

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Kỳ vọng thị trường bước vào giai đoạn đi ngang tích lũy trong Quý 2

Điểm nhấn Quý 1.2014

- Thị trường bứt phá tăng mạnh trong hai tháng đầu năm và có dấu hiệu chững lại trong hai tuần cuối Q1.2014. Thanh khoản tăng lên ở mức rất cao và đạt các mốc kỷ lục mới.
- Theo nhóm ngành, tất cả các nhóm ngành đều tăng điểm tốt trong Q1.2014. Trong đó, ngành Chứng khoán bất ngờ trở nên nổi trội trong tháng 3 và bỏ xa các nhóm ngành còn lại.
- Xét theo vốn hóa, không giống như các quý trước, nhóm vốn hóa trung bình đã vươn lên dẫn đầu thị trường về tốc độ tăng trưởng.
- Tiếp nối đà mua ròng từ Q4.2013, khối ngoại tiếp tục giải ngân mạnh trong hai tháng đầu năm 2014 trước khi tiến hành bán ròng đáng kể trong tháng 3 khi nỗi lo về tình hình kinh tế thế giới tăng lên.

Thông kê thị trường chứng khoán Quý 1.2014

Thông kê thị trường	HSX	HNX
Index	591,57 (+17,23%)	89,44 (+33,59%)
KLGD TB (triệu/ngày GD)	137,50 (+64,88%)	84,01 (+100,82%)
GTGD TB (tỷ/ngày GD)	2.344 (+94,78%)	849,26 (+164,01%)

Triển vọng thị trường Quý 2.2014

- Chúng tôi kỳ vọng cao vào kịch bản thị trường đi ngang tạo cơ sở mặt bằng giá mới trong thời gian tới khi nền tảng kinh tế vĩ mô trong nước cũng như quốc tế được dự báo không có nhiều biến động.
- Thanh khoản của thị trường có thể sẽ trở nên cô đọng hơn trong giai đoạn này khi dòng vốn ngoại không còn mang tính chất hỗ trợ nhiều.
- Tâm điểm của thị trường có thể sẽ chuyển từ nhóm cổ phiếu Chứng khoán sang các cổ phiếu đầu ngành Dầu khí, Năng lượng, Xây dựng cơ sở hạ tầng, Xuất khẩu, Kho vận do tính chất phòng thủ cao và nhiều khả năng được hưởng lợi từ các chính sách phát triển kinh tế của Chính phủ.

BÁO CÁO QUÝ 1 2014

Nội dung

- Thị trường chứng khoán Quý 1
- Triển vọng thị trường Quý 2
- Triển vọng một số nhóm ngành

Trần Minh Hoàng
+84 4 3936 6425 (ext. 112)
tmhoang@vcbs.com.vn

Đinh Thị Huyền Trang
+84 4 3936 6425 (ext. 117)
dthtrang@vcbs.com.vn

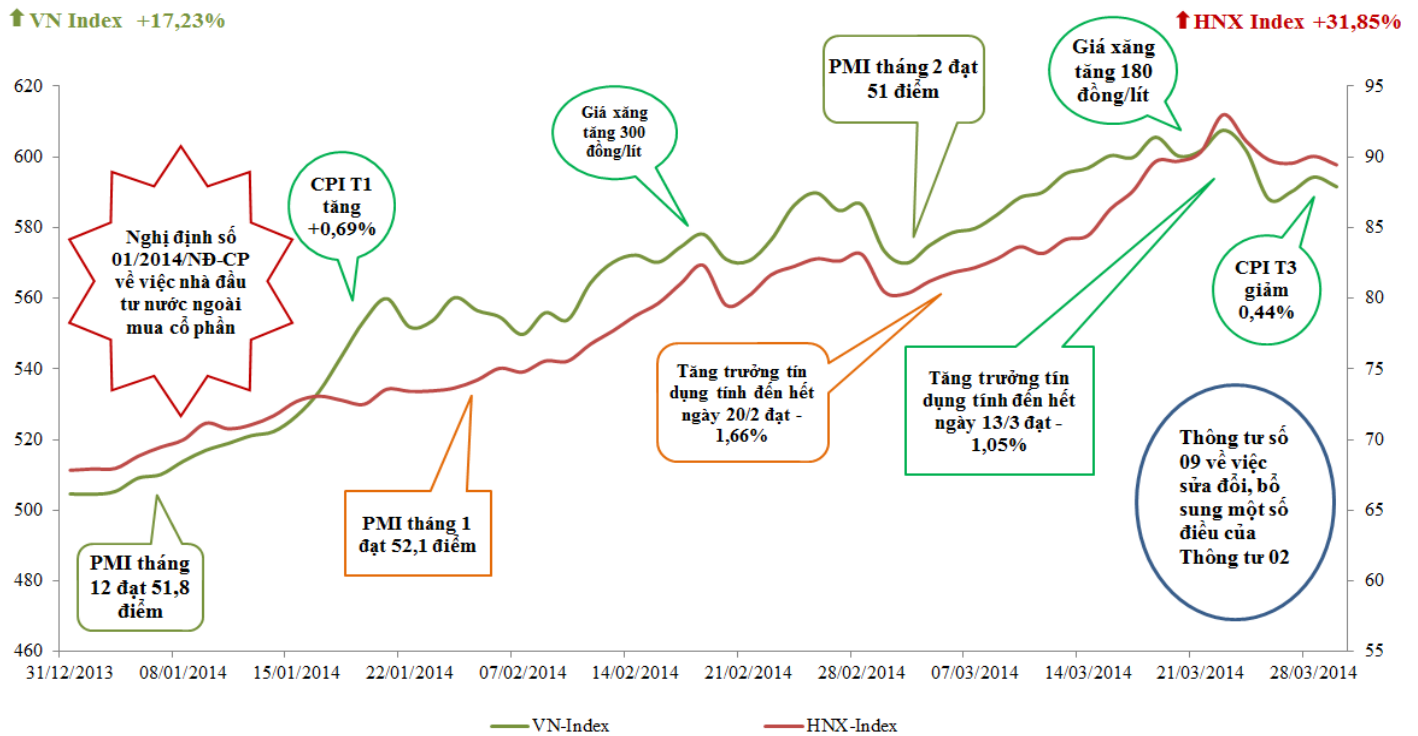
Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 25

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

22.4.2014
Research Department
VCBS

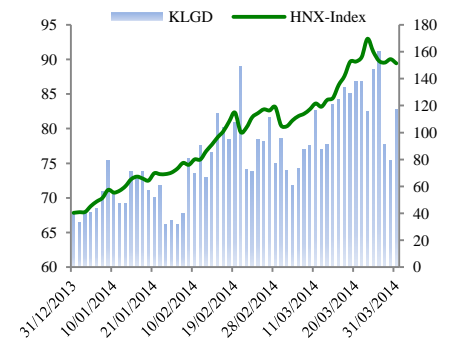
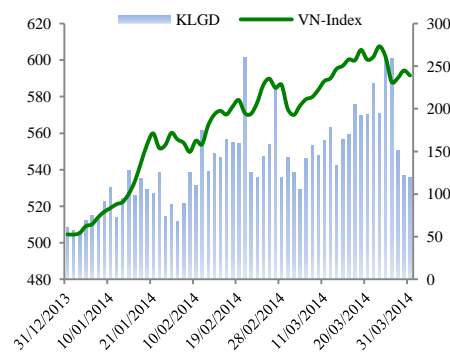
Xu hướng chung của thị trường



Nguồn: VCBS tổng hợp

Q1.2014 thị trường tăng trưởng mạnh mẽ

Giống như Q1.2013, thị trường chứng khoán Việt Nam đã chứng kiến một bước chuyển mình mạnh mẽ khi hai chỉ số trở thành một trong những chỉ số tăng nhanh nhất trên thế giới trong Q1.2014. VN Index tăng đến 17,23% trong khi HNX Index bất ngờ bứt phá 31,85% so với thời điểm cuối năm 2013. Hầu hết các blue-chips đều tăng tốt và lan tỏa được đến các penny và midcap khiến cho động lực tăng điểm của toàn thị trường đến trên diện rộng đi kèm với thanh khoản cao và lần lượt chinh phục các mốc kỷ lục mới. Sự ổn định và hồi phục tích cực của nền kinh tế vĩ mô thể hiện qua các chỉ tiêu như (1) khu vực sản xuất tiếp tục mở rộng; (2) mặt bằng lãi suất được NHNN điều chỉnh giảm làm tăng thêm dòng vốn giá rẻ đổ vào thị trường; (3) lạm phát và tỷ giá được kiểm soát tốt; và (4) nền kinh tế thế giới tiếp tục phát đi tín hiệu phục hồi như Mỹ và thoát dần ra khỏi vùng rủi ro như Trung Quốc. Đây là điều kiện thuận lợi để thị trường chứng khoán Việt Nam thu hút dòng vốn ngoại cũng như hấp dẫn được dòng vốn nội trong thời gian vừa qua.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Q2.2014 thị trường có thể chứng lại và cân bằng hơn.

Bước sang Q2, cơ hội tăng điểm mạnh của thị trường như Q1 là không nhiều. **Khi nền kinh tế chưa cho thấy sự bứt phá hay phục hồi tốt hơn kỳ vọng, chúng tôi nghiêng nhiều về kịch bản thị trường dao động trong biên độ hẹp và đi ngang tích lũy để xây dựng mặt bằng giá mới.**

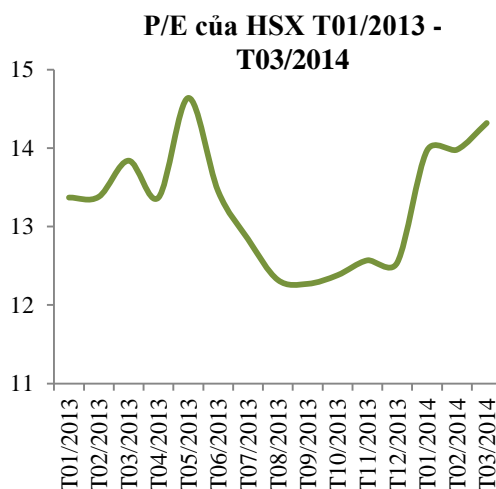
Nếu như Q1 nhận được sự hỗ trợ mạnh từ phía khối ngoại (do đây thường là chu kỳ giải ngân của các nhà đầu tư nước ngoài hàng năm) thì Q2 thường là quý khối này không hoạt động mạnh và chủ yếu duy trì dưới dạng cơ cấu lại danh mục. Do đó, đây cũng là một trong những nguyên nhân có thể dẫn đến sự chứng lại của hai chỉ số.

Chứng khoán tiếp tục được đánh giá là kênh đầu tư hấp dẫn hơn so với các kênh đầu tư khác

Tuy nhiên, trên cơ sở so sánh với các kênh đầu tư khác như vàng, gửi tiết kiệm, kinh doanh ngoại hối, bất động sản,..., chúng tôi vẫn đánh giá cao kênh đầu tư chứng khoán bởi lẽ: (1) từ khi NHNN (với vai trò độc quyền) tham gia điều tiết giá vàng, thị trường vàng đã ổn định trở lại với biên độ dao động giá không cao và do đó, cơ hội kiếm lời từ vàng đã bị thu hẹp; (2) trần lãi suất huy động cũng như mức lãi suất huy động thực tế tại các ngân hàng đã giảm đi khoảng 1% nhằm tạo điều kiện hạ lãi suất cho vay các doanh nghiệp trong bối cảnh cầu yếu, vì vậy kênh gửi tiết kiệm đã kém phần hấp dẫn đi khá nhiều khi chỉ còn khoảng 6%/năm; (3) tỷ giá trong Q2 được dự báo không có đột biến và nhiều khả năng tiếp tục giữ nguyên như Q1 có thể đẩy lùi tâm lý đầu cơ, tích trữ ngoại tệ; (4) thị trường Bất động sản có dấu hiệu ấm lên và giao dịch sôi nổi hơn giai đoạn trước nhưng nhìn chung vẫn chưa nhiều biến chuyển và mới chỉ kích thích đến bộ phận có nhu cầu ở thật sự thay vì đầu cơ. Theo đó, đầu tư vào chứng khoán mặc dù có thể không sinh lời cao như giai đoạn trước nhưng vẫn tạo ra độ hấp dẫn nhất định khi đặt cạnh các kênh đầu tư còn lại.

P/E của Việt Nam dù cao hơn so với cuối năm, cho thấy sức hấp dẫn giảm bớt, nhưng vẫn thấp nhất trong khu vực

Chỉ số P/E của thị trường Việt Nam (sàn HSX) vào cuối Q1 ở mức 14,2; cao hơn đáng kể so với thời điểm cuối năm 2013 (12,54) cho thấy sức hấp dẫn của thị trường cũng phần nào giảm bớt. Tuy nhiên, so với các nước trong khu vực, mức P/E của cổ phiếu Việt Nam vẫn tiếp tục cho thấy mức độ “rẻ” và hấp dẫn tương đối. 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 Philippines sẽ là một rào cản đáng kể đối với thị trường chứng khoán ở các nước này. Do đó, chúng tôi cho rằng mặc dù Q2 có thể không phải giai đoạn giải ngân mạnh của các nhà đầu tư nước ngoài nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn sẽ có một sức hút tốt với dòng vốn ngoại khi so với các nước trong khu vực và theo đó, khả năng dòng vốn này rút khỏi thị trường là rất thấp.



