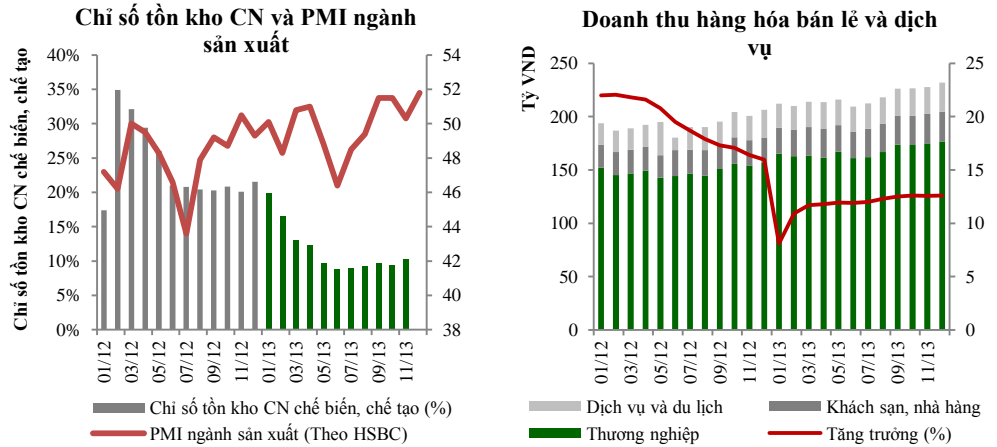


Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Dấu hiệu thoát đáy của nền kinh tế đã trở nên rõ ràng với sự phục hồi tốt của lĩnh vực sản xuất.

Tương tự các năm gần đây, đóng góp chính cho mức tăng của GDP vẫn đến từ khu vực dịch vụ (+6,56% đóng góp 2,85 điểm phần trăm) trong khi khu vực công nghiệp và xây dựng ghi nhận mức tăng 5,43% thấp hơn mức 5,75% của năm 2012, còn lại là nông nghiệp. Tuy nhiên cũng cần phải lưu ý rằng, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) cả năm 2013 tăng 5,9% cao hơn đáng kể so với mức tăng chỉ 4,8% của năm 2012. Sự sụt giảm của khu vực công nghiệp và xây dựng chủ yếu là do ngành Khai khoáng ghi nhận mức giảm nhẹ trong khi lĩnh vực cốt lõi là ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo có mức tăng khá tốt 7,44%, cao hơn đáng kể so với con số 5,80% của năm 2012. Đồng thời, theo HSBC, chỉ số PMI ngành sản xuất sau khi đạt 51,8 điểm trong tháng 12 năm 2013 đã tiếp tục tăng lên 52,1 điểm trong tháng đầu tiên của năm 2014. Đây là tháng thứ năm liên tiếp chỉ số này trên ngưỡng 50 điểm đồng thời cũng là tháng có mức tăng cao thứ hai trong lịch sử khảo sát của HSBC chỉ sau mức kỷ lục của lần khảo sát đầu tiên vào tháng 4.2011 với sự tăng trưởng tích cực từ phía sản lượng đầu ra, việc làm và số lượng đơn đặt hàng mới. Những số liệu trên cho thấy lĩnh vực sản xuất vẫn đang duy trì xu hướng mở rộng tích cực. Trong khi đó, chỉ số tồn kho tính đến đầu tháng 12.2013 tăng 10,2% (yoy) chỉ bằng khoảng một nửa so với mức 20,1% cùng thời điểm năm 2012. Tỷ lệ tồn kho bình quân 11 tháng đầu năm, dù còn cao hơn ngưỡng thông thường 65%, vẫn tiếp tục xu hướng giảm nhẹ xuống 73,7%. Sự phục hồi tốt hơn của cầu đầu tư cũng được củng cố khi tăng trưởng tín dụng năm 2013 đã ghi nhận sự gia tốc mạnh trong những tháng cuối năm và đạt mức 12,51%, không chỉ vượt mục tiêu 12% của NHNN mà còn cao hơn đáng kể so với mức tăng 8,91% của năm 2012. Dựa trên những chuyển biến tích cực từ phía lĩnh vực sản xuất, đặc biệt là của

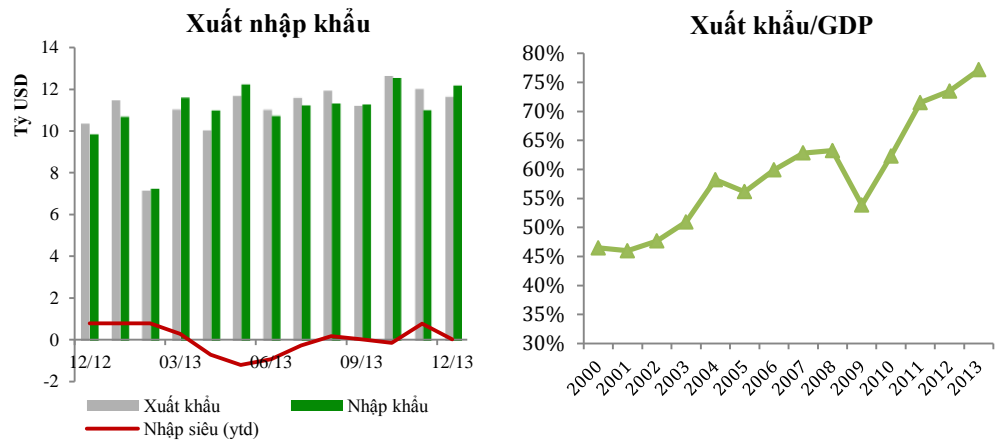
ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo, chúng tôi đánh giá dù chưa bứt phá mạnh nhưng dấu hiệu thoát đáy của nền kinh tế đã trở nên rõ ràng hơn.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

... nhưng sự bứt phá vẫn chưa đến khi sức cầu trong nước còn yếu

Trong khi cầu đầu tư và khu vực sản xuất phát đi những tín hiệu tích cực thì những số liệu về cầu tiêu dùng chưa thực sự khả quan. Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2013 chỉ tăng 12,6% và 5,6% nếu loại trừ yếu tố giá. Mức tăng này không chỉ thấp hơn nhiều so với con số trung bình khoảng trên 20% trong các năm 2011 trở về trước mà đồng thời cũng thấp hơn nhiều so với năm 2012 (+16% và +6,2% loại trừ yếu tố giá). Theo đó, sức cầu trong nước vẫn chỉ cho thấy sự phục hồi chậm và yếu. Đây đồng thời cũng là yếu tố quan trọng khiến cho sản xuất công nghiệp dù đã có những cải thiện nhất định nhưng chưa thể bứt phá, lượng hàng tồn kho vẫn còn nhiều (trên ngưỡng thông thường 65%).



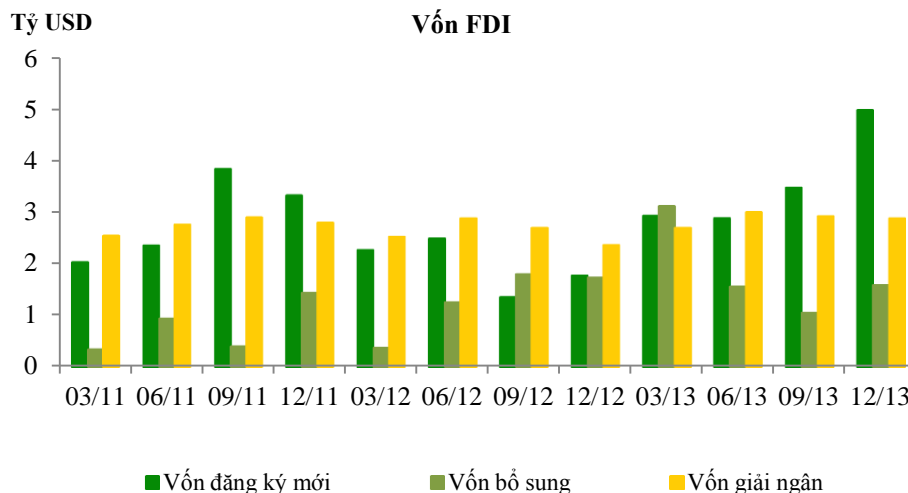
Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Cán cân thương mại tương đối cân bằng với giá trị xuất siêu 9,4 triệu USD. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu tăng đáng kể với đóng góp lớn từ khối doanh nghiệp FDI, từ đó là động lực quan trọng thúc đẩy sự phục hồi của nền kinh tế.

Về hoạt động xuất nhập khẩu, trong năm 2013, Việt Nam ghi nhận năm xuất siêu thứ hai liên tiếp. Tuy nhiên cán cân thương mại trong năm vừa qua khá cân bằng khi giá trị xuất siêu chỉ đạt vào khoảng 9,4 triệu USD, trong đó tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 132,135 tỷ USD (+15,4% yoy), tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 132,125 tỷ USD (+16,1% yoy). Đóng góp phần lớn cho tổng kim ngạch xuất nhập khẩu là khối doanh nghiệp FDI với tỷ lệ lần lượt 61,2% (tăng 26,3% yoy về giá trị xuất khẩu so với năm 2012) và 56,3% (tăng 24,2% yoy về giá trị nhập khẩu). Điều này cũng phần nào lý giải việc cán cân thương mại trong năm 2013 tương đối cân bằng do các doanh nghiệp FDI chủ yếu hoạt động dưới hình thức lắp ráp, gia công, theo đó để có giá trị xuất khẩu lớn cũng cần phải nhập khẩu các yếu tố đầu vào với giá trị gần tương đương. Sự nổi trội của khối doanh nghiệp FDI giúp cải thiện xuất khẩu và là một điểm sáng của nền kinh tế, đồng thời với tỷ lệ giá trị xuất khẩu/GDP đạt đến hơn 77%, có thể thấy

các doanh nghiệp này đã góp sức quan trọng trong việc thúc đẩy đà hồi phục và tăng trưởng của nền kinh tế năm 2013.

Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam cũng tăng đáng kể trong năm qua với tổng vốn đăng ký đạt 21,6 tỷ USD (+54,5% yoy), vốn FDI giải ngân cũng đạt 11,5 tỷ USD (+9,9% yoy). Con số này bên cạnh việc thể hiện Việt Nam đang tạo sức hút đầu tư tốt từ nước ngoài còn cho thấy những bước đi trước và đón đầu của khối ngoại khi Việt Nam đang đàm phán gia nhập TPP và có thể sẽ kết thúc đàm phán vào nửa cuối 2014. Bên cạnh đó, với triển vọng khả quan hơn tại các nền kinh tế lớn trên thế giới như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản, vốn là những bạn hàng xuất khẩu chủ chốt của Việt Nam, **trong năm 2014 xuất khẩu nhiều khả năng sẽ tiếp tục gia tăng mạnh. Khối doanh nghiệp FDI được kỳ vọng sẽ có những bước tiến tốt hơn nữa từ đó tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực sang khối doanh nghiệp trong nước nói riêng cũng như sự tăng trưởng của cả nền kinh tế nói chung.**



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế năm 2014 sẽ tăng trưởng tốt hơn so với năm 2013 và đạt khoảng 5,6%-5,7%.

Năm 2014 được dự báo sẽ tiếp tục là một năm thử thách đối với nền kinh tế với các mục tiêu trọng tâm là ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát và tăng trưởng hợp lý. Mặc dù chưa nhìn thấy động lực tăng trưởng mạnh mẽ nhưng, chúng tôi kỳ vọng, **nền kinh tế năm 2014 sẽ tăng trưởng tốt hơn so với năm 2013 và đạt khoảng 5,6%-5,7%**. Chi tiêu Chính phủ có thể sẽ được tăng lên sau khi trần bội chi được nâng lên 5,3% trong năm 2014. Điều này sẽ có tác động tích cực cho nền kinh tế trong bối cảnh sự phục hồi của sức cầu trong nước còn yếu. Mặc dù vậy, thâm hụt ngân sách và gánh nặng nợ công cũng kéo lùi lại không gian mở rộng của chính sách tài khóa, do vậy tính lan tỏa sức cầu từ đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ ở mức vừa phải. Thêm vào đó, về trung và dài hạn, tăng trưởng sẽ không đảm bảo bền vững nếu dựa vào đầu tư công với một tỷ lệ nợ công lớn. Chúng tôi kỳ vọng, khi sự ổn định của nền kinh tế được duy trì tốt, nguồn vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp (FDI và FII) sẽ tiếp tục duy trì xu hướng tăng, đồng thời việc thúc đẩy xử lý nợ xấu và kiểm soát tốt lạm phát giúp ổn định mặt bằng lãi suất sẽ là điểm tựa cho sự phục hồi tốt hơn của đầu tư tư nhân, tạo động lực cho tăng trưởng kinh tế trong năm 2014.

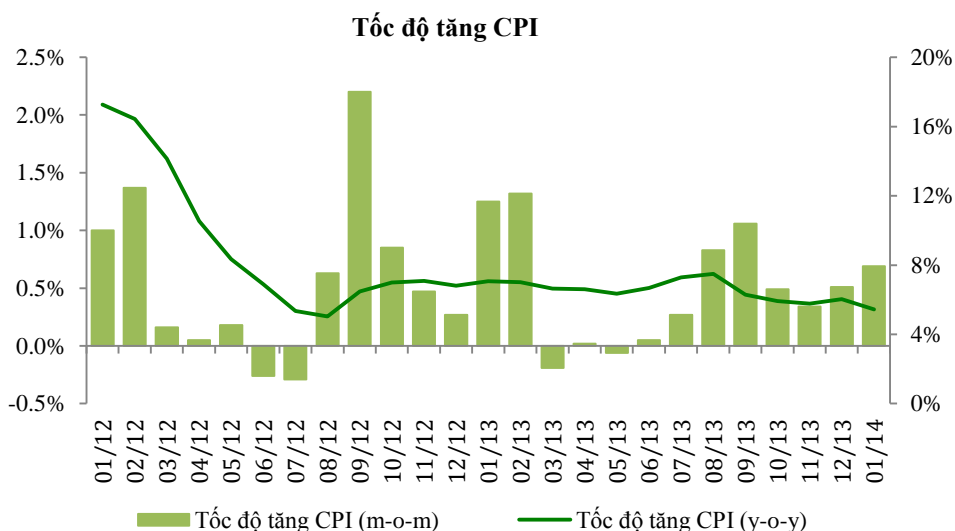
Nền kinh tế duy trì tốt sự ổn định, lạm phát và tỷ giá trong tầm kiểm soát

Lạm phát được kiểm soát với mức tăng chỉ 6,04% trong năm 2013. CPI tháng 1.2014 cả nước chỉ tăng 0,69%

Trong năm 2013, mục tiêu hàng đầu của Chính phủ và NHNN là ổn định nền kinh tế, kiểm soát lạm phát. Mục tiêu này đã được hoàn thành tốt khi tỷ lệ lạm phát cả năm 2013 chỉ ở mức 6,04%, thấp hơn mức 6,84% của năm 2012. Sự ổn định được thể hiện khá rõ qua diễn biến lạm phát theo cùng kỳ (yoy), chủ yếu đi ngang và dao động quanh vùng 6%-7%. Trong khi đó,

(mom) và 5,45% (yoy). CPI tháng 2.2014 dự báo tăng khoảng 5% (yoy). Tỷ lệ lạm phát cả năm 2014 được kỳ vọng vào khoảng 5,5%-6%.

mức tăng của CPI qua từng tháng (mom) cũng có phần tương tự trong như trong năm 2012. Trước hết, chỉ số CPI tăng mạnh trong 2 tháng đầu năm do ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ dịp Tết nguyên đán, sau đó đà tăng của CPI chững lại, thậm chí còn ghi nhận hiện tượng giảm phát vào tháng 3 (-0,19% mom) và tháng 5 (-0,06% mom). Vào tháng 8 và tháng 9, CPI đã tăng khá đột biến (tương ứng +0,83% và +1,06% mom) do việc tăng giá một số mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là dịch vụ y tế và giáo dục. Yếu tố này sau đó cũng không ảnh hưởng nhiều đến mức tăng CPI các tháng Quý 4. Chúng tôi cho rằng, bên cạnh nỗ lực từ phía Chính phủ và NHNN với việc điều tiết tốt cung tiền và ổn định mặt bằng giá cả thì sức cầu tiêu dùng phục hồi yếu hơn mong đợi cũng là nguyên nhân chính kìm hãm mức tăng của chỉ số CPI. Điều này cũng được thể hiện khá rõ khi CPI tháng đầu năm 2014 chỉ tăng 0,69% (mom) tương đương mức tăng 5,45% (yoy), mức tăng thấp nhất của tháng Một trong vòng 5 năm trở lại đây. Đóng góp phần nhiều cho mức tăng của tháng này đến từ nhóm giao thông và nhóm hàng nhà ở và vật liệu xây dựng, trong khi đó nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, nhóm thường có sự đột biến vào dịp cận Tết, lại không có sự bứt phá, chỉ tăng 0,77% (mom).



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

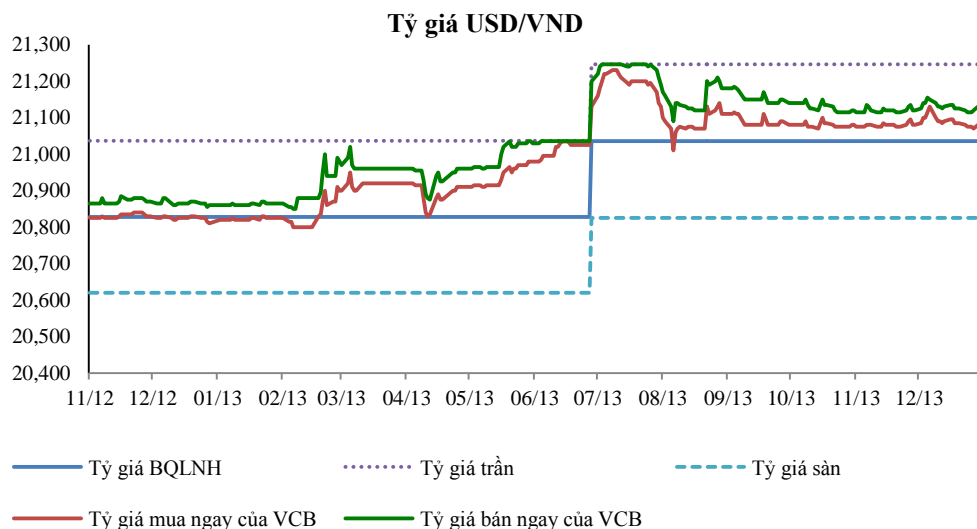
Căn cứ vào diễn biến của lạm phát cũng như các dấu hiệu cho thấy sức cầu phục hồi yếu hơn mong đợi, xu hướng giảm của lạm phát được dự báo chưa dừng lại và có thể sẽ tiếp tục lùi về khoảng 5% (yoy) trong tháng 2. Sau đó, trong những tháng còn lại của năm, mức tăng của chỉ số CPI (yoy) được kỳ vọng sẽ tăng dần trở lại khi sức cầu phục hồi tốt hơn kết hợp với khả năng tiếp tục tăng giá của một số mặt hàng thiết yếu theo lộ trình. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng sẽ khó có sự đột biến của lạm phát, mức tăng của chỉ số **CPI năm 2014 được kỳ vọng vào khoảng 5,5%-6%**. Điều này dựa trên các cơ sở như (1) Chính phủ và NHNN vẫn tiếp tục duy trì chính sách lạm phát mục tiêu với việc đảm bảo sự ổn định của kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát được ưu tiên hàng đầu, (2) cung tiền được điều tiết tốt với mức tăng trưởng cung tiền trong năm 2013 đạt 18,51%, gần tương đương mức tăng 18,46% của năm 2012, (3) việc tăng giá của một số mặt hàng thiết yếu sẽ tiếp tục diễn ra theo lộ trình, tuy nhiên việc điều chỉnh nhiều khả năng sẽ phù hợp và dựa trên diễn biến của lạm phát, tránh gây sốc cho nền kinh tế, theo đó dù tạo áp lực lên lạm phát nhưng vẫn sẽ trong tầm kiểm soát và (4) sức cầu trong nước còn yếu, dù được kỳ vọng sẽ cải thiện dần nhưng sẽ khó có đột phá.

Thị trường ngoại hối ổn định, tỷ giá được kỳ vọng điều chỉnh khoảng 2% trong năm 2014

Tỷ giá tăng 1% trong năm 2013, thị trường ngoại hối duy trì sự ổn định. Trong năm 2014, kỳ vọng tỷ giá sẽ được điều chỉnh tăng dần với mức tăng cả năm khoảng 2%.

Bên cạnh việc lạm phát được kiểm chế ở mức thấp, sự ổn định của tỷ giá cũng như thị trường ngoại hối cũng là một thành công đáng ghi nhận góp phần cho sự ổn định chung của nền kinh tế. Sau gần 2 năm duy trì tỷ giá liên ngân hàng ở mức 20.828 VND/USD, NHNN đã quyết định tăng tỷ giá liên ngân hàng thêm 1% lên 21.036 VND/USD vào cuối tháng 6.2013, và duy trì mức này trong suốt khoảng thời gian còn lại của năm. Đáng chú ý là có một số thời điểm, đặc biệt là nửa đầu Quý 3, thị trường ngoại hối cũng đã có những dấu hiệu căng thẳng nhẹ, có một số thời điểm tỷ giá bán của nhiều NHTM cũng tiến sát mức giá trần 21.246 VND/USD. Tuy nhiên điều này không phải bắt nguồn từ căng thẳng giữa cung cầu ngoại tệ. Xét về phía cầu ngoại tệ, sản xuất dù được cải thiện nhưng chưa đột phá mạnh trong khi cán cân thương mại qua từng tháng ghi nhận mức nhập siêu nhẹ hoặc xuất siêu, theo đó áp lực từ cầu ngoại tệ cho nền kinh tế là không lớn. Ở chiều ngược lại, nguồn cung ngoại tệ lại khá ổn định và dồi dào với (1) vốn FDI giải ngân tăng khá qua từng tháng và đạt 11,5 tỷ USD (+9,9% yoy), (2) kiều hối cả năm 2013 đạt khoảng 11 tỷ USD, tăng đáng kể so với con số 10 tỷ USD của năm 2012 và (3) dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện cũng đang tương đối dồi dào, đáp ứng được tiêu chuẩn an toàn tối thiểu 12 tuần theo IMF.

