



BÁO CÁO
TRIỂN VỌNG
NGÀNH
2015

NỘI DUNG

TỔNG KẾT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2014

- Đánh giá Nhận định TTCK năm 2014 của BSC
- Top các Cổ phiếu của năm 2014
- Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý năm 2014
- So sánh Tăng trưởng Ngành và Vnindex 2014

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2015

- Các chính sách và thông tin sẽ ảnh hưởng lớn nhất đến các ngành 2015
- Chiến lược đầu tư ngành dài hạn
- Nhận định chiến lược đầu tư ngành 2015

TRIỂN VỌNG CÁC PHÂN NGÀNH 2015

Ngân hàng	14
Bất động sản	21
Xây dựng	26
Xi măng	30
Dệt may	35
Điện	40
Săm lốp	45
Vận tải biển	49
Nhựa	55
Dược	60
Thép	64
Thủy sản	70
Dầu khí	76
Phân bón	82
Mía đường	87
Cao su	92

TỔNG KẾT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2014

1. Đánh giá Nhận định TTCK năm 2014 của BSC

Nhìn lại đánh giá triển vọng Thị trường trong báo cáo 2014 của BSC: Để đánh giá lại mức độ chính xác và hiệu quả trong nhận định của BSC trong **Báo cáo Triển vọng ngành năm 2014**, chúng tôi xét đến các yếu tố gồm: (1) Điểm số; (2) Diễn biến; (3) Các thông tin ảnh hưởng; (4) Nhóm cổ phiếu và xu hướng ngành; (5) Chiến lược đầu tư; (6) các cổ phiếu được khuyến nghị năm 2014. Cụ thể như sau:

(1) **Xét về Điểm số.** Chốt phiên ngày 31/12, Vnindex đóng cửa ở mức 546.63 điểm (+8,3%). Đây là vùng điểm thuộc kịch bản Trung bình đã được chúng tôi dự báo trong báo cáo vĩ mô và thị trường năm 2014. Năm 2014 là một năm nhiều sóng gió với thị trường chứng khoán Việt Nam khi có tới 2 lần giảm điểm kỷ lục, và lần lượt thử cả 3 kịch bản chúng tôi đưa ra từ đầu năm 2014 là 500 điểm, 550 điểm và 600 điểm. Trong đó đợt giảm điểm thứ hai gần như đã xóa sạch toàn bộ thành quả cả năm khi chỉ số VNIndex chốt năm chỉ tăng có 8,15%. Trong **Báo cáo Vĩ mô và TTCK Năm 2014**, chúng tôi đã đưa ra quan điểm: ***“Chúng tôi thiên về kịch bản Trung bình VNindex đạt 550 điểm và nếu các thông tin hỗ trợ đủ mạnh Vnindex kỳ vọng sẽ đạt 600 điểm trong kịch bản tích cực”***.

(2) **Về diễn biến thị trường.** Thị trường trong năm 2014 diễn biến khá sát với dự báo của chúng tôi trong 3 quý đầu năm. Từ Q1/2014 đến đầu QII/2014, VNIndex tăng 15,8% (từ 518 điểm lên 600 điểm). Quá chỉnh điều chỉnh trong nửa sau quý II diễn ra mạnh do ảnh hưởng của sự kiện Biển Đông, VNindex giảm 13,4% (giảm từ 600 điểm về 529 điểm). Trong Q3 thị trường phục hồi mạnh mẽ khi VNindex tăng 18,2%. Tuy nhiên, diễn biến quý IV đã vượt ngoài dự báo từ đầu năm của chúng tôi. Quý 4 ảnh hưởng của thông tư 36 và sự sụt giảm của giá dầu, VNINDEX đã điều chỉnh giảm rất mạnh. Bên cạnh đó, việc mở room cho nhà đầu tư nước ngoài không được thông qua như kỳ vọng ban đầu cũng đã tác động tiêu cực đến xu hướng chung của thị trường

Trong **Báo cáo Triển vọng ngành 2014**, chúng tôi đưa ra dự báo theo từng quý như sau:

