

# Báo cáo Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014



## *Lời nói đầu*

Trong nửa đầu 2014, nền kinh tế Việt Nam tiếp tục ghi nhận những bước tiến và thành công nhất định khi các chính sách bình ổn vĩ mô phát huy hiệu quả. Thị trường chứng khoán, theo đó, đã ghi nhận sự khởi sắc với những chuyển biến tích cực khi các chỉ số và thanh khoản đều tăng khá tốt so với thời điểm cuối năm 2013. Sự kiện Trung Quốc trái phép đặt giàn khoan trên vùng biển thuộc chủ quyền của Việt Nam hồi tháng 5 vừa qua đã làm thị trường chứng khoán biến động rất mạnh đồng thời cũng đẩy lên những lo ngại về ảnh hưởng tiêu cực tới nền kinh tế Việt Nam trong thời gian tới.

Cùng nhau nhìn lại nửa năm 2014 đã qua và dự báo cho kịch bản thị trường trong nửa năm còn lại 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 6 tháng cuối năm 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 nền kinh tế và 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](mailto:research@info.vcbs.com.vn)

Trân trọng !

**Phòng Phân tích - VCBS**

## Nội Dung

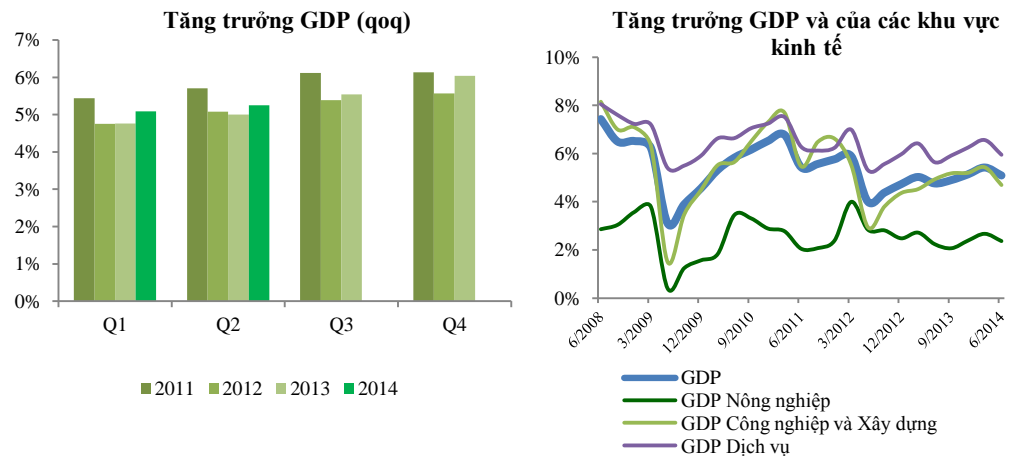
<b>KINH TẾ VĨ MÔ.....</b>	<b>3</b>
Đà hồi phục duy trì như kỳ vọng với động lực từ xuất khẩu, tâm điểm là các doanh nghiệp FDI. Tuy nhiên, nhiều rủi ro còn tồn tại.....	3
Sự ổn định được duy trì, lạm phát và tỷ giá trong tầm kiểm soát.....	7
Tỷ giá tăng 1% vào tháng 6, kỳ vọng sẽ duy trì sự ổn định trong nửa cuối năm 2014 .....	8
Thị trường tài chính - Lãi suất ổn định và được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm nhẹ, thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá tốt.....	9
Kinh tế - tài chính thế giới.....	12
 <b>THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN .....</b>	<b>15</b>
Xu hướng chung của thị trường.....	15
Cổ phiếu Dầu khí, Năng lượng, Xây dựng cơ sở hạ tầng và Xuất khẩu có thể trở thành tâm điểm trong 6 tháng cuối năm 2014. ....	18
Dòng vốn ngoại hoạt động vô cùng sôi nổi và tích cực, đặc biệt là trong tháng 5, kỳ vọng sẽ chứng lại trong Q3 và tích cực dần trở lại trong Q4.....	19
 <b>TRIỂN VỌNG MỘT SỐ NHÓM NGÀNH CHÍNH .....</b>	<b>22</b>
Ngành Ngân hàng .....	23
Ngành Bảo hiểm .....	25
Ngành Bất Động Sản .....	28
Ngành Xây dựng công trình .....	30
Ngành Thép .....	31
Ngành Nhựa.....	33
Ngành Sắt thép .....	36
Ngành Đường .....	39
Ngành Vận tải biển.....	40
Ngành Điện.....	42

# KINH TẾ VĨ MÔ

**GDP 6T2014 tăng 5,18% cao hơn mức tăng 4,9% của cùng kỳ 2013.**

**Đà hồi phục duy trì như kỳ vọng với động lực từ xuất khẩu, tâm điểm là các doanh nghiệp FDI. Tuy nhiên, nhiều rủi ro còn tồn tại**

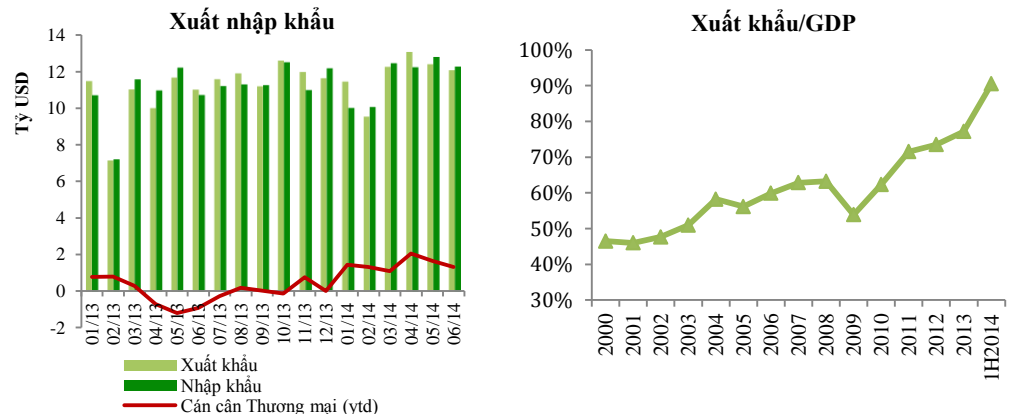
Tiếp nối đà hồi phục từ trong năm 2013, nền kinh tế trong nửa đầu năm 2014 duy trì sự ổn định và đà phục hồi dần. Trong đó, GDP trong Quý 1 tăng 5,09%, trong Quý 2 tăng 5,25%, tính chung 6 tháng đầu năm 2014, GDP tăng 5,18% cao hơn con số 4,9% của 6 tháng đầu năm 2013. Mặc dù vậy, **khu vực Dịch vụ vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong mức tăng trưởng chung của nền kinh tế** với mức tăng 6,01% (đóng góp 2,57 điểm phần trăm), trong khi đó khu vực Công nghiệp và xây dựng đóng góp 2,06 điểm phần trăm, còn lại là khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

**Xuất khẩu cải thiện nhờ khối FDI và là động lực quan trọng cho sự phục hồi của nền kinh tế.**

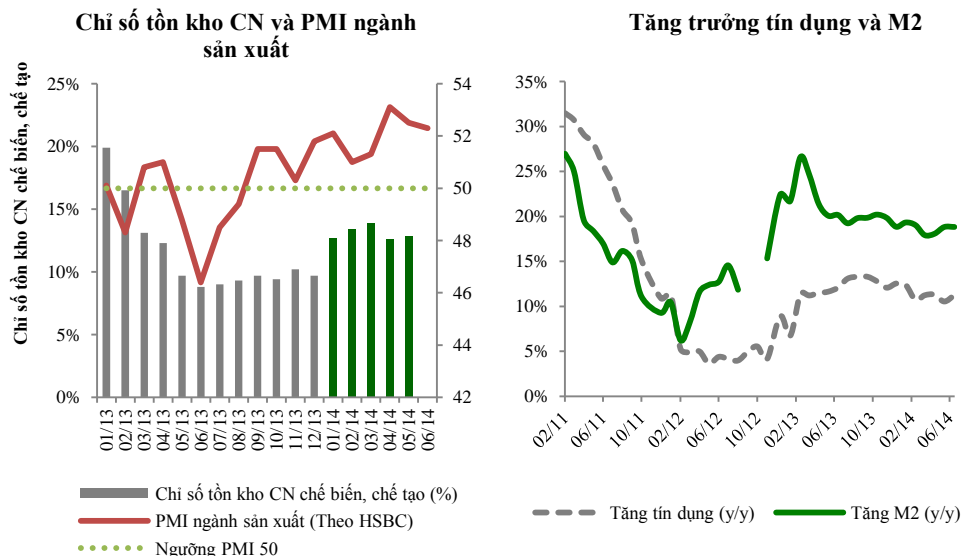
Trong nửa đầu năm 2014, Việt Nam ghi nhận xuất siêu 1,3 tỷ USD, trong đó kim ngạch nhập khẩu đạt 69,6 tỷ USD (+11% yoy) và kim ngạch xuất khẩu đạt 70,9 tỷ USD (+14,9%). Các mặt hàng được nhập khẩu nhiều tiếp tục là các nguyên phụ liệu phục vụ sản xuất gia công, lắp ráp như máy móc thiết bị, dụng cụ và phụ tùng, ..., trong khi các mặt hàng xuất khẩu chiếm tỷ trọng cao bao gồm điện thoại, linh kiện, hàng dệt may, điện tử, máy tính và linh kiện. Đóng góp đáng kể cho thương mại của Việt Nam vẫn đến từ khối các doanh nghiệp FDI khi chiếm 67,5% giá trị xuất khẩu (+16,6% yoy) và 56,5% giá trị nhập khẩu (+11,6% yoy). Tỷ lệ giá trị xuất khẩu/GDP trong 6 tháng đầu năm lên đến khoảng 91%, cao hơn đáng kể so với mức 77% của cả năm 2013. Theo đó có thể thấy **xuất khẩu tiếp tục là động lực quan trọng cho sự hồi phục của nền kinh tế 6 tháng đầu năm 2014 với đóng góp lớn từ khối FDI.**



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

### Lĩnh vực sản xuất cho thấy những cải thiện nhất định ...

Khu vực công nghiệp và xây dựng ghi nhận mức tăng 5,45%, cao hơn con số 5,19% của cùng kỳ năm 2013. Chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 5,8% (ytd) cũng cho thấy sự cải thiện so với mức 5,3% của 6 tháng đầu năm 2013 với đóng góp chính từ ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo (tăng 7,8%, cao hơn đáng kể so với con số 6,1% cùng kỳ 2013). Thêm vào đó, chỉ số PMI tháng 6 của Việt Nam, theo HSBC đạt 52,3 điểm, ghi nhận tháng thứ 10 liên tiếp trên ngưỡng 50 với sự cải thiện của sản lượng đầu ra và số đơn đặt hàng mới. Điều này cho thấy lĩnh vực sản xuất đang trên đà mở rộng.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

... nhưng có sự phân hóa. Các doanh nghiệp trong nước còn gặp nhiều khó khăn. Cầu đầu tư chỉ phục hồi ở mức vừa phải.

Chúng tôi nhìn nhận rằng sự phục hồi lĩnh vực sản xuất không đồng đều và có sự phân hóa. Các doanh nghiệp xuất khẩu, phần lớn thuộc khối FDI, tỏ ra nổi trội do được hưởng lợi từ sự phục hồi của các nền kinh tế lớn trên thế giới như Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản. Thêm vào đó, cũng cần lưu ý thêm rằng với việc vốn FDI trong những năm gần đây chủ yếu tập trung cho ngành Công nghiệp chế biến chế tạo (chiếm khoảng 70% tổng vốn FDI đăng ký) thì mức tăng 7,8% như kể trên của ngành này cũng có đóng góp không nhỏ của khối FDI.

Trong khi đó, các doanh nghiệp trong nước vẫn đang rất khó khăn thể hiện qua:

- Tăng trưởng tín dụng tính đến cuối tháng 6 chỉ đạt 3,52% (ytd), thấp hơn nhiều so với con số 4,7% của cùng kỳ 2013. Trong đó, tín dụng ngoại tệ tăng đến 12,03% còn tín dụng bằng VND chỉ tăng 2,17%. Cũng cần lưu ý rằng, theo quy định hiện hành, các doanh nghiệp tiếp cận được tín dụng ngoại tệ chủ yếu phải có nguồn cung ngoại tệ đối ứng, chủ yếu là các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, trong khi đó các doanh nghiệp còn lại, đặc biệt là các doanh nghiệp với thị trường nội địa, đa số chỉ có thể tiếp cận tín dụng tiền đồng. Như vậy, sự chênh lệch rõ rệt của hai con số tăng tín dụng cũng là một yếu tố cho thấy sự phân hóa trong lĩnh vực sản xuất. Việc tín dụng chưa được đẩy mạnh trong bối cảnh lãi suất tiếp tục xu hướng giảm có thể do nhu cầu đi vay của doanh nghiệp chưa có nhiều chuyển biến trong 6 tháng đầu năm. Theo báo cáo kết quả điều tra xu hướng kinh doanh của doanh nghiệp năm 2014 của Tổng cục thống kê (tiến hành từ ngày 01/01/2014 đến 30/04/2014 trên 8.100 doanh nghiệp), 50,5% số doanh nghiệp được khảo sát không vay vốn ngân hàng với nguyên nhân chủ yếu là không có nhu cầu vay.
- Tình trạng tồn kho ở mức cao vẫn chưa được giải quyết khi tỷ lệ tồn kho bình quân 5 tháng đầu năm nay ở mức 77,7%, tăng so với con số 74,5% của cùng kỳ 2013 và vẫn cao hơn nhiều so với mức bình thường 65%.

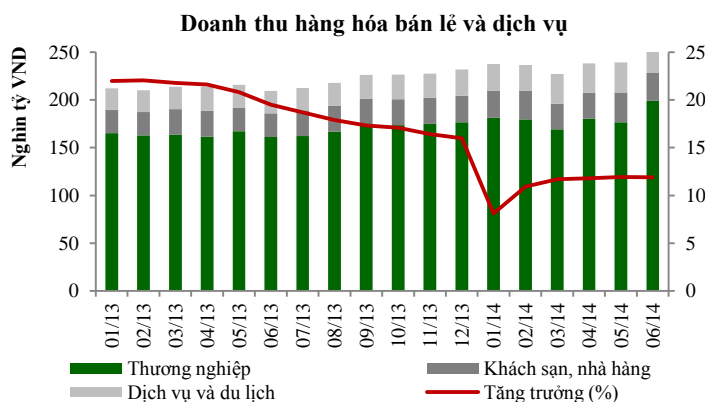


- Chi phí đầu vào tăng do ảnh hưởng của việc điều chỉnh tỷ giá, giá xăng dầu, ..., trong khi rất khó để tăng giá cả đầu ra do sức cầu trong nước yếu.

Theo đó, chúng tôi đánh giá cầu đầu tư chỉ hồi phục ở mức vừa phải.

### Cầu tiêu dùng phục hồi yếu

Về cầu tiêu dùng, tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 6 tháng đầu năm chỉ ghi nhận mức tăng khiêm tốn 10,7% (yoy) (nếu loại trừ yếu tố giá tăng 5,7%), thấp hơn con số 11,9% của cùng kỳ năm 2013 và cũng chỉ bằng một nửa so với mức trung bình khoảng 20% trong giai đoạn sức cầu được đánh giá có tăng trưởng tốt vào những năm 2011 trở về trước. Con số này kết hợp với mức tăng CPI thấp chỉ 4,98% (yoy) (sẽ được đề cập chi tiết ở phần sau) cho thấy sức cầu trong nước khá yếu, người dân vẫn đang có xu hướng tiết kiệm chi tiêu.

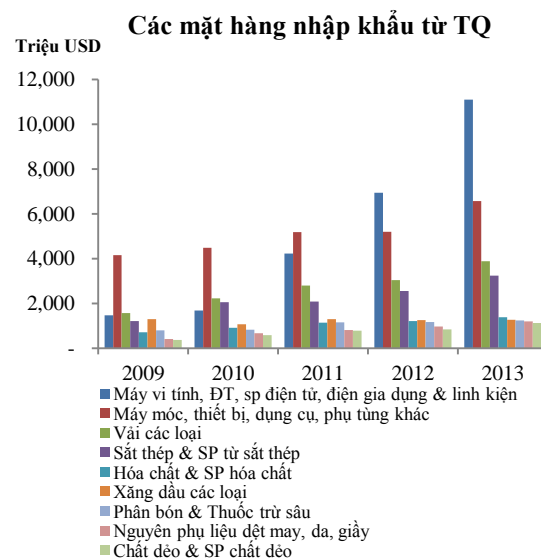
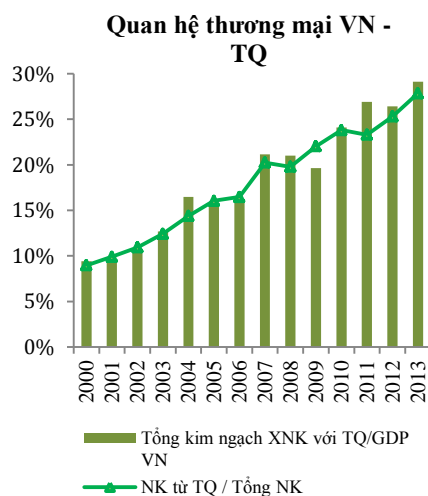


Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

**Căng thẳng ở biển Đông kết hợp với việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc là một rủi ro cần xem xét do có thể tác động xấu lên nền kinh tế Việt Nam trong trung và dài hạn.**

Nền kinh tế Việt Nam được đánh giá có độ mở tương đối lớn và tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu. Hiện nay các nền kinh tế lớn trên thế giới như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản đã cho thấy những chuyển biến tích cực nhất định đồng thời vẫn đang duy trì các biện pháp kích thích kinh tế (sẽ được trình bày chi tiết hơn trong phần [Kinh tế - tài chính thế giới](#)). Đây là yếu tố thuận lợi, được kỳ vọng sẽ hỗ trợ cho đà tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam trong bối cảnh tổng cầu trong nước phục hồi yếu.

Cũng cần phải lưu ý thêm rằng, như đã đề cập trong Báo cáo Kinh tế vĩ mô Tháng 5, quan hệ thương mại song phương giữa Việt Nam và Trung Quốc là khá lớn.



Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

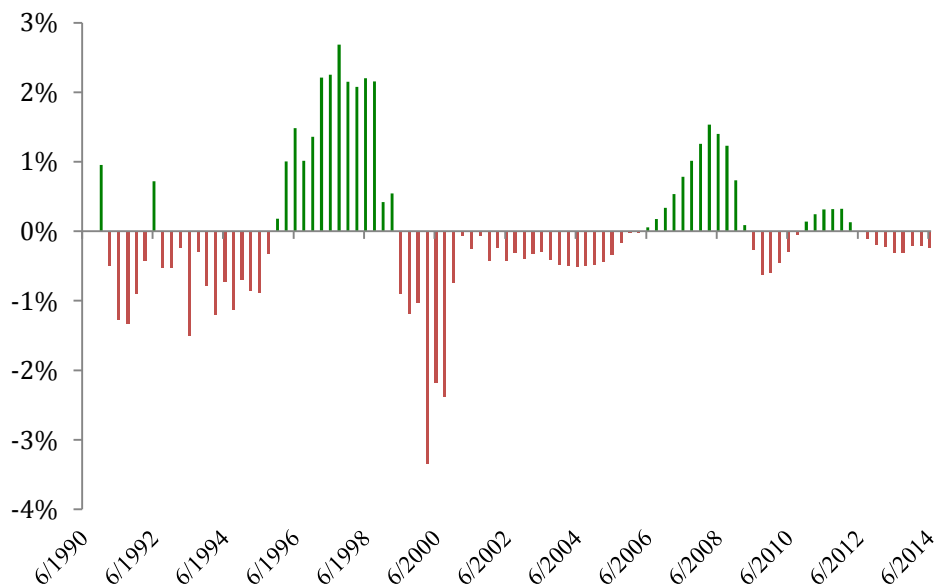
Hiện tại, **Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam và kim ngạch xuất khẩu vẫn đang có xu hướng tăng nhanh.** Trong 6 tháng đầu năm, giá trị nhập khẩu từ Trung Quốc lên đến 20,4 tỷ USD, chiếm hơn 29% tổng kim ngạch nhập khẩu và tăng 21,1% so với cùng kỳ 2013. Trong khi đó về xuất khẩu, Trung Quốc vươn lên đứng thứ 4 về thị trường xuất khẩu của Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu đạt 7,4 tỷ USD, tăng mạnh 20,8% so với cùng giai đoạn 2013.

Có thể thấy nền kinh tế Việt Nam chịu nhiều ảnh hưởng từ nền kinh tế Trung Quốc. Do căng thẳng ở biển Đông mới bùng nổ vào cuối Quý 2 nên rất có thể tác động xấu của vụ việc này chưa được phản ánh cũng hết và vẫn cần thêm thời gian để quan sát, đánh giá. Theo đó, không thể loại trừ khả năng sự giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc và căng thẳng chính trị Việt - Trung với tâm điểm là vụ việc biển Đông sẽ tác động xấu lên nền kinh tế Việt Nam và điều này có thể sẽ dần bộc lộ rõ hơn từ cuối Quý 3 trở đi.

#### **GDP dự báo sẽ tăng 5,5%-5,6% trong năm 2014**

Chúng tôi cho rằng nền kinh tế trong nửa đầu năm 2014 đã duy trì sự ổn định và đà phục hồi dần nhưng cũng chỉ như kỳ vọng trước đó. Tuy nhiên sự bất phá chưa đến và nền kinh tế vẫn đang trong quá trình tự điều chỉnh ở vùng thấp theo chu kỳ kinh tế. Trong nửa cuối năm 2014, lĩnh vực sản xuất với tâm điểm là các doanh nghiệp có yếu tố xuất khẩu, nhất là khối FDI, được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực hỗ trợ cho tăng trưởng nhờ cầu ngoại được dự báo sẽ cải thiện. Tuy nhiên, nhiều khó khăn và vấn đề vẫn còn tồn tại, như quá trình tái cơ cấu Ngân hàng, xử lý nợ xấu và tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước chưa có nhiều tiến triển, tăng trưởng tín dụng thấp, sức cầu trong nước yếu và đặc biệt là căng thẳng ở biển Đông, sẽ là những rào cản không nhỏ cho đà tăng trưởng. Do vậy, **chúng tôi kỳ vọng GDP Q3 cải thiện vừa phải từ mức 5,25% của Quý 2 lên 5,6% tương ứng mức tăng khoảng 5,3% cho 9T.2014. Tăng trưởng GDP cả năm 2014 được dự báo sẽ vào khoảng 5,5%-5,6%.** Tuy nhiên, do tầm ảnh hưởng của thương mại với Trung Quốc lên nền kinh tế sau sự kiện biển Đông khó có thể định lượng được hết nên chúng tôi vẫn cần quan sát thêm Quý 3 sắp tới để có thể đưa ra một bức tranh toàn cảnh và rõ ràng hơn về nền kinh tế trong năm 2014.

#### **GDP theo chu kỳ kinh tế**

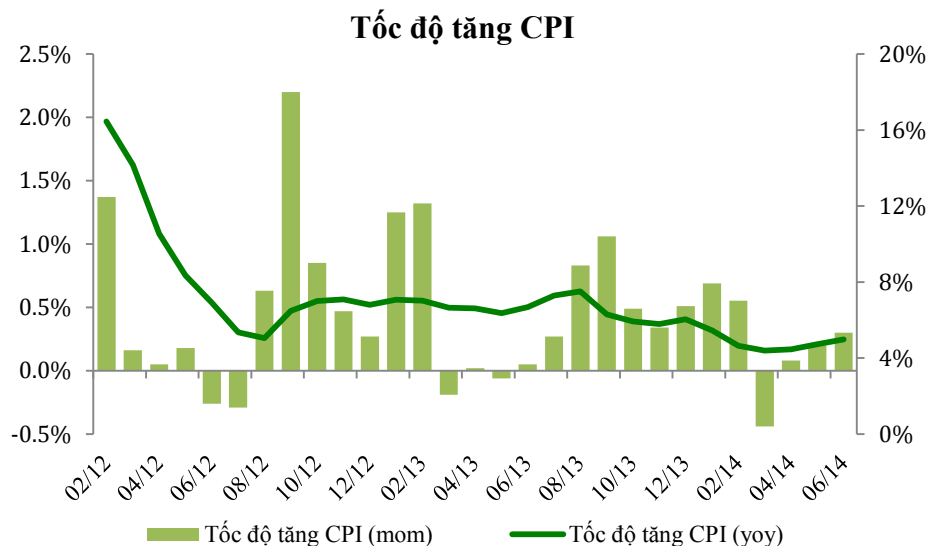


Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

## Sự ổn định được duy trì, lạm phát và tỷ giá trong tầm kiểm soát

**Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)  
Quý 2 tăng 4,98% (yoy). CPI  
Quý 3 dự báo tăng 4,5% và cả  
năm tăng khoảng 4,6%-4,7%.**

Sau khi đã được kiểm soát tốt trong năm 2013, lạm phát trong nửa đầu năm 2014 tiếp tục ghi nhận mức tăng khá thấp. Trong đó đáng chú ý nhất là việc CPI trong tháng 1 và tháng 2 (hai tháng chịu ảnh hưởng của dịp Tết) đều ghi nhận theo tháng chưa đến 0,7% (mom). Sau đó, CPI trong tháng 3 ghi nhận mức giảm đáng kể 0,44% (mom) trước khi tăng nhẹ dần trở lại trong 3 tháng của Quý 2. CPI tháng 6 ghi nhận mức tăng nhẹ 0,3% (mom), tương ứng 4,98% (yoy) và chỉ 1,38% (ytd) thấp nhất trong vòng 13 năm trở lại đây. Đóng góp chính cho mức tăng của rô chỉ số đến từ nhóm Nhà ở và vật liệu xây dựng (+0,61%) và nhóm Thuốc và dịch vụ y tế (+0,74%), do việc tăng mạnh giá Dịch vụ y tế ở thành phố Hồ Chí Minh.



*Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp*

Lạm phát tăng thấp trong nửa đầu năm 2014 một phần là do nỗ lực kiểm soát mặt bằng giá cả và điều tiết tốt cung tiền (M2 chỉ tăng 18,51% trong năm 2013) của Chính phủ và NHNN nhưng phần khác, mà theo chúng tôi là nguyên nhân chủ yếu, đến từ sức cầu trong nước phục hồi yếu. Trong bối cảnh đó, **chúng tôi kỳ vọng rằng diễn biến của lạm phát trong nửa cuối năm 2014 vẫn sẽ phụ thuộc nhiều vào việc điều chỉnh giá của các mặt hàng thiết yếu**, đặc biệt là do nhà nước quản lý như xăng dầu, dịch vụ y tế (DVYT), giáo dục, điện, nước, ...

Việc điều chỉnh tỷ giá 1% và hai lần tăng giá xăng vào cuối tháng 6 và đầu tháng 7 được chúng tôi đánh giá là ít có tác động lên CPI trong các tháng tới (điều chỉnh giá xăng có khả năng khiến CPI tháng 7 tăng thêm 0,05%) nhưng có thể sẽ có tác động xấu lên tổng cung do sẽ đẩy chi phí đầu vào tăng trong khi việc tăng giá đầu ra trong bối cảnh cầu yếu là không đơn giản. Theo đó, chúng tôi dự báo **CPI tháng 7 sẽ chỉ tăng nhẹ khoảng 0,1%-0,2% (mom) tương ứng mức tăng 4,8%-4,9% (yoy)**. Trong các tháng tiếp theo, mức tăng của CPI theo cùng kỳ (yoy) được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm do (1) Hà Nội đề trình tiếp tục tăng giá DVYT nhưng mức tăng (khoảng 20%) sẽ không nhiều như tháng 8 năm 2013 (tăng gấp đôi) và (2) lộ trình tăng giá Dịch vụ Giáo dục sẽ tiếp tục diễn ra ở các tỉnh thành nhưng không mạnh và đột biến như năm 2013, đặc biệt là ở TP. Hồ Chí Minh. **CPI Quý 3 được kỳ vọng sẽ vào khoảng 4,5% và chúng tôi cũng hạ dự báo tỷ lệ lạm phát cả năm 2014 về mức 4,6%-4,7%.**



## Tỷ giá tăng 1% vào tháng 6, kỳ vọng sẽ duy trì sự ổn định trong nửa cuối năm 2014

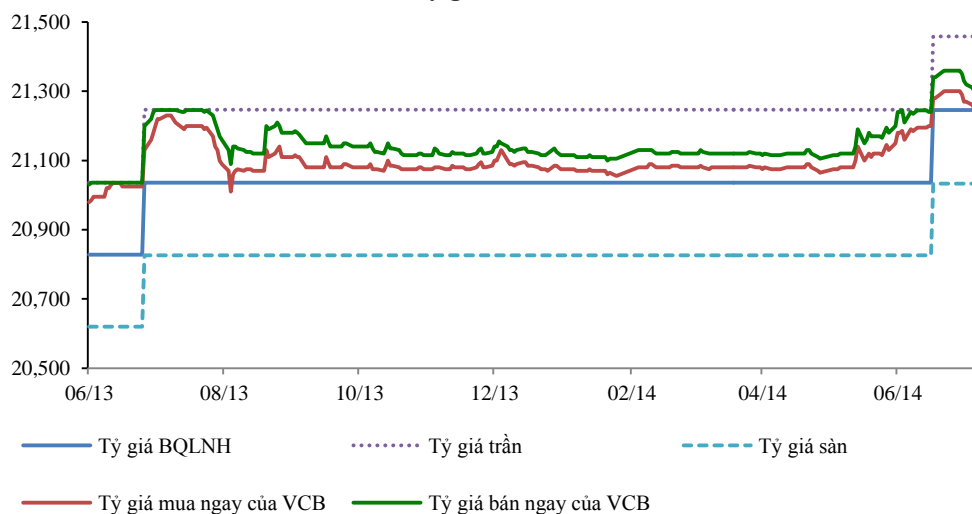
**Tỷ giá được điều chỉnh tăng 1% sau khi có dấu hiệu nóng lên từ tháng 5 trước ảnh hưởng của vụ việc biển Đông. Thị trường ngoại hối và tỷ giá sau đó đã dần ổn định trở lại. Kỳ vọng rằng tỷ giá sẽ không điều chỉnh thêm trong phần còn lại của năm.**

Sau gần 1 năm duy trì tỷ giá liên ngân hàng ở mức 21.036 VND/USD, NHNN đã quyết định tăng tỷ giá liên ngân hàng thêm 1% lên 21.246 VND/USD từ ngày 19/6/2014. Động thái này được nhìn nhận như một biện pháp can thiệp nhằm bình ổn thị trường trong bối cảnh tỷ giá tại các NHTM tăng kịch trần kể từ sau sự kiện biển Đông bất ngờ bùng nổ vào tháng 5.

Những căng thẳng về tỷ giá sau sự kiện biển Đông có thể lý giải bởi một số nguyên nhân chính như sau:

- Yếu tố tâm lý và kỳ vọng của thị trường về việc tỷ giá sẽ được điều chỉnh thúc đẩy các NHTM đảm bảo và duy trì trạng thái dương ngoại tệ, từ đó gia tăng áp lực cho cầu ngoại tệ.
- Vào đầu tháng 6, một số ngân hàng lớn còn chịu áp lực rút USD của một doanh nghiệp lớn để phục vụ nhu cầu hoạt động kinh doanh.
- Thanh khoản bằng ngoại tệ chịu áp lực khi tín dụng ngoại tệ tăng trưởng mạnh 12,03% trong 6 tháng đầu năm 2014, trái ngược với xu hướng giảm trong năm 2012 và 2013 trước đó.

**Tỷ giá USD/VND**



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

### **Chúng tôi kỳ vọng thị trường ngoại hối sẽ duy trì sự ổn định trong nửa cuối năm 2014.**

Điều này thể hiện trước hết ở quyết tâm cũng như các động thái nhất quán từ phía NHNN trong suốt thời gian qua. Đáng chú ý là sau khi tăng tỷ giá 1%, vào ngày 25/06, tỷ giá bán của Sở Giao dịch NHNN niêm yết ở mức 21.400 VND/USD, thấp hơn mức trần 21.458 VND/USD, trong khi vào những lần điều chỉnh trước, tỷ giá bán thường được niêm yết tại mức trần. Điều này có thể xem như một tín hiệu khá rõ từ phía cơ quan quản lý trong việc định hướng tỷ giá và thị trường ngoại hối. Như đã đề cập trong các báo cáo trước, chúng tôi cho rằng NHNN hiện vẫn có nhiều dư địa cũng như các biện pháp để có thể can thiệp nhằm đảm bảo sự ổn định của thị trường khi cần thiết.

Chúng tôi cho rằng cung cầu ngoại tệ từ nay đến cuối năm tương đối cân bằng và trong tầm kiểm soát của NHNN. Về cuối năm cầu tín dụng có thể tăng lên theo nhu cầu của các doanh

ng nghiệp để thanh toán cho các đơn hàng nhập khẩu phục vụ sản xuất. Tuy nhiên cán cân thương mại được kỳ vọng sẽ tiếp tục thặng dư với điểm sáng từ các doanh nghiệp xuất khẩu, nhất là khối FDI. Thêm vào đó, cung ngoại tệ được đánh giá sẽ vẫn ổn định với (1) vốn FDI giải ngân duy trì xu hướng tăng và đạt 5,75 tỷ USD (+0,9% yoy) và (2) dự trữ ngoại hối đạt mức kỷ lục 35 tỷ USD, đảm bảo trên 12 tuần nhập khẩu. **Theo đó, nếu không có những diễn biến bất ngờ, đặc biệt là căng thẳng chính trị Việt – Trung với tâm điểm là sự kiện biển Đông không có chuyển biến xấu thêm, thì áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới là khá thấp và chúng tôi kỳ vọng rằng tỷ giá sẽ không điều chỉnh trong phần còn lại của năm.**

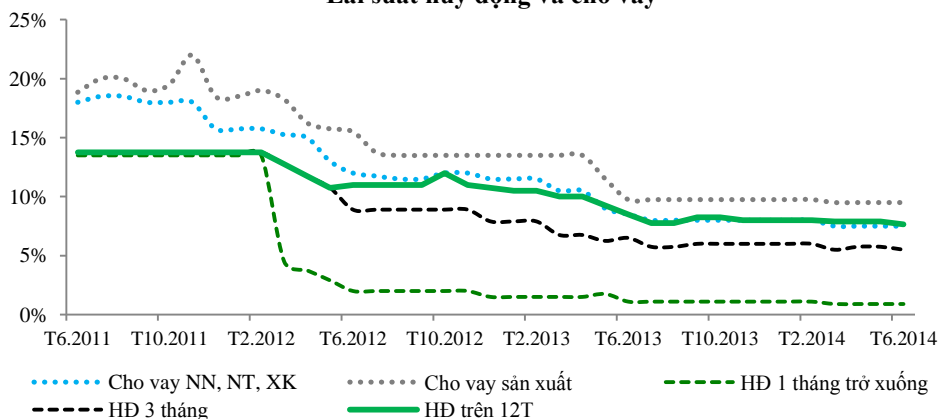
## Thị trường tài chính - Lãi suất ổn định và được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm nhẹ, thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá tốt

**Lãi suất huy động và cho vay ổn định và giảm nhẹ. NHNN hạ các lãi suất chủ chốt. Lãi suất huy động được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm nhẹ khoảng 0,5%.**

Trong nửa đầu năm 2014, lãi suất huy động và cho vay khá ổn định và có xu hướng giảm nhẹ. Sau hai lần điều chỉnh giảm trong năm 2013, vào cuối Quý 1.2014, NHNN đã tiếp tục giảm các mức lãi suất chủ chốt. Cụ thể, trần lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn xuống còn 6%/năm so với mức 7%/năm, lãi suất tái cấp vốn cũng được hạ xuống mức 6,5%/năm so với mức 7%/năm, lãi suất tái chiết khấu giảm từ 5%/năm xuống 4,5%/năm, lãi suất huy động ngoại tệ USD cũng giảm xuống mức 1%/năm, và trần lãi suất cho vay với 5 lĩnh vực ưu tiên cũng giảm từ 9% xuống 8%/năm. Với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ sự phục hồi và tăng trưởng của nền kinh tế, quyết định điều chỉnh giảm lãi suất như kể trên của NHNN là khá hợp lý trong bối cảnh (1) lạm phát được kiểm soát tốt ở mức thấp, như đã trình bày ở phần trên, và (2) thanh khoản hệ thống đang khá tốt trong khi tăng trưởng tín dụng chưa được đầy mạnh.

Đến cuối tháng 6, mặt bằng lãi suất huy động ghi nhận mức giảm nhẹ từ 0,5%-1,5%/năm so với cuối năm 2013. Lãi suất huy động dưới 6 tháng của các NHTM dao động trong khoảng 5%-6%/năm, trong khi đó tại các kỳ hạn trên 6 tháng, lãi suất trong khoảng 6%-8,3%/năm, tuy nhiên, ở nhóm các ngân hàng lớn, lãi suất kỳ hạn dài 12 tháng đều phổ biến ở mức 7%/năm. Cùng với đà giảm của lãi suất huy động, lãi suất cho vay cũng được điều chỉnh giảm từ 0,5%-1,5%/năm, phổ biến ở các mức 7%-10%/năm cho các kỳ hạn ngắn và 10%-12%/năm cho các kỳ hạn dài. Đáng chú ý, trong bối cảnh thanh khoản hệ thống ngân hàng khá tốt và cầu tín dụng tương đối yếu, một số NHTM áp dụng mức lãi suất cho vay ưu đãi chỉ 6%-7%/năm cho một số doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, phương án sản xuất kinh doanh hiệu quả.

**Lãi suất huy động và cho vay**



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Với (1) kỳ vọng lạm phát 2014 ở mức thấp 4,6%-4,7%, (2) thanh khoản hệ thống ngân hàng khá tốt nhưng (3) tín dụng tăng trưởng thấp, đặc biệt là tín dụng bằng VND, **mặt bằng lãi suất huy động trong 6 tháng cuối năm được dự báo nhiều khả năng sẽ tiếp tục ổn định và có chiều hướng giảm nhẹ với mức giảm khoảng 0,5%/năm**. Nếu lãi suất huy động, đầu vào của các ngân hàng, được điều chỉnh giảm thì nhiều khả năng lãi suất cho vay cũng sẽ giảm theo sau đó khoảng vài tháng.

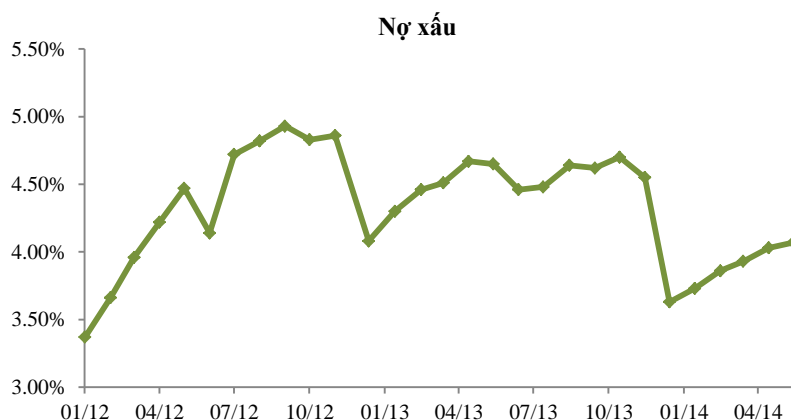
Cũng cần lưu ý thêm rằng, tuy mặt bằng lãi suất được dự báo sẽ có chiều hướng giảm nhẹ nhưng việc đẩy nhanh tín dụng ra nền kinh tế một cách hiệu quả với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 12% vẫn sẽ rất khó khăn do rào cản chính của điều này không phải đến từ việc lãi suất chưa ở mức hợp lý mà chủ yếu vì (1) quá trình giải quyết nợ xấu chưa có nhiều tiến triển và (2) sức hấp thụ vốn của nền kinh tế, đặc biệt là lòng tin của khu vực tư nhân, còn yếu.

**Nợ xấu có xu hướng tăng trở lại. Hoạt động của VAMC chưa được đẩy mạnh như kỳ vọng. NHNN ban hành thông tư 09/2014/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư 02/2013/TT-NHNN**

Tỷ lệ nợ xấu của các NHTM có xu hướng tăng trở lại trong 6 tháng đầu năm 2014. Cụ thể, từ mức 3,61% cuối năm 2013, tỷ lệ này tăng dần lên 3,73% trong tháng 1/2014, 3,86% trong tháng 2/2014 và đến cuối tháng 5/2014, tỷ lệ nợ xấu đã lên đến con số 4,07%.

Việc nợ xấu tăng lên trước hết cũng là do (1) tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm thấp trong khi (2) tình hình tài chính của các doanh nghiệp không có nhiều khởi sắc trong bối cảnh kinh tế chỉ hồi phục ở mức vừa phải và (3) quá trình giải quyết nợ xấu, mà cụ thể là hoạt động của VAMC, chưa được đẩy mạnh như kỳ vọng.

Tính đến cuối tháng 6, VAMC mới thêm được khoảng 11.414 tỷ đồng nợ xấu, một con số khá khiêm tốn so với kế hoạch mua từ 70.000 – 100.000 tỷ đồng nợ xấu trong cả năm 2014. Trong khi đó, việc giải quyết đầu ra vẫn vướng phải những rào cản nhất định từ hành lang pháp lý. Gần đây nhất, Quốc hội thông qua Luật Phá sản (sửa đổi) và loại bỏ một số quy định dự kiến bổ sung vào Luật Kinh doanh bất động sản. Các quy định được kỳ vọng sẽ xuất hiện trong hai văn bản luật này đã không được thông qua khiến cho việc tiếp cận cũng như cơ hội mua nợ của các nhà đầu tư nước ngoài của VAMC vẫn khá khó khăn và phức tạp, đặc biệt là những khoản nợ xấu liên quan đến bất động sản. Theo đó, VAMC dù rất muốn bán nợ cho các tổ chức nước ngoài nhằm khơi thông dòng vốn nhưng cũng không thể đẩy nhanh được đầu ra.



Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Trong bối cảnh nợ xấu vẫn là một bài toán khó giải của các ngân hàng, NHNN cũng đã ban hành thông tư 09/2014/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư 02/2013/TT-NHNN theo hướng chưa thực hiện một số quy định về phân loại tín dụng. Trong đó, có một số điểm chính đáng lưu ý như sau:

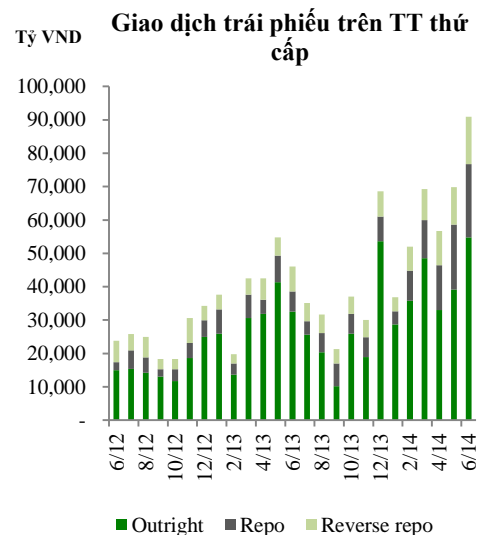
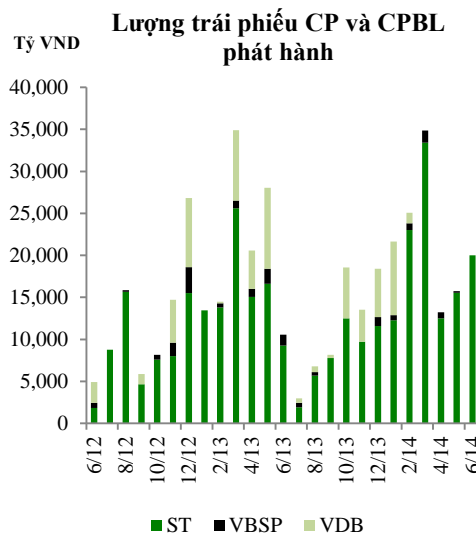
- Lùi thời hạn áp dụng quy định các TCTD “phải sử dụng kết quả phân loại nhóm nợ do CIC cung cấp” đến hết 31/12/2014.

- Bổ sung quy định: trường hợp các khoản nợ vi phạm pháp luật hoặc các khoản nợ phải thu hồi theo quyết định của thanh tra được phân loại vào các nhóm có mức độ rủi ro khác nhau thì TCTD phải áp dụng mức độ rủi ro cao nhất. Các khoản nợ thuộc đối tượng này tối thiểu được phân loại vào nhóm 3, đồng nghĩa với việc xem là nợ xấu.
- Bổ sung quy định cho phép các TCTD được cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ như trước khi cơ cấu. Quy định này có hiệu lực kể từ ngày 20/3/2014 đến 01/04/2015.

Chúng tôi đánh giá, ảnh hưởng chung của những điều chỉnh này là tích cực đối với triển vọng của lĩnh vực ngân hàng trong ngắn hạn, cụ thể là năm 2014. Tuy nhiên, nó cũng đồng thời cho thấy ngành ngân hàng Việt Nam còn rất nhiều việc phải làm trong năm 2014.

**Thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp diễn ghi nhận những diễn biến tích cực và sôi động trong 6 tháng đầu năm. Sự sôi động được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì trong nửa cuối năm 2014.**

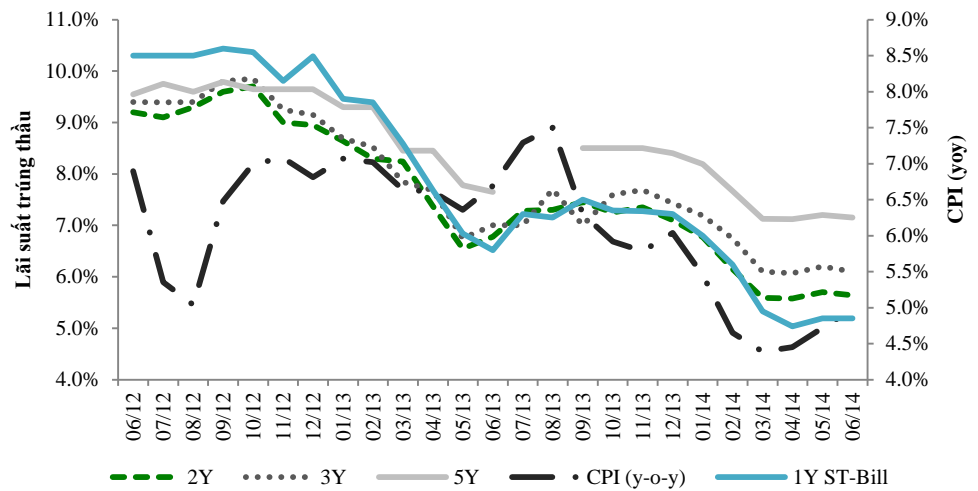
Trải qua Quý 1 khá sôi động, thị trường trái phiếu sơ cấp trong Quý 2 có phần chững lại với tổng cộng 48.987 tỷ đồng (-39,9% qoq, -17,2% yoy) trái phiếu Kho bạc Nhà nước và Chính phủ bảo lãnh được phát hành. Trong khi đó, thị trường thứ cấp trong Quý 2 tiếp tục ghi nhận sự bùng nổ với mức giao dịch cao kỷ lục, đạt 220.247 tỷ đồng (+37,85% qoq, +43,87% yoy).



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Lãi suất trúng thầu (LSTT) của TPKBNN dao động trong biên hẹp trong quý 2. LSTT các kỳ hạn 2Y, 3Y và 5Y hiện ở các mức 5,64% (+5 bps), 6,1% (0 bps) và 7,15% (+2 bps). Trong khi đó trên thị trường thứ cấp, lợi suất trái phiếu có sự phân hóa giữa các kỳ hạn. Nhìn chung, lợi suất ngắn và trung hạn tăng trong tháng 5 và giảm trong tháng 6. Đối với kỳ hạn 1Y, việc nâng tỷ giá và lãi suất tín phiếu NHNN đã gây áp lực lên lợi suất. Mặt khác, định hướng phát hành kỳ hạn dài nhiều hơn của BTC đã đẩy lợi suất 10Y và 15Y tăng lên.

Lãi suất trúng thầu và CPI



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Vào nửa cuối năm, chúng tôi lưu ý đến các yếu tố có thể ảnh hưởng đến biến động lãi suất như sau. (1) CPI có thể giảm từ 4,98% yoy trong tháng 6 về 4,5% yoy trong quý 3 và tăng lên 4,6%-4,7% yoy trong quý 4, điều này có thể sẽ đặt nền tảng cho xu hướng giảm của lợi suất. (2) Việc hạ lãi suất huy động có thể sẽ hỗ trợ các tổ chức tín dụng tích cực đầu tư trái phiếu. (3) Tín dụng sẽ không có nhiều chuyển biến đáng kể cho đến cuối năm. (4) 62.969 tỷ đồng trái phiếu và tín phiếu đáo hạn trong nửa cuối năm nhiều khả năng sẽ được tái đầu tư. Sau khi cân nhắc đến các yếu tố liên quan, lợi suất trái phiếu có thể sẽ giảm nhẹ trong quý 3 và đi ngang trong quý 4.

**NHNN hút ròng 18.038 tỷ đồng trên OMO trong Quý 2. Thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá tốt.**

**Trên thị trường mở, NHNN đã hút ròng 18.038 tỷ đồng tỷ đồng trong Quý 2.** Theo đó, thặng dư của hoạt động reverse repo là 410 tỷ đồng và lượng tín phiếu NHNN chưa đáo hạn đạt 191.252 tỷ đồng. Khối lượng giao dịch reverse repo giảm từ 74.498 tỷ đồng trong quý 1 về 10.490 tỷ đồng trong quý 2 trong khi lãi suất ổn định ở mức 5%. Điều này cho thấy thanh khoản của hệ thống ngân hàng vẫn khá tốt.

Lãi suất VND liên ngân hàng tăng trong khi lãi suất USD liên ngân hàng ổn định. Đáng chú ý, việc nâng lãi suất tín phiếu NHNN đã ảnh hưởng đến lãi suất VND liên ngân hàng. Nếu lãi suất tín phiếu NHNN được duy trì ở mức hiện tại, lãi suất VND liên ngân hàng khó có thể quay trở lại vùng đáy hồi tháng 3 và tháng 4 trong ngắn hạn. Mặt khác, việc điều chỉnh tăng tỷ giá có vẻ như không ảnh hưởng đến thị trường USD liên ngân hàng khi mà lãi suất và khối lượng giao dịch đều ở mức bình thường.

Chúng tôi tin rằng **trong thời gian tới, NHNN sẽ tiếp tục linh hoạt trong việc điều hành thị trường thông qua các công cụ tiền tệ nhằm đảm bảo và duy trì sự ổn định.**

## Kinh tế - tài chính thế giới

### Mỹ

**Nền kinh tế lớn nhất thế giới phục hồi mạnh.**

Nền kinh tế Mỹ phát đi những tín hiệu phục hồi mạnh mẽ trong Q2 sau khi chứng kiến đà suy giảm trong Q1.2014. Theo các số liệu điều chỉnh của Bộ Thương mại Mỹ, GDP Q1.2014 suy giảm 2,9%, ghi nhận quý có hiệu quả hoạt động kinh tế tệ nhất trong vòng 5 năm qua. Tuy nhiên, sự suy giảm này chủ yếu là do thời tiết mùa đông rất khắc nghiệt vào đầu năm nay.