Theo chúng tôi, những dấu hiệu căng thẳng của thị trường ngoại hối trong năm 2013 chủ yếu bắt nguồn một số nguyên nhân chính như: (1) các ngân hàng thương mại có xu hướng thay đổi trạng thái ngoại tệ trước (i) áp lực tăng giá USD và tăng lãi suất USD trên thế giới do khả năng thu hẹp chương trình QE3 đồng thời (ii) chênh lệch lãi suất giữa VND và USD không còn hấp dẫn và (2) yếu tố tâm lý và kỳ vọng tỷ giá có thể sẽ tiếp tục được điều chỉnh trong nửa cuối năm 2013. Theo đó, trong bối cảnh cung cầu ngoại tệ không thực sự căng thẳng, NHNN, với định hướng và các biện pháp can thiệp kịp thời, nhất quán và đồng bộ, đã giúp thị trường nhanh chóng ổn định trở lại, đẩy lùi tâm lý đầu cơ ngoại tệ. Theo đó, từ nửa cuối tháng 8 trở đi, tỷ giá đã hạ nhiệt, tỷ giá bán ra của nhiều NHTM trong giai đoạn này chủ yếu dao động trong khoảng cao hơn 0,4%-0,6% so với tỷ giá liên ngân hàng, phổ biến từ khoảng 21.115 – 21.155 VND/USD.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

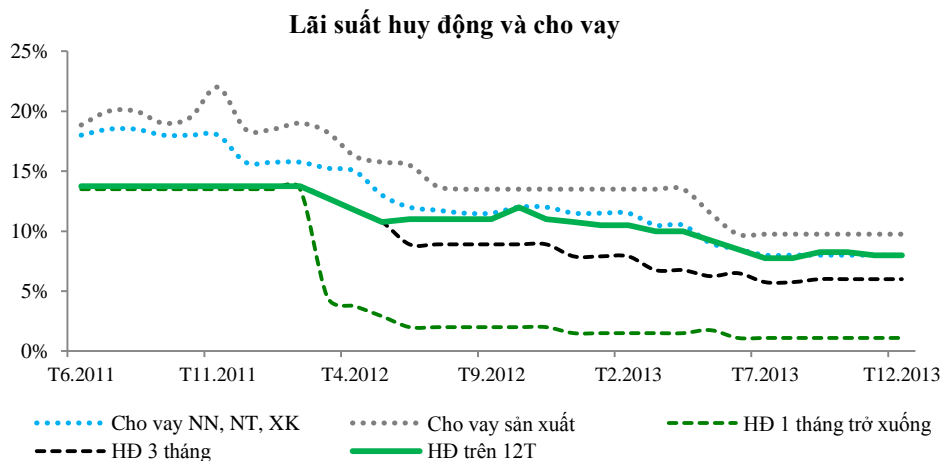
Trong năm 2014, chúng tôi kỳ vọng thị trường ngoại hối sẽ tiếp tục duy trì sự ổn định, không có biến động mạnh với diễn biến gần tương tự như năm 2013. Theo đó, **chúng tôi cho rằng tỷ**

giá nhiều khả năng sẽ được điều chỉnh tăng dần với mức tăng cả năm khoảng 2%. Dự báo này được xây dựng trên các cơ sở chính như sau: (1) hiện tại nền kinh tế vẫn chỉ ở giai đoạn đầu của sự phục hồi, khả năng hấp thụ vốn của các doanh nghiệp còn kém, việc tiếp tục đưa ra các biện pháp hỗ trợ và kích cầu là cần thiết, đồng thời chính sách vẫn theo hướng duy trì một mặt bằng lãi suất thấp hợp lý với đồng VND yếu để hỗ trợ tăng trưởng từ đó tạo áp lực tỷ giá; (2) nền kinh tế Mỹ đã và đang phát đi các tín hiệu tích cực hơn đồng thời FED cũng đã quyết định thu hẹp dần gói QE3 từ đầu năm 2014 kéo theo việc tăng giá của đồng USD và (3) áp lực nhập siêu có thể sẽ tăng lên cùng với sự phục hồi tốt hơn của nền kinh tế.

Thị trường tài chính - Lãi suất ổn định, thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá tốt

Lãi suất huy động và cho vay ổn định và giảm đáng kể so với cuối năm 2012. Kỳ vọng mặt bằng lãi suất trong năm 2014 nhiều khả năng sẽ ổn định và duy trì quanh mức của cuối năm 2013.

Sau 5 lần điều chỉnh mức trần lãi suất huy động cho kỳ hạn dưới 12 tháng từ mức 14%/năm xuống 8%/năm trong năm 2012, trong năm 2013, NHNN đã giảm trần lãi suất huy động các kỳ hạn dưới 6 tháng xuống 7%/năm đồng thời dỡ trần lãi suất với các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên. Ngoài ra, một số lãi suất điều hành cũng được giảm 2% xuống mức 7%/năm cho lãi suất tái cấp vốn và 5%/năm cho lãi suất tái chiết khấu. Theo đó, mặt bằng lãi suất duy trì sự ổn định và có xu hướng giảm so với năm 2012. Tại các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng, lãi suất huy động của các NHTM duy trì mức trần 7%, trong khi đó tại các kỳ hạn trên 6 tháng phổ biến từ 7,5%-8,5%/năm, giảm 0,5%-3%/năm so với cuối năm 2012. Lãi suất cho vay cũng giảm 3%-5% xuống các mức từ 7%-10,5%/năm cho các kỳ hạn ngắn và 11%-13%/năm cho các kỳ hạn dài.

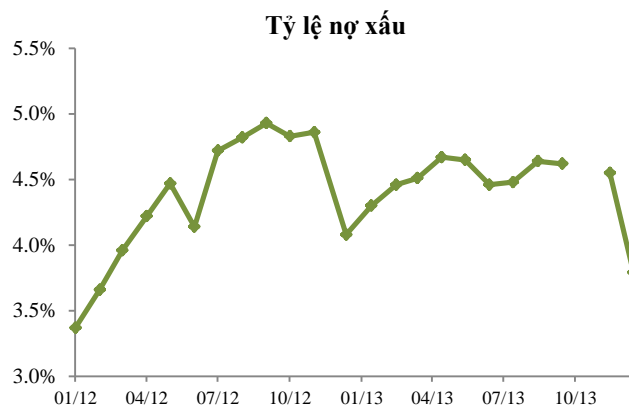


Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Căn cứ vào diễn biến và kỳ vọng của lạm phát (chỉ tăng 6,02% trong năm 2013 và khoảng 5,5%-6% trong năm 2014) kết hợp với dự báo tỷ giá có thể sẽ được điều chỉnh tăng khoảng 2%, để duy trì lãi suất thực dương cũng như sức hấp dẫn tương đối của đồng VND so với đồng USD, chúng tôi cho rằng dư địa để tiếp tục giảm lãi suất huy động trong năm 2014 là ít. Trong khi đó, về lãi suất cho vay, mặc dù nhiều khả năng Chính phủ sẽ tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ sự phục hồi của nền kinh tế, giúp các doanh nghiệp bớt khó khăn nhưng rõ ràng mặt bằng lãi suất cho vay như kể trên cũng đã lùi về ngang với mặt bằng lãi suất của năm 2005-2006. Theo đó, chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh tín dụng ra nền kinh tế không còn phụ thuộc nhiều vào yếu tố lãi suất mà chủ yếu đến từ vấn đề nợ xấu cũng như khả năng hấp thụ vốn của các doanh nghiệp còn yếu trong bối cảnh sức cầu phục hồi chưa mạnh. Ngoài ra, NIM của các NHTM hiện cũng phổ biến ở mức khá thấp chỉ 2,8%-3%. Vì vậy, theo chúng tôi, khả năng giảm lãi suất cho vay, đặc biệt là những khoản vay mới, trong thời gian tới là khá thấp. **Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất trong năm 2014 nhiều khả năng sẽ ổn định và duy trì quanh mức của cuối năm 2013.**

Tăng trưởng tín dụng năm 2013 đạt 12,51%. Tăng trưởng tín dụng năm 2014 sẽ cao hơn so với năm 2013 và có thể sẽ đạt mức 13%-15%

Sau khi tăng trưởng âm trong hai tháng đầu năm, một phần cũng do yếu tố mùa vụ với ảnh hưởng của kỳ nghỉ lễ, tín dụng đã tăng trưởng dương trở lại từ tháng 3 và tiếp tục được cải thiện dần qua từng tháng sau đó với sự gia tốc mạnh mẽ trong tháng 12. Tăng trưởng tín dụng năm 2013 vượt mục tiêu 12%, đạt mức 12,51%, tổng phương tiện thanh toán tăng 18,51%. Riêng trong tháng cuối năm, tín dụng ghi nhận mức tăng theo tháng lên tới hơn 4%, một diễn biến khá giống với cùng kỳ năm 2012. Sự gia tốc này là kết quả của những nỗ lực từ phía NHNN với nhiều biện pháp, chính sách hỗ trợ và các NHTM đẩy mạnh cho vay trong bối cảnh cầu tín dụng dịp cuối năm thường tăng để đáp ứng nhu cầu sản xuất, xuất khẩu và tiêu dùng.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Đáng chú ý là vào cuối năm 2013, tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng giảm về 3,79%, thấp hơn đáng kể so với mức 4,3%-4,6% trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2013. Theo chúng tôi tính toán, với tỷ lệ 3,79% thì tổng nợ xấu trong hệ thống vào khoảng trên 130 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ so với con số 142 nghìn tỷ vào cuối Q3.2013. Tỷ lệ nợ xấu giảm là một tín hiệu tích cực nhưng chúng tôi cũng lưu ý thêm rằng tỷ lệ 3,79% kể trên là con số được tính toán sau khi có trên 300 nghìn tỷ đồng nợ đã được cơ cấu lại trong năm 2013 và khoảng gần 40 nghìn tỷ đồng nợ xấu được mua bởi VAMC.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2014 sẽ cao hơn so với năm 2013 và có thể sẽ đạt mức 13%-15% khi nợ xấu được kỳ vọng sẽ giảm và cầu đầu tư phần nào được cải thiện. Chúng tôi nhận thấy rằng các NHTM đã có sự chuẩn bị nhất định cho việc áp dụng thông tư 02 và NHNN cũng đưa ra khả năng sẽ điều chỉnh một số quy định của thông tư này để phù hợp hơn với thực tiễn ngành ngân hàng Việt Nam. Theo đó, khả năng tăng đột biến của nợ xấu để có thể gây ảnh hưởng xấu đến hệ thống là thấp. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng VAMC sẽ tiếp tục có những hoạt động sôi nổi hơn, đặc biệt trong giai đoạn nửa đầu năm trước khi Thông tư 02 được chính thức áp dụng. Về phía doanh nghiệp, theo khảo sát của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI), có khoảng 51% doanh nghiệp cho biết sẽ giữ nguyên quy mô, trong khi có đến **42% dự kiến sẽ mở rộng sản xuất kinh doanh** và chỉ có khoảng 7% có thể sẽ thu hẹp quy mô sản xuất trong năm 2014. Với dự báo nền kinh tế sẽ tiếp tục duy trì sự ổn định và phục hồi tốt hơn trong năm 2014, từ nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn đã đứng vững qua thời kỳ khó khăn nhất của nền kinh tế, chúng tôi kỳ vọng khả năng hấp thụ vốn của các doanh nghiệp hay rộng hơn là cầu đầu tư sẽ dần được cải thiện. Ngoài ra, theo một số nguồn tin, nhiều NHTM, đặc biệt là các NHTM lớn, cũng dự kiến sẽ đặt chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cao hơn so với năm 2013.

VAMC đã mua gần 40.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm 2013. Việc đánh giá hiệu quả của

VAMC đã chính thức được thành lập vào ngày 09/07/2013 đồng thời một số quy định cụ thể về hoạt động của tổ chức này cũng đã được ban hành. **Tính đến hết năm 2013, VAMC đã mua gần 40.000 tỷ đồng nợ xấu.** Chúng tôi đánh giá việc mua nợ xấu chỉ là bước đầu tiên

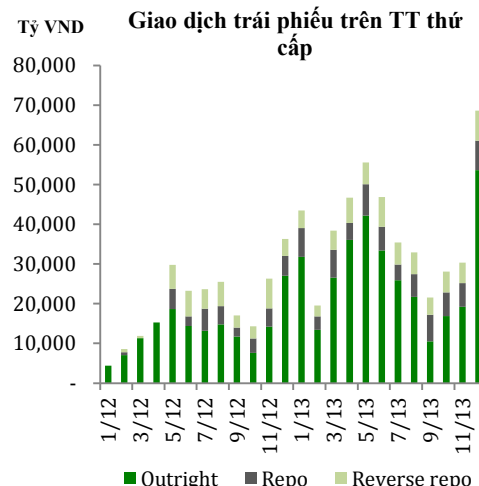
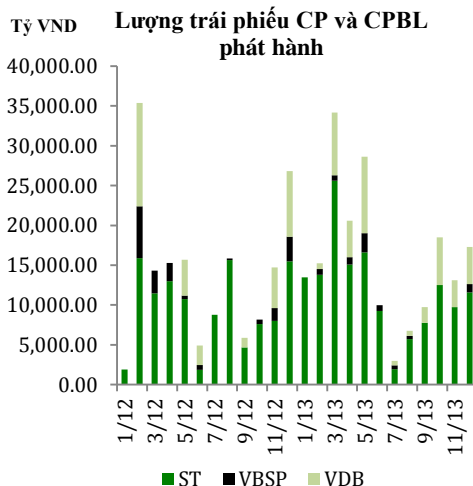
VAMC tại thời điểm hiện tại là chưa có cơ sở rõ ràng.

trong cả quá trình giải quyết nợ xấu. Vấn đề mấu chốt vẫn nằm ở việc VAMC có thể xử lý (bán, tái cơ cấu) các khoản nợ xấu này sau đó hay không, và thời gian xử lý là nhanh hay chậm. Chúng tôi cho rằng, **việc đánh giá hiệu quả của VAMC tại thời điểm hiện tại là chưa có cơ sở rõ ràng.**

Đáng chú ý là vừa qua, Thủ tướng quy định mức lãi suất tái cấp vốn của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với các tổ chức tín dụng (TCTD) trên cơ sở trái phiếu đặc biệt của VAMC thấp hơn 2%/năm so với mức lãi suất tái cấp vốn do NHNN công bố trong từng thời kỳ. Như vậy, các TCTD có thể sử dụng trái phiếu đặc biệt của VAMC để vay tái cấp vốn với lãi suất 5%/năm, tương đương với mức lãi suất vay tái chiết khấu bằng các loại giấy tờ có giá khác còn thời hạn thanh toán thuộc sở hữu của các NHTM. Đây có thể xem như tín hiệu cho thấy ngân hàng bán nợ có thể tiếp cận được vốn giá rẻ để giải quyết nhu cầu thanh khoản nếu có nhu cầu phát sinh, hoặc dùng vốn để đầu tư vào các kênh có khả năng sinh lời tốt hơn. Tính thanh khoản của trái phiếu đặc biệt cũng nhờ đó tăng theo và các ngân hàng có thể có nhiều hơn động lực bán nợ xấu cho VAMC.

Thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp diễn ghi nhận những diễn biến tích cực và sôi động trong năm 2013. Thị trường trái phiếu được kỳ vọng sẽ tiếp tục sôi động trong năm 2014.

Thị trường trái phiếu, cả sơ cấp và thứ cấp, trong năm ghi nhận những diễn biến khá tích cực và sôi động. Trên thị trường sơ cấp, tổng cộng 226.892 tỷ đồng (+30% yoy) trái phiếu Kho bạc Nhà nước và Chính phủ bảo lãnh được phát hành, trong khi đó tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp cũng tăng mạnh lên đến 476.544 tỷ đồng (+102% yoy). Những con số ấn tượng này, theo chúng tôi, là bắt nguồn từ một số nguyên nhân chính sau: (1) thị trường trái phiếu tạo sức hút mạnh với các nhà đầu tư khi lợi suất trái phiếu vào nửa đầu năm 2013 ghi nhận biến động mạnh và xuống thấp nhất kể từ năm 2010 trong khi tăng trưởng tín dụng chưa được đầy mạnh như kỳ vọng và (2) lãi suất liên ngân hàng cũng ở mức khá thấp và kém hấp dẫn nếu so sánh với lợi suất trái phiếu. Diễn biến lợi suất có xu hướng giảm theo diễn biến của lạm phát trong năm 2013 với mức giảm khoảng từ 90-195 bps tại các kỳ hạn.

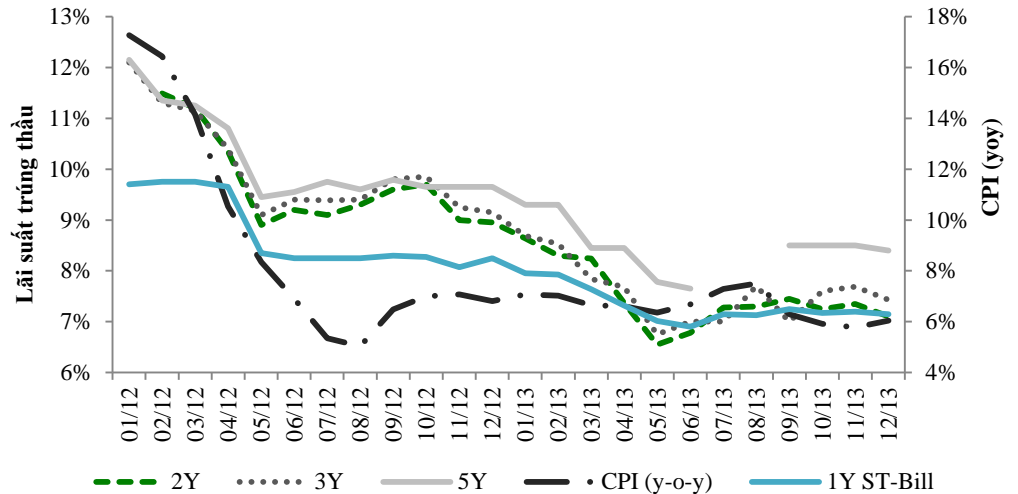


Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng thị trường trái phiếu sẽ tiếp tục sôi động trong năm 2014 dựa trên nguồn cung dồi dào trong khi cầu trái phiếu vẫn khá lớn ở tất cả các kỳ hạn. Lượng trái phiếu phát hành nhiều khả năng sẽ tăng do (1) nhu cầu vốn từ phía Chính phủ cho các dự án quan trọng và (2) nhu cầu vay vốn dài hạn của các DN thông qua phát hành trái phiếu. Trong khi đó cầu trái phiếu được dự báo vẫn rất lớn do các ngân hàng vẫn tỏ ra thận trọng trong hoạt động cho vay và tiếp tục tìm đến kênh đầu tư trái phiếu như một kênh đầu tư an toàn hơn trong bối cảnh lượng vốn tiềm năng trong hệ thống được nhận định là khá dồi dào với (1) 132.560 tỷ đồng trái phiếu và tín phiếu đến hạn trong năm 2014 và (2) trái phiếu đặc biệt nhận được từ phía VAMC trong

quá trình bán nợ xấu. Về lợi suất trái phiếu, với kỳ vọng lạm phát trong năm 2014 ở mức thấp (khoảng 6%-6,5%) trong khi cung cầu khá cân bằng, chúng tôi cho rằng lợi suất trái phiếu nhiều khả năng sẽ dao động quanh mức tại thời điểm cuối năm 2013, khả năng có những biến động mạnh về lợi suất trái phiếu trong nửa đầu năm 2013 là khá thấp.

Lãi suất trúng thầu và CPI



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

NHNN hút 7.477 tỷ đồng trên OMO trong năm 2013. Thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá dồi dào.

Trên thị trường mở, NHNN đã hút ròng 7.477 tỷ đồng trong năm 2013. Thị trường tiền tệ cũng khá sôi động khi NHNN đóng vai trò là người cho vay linh hoạt thông qua kênh reverse repo, đồng thời cũng sử dụng các công cụ trung hòa rất quyết liệt và kịp thời nhằm duy trì thanh khoản tốt trong hệ thống. Thị trường liên ngân hàng cũng khá ổn định với thanh khoản hệ thống được duy trì tốt trong năm 2013. Lãi suất VND liên ngân hàng có xu hướng giảm trong nửa đầu năm 2013 sau đó tăng nhanh trở lại về cuối năm và hạ nhiệt đôi chút vào cuối tháng 12. Chúng tôi kỳ vọng, **trong năm 2014, NHNN sẽ tiếp tục có những can thiệp cần thiết và kịp thời nhằm đảm bảo sự ổn định của thị trường liên ngân hàng cũng như thanh khoản của hệ thống.**

Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

Nền kinh tế Mỹ tiếp tục hồi phục tích cực. Chúng tôi kỳ vọng rằng nền kinh tế lớn nhất thế giới sẽ tăng trưởng tốt hơn nữa trong năm 2014 khi tỷ lệ thất nghiệp giảm, khu vực sản xuất mở rộng và tiêu dùng được cải thiện đáng kể.

Nền kinh tế Mỹ tiếp tục phát đi nhiều tín hiệu hồi phục tích cực sau một năm 2012 đầy khó khăn. Cụ thể, GDP của Mỹ tăng trưởng dần qua các quý là một trong các chỉ báo quan trọng cho thấy nền kinh tế lớn nhất thế giới đã phần nào thoát đáy. Điều này thể hiện chi tiết qua: (1) Chỉ số PMI do Markit công bố trong 12 tháng liên tiếp đều cao hơn ngưỡng 50 cho thấy khu vực sản xuất công nghiệp của Mỹ đã liên tục được mở rộng khá tốt; (2) Sức cầu tiêu dùng thể hiện qua doanh số bán lẻ cũng như chỉ số niềm tin của người dân đã được cải thiện đáng kể qua các thống kê của nhiều tổ chức. Ngoài ra, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm mạnh xuống mức 7%, thấp nhất kể từ T11/2008 là một trong những cơ sở để FED quyết định thu hẹp gói kích thích kinh tế QE3 từ 85 tỷ USD/tháng xuống còn 75 tỷ USD/tháng (bắt đầu áp dụng từ T1/2014) với cam kết duy trì mức lãi suất thấp gần như bằng 0% cho đến khi tỷ lệ thất nghiệp xuống dưới 6,5%. Thêm vào đó, thâm hụt thương mại của Mỹ đã được giảm mạnh nhờ xuất khẩu tăng trưởng rất lạc quan và thâm hụt chi tiêu ngân sách của Chính phủ cũng có xu hướng giảm kể từ sau sự kiện Chính phủ phải đóng cửa 16 ngày vào tháng 10 vừa qua do nợ công bị vượt quá mức trần cho

phép. Chúng tôi đánh giá rằng, mặc dù nền kinh tế Mỹ vẫn đang tiềm ẩn một số rủi ro mà trong đó vấn đề lớn nhất là trần nợ công chưa được giải quyết triệt để, nhưng nhìn chung trong năm 2013, nền kinh tế lớn nhất thế giới đã và đang hồi phục đúng hướng và nhiều khả năng sẽ tăng trưởng tốt hơn nữa trong năm 2014 với vai trò đầu tàu dẫn dắt cho sự đi lên từ từ của nền kinh tế thế giới.

Châu Âu

Châu Âu thoát đáy và hồi phục mong manh. ECB tiến hành giảm lãi suất tái cấp vốn xuống mức thấp kỷ lục. Nền kinh tế khu vực Eurozone nhiều khả năng sẽ tiếp tục được cải thiện nhưng với tốc độ chậm trong năm 2014.

Nền kinh tế Châu Âu cũng cho thấy những dấu hiệu hồi phục tuy còn khá mong manh trong năm 2013. Tốc độ tăng trưởng GDP của EU đã nhích nhẹ dần qua các quý và đặc biệt tăng khá tốt tại Q2.2013, cho thấy nền kinh tế khu vực này đã thoát khỏi đáy suy thoái kỷ lục kéo dài 18 tháng. Thêm vào đó, chỉ số PMI sản xuất của khu vực EU theo công bố của Markit, liên tục tăng dần qua các tháng và chạm đỉnh 2,5 năm tại tháng 12 năm 2013 chỉ ra sự mở rộng tích cực của khu vực sản xuất trong năm vừa qua. Mặc dù có những khởi sắc đáng chú ý như trên, EU vẫn đang đối mặt với nguy cơ nợ công bùng phát trở lại khi gánh nặng nợ công đã lan từ Hy Lạp, Tây Ban Nha, Italia đến khu vực trung tâm của Eurozone mà Pháp là một ví dụ tiêu biểu. Ngoài ra, nguy cơ giảm phát đang tiềm ẩn ở khu vực Eurozone với tỷ lệ lạm phát được công bố bởi Cơ quan Thống kê châu Âu (Eurostat) chỉ còn tăng nhẹ 0,7% trong tháng 10 và tháng 12 (nếu không tính nhóm thực phẩm, đồ uống có cồn và thuốc lá), mức thấp nhất kể từ cuối năm 2009 và thấp hơn rất nhiều so với mục tiêu 2%. Trước thực trạng này, ECB đã tiến hành giảm lãi suất tái cấp vốn thêm 25 điểm xuống mức kỷ lục 0,25% để đối phó với việc lạm phát đang giảm mạnh và đẩy nhanh tốc độ phục hồi kinh tế của khu vực. **Chúng tôi kỳ vọng rằng, động thái giảm lãi suất này sẽ giúp ích cho tình trạng cầu yếu và tỷ lệ nợ công cũng như tỷ lệ thất nghiệp cao của khu vực này được cải thiện nhẹ trong năm 2014. Mặc dù vậy, EU nhiều khả năng vẫn sẽ đối mặt với rất nhiều khó khăn để có thể đạt được các mục tiêu đề ra khi các chính sách được đưa ra trong giai đoạn trước còn độ trễ và vẫn chưa thực sự phát huy được hiệu quả như mong đợi.**

Châu Á

Nền kinh tế Trung Quốc chứng kiến sự chững lại về tăng trưởng kinh tế và rủi ro nảy sinh sau thời kỳ tăng trưởng quá nóng trước đó. Chúng tôi kỳ vọng, với những chính sách cải cách tích cực, nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng với tốc độ vừa phải trong năm 2014.