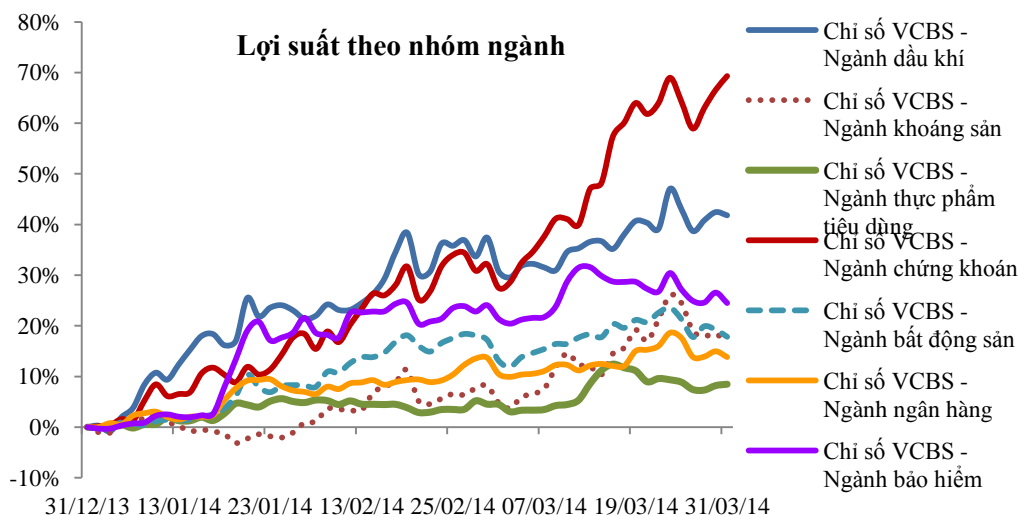
P/E các nước trên khu vực		
Quốc gia	T12.2013	T3.2014
Việt Nam	12,54	14,25
Thái Lan	14,46	15,54
Malaysia	18,03	17,34
Indonesia	19,4	21,44
Philippines	17,25	19,54
Singapore	13,54	13,9

Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Cổ phiếu Dầu khí, Năng lượng, Xây dựng cơ sở hạ tầng, Xuất khẩu và Kho vận có thể trở thành tâm điểm trong Quý tiếp theo

Cổ phiếu ngành chứng khoán bất ngờ dẫn đầu thị trường về mức tăng trưởng.

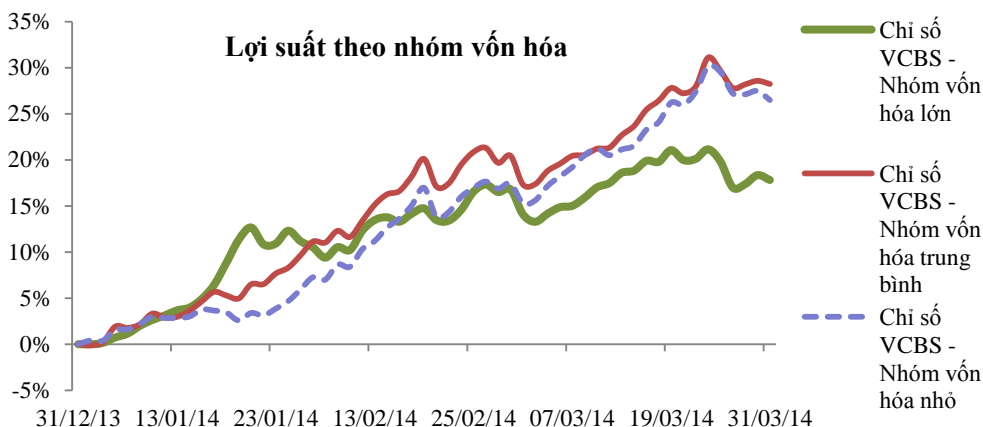
Trong Q1, rất nhiều ngành đã chứng kiến mức tăng ngoạn mục và nhìn chung trong cả 3 tháng của quý, không có nhóm ngành nào giảm điểm so với cuối năm 2013. Trong hai tháng đầu năm, các nhóm ngành không có cách biệt quá lớn trong tốc độ tăng trưởng. Tuy nhiên, bước sang tháng 3, khi đà tăng điểm của hầu hết các ngành đều chững lại thì ngành chứng khoán đã bứt phá vươn lên dẫn đầu thị trường và bỏ xa các ngành còn lại. Điều này được lý giải là do kỳ vọng của nhà đầu tư vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này sẽ tốt hơn rất nhiều trong bối cảnh thị trường chứng khoán liên tục tăng điểm cùng sự cải thiện đáng kể của thanh khoản tạo điều kiện cho khối tự doanh cũng như môi giới hoạt động thêm phần hiệu quả.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Cổ phiếu của các doanh nghiệp Dầu khí, Năng lượng, Xây dựng cơ sở hạ tầng, Xuất khẩu và Kho vận có thể trở thành điểm đến trong Q2.

Trong Q2, nền kinh tế được kỳ vọng vẫn sẽ phục hồi dần nhưng sự bứt phá còn chưa đến và các doanh nghiệp còn gặp nhiều khó khăn. Theo đó, những ngành nổi trội trong thời gian tới nhiều khả năng vẫn là những ngành đặc thù, có được lợi thế và ưu tiên từ chính sách như Dầu khí, Năng lượng hoặc các ngành được kỳ vọng là đầu tàu dẫn dắt cho sự phục hồi của nền kinh tế như Xây dựng cơ sở hạ tầng, Xuất khẩu, Kho vận. Đây là những ngành được nhìn nhận sẽ ít rủi ro hơn trong bối cảnh thị trường nhiều khả năng sẽ bước vào giai đoạn điều chỉnh tích lũy đi ngang sắp tới.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Nhóm vốn hóa trung bình vươn lên chiếm ưu thế.

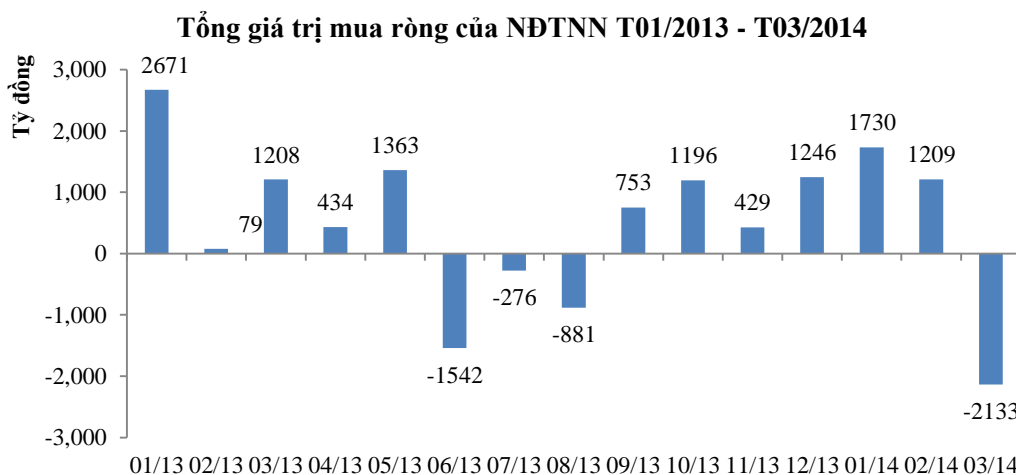
Xét về yếu tố vốn hóa, chúng tôi cho rằng các blue-chips đã đóng vai trò khá tốt trong việc lan tỏa động lực tăng điểm đến các nhóm vốn hóa khác trong giai đoạn đầu của quý. Trong các giai đoạn tiếp theo, nhóm vốn hóa nhỏ và trung bình được truyền “lửa” và vươn dần lên chiếm ưu thế dẫn dắt thị trường. Trong khi đó, càng về cuối quý, các cổ phiếu đầu ngành vốn hóa lớn đã chứng lại đà tăng và báo hiệu xu hướng chậm lại của thị trường.

Chúng tôi cho rằng, **trong Q2, khi thị trường cần thời gian để tích lũy và xây dựng mặt bằng giá mới, các cổ phiếu blue-chips được kỳ vọng sẽ là các trụ cột vững cho thị trường** do khi nền kinh tế tăng trưởng ổn định, 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 có xu hướng chứng lại và chủ yếu hoạt động cơ cấu danh mục

Dòng vốn ngoại chảy mạnh vào thị trường trong hai tháng đầu năm và chuyển sang trạng thái bán ròng trong tháng 3.

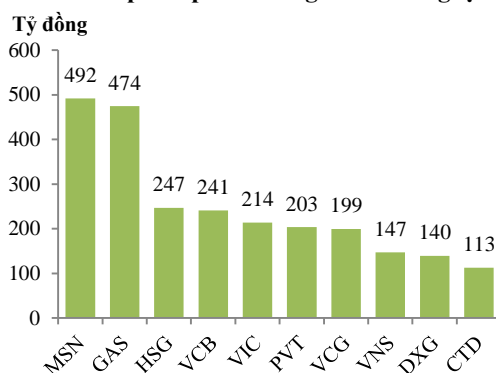
Trong Q1, khối ngoại mua ròng đáng kể trong hai tháng đầu và chuyển sang trạng thái bán ròng mạnh trong tháng còn lại. Điều này là dễ hiểu khi hai tháng đầu năm thường là chu kỳ giải ngân mạnh của nhà đầu tư nước ngoài. Kèm theo đó, khi bối cảnh nền kinh tế Việt Nam ổn định và triển vọng phục hồi tốt trong dài hạn cộng với những ưu thế tương đối so với các nước bạn trong khu vực, thị trường Chứng khoán Việt Nam là điểm đến hấp dẫn cho các dòng vốn rẻ của khối ngoại. Các điều kiện về thể giới cũng vẫn thuận lợi cho Việt Nam khi Cục dự trữ liên bang Mỹ FED, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản BOJ và Ngân hàng Trung ương Châu Âu ECB cam kết giữ mặt bằng lãi suất thấp và Trung Quốc đã xoa dịu những lo ngại về rủi ro vỡ nợ, rủi ro thanh khoản bằng một số biện pháp cụ thể. Do đó, nhìn chung trong Q1, khối ngoại vẫn mua ròng 806 tỷ đồng.



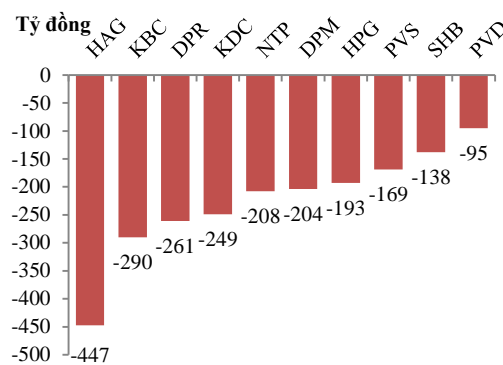
Nguồn: VCBS tổng hợp

Tương tự các năm trước đó, giao dịch của khối ngoại trong Q1 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. Tuy nhiên, điểm khác biệt là trong quý này, các cổ phiếu vốn hóa trung bình với yếu tố cơ bản tốt cũng đã được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm hơn với lượng mua ròng ở mức vừa phải. Điều này cho thấy cơ hội dành cho các cổ phiếu này đã bắt đầu được mở rộng dần ra, và có thể sẽ trở thành tâm điểm của thị trường trong dài hạn.

Top 10 cp mua ròng của khối ngoại



Top 10 cp bán ròng của khối ngoại

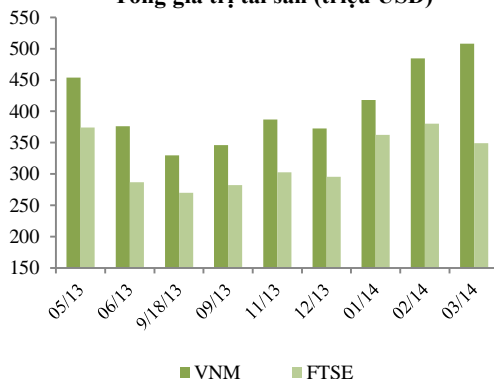


Nguồn: VCBS tổng hợp

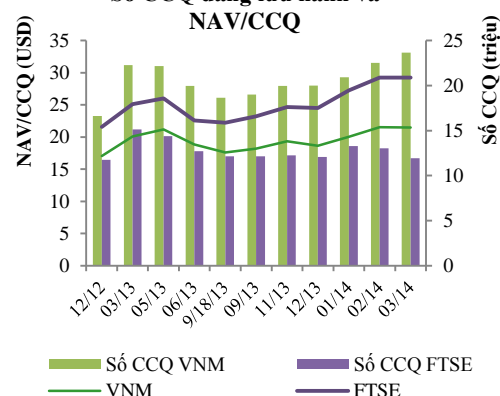
ETFs liên tục phát hành thêm chứng chỉ quỹ mới, đặc biệt trong 2 tháng đầu năm, góp sức cho đà tăng của thị trường.

Mức tăng trưởng ấn tượng của thị trường trong Q1 cũng đã có công không nhỏ của các ETFs. Quỹ Market Vectors Vietnam ETF (VNM), niêm yết tại thị trường Mỹ, đã liên tục phát hành thêm chứng chỉ quỹ (ccq) mới trong Q1 với con số ròng lên tới 3,65 triệu tương đương giá trị giải ngân trên thị trường Việt Nam vào khoảng hơn 1.000 tỷ đồng. Trong khi đó FTSE Vietnam UCITS ETF (FTSE), niêm yết chủ yếu tại thị trường Châu Âu và Hongkong, lại ghi nhận những biến động khá mạnh về số lượng chứng chỉ quỹ. Nếu như trong hai tháng đầu năm, số lượng ròng ccq phát hành thêm của FTSE đạt khoảng 1 triệu đơn vị thì trong tháng 3, trước ảnh hưởng của căng thẳng chính trị Nga – Ukraina và lo ngại giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc, quỹ này cũng chịu áp lực thoái vốn khá mạnh của các nhà đầu tư tương ứng mức giảm hơn 1,1 triệu chứng chỉ quỹ. Tính chung cả Q1, FTSE ghi nhận mức giảm ròng khoảng 120.000 chứng chỉ quỹ. Như vậy, nếu chỉ xét riêng các ETFs thì trong Q1, quỹ VNM là nhân tố chính đóng góp tích cực cho đà tăng của thị trường.