Bước sang Q2, Mỹ nhanh chóng chuyển mình với các số liệu kinh tế được cải thiện đáng kể và



về gần hơn với mức mục tiêu. Cụ thể, chỉ số giá tiêu dùng cá nhân (PCE) liên tục tăng dần và ghi nhận mức tăng 1,8% (yoy) trong tháng 5, mức tăng lớn nhất kể từ tháng 10/2012. Bên cạnh đó, thị trường lao động có sự phục hồi rất tích cực khi (1) tỷ lệ thất nghiệp giảm dần từ mức 6,7% vào cuối năm ngoái về chỉ còn 6,1% vào cuối T6.2014; và (2) số việc làm mới được tạo ra tăng dần qua các tháng và chạm tới con số 288.000 (mức trước thời kỳ suy thoái) trong tháng 6. Như vậy, kể từ tháng 2 đến nay, trung bình có hơn 240.000 việc làm được tạo ra mỗi tháng, cho thấy giai đoạn phục hồi ấn tượng nhất của thị trường lao động kể từ giữa năm 2009. Khu vực sản xuất cũng cho thấy sự mở rộng mạnh mẽ sau giai đoạn thời tiết khắc nghiệt, thể hiện qua chỉ số PMI, theo HSBC, tăng từ 55,4 (T3) lên 56,4 (T4) và đạt 57,3 trong T6.

Với sự phục hồi nhanh chóng trong Q2, **chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng của nền kinh tế lớn nhất thế giới sẽ tiếp tục được duy trì trong nửa cuối năm 2014.** Đây cũng là cơ sở và nền tảng để FED rút dần gói QE3 thêm 10 tỷ USD/tháng qua cuộc họp mỗi tháng. Tuy nhiên, với tình hình lạm phát chưa thể sớm đạt được mục tiêu (2%) và mục tiêu tăng trưởng năm 2014 của Mỹ nhiều khả năng khó đạt được (do ảnh hưởng nặng nề của việc tăng trưởng âm trong Q1), chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất thấp sẽ tiếp tục được duy trì lâu dài trong thời gian tới và điều này sẽ mang lại lợi thế đáng kể cho các nền kinh tế biên và mới nổi trong ít nhất là 6 tháng cuối năm 2014.

## Châu Âu

**Nền kinh tế Châu Âu phục hồi yếu hơn trong Quý 2. ECB quyết định hạ hàng loạt lãi suất chủ chốt.**

Nền kinh tế Châu Âu tiếp tục phục hồi yếu trong 6 tháng đầu năm 2014 khi các số liệu đều không đạt được kỳ vọng và tăng trưởng rất thấp. Tăng trưởng GDP của khu vực đồng euro chỉ đạt 0,2% trong Q1 do nền kinh tế Pháp bất ngờ ngưng trệ và nền kinh tế Ý và Hà Lan suy yếu khi nhu cầu nội địa không cải thiện. Diễn biến lạm phát có chiều hướng xấu đi, đặc biệt là về giai đoạn cuối Q2 khi tỷ lệ lạm phát năm trong tháng 5 tiếp tục giảm xuống còn 0,5% (mức thấp nhất 4 năm) từ 0,7% và ngày một xa mục tiêu 2% đề ra trước đó.

Khu vực sản xuất, vốn là điểm sáng của EU trong Q1, cũng tỏ ra có phần đuối sức hơn trong Q2, dù vẫn được mở rộng (chỉ số PMI, theo HSBC, giảm từ 53,4 (T4) xuống 52,2 (T5) và chạm ngưỡng thấp nhất 7 tháng là 51,8 trong tháng 6). Thị trường lao động có cải thiện đôi chút so với hồi đầu năm khi tỷ lệ thất nghiệp đã giảm từ 11,8 xuống 11,7 trong T2, T3 và tiếp tục lùi về 11,6 trong T4, T5. Tuy vậy, tốc độ cải thiện khá chậm chạp và không đồng đều giữa các quốc gia trong khu vực.

Trước tình hình này, **ECB đã ra quyết định hạ hàng loạt lãi suất chủ chốt** như cắt giảm lãi suất cơ bản từ 0,25% xuống 0,15% (mức thấp kỷ lục mới), lãi suất cho vay qua đêm giảm 35 điểm cơ bản xuống còn 0,4% và tỷ lệ lãi suất huy động đối với tiền gửi của các ngân hàng tại ECB từ 0% giảm xuống mức âm -0,1% lần đầu tiên trong lịch sử. Chúng tôi kỳ vọng rằng, **chính sách đặc biệt của ECB sẽ giúp cho nền kinh tế Châu Âu dần thoát khỏi nguy cơ giảm phát và tiếp tục hồi phục trở lại với tốc độ như Q4.2013 trong Q3 và Q4.2014.**

## Châu Á

**Trung Quốc tiếp tục tồn tại nhiều rủi ro. Các biện pháp nới lỏng đã bước đầu phát di hiệu quả nhưng vẫn cần thêm thời gian để quan sát.**

Nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục dần bộc lộ rõ nét các dấu hiệu giảm tốc trong 6 tháng đầu năm 2014. GDP Q1 của nền kinh tế không hề ghi nhận mức tăng thấp nhất trong 6 quý khi chỉ đạt 7,4%. Thêm vào đó, cầu tiêu dùng trong nước cũng suy yếu là nguyên nhân dẫn đến việc nhập khẩu sụt giảm mạnh trong tháng 5 vừa qua.

Khu vực bất động sản, đã từng là động lực tăng trưởng cho nền kinh tế lớn thứ hai thế giới, nay đã chững lại, suy yếu và trở thành mối đe dọa kìm hãm sự hồi phục của Trung Quốc. Đánh giá mức độ rủi ro này, Moody's đã hạ triển vọng tín dụng của các hãng bất động sản nước này xuống tiêu cực khi sau khi doanh số bán nhà tại đây giảm 10% trong 4 tháng đầu năm và giảm

tiếp 11% (yoy) trong tháng 5.

Rủi ro nợ xấu tiếp tục tăng cao và trở thành mối lo ngại của không chỉ của nền kinh tế Trung Quốc mà còn của các quốc gia đã và đang đầu tư vào Trung Quốc. Theo Ủy ban Điều hành Ngân hàng Trung Quốc (CBRC), trong 3 tháng đầu năm 2014, tổng nợ xấu của nước này tăng thêm 54 tỷ Nhân dân tệ (8,7 tỷ USD) lên 646,1 tỷ Nhân dân tệ, mức cao nhất từ tháng 9/2008 nâng tỷ trọng nợ xấu tăng từ 1% trong Q4.2013 lên 1,04%. Tuy nhiên, theo một số nghiên cứu của bên thứ 3, tỷ lệ nợ xấu có thể cao hơn mức này rất nhiều. Điều này khiến cho lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Trung Quốc giảm dần qua các tháng và xuống thấp nhất 16 tháng trong tháng 5.

Trước những rủi ro dần hiện hữu, Chính phủ Trung Quốc tích cực đề ra các biện pháp nói lòng như đẩy nhanh tốc độ chi tiêu ngân sách, đặc biệt là các dự án đường sắt và nhà ở xã hội; cắt giảm thuế đối với một số lĩnh vực và dự án xây dựng cơ sở hạ tầng; cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc và nói lòng điều kiện tín dụng cho một số ngân hàng. Những biện pháp này bước đầu mang lại hiệu quả tích cực khi khu vực sản xuất lần đầu tiên phát đi tín hiệu mở rộng nhẹ sau khi thu hẹp trong 5 tháng liên tiếp liền trước (PMI, theo HSBC, đạt 50,7 trong tháng 6).

Mặc dù vậy, **chúng tôi cho rằng, các số liệu hồi phục cần được theo dõi thêm và có lẽ còn quá sớm để có thể kết luận nền kinh tế Trung Quốc đã tăng trưởng trở lại.** Nhiều khả năng, Trung Quốc sẽ từng bước giải quyết các vấn đề tồn đọng của mình nhưng cần rất nhiều thời gian và do đó, tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm 2014 cũng chỉ ở mức vừa phải (tương đương như 6 tháng đầu năm) và mục tiêu tăng trưởng 7,5% là khó đạt được trong năm nay.

**Nền kinh tế Nhật Bản hồi phục chậm lại trong Q2 do ảnh hưởng của chính sách thuế tiêu thụ. Tuy nhiên một số tín hiệu tích cực hơn từ cuối Quý đã được ghi nhận.**

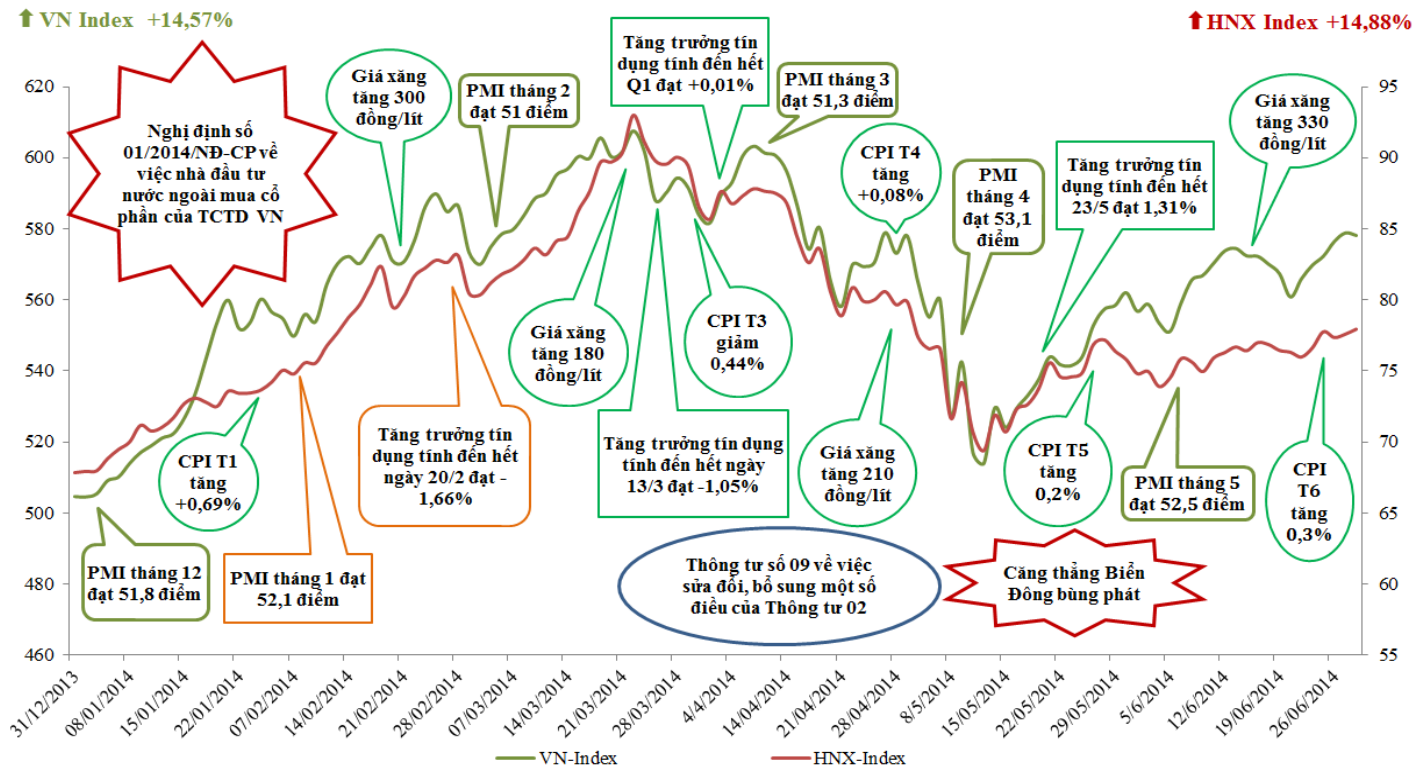
Nền kinh tế Nhật Bản ghi nhận mức hồi phục ấn tượng trong Q1 và chững lại vào đầu Q2 trước khi tăng tốc trở lại vào cuối quý. GDP Q1 đã tăng trưởng 6,7%, nhanh hơn đáng kể so với số liệu sơ bộ là 5,9% được công bố trước đó. Đây cũng là mức tăng cao nhất trong gần 2 năm rưỡi qua. Chỉ tiêu đầu tư vốn của các doanh nghiệp nước này cũng tăng 7,4% (yoy) trong Q1, ghi nhận mức tăng mạnh nhất trong gần 2 năm.

Tuy nhiên, bước sang Q2, khu vực sản xuất phát đi tín hiệu xấu khi thu hẹp trong 3 tháng liên tiếp và chỉ mở rộng trở lại vào tháng 6 với PMI, theo HSBC, đạt 51,5 điểm. Cùng xu hướng, niềm tin tiêu dùng cũng sụt giảm mạnh trong T4 và T5 trước khi hồi phục mạnh mẽ trong T6. Tỷ lệ thất nghiệp đã cho thấy tín hiệu cải thiện, giảm nhẹ từ 3,6% (T4) xuống 3,5% (T5). Sự gián đoạn đà hồi phục của nền kinh tế Nhật Bản chủ yếu do tác động của chính sách tăng thuế tiêu thụ của Chính phủ từ ngày 1/4 khiến cho người dân tiết chế tiêu dùng và doanh nghiệp sản xuất cũng dè chừng hơn trong thời điểm này. Mặc dù vậy, khi chính sách dần trở nên quen thuộc, tâm lý người dân ổn định trở lại và hoạt động sản xuất, tiêu dùng được thúc đẩy hồi phục với tốc độ đáng kể như giai đoạn trước. Theo đó, **thủ tướng Shinzo Abe chính thức tuyên bố Nhật Bản đã vượt qua thời kỳ giảm phát.**

Nhằm đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế, Chính phủ Nhật Bản đã đưa ra một loạt chính sách mới, mà trong đó: cắt giảm thuế doanh nghiệp, tự do hóa thương mại, tiến tới xóa bỏ các quy định trong lĩnh vực nông nghiệp, và sử dụng sông bạc để thúc đẩy du lịch được xem như trọng tâm. **Chúng tôi kỳ vọng rằng, nền kinh tế Nhật sẽ tiếp tục hồi phục trong 6 tháng cuối năm 2014 khi những chính sách trên (“mũi tên thứ 3”) phát huy tác dụng như hai “mũi tên” trước.**

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

## Xu hướng chung của thị trường



Nguồn: VCBS tổng hợp

### 6 tháng đầu năm 2014 thị trường trải qua ba giai đoạn.

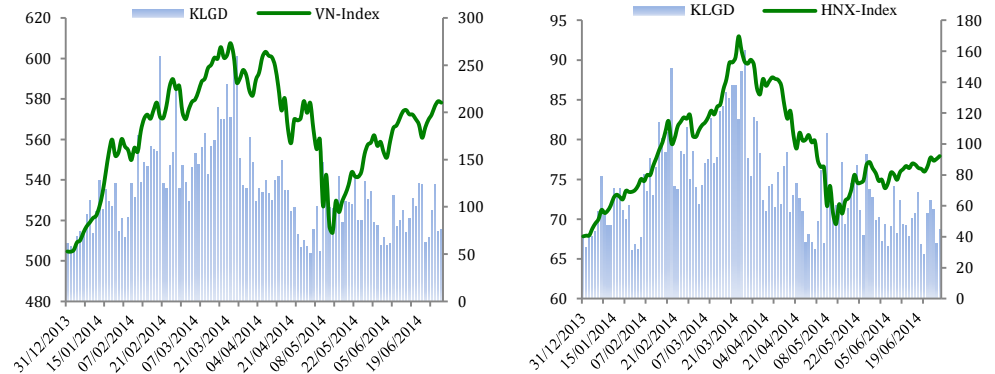
Tiếp nối đà tăng từ Q4.2013, thị trường tăng điểm rất mạnh trong Q1.2014 với thanh khoản được cải thiện đáng kể. Sự ổn định và hồi phục tích cực của nền kinh tế vĩ mô thể hiện qua các chỉ tiêu như: (1) khu vực sản xuất tiếp tục mở rộng; (2) mặt bằng lãi suất được NHNN điều chỉnh giảm, từ đó góp phần duy trì dòng vốn giá rẻ chảy 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 nền tảng 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 này. Theo đó, VN Index tăng đến 17,23% trong khi HNX Index bất ngờ bứt phá 31,85% so với thời điểm cuối năm 2013, trở thành một trong những chỉ số tăng nhanh nhất trên thế giới trong Q1.2014.

Mặc dù vậy, bước sang Q2.2014, thị trường đã có sự chững lại sau chuỗi ngày tăng dài khi cả điểm số và thanh khoản đều tuột dốc nhanh. Sự điều chỉnh này chủ yếu là để tìm kiếm điểm cân bằng mới khi thị trường dường như hưng phấn và phản ánh quá đà kỳ vọng hồi phục của nền kinh tế trong Q1. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng rất chậm trong bối cảnh nợ xấu chưa tìm kiếm được hướng đi và cầu nội địa yếu khiến cho nền kinh tế tăng trưởng ở mức dưới tiềm năng. Thêm vào đó, sự kiện căng thẳng Biển Đông giữa Việt Nam và Trung Quốc đã tạo tâm lý lo ngại cho nhà đầu tư và đây cũng là một trong những nguyên nhân trọng yếu khiến thị trường giảm sâu trong nửa đầu Q2.

Trước áp lực bán ra ồ ạt, lực cầu bắt đáy đẩy lên cao và tạo ra cú hồi phục ngoạn mục của hai chỉ số trong nửa cuối Q2. Các chỉ tiêu về kinh tế có sự cải thiện nhẹ, cộng với sự tăng trưởng tích cực trở lại của các quốc gia lớn như Mỹ, Nhật Bản, khu vực EU,... và hiệu ứng dòng vốn rẻ

trên cả thị trường quốc tế và nội địa, dòng tiền đã tham gia tích cực vào thị trường và đặc biệt là các cổ phiếu được kỳ vọng có kết quả kinh doanh tốt trong 6T2014.

Như vậy, nhìn chung trong cả 6 tháng đầu năm 2014, đi liền với sự hồi phục của nền kinh tế Việt Nam và dưới tác động tích cực của mặt bằng lãi suất “siêu thấp” trên thế giới, thị trường chứng khoán Việt Nam đã được hưởng lợi và tăng trưởng rất tích cực với mức tăng gần 15% của hai chỉ số.



Nguồn: VCBS tổng hợp

#### 6 tháng cuối năm 2014: kỳ vọng vào kịch bản tích lũy theo chiều hướng tăng dần

Bước sang giai đoạn 6 tháng cuối năm, thị trường có thể chứng kiến những đợt sóng tăng giảm đan xen và điểm số nhiều khả năng sẽ nhích nhẹ so với thời điểm cuối Q2, tương đương mức tăng đáng kể so với đầu năm 2014.

Xét trong ngắn hạn, thời điểm nửa đầu Q3 có thể là cơ hội tăng điểm đáng kể của thị trường khi kết quả kinh doanh Q2 và 6T2014 được hé lộ và dần công bố chính thức. Theo đó, những doanh nghiệp đầu ngành với kết quả kinh doanh lạc quan và đầy triển vọng sẽ tiếp tục phát huy vai trò trụ cột và tạo sức lan tỏa cho sự đi lên của hai chỉ số.

Trong khi đó về trung và dài hạn, những diễn biến của nền kinh tế vẫn sẽ là yếu tố nền tảng hàng đầu quyết định diễn biến của thị trường chứng khoán trong nửa cuối năm 2014. Động lực tăng trưởng của thị trường vẫn có khi sự ổn định của nền kinh tế được dự báo sẽ tiếp tục duy trì. Kèm theo đó, kỳ vọng của nhà đầu tư và thị trường về sự hồi phục của nền kinh tế trong năm 2014 vẫn đang được đáp ứng và tiếp tục nuôi dưỡng. Đồng thời, giai đoạn Q4 thường là thời gian khối ngoại bắt đầu hoạt động mạnh trở lại, đặc biệt là trong bối cảnh hiệu ứng dòng vốn rẻ nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở Mỹ, EU và Nhật Bản ít nhất là đến hết năm 2014. Đây được xem như là yếu tố tạo hiệu ứng tâm lý tích cực cho các nhà đầu tư trong nước.

Mặc dù vậy chúng tôi lưu ý nhà đầu tư đến một số rủi ro cần theo dõi và xem xét như tăng trưởng tín dụng thấp, nợ xấu và đặc biệt là căng thẳng ở biển Đông. Vấn đề này, theo chúng tôi, không thể giải quyết trong ngày một ngày hai mà có thể sẽ còn kéo dài, thậm chí là theo đơn vị năm. Do vậy, về dài hạn, những tác động xấu không mong muốn của sự kiện trên đến nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán Việt Nam nói riêng là chưa thể lường hóa được hết, đặc biệt là khi giao thương giữa Việt Nam và Trung Quốc là tương đối lớn và hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam đang nhập khẩu nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc.

Theo đó, trong vòng 6 tháng tới, chúng tôi kỳ vọng nhiều vào một kịch bản tích lũy theo chiều hướng tăng dần của thị trường thay vì tăng trưởng rất ấn tượng như 6 tháng đầu năm 2014.

#### Chứng khoán tiếp tục là một trong những kênh đầu tư hấp

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:

**dẫn**

(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. Ngay kể cả khi giá vàng hơi nhích nhẹ lên đôi chút dưới ảnh hưởng tâm lý của người dân do sự kiện Biển Đông bất ngờ bùng phát, NHNN đã phát đi tín hiệu sẵn sàng tiếp tục bán vàng ra thị trường và do đó, cơ hội kiếm lời từ vàng gần như đã không còn;

(2) Trần lãi suất huy động đã được NHNN giảm thêm 1% trong 6 tháng đầu năm 2014 và có thể sẽ giảm thêm khoảng 0,5% nữa trong 6 tháng cuối năm. Do đó, kênh gửi tiết kiệm đã kém phần hấp dẫn đi khá nhiều khi chỉ còn khoảng 5,5 - 6%/năm;

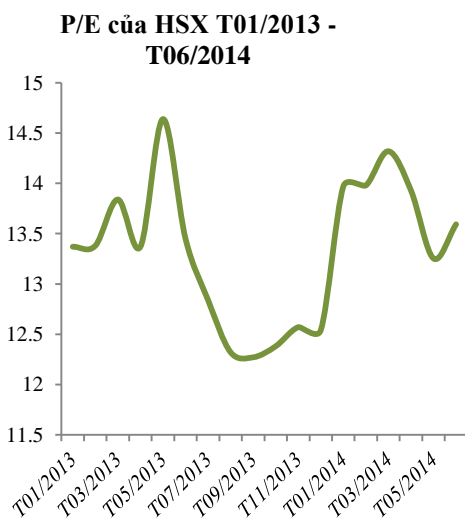
(3) Tỷ giá được NHNN điều chỉnh tăng 1% vào cuối Q2 vừa qua và nhiều khả năng được giữ ổn định trong 6 tháng cuối năm. Thêm vào đó, nguồn dự trữ ngoại hối 35 tỷ USD của Việt Nam sẽ là cơ sở để chúng tôi kỳ vọng thị trường ngoại hối không xảy ra biến động mạnh tạo cơ hội cho nhà đầu tư hay tâm lý tích trữ/đầu tư ngoại tệ trong dân cư.

(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 tư.

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 2013, 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 Q2 ở mức 13,6; giảm nhẹ so với cuối Q1 nhưng vẫn cao hơn 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 ở mức thấp nhất 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 kéo dài ở Thái Lan, rủi ro bất ổn tỷ giá, tăng trưởng chậm 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 thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn sẽ là điểm đến hấp dẫn của các nhà đầu tư nước ngoài và dòng vốn ngoại sẽ tiếp tục chảy vào thị trường trong thời gian tới, đặc biệt là khi mặt bằng lãi suất tại nhiều quốc gia lớn duy trì ở mức rất thấp và Q4 thường là thời điểm giải ngân mạnh của họ.



P/E các nước trên khu vực		
Quốc gia	T3.2014	T6.2014
Việt Nam	14,25	13,59
Thái Lan	15,54	17,48
Malaysia	17,34	16,82
Indonesia	21,44	21,49
Philippines	19,54	21,65
Singapore	13,9	13,73

Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp



## Cổ phiếu Dầu khí, Năng lượng, Xây dựng cơ sở hạ tầng và Xuất khẩu có thể trở thành tâm điểm trong 6 tháng cuối năm 2014.

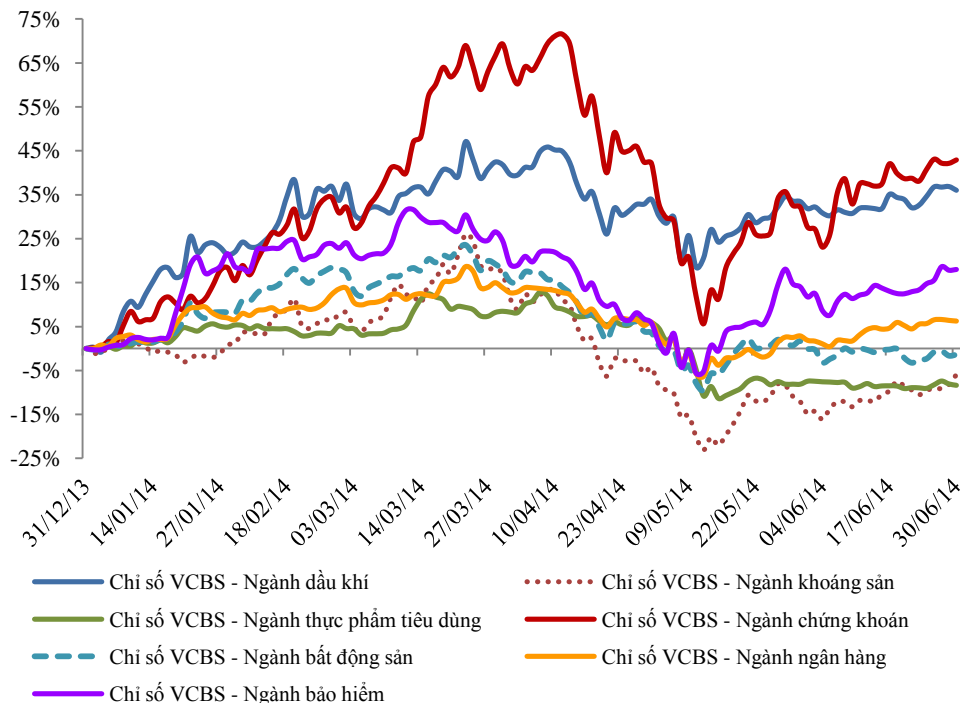
**Cổ phiếu ngành chứng khoán bất ngờ dẫn đầu thị trường về mức tăng trưởng.**

Trong Q1, tất cả các nhóm ngành đều chứng kiến mức tăng ngoạn mục. Tuy nhiên, các nhóm ngành này đều không giữ vững được đà tăng trong Q2. Do đó, tính chung 6 tháng đầu năm 2014, chỉ có 4 nhóm ngành tăng điểm trong khi 3 nhóm còn lại, mặc dù có hồi phục, nhưng vẫn điều chỉnh nhẹ so với cuối năm 2013. Cụ thể, mức tăng mạnh nhất thuộc về ngành Chứng khoán (+43% ytd). Điều này được lý giải là do kỳ vọng của nhà đầu tư vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp Chứng khoán này sẽ tốt hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp thuộc ngành khác khi

- (1) Trong Q1, thị trường tăng mạnh khiến cho lợi nhuận của khối tự doanh vượt xa mức kỳ vọng.
- (2) Trong Q2, thanh khoản, dù giảm so với Q1 trước đó, nhưng tăng khá mạnh khoảng 50% so với Q2.2013. Thêm vào đó, khối tự doanh các công ty chứng khoán đã mua ròng (bắt đáy) khá tốt đợt TTCK giảm sâu hồi giữa tháng 5 và sau đó đã liên tục bán ròng (chốt lời) tại vùng giá cao trong cả tháng 6 vừa qua.