Trung Quốc chứng kiến một năm 2013 tương đối khó khăn với nhịp chững lại về đà tăng trưởng kinh tế cũng như xuất hiện nhiều yếu tố rủi ro sau thời kỳ tăng trưởng quá nóng trước đó. Chỉ số PMI sản xuất do HSBC công bố biến động khá mạnh quanh ngưỡng 50, giảm sâu vào khoảng giữa năm và hồi phục nhẹ vào cuối năm cho thấy khu vực sản xuất của Trung Quốc đã phần nào được cải thiện và mở rộng. Bên cạnh đó, thặng dư thương mại tiếp tục tăng lên khi xuất khẩu có xu hướng phục hồi rõ rệt là một trong những điểm sáng đáng nổi bật của nền kinh tế Trung Quốc trong năm qua. Về yếu tố rủi ro, nền kinh tế lớn thứ hai thế giới vẫn còn tiềm ẩn nhiều dấu hiệu đáng lo ngại: (1) Tốc độ tăng trưởng nợ của Chính phủ đang ngày càng cao, lên tới gần 3 nghìn tỷ USD (chiếm khoảng 58% GDP) làm dấy lên nguy cơ về khả năng giữ tình hình kinh tế ổn định và tăng trưởng trong tương lai; (2) Thị trường tiền tệ căng thẳng vào cuối Q2 và Q4.2013 khiến cho vấn đề căng thẳng thanh khoản trong hệ thống ngân hàng Trung Quốc một lần nữa được nhắc đến và (3) bong bóng bất động sản có thể sớm vỡ và ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế Trung Quốc nói riêng và nền kinh tế thế giới nói chung. Mặc dù không thể phủ nhận những rủi ro còn tồn đọng trong nền kinh tế này, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, bằng những cố gắng và nỗ lực của Chính phủ, đặc biệt là về khả năng “trường vốn” (nguồn dự trữ ngoại tệ khổng lồ) và những chính sách cải cách kinh tế lớn nhất kể từ năm 1990 được thông qua trong Hội nghị Trung ương 3 với trọng tâm là “thị trường hóa” và “mở” nền kinh tế hơn sẽ tạo điều kiện để Trung Quốc vượt qua những khó khăn, giảm thiểu rủi ro và tiếp tục tăng trưởng với tốc độ vừa phải và không quá nóng trong năm 2014.

Nền kinh tế Nhật Bản hồi

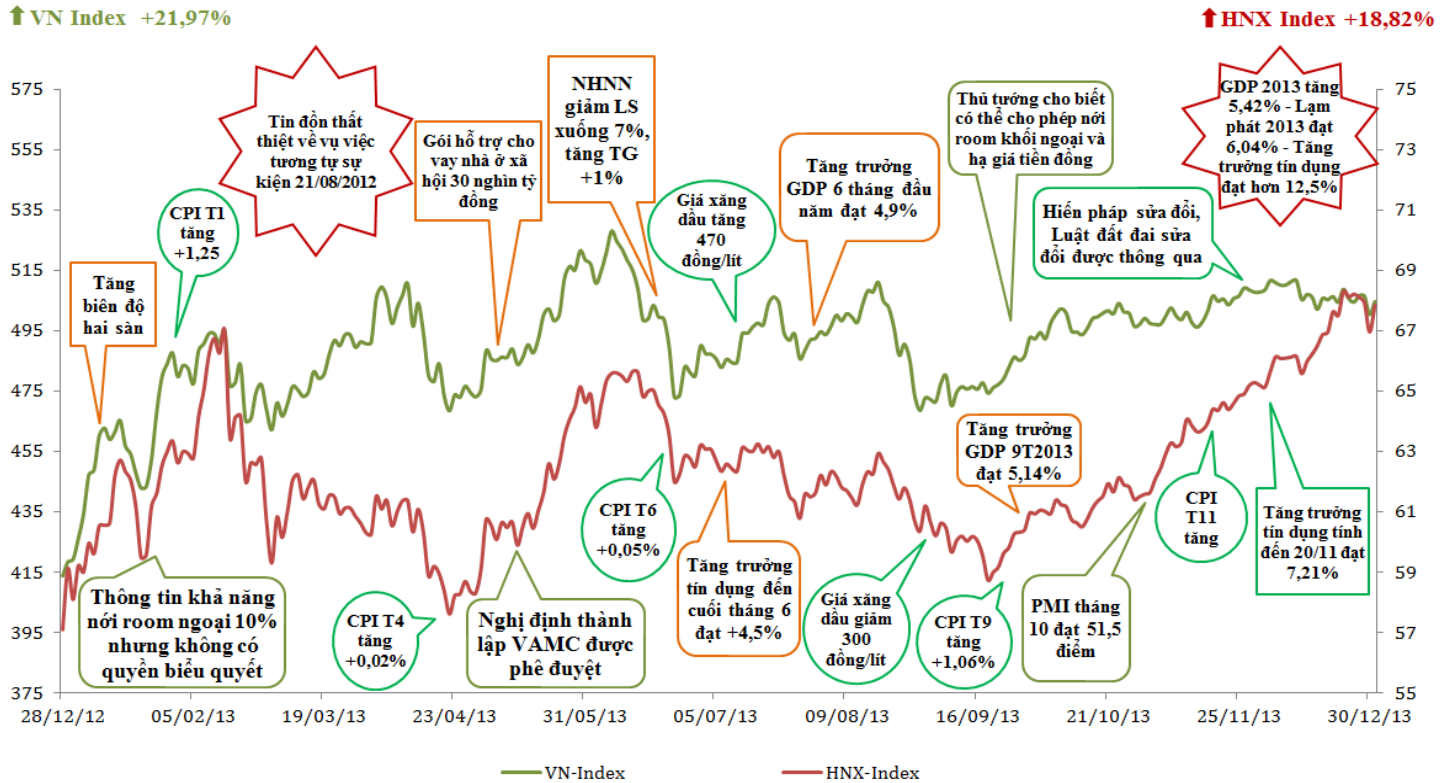
Nền kinh tế Nhật phát đi nhiều tín hiệu hồi phục tích cực theo đúng định hướng đề ra của chính

phục tích cực trong năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng rằng, Nhật Bản sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn nữa trong năm 2014 khi những gói kích cầu khổng lồ của thủ tướng Abe được mở rộng hơn và phát huy hiệu quả đầy đủ.

sách “Abenomics”. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng GDP dương liên tục trong 4 quý (từ Q4.2012 đến Q3.2013) cho thấy nền kinh tế đã phản ứng lạc quan với gói kích thích kinh tế khổng lồ trị giá 60 tỷ yên mỗi năm (và nâng lên 70 tỷ yên vào năm sau) của Thủ tướng Abe. Thêm vào đó, lạm phát Nhật Bản chạm đỉnh 5 năm vào tháng 11, đạt 1,2%, tiến dần đến mục tiêu 2% cộng hưởng với doanh số bán lẻ tăng dần qua các tháng là dấu hiệu lạc quan cho thấy cầu tiêu dùng trong nước đã cải thiện đáng kể. Ngoài ra, chỉ số sản xuất PMI của Nhật tăng đều đặn và bền vững trong năm 2013 chỉ ra khu vực sản xuất liên tục mở rộng và đặc biệt tiến triển tốt ở sản lượng đầu ra và số lượng đơn đặt hàng mới. Rủi ro lớn nhất của Nhật Bản trong năm tới chủ yếu nằm ở vấn đề nợ công khi nợ công của chính phủ đã đạt mức kỷ lục là 1.011 nghìn tỷ Yên (tương đương 10.300 tỷ USD) trong quý 3/2013, vượt qua mức kỷ lục trước đó là 1.008 nghìn tỷ Yên (10.280 tỷ USD) trong quý 2, nâng tổng giá trị nợ công lên hơn gấp đôi tổng sản phẩm quốc nội (GDP) danh nghĩa của năm 2012 (tính theo chuẩn của IMF). Đứng trước thực trạng này, thủ tướng Abe vẫn tiếp tục thi hành chính sách nới lỏng tiền tệ khổng lồ với tốc độ tăng tiền tệ cơ sở (tiền mặt) khoảng 60-70 nghìn tỷ yên mỗi năm nhằm hướng tới mục tiêu chấm dứt giảm phát và đạt tỷ lệ lạm phát 2% trong vòng 2 năm, định giá đồng yên thấp nhằm kích thích xuất khẩu và triển khai áp dụng tăng thuế tiêu dùng từ 5% lên 8% từ ngày 1/4/2014. Chúng tôi kỳ vọng rằng, những chính sách kích cầu của Nhật Bản sẽ phát huy tác dụng giúp nền kinh tế tiếp tục hồi phục và tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong năm 2014, đặc biệt là ở Q1.2014 khi người dân đẩy mạnh chi tiêu trước khi chính phủ áp dụng luật thuế mới.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

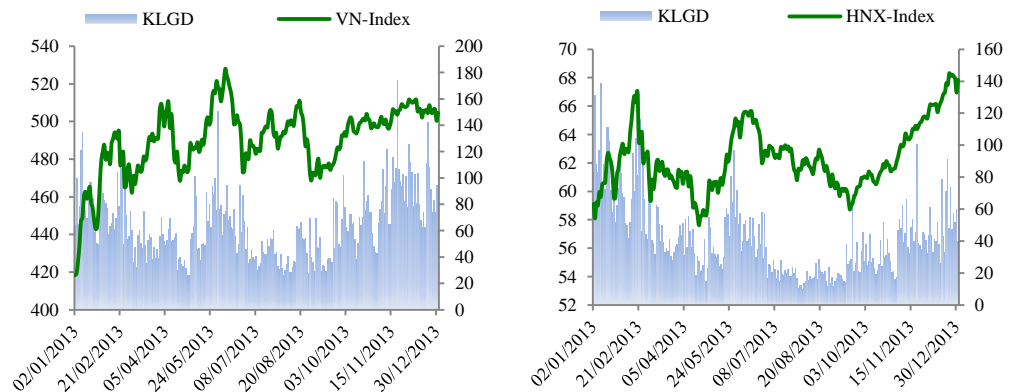
Xu hướng chung của thị trường



Nguồn: VCBS tổng hợp

2013 thành công rực rỡ ...

Năm 2013 qua đi với những thành công rực rỡ ở cả hai chỉ số khi tăng rất tốt đến 21,97% (VN Index) và 18,82% (HNX Index). VN Index tăng mạnh trong Quý 1, sau đó đã tăng chững lại, các cổ phiếu, đặc biệt là các blue-chips xây dựng và củng cố mặt bằng giá mới khi chỉ số chủ yếu biến động quanh vùng 500 điểm. Trong khi đó HNX Index ghi nhận những nhịp sóng lớn vào khoảng đầu năm, trong tháng 5 và từ tháng 10 đến cuối năm. Sự hồi phục tích cực của nền kinh tế vĩ mô với (1) tăng trưởng tín dụng được đẩy mạnh các tháng cuối năm; (2) lạm phát và tỷ giá được kiểm soát tốt và (3) nền kinh tế thể giới thoát đáy, bước đầu phát đi những tín hiệu phục hồi là cơ sở để thị trường chứng khoán Việt Nam hưởng lợi và bứt phá mạnh

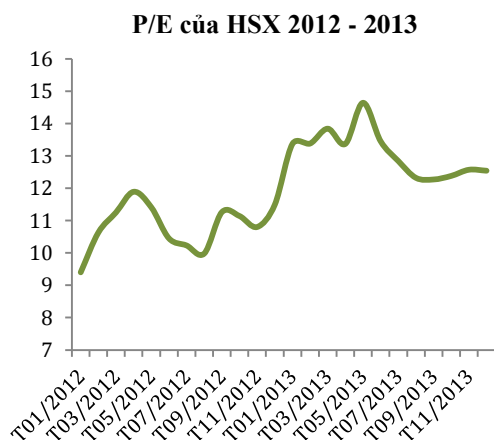


Nguồn: VCBS tổng hợp

... năm 2014 tiếp bước tăng trưởng

Bước sang năm 2014, trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô của Việt Nam và thế giới ổn định và tiếp tục tăng trưởng nhẹ như đã đề cập trên đây, chúng tôi cho rằng, chứng khoán sẽ trở thành kênh đầu tư hấp dẫn hơn so với các kênh khác. Cụ thể, (1) vàng sẽ kém hấp dẫn khi NHNN (với vai trò độc quyền) tiếp tục tham gia điều tiết giá vàng thông qua các phiên đấu thầu; (2) mặt bằng lãi suất được kỳ vọng duy trì ở mức thấp, tương đương mức trong năm 2013 (hoặc thấp hơn); (3) tỷ giá được dự báo sẽ tiếp tục ổn định và điều chỉnh không quá 2% đã đẩy lùi tâm lý đầu cơ, tích trữ ngoại tệ. Theo đó, đầu tư vào chứng khoán được kỳ vọng sẽ trở thành xu hướng và tâm điểm trong năm 2014 khi các kênh khác không còn quá hấp dẫn. Thêm vào đó, khi nền kinh tế tốt lên, các doanh nghiệp khởi sắc sẽ tạo ra nguồn hàng chất lượng hơn cho thị trường chứng khoán từ đó hấp dẫn nhà đầu tư chọn lựa và giải ngân.

Ngoài ra, so với các nước trong khu vực, mức định giá thấp (P/E) của cổ phiếu Việt Nam cho thấy mức độ “rẻ” và hấp dẫn tương đối của các doanh nghiệp niêm yết. Thêm vào đó, nhiều rủi ro ở các nước bạn vẫn đang tiềm ẩn như vấn đề bất ổn chính trị ở Thái Lan, rủi ro bất ổn tỷ giá ở Indonesia và thiên tai ở Philipines sẽ là một rào cản đáng kể đối với thị trường chứng khoán ở các nước này. Do đó, việc thị trường chứng khoán Việt Nam nhận được dòng vốn đầu tư tốt hơn từ cả phía nhà đầu tư khối nội và khối ngoại trong năm 2014 là hoàn toàn có cơ sở. Như vậy, thị trường chứng khoán nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tốt và trong một kịch bản tích cực, chúng tôi kỳ vọng mức tăng chung của thị trường có thể sẽ đạt khoảng 15% trong năm 2014.



P/E các nước trên khu vực

Việt Nam	12,54
Thái Lan	14,46
Malaysia	18,03
Indonesia	19,4
Philipines	17,25
Singapore	13,54

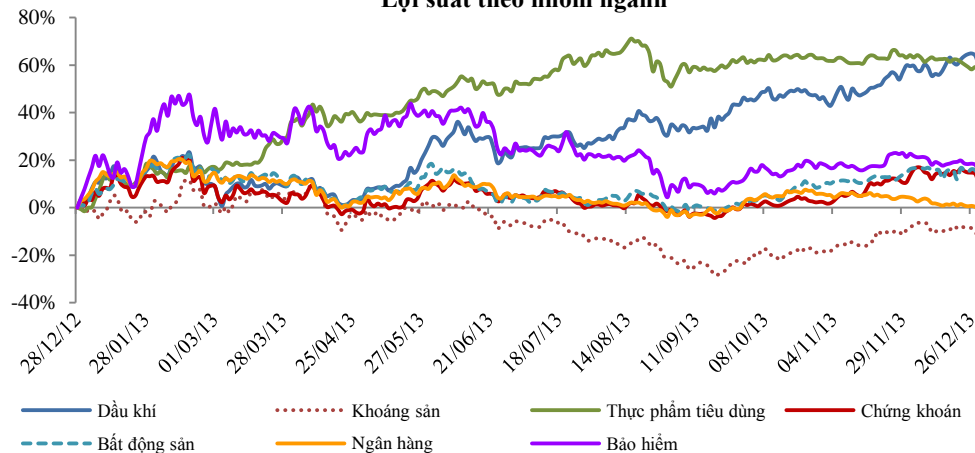
Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Cổ phiếu Xây dựng cơ sở hạ tầng và Xuất khẩu sẽ bứt phá

Dầu khí đoạt ngôi đầu bảng, tăng trưởng 63,51%.

Trong năm 2013, cổ phiếu Dầu khí đã đoạt ngôi đầu bảng với tỷ lệ tăng trưởng lên tới 63,51%. Chúng tôi cho rằng, Dầu khí có nhiều lợi thế hơn so với các ngành khác là bởi đây là ngành đặc thù, nhận được sự ưu tiên của chính sách cũng như ít bị ảnh hưởng bởi những sự biến động của nền kinh tế. Do đó, sự khó khăn chung của các ngành khác ít nhiều đã tạo điều kiện và cơ hội để ngành Dầu khí được quan tâm nhiều hơn các ngành khác trong năm qua.

Lợi suất theo nhóm ngành

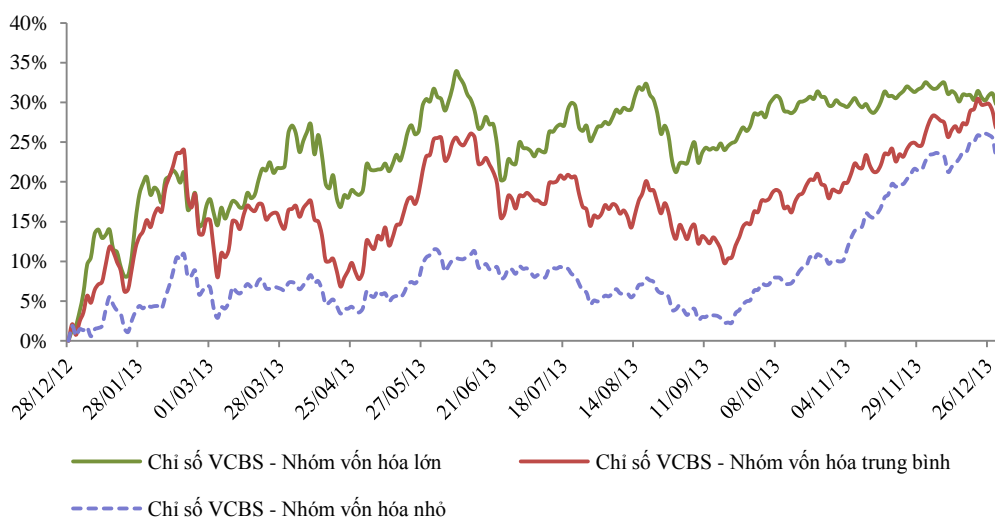


Nguồn: VCBS tổng hợp

Cổ phiếu của các doanh nghiệp Xuất khẩu và Xây dựng cơ sở hạ tầng trở thành tâm điểm 2014.

Trong năm 2014, rất nhiều hiệp định hợp tác được nhà đầu tư kỳ vọng sẽ sớm được thông qua mà trong đó Hiệp định đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP) được xem như một cơ hội “WTO thứ hai” của nền kinh tế nước ta. Đây sẽ là một động lực mạnh mẽ dẫn dắt cho đà tăng điểm trong trung và dài hạn của thị trường, đặc biệt ở một số ngành nhất định – những ngành được hưởng lợi trực tiếp từ các luật/chính sách được ban hành/thông qua của Chính phủ cũng như trong TPP. Về điểm này, chúng tôi đặt kỳ vọng nhiều ở các doanh nghiệp Xuất khẩu mà trọng tâm là xuất khẩu hàng may mặc, giày da, linh kiện điện tử, xuất khẩu phần mềm. Ngoài ra, các doanh nghiệp xây dựng cơ sở hạ tầng và các ngành công nghiệp phụ trợ cho các ngành trên như sản xuất vật liệu xây dựng, dịch vụ tiếp vận (logistics) nhiều khả năng trở thành tâm điểm tiếp theo thu hút dòng vốn của nhà đầu tư trên thị trường khi nền kinh tế hồi phục ổn định và Chính phủ chủ trương đẩy mạnh lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2014.

Lợi suất theo nhóm vốn hóa



Nguồn: VCBS tổng hợp

Nhóm vốn hóa lớn vẫn tiếp tục chiếm ưu thế.

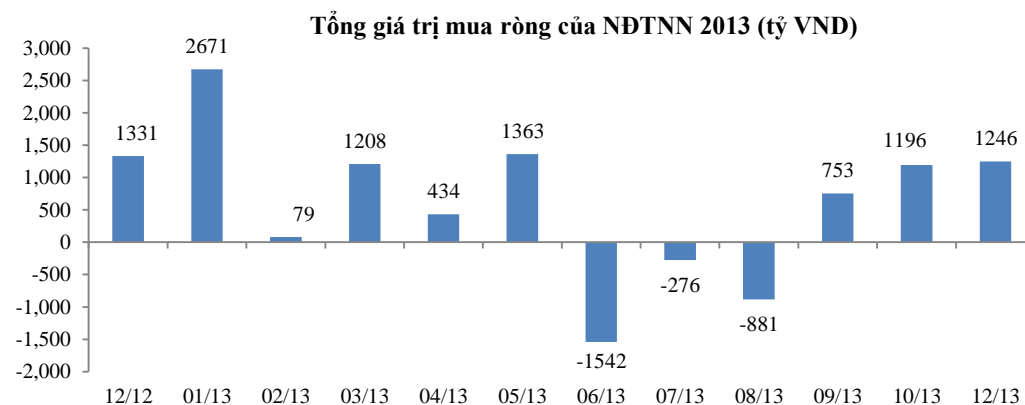
Xét về yếu tố vốn hóa, chúng tôi duy trì quan điểm rằng các blue-chips sẽ vẫn là “con ngựa đầu đàn” dẫn dắt thị trường tăng điểm do khi nền kinh tế có động lực để tăng trưởng, các doanh nghiệp lớn và đầu ngành với khả năng trường vốn và kinh nghiệm lâu năm sẽ dễ dàng nắm bắt các cơ hội lớn trong kinh doanh hơn các doanh nghiệp khác cùng ngành nghề. Tuy nhiên, chúng

tôi cũng lưu ý nhà đầu tư đến các doanh nghiệp thuộc nhóm vốn hóa trung bình với yếu tố tài chính lành mạnh và tiềm ẩn khả năng vươn lên thành các blue-chips trong năm 2014.