Tổng giá trị tài sản (triệu USD)



Số CCQ đang lưu hành và NAV/CCQ



Nguồn: VCBS tổng hợp

Dòng vốn ngoại được kỳ vọng sẽ chững lại trong Q2 và phần nhiều sẽ diễn biến theo xu hướng cân bằng nhằm cơ cấu lại danh mục.

Trong Q2, nền tảng kinh tế thế giới nhiều khả năng không có sự khác biệt quá lớn so với cuối Q1 khi (1) FED nhiều khả năng sẽ tiếp tục giảm dần quy mô gói kích thích kinh tế khổng lồ QE3 thêm 10 tỷ USD/tháng trong mỗi phiên họp hàng tháng; (2) EU vẫn đang loay hoay trong giải quyết vấn đề nợ công và thất nghiệp; (3) Nhật Bản đang đối mặt với khả năng giảm phát trở lại khi áp dụng thuế Tiêu thụ từ ngày 1 tháng 4, bất chấp gói kích thích kinh tế được bơm thêm ra; (4) Trung Quốc đang cố gắng tìm ra các biện pháp nhằm thoát khỏi rủi ro thanh khoản và cải thiện tốc độ tăng trưởng. Như vậy, mặt bằng lãi suất thấp và các gói kích thích

vẫn sẽ tạo điều kiện cho dòng vốn ngoại không rút khỏi thị trường.

Tuy nhiên, **chúng tôi cũng không kỳ vọng vào một lực nâng mạnh của dòng vốn ngoại trong Q2**, như đã từng xảy ra trong Q1. Thời gian thị trường tăng nóng vừa qua cũng là thời gian khối ngoại mua vào tương đối nhiều. Do đó, trong Q2 nhiều khả năng sẽ là lúc khối ngoại hoạt động kém sôi nổi và chủ yếu là tạo trạng thái cân bằng cũng như cơ cấu lại danh mục chuẩn bị cho các đợt sóng tiếp theo của thị trường. Chúng tôi kỳ vọng rằng, những cổ phiếu đầu ngành, có yếu tố cơ bản tốt vẫn sẽ là sự lựa chọn của nhà đầu tư nước ngoài trong Q2.

Như vậy, với những cơ sở thông tin phân tích trên đây, chúng tôi kỳ vọng cao vào kịch bản thị trường đi ngang tạo cơ sở mặt bằng giá mới trong thời gian tới khi nền tảng kinh tế vĩ mô trong nước cũng như quốc tế được dự báo không có nhiều biến động. Trong giai đoạn này, thanh khoản của thị trường nhiều khả năng sẽ trở nên cô đọng hơn trong khi dòng vốn ngoại cũng được dự báo sẽ duy trì trạng thái cân bằng. Đồng thời, tâm điểm của thị trường có thể sẽ chuyển từ nhóm cổ phiếu Chứng khoán sang các cổ phiếu đầu ngành Dầu khí, Năng lượng, Xây dựng cơ sở hạ tầng, Xuất khẩu, Kho vận do tính chất phòng thủ hoặc được hưởng lợi từ các chính sách phát triển kinh tế của Chính phủ.

TRIỂN VỌNG MỘT SỐ NHÓM NGÀNH CHÍNH

Nhìn chung, trong Q1.2014, kết quả các ngành vẫn tiếp tục phân hóa theo đặc thù và mức độ gắn kết với tổng thể nền kinh tế nói chung. Trong đó, các ngành ngân hàng và bất động sản, xây dựng công trình và ngành thép có sự kết nối chặt chẽ nhất với sức khỏe của nền kinh tế, đã bước đầu có một số chuyển biến tích cực, tuy nhiên chưa rõ nét do các chính sách tháo gỡ chưa thực sự hiệu quả và phát huy tác dụng. Các ngành vẫn tiếp tục được hưởng lợi từ biến động của các yếu tố đầu vào cũng như nhu cầu ổn định và ít bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế là ngành phân phối khí, điện, cao su sẫm lớp, dược. Các ngành thủy sản (cụ thể là cá tra), ngành đường được dự báo tiếp tục khó khăn do chênh lệch về cung cầu. Ngành vận tải biển cũng không khả quan do ảnh hưởng nhiều bởi biến động kinh tế thế giới.

- **Ngành ngân hàng:** lãi suất huy động dự kiến tiếp tục ổn định quanh mức hiện tại. Nỗ lực giải quyết nợ xấu sẽ tiếp nối thông qua việc xử lý nợ xấu bằng dự phòng và bán nợ xấu cho VAMC. Hoạt động tái cơ cấu hệ thống Ngân hàng sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn. Mặc dù tổng quan ngành chưa có nhiều tín hiệu tích cực, VCBS duy trì đánh giá khả quan đối với các ngân hàng có được tăng trưởng tín dụng tốt và chính sách trích lập dự phòng cẩn trọng trước đó.
- **Ngành phân phối khí đốt tự nhiên:** giá gas thế giới trong Q2 sẽ không bị tác động nhiều của cuộc khủng hoảng tại Ukraine, và có thể tiếp tục giảm, tuy nhiên giá gas trong nước có thể giảm nhẹ hơn giá thế giới, do GAS có thể tăng premium cho các KH mua LPG, kể cả các công ty con bởi GAS cũng phải tăng lượng nhập khẩu để bù đắp sự sụt giảm từ nhà máy Dung Quất dừng bảo dưỡng trong hai tháng 4 và 5.
- **Ngành điện:** mặc dù nhu cầu luôn ở mức cao nhưng các DN trong ngành đều bị chi phối giá mua bởi EVN, do đó LN từ hoạt động sản xuất và kinh doanh điện được dự báo không tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, một số DN trong ngành được hưởng lợi từ DT tài chính khi đồng tiền của các khoản vay ngoại tệ giảm giá so với tiền đồng.
- **Ngành xây dựng công trình:** Q1.2014 được dẫn dắt bởi mảng xây dựng hạ tầng, công nghiệp. Hoạt động xây dựng nhà ở gặp khó khăn, tuy nhiên đã xuất hiện những dấu hiệu của sự hồi phục khi thị trường BĐS đang có dấu hiệu ấm trở lại. Dự báo Q2 sẽ khả quan hơn với sự tăng trưởng của hoạt động xây dựng nhà ở.
- **Ngành thép:** trong Q1 vẫn diễn biến đi ngang, cung, cầu thép xây dựng có sự tăng trưởng nhẹ. Thị trường BĐS bắt đầu có những dấu hiệu phục hồi là tín hiệu hỗ trợ cho việc tiêu thụ thép tăng trưởng nhẹ. Mức xuất khẩu có xu hướng tăng trong khi nhập khẩu có xu hướng giảm. VCBS kỳ vọng sự tăng trưởng nhẹ sẽ tiếp tục diễn biến trong Q2, tuy nhiên các DN trong nước sẽ vẫn tiếp tục chịu nhiều sức ép, áp lực nhất định từ nguồn thép nước ngoài giá rẻ.
- **Ngành sẫm lớp:** trong Q1, khả năng tiêu thụ và DT khó tăng trưởng mạnh. Sang Q2, giá cao su vẫn giữ xu hướng tiếp tục ở mức thấp, lãi suất và tỷ giá sẽ chưa biến động nhiều. Mặc dù vậy, theo chu kỳ kinh doanh và các con số dự báo, nhu cầu tiêu thụ sẫm lớp có khả năng lớn hơn so với Q1. Do đó, VCBS cho rằng kết quả kinh doanh của các DN ngành sẫm lớp trong Q2 sẽ tốt hơn Q1.
- **Ngành cá tra:** vẫn đang trong giai đoạn tái cấu trúc mạnh mẽ. Vấn đề lớn nhất ngành trong 2014 là nguồn cung nguyên liệu và giá trị kim ngạch XK không phụ thuộc quá nhiều vào nhu cầu tiêu thụ mà là khả năng cung ứng của DN. Vì vậy chỉ có những DN lớn, tình hình tài chính vững chắc và vùng nguyên liệu mạnh mới có thể tiếp tục hoạt động và phát triển.
- **Ngành đường:** Q1, lượng đường tồn kho tăng cao khiến giá đường liên tục sụt giảm. Trong Q2, giá bán đường ít có khả năng phục hồi do lượng hàng tồn kho dự báo cao trong khi nhu cầu chưa được cải thiện. Chúng tôi cho rằng KQKD của các DN ngành khó đạt tăng trưởng đột biến. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý riêng đối với HAG được xem là một điểm sáng trong ngành mặc dù không hoàn toàn hoạt động chỉ trong ngành mía đường.
- **Ngành dược:** Trong Q1, nhu cầu tiêu thụ của mặt hàng Dược phẩm vẫn tốt do giá trị nhập khẩu sản phẩm và nguyên liệu dược tiếp tục tăng trưởng. Một số DN Dược niêm yết cũng đã đạt được kết quả rất khả quan ngay trong Q1. Dự kiến trong Q2, kết quả kinh doanh của các DN sẽ tăng trưởng so với Q1 nhờ tập trung sản xuất sau thời gian nghỉ Tết nguyên đán.
- **Ngành Bất động sản:** nỗ lực giải quyết hàng tồn kho vẫn là trọng tâm. Thị trường được đánh giá là đang ở đáy, kéo theo sự quan tâm của các nhà đầu tư và khách hàng tăng trở lại. Trong Q1, lượng giao dịch tăng trưởng khá so với cùng kỳ năm trước, ở một số dự án, giá bán có sự tăng nhẹ trở lại. Đặc thù ngành thường hạch toán, ghi nhận DT, LN tập trung vào cuối năm, do đó VCBS dự báo kết quả kinh doanh 6T các DN BĐS sẽ không có gì nổi trội và chưa phản ánh hết tiềm năng cũng như triển vọng cả năm của DN.

- **Ngành vận tải biển:** trong Q1, DT và LN các DN ngành được cho rằng sẽ cải thiện nhờ giá cước thuê tàu biển tăng và chi phí nhiên liệu giảm. Tuy nhiên Q2 triển vọng các DN ngành không tốt do chỉ số BHSI và BDIY có xu hướng giảm và giá dầu thô quay đầu tăng trở lại.

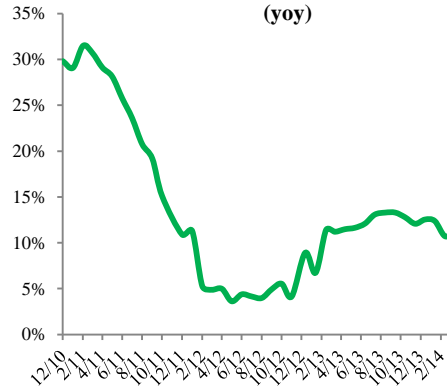
Sau khi đánh giá tổng quan vĩ mô, triển vọng ngành chúng tôi xem xét các DN trong ngành đang niêm yết và đưa ra các khuyến nghị đầu tư như sau:

STT	Ngành	Khuyến nghị đầu tư
1	Ngành Ngân hàng	VCB, MBB: Nắm giữ
2	Ngành Khí	GAS, CNG, PGS: Mua
3	Ngành Điện	PPC, BTP: Theo dõi TBC: Nắm giữ
4	Ngành Xây dựng công trình	CII, FCN: Mua
5	Ngành Thép	HPG: Mua
6	Ngành Săm lốp	CSM, DRC: Nắm giữ
7	Ngành Cá tra	AGF: Nắm giữ cho mục tiêu đầu tư dài hạn.
8	Ngành Đường	HAG: Mua cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.
9	Ngành Dược	DMC, IMP, DHG, DCL: Mua cho mục tiêu đầu tư dài hạn
10	Ngành Bất động sản	VIC, HDG, DXG, BCI: Mua
11	Ngành Vận tải biển	PVT, VIP, VTO: Nắm giữ VST, VNA, VOS: Theo dõi

Ngành Ngân hàng

Q1.2014: NHNN hạ trần lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn xuống còn 6%/năm so với mức 7%/năm trước đó. Động thái hạ trần chủ yếu mang tính hợp thức hóa và phù hợp với kỳ vọng của thị trường xét rằng những tháng đầu năm các ngân hàng thương mại đã đồng loạt giảm lãi suất huy động các kỳ hạn dưới 6 tháng đã về ngang bằng hoặc dưới 6%. Bên cạnh đó, với định hướng chính sách “trần lãi suất neo tâm lý lạm phát” như chia sẻ của thống đốc Nguyễn Văn Bình, chúng tôi cho rằng cơ sở của việc hạ trần lãi suất là tương đối rõ ràng. CPI tháng 2 và tháng 3 lần lượt tăng 4,65% yoy và 4,39%, thấp nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Đồng thời, chính phủ hạ mục tiêu lạm phát cả năm 2014 từ 7% xuống 6%. Theo sau mặt bằng lãi suất huy động thấp hơn, lãi suất cho vay được kỳ vọng sẽ được điều chỉnh giảm. Tuy nhiên chúng tôi cũng nhấn mạnh khả năng này chỉ xảy ra nhiều với các khoản vay cũ do các khoản vay mới hiện nay đã ở mức lãi suất thấp đáng kể. Dưới ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ cùng với tâm lý chờ đợi để lãi suất giảm thêm của người đi vay, hoạt động tín dụng của toàn ngành không khả quan trong Q1, với mức tăng chỉ 0,01% ytd tính đến 31/3/2013. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy một số ngân hàng nhỏ với trọng tâm bán lẻ duy trì được mức tăng trưởng tốt (STB: 10%, SHB: 7%, TPBank: 30%...) trong khi một số NH lớn và tầm trung như VCB, EIB, ACB... tín dụng chỉ tăng trưởng khiêm tốn.