Tiếp sau ngành Chứng khoán là các cổ phiếu Dầu khí với mức tăng 36% (ytd). Ngành Dầu khí vốn là ngành có tính phòng thủ, mang tính đặc thù cao và nhận được sự ưu ái từ phía các chính sách của Chính phủ. Do đó, trong bối cảnh nền kinh tế chưa thể hiện sự bứt phá, có lẽ đầu tư vào các doanh nghiệp Dầu khí sẽ mang tính an toàn và hiệu quả cao hơn.

### Lợi suất theo nhóm ngành



Nguồn: VCBS tổng hợp

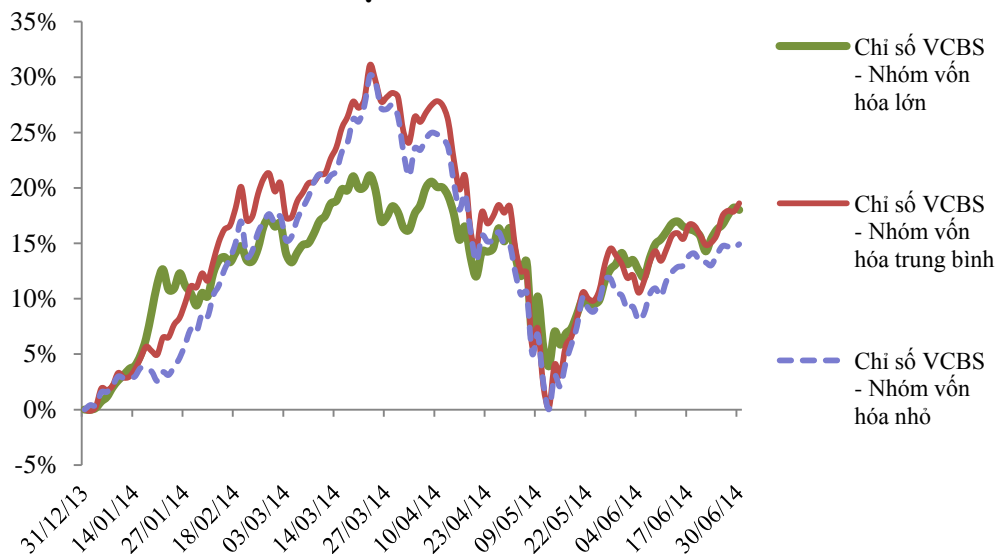
**Cổ phiếu của các doanh nghiệp Dầu khí, Năng lượng, Xuất khẩu và Xây dựng cơ sở**

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. Bên cạnh đó, rủi ro từ căng thẳng ở biển Đông vẫn đang tiềm ẩn và có thể sẽ tác động xấu lên nền kinh tế (chưa lượng hóa được và cần được tiếp tục

### hạ tầng có thể trở thành điểm đến trong 6 tháng cuối năm 2014.

theo dõi). 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 và Xuất khẩu. Đây là những ngành được nhìn nhận sẽ ít rủi ro hơn trong bối cảnh thị trường được dự báo tăng trưởng chậm lại trong 6 tháng cuối năm 2014.

### Lợi suất theo nhóm vốn hóa



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 nửa đầu Q1. Tuy nhiên, càng về giai đoạn sau, lợi suất của các nhóm vốn hóa có xu hướng bám sát nhau và dường như nhóm vốn hóa trung bình được truyền “lửa” và vươn dần lên chiếm ưu thế dẫn dắt thị trường với mức tăng 18,61%. Trong khi đó, độ dốc của đường lợi suất nhóm vốn hóa lớn thoải hơn với mức tăng 18,02% (ytd).

Chúng tôi cho rằng, trong 6 tháng cuối năm 2014, với dự báo thị trường sẽ biến động khá mạnh và tăng trưởng nhẹ so với cuối Q2, chúng tôi tin rằng các cổ phiếu của các công ty đầu ngành, có thị phần lớn, tiềm lực tài chính mạnh, khả năng quản trị tốt và ưu thế cạnh tranh vượt trội vẫn sẽ giữ vững vai trò trụ cột và dẫn dắt thị trường. 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 hoạt động vô cùng sôi nổi và tích cực, đặc biệt là trong tháng 5, kỳ vọng sẽ chứng lại trong Q3 và tích cực dần trở lại trong Q4.

### Dòng vốn ngoại chảy mạnh vào thị trường trong nửa đầu năm 2014.

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 rê 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 mật bằng lãi suất thấp và Trung Quốc đã xoa dịu những lo ngại về rủi ro vỡ nợ, rủi ro

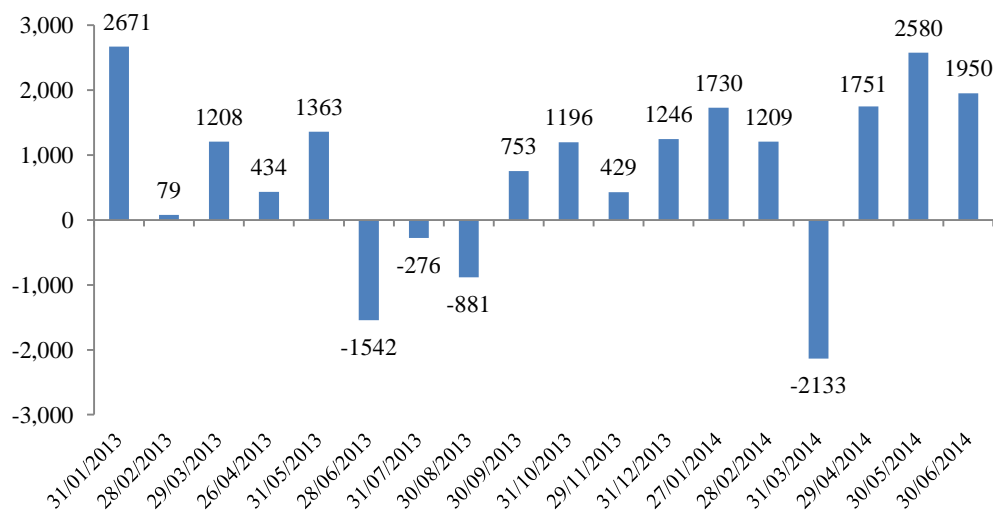
thanh khoản bằng một số biện pháp cụ thể.

Bước sang Q2, khối ngoại hoạt động rất tích cực trở lại sau khi chứng kiến mức bán ròng mạnh trong T3.2014. Mức mua ròng liên tiếp trong 3 tháng (T4, T5, T6) khá bất ngờ khi cùng thời điểm này năm ngoái, khối ngoại chỉ mua ròng một lượng rất nhỏ (do chuyển hướng bán ròng mạnh trong T5 khi rủi ro từ phía Trung Quốc được đẩy lên cao). Ngoài ra, căng thẳng trên biển Đông bùng phát cũng không hề khiến cho lượng mua ròng của khối ngoại bị giảm sút mà vẫn duy trì đều đặn qua từng phiên là điều tương đối tích cực.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư rằng, nếu xem xét kỹ về cơ cấu mua ròng của khối ngoại, có thể thấy lượng giải ngân chủ yếu đến từ hai quỹ ETF đầu tư tại Việt Nam là VNM và FTSE. Hai quỹ này hoạt động chủ yếu tại Mỹ và EU, nơi có chính sách lãi suất ở mức rất thấp, huy động đều đặn qua từng phiên (phân tích chi tiết dưới đây) khiến cho dòng vốn liên tục chảy vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong khi đó, các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức nước ngoài khác hầu như không có động thái gì trên thị trường do Q2, thông thường, không phải là giai đoạn hoạt động mạnh của nhà đầu tư khối ngoại.

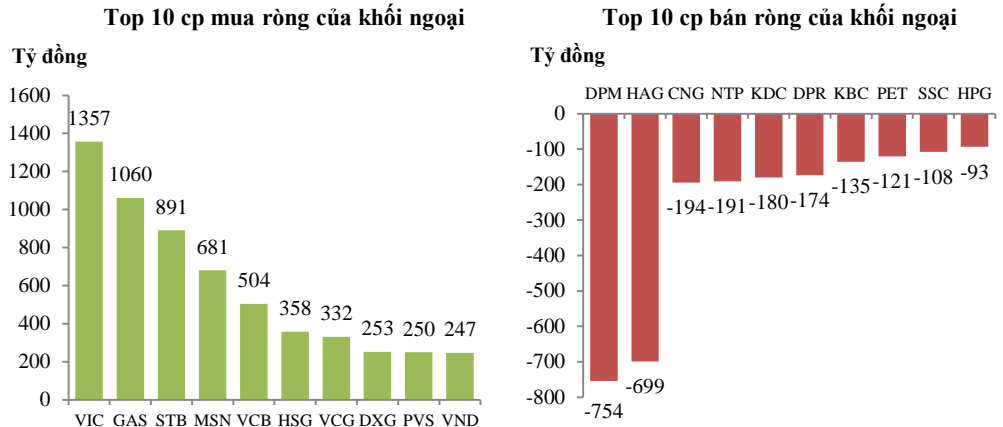
Như vậy, trong 6 tháng đầu năm 2014, khối ngoại đã mua ròng hơn 7.087 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 68,27% so với cùng kỳ năm ngoái và tăng 187,26% so với giai đoạn 6 tháng cuối năm 2013.

**Tỷ đồng** **Tổng giá trị mua ròng của NĐTNN T01/2013 - T06/2014**



Nguồn: VCBS tổng hợp

Tương tự các năm trước đó, giao dịch của khối ngoại trong 6 tháng đầu năm 2014 vẫn chủ yếu xoay quanh các cổ phiếu thuộc nhóm vốn hóa lớn. Điều này cũng đã được thể hiện rõ qua danh sách 10 cổ phiếu được mua ròng và bán ròng nhiều nhất. Tuy nhiên, điểm khác biệt là, 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 thời gian tới.

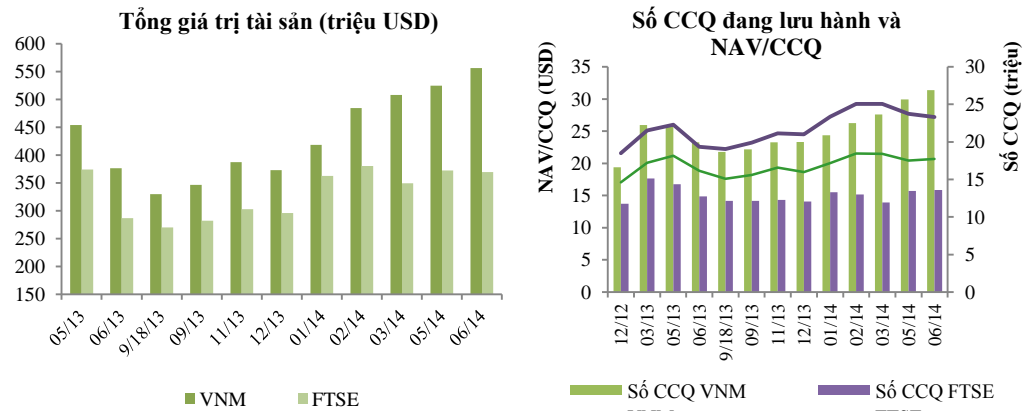


Nguồn: VCBS tổng hợp

**ETF đóng góp 40% tổng lượng mua ròng của khối ngoại trong nửa đầu năm 2014, góp sức đáng kể cho đà tăng thị trường.**

Con số mua ròng ấn tượng của nhà đầu tư nước ngoài trong nửa đầu năm 2014 có đóng góp đáng kể của các ETF. Như đã đề cập ở trên, bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp và nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới duy trì các biện pháp nới lỏng và kích thích kinh tế là điều kiện rất thuận lợi để các ETF thu hút vốn thông qua phát hành thêm chứng chỉ quỹ mới trên thị trường quốc tế và sau đó giải ngân mạnh trên thị trường Việt Nam. Quỹ FTSE Vietnam UCITS ETF (FTSE), niêm yết chủ yếu tại thị trường Châu Âu và Hongkong, ghi nhận số lượng chứng chỉ quỹ (ccq) tăng thêm 1,53 triệu đơn vị tương ứng giá trị giải ngân ròng hơn 800 tỷ đồng. Trong khi đó, Quỹ Market Vectors Vietnam ETF (VNM), niêm yết tại thị trường Mỹ, cũng liên tục phát hành thêm ccq mới trong 6 tháng qua với con số ròng lên tới 6,9 triệu đơn vị tương đương giá trị giải ngân trên thị trường Việt Nam vào khoảng hơn 2.000 tỷ đồng.

Như vậy, lượng mua ròng của 2 quỹ kể trên đã chiếm khoảng 40% tổng lượng mua ròng của khối ngoại trên thị trường Việt Nam trong 6 tháng đầu năm. Ngoài ra, cũng cần lưu ý thêm rằng, danh mục của hai quỹ ETF này đa phần là các cổ phiếu có vốn hóa lớn và thanh khoản cao trên thị trường. Kết hợp hai yếu tố trên, có thể thấy mức tăng trưởng mạnh của thị trường trong giai đoạn vừa qua có sự góp sức không nhỏ của hai ETF: VNM và FTSE.



Nguồn: VCBS tổng hợp

**Dòng vốn ngoại được kỳ vọng sẽ chứng lại trong Q3 và tích cực dần trở lại trong Q4.**

Theo yếu tố chu kỳ, thời điểm Q3 thường không phải thời gian hoạt động mạnh của khối ngoại. Mặc dù vậy chúng tôi kỳ vọng trong Q3, các nhà đầu tư nước ngoài sẽ tiếp tục duy trì vị thế mua ròng, dù rằng giá trị mua ròng có thể sẽ co hẹp hơn so với giai đoạn trước đó. Nhận định này căn cứ theo hai nguyên nhân chính (1) từ phía trong nước, triển vọng nền kinh duy trì sự ổn định và đang phục hồi dần; và (2) từ phía thế giới, các nền kinh tế lớn trên thế giới vẫn đang

duy trì các biện pháp nới lỏng và kích thích kinh tế như Nhật Bản, Châu Âu và đặc biệt là Mỹ cũng sẽ chưa sớm nâng lãi suất. Thêm vào đó, dự luật nới room cho công ty chứng khoán và các doanh nghiệp niêm yết, nếu sớm được thông qua, cũng sẽ tạo ra động lực không nhỏ, góp phần thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài tại các cổ phiếu hiện đã hết hoặc gần hết room ngoại.

Đổi ngược với Q3, Q4 thường là giai đoạn giải ngân rất tích cực của thị trường. Chúng tôi kỳ vọng rằng năm nay cũng không phải là ngoại lệ khi (1) nền kinh tế trong nước nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì được đà phục hồi ổn định theo đúng hướng mục tiêu đề ra; (2) các chính sách ban hành trong Q2 nhằm kích thích tăng trưởng của Trung Quốc, Nhật Bản và EU sẽ bắt đầu cho thấy hiệu quả; (3) dòng vốn rẻ dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì ít nhất là đến hết năm nay. Theo đó, lượng giải ngân trong giai đoạn này vẫn sẽ tập trung tại các blue-chips đầu ngành và có triển vọng sáng.

***Trong 6 tháng đầu năm, nền kinh tế đang duy trì sự ổn định đồng thời kỳ vọng của nhà đầu tư và thị trường về sự hồi phục của nền kinh tế trong năm 2014 vẫn đang được đáp ứng và tiếp tục nuôi dưỡng. Tuy nhiên cùng với đó, nhiều khó khăn và vấn đề vẫn còn tồn tại, như tăng trưởng tín dụng thấp, nợ xấu, căng thẳng ở biển Đông là những rủi ro cần phải cân nhắc và có thể sẽ ảnh hưởng đến đà hồi phục của nền kinh tế trong nửa cuối năm 2014. Theo đó, thị trường trong 6 tháng cuối năm sẽ khó có thể lặp lại một kịch bản bùng nổ như đã xảy ra trong nửa đầu năm 2014. Mặc dù vậy, chúng tôi cũng không cho rằng thị trường sẽ giảm sâu mà kỳ vọng nhiều vào một kịch bản tích lũy theo chiều hướng tăng dần. Bên cạnh đó, hoạt động của khối ngoại được dự báo trở nên sôi động hơn trong quý cuối cùng của năm sẽ là nhân tố góp phần tác động tích cực đến tâm lý nhà đầu tư trong nước. Tâm điểm của thị trường có thể sẽ nằm ở 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

Trong 6T2014, nền kinh tế vẫn duy trì sự ổn định nhưng chưa cho thấy sự đột phá. Lĩnh vực sản xuất tuy vẫn đang trong đà phục hồi nhưng sự phục hồi này không đều giữa các ngành. Bên cạnh ngành Săm lốp tiếp tục thuận lợi nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm, một số ngành đã có những chuyển biến tích cực như ngành Bất động sản và các ngành liên quan như ngành Xây dựng, ngành Nhựa xây dựng, ngành Thép. Tuy nhiên vẫn còn những ngành gặp phải nhiều khó khăn như ngành Vận tải, Nhựa bao bì và ngành Đường.

Với những thuận lợi nối tiếp, chúng tôi nhận định ngành Săm lốp có KQKD khả quan trong 6 tháng đầu năm và triển vọng tích cực trong 6 tháng cuối năm. Ngoài thuận lợi giá nguyên liệu tiếp tục giảm sâu và nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp, ngành còn có những tín hiệu khả quan từ thị trường tiêu thụ khi doanh số tiêu thụ ô tô liên tục tăng trưởng, lãi suất có xu hướng giảm. Tuy nhiên sự cạnh tranh trong ngành sẽ ngày càng gay gắt khi có nhiều nhà máy xuất hiện.

Bên cạnh đó, một số ngành đã có những chuyển biến tích cực như ngành Bất động sản và các ngành liên quan như Xây dựng, Thép và Nhựa xây dựng. Mặc dù tăng trưởng tín dụng thấp nhưng dư nợ cho vay Bất động sản lại khá tốt, thêm vào đó FDI vào Bất động sản cũng tăng mạnh nên thị trường Bất động sản giao dịch sôi động hơn so với cùng kỳ, hàng tồn kho giảm mạnh đặc biệt là các sản phẩm thuộc phân khúc căn hộ vừa túi tiền nhận được nhiều sự quan tâm của thị trường. Thị trường Bất động sản sôi động tạo ra hiệu ứng tích cực cho các ngành liên quan như Xây dựng, Thép và Nhựa xây dựng. Theo đó, nhu cầu thép tăng trưởng tốt, dự kiến sẽ vượt cung trong 6 tháng đầu năm giúp giảm lượng hàng tồn kho. Tương tự, ngành nhựa xây dựng có KQKD khả quan nhờ hiệu ứng phục hồi từ thị trường Xây dựng và Bất động sản, đồng thời giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng giảm. Chúng tôi nhận định thị trường Bất động sản sẽ sôi động hơn trong 6 tháng cuối năm khi tín dụng gia tốc, sản phẩm phù hợp với nhu cầu của thị trường được tung ra nhiều. Các ngành liên quan theo đó cũng có triển vọng khả quan trong 6 tháng tới. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý, Q4 sẽ là quý có triển vọng khả quan nhất do Q3 là mùa mưa và có tháng cô hồn (tháng 7) nên thị trường Bất động sản và Xây dựng cũng như Thép, Nhựa xây dựng có thể sẽ ảm đạm.



Ngoài ra, một số ngành có kết quả không như kỳ vọng như ngành Vận tải biển và Nhựa bao bì. Mặc dù nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường biển tăng nhưng giá cước tàu biển có xu hướng giảm trong khi chi phí nguyên vật liệu tăng. Ngành Nhựa bao bì cũng tương tự, mặc dù thị trường tiêu thụ tương đối ổn định nhưng giá nguyên vật liệu đầu vào gia tăng. Dự kiến 6 tháng cuối năm, triển vọng ngành Vận tải biển tiếp tục không khả quan do ngoài những khó khăn hiện tại còn bị ảnh hưởng bởi việc điều chỉnh tỷ giá vừa qua, trong khi đối với ngành Nhựa bao bì thị trường tiêu thụ kỳ vọng sẽ tạo ra sự tăng trưởng nhẹ cho ngành. Diễn biến ngành Đường không nằm ngoài dự đoán khi tồn kho đường đã lên đến mức kỷ lục, nhu cầu tiêu thụ không cải thiện. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng lượng hàng tồn kho đã bắt đầu xu hướng giảm, theo đó giá bán đường sẽ cải thiện hơn bắt đầu vào Q3.

Đối với ngành Ngân hàng, mặc dù lãi suất tiếp tục điều chỉnh giảm nhưng tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng cũng như cùng kỳ năm trước trong khi đó nợ xấu lại có dấu hiệu tăng trở lại. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định triển vọng ngành sẽ cải thiện nhẹ trong nửa cuối năm 2014 khi tín dụng khởi sắc cùng pha với chu kỳ sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, NIM dần ổn định hơn. Đồng thời, các ngân hàng niêm yết cũng đã có sự chuẩn bị nhất định đối với vấn đề nợ xấu sau khi áp dụng Thông tư 09 khi hầu hết các NH đều có chi phí dự phòng dự kiến tăng trong năm 2014 để đảm bảo tỷ lệ nợ xấu vẫn được giữ ở mức hợp lý.

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	<b>VCB và MBB: Mua</b> <b>BID: Nắm giữ</b>
2	Ngành Bảo hiểm	<b>PVI, BIC: Theo dõi</b> <b>BVH: Nắm giữ dài hạn</b>
3	Ngành Bất động sản	<b>HDG, DXG, BCI: Mua</b> <b>VIC: Theo dõi</b>
4	Ngành Xây dựng công trình	<b>FCN, CTD: Mua</b>
5	Ngành Thép	<b>HPG: Mua</b> <b>VIS: Theo dõi</b>
6	Ngành Nhựa	<b>BMP, NTP, AAA: Nắm giữ</b>
7	Ngành Săm lốp	<b>DRC, CSM: Mua</b>
8	Ngành Đường	<b>HAG: Mua</b>
9	Ngành Vận tải	<b>PVT: Nắm giữ</b>
10	Ngành Điện	<b>VSH, PPC: Theo dõi</b>

## Ngành Ngân hàng

**Diễn biến ngành 6T2013:** *NHNN hạ trần lãi suất huy động xuống 6%/năm. Tín dụng tăng thấp hơn kỳ vọng, đạt 3,52% ytd tính đến 30/06/2014. Nợ xấu có dấu hiệu tăng trở lại. NHNN có nhiều dự thảo quan trọng liên quan đến quản lý hoạt động ngân hàng.*

**Ngày 17/3/2014, NHNN đã chính thức giảm trần lãi suất huy động VND** kỳ hạn 1-6 tháng từ 7%/năm xuống 6%/năm và điều chỉnh giảm một loạt các lãi suất điều hành thêm 0,5% trên cơ sở mức CPI thấp trong những tháng đầu năm, đạt 4,39% vào thời điểm cuối tháng 3/2014. Đầu tháng 6/2014, một số các ngân hàng lớn như VCB, CTG, Agribank tiếp tục cắt giảm lãi suất huy động, trong đó kì hạn dưới 3 tháng giảm về ngưỡng 5% đồng thời đưa mức lãi suất huy động 12 tháng về quanh mốc 7%/năm. Điều này tác động một phần, giúp giảm nhẹ mặt bằng lãi suất đầu vào của toàn hệ thống trong tháng 6, trong khi đó lãi suất cho vay tiếp tục ổn định.

**Mặc dù lãi suất tiếp tục điều chỉnh giảm, tăng trưởng tín dụng toàn ngành chỉ đạt 3,52% ytd tính đến 30/06/2014.** Con số này vẫn ở dưới mức kỳ vọng và thấp hơn so với mức tăng trưởng trong 6T2013 (+4,7%). Kết quả này là dễ hiểu khi nửa đầu năm là thời điểm chịu ảnh hưởng từ yếu tố mùa vụ, đồng thời nhu cầu tín dụng của doanh nghiệp chưa có nhiều biến

chuyển.

Chúng tôi lưu ý tới một số điểm nổi bật trong hoạt động cho vay của các ngân hàng trong 6T2014 như sau. (1) Tín dụng bằng ngoại tệ tăng vượt trội (+12,3% ytd) so với mức tăng trưởng cho vay bằng tiền đồng (+2,17% ytd). Diễn biến này khác với cùng kì 2013 khi tín dụng ngoại tệ giảm 8,41% ytd trong 5T2013. (2) Cho vay trung và dài hạn tăng trưởng tốt trong khi tín dụng ngắn hạn có dấu hiệu giảm.

Với những diễn biến chưa có nhiều khởi sắc của tín dụng nói chung, các ngân hàng có nhiều nỗ lực đẩy mạnh cho vay bán lẻ, hướng đến các phân khúc khách hàng cá nhân. **Nỗ lực này là một nguyên nhân quan trọng thúc đẩy các ngân hàng mua lại các công ty tài chính để tăng thị phần và phát triển chuyên biệt mảng cho vay tiêu dùng.** Bên cạnh đó, trong bối cảnh cho vay tăng chậm, các ngân hàng cũng đẩy mạnh đầu tư trái phiếu để tối ưu hóa sử dụng vốn và tận dụng cơ hội kiếm lời từ các biến động mạnh của lợi suất trong 6T2014.