Dòng vốn ngoại trở lại mạnh mẽ

Dòng vốn ngoại bị rút mạnh vào cuối Q2, đầu Q3 và trở lại mạnh mẽ vào Q4.2013

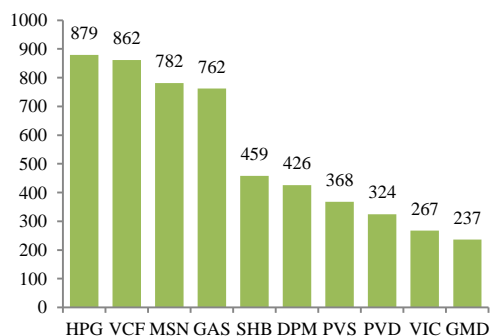
Trong năm 2013, sau chuỗi ngày mua ròng rất tốt vào nửa đầu năm, khối ngoại đã bất ngờ rút vốn mạnh trên thị trường chứng khoán vào Q3. Những lo ngại về khả năng thu hẹp gói kích thích kinh tế khổng lồ QE3 của Mỹ và những rủi ro “vỡ bong bóng” của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới, Trung Quốc, là những nguyên nhân chính tạo ra làn sóng rút vốn ồ ạt khỏi các thị trường biên và mới nổi. Tuy nhiên, ngay khi những đồn đoán sai lệch được xác nhận từ FED và Trung Quốc từng bước vượt qua rủi ro kinh tế, Việt Nam đã thu hút dòng vốn ngoại trở lại trong quý cuối cùng của năm. Điều này cho thấy thị trường Việt Nam vẫn luôn là điểm đến hấp dẫn của dòng tiền trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu phục hồi phục chậm trong năm qua.



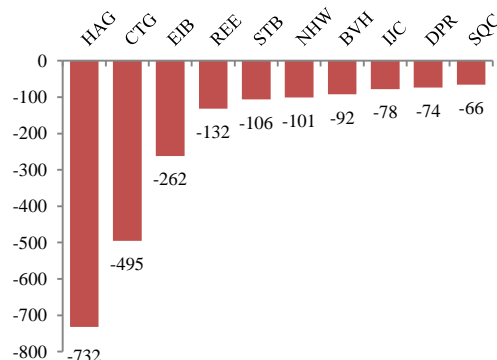
Nguồn: VCBS tổng hợp

Tương tự các năm trước đó, giao dịch của khối ngoại vẫn chủ yếu xoay quanh các cổ phiếu thuộc nhóm vốn hóa lớn. Điều này được thể hiện rõ qua danh sách 10 cổ phiếu được mua ròng và bán ròng nhiều nhất trong năm 2013. Với việc nhóm blue-chips là nhóm cổ phiếu có ảnh hưởng rất lớn đến hai chỉ số chính cũng như diễn biến chung của thị trường thì động thái của các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là các ETFs, đã góp công lớn cho mức tăng điểm ấn tượng của thị trường trong năm 2013.

Top 10 cp mua ròng của khối ngoại



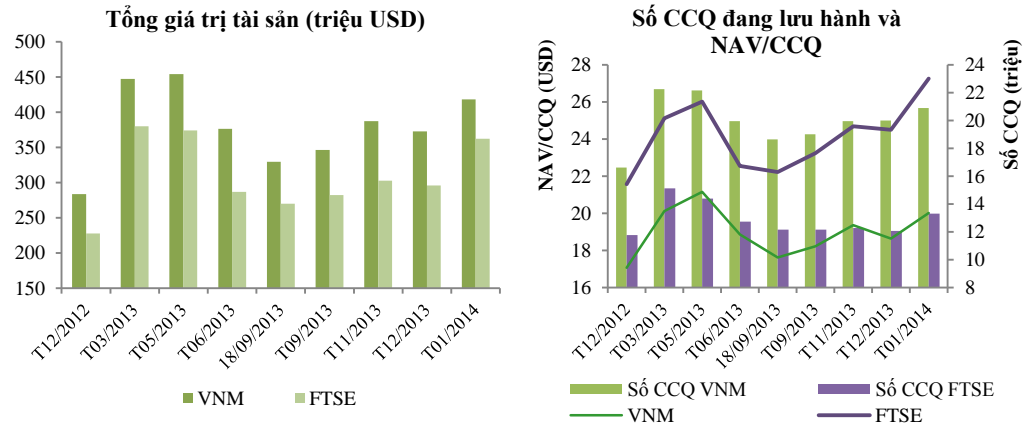
Top 10 cp bán ròng của khối ngoại



Nguồn: VCBS tổng hợp

Xét riêng động thái của hai quỹ VNM và FTSE, tương ứng với động thái chung của khối ngoại, hai quỹ đã thu hút được một lượng tiền lớn và giải ngân mạnh trên TTCK Việt Nam trong Quý 1 và sau đó chịu áp lực thoái vốn trước làn sóng rút vốn khỏi các thị trường biên và mới nổi như đề cập ở trên trong hai Quý tiếp theo. Từ khoảng cuối Quý 3.2013 đến nay, với những diễn biến

thuận lợi trên thế giới kết hợp với triển vọng tốt hơn của nền kinh tế Việt Nam trong năm 2014, hai ETFs trên đã không còn chịu áp lực thoái vốn mà thậm chí còn phát hành được một lượng đáng kể chứng chỉ quỹ mới. Đặc biệt, chỉ riêng trong tháng 1.2014, FTSE và VNM đã huy động thêm được lần lượt 900 nghìn và 1,23 triệu chứng chỉ quỹ, tương đương tổng giá trị hơn 1.000 tỷ đồng.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Dòng vốn ngoại được kỳ vọng sẽ tăng cường trong năm 2014, đặc biệt là vào Quý 1.

Trong năm 2014, nền tảng nền kinh tế thế giới sẽ tốt dần lên, đặc biệt là các nền kinh tế lớn như (1) Mỹ tăng trưởng xuất khẩu và hồi phục; (2) Trung Quốc thoát khỏi rủi ro thanh khoản và cải thiện tốc độ tăng trưởng; (3) EU giải quyết dần vấn đề nợ công cùng với thất nghiệp và (4) Nhật tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất thấp cũng như tăng cường gói kích thích kinh tế khổng lồ nhằm thoát khỏi tình trạng giảm phát kéo dài 15 năm. Mặt bằng lãi suất thấp và các gói kích thích kinh tế lớn chưa có kế hoạch chấm dứt trong năm 2014 sẽ là điều kiện tốt cho **dòng vốn tiếp tục chảy mạnh vào Việt Nam trong năm 2014** khi Việt Nam có nhiều lợi thế như (1) chính trị luôn ổn định; (2) nền kinh tế đang phục hồi dần với rủi ro tiềm ẩn là khá thấp so với các nước trong khu vực; (3) các cổ phiếu vẫn đang được định giá tương đối thấp so với mặt bằng chung trong khu vực; (4) thị trường chứng khoán Việt Nam, một trong các thị trường tăng trưởng tốt nhất thế giới trong năm 2013, có triển vọng tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2014 và (5) dự thảo “nới room” cho nhà đầu tư nước ngoài được kỳ vọng được thông qua vào đầu năm 2014 sẽ tạo ra độ hấp dẫn đáng kể cho khối ngoại đối với các cổ phiếu đầu ngành đang hết/sắp hết “room”. Về thời điểm giải ngân, chúng tôi cho rằng Quý 1 sẽ là khoảng thời gian mua ròng mạnh của các nhà đầu tư nước ngoài do thời điểm đầu năm thường là thời điểm bắt đầu chu kỳ giải ngân mới. Đây là cơ sở cho kỳ vọng về **một kịch bản tương tự như đầu năm 2013 nhiều khả năng sẽ lặp lại trong Quý 1.2014**. Chúng tôi cũng cho rằng nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn sẽ tiếp tục là nhóm cổ phiếu nhận được sự ưu ái cũng như quan tâm nhiều nhất của các nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2014.

Như vậy, với những cơ sở thông tin phân tích trên đây, chúng tôi tin tưởng vào khả năng tăng trưởng của thị trường chứng khoán Việt Nam (với mức tăng khoảng 15%) trong năm 2014 với tâm điểm tập trung tại các cổ phiếu Xuất khẩu, Xây dựng cơ sở hạ tầng và các ngành công nghiệp phụ trợ kèm theo, đặc biệt là cổ phiếu của các doanh nghiệp đi đầu trong các ngành này. Thêm vào đó, những chính sách được kỳ vọng được thông qua/đi vào thực tiễn trong năm 2014 như Hiệp định TPP, Dự thảo quyết định về việc tham gia của các tổ chức, các nhân nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Nghị định về Chứng khoán phái sinh (được trình bày chi tiết trong phần Phụ lục) cũng sẽ là động lực không nhỏ góp phần giúp các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp niêm yết nói riêng thu hút mạnh mẽ dòng vốn đầu tư, đặc biệt là dòng vốn ngoại (được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao), trong năm 2014.

TRIỂN VỌNG MỘT SỐ NHÓM NGÀNH CHÍNH

Trong năm 2013, Chính phủ đã thành công trong việc ổn định mặt bằng lãi suất và lạm phát, duy trì tỷ giá ổn định, giúp giảm bớt khó khăn cho các doanh nghiệp trong môi trường kinh doanh. Đồng thời, hoạt động tái cấu trúc cũng diễn ra mạnh mẽ ở các ngành và lĩnh vực, cả ở quy mô doanh nghiệp Nhà Nước và doanh nghiệp cổ phần. Thông qua những thông điệp từ Chính phủ, môi trường vĩ mô sẽ tiếp tục được duy trì theo hướng giảm lạm phát và tăng trưởng bền vững.

Khép lại năm tài chính 2013 với một năm được đánh giá là thành công đối với một số ngành như Khí và Săm lốp. Trong đó, ngành Khí đã tiếp tục duy trì lợi thế đặc thù, mở rộng khai thác mỏ mới, nâng cao năng lực sản xuất, tiếp tục đáp ứng nhu cầu tiêu thụ khí tăng mạnh. Trong khi đó, ngành Săm lốp nhờ hưởng lợi từ giá đầu vào thấp, kết hợp với gánh nặng chi phí lãi vay giảm mạnh đã đạt được tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng. Các ngành như Sữa, Bánh kẹo, Hàng tiêu dùng vốn là nhóm ngành phòng thủ, cũng duy trì sự tăng trưởng ổn định của mình. Chúng tôi kỳ vọng năm 2014 những doanh nghiệp thuộc các nhóm ngành trên vẫn tiếp tục có mức tăng trưởng khả quan trên cơ sở tiếp tục phát huy những lợi thế đã có về quy mô, thị phần, chi phí đầu vào thấp, nhu cầu tiêu thụ.

Bên cạnh đó, một số ngành đã bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế trong năm 2013 như Bất động sản, Xây dựng công trình tuy đã có sự phục hồi nhẹ nhưng chưa đáng kể. Sang năm mới, với kế hoạch của Chính phủ với đầu tư 960 ngàn tỷ đồng tập trung cho kết cấu hạ tầng (cảng biển, đường quốc lộ, đường dây truyền tải, cầu, đường..) kết hợp với đẩy mạnh giải ngân tín dụng 30 ngàn tỷ cho vay nhà ở xã hội, thì nhóm ngành Xây dựng phát triển hạ tầng và bất động sản sẽ trở thành nhóm ngành gây chú ý của năm 2014. Phân khúc giá nhà thấp và trung bình, sẽ là nhóm ngành phục hồi mạnh nhất trong ngành bất động sản.

Ngoài ra, thông tin từ khả năng hoàn thành thỏa thuận hợp tác TPP trong 2014 kết hợp với đầu tư FDI vẫn tiếp tục gia tăng sẽ giúp các nhóm ngành liên quan đến xuất khẩu và hưởng lợi từ TPP như giày da, dệt may, đồ gỗ kỳ vọng đạt được kết quả khả quan trong trung hạn.

Đối với ngành Ngân hàng, ngành chiếm tỷ trọng vốn hóa lớn nhất trong các ngành niêm yết, chúng tôi nhận định sẽ có kết quả khả quan hơn trong 2014 so với 2013 nhờ tín dụng sẽ cải thiện, mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm 12-14% có nhiều khả năng hoàn thành. Tuy nhiên bài toán nợ xấu, tái cấu trúc ngành, giảm sở hữu chéo sẽ là những vấn đề tiếp tục cần phải giải quyết đối với ngành Ngân hàng. Chúng tôi cho rằng với việc Thông tư 02 có sự điều chỉnh phù hợp trước chính thức được áp dụng sẽ làm giảm áp lực gia tăng nợ xấu so với dự tính ban đầu.

Ngoài ra, đối với một số nhóm ngành khó khăn trong năm 2013 như Thép và Mía Đường. Chúng tôi nhận định những ngành này sẽ vẫn phải đối mặt với khó khăn về cầu giảm, thừa cung và cạnh tranh ngành. Tuy nhiên, trong tình hình khó khăn đối với từng ngành thì lợi thế thường vẫn thuộc về các doanh nghiệp có quy mô lớn trong ngành, hoặc lợi thế cạnh tranh trong phân khúc sản phẩm của mình, tạo cơ hội để mở rộng thị phần và thu tóm các doanh nghiệp khác trong ngành. Do đó nhà đầu tư có thể lựa chọn các doanh nghiệp đầu ngành cho đầu tư dài hạn.

Sau khi đánh giá tổng quan vĩ mô, triển vọng ngành chúng tôi xem xét các doanh nghiệp trong ngành đang niêm yết và đưa ra các khuyến nghị đầu tư như sau:

TT	Ngành	Khuyến nghị đầu tư
1	Ngành Ngân hàng	VCB, MBB: Nắm giữ
2	Ngành Khí	PGS: Mua với mục đích dài hạn
3	Ngành Xây dựng công trình	FCN: Mua
4	Ngành Thép	HPG: Mua với mục đích đầu tư trung và dài hạn. HSG: Theo dõi
5	Ngành Săm lốp	DRC, CSM: Mua với mục đích đầu tư dài hạn
6	Ngành Thực phẩm	VNM, KDC: Nắm giữ NHS: Theo dõi
7	Ngành Bất động sản	BCI, DXG, HDG: Theo dõi

Ngành Ngân hàng

Diễn biến năm 2013: Tăng trưởng tín dụng gia tốc về cuối năm, đạt 12,5% ytd cho cả năm 2013. NIM tiếp tục suy giảm, làm ảnh hưởng đến thu nhập lãi của các NH. Nợ xấu toàn ngành giảm, chỉ còn 3,79% vào 31/12/2013 cùng với các bước tiến trong quá trình tái cơ cấu khi đã hoàn thành tái cấu trúc 9 TCTD yếu kém là hai điểm sáng của hoạt động NH trong năm.

NHNN điều chỉnh trần lãi suất huy động xuống 7% và thu hẹp kỳ hạn áp trần lãi suất. Mặt bằng lãi suất tiếp tục chiều hướng giảm từ cuối năm 2012, chạm đáy vào cuối tháng 6 và ít có nhiều biến động trong nửa cuối năm 2013. **Tín dụng đã gia tốc mạnh mẽ trong những tháng cuối năm, kết thúc năm 2013 với mức tăng trưởng 12,51% ytd, vượt mục tiêu 12% của NHNN.** Trong năm 2013, mặc dù hầu như không tăng trưởng trong Q1, hoạt động cho vay được cải thiện trong Q2 và Q3, đạt 5,83% ytd tính đến 18/9/2013 với động lực chủ yếu đến từ các NHTMCP tập trung vào mảng bán lẻ và khách hàng SME. Trong Q4, vai trò dẫn dắt thuộc về các NHTMCP có yếu tố nhà nước, thể hiện ở mức tăng trưởng tín dụng vượt trội của VCB (14,5%), CTG (14,7%) và BIDV (16,7%).

Nợ xấu của toàn ngành có những dấu hiệu tích cực, giảm từ mức 4,3% đầu năm 2013 về 3,79% tại thời điểm 31/12/2013. Đây có thể là kết quả của việc các NHTM đã chủ động, tích cực dùng dự phòng để xử lý nợ xấu, đồng thời thận trọng hơn trong các quyết định cho vay nhằm đảm bảo chất lượng tài sản. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng số liệu trong quá khứ cho thấy nợ xấu thường giảm ở những thời điểm chốt báo cáo tài chính quan trọng như tháng 6 hay tháng 12 sau đó tăng trở lại. Hơn nữa, con số nợ xấu kể trên được tính toán sau khi có hơn 300.000 tỷ đồng nợ được cơ cấu lại và một phần không nhỏ nợ xấu được bán cho VAMC. VAMC được thành lập và bắt đầu ký hợp đồng mua nợ xấu từ một số NH từ đầu tháng 10. Đến hết năm 2013, VAMC đã mua hơn 35.000 tỷ đồng nợ xấu thông qua phát hành trái phiếu đặc biệt, theo đúng kế hoạch ban đầu. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có thông tin cụ thể về việc xử lý nợ sau khi VAMC mua vào dù có nhiều sự quan tâm từ các nhà đầu tư nước ngoài về việc mua lại nợ xấu của Việt Nam.

Bên cạnh đó, năm 2013 cũng chứng kiến những bước tiến trong quá trình tái cấu trúc hệ thống NH với việc tái cơ cấu chín NH yếu kém. Đáng chú ý trong số này là trường hợp của GPBank, tập đoàn UOB của Singapore được cho là đang tiến hành ra soát đặc biệt (due diligence) để xúc tiến mua NH này. Thương vụ này nếu thành công sẽ đánh dấu sự tham gia của nguồn lực nước ngoài trong quá trình tái cơ cấu, khác biệt so với hình thức M&A giữa 2 NH trong nước (như PVFC và Western Bank) hay tự tái cơ cấu (như Tienphong Bank) trước đây. Chính phủ cũng đã hậu thuẫn sự tham gia này bằng Nghị định số 01/2014/NĐ-CP quy định tỷ lệ sở hữu cổ phần tối đa của một nhà đầu tư chiến lược nước ngoài ở một tổ chức tín dụng Việt Nam ở mức 20% vốn điều lệ (trước đây là 15%) và cho phép nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu vượt trần trong trường hợp đặc biệt để tái cơ cấu lại tổ chức tín dụng yếu kém.

Năm 2013 cũng cho thấy sự giám sát chặt chẽ hơn đối với hoạt động của hệ thống ngân hàng. Các sai phạm trong sử dụng vốn bất nguồn từ quan hệ sở hữu chéo hay quản trị rủi ro nội bộ chưa đạt chuẩn đã bị phát hiện và xử lý, trong đó điển hình là vụ việc liên quan đến vai trò của bầu Kiên ở ACB hay vụ chiếm chiếm đoạt tiền gửi của Huyền Như thuộc Viettin Bank.

Về hoạt động của các NH trong năm 2013, tỷ lệ thu nhập lãi biên (NIM) của các ngân hàng tiếp tục giảm về mức phổ biến 2-3% khi lãi suất áp dụng cho các khoản vay mới ở mức thấp, trong khoảng 7%-11%. Trong khi đó, tín dụng tăng trưởng không đủ mạnh để bù đắp sự sụt giảm về NIM. Do đó, mặc dù nhiều Ngân hàng đã tập trung tăng cường hoạt động đầu tư trái phiếu để tăng thêm thu nhập lãi nhưng theo quan sát của chúng tôi, thu nhập lãi của đa số các ngân hàng chỉ tăng trưởng rất nhẹ, thậm chí tăng trưởng âm. Chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng một số NH tiến hành phát hành trái phiếu trong thời gian qua. Mục đích chủ yếu của các đợt phát hành này là nâng cao hệ số an toàn vốn và gia tăng nguồn vốn trung và dài hạn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp. Tuy nhiên, việc phát hành trái phiếu chủ yếu khả thi với các NH có qui mô tương đối lớn hoặc có hoạt động ổn định.

Tính tới thời điểm hiện tại, mới chỉ có một số NH lớn công bố kết quả kinh doanh năm 2013.

Các con số công bố cho thấy các ngân hàng như VCB, CTG, BIDV, STB đều đã nỗ lực đạt sát mức kế hoạch đặt ra trước đó. Cụ thể:

VCB: Lợi nhuận hợp nhất năm 2013 đạt 5.727 tỷ đồng, đạt 100,4% kế hoạch. Huy động vốn tăng 16,2% trong khi tăng trưởng tín dụng đạt 14,5% so với đầu năm. Nợ xấu chiếm tỷ lệ 2,62% trên tổng dư nợ. VCB tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng tốt từ các hoạt động dịch vụ với doanh số thanh toán XNK tăng 7,1 % yoy, chiếm gần 15,8% thị phần xuất nhập khẩu cả nước; doanh số mua bán ngoại tệ tăng 9,2% yoy.

CTG: Lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 7.750 tỷ đồng, tương đương 103,3% kế hoạch điều chỉnh (CTG điều chỉnh kế hoạch LNTT 2013 từ 8.600 tỷ đồng xuống 7.500 tỷ đồng). Tổng nguồn vốn huy động tăng 11% và tổng cho vay nền kinh tế tăng 14,7% so với năm trước. Kết thúc năm 2013, nợ xấu của CTG chỉ còn chiếm 0,82% trên tổng dư nợ.

BID: Lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 5.233 tỷ đồng, tương đương 110,8% kế hoạch. Tổng nguồn vốn huy động tăng 16% và tổng dư nợ tăng 16,7% so với năm trước. Nợ xấu của BIDV ở mức 2,3% tổng dư nợ. BIDV đã chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào ngày 24/01/2014, mã BID với mức giá chào sàn 18.700 đồng.

STB: Lợi nhuận trước thuế hợp nhất cả năm là 2.838 tỷ đồng, vượt 1,3% kế hoạch. Nguồn vốn huy động tăng 20% trong khi dư nợ cho vay tăng 14,6% so với đầu năm. 2013 đánh dấu hoạt động ổn định trở lại của STB sau một số xáo trộn nội bộ thời gian trước đó. STB có được mức tăng trưởng tốt trở lại nhờ hoạt động bán lẻ tiếp tục hoạt động tương đối hiệu quả, khiến tăng trưởng tín dụng và NIM của NH được duy trì ở mức khả quan so với các NH khác.

EIB: Lợi nhuận trước thuế hợp nhất cả năm ước đạt 1.600 tỷ đồng, tương đương 50% kế hoạch (3.200 tỷ đồng). Theo ước tính của chúng tôi, trong năm 2013 nguồn vốn huy động của EIB tăng 17% trong khi dư nợ cho vay khách hàng tăng 12% so với năm trước. NIM sụt giảm khá mạnh từ mức 3,4% cuối năm 2012 về mức 2,24% vào cuối quý 3/2013 đã ảnh hưởng đến thu nhập lãi thuần của EIB, dẫn đến lợi nhuận không như kì vọng. Trong năm 2013, ngân hàng này cũng có nhiều biến động về mặt quản trị ảnh hưởng tới sự ổn định của hoạt động kinh doanh.

MBB: Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt khoảng 3.000 tỷ đồng, tương đương khoảng 85% kế hoạch. Theo ước tính của chúng tôi, huy động vốn tăng 21% trong khi cho vay khách hàng tăng 18% so với năm 2012. MBB tiếp tục trích lập dự phòng mạnh trong quý 4 và giữ nợ xấu quanh mức 2,5% cho cả năm 2013.

ACB: Chúng tôi dự báo lợi nhuận hợp nhất trước thuế đạt 1.973 tỷ đồng, đạt 110% kế hoạch. Lợi nhuận của ACB khả quan trong năm nay nhờ không còn lỗ từ kinh doanh vàng và ngoại tệ, đồng thời hoạt động kinh doanh đã ổn định trở lại sau những xáo trộn mạnh trong năm 2012.