Tăng trưởng tín dụng toàn ngành (yoy)



mới chỉ mua 3.900 tỷ đồng nợ xấu, và để hoàn thành mục tiêu mua 100.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm 2014, trung bình mỗi quý còn lại VAMC sẽ phải mua 32.000 tỷ đồng nợ xấu.

Hoạt động tái cơ cấu hệ thống Ngân hàng sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn. Ngân hàng Nhà nước cho biết sẽ trực tiếp thanh tra hoặc thuê kiểm toán độc lập để kiểm toán chất lượng tín dụng nhằm tiếp tục tái cấu trúc một số tổ chức tín dụng mới, trong đó sẽ xử lý từ 6 -7 ngân hàng qua hình thức sáp nhập, đưa số ngân hàng giải thể, rút giấy phép từ trước đến nay lên từ 7 -10 ngân hàng.

Với những diễn biến kể trên, chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận Q2 sẽ tốt hơn đối với các ngân hàng duy trì được tăng trưởng tín dụng tốt đồng thời có chính sách trích lập dự phòng cẩn trọng trước đó. Với những tiêu chí này, VCB và MBB tiếp tục là những cổ phiếu lựa chọn yêu thích của chúng tôi.

Ngành Phân phối khí đốt tự nhiên

Diễn biến Q1.2014

Giá gas trong nước giảm do tác động từ giá CP thế giới

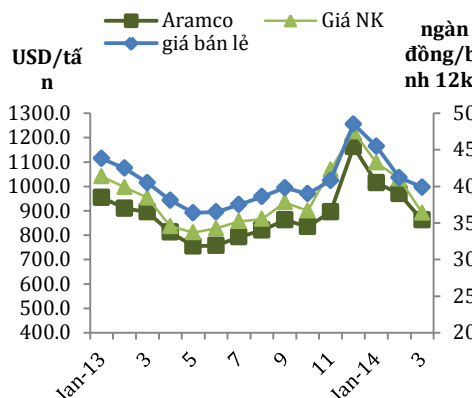
Giá gas trong nước giảm trong 4 tháng đầu năm, chủ yếu do tác động từ giá CP thế giới giảm. Theo số liệu từ Aramco, giá CP (Contract price) bình quân tháng 4 là 807,5 USD/tấn, giảm 6,4% so với cuối tháng 3, và giảm 30,5% so với thời điểm cuối năm 2013. Điều đáng ngạc nhiên nhất là ngay trong tháng 3, nhiều chuyên gia đã dự báo giá gas (thay hết bằng gas cho thống nhất) sẽ tăng do liên quan đến cuộc khủng hoảng tại Ukraine và quan hệ giữa EU với Nga (EU là khối nhập gas chủ yếu từ Nga qua ngã Ukraine), theo đó EU sẽ phải tìm các nguồn cung khác để giảm bớt sự lệ thuộc vào Nga, tuy nhiên giá CP trong tháng 4 mà Aramco tuyên bố giảm 25 USD/tấn so với cuối tháng 3.

Theo đánh giá của một số chuyên gia, có khả năng giá gas không tăng như dự báo, nguyên nhân là do (1) EU vừa trải qua mùa đông ấm hơn so với các năm trước, do đó đến thời điểm này vẫn còn lượng gas tồn kho rất lớn, lên đến 35 tỷ m³; (2) Nga không có ý định cắt đứt việc cung cấp gas cho EU ngay cả khi giữa hai bên đang có căng thẳng chính trị, bởi việc này tạo ra tiền lệ nguy hiểm không chỉ đối với chính EU mà còn với các đối tác khác của Nga như TQ và Ấn Độ; (3) EU cũng đang bắt đầu thay đổi chính sách năng lượng, cụ thể là đa dạng hóa các nguồn cung cấp để tránh lệ thuộc vào Nga. Do đó, dự báo giá gas trong tháng tới có thể tiếp tục giảm như thông lệ hàng năm, và không có tăng giá bất thường.

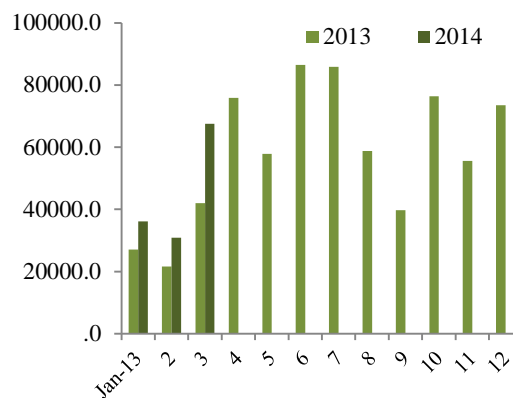
Theo Cục Quản lý giá (Bộ tài chính), giá CP thế giới giảm, các doanh nghiệp kinh doanh LPG cũng đã điều chỉnh giảm giá bán LPG trong nước trong Q1.2014, mức giảm khoảng từ 30.756 - 31.289 đồng/bình 12kg. Tính từ đầu năm đến nay, giá bán lẻ gas trong nước cũng đã giảm liên tục, tổng mức giảm khoảng 18% so với thời điểm đầu năm. Tổng nhu cầu sử dụng LPG trong nước Q1.2014 đạt khoảng 337.500 tấn, tăng 2,3% so với cùng kỳ năm 2013; nguồn cung LPG từ sản xuất trong nước của nhà máy Dinh Cố và Dung Quất ước khoảng 171.000 tấn (bằng 51% nhu cầu), và nguồn nhập khẩu khoảng 166.500 tấn (bằng 49% nhu cầu) đã đáp ứng đủ nhu cầu. Trong nửa đầu tháng 4/2014, tổng nhu cầu sử dụng LPG trong nước ước đạt khoảng 55.500 tấn, trong đó nguồn cung LPG từ sản xuất trong nước nhà máy Dinh Cố và Dung Quất ước khoảng 28.500 tấn, còn lại 27.000 tấn là nhập khẩu. Hiện nay Trung Quốc và Indonexia là hai đối tác chính cung cấp khí LPG cho các doanh nghiệp Việt Nam, với lượng nhập khẩu lần lượt 28,6 nghìn tấn và 7 nghìn tấn, chiếm tới 99% tổng lượng nhập khẩu LPG cả nước.

Theo Tổng cục Hải Quan, ngay từ đầu năm nay, lượng LPG nhập khẩu hàng tháng đã tăng đáng kể so với cùng kỳ năm trước (LPG nhập khẩu tháng 3 là 67.567 tấn, tăng 61% so với tháng 3/2013 và tăng 87% so với thời điểm đầu năm nay), do đó sẽ khó có khả năng giá gas trong nước đi ngược so với giá thế giới.

Tương quan giữa giá CP (Aramco) với giá trong nước



Sản lượng LPG nhập khẩu, đv: tấn



(Nguồn: Aramco, Tổng cục Hải quan, Vinanet, VCBS tổng hợp) (chỉnh lại đơn vị và Font của Chart)

Một số thông tin đáng chú ý khác

Mở Rộng - Đồi Mồi thu gom 1 tỷ m³ khí: Tháng 4/2014, Liên doanh Việt-Nga Vietsovpetro (VSP) và PV GAS kỷ niệm sự kiện đạt mốc 1 tỷ m³ khí được thu gom, nén và chuyển về bờ từ công trình Thu gom khí mở Rộng - Đồi Mồi, góp phần gián tiếp gia tăng sản lượng khí Cừ Long vào bờ trên 0,7 triệu m³ khí/ngày. Tính đến thời điểm tháng 4/2014, liên doanh VSP đã cung cấp về bờ 26,7 tỷ m³ khí.

PV GAS mua khí hóa lỏng từ Trung Đông. Tháng 3/2014, diễn ra lễ ký hợp đồng mua bán khí hóa lỏng (LPG) giữa PV GAS và Kuwait Petroleum Corporation (KPC). Hợp đồng có thời hạn 1 năm từ 01/01/2014 đến 31/12/2014, dự kiến tháng 5/2014, KPC sẽ chuyển khối lượng 44.000 tấn LPG vận chuyển bằng tàu chuyên dụng về Việt Nam và giao cho PV GAS phục vụ nhu cầu tiêu thụ nội địa và xuất khẩu.

PV GAS ký hợp đồng mua LNG của Gasprom. Tháng 3/2014, tại TP.HCM diễn ra lễ ký hợp đồng khung mua bán khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) cho dự án kho cảng nhập LNG Thị Vải giữa PV GAS và Gasprom M&T (là nhà cung cấp LNG đầu tiên được PV Gas ký hợp đồng khung mua bán nhằm đảm bảo nguồn cung LNG cho dự án kho cảng nhập LNG Thị Vải, dự án có công suất 1 triệu tấn/năm, và sẽ đi vào hoạt động năm 2017).

Dự án Nam Côn Sơn 2- giai đoạn 1: Ngày 17/04/2014, tại TP.HCM diễn ra lễ ký kết hai hợp đồng cho dự án đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2, giai đoạn 1. Hợp đồng cung cấp ống thép với tổng trị giá hơn 850 tỷ đồng và Hợp đồng bọc ống dự án đường ống dẫn khí với tổng trị giá 1.000 tỷ đồng.

Triển vọng Q2.2014

Giá gas thế giới trong Q2 sẽ không bị tác động nhiều của cuộc khủng hoảng tại Ukraine, và có thể tiếp tục giảm, tuy nhiên giá gas trong nước có thể giảm nhẹ hơn giá thế giới. Khuyến nghị MUA cổ phiếu GAS, CNG và PGS.

Nhìn chung, giá gas thế giới trong Q2 sẽ không bị tác động nhiều của cuộc khủng hoảng tại Ukraine, và có thể tiếp tục giảm, tuy nhiên giá gas trong nước có thể giảm nhẹ hơn giá thế giới, do GAS có thể tăng premium cho các KH mua LPG, kể cả các công ty con như PGS, PVG bởi chính GAS cũng phải tăng lượng nhập khẩu để bù đắp sự sụt giảm từ nhà máy Dung Quất (nhà máy dừng bảo dưỡng 2 tháng 4 và 5 trong năm nay).

Giá bán gas trong nước vẫn bám sát giá CP thế giới, cùng với áp lực cạnh tranh đang rất gay gắt, nên các công ty phải tăng mạnh hoa hồng đại lý và thực hiện nhiều chương trình khuyến mãi. Ngoài ra, đang có hiện tượng các công ty công nghiệp, thực phẩm... đang tìm kiếm các nguồn cung cấp nguyên liệu rẻ hơn LPG và CNG như biomass, than..., điều này cũng đang ảnh hưởng lên KH hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty. Các công ty khí thuộc PVN đều

đặt ra kế hoạch trong năm 2014 khá thấp, giảm đáng kể so với thực hiện năm 2013. 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 mua vào. Chúng tôi khuyến nghị NĐT có thể xem xét mua vào các cổ phiếu GAS, CNG, PGS với mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Ngành Điện

Q1.2014: Q1 là thời kỳ hoạt động thấp điểm của các NM thủy điện. Ngược lại các nhà máy nhiệt điện đều được hệ thống huy động với công suất cao.

Trong Q1.2014 sản lượng sản xuất điện đạt 32 tỷ kWh (+6,85% yoy), sản lượng điện thương phẩm ước đạt 27,7 tỷ kWh (+7,6%). Trong đó điện cung cấp cho công nghiệp và xây dựng chiếm tỷ trọng 54,5% (+14,1% yoy), điện cung cấp cho dân cư chiếm tỷ trọng 38,9% (+3,99% yoy). Theo địa bàn thì sản lượng tiêu thụ điện miền Bắc tăng trên 12% yoy, miền Nam tăng 4,5% yoy và miền Trung tăng hơn 4% yoy. Trong tháng 3, nhu cầu sử dụng điện tăng nhanh do bắt đầu vào mùa khô cũng như sự cố từ nguồn cung cấp khí của NM điện Cà Mau nên hệ thống phải huy động thêm 24,1 triệu kWh từ nhiệt điện chạy dầu để bù đắp. Trong Q1.2014 đã hòa lưới phát điện tổ máy số 1 NM nhiệt điện Vĩnh Tân (662MW) và tổ máy số 2 NM nhiệt điện Hải Phòng 2 (300MW).

Q1 là thời kỳ hoạt động thấp điểm của các NM thủy điện do lượng mưa và mực nước tại các hồ chứa thấp. Ngược lại các nhà máy nhiệt điện đều được hệ thống huy động với công suất cao.

Trong Q1.2014 có một doanh nghiệp điện có KQKD tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ là SBA. Doanh thu Q1.2014 đạt 46,2 tỷ đồng (+174% yoy), LNST đạt 8,4 tỷ đồng (+286% yoy). Nguyên nhân chính là do thủy văn trong khu vực thượng nguồn sông Đà Rằng được cải thiện hơn hẳn so với năm 2013. Tuy nhiên KQKD Q2.2014 của SBA sẽ giảm mạnh so với Q1 do theo chu kỳ lượng mưa và mực nước tại NM thủy điện Krong H' năng đã giảm về mức thấp.