**Nợ xấu có dấu hiệu tăng trở lại.** Theo số liệu mới nhất từ NHNN, tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống tại thời điểm tháng 5/2014 là 4,07%, cao hơn các mức 3,86%, 3,93% và 4,03% của tháng 2, tháng 3 và 4 trước đó. Diễn biến này phần nhiều do VAMC chỉ mua một lượng khiêm tốn nợ xấu trong 6T2014 (11.414 tỷ đồng) và xuất phát từ yếu tố xử lý kỹ thuật tại các thời điểm chốt báo cáo tài chính quan trọng. Về phần mua nợ xấu của VAMC, chúng tôi nhận thấy có sự đột biến khi chỉ riêng trong tháng 6 lượng nợ xấu mua đạt 5.339 tỷ đồng (so với mức 6.075 tỷ của cả năm tháng đầu năm), chủ yếu từ BID (1.900 tỷ đồng) và VCB (1.260 tỷ đồng).

**6T2014 cũng chứng kiến những bước đi ban đầu của các NH nhằm mở rộng quy mô và năng lực hoạt động thông qua mua lại và sáp nhập (M&A).** Đây là một diễn biến mới so với các thương vụ M&A theo chỉ đạo của NHNN trong quá khứ, cho thấy tái cơ cấu không chỉ còn xuất phát một phía từ cơ quan quản lý mà bản thân các NHTM cũng đã ý thức được việc phải tự tái cơ cấu bản thân để nâng cao tính cạnh tranh.

**Các chuyển động mạnh mẽ trong chính sách quản lý là một điểm đáng chú ý khác của ngành NH trong 6T2014.** Bên cạnh việc tiếp tục tiếp nhận các đề án tự tái cơ cấu từ các ngân hàng trong hệ thống, NHNN đã công bố một loạt các dự thảo quan trọng liên quan đến xử lý sở hữu chéo (thay thế thông tư 13), giải quyết vấn đề sở hữu vượt giới hạn cho phép hay bổ sung sửa đổi việc cấp giấy phép ngân hàng. Các dự thảo quan trọng gồm có: (1) Dự thảo Thông tư hướng dẫn xử lý việc sở hữu cổ phần của TCTD vượt giới hạn Luật các TCTD và (2) Dự thảo Thông tư sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 40/2011/TT-NHNN ngày 15/12/2011. Chúng tôi đánh giá tích cực những chính sách này và cho rằng đây là các bước đi quan trọng trong quá trình tái cấu trúc toàn diện hệ thống ngân hàng.

**Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014:** Tín dụng sẽ khởi sắc cùng pha với chu kì sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Mặt bằng lãi suất có thể tiếp tục giảm nhẹ. Triển vọng lợi nhuận của các ngân hàng theo đó sẽ khá quan hơn trong nửa cuối năm 2014 cùng với sự gia tốc của tín dụng và NIM dần ổn định hơn. Rủi ro từ nợ xấu vẫn hiện hữu, tuy nhiên các ngân hàng niềm yên tưởng như đã có sự chuẩn bị khi hầu hết đều có chi phí dự phòng dự kiến tăng. Nhà đầu tư có thể

Chúng tôi kì vọng hoạt động cho vay sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm khi sản xuất đi vào mùa cao điểm và một số dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm được đẩy mạnh triển khai. Theo đó, mục tiêu tăng trưởng 12-14% tín dụng cho cả năm 2014 vẫn có cơ sở thực hiện. Trên cơ sở dự báo lạm phát 4,6%-4,7% cho năm 2014, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất huy động có thể giảm nhẹ trong thời gian tới. **Các động thái giảm lãi suất đầu vào sẽ tạo dư địa cho việc giảm hơn nữa lãi suất cho vay, tuy nhiên điều này sẽ có độ trễ nhất định và mức độ giảm sẽ không nhiều.**

Với các dự báo như trên, chúng tôi cho rằng NIM vẫn sẽ tiếp tục xu hướng giảm, dù mức độ sẽ được tiết giảm dần cùng với sự ổn định của lãi suất. Chúng tôi cũng dự báo các NH vẫn sẽ tiếp tục đầu tư vào TPCP trong bối cảnh thanh khoản dồi dào, tuy hoạt động đầu tư sẽ bớt sôi động khi lợi suất khó có biến động mạnh và các ngân hàng đã đầu tư một lượng đáng kể vào trái phiếu trong 6 tháng đầu năm.

Nợ xấu vẫn là vấn đề cần tập trung xử lý trong thời gian tới. Với việc áp dụng Thông tư 09

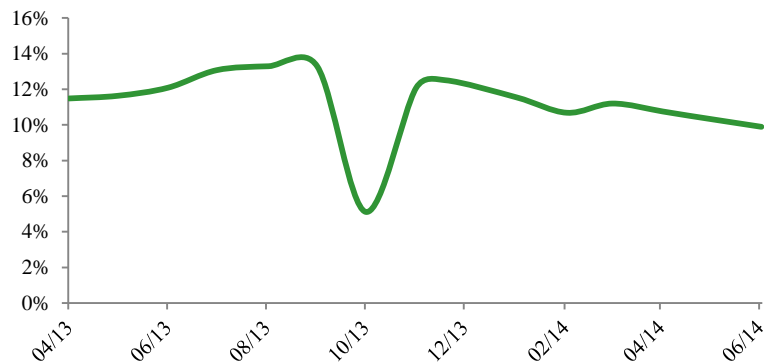
theo dõi để mua vào VCB và MBB cho mục tiêu dài hạn.

từ ngày 01/06/2014 và việc nợ xấu tiếp tục xu hướng tăng từ đầu năm đến nay, chúng tôi cho rằng con số nợ xấu báo cáo của các NHTM có thể sẽ tăng thêm trong Q3. Tuy nhiên, nợ xấu có thể giảm đi vào thời điểm cuối năm khi các ngân hàng thường dành nhiều chi phí dự phòng để xóa bớt nợ xấu.

VAMC sẽ tích cực mua nợ xấu trong thời gian tới để hoàn thành kế hoạch năm, tuy nhiên chúng tôi không đặt nhiều kì vọng vào việc bán nợ một khi các quy định liên quan đến xử lý tài sản của doanh nghiệp phá sản và sở hữu bất động sản của người nước ngoài chưa được khơi thông.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của các ngân hàng sẽ khả quan hơn trong nửa cuối năm 2014 cùng với sự gia tốc của tín dụng và NIM dần ổn định hơn. Rủi ro từ nợ xấu vẫn hiện hữu, tuy nhiên các ngân hàng niêm yết dường như đã có sự chuẩn bị khi hầu hết đều có chi phí dự phòng dự kiến tăng. VCB và MBB tiếp tục là các cổ phiếu yêu thích của chúng tôi. Kết quả kinh doanh của hai ngân hàng này khá tốt trong 6 tháng đầu năm (dự kiến hoàn thành hơn 50% kế hoạch năm) và được kì vọng sẽ tiếp tục khả quan trong thời gian tới nhờ (1) tăng trưởng tín dụng tốt thông qua giải ngân một số gói cho vay lớn cho các DNNN, (2) thu nhập ngoài lãi khả quan nhờ thế mạnh dịch vụ, và (3) chính sách quản trị rủi ro thận trọng giúp hạn chế rủi ro nợ xấu. Mặc dù triển vọng toàn ngành chưa có đột phá, chúng tôi nhận thấy một số biến chuyển nội tại tích cực nhất định ở VCB, MBB và cho rằng nhà đầu tư có thể theo dõi để mua vào các cổ phiếu này cho mục tiêu dài hạn. Bên cạnh hai mã đầu ngành kể trên, BID, cũng là cổ phiếu đáng chú ý mà nhà đầu tư có thể xem xét nắm giữ với những cải thiện trong KQKD gần đây.

**Tăng trưởng tín dụng toàn ngành (% yoy)**



Nguồn: SBV, VCBS

## Ngành Bảo hiểm

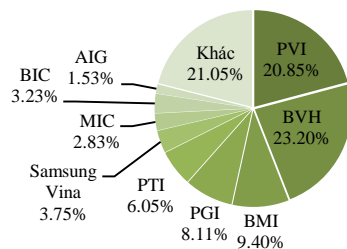
### Diễn biến ngành 6T2014:

**Bảo hiểm phi nhân thọ:** Hồi phục tích cực sau giai đoạn khó khăn 2011-2013, đặc biệt là nhóm sản phẩm bảo hiểm sức khỏe, y tế. Hầu hết các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết có KQKD khả quan, đáng kể nhất là PTI và PGI.

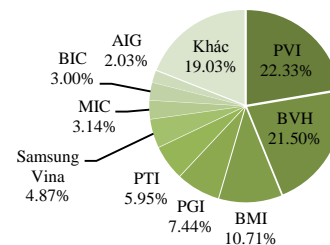
### Bảo hiểm phi nhân thọ:

**Trong nửa đầu năm 2014, thị trường bảo hiểm phi nhân thọ đã hồi phục tích cực sau giai đoạn khó khăn 2011-2013 với tăng trưởng nhanh của nhóm sản phẩm bảo hiểm sức khỏe, y tế.** Doanh thu phí bảo hiểm gốc QI/2014 đạt 6620 tỷ đồng (+12,4% yoy) (doanh thu phí bảo hiểm gốc 1H/2014 ước đạt 13.077 tỷ đồng (+7,3% yoy)). Đáng chú ý, bảo hiểm sức khỏe y tế tăng trưởng +29% yoy và giữ vững nhịp tăng trưởng cao từ QI/2013 đã cho thấy tác động từ lộ trình tăng giá viện phí thời gian qua đến người dân về việc mua bảo hiểm y tế. Phí bảo hiểm hàng hóa vận chuyển cũng tăng trưởng tốt (+24,6% yoy), phản ánh nhu cầu vận chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu và lưu thông nội địa đang dần hồi phục. Các nhóm sản phẩm khác nhìn chung tăng trưởng ổn định ở mức từ 7-15%.

Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ theo doanh thu phí bảo hiểm gốc 2013



Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ theo doanh thu phí bảo hiểm gốc Q1.2014



Nguồn: Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam

Tiếp nối xu hướng của năm 2013, trong Q1.2014, tính theo doanh thu phí bảo hiểm gốc, các công ty bảo hiểm nội vẫn chiếm ưu thế với hơn 75% thị phần. Tuy nhiên so với thời điểm cuối năm 2013, PVI đã vượt BVH và vươn lên đứng đầu, theo sau là BMI, PGI, PTI và BIC.

Hầu hết các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đang niêm yết đều có kết quả kinh doanh khả quan, trong đó PTI và PGI có kết quả kinh doanh tăng đáng kể nhất so với Q1/2013: PGI đạt 26,5 tỷ LNTT (so với khoản lỗ 76,8 tỷ cùng kỳ 2013) và PTI đạt 25,1 tỷ LNTT (+57,9% yoy). BIC có LNTT tăng nhẹ và đạt 33,7 tỷ (+10,5% yoy), trong khi LNTT của BMI giảm nhẹ và đạt 28 tỷ (-6,7% yoy). Riêng PVI có LNTT giảm mạnh so với cùng kỳ, đạt 71,2 tỷ (-46,06% yoy).

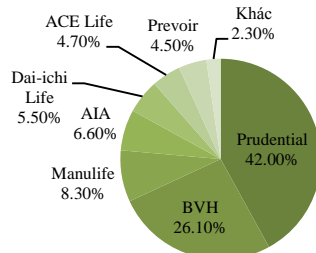
Kết quả kinh doanh Quý II/2014 của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết nhiều khả năng sẽ sụt giảm so với quý I, chủ yếu là do gia tăng chi phí bồi thường thiệt hại từ sự kiện công nhân đập phá nhà máy ở Bình Dương, Đồng Nai và Hà Tĩnh. Các công ty bị ảnh hưởng có thể kể đến là BMI, PTI, PGI và BVH.

Bảo hiểm nhân thọ: Tăng trưởng tốt, nổi bật là nhóm sản phẩm bảo hiểm hỗn hợp và nhóm bảo hiểm đầu tư.

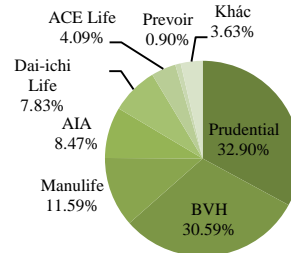
#### Bảo hiểm nhân thọ:

Dẫn đầu thị phần bảo hiểm nhân thọ về cả tổng số hợp đồng đang có hiệu lực và tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc vẫn là Prudential, bám sát ngay sau là BVH và thứ ba là Manulife, dù vậy thị phần của Manulife vẫn cách khá xa so với Prudential và BVH.

Thị phần bảo hiểm nhân thọ theo số hợp đồng có hiệu lực Q1.2014



Thị phần bảo hiểm nhân thọ theo doanh thu phí bảo hiểm gốc Q1.2014



Nguồn: Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam

Thị trường bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng tốt, tập trung ở 2 nhóm sản phẩm chính là bảo hiểm hỗn hợp và bảo hiểm đầu tư. Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc trong Q1/2014 là 5312 tỷ đồng (+20,4% yoy) (doanh thu phí bảo hiểm gốc nửa đầu năm 2014 ước đạt 11052 tỷ đồng (+19,5% yoy)), tổng số hợp đồng đang có hiệu lực là 5.186.168 hợp đồng (+7% yoy). Chiếm tỉ trọng cao nhất về số hợp đồng đang có hiệu lực và doanh thu phí bảo hiểm gốc là nhóm sản

phẩm Bảo hiểm hỗn hợp (lần lượt là 59,5% và 59,7%) và Bảo hiểm đầu tư (lần lượt là 20,3% và 30,6%), đồng thời đây cũng là 2 trong 3 nhóm sản phẩm có số hợp đồng khai thác mới nhiều nhất (nhóm thứ ba là bảo hiểm tử kỳ).

*BVH đạt KQKD khả quan trong QI/2014. Chi phí bồi thường thiệt hại từ sự kiện Bình Dương, Đồng Nai, Hà Tĩnh nhiều khả năng sẽ làm LNTT giảm nhẹ trong thời gian tới.*

**BVH có kết quả kinh doanh trong QI/2014 rất tốt** với LNTT đạt 539,4 tỷ (+28,4% yoy). LNTT tăng phần lớn là từ: (1) Thu nhập từ hoạt động ngân hàng tăng (+7,4% yoy); và (2) Doanh thu hoạt động tài chính tăng khá mạnh (+16,3% yoy), trong khi chi phí tài chính giảm (-31,5% yoy) khiến thu nhập từ hoạt động tài chính tăng 40% lên 703,5 tỷ. Ngoài ra, nguồn vốn đến từ doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ cũng tăng mạnh (+21,9% yoy), chủ yếu là từ bảo hiểm nhân thọ liên kết chung (+51,2% yoy).

Chi phí bồi thường thiệt hại từ sự kiện công nhân đập phá nhà máy ở Bình Dương, Đồng Nai và Hà Tĩnh nhiều khả năng sẽ được phản ánh một phần vào kết quả kinh doanh quý II của BVH và phần còn lại vào nửa cuối năm, nhưng nhiều khả năng chỉ khiến LNTT của BVH giảm nhẹ do lợi nhuận thật sự của BVH đến từ hoạt động đầu tư tài chính và mảng kinh doanh dịch vụ tài chính vẫn khả quan.

### **Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014:**

*Ngành bảo hiểm phi nhân thọ khó có đột phá về lợi nhuận. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI cho mã PVI, BIC.*

### **Bảo hiểm phi nhân thọ:**

Trong bối cảnh nền kinh tế vẫn đang hồi phục yếu, chúng tôi cho rằng bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm sức khỏe, y tế, vốn có giá trị bảo hiểm thấp so với bảo hiểm các tài sản và hàng hóa khác, sẽ vẫn là nòng cốt cho sự tăng trưởng doanh thu phí. Mặt khác, **chúng tôi cũng cho rằng trong nửa cuối năm 2014, ngành bảo hiểm phi nhân thọ khó có đột phá về lợi nhuận do:**

(1) Phí bảo hiểm sức khỏe, y tế và bảo hiểm xe cơ giới tuy có triển vọng tăng trưởng tốt, nhưng cuối năm là mùa mưa bão, dịch bệnh nên chi phí bồi thường cũng thường tăng cao.

(2) Nền kinh tế đã có những tín hiệu hồi phục nhất định trong quý II, nhưng đặc thù của nhóm sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ liên quan đến các tài sản có giá trị lớn thường chỉ tăng mạnh khi nền kinh tế đã bước vào chu kỳ tăng trưởng, nhu cầu mua sắm máy móc, vận chuyển hàng hóa và xuất nhập khẩu tăng mạnh.

(3) Chi phí bồi thường thiệt hại cho sự kiện công nhân đập phá nhà máy ở Bình Dương, Đồng Nai và Hà Tĩnh nhiều khả năng sẽ được phản ánh một phần vào kết quả kinh doanh quý II của các công ty bảo hiểm và phần còn lại vào nửa cuối năm.

Trong số các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đang niêm yết thì đáng chú ý có PVI và BIC: PVI có thị phần bảo hiểm phi nhân thọ lớn và được ưu tiên các hợp đồng lớn từ Tổng công ty Dầu khí Việt Nam; còn BIC dù có thị phần nhỏ nhưng vẫn luôn giữ được mức lợi nhuận cao và ổn định trong suốt giai đoạn 2011-2013 và vẫn còn tiềm năng tăng trưởng lớn đến từ cơ sở khách hàng lớn của ngân hàng BIDV. Tuy nhiên, do triển vọng ngành bảo hiểm phi nhân thọ nhìn chung vẫn chưa thực sự tích cực nên **trên quan điểm thận trọng chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với cổ phiếu PVI và BIC.**

### **Bảo hiểm nhân thọ:**

*Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ được kỳ vọng tăng trưởng ổn định với tốc độ khoảng 15-20% yoy trong các quý còn lại. Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ với BVH cho mục tiêu đầu tư dài hạn.*

**Triển vọng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ trong nửa cuối 2014 được kỳ vọng sẽ vẫn tăng trưởng ổn định với tốc độ khoảng 15-20% yoy.** Thị trường bảo hiểm nhân thọ Việt Nam đều được các hãng bảo hiểm nhân thọ lớn trên thế giới đánh giá là còn nhiều tiềm năng phát triển khi tỉ lệ mua bảo hiểm nhân thọ của người có thu nhập từ trung bình trở lên vẫn còn thấp và mặt bằng lợi suất của các kênh đầu tư khác, đặc biệt là tiết kiệm, tiếp tục giảm trong năm 2014.

BVH là doanh nghiệp bảo hiểm có thị phần bảo hiểm phi nhân thọ và nhân thọ đều trong top 2 với cơ bản tốt, tình hình hoạt động đầu tư tài chính và triển vọng tăng trưởng ổn định. **Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ với BVH cho mục tiêu đầu tư dài hạn.**



## Ngành Bất Động Sản

**Diễn biến ngành 6T.2014:** Đã có những chuyển biến tích cực. Trong đó Q2 thị trường BĐS giao dịch sôi động hơn so với cùng kỳ. Các sản phẩm thuộc phân khúc căn hộ vừa túi tiền được thị trường đón nhận tích cực

**Thị trường BĐS trong 6 tháng đầu năm 2014 đã có những chuyển biến tích cực**

**Số lượng giao dịch thành công tăng cao:** số lượng giao dịch thành công tại Hà Nội đạt hơn 4.000 giao dịch trong 5 tháng đầu năm 2014 (tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái – nguồn: Bộ Xây dựng). Số lượng giao dịch thành công tại Tp.HCM trong Q1.2014 đạt 1.600 giao dịch (+39% yoy, nguồn: Savills).

**Giá bán tại Tp. HCM có sự cải thiện nhẹ,** thị trường sơ cấp chứng kiến sự tăng giá 1-2% tại dòng sản phẩm căn hộ trong khi thị trường thứ cấp thì tăng giá ở hầu hết tất cả các phân khúc đặc biệt là tại các dự án cao cấp và sang trọng. **Tại Hà Nội, giá của thị trường sơ cấp và thứ cấp vẫn trong xu hướng giảm** tuy nhiên tốc độ giảm giá đã chậm lại (Nguồn: Jones Lang Lasalle).

**Giao dịch tập trung chủ yếu ở phân khúc căn hộ có giá bán trung bình** dưới 1,2 tỷ đồng/căn, diện tích từ 55-70m<sup>2</sup> và các dự án đất nền có vị trí giao thông thuận tiện, phương thức thanh toán phù hợp (thanh toán 50% giá trị, phần còn lại thanh toán trong 2-3 năm với lãi suất thấp hoặc không có lãi suất).

**Tổng giá trị hàng tồn kho giảm mạnh:** theo số liệu của Bộ Xây dựng, đến hết tháng 5.2014, tổng giá trị hàng tồn kho đạt 83.519 tỷ đồng, giảm 45.029 tỷ đồng (giảm 35% yoy và giảm 11% ytd). Trong đó, Tp. HCM giảm 45%, Hà Nội giảm 36% so với cùng kỳ năm trước.

**Dư nợ cho vay BĐS tăng.** Các ngân hàng cởi mở hơn với hoạt động cho vay, theo Bộ Xây dựng thì tính đến cuối tháng 4.2014 dư nợ cho vay đối với lĩnh vực đầu tư, kinh doanh BĐS đạt 277.469 tỷ đồng (tăng 5,89% ytd). **Gói tín dụng 30 ngàn tỷ đồng được đẩy nhanh tiến độ cho vay** với số vốn cam kết đến tháng 5.2014 là 3.954 tỷ đồng so với mức 1.760 tỷ đồng cuối năm 2013, số tiền đã giải ngân đạt 2.156 tỷ đồng.

**FDI vào BĐS tăng cao.** Trong 6 tháng đầu năm 2014, FDI vào lĩnh vực kinh doanh BĐS tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước, tổng vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm đạt 692,3 triệu USD (tăng 64,9% yoy). Ngoài các phân khúc nhà ở cao cấp và khách sạn nghỉ dưỡng; phân khúc nhà ở giá rẻ bắt đầu thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài với sự tham gia tiên phong của NIBC Investment (Hàn Quốc) dự định sẽ đầu tư hơn 20.612 tỷ đồng cho dòng sản phẩm nhà ở giá rẻ First Home.

Trong Q2.2014, một số chính sách mang tính hỗ trợ thị trường BĐS được ban hành: **Thông tư 08/2014/TT-BXD** (các công ty được phép dành 20% quỹ đất của dự án Nhà ở xã hội để làm thương mại); **Thông tư 48/2014/BTC** (tiền sử dụng đất được gia hạn tối đa 2 năm đối với công ty đang gặp khó khăn về thanh khoản hay dự án chưa bán được hàng). Ngoài ra một số thông tư khác cũng có hiệu lực trong Q2.2014, tuy nhiên sẽ không tác động nhiều đến hoạt động trên thị trường BĐS như **Thông tư 03/2014/TT-BXD** - tính diện tích căn hộ theo phương thức thông thủy (tác động không nhiều do tổng giá trị căn hộ không thay đổi mặc dù giá bán/m<sup>2</sup> tăng), **Thông tư liên tịch 01/2014/TTLT-NHNN-BXD-BTP-BTNMT** - thể chấp nhà ở hình thành trong tương lai (đã có Thông tư 08/2014/TT-BTP cho phép thể chấp quyền tài sản phát sinh trong tương lai).

### Cập nhật KQKD Q1.2014

*DT và LN của các DN được cải thiện hơn so với cùng kỳ xuất phát từ việc tiêu thụ được hàng tồn kho, kiểm soát chi phí tốt hơn, hay có sự đóng góp từ các công ty liên kết*

**KQKD của các DN BĐS niêm yết trên sàn cải thiện đáng kể trong Q1.2014 với tổng DTT và LNST của các DN tăng lần lượt 183% và 304% so với Q1.2013**

VIC chiếm hơn 69% DTT và 85% LNST của các DN niêm yết. Trong số 53 DN niêm yết có 55% DN có sự tăng trưởng về DTT và 60% có LNST tăng so với cùng kỳ năm trước. Số lượng DN có LNST âm giảm từ 14 xuống còn 12 công ty.

KQKD khả quan hơn do trong năm 2013 các DN đã chủ động thực hiện chuyển đổi các dự án

không hiệu quả, tạm dừng các dự án có quy mô đầu tư lớn và phát triển các sản phẩm đáp ứng được nhu cầu thực của thị trường vì vậy hàng tồn kho của hầu hết các DN giảm mạnh so với Q1.2013, tỷ trọng Hàng tồn kho trong Tổng tài sản giảm từ 40% xuống còn 35% trong Q1.2014.

Một số DN có LNST tăng trưởng cao so với cùng kỳ: **BCI** (tăng 99% yoy), **DIG** (tăng 302% yoy), **HDG** (tăng 90% yoy), **ITA** (tăng 848% yoy), **KDH** (15,5 lần yoy), **KBC** (từ -55 tỷ, tăng lên 7,8 tỷ đồng), **NBB** (tăng 65,6 lần yoy), **SCR** (tăng 853% yoy), **TDH** (tăng 44,4 lần yoy), **VIC** (tăng 304% yoy), **VPH** (tăng 92% yoy). KQKD Q1.2014 của các DN tăng trưởng mạnh so với Q1.2013 đến từ các nguồn khác nhau: hoạt động kinh doanh BĐS (BCI, SCR, KDH, VIC, TDH, ITA, KBC), tiết kiệm chi phí hoạt động và chi phí lãi vay (DIG, HDG, VPH), các công ty liên kết hay hoạt động tài chính (NBB).

#### **Triển vọng 6 tháng cuối 2014:**

*Các sản phẩm phù hợp với nhu cầu của thị trường sẽ được hấp thụ tốt. Nền kinh tế hồi phục, tín dụng được khai thông và hành lang pháp lý hướng đến môi trường kinh doanh lành mạnh, minh bạch hơn sẽ là những nhân tố chi phối sự phát triển của thị trường BĐS*

**Dự kiến KQKD Q2.2014 của các công ty BĐS sẽ có những cải thiện nhất định so với cùng kỳ năm trước do có nhiều dự án được hoàn thành và tiến hành bàn giao cho khách hàng.**

Mặc dù vậy, **VCBS cho rằng thị trường BĐS vẫn còn nhiều khó khăn ở phía trước và sự cải thiện trong KQKD của các DN BĐS trong thời gian tới sẽ vẫn phụ thuộc nhiều vào yếu tố nội tại của DN** trong việc phát triển các sản phẩm phù hợp với thị trường hơn là đến từ các yếu tố bên ngoài như sự hỗ trợ từ Chính phủ.