Triển vọng năm 2014: Chúng tôi cho rằng tín dụng khả quan hơn trong năm tới, mục tiêu tăng trưởng 12-14% là khả thi. Nợ xấu và tái cơ cấu tiếp tục là tiêu điểm trong năm 2014. Thông tư 02 được áp dụng nhưng có những sửa đổi nhất định sẽ làm giảm áp lực gia tăng nợ xấu so với dự tính ban đầu. Chúng tôi cho rằng năm 2014 ngành NH sẽ có kết quả khả quan hơn so với năm 2013 nhưng khó có đột phá do triển vọng lợi nhuận tiếp tục bị ảnh

Cùng với kì vọng nền kinh tế sẽ phục hồi tốt hơn trong năm 2014, hoạt động tín dụng được dự báo sẽ khả quan hơn. Chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng cho vay 12-14% mà NHNN đặt ra cho năm tới là khả thi và tin rằng tăng trưởng tín dụng toàn ngành có thể đạt 13-15%. Với dự báo lạm phát 5,5%-6% cho năm 2014, mặt bằng lãi suất có thể tiếp tục được duy trì ổn định quanh mức của nửa cuối năm 2013. NHNN hiện đã có một số văn bản định hướng các tổ chức hoạt động theo hướng hiệu quả, tiết kiệm chi phí để có thể hạ thấp lãi suất cho vay. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng việc hạ lãi suất sẽ chủ yếu áp dụng cho các khoản vay cũ, còn đối với các khoản vay mới hiện lãi suất đã xuống thấp, dư địa giảm thêm là không nhiều.

Với quan điểm như trên, chúng tôi cho rằng NIM sẽ khó được cải thiện trong năm 2014. Xu hướng đẩy mạnh tín dụng bằng việc áp dụng các chính sách ưu đãi lãi suất sẽ còn tiếp diễn trong năm tới. Chúng tôi cũng dự báo các NH vẫn sẽ tiếp tục đầu tư vào TPCP, tuy mức lợi suất sẽ không còn ở mức hấp dẫn như năm 2014 nhưng xét về tính an toàn, thanh khoản của TPCP và điều kiện lãi suất liên ngân hàng thấp, đây vẫn sẽ là kênh đầu tư các NH lựa chọn để tối ưu hóa

hưởng bởi NIM sụt giảm và vấn đề nợ xấu. Chúng tôi tiếp tục đánh giá VCB và MBB là những cổ phiếu tốt trong ngành.

sử dụng vốn.

Trong năm tới, nợ xấu và tái cơ cấu vẫn là hai vấn đề then chốt tập trung được giải quyết của hệ thống ngân hàng.

Nợ xấu và Thông tư 02 sửa đổi: Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu có thể tăng lên sau khi áp dụng thông tư 02, tuy nhiên với các điều chỉnh cụ thể trong thông tư này cùng với các nỗ lực xử lý nợ xấu bằng dự phòng của các NH trong 2013, mức độ gia tăng có thể sẽ không lớn. NHNN cho biết thông tư 02 sẽ không trì hoãn thêm và chính thức có hiệu lực từ 01/06/2014. Tuy nhiên, một số sửa đổi sẽ được áp dụng để phù hợp hơn với thực tiễn hoạt động NH Việt Nam. Theo thông tin mới nhất, các điều chỉnh này có thể bao gồm việc (1) chưa bắt buộc NH sử dụng kết quả phân loại của Trung tâm Thông tin tín dụng CIC để phân loại các khoản nợ, việc áp dụng được lùi tới 1/1/2015, (2) sửa đổi quy định các khoản nợ vi phạm quy định của pháp luật hoặc quy định nội bộ của tổ chức tín dụng phải được phân vào nợ xấu theo hướng phù hợp hơn. Bên cạnh quy định áp dụng chế độ phân loại tín dụng đối với trái phiếu doanh nghiệp, hai quy định dự kiến sẽ sửa đổi kể trên được cho là các điểm “khó khăn” nhất trong thông tư 02. Do vậy, việc điều chỉnh hai điểm trọng yếu này sẽ làm giảm áp lực đáng kể lên con số nợ xấu của các NH.

Quá trình tái cơ cấu các tổ chức tín dụng sẽ tiếp tục: NHNN cho biết đã phát hiện thêm tám TCTD yếu kém, trong đó có hai NHTM. Cùng với hoạt động thanh tra chặt chẽ của NHNN và hành lang pháp lý cho phép NĐT nước ngoài được sở hữu vượt khung ở các TCTD trong diện tái cơ cấu, chúng tôi cho rằng hoạt động tái cơ cấu sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong năm 2014.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng trong năm tới ngành NH sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2013 nhưng khó có đột phá do triển vọng lợi nhuận sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng bởi nợ xấu, NIM suy giảm, và phần trích lập cho khoản nợ xấu 35.000 tỷ đồng đã bán cho VAMC trong năm. Trong bối cảnh thách thức đó, chúng tôi cho rằng VCB, và MBB sẽ duy trì được kết quả khả quan nhờ (1) tăng trưởng tín dụng tốt, trong khoảng 15-20%, (2) hệ thống chấm điểm tín dụng định tính và định lượng, bám sát yêu cầu của thông tư 02 do đó sẽ ít bị ảnh hưởng hơn khi thông tư này được áp dụng tới đây. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu VCB và MBB.

Tăng trưởng tín dụng toàn ngành (% yoy)



Nguồn: SBV, VCBS

Ngành Khí

Diễn biến năm 2013: đã đạt nhiều thành công, thể hiện ở cả khía cạnh tăng khả năng khai thác ở các mỏ

Trong tháng 1.2013, GAS, PVS và lãnh đạo tỉnh Thái Bình đã làm lễ khởi công dự án hệ thống thu gom và phân phối khí mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình (giai đoạn 1). **Dự án này được coi là bước đi đầu tiên trong việc phát triển hệ thống đường ống phân phối ở miền Bắc.** Mục tiêu

mới, tăng sản lượng khí tiêu thụ và tăng trưởng DT và LN của các công ty trong ngành.

của dự án này là xây dựng hệ thống ống kết nối giữa các mỏ của bể Sông Hồng đi vào trung tâm xử lý khí (GDC) tại KCN Tiền Hải - Thái Bình và hệ thống phân phối khí tại tỉnh Thái Bình. GAS là chủ đầu tư, PVS là tổng thầu EPC của dự án này, PGD và PVG sẽ tham gia vào việc chế biến và phân phối khí. Sản lượng ước đạt 203,9 triệu m³ khí/năm, trong đó khoảng 50-70 triệu m³ khí/năm sẽ được PGD cung cấp dưới dạng khí thấp áp bán cho các hộ tiêu dùng tại KCN Tiền Hải - Thái Bình, phần còn lại sẽ được chế biến thành khí CNG bán tại khu vực phía Bắc.

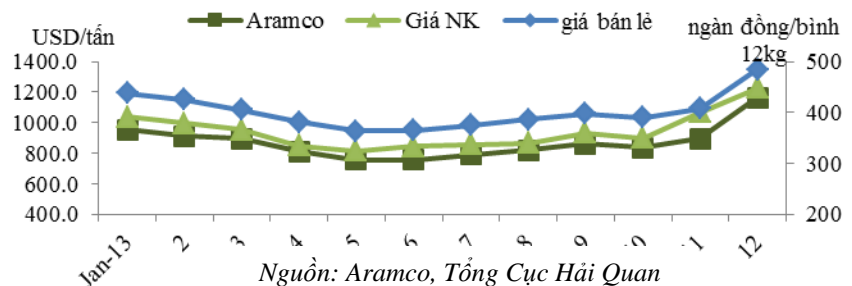
Tháng 8.2013, công ty Biển Đông POC đã đón dòng khí đầu tiên từ mỏ Mộc Tinh 1 qua hệ thống ống đưa về giàn xử lý trên mỏ Hải Thạch, thuộc dự án khí – condensate Biển Đông 1. Dự án này có thời gian khai thác dự kiến là 25 năm, công suất 8,5 triệu m³ khí và 25 ngàn thùng condensate/ngày đêm. Khí thu gom từ hai mỏ Hải Thạch – Mộc Tinh được đưa qua đường ống kết nối với hệ thống ống Nam Côn Sơn, góp phần đáp ứng nhu cầu cho các nhà máy điện và đạm ở miền Đông Nam bộ.

Theo thông báo từ PVN, trong năm 2013 tập đoàn đã khai thác hơn 9,75 tỷ m³ khí, tăng khoảng 6,3% so với năm 2012. Đối với LPG, sản lượng sản xuất từ các nhà máy Dinh Cố và Dung Quất đã đạt 690 ngàn tấn LPG (+5,2% yoy, vượt 6,2% KH năm). Ngoài ra theo Tổng cục Hải quan, sản lượng nhập khẩu LPG cả năm là 697.461 tấn LPG (+5,8% yoy), như vậy tổng nguồn cung LPG trong năm 2013 là hơn 1.387,5 ngàn tấn. Trong năm 2013, Nhu cầu khí cho điện trong năm 2013 đạt gần 8 tỷ m³ khí/năm, tăng 8,1% so với năm 2012 và chiếm gần 84% tổng sản lượng khí do PVN khai thác.

Theo Hiệp hội Gas Việt Nam, nhu cầu tiêu thụ LPG trong năm 2013 vào khoảng 1,2 triệu tấn, như vậy cung đang có dấu hiệu vượt nhu cầu, đây cũng là yếu tố khiến sự cạnh tranh giữa các công ty bán lẻ đang trở nên gay gắt, thậm chí còn tạo ra hiện tượng cạnh tranh không lành mạnh trong các tháng cuối năm.

Giá LPG đã giảm trong 5 tháng đầu năm 2013 nhưng sau đó đã tăng liên tục trở lại từ tháng 6 cho đến hết năm. Tuy có hơn 30 doanh nghiệp kinh doanh LPG nhưng nhìn chung giá LPG trong nước vẫn bám sát theo giá LPG thế giới. Các doanh nghiệp cạnh tranh với nhau chủ yếu ở khâu tiêu thụ và thị phần do nguồn cung có dấu hiệu vượt cầu. Căn cứ theo Nghị định 107/2009/NĐ-CP, các công ty sẽ phải đăng ký giá với các Sở Công thương trước khi chính thức áp dụng, do đó rất ít khi xảy ra hiện tượng doanh nghiệp thay đổi giá bán trong tháng. Thay vào đó, đang có hiện tượng cạnh tranh qua các hình thức khác như tặng hoa hồng để giành đại lý phân phối, chiết nạp gaz cho các đại lý không đăng ký..., những cách này không mang lại lợi ích cho người tiêu dùng cuối cùng là hộ dân cư, mà chỉ mang lợi ích cho các công ty gaz và mạng lưới đại lý.

Giá nhập khẩu và bán lẻ biến động sát với giá CP (Aramco)



Triển vọng năm 2014: dự báo tiếp tục tăng trưởng nhưng không có nhiều đột biến như năm trước, các dự án lớn vẫn đang được thực hiện

Trong năm 2014, nhu cầu tiêu thụ khí khô của các nhà máy điện dự báo khoảng 8,2 tỷ m³ khí (+2,5% yoy), chiếm 86,3% tổng sản lượng khí khai thác. Đối với hai nhà máy đạm, dự báo nhu cầu khí sẽ chiếm khoảng 3% sản lượng khí do nhà máy Đạm Cà Mau đã hoạt động ổn định và chạy hết 100% công suất. Do đó, với sản lượng khí khai thác kế hoạch 9,5 tỷ m³ khí/năm, PVN

nhưng dự kiến đến năm 2015 mới hoàn thành, riêng giá LPG vẫn sẽ phụ thuộc vào giá thế giới, tức là có thể giảm trong nửa đầu năm và sau đó tăng dần về cuối năm.

vấn đảm bảo cung cấp đủ khí cho các đối tượng khách hàng này.

Nhu cầu tiêu thụ LPG trong năm 2014 có thể sẽ tăng lên gần 1,3 triệu tấn sau những dự báo về sự phục hồi của nền kinh tế nói chung và doanh nghiệp nói riêng, nhất là trong ngành vật liệu xây dựng (thủy tinh, gạch men, gốm sứ...) và công nghiệp thực phẩm. Ngược lại, nguồn cung trong nước năm 2014 vẫn dự báo chỉ ở mức gần 700 ngàn tấn từ các nhà máy Dinh Cố và Dung Quất (dự kiến sẽ đầu tư mở rộng và nâng cấp nhà máy giai đoạn 2 từ năm 2015), các dự án nhà máy lọc hóa dầu lớn vẫn mới chỉ dừng ở bước lập kế hoạch (Nhơn Hội, Vũng Rô) hoặc khởi công trong năm 2013 (Long Sơn, Nghi Sơn), thời gian dự kiến hoàn thành việc xây dựng và đưa vào hoạt động còn rất xa, do đó hơn 600 ngàn tấn LPG còn lại sẽ tiếp tục dựa vào nguồn nhập khẩu, trong đó khoảng 250 ngàn tấn do GAS nhập khẩu và khoảng 350 ngàn tấn còn lại sẽ thuộc về hơn 20 công ty khác.

Trong tháng 11.2013, tập đoàn Gazprom (Nga) tuyên bố đang xem xét khả năng cung cấp LNG cho Việt Nam từ dự án Vladivostok-LNG, và việc cung cấp khí có thể chỉ bắt đầu từ năm 2016. Với nguồn cung khí đang có giá thấp hơn khoảng 25% so với giá LNG trên các thị trường chính, Việt Nam hy vọng có thể nhập khẩu quy mô lớn từ Gazprom và hòa chung với các hệ thống phân phối khí khô để cung cấp cho các nhà máy điện, đảm bảo hiện có cũng như các dự án nhà máy điện mới khác. Tuy nhiên, việc cung cấp LNG còn tùy thuộc vào khả năng tồn trữ của Việt Nam, cụ thể là dự án kho chứa 1 triệu tấn ở tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, do đó việc cung cấp khí có thể chỉ bắt đầu từ năm 2016.

Giá bán LPG bình quân trong nước năm 2014 sẽ hầu như không giảm so với năm 2013. Ngay từ đầu năm 2014, giá bán lẻ bình gas trong nước đã giảm khoảng 37-43 ngàn đồng/bình 12kg (giảm từ 6-8%), tuy nhiên mức giảm này thấp hơn mức giảm của LPG thế giới (công ty Aramco đã giảm giá LPG từ 1.162,5 về 1.015 USD/tấn (-12,7%)). Việc giảm chậm hơn giá thế giới một phần do yếu tố cước phí vận chuyển. Theo nhiều chuyên gia, giá LPG thế giới năm 2014 sẽ biến động tương tự như biến động trong năm 2013, tức là giảm trong nửa đầu năm và sau đó tăng dần về cuối năm. Tuy nhiên tại thị trường châu Á, có một điểm cần lưu ý là Mỹ sẽ gia tăng xuất khẩu LPG đến khu vực này.

Với dự báo nói trên, cộng với giả định tỷ giá có thể tăng từ 1-2% trong năm 2014, chúng tôi cho rằng giá LPG trong nước bình quân năm 2014 sẽ hầu như không giảm so với năm 2013. Lưu ý rằng giá nhập khẩu thường cao hơn giá CP khoảng 8-10% do tính thêm cước vận chuyển và phí bảo hiểm, do đó biến động tỷ giá sẽ tác động kép lên cả giá CP lẫn các loại phụ phí nói trên.

Các công ty khí thuộc PVN trong năm 2013 đều đạt kết quả SXKD vượt kế hoạch, một số công ty đã cho thấy dấu hiệu vượt kế hoạch năm ngay sau khi công bố kết quả quý 3 (ví dụ như GAS), điều này đã khiến giá các cổ phiếu như GAS, PGS, CNG... tăng mạnh trong cùng năm. Tuy nhiên căn cứ theo triển vọng cả ngành khí nói chung lẫn những đặc trưng trong hoạt động của từng công ty nói riêng trong năm 2014, chúng tôi cho rằng giá nhiều cổ phiếu đã đạt mức hợp lý để nắm giữ. **Riêng đối với PGS,** chúng tôi cho rằng NĐT có thể xem xét tăng tỷ lệ đầu tư vào cổ phiếu PGS với mục tiêu dài hạn do triển vọng KQKD 2014 tốt với dự báo LNST cổ đông công ty mẹ đạt 260 tỷ đồng, EPS 2014 đạt 6.840 đồng/cp, P/E 2014 chỉ khoảng 4,9 lần. Đây là mức P/E khá thấp so với P/E bình quân ngành khí.

Ngành Xây dựng công trình

Diễn biến năm 2013: có tín hiệu phục hồi nhưng chưa rõ nét

Ngành công nghiệp-xây dựng đóng góp khoảng 38% vào GDP trong năm 2013, trong đó riêng ngành xây dựng chỉ đóng góp xấp xỉ 6%. Tổng giá trị sản xuất xây dựng tăng trưởng 7% cao hơn mức tăng trưởng 6,5% của năm 2012.

Theo số liệu từ Bộ Xây Dựng, tổng số doanh nghiệp ngành xây dựng (bao gồm xây dựng công

trình, sản xuất vật liệu xây dựng, tư vấn xây dựng và kinh doanh bất động sản) tại thời điểm cuối năm 2013 là 69.207 doanh nghiệp. Trong năm 2013 có 10.077 doanh nghiệp giải thể hoặc phá sản (tăng trên 200% so với năm 2012), đồng thời số lượng doanh nghiệp đăng ký mới cũng tăng mạnh, đạt 10.635 doanh nghiệp. Đây có thể là do các doanh nghiệp thua lỗ trong những năm trước chủ động giải thể hoặc phá sản để đăng ký lại nhằm làm mới, cải thiện hồ sơ doanh nghiệp bằng cách loại bỏ những khoản thua lỗ trong quá khứ ra khỏi BCTC.

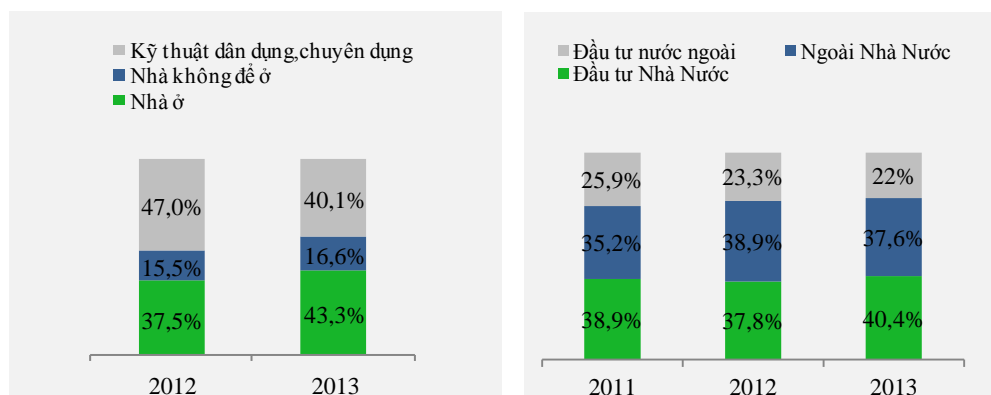
Xây dựng nhà ở có sự tăng trưởng khá mạnh, chiếm 43,3% tổng giá trị xây dựng, cao hơn mức 37,5% của năm 2012. Giá trị sản xuất xây dựng trong năm 2013 đạt 770,4 nghìn tỷ đồng, trong đó công trình nhà ở đạt giá trị lớn nhất là 333,3 nghìn tỷ đồng; công trình nhà không để ở đạt 128,2 nghìn tỷ đồng; công trình hạ tầng kỹ thuật dân dụng, chuyên dụng đạt 308,9 nghìn tỷ đồng. So với năm 2012, hoạt động xây dựng năm 2013 có sự chuyển dịch từ mảng xây dựng kỹ thuật sang xây dựng nhà ở do thị trường nhà ở giá bình dân trong năm nay có sự cải thiện. Theo số liệu của Bộ Xây Dựng, tổng giá trị tồn kho nhà ở tính đến 15/12/2013 đạt khoảng 94.458 tỷ đồng, giảm 26,5% so với đầu năm trong đó tập trung chủ yếu ở phân khúc trung-cao cấp, các căn hộ nhỏ có diện tích dưới 70m², giá bán dưới 15 triệu đồng/m² tại các đô thị lớn được tiêu thụ mạnh và hầu như không còn tồn kho.

Sự sôi động ở phân khúc nhà ở có giá trị nhỏ đến từ nhu cầu thực của người mua trong nước cũng như nhờ những chính sách hỗ trợ về tín dụng và thuế suất được đưa ra ở Nghị Quyết 02/NQ-CP, theo đó các doanh nghiệp xây dựng-kinh doanh và người mua nhà ở xã hội sẽ được vay tín dụng với lãi suất 6%/năm (đến tháng 1 năm 2014 đã giảm còn 5%/năm). Về thuế suất, Chính Phủ giảm thuế suất đối với lĩnh vực kinh doanh, mua bán nhà ở giá trị thấp và nhà ở xã hội, cụ thể:

Chính sách	Đối tượng
-Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 10% từ ngày 01 tháng 7 năm 2013	thu nhập từ đầu tư - kinh doanh nhà ở xã hội
-Giảm 50% số thuế giá trị gia tăng đầu ra từ ngày 01 tháng 7 năm 2013 đến hết ngày 30 tháng 6 năm 2014	hoạt động đầu tư - kinh doanh nhà ở xã hội
-Giảm 30% số thuế giá trị gia tăng đầu ra từ ngày 01 tháng 7 năm 2013 đến hết ngày 30 tháng 6 năm 2014	hoạt động đầu tư - kinh doanh nhà ở có diện tích dưới 70 m ² và có giá bán dưới 15 triệu đồng/m ²

Nguồn: VCBS tổng hợp

Cơ cấu ngành xây dựng năm 2013

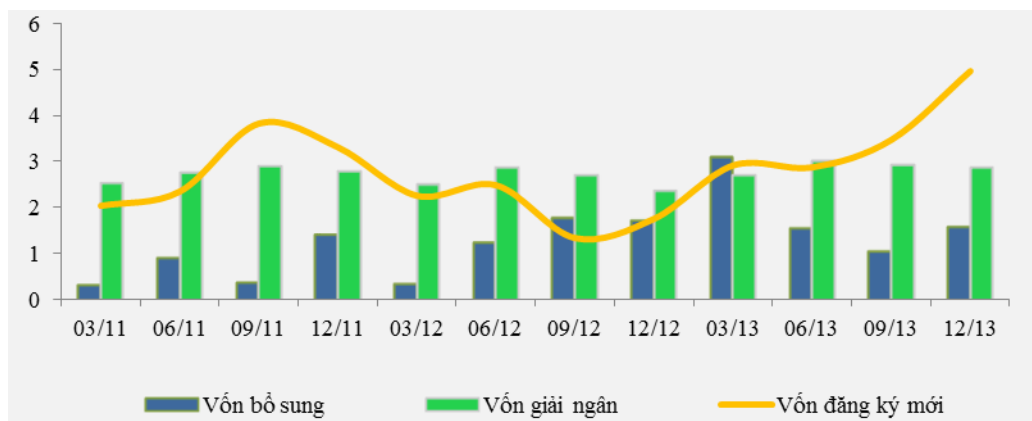


Nguồn: Tổng Cục Thống Kê

Tỷ trọng đầu tư công đang tăng trở lại. Có thể thấy rằng đầu tư khu vực Nhà nước sau khi sụt giảm từ 38,9% xuống 37,8% tổng giá trị xây dựng trong năm 2012 theo Nghị Quyết 11 (năm 2011) đã tăng trở lại, đạt 40,4% trong cơ cấu giá trị xây dựng trong năm 2013. Chính Phủ bắt đầu khởi động lại chương trình đẩy mạnh đầu tư công, cùng với việc Quốc Hội thông qua đề xuất nâng trần bội chi ngân sách trong năm 2014 là cơ sở để chúng tôi đánh giá rằng năm 2013 là năm bản lề cho sự phục hồi của đầu tư khu vực Nhà Nước.