Q2.2014: Các NM nhiệt điện, đặc biệt là nhiệt điện than sẽ được huy động với công suất cao nhất trong Q2. Một số NM điện miền Bắc sẽ bắt đầu vào chu kỳ phát điện sau khi tích đủ nước

Theo dữ liệu từ Tổng cục Khí tượng Thủy văn, mặc dù các hồ thủy điện lớn có lưu lượng nước về ổn định nhưng riêng tại khu vực miền Trung - Tây Nguyên đang phải đối mặt với tình trạng khô hạn nghiêm trọng nên lưu lượng nước về tại hầu hết các hồ thủy điện tại khu vực này rất thấp. Nắng nóng tại miền Nam cũng gay gắt và kéo dài sẽ làm gia tăng nhu cầu tiêu thụ điện. Do đó Q2 cũng là cao điểm phụ tải điện, dự báo phụ tải tăng khoảng 10% yoy, nên hệ thống sẽ phải tăng huy động từ các nhà máy nhiệt điện than và khí cũng như mua thêm điện từ Trung Quốc. Đường dây 500 KV Pleiku – Mỹ Phước – Cầu Bông sẽ hoàn thành và đưa vào hoạt động trong Q2 sẽ giúp giảm tải nhu cầu điện của miền Nam.

Trong Q2 một số NM điện miền Bắc sẽ bắt đầu vào chu kỳ phát điện sau khi tích đủ nước. Các NM điện khu vực miền Nam chỉ hoạt động cầm chừng trong mùa khô, đặc biệt các NM thủy điện nhỏ sẽ gần như dừng hoạt động để tránh mực nước chết. Các NM nhiệt điện, đặc biệt là nhiệt điện than sẽ được huy động với công suất cao nhất trong Q2.

Dự báo KQKD từ hoạt động sản xuất điện Q2.2014 các DN nhiệt điện như PPC và BTP vẫn tăng trưởng tốt do được hệ thống tăng huy động vào mùa khô. Tuy nhiên LNST Q2 của PPC và BTP vẫn có biến động mạnh theo tỷ giá của JPY và KRW. Do đó, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với PPC và BTP.

TBC cũng sẽ bắt đầu tăng phát điện từ Q2, tuy nhiên với lưu lượng nước về hồ thủy điện Thác Bà như hiện nay thì dự báo TBC sẽ không có biến động lớn về KQKD trong Q2.2014. Chúng tôi vẫn tiếp tục khuyến nghị NĐT GIỮ dài hạn TBC

Ngành Xây dựng công trình

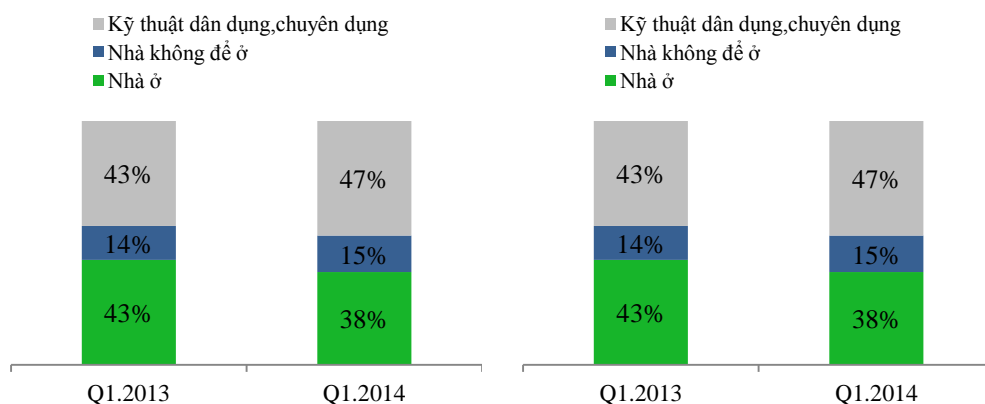
Q1.2014: Ngành xây dựng Q1 được dẫn dắt bởi mảng xây dựng hạ tầng,

Ngành xây dựng được dẫn dắt bởi mảng xây dựng hạ tầng, công nghiệp trong khi hoạt động xây dựng nhà ở vẫn đang gặp khó khăn. Theo số liệu của Tổng Cục Thống Kê, giá trị

công nghiệp; hoạt động xây dựng nhà ở gặp khó khăn, tuy nhiên, đã xuất hiện những dấu hiệu của sự hồi phục khi thị trường BĐS đang ấm trở lại. Dự báo Q2 sẽ khả quan hơn với sự tăng trưởng của hoạt động xây dựng nhà ở.

sản xuất xây dựng Q1.2014 ước tính đạt 155,5 nghìn tỷ đồng (+8% yoy), trong đó công trình kỹ thuật dân dụng và chuyên dụng chiếm 47%, công trình nhà ở chiếm 38% và nhà không để ở chiếm 15%. So với năm 2013, lĩnh vực xây dựng nhà ở giảm 7% giá trị tuyệt đối và 5% giá trị tương đối cho thấy nhu cầu xây dựng mới chưa cao khi tồn kho BĐS trong quý 1 đã giảm mạnh khoảng 26% so với cùng kỳ. Xây dựng kỹ thuật dân dụng và chuyên dụng trở thành điểm sáng của ngành khi tăng trưởng 17% giá trị tuyệt đối và 4% giá trị tương đối nhờ các dự án xây dựng hạ tầng, dân dụng và công nghiệp lớn được đăng ký trong các năm trước như dự án Hóa dầu Nghi Sơn, dự án Formosa, dự án mở rộng QL1A đang được đẩy mạnh triển khai. Quý 1 cũng bắt đầu khởi động 8 dự án BOT trong tổng số 17 dự án BOT nằm trong kế hoạch mở rộng QL1A từ Thanh Hóa đến Cần Thơ.

Cơ cấu ngành xây dựng Q2.2014 xét theo lĩnh vực, khu vực



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê, VCBS tổng hợp

Nếu xét theo khu vực, xây dựng khu vực Nhà nước đạt 16,4 nghìn tỷ đồng (-15% yoy), khu vực ngoài Nhà nước 120,5 nghìn tỷ đồng (+6% yoy) và khu vực vốn đầu tư nước ngoài 11,5 nghìn tỷ đồng (+174% yoy). Vốn FDI đăng ký mới và bổ sung trong quý 1 đạt khoảng 3,3 tỷ USD, giảm gần 50% so với cùng kỳ năm trước do không có nhiều dự án lớn được cấp phép như trong Q1.2013 bao gồm dự án Nhà máy Samsung và dự án Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn. Tuy nhiên tốc độ giải ngân đang được cải thiện, đạt 2,9 tỷ USD tăng 5,6%, giúp cho tổng giá trị xây dựng khu vực nước ngoài tăng mạnh 174%.

Q2.2014: KQKD có thể cải thiện hơn. Khuyến nghị mua CII, FCN

Dự báo KQKD của các doanh nghiệp xây dựng sẽ được cải thiện. Nhìn chung, ngành xây dựng trong quý 1 được dẫn dắt bởi khu vực hạ tầng, dân dụng và đầu tư nước ngoài. Lĩnh vực xây dựng nhà ở trong quý này vẫn trầm lắng dù giao dịch BĐS đã có sự cải thiện so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng diễn biến quý 2 sẽ khả quan hơn quý 1 do (i) các chính sách vĩ mô của Chính Phủ đang dần cho thấy tác động tích cực đến nền kinh tế, (ii) thị trường BĐS diễn biến theo chiều hướng tích cực trong quý 1 sẽ là cơ sở để dự báo về nhu cầu xây dựng nhà ở tăng lên trong tương lai, (iii) các dự án hạ tầng công nghiệp tiếp tục được đẩy mạnh sẽ là động lực thúc đẩy ngành xây dựng tăng trưởng.

Chúng tôi cho rằng trong thời điểm hiện tại, những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực hạ tầng và dự án vốn đầu tư nước ngoài là hấp dẫn nhất trong ngành xây dựng. NĐT có thể xem xét đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp tốt trong phân khúc này như CTCP Hạ tầng Kỹ thuật TPHCM (CII) và CTCP Nền Móng và Công trình ngầm Fecon (FCN). CII là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực hạ tầng hiện nay với nhiều dự án BOT, lợi nhuận trong năm 2014 có thể tăng trưởng mạnh khi phí đường bộ tăng lên và CII đưa vào vận hành trạm thu phí Rạch Miễu từ Q2.2014. FCN là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng nền móng ở các nhà máy điện, công nghiệp và cũng đang từng bước tham gia vào lĩnh vực hạ tầng thông qua việc

hợp tác với các Tổng công ty xây dựng hạ tầng lớn như Cienco và Tedi. Cả CII và FCN đều có nền tảng cơ bản tốt, triển vọng trong năm 2014 là khả quan cùng với mức giá không quá cao (CII có P/E forward 11,4 lần và FCN có P/E forward 8,3 lần). **Chúng tôi khuyến nghị NĐT xem xét mua cổ phiếu CII và FCN.**

Ngành Thép

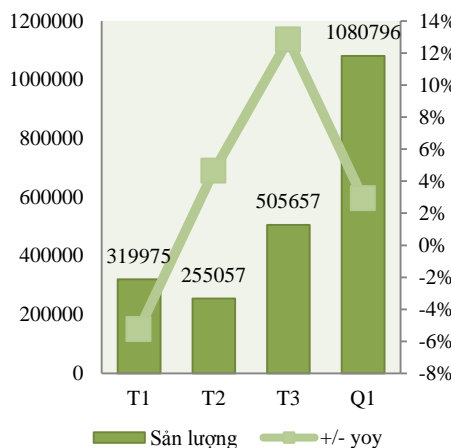
Diễn biến Q1.2014: Cung cầu thép xây dựng có mức tăng trưởng nhẹ.

Ngành thép trong quý 1 vẫn diễn biến đi ngang, cung, cầu thép xây dựng có sự tăng trưởng nhẹ

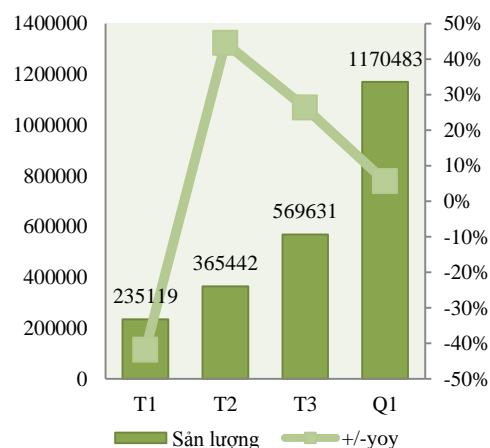
Trong quý I, tổng lượng thép xây dựng sản xuất 1,08 triệu tấn (+2,92% yoy), vẫn ở mức thấp so với năng lực sản xuất bình quân một quý của toàn ngành đạt 2,85 triệu tấn/quý. Các doanh nghiệp vẫn tiếp tục sản xuất cầm chừng để duy trì mức hàng tồn kho thấp, đạt 268.188 tấn (+13,8% yoy).

Thị trường bất động sản bắt đầu có những dấu hiệu phục hồi là tín hiệu hỗ trợ cho việc tiêu thụ thép tăng trưởng nhẹ. Tổng sản lượng thép xây dựng tiêu thụ trong quý I đạt 1,17 triệu tấn (+5,7% yoy). Đáng chú ý, sản lượng tiêu thụ trong tháng 1 giảm sâu, đạt 235.119 tấn (-41,8% yoy) do thời gian cận Tết Nguyên Đán, thời gian nghỉ trước tết tương đối dài, bên cạnh đó có nhiều công trình tạm dừng thi công hoặc hoãn tiến độ.

Sản lượng sản xuất thép XD Q1.2014 (tấn)



Sản lượng tiêu thụ thép XD Q1.2014 (tấn)



(Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), VCBS tổng hợp)

Mức xuất khẩu có xu hướng tăng trong khi nhập khẩu có xu hướng giảm.

Mức xuất khẩu có sự tăng trong khi lượng nhập khẩu có xu hướng giảm.

Xuất khẩu thép trong 3 tháng đầu năm 2014 đạt 1,13 triệu tấn (+38,6% yoy), trị giá 924 triệu USD (+36% yoy). Campuchia vẫn là nước nhập khẩu thép lớn của Việt Nam, đạt 113,9 nghìn tấn (+14,02% yoy), trị giá 75 triệu USD (+8,26% yoy), theo sau là các nước Philipin (59,4 triệu tấn), Indonexia (56,5 triệu tấn). Thép thành phẩm là mặt hàng xuất khẩu chủ yếu, đạt 901.091 tấn (+38,9% yoy).

Tổng lượng thép nhập khẩu vào Việt Nam tính đến hết Q1.2013 đạt 2,3 triệu tấn (-17,7% yoy), đạt giá trị 1,5 tỷ USD (-20,5% yoy), giảm cả về sản lượng và giá trị. Trong đó chủ yếu là thành phẩm như thép xây dựng (1,7 triệu tấn, -15,7% yoy), thép tấm lá đen (923.000 tấn, -24,4% yoy), thép cuộn. Về nguồn nguyên liệu sản xuất như phôi thép giảm mạnh, đạt 83,7 nghìn tấn (-61,1% yoy) do nhu cầu phôi đã được đáp ứng nhiều hơn bởi nguồn nội địa. Lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất (39,3%) và tăng mạnh, đạt 866 nghìn tấn (+39,4% yoy); theo sau là Nhật Bản, Hàn Quốc.

Triển vọng Q2.2014:

Ngành thép kỳ vọng có sự tăng trưởng nhẹ, tuy nhiên áp lực từ nguồn thép giá rẻ tiếp tục gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong nước.

Sức tiêu thụ của ngành thép trong Quý 2 sẽ có sự tăng trưởng nhẹ. Quý 2 là khoảng thời gian các doanh nghiệp đi vào hoạt động ổn định, các chính sách bán hàng được đẩy mạnh hơn. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản có tín hiệu phục hồi cũng nâng tổng mức tiêu thụ toàn ngành lên.