#### **Các dòng sản phẩm được tiêu thụ tốt trong thời gian qua chủ yếu ở 3 phân khúc :**

Căn hộ vừa túi tiền có giá bán giao động khoảng 1,2 tỷ đồng/căn, diện tích từ 55-70m<sup>2</sup>, tiến độ xây dựng được bảo đảm

Đất nền có vị trí thuận lợi, hạ tầng được phát triển đồng bộ, giá giao động trong khoảng 11 triệu đồng/m<sup>2</sup> và có phương thức thanh toán hấp dẫn (hỗ trợ cho vay từ ngân hàng, thanh toán trong 2-3 năm không có hoặc có lãi suất thấp)

Căn hộ trung cấp và cao cấp với giá bán trên 23 triệu đồng/m<sup>2</sup>, đã hoàn thành phần thô, có đầy đủ các tiện ích sống và dịch vụ tương xứng tiêu chuẩn cao cấp của căn hộ

**Nền kinh tế đang dần hồi phục**, thể hiện qua tốc độ tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2014 đạt 5,2% so với 4,9% cùng kỳ năm 2013. **Tín dụng cho lĩnh vực BĐS đang được đẩy mạnh thông qua các chương trình hỗ trợ** về lãi suất, thời gian cho vay đối với người mua nhà để ở, các gói tín dụng hỗ trợ các công ty BĐS và các bên liên quan; lãi suất tiết kiệm có xu hướng giảm cũng góp phần tăng thêm tính hấp dẫn của BĐS như một kênh đầu tư lâu dài (đặc biệt đối với các dự án đất nền có vị trí thuận lợi, đón đầu sự phát triển hạ tầng trong tương lai và có phương thức thanh toán phù hợp). Bên cạnh đó, **những sửa đổi của Luật nhà ở và Luật kinh doanh BĐS được kỳ vọng sẽ giúp thị trường BĐS phát triển lành mạnh, minh bạch hơn và góp phần xây dựng lại niềm tin nơi người tiêu dùng**. Do đó, **VCBS cho rằng thị trường BĐS sẽ sôi động hơn trong 6 tháng cuối năm và dòng tiền cũng như KQKD của các DN sẽ tiếp tục được cải thiện.**

**Các DN BĐS niềm yết mà VCBS ưa thích là VIC, HDG, DXG và BCI.** Các nhà đầu tư dài hạn có thể cân nhắc để theo dõi, mua vào khi thị trường điều chỉnh và giá cổ phiếu giảm về mức giá hợp lý.

**VIC** có danh mục các dự án đa dạng và đứng đầu thị trường trong nhiều phân khúc sản phẩm (mặt bằng bán lẻ, khách sạn và resort, căn hộ); ngoài ra còn có lợi thế về quỹ đất lớn, khả năng huy động nguồn vốn giá rẻ từ các định chế tài chính, cũng như uy tín về mặt tiến độ xây dựng.

**HDG** hoạt động tập trung ở phân khúc BĐS có qui mô trung bình và nhỏ, sử dụng đòn bẩy tài chính ít, có quỹ đất sạch khá lớn và rẻ trong đó mới chỉ khai thác được khoảng 1 nửa, các dự án của HDG đang được triển khai và bán hàng khá tốt.

**DXG** là nhà môi giới hàng đầu trong lĩnh vực BĐS với hệ thống kênh phân phối đa dạng và đội

ngủ bán hàng có kỹ năng tốt; DXG cũng đang xây dựng hình ảnh là nhà phát triển BĐS cung cấp các sản phẩm đáp ứng nhu cầu thị trường với giá cả phù hợp và tiến độ bảo đảm.

BCI có lợi thế quỹ đất lớn, chi phí sở hữu đất thấp và tập trung tại khu vực phía Tây Tp. HCM; bên cạnh đó BCI có nguồn tiền ổn định từ khu công nghiệp Lê Minh Xuân và Siêu thị Big C.

## Ngành Xây dựng công trình

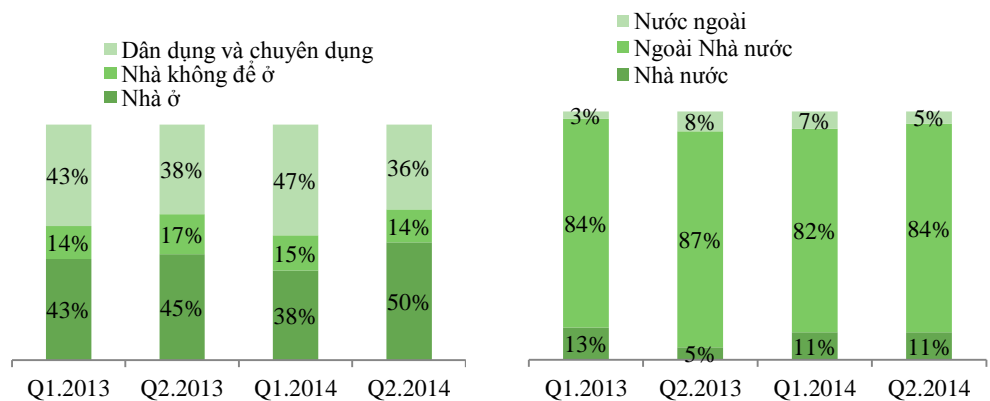
**Diễn biến ngành 6T.2014:** Ngành xây dựng Q2 được dẫn dắt bởi mảng xây dựng nhà ở; những dấu hiệu hồi phục của thị trường BĐS ngày càng rõ nét khi số lượng giao dịch tăng mạnh và tồn kho tiếp tục giảm.

**Ngành xây dựng Q2 được dẫn dắt bởi mảng xây dựng nhà ở.** Theo số liệu của Tổng Cục thống kê, giá trị sản xuất xây dựng Q2.2014 ước tính đạt 197,2 nghìn tỷ đồng (+6,2% yoy, +27% qoq), trong đó công trình nhà ở chiếm 50%, nhà không để ở chiếm 14%, công trình kỹ thuật dân dụng và chuyên dụng chiếm 36%.

So với năm 2013, lĩnh vực xây dựng nhà ở tăng khá mạnh 19%, vượt xa tốc độ tăng trưởng trung bình của ngành. So với Q1.2014, mảng xây dựng nhà ở cũng cho thấy sự tăng trưởng khi tỷ trọng giá trị tăng từ 38% lên 50% trong cơ cấu ngành. Sự cải thiện của mảng xây dựng nhà ở là phù hợp với những dự báo mà chúng tôi đã đưa ra vào Q1 năm nay sau khi quan sát thấy nhu cầu mua nhà ở đã tăng lên mạnh mẽ trong 3 tháng đầu năm. Báo cáo của Bộ Xây Dựng cho thấy tồn kho BĐS Q2 tiếp tục giảm mạnh khi các chính sách ổn định vĩ mô cũng như hỗ trợ thị trường BĐS đang dần tác động tích cực đến thị trường. Tốc độ triển khai gói tín dụng 30.000 tỷ đồng cũng đã được đẩy mạnh, cam kết giải ngân trong 6 tháng đầu năm 2014 đã tăng 225% so với thời điểm cuối năm 2013, đạt gần 4.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, với số tiền thực đã giải ngân chỉ khoảng 2.100 tỷ đồng, đạt 7%, gói kích thích này vẫn chưa đạt kỳ vọng.

Lĩnh vực xây dựng dân dụng và chuyên dụng chỉ tăng khiêm tốn 3% yoy do một số nguyên nhân 1) dự án nâng cấp mở rộng QL1A hiện gặp khó khăn trong khâu giải phóng mặt bằng ở khu vực miền Trung và Bắc Trung Bộ nên chưa thể triển khai theo đúng kế hoạch, 2) một phần do năng lực nhà thầu chưa đảm bảo, 3) điều kiện thời tiết miền Bắc mưa kéo dài nên các dự án nhà máy công nghiệp ở khu vực này bị chậm tiến độ.

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



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê, VCBS tổng hợp

**Xây dựng khu vực vốn đầu tư nước ngoài tăng trưởng mạnh nhất.** Nếu xét theo khu vực, xây dựng khu vực Nhà nước đạt 20,9 nghìn tỷ đồng (+9,4% yoy), khu vực ngoài Nhà nước 165,1 nghìn tỷ đồng (-8,6% yoy) và khu vực vốn đầu tư nước ngoài 11,2 nghìn tỷ đồng (+115% yoy). Xây dựng khu vực vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ khi các dự án lớn như Formosa Hà Tĩnh, Samsung được giải ngân. Tuy nhiên vốn FDI đăng ký mới và bổ sung trong 6 tháng giảm 35% so với năm trước cho thấy dấu hiệu dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam đang có dấu hiệu chững lại.

Cùng với sự sôi động của thị trường BĐS, thị trường vật liệu xây dựng trong 2 quý đầu năm 2014 cũng cho thấy dấu hiệu lạc quan. Theo Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA), tổng tiêu thụ xi măng nội địa và xuất khẩu trong nửa đầu năm nay đạt giá trị gần 33 triệu tấn, tăng khoảng 10% so với cùng kỳ. Đây được xem là tín hiệu khá tích cực khi 3 năm trước tiêu thụ xi măng đều có mức tăng trưởng âm. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), các sản phẩm thép, tôn mạ, thép ống cũng tăng trưởng khá tốt với mức tăng gần 12%. Theo đánh giá của VNCA và VSA, mặc dù nhu cầu tăng lên nhưng giá thành các sản phẩm sẽ khó tăng mạnh do nguồn cung trong nước vẫn đang khá ổn định.

**Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014:** sẽ tiếp tục khả quan khi lĩnh vực xây dựng nhà ở phục hồi và các dự án hạ tầng được đẩy mạnh giải ngân.

**KQKD 2 quý cuối năm sẽ tiếp tục khả quan.** Nếu trong Q1 mảng xây dựng hạ tầng, dân dụng và chuyên dụng là điểm sáng của ngành xây dựng thì trong Q2 lĩnh vực xây dựng nhà ở đã trở lại vai trò dẫn dắt ngành. Chúng tôi dự báo rằng Q3 và Q4 sẽ tiếp tục là giai đoạn phục hồi của lĩnh vực xây dựng nhà ở, đồng thời xây dựng dân dụng, chuyên dụng cũng sẽ tăng trưởng tốt hơn Q2 khi các dự án hạ tầng được đẩy mạnh giải ngân. Nhìn chung, KQKD của ngành xây dựng trong nửa cuối năm sẽ khả quan hơn do 1) những chính sách vĩ mô của Chính phủ sẽ tiếp tục tác động tích cực đến nền kinh tế, 2) thị trường BĐS diễn biến theo chiều hướng tích cực trong 2 quý đầu năm sẽ là cơ sở để dự báo về nhu cầu xây dựng nhà ở tăng lên trong Q3 và Q4, 3) các dự án hạ tầng công nghiệp tiếp tục được đẩy mạnh sẽ là động lực thúc đẩy ngành xây dựng tăng trưởng, 4) giá vật liệu xây dựng ổn định sẽ giúp doanh nghiệp quản lý tốt chi phí sản xuất, 5) đặc tính mùa vụ của ngành xây dựng thường có kết quả cao hơn vào những quý cuối năm.

**Chúng tôi cho rằng trong thời điểm hiện tại NĐT có thể xem xét đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp tốt trong phân khúc xây dựng nhà ở và xây dựng hạ tầng dân dụng như CTCP Xây Dựng Cotec (CTD) và CTCP Nền Móng và Công trình ngầm Fecon (FCN).** CTD là doanh nghiệp đã khẳng định được thương hiệu trong lĩnh vực xây dựng nhà ở, khách sạn, thương mại. Q1.2014 có LN tăng trưởng mạnh, cụ thể DT đạt 1.265 tỷ đồng (+27% yoy) và LNST đạt 65 tỷ đồng (+42% yoy). Trong khi 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. KQKD Q1.2014 sụt giảm nhẹ, DT đạt 211 tỷ đồng (-25% yoy), LNST đạt 25 tỷ đồng (-7% yoy). Cả CTD và FCN có nền tảng cơ bản tốt, triển vọng trong năm 2014 là khả quan cùng với mức giá không quá cao: CTD có P/E forward 8,8 lần, FCN có P/E forward 7,4 lần. Chúng tôi khuyến nghị NĐT xem xét mua cổ phiếu CTD và FCN.

## Ngành Thép

**Diễn biến ngành 6T2014:** Q2 là mùa cao điểm nên cung thép xây dựng có sự tăng trưởng khá, cầu có sức tăng tốt nhưng vẫn yếu hơn kỳ vọng do ảnh hưởng của giá bán. Theo đó, 6 tháng đầu năm lượng tiêu thụ có mức tăng lớn hơn lượng sản xuất

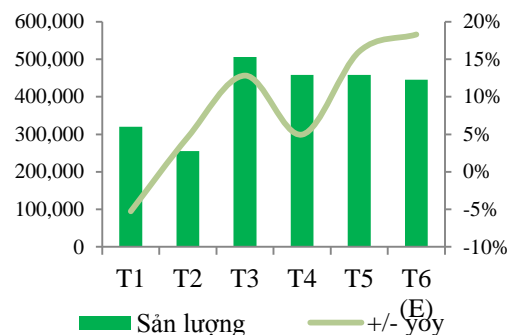
**Cung thép xây dựng có sự tăng trưởng khá, cầu có sức tăng tốt nhưng yếu hơn kỳ vọng do ảnh hưởng của giá bán.**

Trong Q2.2014, sản lượng thép xây dựng sản xuất tăng so với Q1, đạt 1,36 triệu tấn (+12,7% yoy, +25,9% qoq), theo đó tổng sản lượng trong 6T đầu năm tăng nhẹ, đạt 2,4 triệu tấn (+5,6% yoy). Mức sản xuất này (trung bình đạt 400.000 tấn/tháng) được duy trì ở mức tốt so với bình quân của năm 2013 (năm 2013, bình quân khoảng 380.000 tấn/tháng). Lượng hàng tồn kho ở mức không quá cao, đạt 375.800 tấn (+14,9% yoy).

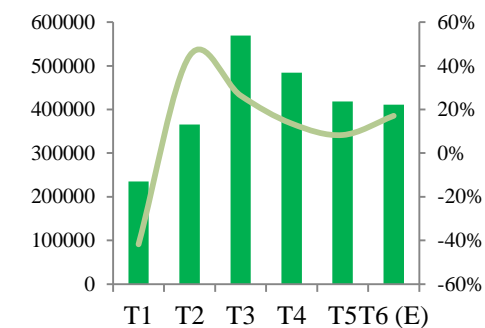
Q2 là khoảng thời gian thuận lợi để xây dựng nhà cửa, công trình... nên sản lượng thép sản xuất đạt mức tăng khá. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ có sức tăng yếu hơn do ảnh hưởng của chính sách siết chặt tải trọng xe từ 1/4/2014, đã đẩy chi phí vận tải tăng 1,5 – 1,7 lần so với trước đây. Hầu hết các sản phẩm thép đều phải tăng giá từ 5-10%. Bên cạnh đó, Thông tư liên tịch số 44/2013/TTLT-BCT-BKHCN đưa ra các quy định về thép sản xuất trong nước và thép xuất khẩu, nhằm siết chặt quản lý chất lượng thép, cũng khiến đầu ra khó khăn hơn. Theo đó, sản lượng tiêu thụ trong Q2 đạt khoảng 1,31 triệu tấn (+12,9% yoy), 6T đầu năm 2014 ước đạt 2,48

triệu tấn (+9,3% yoy).

**Sản lượng sản xuất thép XD 6T.2014 (tấn)**



**Sản lượng tiêu thụ thép XD 6T.2014 (tấn)**



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

### **Xuất khẩu và nhập khẩu đều có mức tăng nhẹ.**

Xuất khẩu thép trong 5 tháng đầu năm 2014 đạt hơn 1,544 triệu tấn, kim ngạch đạt 1,26 tỷ USD (trên 50% KH của năm 2014), cho thấy thị trường xuất khẩu thép có những chuyển biến tích cực. Trong đó xuất khẩu chủ yếu là thép thành phẩm, phôi thép, thép tấm lá đen. Theo VSA, số liệu cập nhật đến 30/4/2014 thì sản lượng xuất khẩu đối với thép thành phẩm đạt 958 nghìn tấn (+14,5% yoy); phôi thép (206 nghìn tấn, +96,55% yoy), thép tấm lá đen (212 nghìn tấn, +12,3% yoy)...

Tính đến hết tháng 5/2014, lượng sắt thép nhập khẩu đạt hơn 5,6 triệu tấn (+5,38% yoy), kim ngạch xuất khẩu đạt 2,986 tỷ USD (-15,2% yoy). Đặc biệt sản lượng sắt thép nhập khẩu từ Trung Quốc tăng mạnh, đạt 2,18 triệu tấn (+51,7% yoy). Nguyên nhân chính là do lượng cung thép từ nước này dư thừa lớn nên thực hiện đẩy mạnh tiêu thụ sang các nước lân cận. Ngược lại sản lượng nhập khẩu giảm từ các thị trường Nhật Bản (989 nghìn tấn, -16,9% yoy) và Hàn Quốc (539 nghìn tấn, -8,9% yoy).

**Triển vọng ngành thép 6 tháng năm 2014:** sẽ không cao, đặc biệt Q3 là khoảng thời gian đi xuống theo chu kỳ của ngành

Theo chu kỳ ngành thép thì Q3 là khoảng thời gian đi xuống của ngành khi cầu tiêu thụ thép giảm do thời tiết không thuận lợi cho việc thi công xây dựng. Do đó, vào khoảng thời gian này, nhiều doanh nghiệp tranh thủ lượng tiêu thụ yếu để thực hiện bảo trì máy móc, ví dụ như HPG dự kiến sẽ bảo trì lò cao giai đoạn 1 từ tháng 8 đến tháng 12.

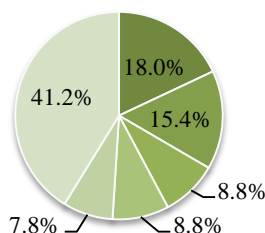
Theo dự báo của VSA, 6 tháng cuối năm 2014 tăng trưởng của ngành thép sẽ không cao, chỉ tương đương 6 tháng đầu năm, do 6 tháng còn lại có 3 tháng rơi vào mùa mưa. Dự kiến, tăng trưởng cả ngành thép trong năm 2014 khoảng 10-12%.

### **Các doanh nghiệp trong ngành:**

Doanh nghiệp đứng đầu mảng thép xây dựng vẫn là HPG, và doanh nghiệp có thị phần cao nhất ở mảng tôn mạ tiếp tục là HSG.

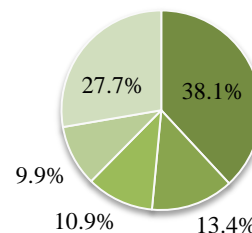
**Thị phần thép xây dựng T5.2014**

■ Hòa Phát ■ Pomina ■ Tisco  
■ Vinakyoiei ■ VNS ■ Khác



**Thị phần tôn mạ T5.2014**

■ Hoa Sen ■ Nam Kim  
■ Tôn Đông Á ■ Sun Steel  
■ Khác





Nguồn: VSA, VCBS tổng hợp

HPG vẫn duy trì vị trí dẫn đầu mảng thép xây dựng với 18% thị phần, mức này có giảm nhẹ so với tháng trước (tháng 4 đạt 18,4%). Theo sau là Pomina (15,4%), Tisco (8,8%)...

Đối với mảng tôn mạ, HSG vẫn là doanh nghiệp có thị phần cao nhất, đạt 38,1%. Mức này tương đối ổn định qua các năm. Theo sau là các doanh nghiệp có khoảng cách xa như: Nam Kim, Tôn Đông Á....

#### Khuyến nghị MUA 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. Trong Q2, HPG có một số triển vọng sau: (1) Năng lực sản xuất tăng, nhà máy ống thép tại Đà Nẵng (có công suất 36.000 tấn) vừa đi vào hoạt động từ tháng 4/2014 nâng tổng công suất ống thép lên 236.000 tấn, và hiện tại HPG đang hoạt động 100% CSTK; (2) Sản lượng tiêu thụ tốt do trong giai đoạn cao điểm của ngành, sản lượng thép xây dựng trong tháng 4,5 lần lượt đạt 101.634 tấn, 75.428 tấn; (3) Biên lợi nhuận được cải thiện tốt do (i) giá quặng sắt trong nước giảm vì chính phủ cấm xuất khẩu quặng sắt, (ii) Giá than mỡ nhập khẩu vẫn tiếp tục xu hướng giảm. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **MUA HPG**.

#### Khuyến nghị THEO DÕI VIS

Mặc dù có những kết quả kém khả quan trong thời gian qua, VIS vẫn có một số triển vọng phục hồi trong năm 2014 nhờ: (1) Sản lượng tiêu thụ tốt trong Q2 do VIS đẩy mạnh việc bán hàng và nhiều dự án giao thông sử dụng thép VIS được tăng cường sử dụng trong Q2, cụ thể tháng 4 và 5 sản lượng tiêu thụ của VIS lần lượt đạt 26.100 tấn, 20.777 tấn (Q1 tiêu thụ được 52.598 tấn), (2) Dư nợ vay (chủ yếu là các khoản vay dài hạn do ảnh hưởng của việc sáp nhập với SDS) giảm dần theo đó chi phí lãi vay cũng giảm tương ứng, (3) Mức khấu hao đối với nhà máy tại Hưng Yên sẽ còn rất thấp trong năm nay, theo đó chi phí khấu hao sẽ giảm khoảng 30 tỷ đồng so với với năm ngoài, (4) Đầu ra đối với mảng dự án tương đối tốt do VIS vẫn được lựa chọn là nhà cung cấp cho một số dự án của Bộ Giao thông – Vận tải, hay một số dự án khác của Vincom, Samsung... Đối tượng khách hàng của VIS đang dần được mở rộng ra các dự án của các công ty bên ngoài chứ không chỉ bó hẹp làm nhà cung cấp cho nội bộ Tổng công ty Sông Đà. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI VIS**.

## Ngành Nhựa

#### Diễn biến ngành 6T2014:

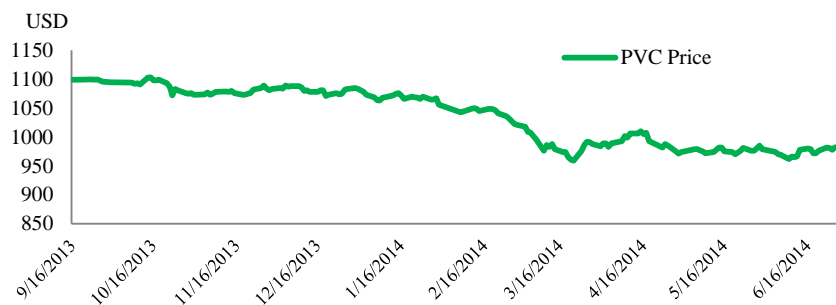
*Thị trường tiêu thụ khởi sắc, giá nguyên liệu đầu vào ổn định; tuy nhiên, sự cạnh tranh gay gắt có thể khiến lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành nhựa xây dựng trong 6 tháng đầu năm bị sụt giảm do phải giảm giá bán sản phẩm.*

*KQKD của các doanh nghiệp nhựa bao bì chưa được như kỳ vọng do những thay đổi thiếu tích cực về mặt chính sách trong khi thị trường tiêu thụ chưa có sự tăng trưởng đáng kể.*

#### Nhựa xây dựng

**Thị trường tiêu thụ của các sản phẩm nhựa xây dựng có dấu hiệu khởi sắc hơn trong Q2 khi lĩnh vực bất động sản và xây dựng tiếp tục chứng kiến sự hồi phục nhẹ.** Theo số liệu của Tổng Cục thống kê, giá trị sản xuất xây dựng 6 tháng đầu năm theo giá hiện hành ước tính tăng 8,4% yoy, trong đó: xây dựng công trình nhà ở tăng 9,2% yoy, công trình nhà không để ở tăng 3% yoy, công trình kỹ thuật dân dụng và chuyên dụng tăng 9,7% yoy. Do đó, với vai trò là ngành phụ trợ ngành xây dựng, thị trường ngành nhựa xây dựng có dấu hiệu khởi sắc.

**Giá hạt nhựa PVC – nguyên liệu đầu vào chủ yếu của các doanh nghiệp ngành nhựa xây dựng, đã có chiều hướng giảm dần và giữ mức giá ổn định trong khoảng thời gian nửa đầu năm 2014.** Cụ thể, sau khi liên tục duy trì quanh mức \$1.080-\$1.100/tấn trong suốt Q4.2013, bước sang năm 2014, giá hạt nhựa PVC đã lùi dần về dưới mức \$1.000/tấn vào cuối Q1.2014. Mặc dù ngay sau đó có dấu hiệu tăng nhẹ trở lại nhưng hầu hết thời gian của Q2, giá hạt nhựa PVC vẫn giữ được sự ổn định và chỉ dao động với biên độ hẹp quanh mức \$980/tấn. Kết thúc Q2, giá PVC vẫn chưa có sự biến động đáng kể mặc dù giá dầu thô thế giới đã tăng hơn \$10, có thời điểm lên mức \$115/thùng. Lý giải cho trường hợp này đó là mặc dù là sản phẩm dẫn xuất từ dầu mỏ nhưng giá hạt nhựa PVC còn phụ thuộc vào giá Clo, thành phần quan trọng thứ hai cấu thành nên PVC.