FDI tăng mạnh là yếu tố tác động tích cực đến lĩnh vực xây dựng. Theo Tổng Cục Thống Kê, nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam trong năm qua bất ngờ tăng mạnh, đạt 21,6 tỷ USD (+54,5% yoy) với 1.275 dự án mới (tăng 0,7%) và 472 dự án được tăng vốn, đầu tư vào 18 lĩnh vực. Trong đó, lĩnh vực kinh doanh bất động sản đứng thứ 3 trong việc thu hút vốn đầu tư với 20 dự án đầu tư mới, tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới và tăng thêm là 951 triệu USD (chiếm khoảng 4,4% tổng vốn đầu tư FDI). Vốn FDI giải ngân trong năm 2013 đạt 11,9 tỷ USD (+9,9% yoy).

Dòng vốn FDI giai đoạn 2011-2013, (đv: tỷ USD)



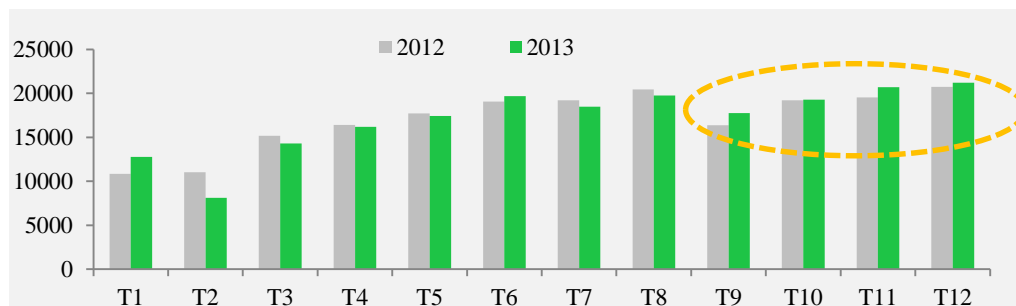
Nguồn: Tổng Cục Thống Kê

Đầu tư khu vực Nhà Nước và đầu tư FDI chiếm trên 60% giá trị xây dựng của nền kinh tế, vì thế những cam kết tăng vốn đầu tư từ hai khu vực này là tín hiệu tích cực cho thấy dòng tiền sẽ quay trở lại với ngành xây dựng.

Triển vọng năm 2014: sẽ dần được cải thiện, đặc biệt là ở mảng xây dựng hạ tầng-công nghiệp.

Đầu tư công và dòng vốn FDI sẽ là động lực giúp cho ngành xây dựng phát triển. Đầu tư ngân sách Nhà nước đã tăng trưởng trong 4 tháng liên tiếp giai đoạn cuối năm 2013. Thêm vào đó, quyết định tăng trần bội chi ngân sách từ 4,8% lên 5,3% GDP càng cho thấy quyết tâm của Chính Phủ trong việc duy trì mức đầu tư và thúc đẩy tăng trưởng trong năm 2014. Với đặc điểm là ngành nhạy cảm với nền kinh tế, chúng tôi cho rằng ngành xây dựng sẽ là một trong những ngành đầu tiên được hưởng lợi khi tình hình kinh tế bắt đầu ổn định và tăng trưởng tốt hơn.

Vốn đầu tư ngân sách Nhà Nước năm 2012-2013 (đv: tỷ đồng)



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê

Dòng vốn FDI tăng mạnh trong năm 2013 là điều rất tích cực trong bối cảnh dòng vốn ODA bị cắt giảm do nước ta không còn là nước kém phát triển, đồng thời cũng là dấu hiệu cho thấy nhà đầu tư nước ngoài đã có cái nhìn lạc quan hơn với thị trường Việt Nam. Đặc biệt, nếu Việt Nam có thể gia nhập Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP) thì dòng vốn FDI vào thị trường sẽ tiếp tục tăng lên, mang lại nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp có thể mạnh trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp.

Xây dựng hạ tầng-công nghiệp được đánh giá là trọng tâm của ngành xây dựng trong năm 2014. Với tình hình thị trường BĐS nhìn chung vẫn còn khá trầm lắng, tồn kho lớn, dòng tiền vẫn chưa có dấu hiệu qua trở lại với các dự án nhà ở, ngành xây dựng năm 2014 nhiều khả năng sẽ được dẫn dắt bởi mảng xây dựng hạ tầng-công nghiệp bởi hai lý do:

+ Việt Nam sẽ là điểm đến cho các nhà sản xuất lớn trên thế giới. Chi phí lao động ở Trung Quốc tăng lên, trong khi đó chi phí lao động ở Việt Nam là tương đối rẻ so với các nước Đông Nam Á, vì vậy các tập đoàn lớn đang có xu hướng chuyển cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam. Thêm vào đó, với lợi thế về vị trí địa lý nằm ở trung tâm khu vực Đông Nam Á, gần đường hàng hải quốc tế, cùng với nền chính trị ổn định, Việt Nam đang dần trở thành một lựa chọn hàng đầu để đầu tư. Tháng 3 năm 2013, Samsung đã khởi công xây dựng tổ hợp sản xuất ĐTĐD và thiết bị điện tử tại Thái Nguyên với vốn đầu tư 3,2 tỷ USD, khi hoàn thành đây sẽ là nhà máy sản xuất ĐTĐD lớn nhất thế giới. Với việc hàng loạt tập đoàn lớn trên thế giới như Samsung, LG Electronics, Nokia, Formosa, Bridgestone... chọn Việt Nam là điểm đến đã cho thấy sự hấp dẫn của nước ta trong mắt nhà đầu tư nước ngoài.

+ Mảng xây dựng hạ tầng, đặc biệt là xây dựng cầu đường, sẽ nhận được đầu tư lớn trong năm 2014. Theo thống kê Q4.2013 của BMI, xây dựng cầu đường hiện chiếm trên 50% tổng giá trị cơ sở hạ tầng ở nước ta, trong đó đến 40% hệ thống đường bộ đang trong tình trạng xuống cấp cần được đầu tư để cải tạo. Theo kế hoạch của Bộ GTVT, giai đoạn 2014-2020 nước ta sẽ huy động khoảng 960.000 tỷ đồng ngoài ngân sách đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng giao thông. Như vậy trong 5-6 năm tới sẽ có một lượng tiền lớn chảy vào lĩnh vực xây dựng hạ tầng, cùng với đó là những dự án đầu tư từ nguồn vốn ngân sách được khởi động lại chắc chắn sẽ giúp cho ngành xây dựng sôi động hơn trong năm 2014.

Qua kết quả kinh doanh 9 tháng năm 2013, chúng tôi nhận thấy CTD là doanh nghiệp thể hiện chất lượng tăng trưởng tốt nhờ lợi thế dẫn đầu về năng lực tài chính, trình độ xây dựng và uy tín trong ngành. HBC vừa được Nikko đầu tư tăng vốn trong năm 2013 nên cũng cho thấy sự vượt trội so với những doanh nghiệp khác mặc dù doanh thu không còn tăng nhanh như những năm trước. Tuy nhiên 2 doanh nghiệp này đang có mức P/E khá cao, tương ứng 12 lần và 15 lần. ***Cổ phiếu chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể cân nhắc xem xét MUA là FCN*** do đây là cổ phiếu có cơ bản tốt và hoạt động trong lĩnh vực xây dựng nền móng công trình hạ tầng, công nghiệp, sẽ có nhiều triển vọng tăng trưởng trong năm 2014. Với tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân trong giai đoạn 2011-2013 vào khoảng 5%/năm và vốn điều lệ tăng gấp đôi cộng với số lượng dự án công nghiệp tăng trong năm sau, chúng tôi dự báo doanh thu trong năm 2014 của FCN sẽ có thể đạt 1.200 tỷ đồng. Với biên lợi nhuận ròng trung bình 4 quý gần nhất đạt 9%, LNST 2014 sẽ đạt khoảng 108 tỷ đồng, EPS forward đạt 2.716 đồng/cp, P/E tương ứng 9 lần thấp hơn trung bình ngành hiện nay là 12,6 lần. Đây là mức P/E hợp lý để đầu tư.

Ngành Thép

Diễn biến năm 2013: vẫn chưa có dấu hiệu khởi sắc. Cầu nội địa yếu, năng lực sản xuất cao cùng với

Cầu tiêu thụ nội địa vẫn ở mức thấp, nhưng sản lượng thép nhập khẩu vẫn ở mức cao đặc biệt là nguồn hàng giá rẻ từ Trung Quốc.

nhập khẩu nhiều làm cung càng vượt cầu.

Nhu cầu tiêu thụ sắt thép chưa có dấu hiệu phục hồi, đã bắt đầu giảm sút từ năm 2010 do thị trường BĐS gặp khó khăn, nhiều công trình xây dựng bị trì trệ. Năm 2013, các doanh nghiệp trong nước chỉ tiêu thụ được 4.615 nghìn tấn (+2,6% yoy).

Tổng lượng thép nhập khẩu vào Việt Nam tính đến hết năm 2013 đạt 411 nghìn tấn thép (-47,6% yoy). Thép phế và phôi thép là đầu vào cho các doanh nghiệp sản xuất thép, chiếm hơn 1/3 tổng lượng nhập khẩu có xu hướng giảm; nhưng các mặt hàng khác phục vụ nhu cầu tiêu thụ (chủ yếu là thép tấm vì khả năng sản xuất của Việt Nam còn hạn chế) có xu hướng tăng lên. Thép nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 40%, theo sau là thị trường Nhật Bản.

Sản xuất cầm chừng, duy trì mức hàng tồn kho thấp trong bối cảnh dư cung. Xuất khẩu có xu hướng tăng.

Năm 2013, tổng lượng thép xây dựng sản xuất tăng nhẹ, đạt 4.571 nghìn tấn (+0,5% yoy). Nhiều nhà máy thép đi vào hoạt động trong năm 2013, nâng tổng công suất thiết kế thép xây dựng cả nước lên 11,4 triệu tấn/năm, lại càng tăng nguồn cung cho thị trường. Do đó, khi sức cầu suy giảm các doanh nghiệp phải sản xuất cầm chừng nhằm duy trì lượng hàng tồn kho thấp, khoảng 300.000 tấn. Cụ thể, mặc dù 13 DN gang có năng lực sản xuất lên đến 3,3 triệu tấn, song lượng sản xuất trong năm 2013 chỉ hơn 500.000 tấn, bằng 15 - 20% công suất. Đối với 26 DN sản xuất phôi thép với năng lực sản xuất lên đến 9 triệu tấn, nhưng cũng chỉ sản xuất khoảng 5,2 triệu tấn, bằng 60% công suất. Sản phẩm chủ lực của ngành là thép thanh, thép xây dựng với khoảng 30 doanh nghiệp, tổng năng lực sản xuất là 9,3 triệu tấn song chỉ sản xuất ra chỉ hơn 5 triệu tấn, tương đương 54% công suất.

Xuất khẩu thép tăng nhẹ so với năm ngoái, đạt 453 nghìn tấn (+3,2% yoy). Trong đó Campuchia chiếm thị phần lớn nhất. Tiếp theo sau là Indonesia, Philippin... Tuy nhiên, tác động của luật chống bán phá giá đối với một số doanh nghiệp Việt Nam làm hạn chế khả năng xuất khẩu ra nước ngoài. Sản phẩm chịu ảnh hưởng là thép cán nguội không gỉ của công ty Posco VST xuất khẩu vào Brazil và ống thép dẫn dầu của SeAH steel xuất khẩu vào Mỹ.

Triển vọng năm 2014: vẫn còn chưa có dấu hiệu phục hồi, các DN trong nước gia tăng áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu. Tuy nhiên vẫn có những điểm sáng từ triển vọng về xuất khẩu và lãi suất.

Kỳ vọng về xuất khẩu thông qua TPP. Thị trường chính nhập khẩu sắt thép của Việt Nam trong thời gian này là Campuchia, chiếm 30% tổng kim ngạch nhập khẩu mặt hàng; kế đến là thị trường Indonesia. Khi TPP có hiệu lực, các mức thuế suất sẽ giảm đáng kể, các doanh nghiệp thép của Việt Nam sẽ có cơ hội đẩy mạnh xuất khẩu sắt thép, góp phần tăng sản lượng tiêu thụ. Thêm vào đó, sản phẩm thép của Việt Nam có chất lượng ở mức trung bình, việc tham gia TPP làm tăng cơ hội tiếp xúc với nhiều thị trường có nhu cầu tương ứng. Đáng chú ý, trong số các nước tham gia TPP, Nhật Bản là nước mạnh về sản xuất tôn và ống thép. Tuy nhiên, các sản phẩm của Nhật Bản ở phân khúc giá cao nên không ảnh hưởng lớn đến việc nhập khẩu mặt hàng tôn và ống thép vào Việt Nam.

Lãi suất khả năng sẽ giảm nhẹ trong năm 2014. Lãi suất năm 2014 dự đoán nhiều khả năng sẽ giảm từ 1-2% tùy lĩnh vực. Do đó, gánh nặng chi phí lãi vay 2014 kỳ vọng sẽ giảm nhẹ nếu DN giữ nguyên tỷ lệ vay nợ như năm 2013. Điều này sẽ làm giảm chi phí tài chính cho doanh nghiệp.

Tuy nhiên ngành thép vẫn còn phải đối mặt với nhiều thách thức trong năm 2014.

Nhu cầu thép nội địa chưa dấu hiệu khởi sắc, kinh tế Việt Nam vẫn chưa thực sự có những dấu hiệu phục hồi rõ nét. Ngoài một số ngành sử dụng sản phẩm đầu vào là thép như xây dựng công trình có sự cải thiện nhẹ, thì nguồn đầu ra chính của sản phẩm thép là lĩnh vực bất động sản chưa có tín hiệu hồi phục rõ ràng. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) dự báo nhu cầu thép trong nước sẽ có sự cải thiện nhẹ, tăng khoảng 2-3%, so với năm 2013.

Các DN trong nước chịu áp lực cạnh tranh từ thép nhập khẩu khi hàng rào thuế quan bị dỡ bỏ. Năm 2013 về trước, ngành thép vẫn đang được nhà nước bảo hộ sản xuất bằng hàng rào thuế

quan với mức thuế khá cao. Mức thuế nhập khẩu đối với thép xây dựng là 40%, của các loại sắt thép khác từ 0-20%. Bên cạnh đó, còn có sự bảo hộ bằng hàng rào phi thuế quan như: hạn ngạch, cấm nhập, ...trong khi đó thuế suất, thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm là đầu vào của ngành sản xuất thép như: phôi thép, than mỡ, ... tương đối thấp (0-5%), do đó hệ số bảo hộ thực tế của thép xây dựng tương đối cao (90%), của các loại thép khác là 26%. Như vậy có thể nói, các doanh nghiệp thép Việt Nam đang tồn tại nhờ rất nhiều vào sự bảo hộ của Nhà nước. Tuy nhiên đến năm 2014, ngành thép trong nước sẽ không còn được bảo hộ, theo cam kết WTO thuế suất nhập khẩu mặt hàng sắt thép chỉ còn 5%, năm 2017 là 0% khiến cho giá thép nhập khẩu rẻ hơn tương đối so với thép nội, cầu thép nhập khẩu tăng, tạo ra áp lực cạnh tranh đối với các doanh nghiệp trong nước. Thêm vào đó, giá thép phôi năm 2014 khả năng sẽ tiếp tục tăng, khiến giá thành sản phẩm thép nội tăng lên, gây khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất phụ thuộc vào nguồn đầu vào này.

Đối với các doanh nghiệp nhỏ sẽ dần bị thu hẹp thị phần do áp lực cạnh tranh với các doanh nghiệp lớn đầu ngành như HPG, HSG, POM do các DN này có lợi thế về quy mô, công nghệ sản xuất và giá thành sản xuất.

Trong bối cảnh khó khăn chung của ngành thép, HPG và HSG là 2 doanh nghiệp nổi bật và có sự tăng trưởng lợi nhuận tốt.

HPG đạt KQKD ấn tượng trong năm 2013. Doanh thu đạt 19.200 tỷ đồng (+12,1% yoy, vượt 3,8% KH 2013), LNST đạt 2.010 tỷ đồng (+95,1% yoy, vượt 67,5% KH 2013). HPG có lợi thế quy trình khép kín và giá cả cạnh tranh. Năm 2014, Khu liên hợp Gang thép đi vào hoạt động ổn định gia tăng sản lượng phôi và thép, phần lớn lợi nhuận từ dự án Mandarin Garden được hạch toán. Dự báo DT 2014 đạt khoảng 25.800 tỷ đồng (+34,4% yoy), LNST 2.280 tỷ đồng (+13,4% yoy), EPS = 5.440 đồng/cổ phiếu, P/E forward là 8,9 lần. Chúng tôi khuyến nghị **MUA HPG** trên quan điểm đầu tư trung và dài hạn.

HSG đứng đầu cả nước về thị phần tôn mạ, với hàng loạt dây chuyền đi vào hoạt động năm 2014 kỳ vọng tạo ra khoảng 1 triệu tấn sản phẩm vào năm 2015. Kế hoạch trong niên độ tới của HSG là 14.000 tỷ đồng DT (+18,9% yoy) và 600 tỷ đồng LNST (+3,3% yoy). Chúng tôi cho rằng HSG sẽ hoàn thành mục tiêu này, dự báo EPS năm 2014 đạt 6.230 đồng/cổ phiếu, P/E forward là 7,7 lần. Tuy nhiên, HSG khả năng đối mặt với một số khó khăn như: giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng tăng, chi phí khấu tăng do nhiều máy móc đi vào vận hành. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI HSG**.

Ngành Săm lốp

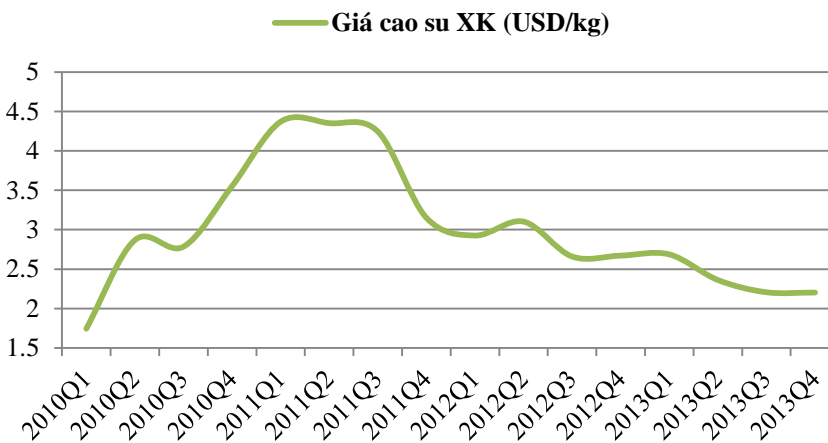
Diễn biến năm 2013: tăng trưởng ấn tượng.

Năm 2013 doanh số tiêu thụ ô tô tăng mạnh trong khi doanh số tiêu thụ xe máy tăng trưởng chậm lại. Theo thống kê của Hiệp hội ô tô Việt Nam – VAMA, xe ô tô được tiêu thụ mạnh vào những tháng cuối năm giúp tổng doanh số bán xe ô tô của toàn thị trường cả năm 2013 đạt 110.519 xe (+19% yoy) trong đó lượng xe con là 44.389 chiếc (+25% yoy) và lượng xe tải là 66.130 chiếc (+16% yoy). Xét theo lắp ráp và nhập khẩu thì doanh số tiêu thụ xe lắp ráp trong nước đạt 22.511 chiếc (+18% yoy), trong khi doanh số tiêu thụ xe nhập khẩu tăng mạnh (23% yoy) lên 88.008 chiếc. Trái với tình hình khả quan của thị trường ô tô, thị trường xe máy lại trầm lắng, lượng tiêu thụ xe máy chỉ tăng nhẹ (+4,4% yoy) đạt gần 3,7 triệu chiếc (theo Bộ Công thương). Theo số liệu thống kê của Bộ Giao thông Vận tải, tính đến cuối Q1.2013 cả nước có hơn 2,03 triệu xe ô tô và 37,02 triệu xe máy. Theo đó chúng tôi ước tính lưu lượng xe cuối năm 2013 là khoảng 2,1 triệu xe ô tô (lượng xe ô tô tải chiếm khoảng 1/3) và khoảng 40 triệu xe máy.

Sản xuất và tiêu thụ săm lốp trong nước tăng nhẹ nhưng hoạt động xuất khẩu khả quan. Ngành sản xuất săm lốp với chức năng là ngành phụ trợ nên tăng trưởng ngành phụ thuộc rất nhiều vào lưu lượng xe và tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, nhu cầu săm lốp có khoảng 75% là

nhu cầu thay thế còn lại là nhu cầu lắp mới. Nền kinh tế trong nước mặc dù cải thiện nhưng tốc độ phục hồi vẫn chậm đồng thời lượng ô tô tiêu thụ tiêu thụ chỉ tăng mạnh vào những tháng cuối năm nên sản xuất và tiêu thụ sản phẩm chỉ tăng nhẹ. Theo thống kê của Bộ Công Thương, sản xuất lắp ô tô sản xuất là 5,02 triệu lắp (+1,7% yoy) và sản xuất lắp xe máy và xe đạp đạt 41,5 triệu lắp (+0,4% yoy). Tuy nhiên thị trường xuất khẩu khá quan trọng, Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam – Vinachem cho biết CSM xuất khẩu 43 triệu USD (+16% yoy), DRC xuất khẩu 15 triệu USD (+20% yoy), SRC xuất khẩu 3,6 triệu USD (+2,5% yoy)... trong đó: lắp ô tô đạt 543.000 chiếc (+32% yoy); sản ô tô đạt 250.000 chiếc (+58% yoy) nhờ các thị trường xuất khẩu lớn như: Lào, Campuchia, Singapore, Malaysia... vẫn duy trì được mức tăng trưởng cao.

Lợi thế nguyên liệu đầu vào thấp là động lực chính tạo ra tăng trưởng mạnh và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Cao su tự nhiên và cao su tổng hợp là nguyên liệu chính trong sản xuất sản phẩm, chiếm 55-60% chi phí nguyên liệu, trong khi đó chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 80% giá thành. Vì vậy biến động giá cao su đặc biệt là cao su tự nhiên có tính quyết định đến sự tăng trưởng lợi nhuận của ngành sản xuất sản phẩm. Giá cao su tự nhiên liên tục giảm kể từ đầu năm, giá cao su tự nhiên xuất khẩu bình quân năm 2013 giảm 17% so với năm trước, giá cao su tổng hợp có xu hướng chung là giảm (khoảng trên 20%). Thêm vào đó, lãi suất thấp và tỷ giá ổn định cũng giúp phần giúp các doanh nghiệp trong ngành có KQKD khả quan.



Nguồn: Bloomberg

Xem xét ba doanh nghiệp sản xuất sản phẩm lớn đang niêm yết trên sàn, đồng thời cũng là ba doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam tại ba thị trường: Bắc, Trung, Nam. Các doanh nghiệp đồng loạt giảm giá bán với mức 2-5% tùy từng sản phẩm nhưng một số doanh nghiệp đã bù đắp lại bằng việc tăng trưởng sản lượng nhờ đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu như CSM, DRC và đưa ra thị trường sản phẩm mới như lắp radial của DRC nên có sự tăng trưởng nhẹ về doanh thu (DRC: +1% yoy, CSM: +3% yoy). Riêng SRC có tăng trưởng doanh thu âm (-10% yoy) do không có nhiều lợi thế cạnh tranh. Nhờ lãi suất thấp, tỷ giá ổn định và đặc biệt là lợi thế giá nguyên liệu đầu vào giảm xuống thấp nên biên lợi nhuận tăng mạnh, lợi nhuận của hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều tăng trưởng cao như: CSM (+42% yoy), DRC (+20% yoy), SRC (+35% yoy).