Áp lực nguồn thép từ Trung Quốc tiếp tục gia tăng. Trung Quốc là một trong những quốc gia sản xuất và cũng là nhà tiêu thụ thép lớn nhất thế giới. Tình hình kinh tế suy thoái, sức cầu tiêu thụ thép giảm sẽ làm Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu ra các nước lân cận. Năm 2013, Trung Quốc xuất khẩu 61,5 triệu tấn thép, trong đó xuất sang các nước ASEAN là 15 triệu tấn. Mức giá thép của Trung Quốc tương đối thấp sẽ gây ra áp lực cạnh tranh lớn cho các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước.

Khuyến nghị MUA cổ phiếu HPG

Trong bối cảnh khó khăn chung của ngành thép, HPG tiếp tục là doanh nghiệp đầu ngành với sự tăng trưởng lợi nhuận tốt. Kết thúc Q1. 2014, HPG đạt 6515,5 tỷ đồng về DT (+65,6% yoy) và 870,3 tỷ đồng LNST (+90% yoy) chủ yếu là sản lượng thép tăng so với cùng kỳ cũng như ghi nhận 32% tổng doanh thu từ bán căn hộ Mandarin Garden. Chúng tôi vẫn duy trì dự báo DT 2014 của HPG đạt khoảng 25.800 tỷ đồng (+34,4% yoy), LNST 2.280 tỷ đồng (+13,4% yoy). Khuyến nghị **MUA HPG**.

Ngành Săm lốp

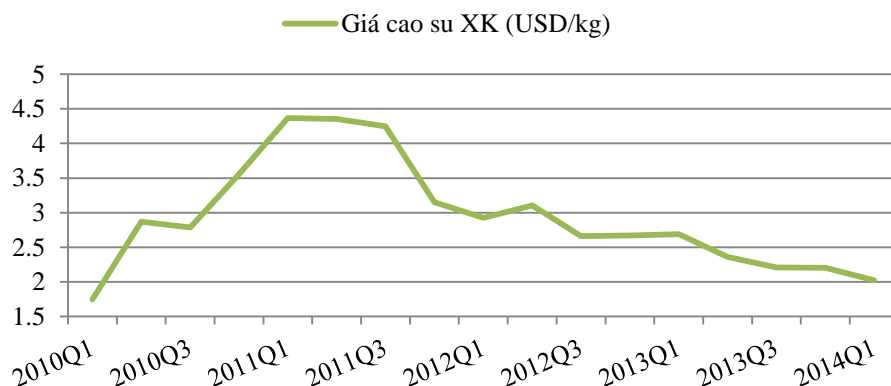
Q1.2014:

Khả năng tiêu thụ khó tăng mạnh nhưng biên lợi nhuận được nới rộng

Khả năng tiêu thụ và doanh thu của ngành sản xuất săm lốp khó tăng trưởng mạnh. GDP Q1.2014 tăng 4,6% là mức cao nhất trong 3 năm gần đây nhưng sự phục hồi của nền kinh tế chưa thực sự bùng nổ. Với vai trò là ngành hỗ trợ, ngành sản xuất săm lốp khó tăng trưởng mạnh về khả năng tiêu thụ trong Q1. Bên cạnh đó, giá nguyên liệu đầu vào giảm kéo dài nên giá bán sản phẩm săm lốp nhiều khả năng được điều chỉnh ở mức thấp hơn so với cùng kỳ năm trước làm suy giảm tăng trưởng doanh thu.

Giá nguyên liệu chính của ngành sản xuất săm lốp tiếp tục giảm, tỷ giá ổn định và lãi suất vay giảm là những nhân tố chính giúp nới rộng biên LN cho ngành sản xuất săm lốp. Mặc dù cao su tự nhiên đang trong thời gian ngừng khai thác khiến nguồn cung cao su bị suy giảm nhưng giá cao su tự nhiên bình quân trong Q1 tiếp tục giảm khoảng 8% so với quý trước, thấp hơn 25% cùng kỳ năm trước, dao động trong khoảng 2.000 USD/tấn chủ yếu do cung vượt cầu. Bên cạnh đó, cao su tổng hợp vẫn tiếp tục ở mức thấp, thấp hơn khoảng 20% cùng kỳ năm trước.

Giá cao su tự nhiên và cao su tổng hợp giảm giúp biên LN gộp tăng, có thể thấy biên LN gộp Q1.2014 của CSM tăng lên 26,9% so với mức 25,4% trong Q1.2013, đặc biệt DRC mặc dù chi phí khấu hao tăng mạnh bởi nhà máy lốp radial mới đi vào hoạt động nhưng biên LN gộp vẫn tăng từ 24% trong Q1.2013 lên 25,6% trong Q1.2014. Ngoài ra, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất săm lốp còn tiếp tục được nới rộng nhờ tỷ giá tương đối ổn định kể từ đầu năm đến nay đồng thời lãi suất vay có xu hướng giảm. Do đó, LN của hầu hết các doanh nghiệp trong ngành sản xuất săm lốp nhiều khả năng sẽ tăng trưởng dương.



Nguồn: Bloomberg

Xem xét KQKD trong Q1.2014 của các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm lốp đang niêm yết trên sàn cho thấy, CSM có doanh thu đạt 684 tỷ đồng, giảm nhẹ (-2,5% yoy) do sản lượng tăng nhẹ trong khi giá bán giảm trong khi đó doanh thu của DRC đạt 678 tỷ đồng (+11,5% yoy) nhờ đóng góp từ doanh thu sản phẩm mới - lốp radial nhưng nhờ lợi thế về giá nguyên liệu thấp, tỷ giá ổn định, lãi suất giảm nên LNST của DRC và CSM vẫn tăng trưởng cao với mức tăng trưởng tương ứng là 9,7% và 14,4% đạt lần lượt là 85,8 tỷ đồng và 78,5 tỷ đồng.

Q2.2014:

Khả quan hơn Q1.2014. Khuyến nghị NẮM GIỮ cổ phiếu DRC và CSM

Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm lốp cao hơn so với trước. Tháng 3.2014 doanh số tiêu thụ tăng trưởng mạnh 39% so với tháng 3.2013, đây là tháng thứ 12 liên tiếp có doanh số tiêu thụ tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước. Theo đó Q1.2014 doanh số bán ô tô tại Việt Nam đạt 30.027 chiếc tăng mạnh (+39% yoy), trong đó doanh số bán xe ô tô con đạt 20.005 chiếc (+48% yoy), và doanh số bán xe tải đạt 10.022 chiếc (+24% yoy). Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) đã nâng dự báo doanh số bán ô tô của Việt Nam năm 2014 lên 125.000 chiếc (+13% yoy), cao hơn so với mức 120.000 chiếc trong dự báo của tháng trước đó. Sự tăng trưởng liên tục và mạnh của doanh số tiêu thụ ô tô sẽ là tiền đề tăng trưởng của thị trường sản phẩm lốp ô tô trong thời gian tới. Ngoài ra, theo chu kỳ kinh doanh, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm lốp trong Q2 thường lớn hơn so với Q1.

Sang Q2, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ tiếp tục ở mức thấp, lãi suất và tỷ giá sẽ chưa biến động nhiều. Giá cao su nhiều khả năng sẽ tiếp tục ở mức thấp khi nhu cầu tiêu thụ cao su hiện nay vẫn chưa có dấu hiệu khả quan trong khi nguồn cung cao su tự nhiên ngày càng dồi dào, thêm vào đó nguồn cung cao su tự nhiên sẽ bắt đầu tăng cao từ Q2 khi cao su tự nhiên vào mùa khai thác.

Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể tiếp tục nắm giữ CSM và DRC do: (i) PE hiện nay dưới 10x; (ii) LNST Q1.2014 của hai doanh nghiệp đều tăng trưởng tốt; (iii) DRC và CSM là hai doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sản phẩm lốp trong nước. Mặc dù hai doanh nghiệp này đều có nhà máy sản xuất lốp radial đi vào hoạt động, theo đó chi phí lãi vay và khấu hao sẽ tăng mạnh trong năm 2014 nhưng dự báo KQKD năm 2014 sẽ vẫn ở mức cao do nhu cầu tiêu thụ tốt hơn, sản phẩm mới dần được thị trường đón nhận trong khi lợi thế nguyên liệu đầu vào thấp nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì.

Ngành Cá Tra

Diễn biến Q1.2014:

Ngành cá tra Việt Nam trong giai đoạn cuối 2013 đầu 2014 đang trong giai đoạn tái cấu trúc mạnh

Trong Q1.2014, hiện tượng tái cấu trúc đã diễn ra mạnh mẽ trong lĩnh vực chế biến và XK cá tra khiến cho môi trường kinh doanh của ngành trở nên thuận lợi hơn, từ hơn 200 doanh nghiệp hoạt động trong ngành vào năm 2013, cho đến đầu năm 2014 chỉ còn lại hơn 100 doanh nghiệp (theo Vasep). Nguyên nhân là do tình trạng quá cung, bán phá giá trong 2013 đã làm giá XK

mẽ khi mà chỉ có những doanh nghiệp lớn, tình hình tài chính vững chắc và chủ động về vùng nguyên liệu mạnh mới có thể tiếp tục hoạt động và phát triển.

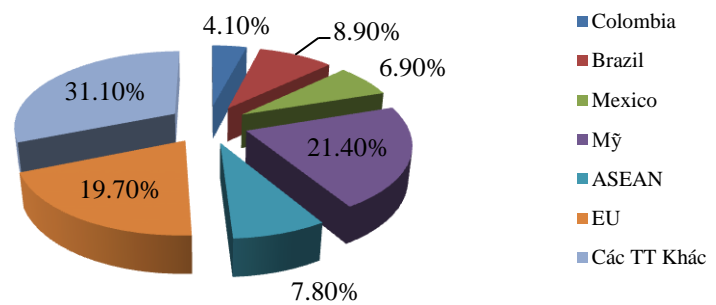
giảm mạnh, dẫn tới biên LN gộp của ngành rất thấp và đa số những doanh nghiệp nhỏ lẻ, manh mún bị lỗ nặng.

Diện tích nuôi và sản lượng cá tra giảm, giá cá tra nguyên liệu tăng nhanh

Theo Bộ NN&PTNT, diện tích và sản lượng cá tra của một số tỉnh 2 tháng đầu năm năm 2014 đều giảm so với cùng kỳ năm trước. Cần Thơ: diện tích 480 ha (giảm 8,6%), sản lượng 7.540 tấn (giảm gần 6%), Vĩnh Long: diện tích 277 ha (giảm 10%), sản lượng 19.735 tấn (giảm 11,5%), Đồng Tháp: diện tích 989 ha (giảm 4,7%), sản lượng 31.475 tấn (giảm 0,9%). Cho đến thời điểm hiện tại, tình trạng nuôi nhỏ lẻ, manh mún, không đáp ứng đủ tiêu chí xuất khẩu đã giảm đáng kể, chỉ còn lại những vùng thả nuôi của các doanh nghiệp lớn đáp ứng được các tiêu chuẩn chất lượng (ASC, BAP, Global GAP..) của các thị trường XK.

Theo Vasep, trong Q1 giá cá tra nguyên liệu đã tăng khá nhanh từ mức 23.000- 24.000 đồng/ kg lên đến 24.500- 25.500 đồng/kg vào thời điểm cuối tháng 03/2014.

Thị trường NK cá tra, từ 1/1 đến 15/03/2014 (GT)



Nguồn: Vasep, VCBS tổng hợp

XK cá tra trong Q1.2014 tăng 5,5% y-o-y; kết quả kiện chống bán phá giá tại Hoa Kỳ đã được công bố chính thức

Theo Vasep, giá trị XK cá tra của Việt Nam trong giai đoạn 1/1 đến 15/03/2014 đạt khoảng 341 triệu USD (+5,5% yoy) với tỷ trọng lớn nhất vẫn thuộc về 2 thị trường chính là Mỹ và EU. Đối với thị trường Mỹ, giá trị kim ngạch đạt 73 triệu USD (+17,4% yoy, đóng góp 21,4% tổng KNXK), EU đạt 67 triệu USD (-12,5% yoy, đóng góp 19,7% KNXK). Nhìn chung, tỷ trọng của thị trường Mỹ không có nhiều biến động so với 2013 nhưng thị trường EU lại sụt giảm nhẹ (mức đóng góp của 2013 là 22% KNXK) do những tiêu chuẩn về chất lượng, nguồn gốc đang dần được siết chặt để ngăn chặn tình trạng xuất ồ ạt sang thị trường này.

Ngày 31/03/2014, bộ thương mại Hoa Kỳ (DOC) đã chính thức công bố kết quả cuối cùng của đợt xem xét hành chính lần thứ 9 (POR9) vụ kiện chống bán phá giá tại thị trường Hoa Kỳ áp dụng đối với các lô hàng xuất khẩu trong giai đoạn 01/08/2011 – 31/07/2012. Theo đó, mức thuế của 2 DN bị đơn bắt buộc là Vĩnh Hoàn và Hùng Vương lần lượt là 0,03 USD/kg và 1,2 USD/kg. Những bị đơn tự nguyện khác như CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia, CTCP Thủy sản Nam Việt chịu mức thuế suất 0,42 USD/kg. Có thể nói, Vĩnh Hoàn với mức thuế suất thấp sẽ là doanh nghiệp nắm nhiều lợi thế nhất khi xuất khẩu vào thị trường Mỹ, trong khi đó những DN chịu mức thuế cao như HVG, IDI, AND và AGF thì cơ hội để tiếp tục xuất sang Mỹ tương đối khó khăn.

Triển vọng Q2.2014

Năm doanh nghiệp tiêu biểu cho ngành bao gồm VHC, HVG, ANV,

Cho đến thời điểm hiện tại, chỉ những doanh nghiệp có vùng nguyên liệu mạnh, mô hình sản xuất bền vững như HVG, VHC, AGF, IDI và AGF có cơ hội lớn trong năm 2014 khi mà tổng cung cá tra của Việt Nam trong năm nay được dự báo sẽ giảm mạnh so với 2013 chỉ còn khoảng 800 ngàn tấn (theo Vasep) và nhu cầu ở các thị trường tiêu thụ lớn như Mỹ, EU không

IDI và AGF sẽ có cơ hội lớn trong 2014 khi mà dự báo sản lượng cung cá tra sẽ giảm mạnh trong năm nay. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với AGF.

có nhiều biến động đáng kể.