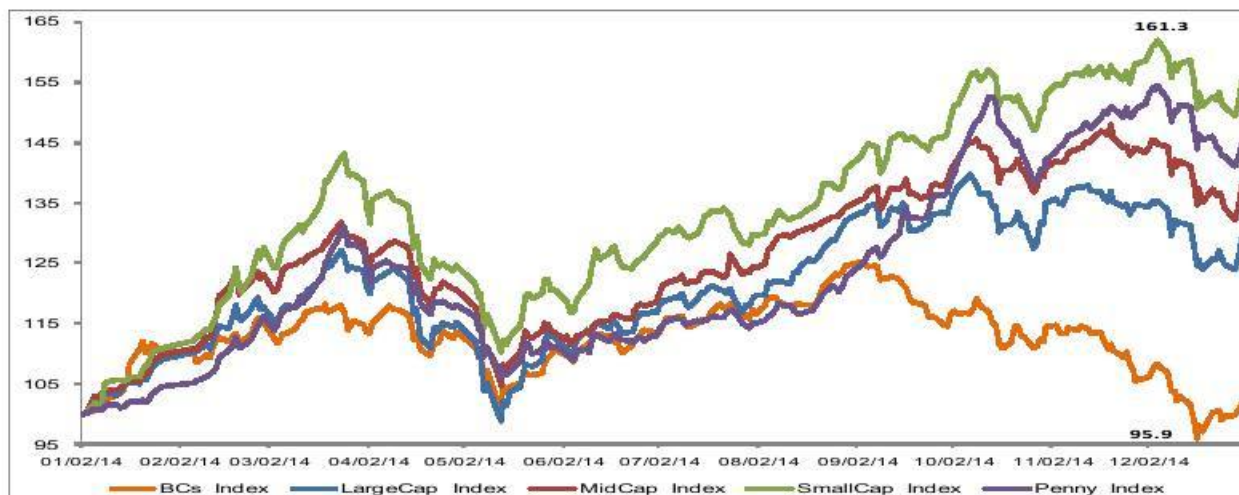
- ***“Quý I/2014 đến đầu quý II/2014 TTCK tăng nhờ kỳ vọng***
- ***Nửa sau Quý II/2014 Quá trình điều chỉnh, kiểm định sẽ diễn ra***
- ***Từ Quý III/2014 TTCK đi ngang và tăng trở lại nếu các yếu tố hỗ trợ xuất hiện mạnh mẽ”***

(3) **Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến Vnindex và TTCK năm 2014.** Ngoại trừ kỳ vọng về gia nhập TPP và mở room cho nhà đầu tư nước ngoài đã chưa diễn ra, các yếu tố được chúng tôi cho rằng sẽ có ảnh hưởng tích cực đến thị trường và doanh nghiệp đã diễn ra như dự báo: tình hình vĩ mô ổn định, giảm lãi suất cho vay, giảm thuế TNDN, tăng trưởng xuất nhập khẩu và FDI, tăng trưởng PMI... Những yếu tố tiêu cực ngoài dự báo chúng tôi là bao gồm tranh chấp tại Biển Đông, sự sụt giảm mạnh của giá dầu và thông tư 36 đã xảy ra như hiện tượng Black Swan (Thiên nga đen) và có tác động tiêu cực rất mạnh.

(4) **Về xu hướng Nhóm cổ phiếu năm 2014,** chúng tôi đã đưa ra nhận định sau: ***“Chiến lược trung và dài hạn với các cổ phiếu quy mô vừa và lớn với cơ bản tốt, thuộc các ngành dự kiến sẽ có tăng trưởng là chủ đạo của Thị trường năm 2014. Cơ hội trading ngắn hạn cũng***

sẽ xuất hiện với những cổ phiếu quy mô nhỏ có KQKD cải thiện, thanh khoản tăng.”

Chúng tôi đã nhận định chính xác một phần xu hướng nhóm cổ phiếu trong năm 2014 với sự tăng trưởng tốt của nhóm MidCap và LargeCap, tăng trưởng lần lượt 38% và 29% trong năm (Chúng tôi đã cho rằng nhóm Bluechips sẽ không tăng trưởng mạnh, và thực tế nhóm Bluechips chỉ tăng 1,7%). Năm 2014 là năm của nhóm SmallCap và Penny đạt mức tăng ấn tượng 55% và 44,9% trong năm 2014 vượt trội hơn so với nhóm Midcap như dự đoán của chúng tôi.



- (5) Về chiến lược đầu tư Ngành năm 2014, trong [Báo cáo Triển vọng Ngành năm 2014](#) của BSC chúng tôi đã nhận định đúng về xu hướng của các ngành **Bất động sản, Cao su, Dầu khí, Dệt may, Dược, Mía đường, Xây dựng, Vận tải biển** và đặc biệt với ngành **Xi măng** khi BSC là một trong những công ty đầu tiên bullish về ngành, đưa ra khuyến nghị Mua Mạnh với các cổ phiếu xi măng.

Tuy nhiên, chúng tôi đã không lường trước diễn biến ngành Dầu khí sẽ chịu tác động mạnh như vậy từ tình hình chính trị quốc tế và hiệu quả của công nghệ mới Shale Oil (Dầu đá phiến). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng chưa đánh giá đủ Khả quan với ngành thủy sản và sẫm lốp.