**Biến động giá hạt nhựa PVC từ 16/9/2013 đến 30/6/2014**

Nguồn: Bloomberg

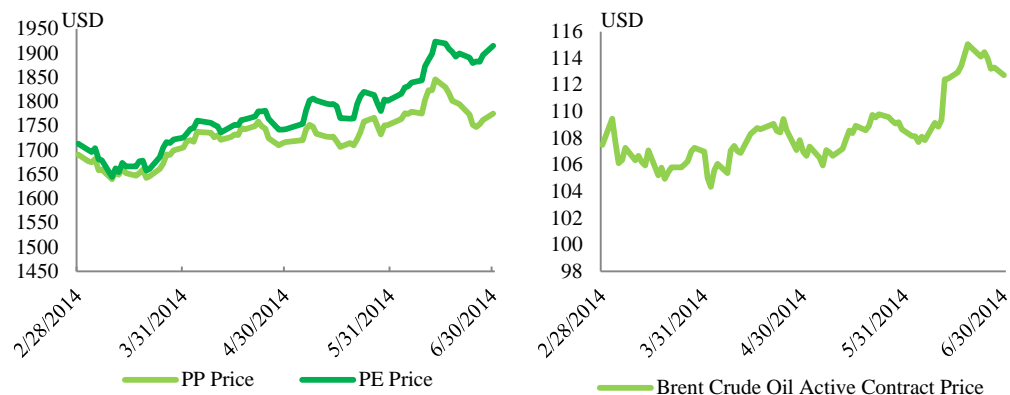
Trong Q2 vừa qua, thị trường ống nhựa uPVC và PPR diễn ra sự cạnh tranh thị phần rất khốc liệt do việc xuất hiện của nhiều nhà máy mới như nhà máy của Europipe với công nghệ sản xuất hiện đại, đồng bộ, vốn đầu tư lớn đặt tại Miền Bắc, Nhựa Tiền Phong Phía Nam, Nhựa Tiền Phong Miền Trung.... Điều này đã khiến các công ty trong ngành nhựa xây dựng phải đẩy mạnh chiết khấu hoặc tiến hành hạ giá bán sản phẩm nhằm giữ vững miếng bánh thị phần. Đây được coi là nguyên nhân khiến giá bán bình quân bị sụt giảm, ảnh hưởng trực tiếp lên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong Q2.

Thị trường tiêu thụ có dấu hiệu khởi sắc hơn trong khi giá nguyên liệu đầu vào được giữ ổn định; tuy nhiên, do mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt, **chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp ngành nhựa xây dựng sẽ có doanh thu tốt nhưng LNST có thể bị ảnh hưởng trong Q2.2014.**

#### Nhựa bao bì

Ngành hàng thực phẩm, tiêu dùng – đầu ra sản phẩm của nhựa bao bì, vẫn tiếp tục duy trì sự ổn định trong Q2 nhưng không còn giữ được mức tăng trưởng nhanh như các năm trước. Trong khi đó, mức độ cạnh tranh ngày càng gia tăng do sự phát triển về số lượng và quy mô sản xuất của các doanh nghiệp nhựa bao bì. Do đó, giá bán sản phẩm bị sụt giảm; điều này đã trực tiếp dẫn đến sự sụt giảm doanh thu của Q2 so với cùng kỳ năm trước của một số doanh nghiệp trong ngành như VPK, MCP.

Xét về khía cạnh giá nguyên liệu, **giá hạt nhựa PP và PE – nguyên liệu chính của phân ngành nhựa bao bì có sự liên hệ chặt chẽ với giá dầu thế giới khi tăng mạnh vào thời điểm cuối Q2.**

**Diễn biến giá hạt nhựa PP, PE và giá dầu thô thế giới**

Nguồn: Bloomberg

Vừa qua có một số chính sách tác động không mấy tích cực đến ngành nhựa bao bì. Đầu

năm 2014, **Bộ Tài Chính đã thực hiện tăng thuế nhập khẩu nguyên liệu PP lên mức 1%** và tiến hành áp thuế cho các năm tiếp theo với lộ trình là 2% cho năm 2015 và 3% vào năm 2016. Mặc dù mức thuế suất trên là thấp hơn so với dự báo nhưng cũng ảnh hưởng phần nào đến KQKD của các doanh nghiệp nhựa bao bì. Với sự thay đổi thuế suất kể trên, Hiệp hội Nhựa Việt Nam (VPA) dự báo tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu của ngành nhựa năm 2014 là 13%. **Ở khía cạnh xuất khẩu, Ủy ban Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ (ITC) đã quyết định đánh hai loại thuế chống trợ giá và chống bán phá giá đối với các sản phẩm túi nhựa đựng hàng bán lẻ (PE) nhập khẩu từ Việt Nam.** Theo đó, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) tuyên bố 16 nhà sản xuất/xuất khẩu túi nhựa PE Việt Nam phải chịu mức thuế suất chống phá giá riêng biệt là 52,3%, trong khi mức thuế này chung cho các nhà sản xuất/xuất khẩu khác của Việt Nam là 76,11%. Trong cuộc điều tra về chống trợ giá đối với Việt Nam, phần các nhà sản xuất/xuất khẩu khác của Việt Nam phải nhận mức thuế chống trợ giá là 5,28%.

### **Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014:**

*Ngành nhựa xây dựng sẽ có bước tiến khả quan trong nửa cuối năm 2014 nhờ sự phục hồi của lĩnh vực xây dựng và giá hạt nhựa PVC được giữ ổn định trong nửa cuối năm.*

### **Nhựa xây dựng**

Dựa trên nhận định nhu cầu tiêu thụ sẽ tăng lên do ngành xây dựng công trình sẽ có KQKD khả quan hơn trong 2 quý cuối năm nhờ sự phục hồi của lĩnh vực xây dựng nhà ở, xây dựng dân dụng và chuyên dụng. Thêm vào đó, giá dầu thô thế giới sẽ có xu hướng ổn định và giảm nhẹ giữ cho giá hạt nhựa PVC (chiếm 70-75% giá vốn hàng bán), không bị biến động mạnh. **Chúng tôi đánh giá ngành nhựa xây dựng sẽ có bước tiến khả quan trong nửa cuối năm 2014.** Tuy nhiên, KQKD của Q3 có thể bị sụt giảm do tác động của yếu tố mùa vụ khi khoảng thời gian này chưa phải mùa cao điểm của thị trường xây dựng. Trong khi đó các doanh nghiệp ngành nhựa thường hay dự trữ nguyên liệu trước khi đưa vào sản xuất, sự sụt giảm giá nguyên liệu kể trên sẽ không gây ra tác động mạnh tới kết quả chung của cả năm do KQKD Q3.2014 được hưởng lợi từ sự ổn định của giá hạt nhựa PVC trong Q2. Bước sang Q4, giá vốn hàng bán sẽ không tăng đột biến do giá hạt nhựa PVC sẽ được neo giữ nhờ giá dầu thô được kỳ vọng giảm thông qua việc OPEC tăng cường sản xuất dầu trong Q3.2014.

**Xét về các chi phí khác,** thực tế hiện nay có đến hơn 90% doanh nghiệp ngành nhựa đang hoạt động mà không chủ động được nguồn nguyên liệu, trong đó, nguyên liệu nhựa nhập khẩu chiếm đến trên 80%, nguyên liệu nhựa trong nước chủ yếu là tái sinh từ nhựa phế thải. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, chất dẻo nguyên liệu là một trong 10 nhóm hàng có giá trị nhập khẩu lớn nhất trong 5 tháng đầu năm 2014, đạt 2,46 tỷ USD, tăng 9,82% so với cùng kỳ năm 2013. Do đó, biến động tăng tỷ giá USD/VND ở mức 1% vừa qua mặc dù vẫn nằm trong kế hoạch đã định của NHNN nhưng sẽ ảnh hưởng phần nào đến doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp ngành nhựa. Bên cạnh đó, việc tăng 1% giá bán lẻ điện cho sản xuất giờ thấp điểm kể từ 1/6/2014 và điều chỉnh tăng giá các mặt hàng xăng dầu từ 170 đồng - 330 đồng vào ngày 23/6/2014 đã làm gia tăng chi phí sản xuất và tác động trực tiếp đến KQKD của các doanh nghiệp trong Q3. **Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá các tác động kể trên sẽ không gây ra những sự điều chỉnh đáng kể nào do đã nằm trong kế hoạch dự tính của các doanh nghiệp chủ chốt trong ngành.**

### **Nhựa bao bì**

*Các doanh nghiệp trong ngành sẽ có sự tăng trưởng nhẹ do nhu cầu xi măng xây dựng và thực phẩm tiêu dùng tăng 6 tháng cuối năm. Giá hạt nhựa PP, PE mặc dù đang tăng vào thời điểm cuối Q2 nhưng được dự đoán sẽ không gia tăng mạnh và sẽ giữ ổn định quanh mức giá hiện tại.*

**Đối với phân ngành nhựa bao bì, chúng tôi nhận định nửa cuối năm 2014 các doanh nghiệp trong ngành sẽ có sự tăng trưởng nhẹ.** Xét đến thị trường trong nước, phân khúc sản xuất bao bì thực phẩm và bao bì PET có tiềm năng phát triển khá tốt do ngành hàng thực phẩm, tiêu dùng tiếp tục duy trì sự ổn định và thường tăng trưởng vào những tháng cuối năm để phục vụ nhu cầu Tết. Phân khúc sản phẩm bao bì xây dựng được dự đoán có khả năng duy trì mức tăng như trong nửa đầu năm 2014 (tăng khoảng 10% yoy) do thị trường bất động sản và xây dựng đang ấm dần lên. Ở khía cạnh xuất khẩu, mặc dù Q3 có thể có sự sụt giảm nhẹ nhưng Q4 được kỳ vọng sẽ có mức tăng trưởng khả quan do nền kinh tế của các thị trường xuất khẩu chính hồi phục (các thị trường Nhật Bản, Mỹ, Cambodia, Anh, Đức, Hà Lan là những đối tác chính của các doanh

ngành Việt Nam).

Bước sang Q3, ngoài thị trường Mỹ có dấu hiệu khởi sắc hơn về kinh tế, đà tăng trưởng kinh tế của Nhật Bản và các nước EU đều được nhận định có dấu hiệu chậm lại. Đặc biệt là tăng trưởng kinh tế của Nhật Bản trong Q3 (thị trường chiếm 25% tổng kim ngạch xuất khẩu nhựa của Việt Nam từ đầu năm đến nay, tăng 30,66% so với cùng kỳ) chưa có sự cải thiện do vẫn chịu tác động bởi quyết định tăng thuế tiêu dùng từ 5% lên mức 8% (bắt đầu có hiệu lực kể từ ngày 1/4/2014). Mặt khác, các sản phẩm nhựa xuất khẩu của Việt Nam luôn chịu sự cạnh tranh gay gắt từ phía Trung Quốc do Chính phủ Trung Quốc cho phép nhập khẩu phế liệu nhựa khiến giá nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp Trung Quốc luôn thấp hơn từ 15%-20% so với Việt Nam và giá bán sản phẩm nhựa của Việt Nam luôn cao hơn Trung Quốc khoảng 10-15%.

Hơn thế nữa, theo Hiệp hội Nhựa Việt Nam (VPA), giá hạt nhựa PP và PE - nguyên liệu đầu vào chủ yếu của phân khúc sản xuất nhựa bao bì sẽ không giảm trong năm nay. Cụ thể, kết thúc Q2, giá hạt nhựa PE vẫn tiếp tục tăng mạnh trong khi giá hạt nhựa PP có xu hướng nhích dần lên trong Q3. Tương tự như ngành nhựa xây dựng, ngành nhựa bao bì cũng chịu sự tác động của tỷ giá và giá điện, xăng dầu trong nước. Đặc biệt, yếu tố tỷ giá có mức ảnh hưởng sâu sắc hơn, tác động tới cả đầu vào và đầu ra của các doanh nghiệp thuần xuất khẩu bao bì. Tuy nhiên, do biên độ thay đổi ở mức thấp và vẫn nằm trong kế hoạch đã được dự báo nên mức độ ảnh hưởng lên KQKD sẽ không đáng kể.

Như vậy, với việc thị trường tiêu thụ sẽ thu hẹp lại do sự co hẹp của mảng xuất khẩu trong khi giá nguyên liệu có thể sẽ nhích lên, chúng tôi nhận định rằng **KQKD của các doanh nghiệp nhựa bao bì trong Q3 sẽ bị sụt giảm nhẹ**. Tuy nhiên, bước sang quý cuối cùng của năm, với dự đoán nền kinh tế Nhật Bản lấy lại đà tăng trưởng, kinh tế Mỹ tiếp tục duy trì ổn định và bất ổn tại châu Âu trở nên lắng dịu hơn không gây các tác động xấu khiến giá dầu thô tăng cao và giúp giữ giá hạt nhựa PP, PE đi ngang ở mức giá như hiện nay thì **kịch bản KQKD Q4.2014 khả quan hơn có thể bù đắp sự sụt giảm nhẹ của Q3.2014 là tương đối khả thi**.

## Ngành Săm lốp

**Diễn biến ngành 6T2014:** *Thị trường tiêu thụ có những tín hiệu tốt, tuy nhiên vẫn tồn tại sự cạnh tranh không lành mạnh của lốp nhập khẩu từ Trung Quốc. Năng lực sản xuất lốp radial của DN trong nước tăng lên. KQKD các DN trong ngành khả quan nhờ giá nguyên liệu tiếp tục giảm xuống thấp*

**Thị trường ô tô trong nước tăng trưởng mạnh mẽ tạo ra tiền đề tăng trưởng cho thị trường săm lốp.** Tháng 5 là tháng thứ 14 liên tiếp doanh số bán hàng của VAMA có sự tăng trưởng, theo đó doanh số bán ô tô 5T2014 tại Việt Nam đạt 53.505 chiếc (+33% yoy), bao gồm doanh số bán xe ô tô con đạt 34.040 chiếc (+38% yoy) và doanh số bán xe tải đạt 19.465 chiếc (+25% yoy). Trong đó, doanh số bán hàng của xe lắp ráp trong nước đạt 39.537 chiếc (+23% yoy) và xe nhập khẩu 13.968 chiếc (+75% yoy). Theo đó, **sản xuất và tiêu thụ săm lốp cũng tăng trưởng tốt**. Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) cho biết sản lượng sản xuất sản phẩm của các DN thuộc Tập đoàn đều tăng trong Q1.2014. Cụ thể, lốp ô tô đạt 434.772 chiếc (+6,5% yoy), lốp xe máy đạt 1,3 triệu bộ (+12,7% yoy), lốp xe đạp đạt 2,5 triệu chiếc (+13,4% yoy). Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG) cũng cho biết kim ngạch xuất khẩu săm lốp Q1.2014 tăng 10%.

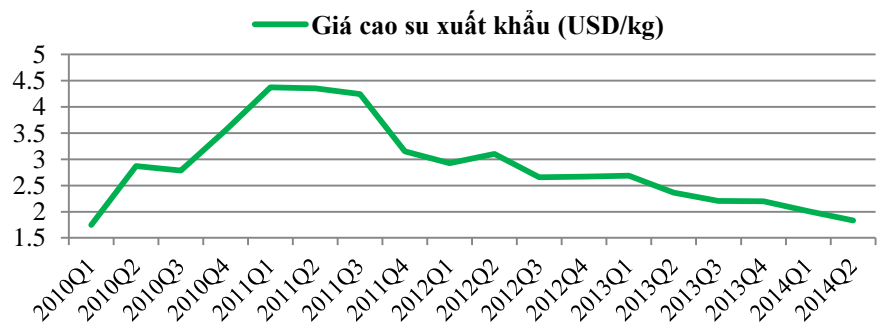
**Siết chặt quản lý trọng tải xe sẽ không ảnh hưởng nhiều đến nhu cầu tiêu thụ săm lốp.** Nhằm siết chặt và chấn chỉnh tình trạng phương tiện vận tải đường bộ vi phạm chở hàng quá tải trọng, từ 1.4.2014, tất cả các địa phương phải đồng loạt triển khai công tác kiểm tra tải trọng xe. Việc siết chặt quản lý trọng tải xe sẽ làm tăng chi phí vận chuyển của công ty nói chung và công ty trong ngành nói riêng và có thể làm giảm vận tải đường bộ qua đó ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ săm lốp. Xét 3 doanh nghiệp săm lốp đang niêm yết trên sàn chúng tôi cho rằng việc siết chặt trọng tải sẽ làm tăng chi phí vận chuyển của SRC nhiều nhất khi SRC sản xuất tại nhiều nơi, đồng thời SRC mua nguyên liệu tại miền Trung trong khi có phân phối sản phẩm đến miền Bắc và miền Nam. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ săm lốp sẽ

không quá lớn do vận tải đường bộ vẫn là một kênh vận tải quan trọng mà các kênh vận tải khác khó có thể thay thế.

**Tồn tại sự cạnh tranh không lành mạnh của sản phẩm lốp nhập khẩu từ Trung Quốc ảnh hưởng nhiều đến tình hình tiêu thụ lốp radial của các DN lớn trong nước.** Phần lớn lốp xe ở Việt Nam đều là hàng nhập khẩu trong đó 60-70% có nguồn gốc từ Trung Quốc với đa số là lốp radial. Lốp xe Trung Quốc phải chịu mức thuế suất nhập khẩu từ 10-25% tuy nhiên trước khi DRC, CSM chưa sản xuất lốp radial, trong nước chưa có tham chiếu tính giá sản phẩm nhập khẩu nên lốp Trung Quốc nhập về thường khai thấp giá trị để giảm thuế nhập khẩu giúp giảm giá bán và tăng sức cạnh tranh. Lốp radial của DRC và CSM thuộc phân khúc trung bình nên bị sẽ cạnh tranh nhiều bởi lốp nhập khẩu từ Trung Quốc. Tồn tại sự cạnh tranh không lành mạnh của lốp nhập khẩu Trung Quốc ảnh hưởng nhiều đến việc tiêu thụ lốp của các DN lớn trong nước, đặc biệt khi lốp radial của các DN này mới tiếp cận thị trường, chi phí khấu hao và lãi vay giai đoạn đầu hoạt động rất lớn. Hiện nay các doanh nghiệp sản xuất lốp trong nước đang làm việc với Tổng cục Hải quan để xây dựng mức giá sản tính thuế nhập khẩu giúp tăng tính cạnh tranh cho sản phẩm lốp sản xuất trong nước.

**Các doanh nghiệp sản xuất lốp trong nước nâng cao năng lực sản xuất lốp radial và tăng cường khả năng cạnh tranh.** Tháng 4/2014, CSM khánh thành nhà máy sản xuất lốp radial GD 1 với công suất 350.000 lốp/năm trở thành doanh nghiệp sản xuất lốp thứ 2 trong nước có nhà máy sản xuất lốp radial sau DRC (khánh thành nhà máy sản xuất lốp radial GD1 với công suất 300.000 lốp/năm vào tháng 6/2013). CSM cho biết nhu cầu lốp xe tải radial khoảng 2 triệu lốp/năm và hiện nay 80% xe tải trong nước dùng lốp radial, chỉ còn lại 20% dùng lốp bias công nghệ cũ. Trước khi DRC và CSM sản xuất lốp radial, lốp radial do nước ngoài sản xuất hoặc nhập khẩu 100%. Do đó, hai doanh nghiệp sản xuất lốp lớn trong nước sản xuất được lốp radial sẽ giúp giảm nhập khẩu lốp, phát triển ngành công nghiệp chế biến cao su để tận dụng nguồn cao su nguyên liệu dồi dào và giá rẻ.

**Giá nguyên liệu cao su đầu vào tiếp tục giảm sâu, tỷ giá được điều chỉnh tăng 1% vào ngày 19/6/2014.** Trong những tháng đầu năm, mặc dù đang trong giai đoạn ngưng cạo mủ khiến nguồn cung thấp nhưng cung vẫn đang vượt cầu nên giá cao su vẫn tiếp tục giảm sâu. Giá cao su tự nhiên xuất khẩu bình quân tháng 6/2014 giảm tiếp tục giảm 19% so với tháng 12/2013. Theo đó, giá cao su xuất khẩu bình quân 6 tháng đầu năm 2014 giảm 24% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên các doanh nghiệp sản xuất lốp thường dự trữ nhiều nguyên liệu vào cuối năm do cao su ngưng cạo mủ từ tháng 2 đến tháng 4. Do đó chúng tôi cho rằng nguyên liệu được dùng trong 6 tháng đầu năm phần lớn là nguyên liệu dự trữ từ cuối năm trước và giá nguyên liệu cao su giảm từ đầu năm sẽ được phản ánh nhiều vào KQKD các quý tới. Ngày 19/6/2014 tỷ giá được điều chỉnh tăng 1% sẽ làm giảm LN của các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm lốp khi chi phí nhập khẩu nguyên liệu cao su hơn doanh thu xuất khẩu, ngoài ra còn một số phát sinh nợ vay USD. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá mức độ ảnh hưởng sẽ không lớn và tác động rất nhỏ đến KQKD 6 tháng đầu năm do tỷ giá được điều chỉnh vào cuối Q2.





*Nguồn: Bloomberg*

**KQKD của các DN trong ngành tiếp tục khả quan nhờ giá nguyên liệu cao su đầu vào và lãi suất thấp, tỷ giá biến động nhưng không nhiều.** Xem xét ba doanh nghiệp sản xuất lốp lớn đang niêm yết trên sàn. Chúng tôi cho rằng thị trường cạnh tranh nên các doanh nghiệp sẽ giảm giá bán và mở rộng các hình thức chiết khấu khiến doanh thu có thể giảm nhẹ, nhưng riêng CSM và DRC có thể có sự tăng trưởng về doanh thu bởi sự đóng góp của sản phẩm lốp mới – lốp radial. Cùng với những thuận lợi chung của ngành như giá nguyên liệu đầu vào và chi phí lãi vay thấp thì LN của các doanh nghiệp sẽ khả quan. Riêng với DRC và CSM, do hai doanh nghiệp mới đưa nhà máy sản xuất lốp radial vào hoạt động khiến chi phí khấu hao và lãi vay tăng nên LN có thể chỉ tăng nhẹ hoặc sụt giảm so với cùng kỳ năm trước. Cụ thể, chúng tôi ước tính LNTT của các công ty như sau: (i) DRC: LNTT Q2 đạt khoảng 145 tỷ đồng (-2% yoy), lũy kế 6 tháng đầu năm LNTT đạt khoảng 255 tỷ đồng tương đương với cùng kỳ năm trước, (ii) CSM: LNTT Q2 đạt khoảng 105 tỷ đồng (-20% yoy), lũy kế 6T2014 LNTT đạt khoảng 206 tỷ đồng giảm 8% so với cùng kỳ năm trước, (iii) SRC: LNTT Q2 ước đạt 28 tỷ đồng LNTT (+14% yoy), giúp LNTT 6 tháng đầu năm đạt khoảng 51 tỷ đồng, tăng 4% so với cùng kỳ năm trước.

**Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014:** *Sự cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt nhưng triển vọng 6T2014 sẽ tiếp tục tích cực nhờ nguyên liệu đầu vào duy trì ở mức thấp.*

**Nhu cầu sản phẩm lốp 6 tháng cuối năm hứa hẹn sẽ tốt hơn.** Nhờ một số chính sách mới như giảm thuế nhập khẩu ô tô, lệ phí trước bạ nên tình hình tiêu thụ ô tô khởi sắc, 5T2014 doanh số bán ô tô tăng mạnh (+33% yoy). Theo đó, VAMA kỳ vọng doanh số bán hàng năm 2014 có thể đạt 125.000 xe (+14% yoy). Hiệp hội cao su (VRA) ước tính năm 2014, cả nước có 39,95 triệu chiếc xe máy và khoảng 1,64 triệu ô tô lưu hành và dự báo nhu cầu lốp xe tăng trưởng trung bình 5%/năm. Cụ thể, VRA dự báo năm 2014 tổng nhu cầu lốp xe ô tô đạt 5,05 triệu chiếc trong khi nhu cầu lốp xe máy khoảng 33,96 triệu chiếc. Thêm vào đó, theo chu kỳ, nhu cầu sản phẩm lốp 6 tháng cuối năm thường cao hơn 6 tháng đầu năm cùng với sự phục hồi của nền kinh tế nên chúng tôi cho rằng nhu cầu sản phẩm lốp 6 tháng cuối năm hứa hẹn sẽ tốt hơn.

**Sự cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt.** Hiện nay hầu hết các thương hiệu lớn như Bridgestone, Yokohama, Cheng Shin.... đều đã có mặt trên thị trường. Thêm vào đó, một số nhà máy sản xuất lốp lớn đã và sắp đi vào sản xuất như: Nhà máy của Sailun Việt Nam (Trung Quốc) tại Tây Ninh với công suất 150.000 lốp xe/năm đã đi vào hoạt động từ tháng 12/2013; Nhà máy sản xuất lốp Bridgestone tại Việt Nam ở Hải Phòng với công suất 6,5 triệu lốp/năm dự kiến sẽ khánh thành vào giữa năm 2014; Công ty Sản phẩm Kumho Tire (Hàn Quốc) dự kiến đầu tư thêm 100 triệu USD để mở rộng nhà máy sản xuất lốp tại tỉnh Bình Dương, nâng công suất từ 3,3 triệu lốp/năm lên 5 triệu lốp/năm. Mặc dù Việt Nam không phải thị trường mục tiêu của các nhà máy này nhưng mức độ ảnh hưởng đến doanh nghiệp sản xuất trong nước không phải là nhỏ, đặc biệt nhà máy Sailun Việt Nam có sản phẩm cùng loại với sản phẩm của DRC và SRC. Do đó, sự cạnh tranh trong ngành ngày càng tăng lên.

**Giá cao su nguyên liệu đầu vào duy trì ở mức thấp sẽ tiếp tục là động lực chính giúp triển vọng của các DN sản xuất sản phẩm lốp tích cực.** Mặc dù cao su trong giai đoạn ngưng cạo khiến nguồn cung thấp nhưng cung vẫn đang vượt cầu nên giá cao su vẫn tiếp tục giảm sâu (-24% yoy). Trong thời gian tới khi cao su vào mùa khai thác nguồn cung sẽ tăng lên. Đồng thời, vừa qua, Tổ chức Nghiên cứu Cao su Quốc tế (IRSG) dự báo dư cung cao su tự nhiên năm 2014 khoảng 714 nghìn tấn cao hơn nhiều so với mức 200 nghìn tấn dự báo trước đây. Do đó chúng tôi cho rằng trong 6 tháng cuối năm giá cao su có thể giảm nhẹ và duy trì ở mức thấp. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay được dự báo tương đối ổn định và tỷ giá được điều chỉnh nhẹ với mức tăng khoảng 2% cho cả năm 2014. Trên cơ sở đó chúng tôi cho rằng triển vọng 6 tháng cuối năm các doanh nghiệp trong ngành sẽ tiếp tục tích cực.