Triển vọng năm 2014: Tiếp tục khả quan.

Thị trường ô tô hứa hẹn sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ một số các chính sách mới như thuế nhập khẩu ô tô từ các nước ASEAN sẽ giảm từ 60% xuống 50%, riêng xe tải và xe chuyên dụng được hưởng mức thuế suất từ 0-5% kể từ ngày 1/1/2014. Ngoài ra lệ phí trước bạ đối với ô tô mới chở người dưới 10 chỗ tại Tp. Hồ Chí Minh có mức thu mới đăng ký lần đầu là 10%, thay vì 15% như hiện nay. VAMA dự báo tăng trưởng doanh số tiêu thụ ô tô trong năm 2014 khoảng 9%, ở mức khoảng 120.000 chiếc. **Tuy nhiên thị trường xe máy nhiều khả năng sẽ bão hòa** bởi số

lượng xe máy của cả nước hiện nay (khoảng 40 triệu xe) đã vượt quá số lượng quy hoạch đến năm 2020 (36 triệu xe) nên nhà nước sẽ có các chính sách nhằm hạn chế lượng xe máy. Thị trường ô tô hứa hẹn tăng trưởng tốt đồng thời kinh tế trong nước được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức cao hơn so với năm trước sẽ tạo ra tiền đề tăng trưởng cho ngành sản xuất lắp ráp ô tô. Đồng thời hoạt động xuất khẩu có nhiều tín hiệu khả quan. **Năm 2014, Bộ Công thương ước tính lượng lắp ráp ô tô sản xuất sẽ tăng 5% và lượng lắp ráp xe máy và xe đạp sản xuất sẽ tăng 2%. Theo đó, tăng trưởng doanh thu của ngành được kỳ vọng sẽ cao hơn năm trước.**

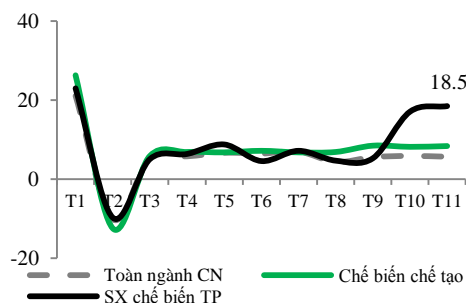
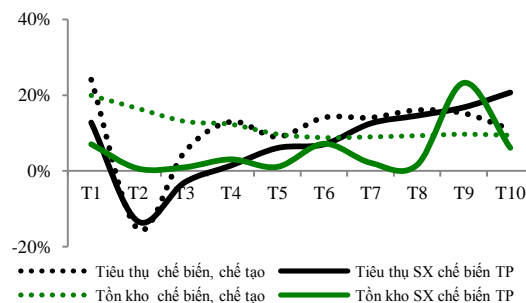
Giá cao su tự nhiên có thể tăng nhưng không nhiều, trong khi lãi suất vay và tỷ giá cũng tương đối ổn định nên phần lớn lợi thế của ngành sản xuất lắp ráp trong năm 2013 sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2014. Khả năng giá cao su giảm mạnh là không lớn vì (i) hiện nay giá cao su đang nằm trong vùng giá thấp, (ii) kinh tế thế giới năm 2014 được dự báo tăng trưởng cao hơn năm 2013 và (iii) các nước xuất khẩu cao su lớn nhất như Thái Lan, Indonesia có kế hoạch cắt giảm sản xuất khoảng 10% trong năm 2014 để hỗ trợ giá cao su. Theo dự báo của Tổ chức nghiên cứu cao su Quốc tế (IRSG), nhu cầu tiêu thụ cao su giảm chủ yếu do kinh tế thế giới phục hồi chậm, đặc biệt kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm lại trong khi đó cung tiếp tục dư thừa (dư cung năm 2014 ước tính khoảng 200 nghìn tấn ~2% lượng cầu) nên giá cao su có thể tăng nhưng không nhiều. Đồng thời các doanh nghiệp thường tiến hành dự trữ cao su nguyên liệu khá lớn vào cuối năm do cao su ngưng cạo mù từ tháng 2 đến giữa tháng 4 nên giá nguyên liệu đầu vào thấp tiếp tục là lợi thế lớn của ngành. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay được dự báo tương đối ổn định so với cuối năm 2013 và tỷ giá được điều chỉnh nhẹ với mức tăng khoảng 2% cho cả năm 2014. **Do đó biên lợi nhuận của ngành năm 2014 có thể giảm nhẹ, sự sụt giảm này được bù đắp một phần từ tăng trưởng doanh thu theo đó lợi nhuận ngành sẽ giảm nhẹ và vẫn ở mức khả quan.**

Xét trong ba doanh nghiệp sản xuất đang niêm yết trên sàn chúng tôi cho rằng có thể xem xét đầu tư DRC và CSM cho mục đích đầu tư dài hạn dựa trên các cơ sở sau: (i) hai doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng lớn khi hoạt động xuất khẩu đang được đẩy mạnh và năng lực sản xuất ngày càng gia tăng với các dự án nhà máy lốp radial, (ii) mặc dù hai doanh nghiệp này có nhà máy sản xuất lốp radial đi vào hoạt động nên chi phí lãi vay và khấu hao sẽ tăng mạnh trong năm 2014 nhưng nhu cầu tiêu thụ sẽ tốt hơn trong khi lợi thế nguyên liệu đầu vào thấp nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì nên KQKD năm 2014 có thể thấp hơn so với năm 2013 nhưng vẫn ở mức cao, (iii) với KQKD tốt trong năm 2013 hứa hẹn cổ tức trả trong thời gian tới sẽ cao như CSM, DRC dự kiến sẽ trả cổ tức cao, có thể khoảng 40% (20% bằng tiền và 20% bằng cổ phiếu), (iv) PE trailing dưới 10 là không quá cao đối với cổ phiếu tăng trưởng.

Ngành Thực phẩm

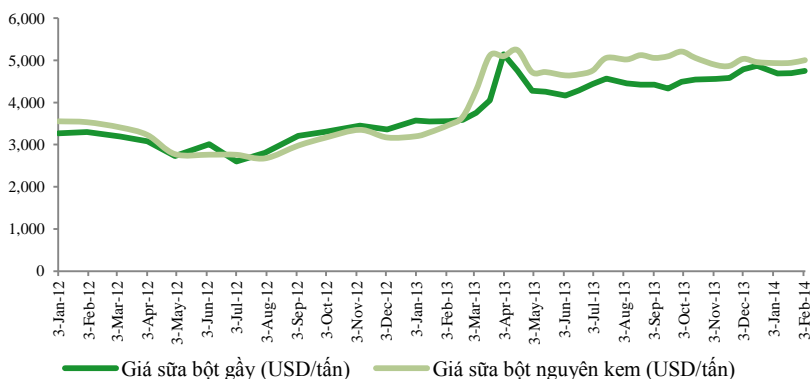
Diễn biến năm 2013: nhìn chung tăng trưởng ổn định tuy nhiên diễn biến một số phân ngành chính có sự khác biệt do sức cầu của người tiêu dùng phản ứng khác nhau đối với từng loại hàng hóa. KQKD khả quan tập trung vào các doanh nghiệp thực phẩm đầu ngành.

Diễn biến ngành thực phẩm năm 2013 tăng trưởng ổn định cả về giá trị sản xuất và mức tiêu thụ. Theo số liệu từ Bộ Công thương, chỉ số sản xuất chế biến thực phẩm tăng cao nhất vào tháng 11.2013 đạt 18,5% yoy giúp lũy kế 11 tháng tăng trưởng 5,7% so với cùng kỳ năm trước. Ngoài ra tính đến T10.2013, chỉ số tiêu thụ của ngành chế biến thực phẩm cao tương đối so với mặt bằng chung của ngành công nghiệp chế biến chế tạo (121 so với 111) trong khi chỉ số về tồn kho thực phẩm lại thấp hơn (106,1 so với 109,4) cho thấy sức cầu đã được cải thiện và tập trung chủ yếu ở lĩnh vực thực phẩm.

Chỉ số sản xuất chế biến thực phẩm 2013**Chỉ số tiêu thụ và tồn kho thực phẩm 2013**

Nguồn: Bộ Công thương

Phân ngành sữa: Nhu cầu tiêu thụ không giảm mặc dù giá sữa tăng cao. Theo Bộ Công Thương, chỉ số tiêu thụ của ngành 10T2013 tăng khá, đạt 10,4% yoy. Tỷ lệ sữa nguyên liệu nhập khẩu vẫn chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu. Theo Tổng cục Hải quan lũy kế 11T2013, tổng giá trị nhập khẩu sữa và sản phẩm sữa của Việt Nam là 994 triệu USD, (+29,5% yoy). Ngoài ra, tình hình giá sữa tiếp tục tăng cao mặc dù nằm trong danh mục bình ổn giá theo quy định. Theo Tổng cục Hải quan, giá nhiều loại sữa ngoại bán trên thị trường như Nestle, Gallia, Enfa, Abbott... đều cao gấp 5 - 6 lần so với giá nhập khẩu. Đồng thời chi phí sữa bột nhập khẩu gia tăng khiến nhiều doanh nghiệp sữa trong nước cũng tăng giá, trung bình từ 10% đến 15% để chuyển gánh nặng chi phí đầu vào tăng cho người tiêu dùng.

Biến động giá sữa thế giới 2012 - 2013

Nguồn: Globaldairytrade

Phân ngành đường: Sức tiêu thụ kém, tồn kho cao. Lượng đường tồn kho tại các nhà máy đường khi kết thúc niên vụ mía đường 2012-2013 là 444.777 tấn (kể cả đường thô). Trong niên vụ 2013- 2014, ngành mía đường dự kiến sản xuất 1,6 triệu tấn đường, tăng 5% so với niên vụ trước đưa tổng nguồn cung đường trong năm dự kiến khoảng 2 triệu tấn. Sau khi cân đối cung cầu, sẽ còn thừa khoảng 300.000 tấn. Tình hình tồn kho tăng và sức tiêu thụ kém khiến giá đường liên tục ở mức thấp. Cuối tháng 12.2013, giá đường bán buôn RS phổ biến ở mức 14.000 – 15.400 đồng/kg, giá đường RE ở mức 14.800 – 15.700 đồng/kg, tức đều giảm khoảng 2.000 đồng/kg (xấp xỉ 13%) so với cùng kỳ năm trước.

Phân ngành bánh kẹo tăng trưởng ổn định. Theo BMI, tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ bánh kẹo ước đạt 10% trong giai đoạn 2013 – 2016 và doanh nghiệp Việt Nam vẫn chiếm giữ thị phần

chính, khoảng 70-75% thị phần, chỉ 25-30% cho sản phẩm nhập khẩu. Trong đó KDC dẫn đầu các doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo trong nước, chiếm khoảng 30 - 35% thị phần, tập trung vào phân khúc trung và cao cấp.

9T2013, KQKD khá quan tâm tập trung vào các doanh nghiệp thực phẩm đầu ngành. Mặc dù thuộc ngành phòng thủ, tuy nhiên trong bối cảnh kinh tế nhiều khó khăn và sức mua sụt giảm khiến không phải tất cả các doanh nghiệp thực phẩm đều đạt hiệu quả kinh doanh như kỳ vọng. Chúng tôi đánh giá cao khả năng hoàn thành của các doanh nghiệp đầu ngành như VNM, KDC, tuy nhiên quan ngại đối với một số doanh nghiệp nhỏ như BBC, HHC, HNM và đặc biệt là các doanh nghiệp ngành đường hay một số công ty khá đặc thù như MSN khi kinh doanh đa ngành và đang bị tác động bởi rủi ro của những ngành còn lại (khoáng sản và ngân hàng).

Đối với phân ngành sữa, VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sữa hàng đầu của Việt Nam với thị phần lớn liên tục duy trì và tăng trưởng cùng với khả năng sinh lời cao, ổn định trên 20% qua các năm. Kết thúc năm 2013, VNM đạt 30.949 tỷ đồng DTT (+17% yoy, 95% KH) và 6.534 tỷ đồng LNST (+12,3% yoy, 105% KH), EPS tương ứng đạt 7.839 đồng/cổ phiếu. Tăng trưởng LN khiêm tốn hơn mức tăng trưởng doanh thu do ảnh hưởng bởi chi phí sữa bột nhập khẩu gia tăng. Điều này nhiều khả năng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến kết quả của VNM trong năm tới. Căn cứ vào kế hoạch chiến lược giai đoạn 2012- 2016 và tỷ lệ điều chỉnh kế hoạch năm 2013, chúng tôi ước tính **kế hoạch mà VNM sẽ đặt ra vào năm 2014 khoảng 39.000 tỷ đồng tổng DT và 7.000 tỷ đồng LNST**, tương ứng tăng 20% và 12% so với KHKD năm 2013.

Đối với phân ngành đường, tình hình khá ảm đạm do sự sụt giảm cả về sản lượng tiêu thụ và giá bán. 9T2013, tăng trưởng doanh thu của hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều rất thấp hoặc âm như BHS (3%), KTS (-4%), LSS (3%); SBT (0%). Việc quản trị giá vốn kém hiệu quả khiến TSLN gộp ở mức thấp. Ngoại trừ NHS đạt mức tăng LNST là 44% yoy thì sáu doanh nghiệp đường còn lại đều có mức giảm từ -22% đến -92%. Về tỷ lệ hoàn thành kế hoạch, đã có 4/7 doanh nghiệp đường, vượt kế hoạch lợi nhuận năm 2013, như KTS (109% KH), NHS (255% KH), SEC (151% KH), và đặc biệt là SLS (413% KH) nhưng đều do các DN này đặt kế hoạch thấp hơn rất nhiều so với 2012 trên cơ sở dự báo tình hình khó khăn của ngành trong năm 2013. **Đáng chú ý chỉ có NHS đạt kết quả nổi bật** nhờ doanh thu tăng trưởng tốt và giảm được chi phí lãi vay. 9T.2013, NHS đạt 972 tỷ đồng DT (+37% yoy, hoàn thành 100% KH năm), và LNST đạt 96 tỷ đồng (+44% yoy, vượt 155% KH).

KQKD của doanh nghiệp phân ngành bánh kẹo thể hiện rõ nét tính mùa vụ. Cả ba doanh nghiệp KDC, HHC, và BBC đều tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau khi kết thúc mùa bán trung thu. KDC và BBC đã đạt mức tăng trưởng LN cao hơn DT (lần lượt là 30% và 88% so với 7% và 6%) nhờ tập trung vào các sản phẩm có biên lợi nhuận cao và tiết kiệm chi phí lãi vay. HHC đạt mức tăng trưởng LN gộp 48% cao hơn nhiều so với 16% của BBC và 8% của KDC tuy nhiên việc đầu tư mạnh vào chi phí BH và QLDN (+60% yoy) đã khiến mức tăng LNST của HHC bị giảm đáng kể so chỉ còn 8%. Xét về tỷ lệ hoàn thành kế hoạch, KDC đang dẫn đầu ngành với mức 90% KHLN, trong khi BBC và HHC lần lượt mới đạt 53% và 44%.

Đối với MSN, tăng trưởng doanh thu 9T2013 không đáng kể, trong khi chi phí BH tăng mạnh và thu nhập tài chính cũng như lợi nhuận từ công ty liên kết sụt giảm khiến LNST của cổ đông CT mẹ chỉ đạt 251 tỷ đồng, giảm mạnh 78% yoy, TSLN ròng = 3% và EPS trong kỳ chỉ đạt 353 đồng/cổ phiếu, mức thấp nhất trong 4 năm trở lại đây. Dự báo năm 2013 có thể đạt 11.160 tỷ đồng DTT (+7% yoy), và 387 tỷ đồng LNST của cổ đông CT mẹ (-69% yoy), EPS forward = 480 đồng/CP, tương ứng PE = 176x khá cao so với trung bình ngành và thị trường. Ngành hàng tiêu dùng tiếp tục là động lực chính cho sự tăng trưởng của MSN trong 9T2013 nhờ tăng trưởng của ngành hàng gia vị cũng như việc tung ra các sản phẩm mới trong ngành hàng thực phẩm tiện lợi và cà phê hòa tan. Trong khi Núi Pháo chưa mang về doanh thu thì TCB tiếp tục là điểm trừ và giảm tính hấp dẫn khi đầu tư vào MSN, khi chỉ đóng góp khoảng 367 tỷ đồng (-29% y-o-y)

Triển vọng năm 2014: kỳ vọng tiềm năng tăng trưởng doanh thu lớn nhờ cầu tiêu dùng được phục hồi từ đó giúp khả năng tạo lợi thế tương đối của các doanh nghiệp nội địa tiếp tục được khẳng định.

vào mức lợi nhuận chung của MSN, và nếu phân bổ lợi thế thương mại (-502 tỷ đồng) thì làm giảm của MSN đến 135 tỷ đồng LN.

Năm 2014, tăng trưởng kinh tế và sức mua được kỳ vọng phục hồi. Đối với ngành thực phẩm, tiềm năng tăng trưởng doanh thu lớn nhờ vào nhu cầu tiêu dùng dự báo gia tăng thông qua sự kết hợp của các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi, sự độ thị hóa mở rộng, mức gia tăng thu nhập khả dụng và tỷ lệ tiêu dùng. Ngoài ra, khả năng tạo lợi thế tương đối của các doanh nghiệp nội địa cũng được kỳ vọng tiếp tục khẳng định. Hai yếu tố quan trọng đang được các doanh nghiệp trong nước tận dụng triệt để là hệ thống phân phối và sự am hiểu về văn hóa địa phương đã giúp cho các doanh nghiệp thực phẩm hàng đầu như VNM, KDC và MSN định vị khá tốt thương hiệu của mình tạo nên một lợi thế tương đối so với các tập đoàn đa quốc gia đang bắt đầu bước vào thị trường Việt Nam.

Đối với một số phân ngành chính, chúng tôi cho rằng **triển vọng ngành đường trong năm 2014 chưa có nhiều điểm sáng do quan ngại** về vấn đề hàng tồn kho và năng lực cạnh tranh thấp. Thách thức về hàng tồn kho tiếp tục tăng dần. Năng lực cạnh tranh thấp là trở ngại lớn để phát triển ngành mía đường một cách bền vững. Trong khi đó **đối với phân ngành Sữa, dự báo nhu cầu tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng cao và ổn định, song giá cả còn nhiều biến động** do phụ thuộc chủ yếu vào nguyên liệu nhập khẩu. Tương tự **đối với phân ngành bánh kẹo, dự báo tiếp tục tăng trưởng khả quan nhưng mức độ cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt**. Hiện nay tăng trưởng DT – LN của doanh nghiệp bánh kẹo Việt Nam chủ yếu nhờ sức tăng trưởng của thị trường lớn. Tuy nhiên điều này sẽ không được duy trì quá lâu khi các DN nước ngoài chính thức có mặt tại thị trường Việt Nam. Sản phẩm bánh kẹo Việt Nam sẽ gặp trở ngại ngay ở thị trường trong nước, đặc biệt đối với phân khúc cao cấp. Các doanh nghiệp Việt Nam cần nắm bắt xu hướng này để có cách tiếp cận phù hợp và duy trì vị thế của mình.

Ngành Bất Động Sản

Diễn biến năm 2013: thị trường tích cực hơn so với năm ngoái, giao dịch sôi động ở phân khúc căn hộ chung cư, căn hộ đã hoàn thiện, có diện tích nhỏ, giá bán hợp lý.

Nhìn chung, năm 2013 thị trường BĐS đã có nhiều biến chuyển tích cực hơn so với năm ngoái. Biểu hiện từ việc giao dịch tăng, tồn kho BĐS bắt đầu giảm, hàng loạt dự án cơ sở hạ tầng được phê duyệt, triển khai.

Những dấu hiệu chính cho thấy thị trường BĐS đang ấm dần lên:

(1) **Giá BĐS đã giảm nhiều:** theo khảo sát của Savills, CBRE..., từ đầu 2011 đến nay, trung bình mỗi năm giá bất động sản giảm khoảng 10% so với năm liền trước. Cuối năm 2013, so với thời điểm sốt giá giai đoạn 2008-2010, hầu hết các dự án đã giảm 10%-30%, nhiều trường hợp giảm tới 50%, trở về giá tương đương thời điểm 2006.

(2) **Khối lượng giao dịch trên thị trường tăng dần:** trong năm 2013, số giao dịch quý III, IV gấp hơn hai lần so với quý I, II, nhất là đối với phân khúc căn hộ chung cư có diện tích nhỏ, đã hoàn thiện với giá bán hợp lý.

(3) **Tồn kho BĐS đã giảm tương đối:** theo số liệu của Bộ Xây dựng, tính đến 15/12/2013, tổng giá trị tồn kho còn 94.458 tỷ đồng, giảm 26,5% so với quý I/2013, giảm. Tồn kho BĐS tập trung chủ yếu ở phân khúc căn hộ vừa và nhỏ, và tập trung chính ở hai thành phố lớn là Hà Nội và Tp.HCM. Cụ thể cơ cấu tồn kho BĐS như sau:

- Theo phân khúc thị trường:
 - Chung cư: tồn 20.012 căn, ước tính giá trị xấp xỉ 29.230 tỷ đồng.
 - Phân khúc đất nền: tồn 10.800 triệu m², giá trị 34.890 tỷ đồng
 - Đất nền thương mại: tồn 2.002 triệu m², giá trị 6.199 tỷ đồng
 - Nhà thấp tầng: tồn 13.585 căn, giá trị khoảng 24.140 tỷ đồng

- Các căn hộ có diện tích nhỏ hơn 70 m², giá bán dưới 15 triệu đồng mỗi m² tại các đô thị lớn được tiêu thụ mạnh, hầu như không còn tồn kho

• Theo khu vực địa lý: Hà Nội tồn 6.580 căn chung cư và thấp tầng, tương đương với 12.900 tỷ đồng. TP HCM tồn 7.830 căn chung cư; 0,26 triệu m² đất nền, tương đương với 17.480 tỷ đồng. (Ở đây, chúng tôi chỉ cập nhật con số ở khu vực Hà Nội và Tp.HCM do không có thông tin về các khu vực khác)

(4) Cơ cấu hàng hóa BĐS đã được điều chỉnh dần sát với nhu cầu của thị trường. Thị trường nhà để bán đang có xu hướng tăng nguồn cung nhà ở xã hội, nhà thương mại có diện tích nhỏ và giá bán thấp. Theo BXD, cuối năm 2013, cả nước hiện có 57 dự án đăng ký chuyển đổi từ nhà ở thương mại sang nhà xã hội với quy mô gần 35.000 căn, tổng mức đầu tư hơn 20.500 tỷ đồng và 62 dự án đăng ký điều chỉnh từ 32.000 căn thành 40.500 căn hộ.

(5) Hàng loạt dự án cơ sở hạ tầng được phê duyệt và triển khai: năm 2013, Chính phủ và các địa phương đã thông qua hàng loạt dự án giao thông có ảnh hưởng quan trọng tới đời sống của người dân tại các đô thị lớn.