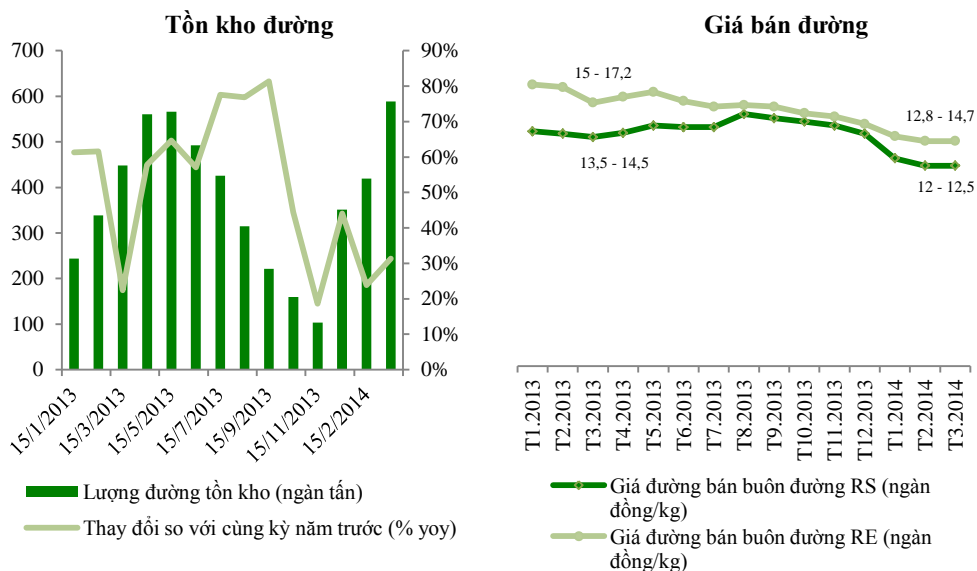
Do vấn đề lớn nhất đối với ngành cá tra trong 2014 là nguồn cung nguyên liệu nên giá trị kim ngạch XK của từng doanh nghiệp cá tra trong 2014 không phụ thuộc quá nhiều vào nhu cầu tiêu thụ mà là khả năng cung ứng của DN. Khả năng vùng nguyên liệu có thể đáp ứng được nhu cầu chế biến 2014 của một số doanh nghiệp XK cá tra lớn như sau: HVG (khả năng tự chủ trên 70%), VHC (trên 70%), IDI (trên 75%), ANV (trên 70%) và AGF (trên 80%). Như vậy, chúng tôi nhận định triển vọng Q2.2014 của nhóm 5 doanh nghiệp này là tương đối khả quan vì một số lý do sau đây:

- (1) Với mức tự chủ cao đối với nguyên liệu đầu vào, GVHB của các doanh nghiệp này sẽ ở mức tương đối ổn định và sẽ không chịu nhiều ảnh hưởng mạnh lên biên LN gộp khi giá nguyên liệu đầu vào biến động;
- (2) Doanh nghiệp sẽ hoàn toàn chủ động trong việc đảm bảo chất lượng nuôi trồng, tuân theo các tiêu chuẩn khắt khe của các thị trường nhập khẩu như ASC, BAP, Global GAP;
- (3) Với vùng nguyên liệu lớn, doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng tăng mạnh kim ngạch XK trong Q2 do những khoảng trống ở các thị trường nhập khẩu do các doanh nghiệp đã phá sản để lại;
- (4) Qua trao đổi với một số doanh nghiệp, giá cá tra XK đã tăng trung bình 0,2- 0,3 USD/kg kể từ đầu năm tới nay và dự kiến sẽ tiếp tục tăng cho tới Q3.2014, đây là cơ sở để biên LN gộp sẽ cải thiện hơn trong thời gian tới.

Trong những DN trên thì VHC là DN có nhiều lợi thế ở thị trường Mỹ nhất vì chỉ chịu mức thuế bán phá giá 0,03 USD/kg, trong khi đó HVG, IDI, ANV nhiều khả năng phải xuất sang Mỹ bằng một code khác và phải chịu giảm biên LN gộp từ thị trường này. Qua trao đổi với doanh nghiệp, HVG và AGF với lợi thế thị trường Nga và Đông Âu sẽ tiến hành đẩy mạnh XK sang các thị trường này để bù đắp sự sụt giảm ở thị trường Mỹ. Mặc dù còn gặp nhiều khó khăn từ kết quả của POR9 nhưng theo kết quả kinh doanh khả quan của AGF trong Q1.2014 (LNST đạt 18 tỷ đồng tăng 8,8% yoy), chúng tôi dự phóng LNST của AGF cho 2014 vào khoảng 115 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2014 vào khoảng 4.500 đồng/cp. Giá đóng cửa của AGF vào ngày 22/04/2014 là 20.800 đồng/cp, theo đó P/E forward của AGF vào khoảng 5 lần khá thấp so với mức 8 lần trung bình ngành. Do đó chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu AGF trên quan điểm đầu tư dài hạn.

Ngành Đường

Q1.2014: Lượng đường tồn kho tăng cao khiến giá đường liên tục sụt giảm. Theo báo cáo của Bộ NN&PT Nông Thôn, tính đến ngày 15/3/2014, lượng mía ép và đường sản xuất tại các nhà máy lần lượt đạt 12.380.000 tấn mía (+3,3% yoy), và 1.174.800 tấn đường (+11% yoy) do thời tiết thuận lợi và chất lượng mía được cải thiện nhờ thực hiện quy chuẩn chất lượng mía. Tuy nhiên do sức tiêu thụ thấp, trung bình mỗi tháng các nhà máy chỉ tiêu thụ được 100.000-120.000 tấn đường khiến lượng đường tồn kho tăng mạnh. Tính đến ngày 15/3, lượng đường tồn kho tại các nhà máy là 588.700 tấn (+31% yoy), khiến giá bán đường sụt giảm khá mạnh. Giá bán buôn đường RS (có VAT) tại cửa kho nhà máy dao động từ 12.000 – 13.000/kg, thấp hơn từ 1.500 – 2.000/kg đồng so với cùng kỳ năm trước. Giá mía thu mua tại ruộng cũng ở mức thấp chỉ xấp xỉ 800.000 – 900.000 đồng/tấn (-12,5% yoy).



Nguồn: Trung tâm Tin học và thống kê của Bộ NN&PTNT, VCBS tổng hợp

Triển vọng Q2.2014

Giá bán đường ít có khả năng phục hồi do lượng hàng tồn kho dự báo tăng cao đến hết quý trong khi nhu cầu chưa được cải thiện. Tính đến 07/04, lượng đường tồn kho đã lên đến 710.000 tấn, mức cao nhất từ trước đến nay. Theo kế hoạch tính chung niên vụ 2013-2014, nước ta có khả năng sản xuất khoảng 1,8 triệu tấn đường trong khi mức tiêu thụ trong nước khoảng 1,4 triệu tấn. Bộ NN- PTNT đã đề nghị Bộ Công Thương cho xuất khẩu khoảng 400.000 tấn đường. Tuy nhiên trong đợt 1 (T1 – T6/2014), Bộ Công Thương cho phép xuất khẩu 200.000 tấn đường qua đường tiêu ngạch sang Trung Quốc nhưng cũng chỉ có khoảng 80.000 tấn đường xuất sang biên giới. Do đó chúng tôi dự báo, tình hình tồn kho đường tiếp tục tăng lên ít nhất đến hết quý 2 và khi các nhà máy ngừng sản xuất và kết thúc niên vụ vào khoảng cuối T6 – đầu T7, lượng hàng tồn kho mới bắt đầu có xu hướng giảm.

KQKD 6 tháng đầu năm 2014 của các DN mía đường được dự báo khó đạt tăng trưởng đột biến. Năm 2013, mặc dù có đến 4/7 doanh nghiệp vượt KH Lợi nhuận nhưng hầu hết đều nhờ đặt kế hoạch rất thấp và thận trọng. Ngoại trừ NHS, LSS đạt mức tăng trưởng LNST lần lượt là 13% và 12% yoy, thì năm doanh nghiệp còn lại trung bình giảm 27% yoy, trong đó giảm mạnh nhất là BHS (-69% yoy). Hiện đã có ba doanh nghiệp SBT, KTS và SLS công bố kết quả Q1.2014, và đều sụt giảm khá mạnh. Cụ thể LNST của SBT là 29,4 tỷ đồng (-44% yoy), của SLS là 9,8 tỷ đồng (-17% yoy) và KTS chỉ đạt 205 triệu đồng (-93% yoy). Đánh giá tình hình khó khăn chung của ngành mía đường hiện nay, chúng tôi cho rằng KQKD của các DN còn lại cũng khó đạt tăng trưởng đột biến. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý riêng đối với HAG được xem là một điểm sáng trong ngành mặc dù không hoàn toàn hoạt động chỉ trong ngành mía đường. Từ một doanh nghiệp BĐS, HAG đã và đang chuyển hướng sang lĩnh vực nông nghiệp trong đó mía đường đang là một trong những động lực tăng trưởng chính của Tập đoàn. Năm 2014, HAG đặt kế hoạch tăng trưởng khá cao với 3.373 tỷ đồng DTT (+22% yoy) và 1.460 tỷ đồng LNST (+50% yoy). Đặc biệt **doanh thu từ mía đường dự kiến đạt 1.132 tỷ đồng, chiếm 34% cơ cấu và lợi nhuận gộp đạt 678 tỷ đồng, đóng góp 42% trong cơ cấu, tương ứng TSLN gộp 60%.** Theo HAG ước tính, kết quả lợi nhuận Q1.2014 vào khoảng 400 tỷ đồng lợi nhuận, gấp khoảng 3,7 lần so với cùng kỳ năm trước. **Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét mua HAG cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.**

Ngành Dược

Q1.2014: Trong Q1.2014, nhu cầu tiêu thụ của mặt hàng Dược phẩm vẫn tốt do giá trị nhập khẩu sản phẩm và nguyên liệu Dược tiếp tục tăng trưởng. Theo số liệu sơ bộ 3 tháng đầu năm 2014 của Tổng cục Hải quan, giá trị Dược phẩm nhập khẩu của Việt Nam đạt 433,6 triệu USD (+3,6% yoy). Các nguồn nhập khẩu lớn nhất vẫn là Pháp (10,8%), Ấn Độ (14,3%), Đức (10,7%), Hàn Quốc (8,4%). Nguyên phụ liệu Dược phẩm nhập khẩu để sản xuất trong nước đạt 81,5 triệu USD (+26,6% yoy).

Thị trường Dược phẩm trong nước tăng trưởng 16,6% trong năm 2013 và tiếp tục có dấu hiệu tăng trưởng tốt trong quý đầu tiên của năm 2014.

Thông tư 01/2012 của Bộ Y tế tiếp tục có ảnh hưởng sâu rộng đến thị trường Dược phẩm trong nước. Xu hướng chính đang hình thành hiện nay trên thị trường Dược phẩm là sự chuyển hướng mạnh mẽ từ hệ điều trị (ETC) sang hệ không kê đơn (OTC) của các hãng dược nội địa lớn. Hầu hết các doanh nghiệp này đều đang thực hiện kế hoạch xây dựng các chi nhánh, quảng bá sản phẩm của mình.

Tuy Q1 hàng năm thường là thời điểm “khởi động” của ngành Dược với doanh thu/lợi nhuận thấp nhất trong năm nhưng một số doanh nghiệp Dược niêm yết cũng đã đạt có những kết quả rất khả quan ngay trong Q1 này. Trong Q1.2013, khá nhiều doanh nghiệp Dược niêm yết có LNST Q1.2014 tăng trưởng so với cùng kỳ như DHG (+1,55% yoy) nhờ tăng trưởng doanh số, DMC-mẹ (+25,2% yoy) nhờ chuyển sang hàng sản xuất có biên lợi nhuận cao, DCL (+284% yoy) nhờ tái cơ cấu hoạt động bán hàng, DHT (+41% yoy), LDP (+2% yoy), IMP (+4,71% yoy)... Doanh nghiệp lớn có lợi nhuận giảm so với cùng kỳ mới chỉ có TRA (-37% yoy) do một sản phẩm chủ lực của công ty đang chịu sức ép rất lớn và đánh mất thị phần vào một sản phẩm của đối thủ cạnh tranh.

Trong năm 2014, hầu hết các doanh nghiệp Dược đều có cái nhìn khá tích cực đối với tình hình kinh doanh của mình thể hiện ở kế hoạch doanh thu lợi nhuận cao hơn so với thực hiện năm 2013. Các doanh nghiệp lớn cũng đang có những kế hoạch hành động khá cụ thể như DHG tập trung đẩy mạnh công suất nhà máy mới, IMP tập trung vào hệ OTC và nhận gia công để lấp đầy công suất, DMC tập trung vào hàng sản xuất và mở rộng thị trường xuất khẩu, DCL tái cơ cấu hoạt động và mở rộng thị trường...

Triển vọng Q2.2014: Dự kiến trong quý 2, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sẽ tăng trưởng so với quý 1 nhờ tập trung sản xuất sau thời gian nghỉ Tết nguyên đán dài trong Q1. Thông thường, doanh thu và lợi nhuận của các công ty Dược sẽ tăng dần từ Q1 và đạt đỉnh vào Q4. Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận phân bổ trong Q2 thường chiếm khoảng 20 – 25% của kế hoạch hàng năm của các DN Dược.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp Dược được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong Q2. Chúng tôi khuyến nghị đầu tư dài hạn đối với DMC, IMP, DHG, DCL.