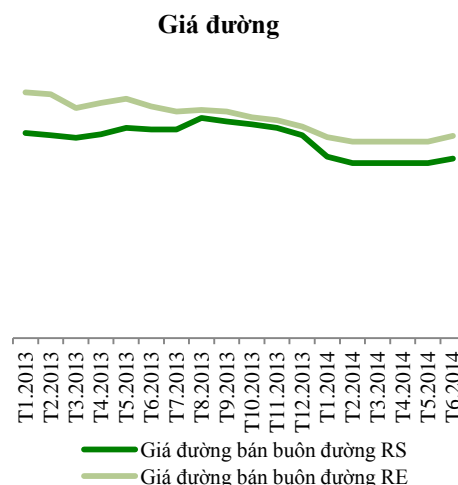
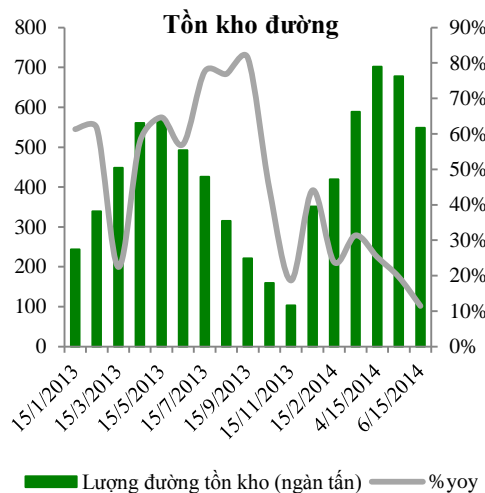
**Xét trong ba doanh nghiệp sản xuất đang niêm yết trên sàn chúng tôi duy trì khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi để xem xét mua DRC và CSM cho mục đích đầu tư dài hạn** do hai doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng lớn với sản phẩm mới – lốp radial. Thêm vào đó, KQKD năm

2014 của hai doanh nghiệp có thể chỉ giảm nhẹ hoặc tương đương so với năm 2013 và vẫn ở mức cao mặc dù hai doanh nghiệp này có nhà máy sản xuất lốp radial đi vào hoạt động khiến chi phí lãi vay và khấu hao sẽ tăng mạnh. Nguyên nhân do nhu cầu tiêu thụ lốp radial sẽ tốt hơn trong khi lợi thế nguyên liệu đầu vào, lãi suất thấp nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì, riêng CSM còn có LN đột biến từ thoái vốn một số dự án BĐS.

## Ngành Đường

**Diễn biến ngành 6T2014:** *Thực trạng ngành mía đường Q2 vẫn khá ảm đạm*

**Trong Q2.2014, diễn biến ngành mía đường phù hợp với những dự báo trước đó của chúng tôi khi tồn kho đường đã lên đến mức kỷ lục, nhu cầu tiêu thụ không cải thiện khiến giá đường tiếp tục ở mức thấp và chỉ tăng nhẹ vào cuối tháng 6.** Đối với tình hình nguồn cung, tính đến ngày 15/6/2014, niên vụ mía đường 2013 – 2014 chính thức kết thúc vụ ép với sản lượng 16.139.500 tấn mía, giảm nhẹ 1% yoy nhưng nhờ chừa đường tăng lên giúp sản xuất được gần 1,6 triệu tấn đường, tăng 5% so với cùng kỳ năm trước. Tính đến đầu tháng 6, các nhà máy đường đã tiêu thụ được gần 1,5 triệu tấn đường. Theo đặc tính mùa vụ, lượng hàng tồn kho cao nhất vào Q2 và năm nay mức tồn kho đường trung bình trong Q2 lên đến 642.663 tấn, tăng 19% yoy. Tính từ đầu năm đến nay, lượng đường tồn kho trung bình hàng tháng luôn tăng khoảng 150 ngàn tấn sau khi đạt đỉnh điểm vào tháng 4 với 701 ngàn tấn và giảm nhẹ vào tháng 5 và tháng 6. Từ đó giúp cho giá bán đường tháng 6 đã có sự cải thiện nhẹ, tăng khoảng 300 – 500 đ/kg so với tháng trước. Cụ thể giá bán 1 kg đường trắng loại 1 (có thuế VAT) tại cửa kho nhà máy: Miền Bắc từ 12.500 – 13.000 đồng; Miền Trung và Tây Nguyên từ 12.400 -13.300 đồng; Miền Nam là 13.000 đồng.



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

**Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014:** *Giá bán đường dự báo sẽ được cải thiện bắt đầu từ Q3 do yếu tố mùa vụ*

**Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014, do đã kết thúc niên vụ 2013 - 2014, lượng hàng tồn kho đã bắt đầu xu hướng giảm, theo đó giá bán đường dự báo sẽ cải thiện hơn bắt đầu vào Q3.** Theo Hiệp hội mía đường Việt Nam (VSSA), nhu cầu tiêu thụ đường trong nước năm nay được dự báo vào khoảng 1,2 triệu tấn (+15% yoy), trong đó các doanh nghiệp đăng ký kế hoạch khoảng 890.000 tấn đường tinh luyện. Đặc biệt một số doanh nghiệp các doanh nghiệp chế biến thực phẩm đang có kế hoạch mở rộng sản xuất như Công ty Tân Hiệp Phát, CTCP Cà phê Biên Hòa, RedBull, CocaCola, Nestle, Bibica, Orion... sẽ giúp nhu cầu sử dụng đường sẽ tăng lên trong thời gian tới. Đây được xem là các yếu tố tích cực để cải thiện giá đường trong nước.

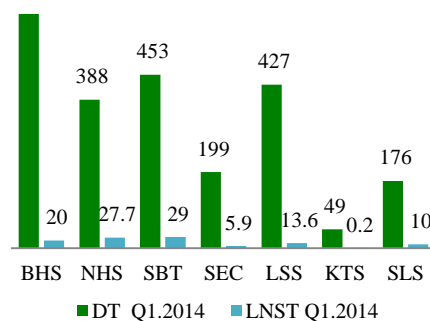
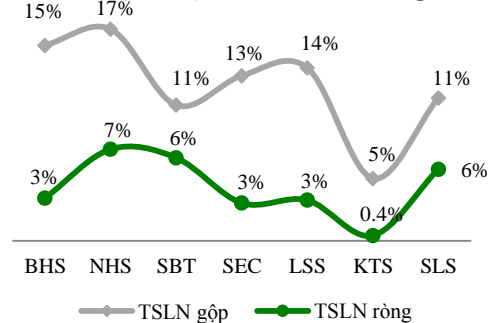
**Kết quả kinh doanh của các**

**KQKD Q1.2014 của các doanh nghiệp mía đường niêm yết không khả quan do tiếp tục chịu ảnh hưởng bởi sự khó khăn chung của ngành.** Ngoại trừ NHS, lợi nhuận của 6 DN

**doanh nghiệp trong ngành**

đường niêm yết còn lại đều sụt giảm trung bình 41%, trong đó sụt giảm mạnh nhất là KTS (-93%). Các nguyên nhân chính bao gồm (1) Nhu cầu tiêu thụ ở mức khiêm tốn và giá đường sụt giảm khiến doanh thu của hầu hết các doanh nghiệp đường đều giảm đáng kể. Ngoại trừ NHS tiếp tục tăng trưởng khá 36% yoy, thì các doanh nghiệp còn lại đều tăng trưởng doanh thu âm, trung bình khoảng -26%, trong đó mía đường Kon Tum – KTS là giảm mạnh nhất 56%. (2) Chi phí sản xuất ở mức cao, khiến biên lợi nhuận gộp tiếp tục giảm từ 13% năm 2013 xuống còn 12% trong Q1.2014. Duy nhất chỉ có BHS đã tiết giảm chi phí hợp lý, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp. (3) Nợ vay tiếp tục là gánh nặng không nhỏ đối với 1 số doanh nghiệp như BHS, NHS, SBT, SEC khi cả 4 doanh nghiệp này đều phát sinh chi phí lãi vay khá cao trong kỳ tăng từ 8% - 149% yoy. Chỉ có 3/7 doanh nghiệp có mức giảm chi phí lãi vay khá lớn trong Q1.2014 là LSS (-42% yoy), KTS (-89% yoy), SLS (-20% yoy) nhờ hạn chế vay nợ.

Tóm lại, kết thúc Q1.2014, Đường Biên Hòa đang là doanh nghiệp đạt doanh thu cao nhất, và Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh đạt lợi nhuận cao nhất, còn xét về hiệu quả hoạt động thì NHS đang đứng đầu với TSLN gộp và TSLN ròng lần lượt là 17% và 7%. Tuy nhiên tất cả các chỉ tiêu này đều là khá khiêm tốn nếu so với HAG, doanh nghiệp đang hoạt động khá hiệu quả ở lĩnh vực nông nghiệp. Trong Q1, doanh thu và lợi nhuận gộp từ mía đường tiếp tục đóng góp cho HAG lần lượt 492 tỷ đồng và 296 tỷ đồng với TSLN gộp lên tới 60%. Do đó chúng tôi tiếp tục khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét mua HAG cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

**KQKD Q1.2014****Biên lợi nhuận các DN mía đường**

Nguồn: BCTC Q1 của các DN đường niêm yết

Với diễn biến ngành trong Q2 như đề cập phía trên, KQKD của các doanh nghiệp được kỳ vọng khó mang lại tăng trưởng nổi bật. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng kết quả sẽ lạc quan hơn vào 6 tháng cuối năm, nhờ giá bán đường đang có tín hiệu tăng lên do yếu tố mùa vụ. Ngoài ra đối với một số doanh nghiệp đang tiến hành tái cấu trúc như BHS, NHS nhờ thông qua M&A thì hiệu quả hoạt động sẽ được cải thiện từ cuối năm 2014. Việc sáp nhập hai doanh nghiệp BHS và NHS, tiếp sau đó là SBT và SEC, được kỳ vọng sẽ tăng cường năng lực tài chính, nâng cao vị thế đặc biệt là tăng hiệu quả quản trị đối với công tác điều hành hoạt động sản xuất kinh doanh. Từ đó có tác dụng nâng cao năng lực cạnh tranh, tiết giảm chi phí, hạn chế rủi ro và tăng hiệu quả sử dụng vốn. Do đó chúng tôi cho rằng việc sáp nhập của các doanh nghiệp này được xem là bước đi tất yếu trước khó khăn và áp lực của ngành mía đường.

## Ngành Vận tải biển

**Diễn biến 6 tháng đầu năm 2014:** không tốt như kỳ vọng, giá cước tàu biển có xu hướng giảm trong khi chi phí nguyên vật liệu tăng

**Nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường biển của Việt Nam tăng:** Theo Tổng cục Hải quan, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu (XNK) hàng hóa của Việt Nam trong 5 tháng đầu năm 2014 đạt hơn 116,04 tỷ USD, tăng 13,1% so với cùng kỳ năm 2013, trong đó kim ngạch xuất khẩu tăng 15,9% và nhập khẩu tăng 10,3%. Do 90% hàng hóa XNK của Việt Nam được vận chuyển bằng đường biển nên nhu cầu về vận tải biển cũng tăng tương ứng. Điều này cũng được

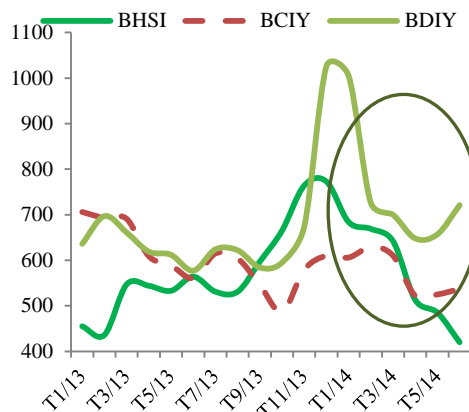
phản ánh qua sự tăng trưởng khá của sản lượng hàng hóa thông qua một số cảng biển chính. Sản lượng hàng qua các cảng tại khu vực Hải Phòng trong 6 tháng đạt gần 30 triệu tấn, tăng khoảng 15% yoy trong khi lượng hàng qua cảng Đà Nẵng trong 5 tháng đầu năm cũng đã tăng 26% so với cùng kỳ năm trước. Tại khu vực Tp. Hồ Chí Minh, cảng Sài Gòn có sản lượng tăng 7,9% yoy và cảng Cát Lái đạt trên 1,1 triệu TEUs container XNK trong 4 tháng 2014, tăng trưởng 15% yoy. Tuy nhiên, nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường biển tăng sẽ hỗ trợ cho các hãng tàu nước ngoài hơn các hãng tàu trong nước do các hãng tàu này đảm nhận đến gần 90% thị phần chuyên chở hàng XNK của Việt Nam và gần như toàn bộ hàng đi tuyến châu Âu, châu Mỹ.

**Giá cước tàu biển có xu hướng giảm:** Chỉ số giá cước tàu biển hàng rời cỡ tàu nhỏ Handysize (BHSI) liên tục giảm từ khoảng 700 điểm thời điểm đầu năm xuống còn 420 điểm vào cuối tháng 6 (~ giảm 40%). Ngoài các yếu tố mùa vụ như nghỉ tết âm lịch tại các nước châu Á và mùa bão lụt tại Úc cản trở khai thác và xuất khẩu khoáng sản thì việc giảm điểm này còn do sự kiểm soát xuất khẩu nông sản tại Nam Mỹ, hạn chế xuất khẩu quặng của Indonesia và nhu cầu vật liệu xây dựng của Trung Quốc giảm. Chỉ số BHSI trong tháng 6 xuống thấp nhất trong 5 năm gần đây, tuy nhiên trung bình 6 tháng đầu năm nay BHSI vẫn cao hơn 11% so với 6 tháng năm 2013. Tương tự, các chỉ số vận tải dầu thô (BDIY) và dầu sản phẩm (BCIY) cũng có chiều hướng đi xuống nhưng với mức giảm ít hơn, lần lượt là 28% và 11% từ đầu năm. Tuy nhiên, trong khi chỉ số BCIY 6 tháng năm 2014 giảm 11% so với 6 tháng đầu năm 2013 thì BDIY 6T.2014 vẫn cao hơn 17% cùng kỳ năm trước.

**Giá dầu thô tăng cao:** Từ tháng 1 đến nay, giá dầu thô WTI đã tăng 17% lên 107,9 USD/thùng và giá dầu thô Brent Biển Bắc tăng 8% lên 115,2 USD/thùng do xung đột giữa Nga-Ukraine hồi tháng 3 đe dọa sự vận chuyển dầu của Nga tới khu vực Đông Âu và gần đây nhất là căng thẳng quân sự tại I-rắc, đất nước sản xuất dầu lớn thứ 2 trong OPEC và là nơi có trữ lượng dầu lớn thứ 5 trên thế giới. Do đó, chi phí nguyên vật liệu của các công ty trong ngành đã tăng đáng kể trong nửa đầu năm, đặc biệt là Q2.

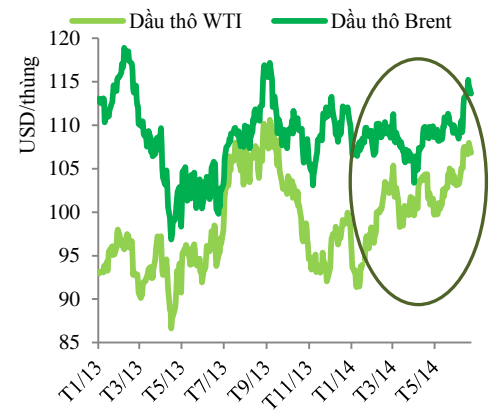
**Nhìn chung, hoạt động của ngành trong 6 tháng đầu năm 2013 không tốt như kỳ vọng với giá cước tàu biển liên tục giảm và giá dầu thô tăng cao.**

**Biến động giá cước tàu biển**



Nguồn: Llod's List Intelligence

**Biến động giá dầu thô**



Nguồn: IEA

**Triển vọng 6 tháng cuối năm 2014:** Không có nhiều điểm sáng với giá cước ổn định trong khi chi phí tài chính tăng.

**Giá cước vận tải biển của doanh nghiệp Việt Nam không có nhiều đột biến:** Theo yếu tố chu kỳ, chỉ số BDI và giá cước tàu hàng khô thường tăng vào các tháng cuối năm do nhu cầu vận chuyển cao. Tuy nhiên, với sự giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc và việc sản lượng thép sản xuất được dự báo chững lại thì nhu cầu vận chuyển quặng sắt (yếu tố chính giúp BDI tăng điểm

cuối năm 2013) sẽ yếu đi. Đồng thời, sự tăng điểm diễn ra chủ yếu ở phân khúc tàu cỡ lớn (Capesizes, Panamax) trong khi đội tàu của Việt Nam chủ yếu là Handysize nên giá cước ở mức ổn định hơn. Ngoài ra, các doanh nghiệp vận tải hàng xăng dầu lớn thường ký hợp đồng định hạn chở thuê cho công ty mẹ (PVN, Petrolimex) với giá cước cố định. Do đó chúng tôi cho rằng khả năng giá cước vận tải biển của các doanh nghiệp Việt Nam tăng cao là khó có thể xảy ra.

**Giá dầu thô được dự báo sẽ giảm nhẹ:** giá dầu thô WTI và Brent tương lai với hợp đồng giao từ tháng 8 đến cuối năm đang có chiều hướng hạ nhiệt với kỳ vọng về căng thẳng chiến sự tại I-rắc sẽ không ảnh hưởng nhiều đến việc sản xuất dầu của nước này. Tuy nhiên, giá dầu giảm không nhiều, dầu thô WTI vẫn sẽ duy trì mức trên 102 USD/thùng và dầu thô Brent ở mức trên 111 USD/thùng.

**Chi phí tài chính tăng:** Ngày 19/6, tỷ giá đã được điều chỉnh tăng 1% bởi NHNN. Điều này sẽ làm phát sinh chi phí chênh lệch tỷ giá do các công ty vận tải biển thường có xu hướng vay nợ ngoại tệ lớn để mua tàu, cũng như có khoản công nợ phải thu bằng ngoại tệ từ khách hàng nước ngoài.

**Chúng tôi cho rằng hoạt động của các doanh nghiệp trong 6 tháng cuối năm 2014 sẽ không thực sự khả quan với giá cước không có khả năng tăng đột biến trong khi chi phí tài chính ở mức cao.**

**Xem xét các doanh nghiệp trong ngành chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên nắm giữ PVT với triển vọng như sau:** Trong Q2.2014, do NMLD Dung Quất dừng sản xuất để bảo dưỡng 2 tháng nên một số tàu được dùng để chứa dầu, đi vào sửa chữa hoặc cho khách hàng bên ngoài thuê, dẫn đến doanh thu sụt giảm. Tuy nhiên DT Q1 của PVT tăng trưởng khá nên 6 tháng đầu năm DT vẫn vượt khoảng 10% so với KH. Đồng thời chi phí nguyên vật liệu xăng dầu không ảnh hưởng đến KQKD của PVT do công ty thực hiện hình thức thuê định hạn đối với đội tàu. Sang Q3 và Q4, doanh thu từ mảng FSO sẽ giảm do giàn Đại Hùng bắt đầu sửa chữa nhưng bù đắp bởi doanh thu từ vận tải than cho Vinacomin với KH đạt 100-150 tỷ đồng DT trong 6 tháng cuối năm. Chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá cũng đã được PVT đưa vào kế hoạch với mức điều chỉnh mục tiêu 3%. Chúng tôi cho rằng những yếu tố bất lợi sẽ không ảnh hưởng lớn tới hoạt động của công ty với KQKD 2014 sẽ ở mức tương đương năm 2013. Do đó chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu PVT.

## Ngành Điện

**Diễn biến ngành 6T2014:** *Mức tiêu thụ điện năng tăng tốt trong Q2 do nhu cầu công nghiệp và điện dân dụng tăng mạnh.*

Trong 6 tháng đầu năm 2014 sản lượng sản xuất điện đạt 69,9 tỷ kWh (+9,1% yoy, +18% qoq), sản lượng điện thương phẩm ước đạt 61,3 tỷ kWh (+9,9% yoy, +21% qoq). Mức tăng trưởng mạnh tiêu thụ điện năng trong Q2 so với Q1.2014 do các doanh nghiệp bước vào mùa sản xuất cũng như trong mùa hè nhu cầu điện dân dụng tăng mạnh.

**Cơ cấu phát điện:** Thủy điện, nhiệt điện than và nhiệt điện khí chiếm tỷ lệ tương ứng là 35,6%; 27,5%; và 35%. Quý II là thời kỳ hoạt động thấp điểm của các NM thủy điện do lượng mưa và mực nước tại các hồ chứa thấp. Đặc biệt khu vực miền Trung và Tây Nguyên khô hạn kéo dài. Ngược lại các nhà máy nhiệt điện đều được hệ thống huy động với công suất cao.

**Cơ cấu tiêu thụ điện:** Nhu cầu tiêu thụ điện công nghiệp, nông nghiệp và dịch vụ chiếm 60% sản lượng điện thương phẩm (+12% yoy), nhu cầu điện gia dụng chiếm 35,1% sản lượng điện thương phẩm (+5,4% yoy). Theo địa bàn thì sản lượng tiêu thụ điện miền Bắc tăng 12,4% yoy, miền Nam tăng 8,4% yoy và miền Trung tăng hơn 7,6% yoy.

**Thông tin dự án:** Tổ máy số 1 (620 MW) nhà máy Nhiệt điện Mông Dương 2 đã hòa vào lưới điện 500kV vào ngày 17/6/2014. Sau khi hoàn hiện công tác xây dựng và nghiệm thu chạy thử vào nửa cuối năm 2015, Nhà máy Nhiệt điện BOT Mông Dương 2 (tổng công suất 1.240MW) sẽ



là nhà máy nhiệt điện đốt than đầu tiên và lớn nhất được thực hiện theo hình thức BOT tại Việt Nam, sản xuất hơn 7,6 tỷ kWh điện hàng năm. Dự án có tổng mức đầu tư ước tính khoảng 2 tỷ USD, chủ đầu tư dự án là Công ty TNHH Điện lực AES-TKV Mông Dương.

**Triển vọng 6T.2014:** Nguồn phát điện gặp nhiều khó khăn trong Q3.2014 do mực nước các hồ thủy điện thấp và nguồn cung cấp khí giảm.

Q3 bắt đầu mùa mưa tại miền Bắc và miền Trung nhưng đây là thời gian các hồ thủy điện tích nước nên công suất các nhà máy thủy điện vẫn ở mức thấp. Theo EVN, trong tháng 7 dự kiến phụ tải của hệ thống điện là 420,4 triệu kWh/ngày, công suất cực đại 21.761 MW. Nguồn phát điện gặp nhiều khó khăn trong Q3.2014 do mực nước các hồ thủy điện thấp và nguồn cung cấp khí giảm:

Theo dữ liệu từ Tổng cục Khí tượng Thủy văn trong tháng 5 và tháng 6/2014, lưu lượng nước về nhiều hồ thủy điện khu vực phía Bắc rất thấp và đang có xu hướng giảm, một số hồ đã gần tới mực nước chết. Trong khi đó thì tình hình 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.

Nguồn cấp khí để phát điện tại khu vực phía Nam giảm khi nguồn khí từ mỏ PM3 cung cấp cho NM nhiệt điện Cà Mau 1 và 2 (tổng công suất 1.500 MW) sẽ bị ngừng từ 6-19/7 và giảm xuống còn ở mức 4,7 triệu m<sup>3</sup> khí/ngày trong những ngày còn lại của tháng 7.

Do đó Q3 hệ thống sẽ phải tăng huy động từ các nhà máy thủy điện có mực nước cao như Đa Nhim, Trị An, Hàm Thuận, Đồng Nai 3. Nhiệt điện than vẫn được khai thác cao, nhiệt điện dầu được huy động để chống quá tải khi cần thiết.

**KQKD các DN ngành điện:** Theo dõi VSH, PPC

**Theo dõi VSH:** Trong Q2.2014, sản lượng điện của hai nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hinh đạt 184,7 triệu kWh (+45% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2014, sản lượng điện đạt 428 triệu kWh (+44% yoy và đạt 57% KH 2014). Doanh thu Q2.2014 dự báo đạt khoảng 70 tỷ đồng (+55% yoy) và LNST ước đạt 35 tỷ đồng (-27% yoy). Nguyên nhân LNST giảm so với cùng kỳ do không còn khoản doanh thu tài chính từ hoạt động đầu tư (bán PPC). Giá bán điện VSH vẫn trong quá trình đàm phán nên KQKD chỉ là con số tạm tính. Sang Q3 là vào mùa khô tại khu vực Nam Trung bộ, do đó KQKD Q3 của VSH sẽ ở mức thấp.

**Theo dõi PPC:** Lũy kế 6 tháng đầu năm, sản lượng điện sản xuất của PPC là 3.603 triệu kWh (đạt 71% KH 2014). Doanh thu 5 tháng đầu năm 2014 đạt 2.863 tỷ đồng, LNST đạt 350 tỷ đồng. PPC không còn được hưởng lợi từ JPY như năm 2013, thậm chí còn lỗ do chênh lệch tỷ giá 200 tỷ đồng trong 5 tháng đầu năm. Ngày 22/5/2014, Công ty đã ký được hợp đồng mua bán điện năm 2013 với EVN, chênh lệch doanh thu tính theo hợp đồng và doanh thu hạch toán trong BCTC năm 2013 là 18.24 tỷ đồng sẽ được hạch toán năm 2014. PPC vẫn chưa đàm phán được giá điện cho dây chuyền 1 trong 2 năm 2014, 2015 và dây chuyền 2 trong 18 năm còn lại. KQKD Q3 của PPC thường ở mức thấp do công ty tranh thủ bảo dưỡng một số tổ máy vào giai đoạn huy động thấp điểm. Trong khi đó rủi ro từ biến động tỷ giá JPY ảnh hưởng rất lớn tới KQKD của PPC.

## 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 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, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-393675/18/19/20
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, Tòa 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	: Tòa 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, Tòa 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

---