- **Tại Hà Nội:** nhiều dự án cầu vượt đường bộ đã hoàn thành và đưa vào sử dụng. Các dự án đường lớn như đường trên cao Vĩnh Tuy – Ngã Tư Sở và Mai Dịch – Nam Thăng Long (giá gần 6.000 tỷ đồng); tuyến đường Mỹ Đình - Ba Sao - Bái Đính (4.000 tỷ đồng) đã được chính thức phê duyệt...
- **Tại Tp.HCM:** tuyến đường sắt nối Tp.HCM – Cần Thơ giá trị lên tới 3,6 tỷ USD chính thức được thông qua. Thành phố chủ trương đầu tư tuyến đường sắt nối Tp.HCM - sân bay Long Thành, tuyến Metro số 5 trị giá gần 900 triệu Euro. Ngoài ra, 4 tuyến đường có vốn đầu tư gần 10.000 tỷ đồng thuộc khu đô thị Thủ Thiêm, một tuyến cao tốc chạy qua 3 địa phương là Tp.HCM, Long An và Đồng Nai cũng được khởi công với tổng kinh phí lên tới 1,6 tỷ USD.

Tuy nhiên, về mặt chính sách các gói hỗ trợ thị trường vẫn chưa cho thấy kết quả cụ thể nào. Chỉ một số rất ít các DN BĐS được vay gói 30.000 tỷ đồng. Theo báo cáo của Ngân hàng Nhà nước, tính đến giữa tháng 12/2013, giá trị giải ngân gói 30.000 tỷ mới chỉ đạt 555 tỷ đồng, chiếm chưa đầy 2% tổng giá trị. Các quỹ đầu tư bất động sản đã được phép thành lập tại Việt Nam nhưng các NĐT trong và nước ngoài vẫn còn khá ngần ngại về các rào cản pháp lý cũng như triển vọng của ngành.

Cập nhật tình hình các DN ngành

Cho đến thời điểm này, mới chỉ có rất ít DN BDS công bố kết quả ước thực hiện được năm 2013. Do đó, chúng tôi xin tổng hợp nhanh kết quả 9T2013 của hơn 50 DN BĐS đang niêm yết trên sàn. Theo thống kê của VCBS, lũy kế 9T2013, trên tổng số hơn 50 DN BĐS đang niêm yết trên sàn chứng khoán, so với cùng kỳ năm ngoái, có 44% DN tăng trưởng về doanh thu nhưng chỉ có 37% DN tăng trưởng về LNST.

Các DN tiêu biểu có kết quả tốt hơn nhiều so với cùng kỳ năm ngoái hoặc so với phần lớn các DN ngành có thể kể tên là: VIC (DT tăng 129% yoy, LNST tăng 341% yoy); NVT (LNST lãi 21 tỷ, cùng kỳ năm ngoái lỗ 13,3 tỷ); HDG (LNST tăng thêm 2,9 lần yoy); DXG (LNST tăng 53% yoy); TDH (DT tăng 28% yoy, LNST tăng 189% yoy); TIG (DT tăng 4,7 lần; LNST lãi 5,9 tỷ; cùng kỳ năm ngoái lỗ 1,9 tỷ); HQC (DT tăng 124% yoy, LNST tăng 102% yoy); NLG (DT tăng 94% yoy); SZL (DT tăng 27% yoy, LNST tăng 53% yoy); SDU (LNST đạt 4,8 tỷ so với 0,51 tỷ cùng kỳ năm ngoái), SJS (LNST lãi 34 tỷ trong khi cùng kỳ năm ngoái lỗ 125 tỷ). Trong số các DN này chỉ có VIC là DN lớn, còn lại là những DN vừa và nhỏ. Các DN này đạt được kết quả như vậy là do đã có chiến lược đầu tư, định hướng rõ ràng hơn vào phân khúc sản phẩm và khách hàng nhắm đến. Bên cạnh đó, đa phần những DN này có nguồn lực nội tại tốt, không sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính, khả năng bán hàng tốt, nắm bắt nhanh nhạy xu hướng mua của

khách hàng.

Các DN có kết quả kém còn lại trong 9 tháng đầu năm hầu hết đều là do gánh nặng từ chi phí tài chính và do bán hàng chậm (hàng tồn kho trong đó chủ yếu là BĐS để bán hoặc DN vẫn đang trong giai đoạn triển khai dự án, chưa bán hàng). Nhìn chung, hàng tồn kho (chủ yếu là BĐS để bán hoặc BĐS đang xây dựng) vẫn chiếm tỉ trọng lớn trên tổng tài sản (trung bình hàng tồn kho chiếm 37% tỉ trọng TTS) tất cả các DN ngành BĐS.

⇒ Chúng tôi cho rằng kết quả năm 2013 của các DN ngành sẽ có sự chênh lệch khá nhiều, bên cạnh những DN sẽ đạt kết quả tốt sẽ có nhiều DN vẫn chịu thua lỗ. Trong đó, nổi trội vẫn là những DN đã có kết quả tốt vượt bậc trong 9 tháng đầu năm như VIC, HDG, HQC, DXG. Chúng tôi cho rằng các DN này sẽ vượt hoặc hoàn thành kế hoạch năm.

Triển vọng năm 2014: thị trường sẽ được cải thiện từ cuối năm 2014 và sẽ tốt hơn lên ở một số phân khúc.

Năm 2014, VCBS cho rằng thị trường vẫn tiếp tục khó khăn nhưng từ cuối năm sẽ được cải thiện. Sự cải thiện này đến từ sự phục hồi của nền kinh tế, lãi suất ngân hàng đang ở mức thấp, các chính sách mới như chính sách chèn nhỏ căn hộ, cho phép phân lô, bán nền... nhằm tác động tích cực đến thị trường BĐS. Tuy nhiên, theo chúng tôi, thị trường vẫn còn tồn tại khó khăn lớn nhất là cung vẫn còn khập khiễng so với cầu. Phần lớn nhu cầu của người mua nhà là căn hộ có diện tích dưới 70 m2, giá bán dưới 15 triệu. Nhưng 70% tồn kho BĐS lại không nằm trong cầu của người mua nhà.

Do vậy, chúng tôi cho rằng thị trường chỉ thực sự sáng sủa hơn ở một số phân khúc: (1) Phân khúc dự án có mức giá trung bình hoặc thấp, chủ đầu tư uy tín, tiềm lực tài chính mạnh thực hiện với tiến độ đảm bảo, có vị trí đẹp; (2) Phân khúc căn hộ nhỏ có diện tích nhỏ dưới 70m2 và có giá bán dưới 15 triệu đồng/m2, vị trí hợp lý, tiến độ xây dựng đảm bảo; (3) Phân khúc đất nền được dự báo sẽ tiêu thụ tốt hơn do giá cả đã xuống thấp đến mức hợp lý và hưởng lợi từ chính sách cho phép phân lô, bán nền trở lại.

Theo đó, một số DN BĐS mà chúng tôi cho rằng đáng chú ý trong năm 2014 sẽ là các DN sau:

BCI: Có ưu điểm là quỹ đất lớn, lên tới 470 ha tập trung tại các quận Bình Tân và Bình Chánh (Tp.HCM). Hệ số nợ thấp, chỉ đạt 49%. Công ty liên kết điều hành chuỗi siêu thị BigC đang hoạt động rất tốt, mang lại khoảng 35 – 40 tỷ đồng lợi nhuận/năm. BCI hiện tập trung vào các dự án căn hộ dành cho người thu nhập thấp. Năm 2014, BCI sẽ tập trung vào 2 dự án chính là An Lạc Plaza và Nhất Lan 5 (dự kiến mở bán năm 2014). Bên cạnh đó, BCI cũng sẽ tiếp tục đầu tư vào KCN Lê Minh Xuân mở rộng và giai đoạn 1 Khu dân cư Tân Tạo.

DXG: Có ưu điểm là đang dẫn đầu thị trường môi giới nhà ở với đội ngũ bán hàng chuyên nghiệp, rộng khắp, trên 20 sàn giao dịch, 25 nhà phân phối thứ cấp và kênh bán hàng online. Các dự án nhà ở dành cho người thu nhập thấp đem lại cho DXG tỷ suất LN rất tốt. Năm 2013, tỷ suất tỷ suất LN ròng đạt 22% - rất tốt so với trung bình các DN BĐS đang làm ăn có lãi là 16%. Bên cạnh đó, DXG cũng có hệ số nợ rất thấp, chỉ đạt 43%, điều này cho thấy DXG đang chịu rất ít áp lực lãi vay và dồi dào về nguồn tài chính trong việc mở rộng quỹ đất và triển khai các dự án. Năm 2014, DXG dự định sẽ mở rộng quỹ đất, tập trung vào các dự án BĐS hạng B và C. Dự án chính sẽ là Sunview Town và Gold Hill, Viva City.

HDG: Có ưu điểm quỹ đất sạch lớn và rẻ với gần 2 triệu m2, chi phí giải phóng mặt bằng ban đầu thấp. Hiện tại, HDG mới chỉ khai thác được khoảng 50% quỹ đất sạch của mình. Ngoài ra DN xuất thân từ Bộ Quốc Phòng nên có nhiều lợi thế so với các DN khác trong việc khai thác và tìm kiếm các dự án, đặc biệt là các dự án từ Bộ Quốc Phòng. DN có hệ số nợ tương đối thấp, chỉ đạt 61%. Trong năm 2014, HDG sẽ tập trung vào hoàn thành nốt dự án Nguyễn Văn Công và Hà Đô Park View và tiếp tục tiến hành triển khai những dự án lớn khác như Khu đô thị Noongtha Paradise Land (Viêng Chăn – Lào) (quy mô 74ha), Khu phức hợp Hà Đô – Z756 (Q10.TpHCM)

(quy mô 6,64 ha, bao gồm cao ốc văn phòng, khu nhà ở trường học, tổ hợp thương mại - khách sạn 3*...), khu nhà biệt thự và liền kề (28.240 m²) thuộc Dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng – Cầu Giấy – Hà Nội. Dự kiến trong năm 2014, HDG sẽ đạt 1.096 tỷ doanh thu và 130 tỷ LNST.

Cập nhật tóm tắt về một số chính sách mới: VCBS cho rằng các chính sách này có vai trò rất quan trọng, sẽ tác động tích cực hỗ trợ thị trường BĐS trong thời gian tới.

- (1) **Thông tư 02/2013/TT-BXD** cho phép Chủ đầu tư được điều chỉnh cơ cấu căn hộ các dự án nhà ở thương mại và chuyển đổi nhà ở thương mại sang NOXH.
- (2) **Thông tư số 11/2013/TT-NHNN (gói tín dụng 30.000 tỷ)** của NHNN và Bộ xây dựng quy định về cho vay hỗ trợ nhà xã hội theo Nghị quyết số 02/2013/NQ-CP. Nội dung đáng chú ý: (a) 30% gói tín dụng (tương đương 9.000 tỷ đồng) dùng để cho vay đối với các DN là chủ đầu tư dự án NOXH, dự án nhà ở thương mại chuyển đổi sang NOXH, còn lại là hỗ trợ cho các đối tượng mua, thuê, thuê mua NOXH và nhà ở thương mại có diện tích dưới 70m², giá bán dưới 15 triệu đồng/m²; (b) Lãi suất cho vay năm 2014 giảm xuống còn 5% (năm 2013 là 6%/năm), thời hạn cho vay tối đa đối với người thuê, mua nhà là 10 năm, và đối với doanh nghiệp là 5 năm
- (3) **Thông tư số 07/2013/TT-BXD** ban hành ngày 15/05/2013 của Bộ xây dựng hướng dẫn việc xác định các đối tượng được vay vốn hỗ trợ nhà ở theo Nghị quyết 02 của Chính phủ bao gồm công an, lực lượng vũ trang, công nhân viên chức và người có thu nhập dưới 9 triệu đồng/tháng.
- (4) **Luật đất đai sửa đổi** được Quốc hội thông qua vào cuối năm 2013, có hiệu lực từ 1/7/2014 đã có nhiều tiến bộ. Đáng chú ý là 2 nội dung: (a) giá đất đền bù được quy định phải phù hợp với giá đất phổ biến trên thị trường, các khu vực liền kề và (b) có đơn vị định giá độc lập là một trong các yếu tố để các cơ quan có quyền định giá làm cơ sở định giá, chứ không phải để tham khảo
- (5) **Nghị định 188/2013/NĐ-CP** hiệu lực từ ngày 10/01/2014 về phát triển và quản lý nhà ở xã hội nêu rõ các dự án phát triển nhà ở xã hội sẽ được hưởng một số hỗ trợ ưu đãi. Đáng chú ý là việc được dành 20% diện tích đất được giao trong phạm vi dự án NOXH để đầu tư xây dựng công trình kinh doanh thương mại, kể cả nhà ở thương mại tầng cao hoặc thấp tầng, hoặc 20% tổng diện tích sàn nhà của dự án đó để bán, cho thuê, thuê mua theo giá kinh doanh thương mại.
- (6) **Thông tư liên tịch 20/2013/TTLT-BXD-BNV** hiệu lực từ ngày 05/01/2014 cho phép các khu đô thị không cần phải bán nhà mà có thể thế bán đất nền cho người dân tự xây nhà.
- (7) **Nghị định 121/2013/NĐ-CP** quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong hoạt động xây dựng. Quy định đáng chú ý là: buộc nộp lại từ 40% - 50% giá trị phần sai phép, sai thiết kế, quy hoạch được phê duyệt ... nhằm khắc phục những thiệt hại do hành vi vi phạm gây ra.

PHỤ LỤC

Chính sách được kỳ vọng

Hiệp định TPP

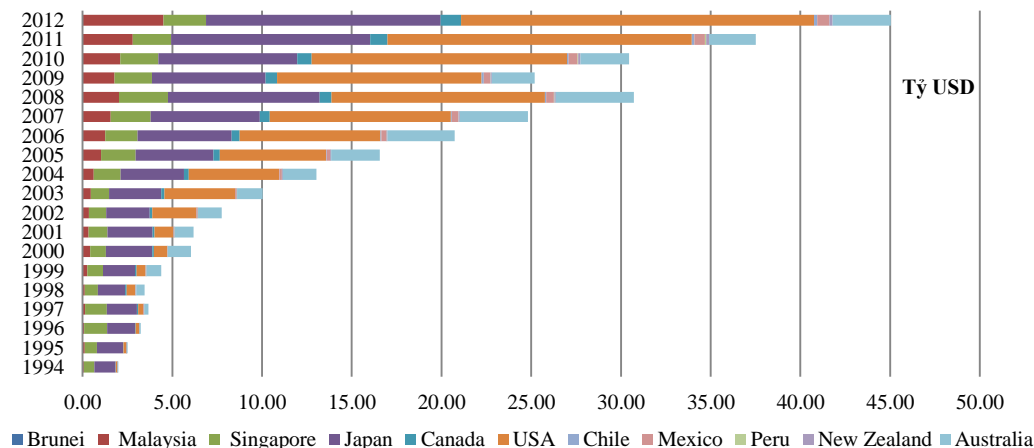
Tổng quan chính sách

TPP là hiệp định thương mại tự do đa phương nhằm thiết lập một khu vực thương mại tự do chung cho các nước đối tác trong khu vực Châu Á-Thái Bình Dương. Nội dung cơ bản của TPP được dựa trên các nguyên tắc đã được thông qua của Hiệp định P4 (hiệp định giữa 4 nước ban đầu gồm Chile, New Zealand, Singapore và Brunei) nhưng có phạm vi điều chỉnh rộng, xu hướng đàm phán tự do, mạnh mẽ hơn. TPP đã trải qua 19 vòng đàm phán với nội dung bao gồm 29 chương, chỉ có khoảng một nửa là đã kết thúc hoặc cơ bản kết thúc. TPP được kỳ vọng sẽ kết thúc đàm phán vào nửa cuối 2014. So với các hiệp định thương mại tự do khác, TPP mạnh tay hơn trong việc cắt giảm thuế suất, tiến tới loại bỏ hoàn toàn thuế nhập khẩu đối với một số loại hàng hóa, dịch vụ.

Những cơ hội và thuận lợi khi Việt Nam gia nhập TPP

- Việt Nam thu hút được thêm nhiều vốn FDI để trở thành “công xưởng sản xuất” cho các nước trong khối TPP, tăng cạnh tranh và giảm lệ thuộc vào hàng hóa từ Trung Quốc đồng thời nâng cao vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế.
- Cơ hội để đẩy mạnh xuất khẩu, kiểm chế nhập siêu, mở rộng thị trường ở các nước đối tác TPP, đặc biệt là Hoa Kỳ, Canada, Mexico và Peru. Cụ thể, Thông qua Hiệp định TPP, Việt Nam sẽ có cơ hội đàm phán để Hoa Kỳ mở cửa thị trường cho hàng hóa Việt Nam, tạo cú hích mạnh để thúc đẩy xuất khẩu, kiểm chế nhập siêu. Bên cạnh đó, Hiệp định TPP sẽ đẩy mạnh hơn nữa đầu tư của Hoa Kỳ và các nước vào Việt Nam. Mặt khác, trong số 11 nước đối tác TPP đang được đàm phán, có 7 đối tác đã có quan hệ tự do thương mại với Việt Nam; 4 đối tác còn lại (Hoa Kỳ, Canada, Mexico và Peru) chưa thiết lập quan hệ tự do nên cơ hội chủ yếu của Việt Nam sẽ mở rộng ở 4 thị trường này. Trong đó, ba lĩnh vực mà Việt Nam có thể tận dụng lợi thế khi tham gia TPP để tập trung phát triển nhằm đẩy mạnh kinh tế trong giai đoạn tới là: (i) nhóm hàng xuất khẩu (gồm nông sản, dệt may, da giày và đồ gỗ nội thất), (ii) lĩnh vực cơ sở hạ tầng (phát triển vận tải phân phối khu vực ba nước Đông Dương (Việt Nam, Lào Campuchia), tiến tới có thể mở rộng ra cả Myanmar và Thái Lan), (iii) cơ hội đầu tư vào khu vực ASEAN (Việt Nam đóng vai trò mở rộng cửa ngõ vào thị trường ASEAN).

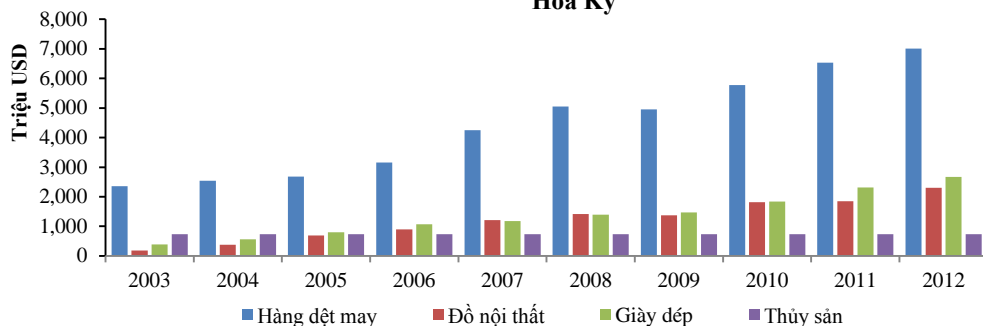
Giá trị xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam sang các nước TPP



- Sự bứt phá về giá trị hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam sẽ được thể hiện rõ nét nhất ở thị

trường Hoa Kỳ; trong đó các ngành may mặc, da giày, thủy sản, đồ nội thất sẽ trở thành đầu tàu tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam.

Giá trị một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam sang thị trường Hoa Kỳ



Các thách thức và khó khăn của Việt Nam khi tham gia Hiệp định TPP

- Từ góc nhìn chính sách, Việt Nam cần điều chỉnh, sửa đổi nhiều quy định về thương mại, đầu tư, sở hữu trí tuệ... theo hướng siết chặt hơn.
- Các yêu cầu khó khăn khi tham gia TPP và sức ép mở cửa thị trường sẽ khiến các doanh nghiệp Việt Nam khó đứng vững trên sân nhà. Theo đó, ba vấn đề khó khăn nhất được xác định là: (1) Thực thi bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ; (2) Vấn đề doanh nghiệp nhà nước, áp lực cạnh tranh bình đẳng giữa các doanh nghiệp, đấu thầu công bằng các khoản mua sắm Chính phủ (trừ mua sắm quốc phòng); (3) Cam kết cho người lao động quyền lập hội để làm việc với giới chủ, để hỗ trợ nhau lúc khó khăn.
- Quy định về sản xuất và nhập khẩu đối với một số ngành như dệt may, thủy sản còn ngặt nghèo sẽ gây trở ngại cho các doanh nghiệp Việt Nam. Mặc dù cắt giảm thuế suất về 0% nhưng các rào cản kỹ thuật và tiêu chuẩn phòng vệ thương mại vẫn được dựng lên để bảo vệ thị trường nội địa.
- Các doanh nghiệp Việt Nam đang đứng trước yêu cầu cần nhanh chóng thay đổi để đáp ứng các thị trường xuất khẩu.
- Các ngành, lĩnh vực khác nhau của Việt Nam sẽ chịu tác động của TPP ở mức độ và theo chiều hướng khác nhau. May mặc, da giày, đồ nội thất và thủy sản được kỳ vọng là những ngành hưởng lợi nhiều nhất trong khi nông nghiệp, ô tô, thực phẩm sẽ phải đối mặt với nhiều khó khăn.

Dự thảo Quyết định về việc tham gia của các tổ chức, cá nhân nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Tổng quan chính sách

Dự thảo Quyết định về việc tham gia của các tổ chức, cá nhân nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam (gọi tắt là dự thảo nói room) thay thế Quyết định 55/2009/QĐ-TTg đã hoàn tất và trình lên Thủ tướng. Trong đó, đáng chú ý là 5 điểm sửa đổi sau:

- (1) Trong một số trường hợp, nhà đầu tư nước ngoài có thể sở hữu lên tới 60% tổng số cổ phiếu có quyền biểu quyết của một công ty niêm yết.
- (2) Điểm mới thứ hai của dự thảo là quy định nhà đầu tư nước ngoài sẽ được nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu có quyền biểu quyết trong công ty đại chúng (trước đó là 49% trên vốn điều lệ).
- (3) Đối với cổ phiếu không có quyền biểu quyết, nhà đầu tư nước ngoài không bị giới hạn khi nắm giữ cổ phiếu không có quyền biểu quyết.
- (4) Đối với chứng chỉ quỹ, nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu 100%.
- (5) Tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài được mua nắm giữ công ty chứng khoán tại

Việt Nam đến 100% vốn điều lệ.

Tác động đến thị trường Dự thảo với sự đồng thuận cao từ các quan chức Ủy Ban Chứng khoán và Thủ tướng sẽ tạo điều kiện để tăng sức hấp dẫn của thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp niêm yết tốt đã hết/gần hết room đối với nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng dự thảo sẽ sớm được phê duyệt và thông qua vào đầu năm 2014 sẽ là tiền đề để dòng vốn luân chuyển tốt hơn cũng như tăng quy mô giao dịch của thị trường trong năm tới.

Nghị định về Chứng khoán phái sinh

Tổng quan và tác động Trong năm 2013, một dự thảo Nghị định về tổ chức và giao dịch chứng khoán phái sinh đã được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) và Bộ Tài chính tiến hành hoàn thiện và dự định sớm trình Thủ tướng phê duyệt trong năm 2014.

Chúng tôi cho rằng, thị trường chứng khoán Việt Nam đã hình thành được 13 năm và đến lúc thị trường cần có những khung pháp lý tạo điều kiện cho sự ra đời các biện pháp và công cụ hỗ trợ mới cho nhà đầu tư nhằm hạn chế rủi ro trong giao dịch chứng khoán trên thị trường. Theo đó, nếu sớm được hoàn thiện và thông qua trong năm 2014, nhà đầu tư sẽ có thêm cơ hội để giao dịch an toàn và hiệu quả hơn. Đồng thời, tác động của Nghị định này sẽ là tiền đề để thị trường phát triển bền vững hơn với những sản phẩm mới trong dài hạn.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội
Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024
Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

<http://www.vCBS.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1 và 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - - Số máy lẻ: 104 -106
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812