Chúng tôi tiếp tục đánh giá cao khả năng tăng trưởng của ngành Dược Việt Nam trong năm nay xét trên 2 yếu tố là tiềm năng và hỗ trợ từ chính sách. Về tiềm năng, quy mô thị trường Dược trong nước vẫn còn khá nhỏ so với các nước trong khu vực. Với thu nhập đầu người vẫn đang tiếp tục tăng lên và ý thức bảo vệ sức khỏe của người dân đang dần được nâng cao, nhu cầu sản phẩm sẽ tăng trưởng ổn định trong dài hạn (13 – 18%/năm cho đến năm 2015 theo BMI). Về chính sách, mặc dù đang chịu tác động lớn từ Thông tư 01/2012 của Bộ Y tế nhưng các doanh nghiệp Dược lại được hậu thuẫn bởi các chính sách hỗ trợ khác trong năm nay và năm sau như nâng tỷ lệ khống chế chi phí marketing/khuyến mại lên 15% so với 10% trước đây. Ngoài ra, thuốc nội cũng đã được ưu tiên hơn trong hệ ETC sau sự ra đời của Luật Đấu thầu vừa được ban hành ngày 26/11/2013 vừa qua, theo đó nếu như thuốc trong nước đáp ứng được yêu cầu về giá và chất lượng thì nhà thầu sẽ không được chào thầu thuốc nhập khẩu.

Khuyến nghị đầu tư dài hạn DMC, IMP, DHG, DCL: Thị trường đánh giá rất cao nhóm cổ phiếu ngành Dược với triển vọng khả quan và tính chất phòng thủ của ngành này. Các cổ phiếu Dược có tiềm năng đã tăng giá rất mạnh từ đầu năm 2013 như IMP (+70%), DMC (+140%),

TRA (+102%), DHG (+104%)... Theo đánh giá của chúng tôi, một số cổ phiếu có triển vọng tốt như DMC, IMP, DHG, DCL là những cổ phiếu đáng giá để đầu tư trong dài hạn. DHG với nhà máy mới của mình vẫn sẽ giữ vững được vị trí đứng đầu trong các doanh nghiệp tân được nội địa về thị phần, công suất và chi phí thấp. IMP với định hướng sản phẩm thuốc chất lượng cao tập trung vào phân khúc khách hàng có thu nhập khá sẽ có kết quả tốt trong dài hạn. DCL đang trong quá trình tái cấu trúc quản lý và bán hàng với cam kết mạnh mẽ của bộ máy quản lý doanh nghiệp rất đáng để theo dõi. DMC với cổ đông chiến lược nước ngoài lớn có ảnh hưởng tại Nam Mỹ và Châu Phi sẽ có nhiều điều kiện để phát triển sản phẩm mới và mở rộng thị trường xuất khẩu.

Ngành Bất động sản

Diễn biến Q1.2014 **Tồn kho BĐS vẫn còn nhiều:** theo số liệu từ Bộ Xây Dựng, tính đến cuối tháng 2/2014, tổng giá trị tồn kho BĐS cả nước vào khoảng 92.690 tỷ đồng, giảm 1.768 tỷ đồng (tức -1,87%) so với thời điểm cuối năm 2013. Trong đó, tồn kho căn hộ chung cư: 19.210 căn, tương đương 30% tổng giá trị tồn kho; nhà thấp tầng: 13.516 căn, tương đương 26%; đất nền nhà ở: 9.119.001 m², tương đương 35,5%; đất nền thương mại: 2.001.904 m², tương đương 6,6%.

Tồn kho chủ yếu tập trung ở những khu vực xa trung tâm thành phố, điều kiện hạ tầng chưa đồng bộ, diện tích lớn, giá bán cao. Tồn kho giảm chủ yếu ở những căn hộ diện tích nhỏ, thuận tiện giao thông, hạ tầng kết nối đầy đủ, giá cả phải chăng. Tổng hợp kết quả năm 2013 của các DN BĐS đã niêm yết, trung bình hàng tồn kho (chủ yếu là BĐS để bán hoặc BĐS đang xây dựng) chiếm 40% tỉ trọng TTS. Do vậy, trong những tháng đầu năm nay, các chủ đầu tư vẫn đang **tập trung vào việc giải quyết hàng tồn kho hơn là tung sản phẩm mới.**

Theo nhiều chuyên gia BĐS đánh giá, thị trường BĐS đang ở vùng đáy, mức giá hiện tại được cho rằng đã quay trở về mức tương đương cách đây 6-7 năm. Do đó, **sự quan tâm của các nhà đầu tư và khách hàng có nhu cầu mua nhà thực sự đang dần được cải thiện** ở các hầu như tất cả các phân khúc sản phẩm BĐS. Trong những tháng đầu năm 2014, **lượng giao dịch tăng trưởng khá so với cùng kỳ năm trước, ở một số dự án, giá bán có sự tăng nhẹ trở lại.** Sự tăng giá xuất hiện ở các dự án có tiện ích đầy đủ và cơ sở hạ tầng hoàn thiện, vị trí đẹp.

Cập nhật kết quả kiểm toán năm 2013 Theo tổng hợp nhanh của VCBS, năm 2013, trên tổng số hơn 50 DN BĐS đang niêm yết, so với năm ngoài, **52% DN tăng trưởng về DT nhưng chỉ 41% DN tăng trưởng về LNST.**

Các DN tiêu biểu có kết quả tốt có thể kể tên là: **VIC** (DT tăng 132% yoy, LNST tăng 331% yoy); **ITA** (LNST tăng 165%); **KBC** (DT tăng 281%, LNST lãi 72 tỷ, năm ngoài lỗ 436 tỷ); **DIG** (LNST tăng 125%); **QCG** (DT tăng 334% yoy, LNST tăng 90% yoy); **SJS** (DT tăng 11,5 lần; LNST lãi 70 tỷ, năm ngoài lỗ 302 tỷ); **NVT** (LNST lãi 21 tỷ, năm ngoài lỗ 70 tỷ); **HQC** (DT tăng 45% yoy, LNST tăng 21% yoy); **NTL** (LNST tăng 30% yoy); **HDG** (DT tăng 6% yoy, LNST tăng 428% yoy); **DXG** (LNST tăng 43% yoy); **CLG** (DT tăng 159%, LNST tăng 169%); **TIG** (DT tăng 861%; LNST tăng 213%); **D2D** (LNST tăng 8% yoy) và **IDV** (DT tăng 106%, LNST tăng 107%).

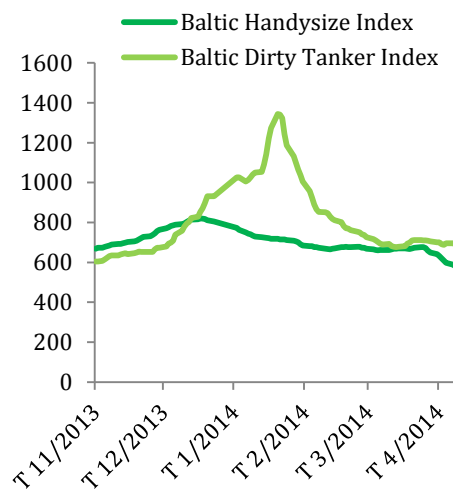
Trong số các DN trên thì VIC là DN có qui mô TTS và VDL cũng như VCSH lớn nhất; 5 DN có qui mô TTS trên 5.000 tỷ và VDL trên 1.000 tỷ là ITA, KBC, DIG, QCG, SJS; còn lại là các DN vừa và nhỏ.

Dự báo kết quả Q1.2014 Mặc dù thị trường đã sôi động hơn trong Q1.2014, tuy nhiên đặc thù ngành BĐS thường hạch toán, ghi nhận DT và LN tập trung vào cuối năm sau khi hoàn thành và bàn giao cho khách hàng các sản phẩm BĐS. Do đó, **VCBS dự báo kết quả kinh doanh Q1.2014 các DN ngành BĐS sẽ không có gì nổi trội và chưa phản ánh hết tiềm năng cũng như triển vọng cả năm của DN.**

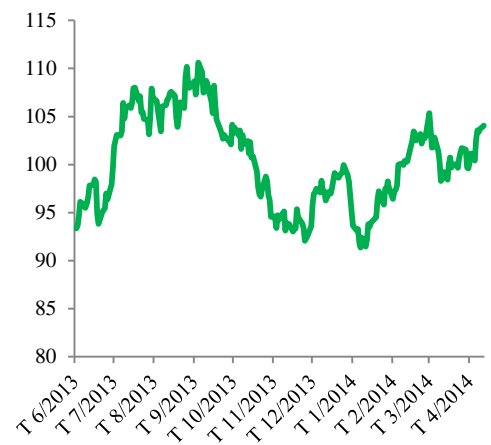
Triển vọng Q2.2014

Thị trường vẫn còn tồn tại nhiều khó khăn trong đó khó khăn lớn nhất là cung vẫn còn quá nhiều so với cầu. Do vậy, chúng tôi vẫn giữ quan điểm cho rằng thị trường chỉ thực sự sáng sủa hơn ở 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 và có giá bán dưới 20 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, chúng tôi cho rằng các DN BĐS có chiến lược đầu tư, định hướng tập trung cụ thể vào phân khúc sản phẩm và khách hàng nhất định, 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 sẽ là những DN có kết quả tốt. Các DN vay nợ nhiều, gánh nặng chi phí tài chính lớn và bán hàng chậm (tồn kho nhiều) sẽ là những DN tiếp tục có kết quả yếu kém. Một số mã chứng khoán BĐS đã niêm yết mà chúng tôi cho rằng có thể **xem xét MUA trong năm 2014 là VIC, HDG, DXG, BCI.**

Ngành Vận tải biển**Diễn biến Q1.2014****Chỉ số giá cước vận tải biển**

Nguồn: Lloyd's List Intelligence

Giá dầu thô

Nguồn: IEA

Doanh thu và lợi nhuận được cải thiện nhờ giá cước thuê tàu biển tăng và chi phí nhiên liệu giảm

Chỉ số giá cước vận tải biển hàng khô loại tàu cỡ nhỏ Baltic Handysize Index - BHSI (trọng tải 28.000 DWT) ở mức cao trên 800 điểm trong T12.2013, tăng gần 60% so với thời điểm giữa năm do nhu cầu vận chuyển quặng sắt của Trung Quốc và nông sản trên thế giới được dự báo tăng mạnh trong năm 2014. Đồng thời chỉ số giá cước tàu chở dầu Baltic Dirty Tanker Index - BDIY cũng đã đạt đỉnh 1.344 điểm vào T1.2014, mức cao nhất của chỉ số này kể từ năm 2011. Theo đó, doanh thu của các doanh nghiệp vận tải biển trong Q1 đã có sự tăng trưởng khá, đặc biệt là các công ty có tàu biển hoạt động theo chuyến. Cụ thể, trong Q1.2014 doanh thu của VOS tăng 4,1 tỷ đồng (+1% yoy), doanh thu của VST tăng 51 tỷ đồng (+25% yoy) và doanh thu của VNA tăng 6 tỷ đồng (+4% yoy).

Giá dầu thô sau khoảng thời gian tăng trên 105 USD/ thùng vào Q3 năm ngoái thì đã dần lắng dịu và duy trì ở mức 90-100 USD/ thùng trong các tháng kế tiếp bởi sự gia tăng mạnh của hoạt động khai thác dầu ở khu vực Bắc Mỹ cùng với việc nới lỏng những hạn chế nhập khẩu dầu từ Iran. Do đó, lợi nhuận hoạt động của các hãng tàu được cải thiện khi chi phí nguyên vật liệu sụt giảm (thường chiếm 30% - 40% tổng chi phí sản xuất kinh doanh).

Triển vọng Q2.2014

Triển vọng không tốt do chỉ số BHSI và BDIY giảm và giá dầu thô quay đầu tăng trở lại

Cả 2 chỉ số vận tải biển BHSI và BDIY đều đang có dấu hiệu đi xuống, quay lại mức trước khi tăng điểm và hiện tại đang lần lượt đạt 550 điểm và 650 điểm. Do giá cước thuê tàu có độ trễ nhất định so với chỉ số Baltic nên doanh thu của tàu biển hoạt động chuyển trong Q2 và Q3 được dự báo không còn cao như trước. Đồng thời giá dầu đã quay đầu tăng trở lại trên 100 USD/ thùng từ tháng 2 nên lợi nhuận sẽ sụt giảm. Dựa vào phân tích trên, chúng tôi nhận định rằng kết quả kinh doanh mảng vận tải biển trong Q2.2014 của các doanh nghiệp vận tải hàng khô như VOS, VST và VNA chưa thể hồi phục. Ngoài ra chi phí lãi vay vẫn đang là gánh nặng tương đối lớn nên khả năng các doanh nghiệp này chưa thể có được lợi nhuận.

Tuy nhiên đối với các công ty thường ký hợp đồng chở thuê định hạn trong thời gian dài như VTO, VIP, PVT thì sẽ ít chịu ảnh hưởng bởi sự thay đổi bất thường của giá cước trên thế giới cũng như giá xăng dầu (chi phí nguyên vật liệu sẽ được trả bởi đối tác thuê tàu định hạn) nên KQKD thường ổn định hơn. Chúng tôi cũng xin lưu ý rằng các công ty trong ngành, đặc biệt là các công ty vận tải hàng khô đang thua lỗ có khả năng có được nguồn thu bất thường từ việc thanh lý tàu biển đã cũ và hết khấu hao như trong kế hoạch trong thời gian tới. Do đó chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với PVT, VIP, VTO và **THEO DÕI** với VST, VNA, VOS

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 – 39 366 990

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)-39367518/19/20
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