- (6) Về mức tăng trưởng của các cổ phiếu được khuyến nghị năm 2014: Báo cáo triển vọng ngành 2014 của chúng tôi đã đưa ra danh mục 39 cổ phiếu cần lưu ý trong năm 2014, hiệu suất tăng trung bình đạt 28,63%, trong khi mức tăng của VNIndex và HNXIndex lần lượt chỉ là 8,15% và 22,16%. Trong số đó có 31/39 cổ phiếu tăng điểm và 8/39 cổ phiếu giảm điểm.

Những cổ phiếu được chúng tôi lựa chọn và thuộc các ngành chúng tôi đánh giá khả quan đều có mức tăng mạnh nhất như TNG (+178,43%), BCC (+166,67%), VHC (+141,91%), DCL (+110,08%), TCM (+57,64%) và HOM (+55%).

Chỉ có 8/39 cổ phiếu chúng tôi đề cập trong báo cáo giảm điểm trong năm 2014. Trong số đó các cổ phiếu giảm mạnh nhất (6/8) đều thuộc các ngành mà chúng tôi bi quan và không khuyến nghị cả ngành ngay từ đầu năm 2014 gồm: Phân bón (LAS, DPM) và cao su tự nhiên (DPR, PHR, TRC) hay Mía đường (LSS). Chỉ duy nhất 2 cổ phiếu TRA và PGS trong danh sách khuyến nghị mua giảm điểm trong năm 2014.

2. Top các Cổ phiếu của năm 2014

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/12/2013	Thay đổi giá trong năm	Index pt
VCB	31.900	+ 9.500	+13.5
GAS	70.500	+8.000	+6.1
HPG	53.000	+17.900	+4.7
MWG	109.000	+61.100	+3.8
MPC	105.000	+83.500	+3.2

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/12/2013	Thay đổi giá trong năm	Index pt
BID	12.700	-5.100	-10.0
VNM	95.500	-13.500	-8.9
DPM	30.800	-5.800	-2.3
BVH	32.000	-4.400	-2.0
CTG	13.800	-1.600	-1.8

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX (Giá > 10,000 đồng, KLTB >70,000 cổ phiếu/phần)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
HDG	12.800	33.500	161
VHC	15.600	37.900	142
DCL	23.800	50.000	110
FMC	11.500	22.800	98
NBB	12.400	21.800	75

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX (Giá > 10,000 đồng, KLTB >70,000 cổ phiếu/phần)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
GTT	12.200	4.000	-67
OGC	10.700	7.100	-34
VIS	11.600	8.500	-27
DPM	41.800	30.800	-26
HHS	21.700	17.400	-20

TOP 5 CP CÓ KL và GTGD NHIỀU NHẤT VN-INDEX			
CK	KLGD BQ / phần	CK	GTGD BQ / phần
FLC	12.878.866	FLC	143.842.303.644
ITA	7.277.693	SSI	109.863.959.514
SSI	4.057.427	HAG	88.039.271.255
HQC	3.899.532	ITA	61.657.421.053
HAG	3.741.971	VIC	54.125.910.927

TOP 5 CP CÓ KL & GT mua ròng NĐT NN VN- INDEX (chỉ tính giao dịch khớp lệnh)			
CK	KL Mua ròng	CK	GT Mua ròng
FLC	27.788.790	VCB	784.499.093
VCB	27.627.170	MSN	681.106.465
IJC	27.275.000	HSG	543.583.786
KBC	23.981.850	STB	465.720.073
PVT	17.747.940	MWG	412.533.930

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/12/2013	Thay đổi giá trong năm	Index pt
PVS	26.900	+7.400	+1.9
VCG	12.700	+2.900	+0.7
SHB	8.100	+1.800	+0.7
VNR	25.300	+8.400	+0.6
PLC	30.000	+16.000	+0.5

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/12/2013	Thay đổi giá trong năm	Index pt
OCH	25.100	-2.400	-0.3
TAG	20.500	-9.500	-0.2
LAS	35.000	-2.100	-0.1
TH1	16.500	-12.500	-0.1
ACB	15.400	-400	-0,1

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX (Giá > 10,000 đồng, KLTB >20,000 cổ phiếu/phần)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
PVB	19.600	44.000	124
VCS	12.200	27.100	122
PLC	14.000	30.000	114
FIT	11.000	23.100	110
PVC	13.800	25.100	82

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX (Giá > 10,000 đồng)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
ASA	17.100	7.500	-56
TH1	29.000	16.500	-43
TAG	29.500	20.500	-31
BKC	13.500	9.400	-30
PVG	12.800	9.200	-28

TOP 5 CP CÓ KL và GTGD NHIỀU NHẤT HNX			
CK	KLGD BQ / phần	CK	GTGD BQ / phần
PVX	8.264.493	PVS	102.650.254.858
KLF	5.830.282	KLF	76.999.244.575
SHB	5.255.833	KLS	53.978.685.304
SCR	5.129.955	SHB	52.126.069.595
FIT	3.882.896	SCR	52.126.069.595

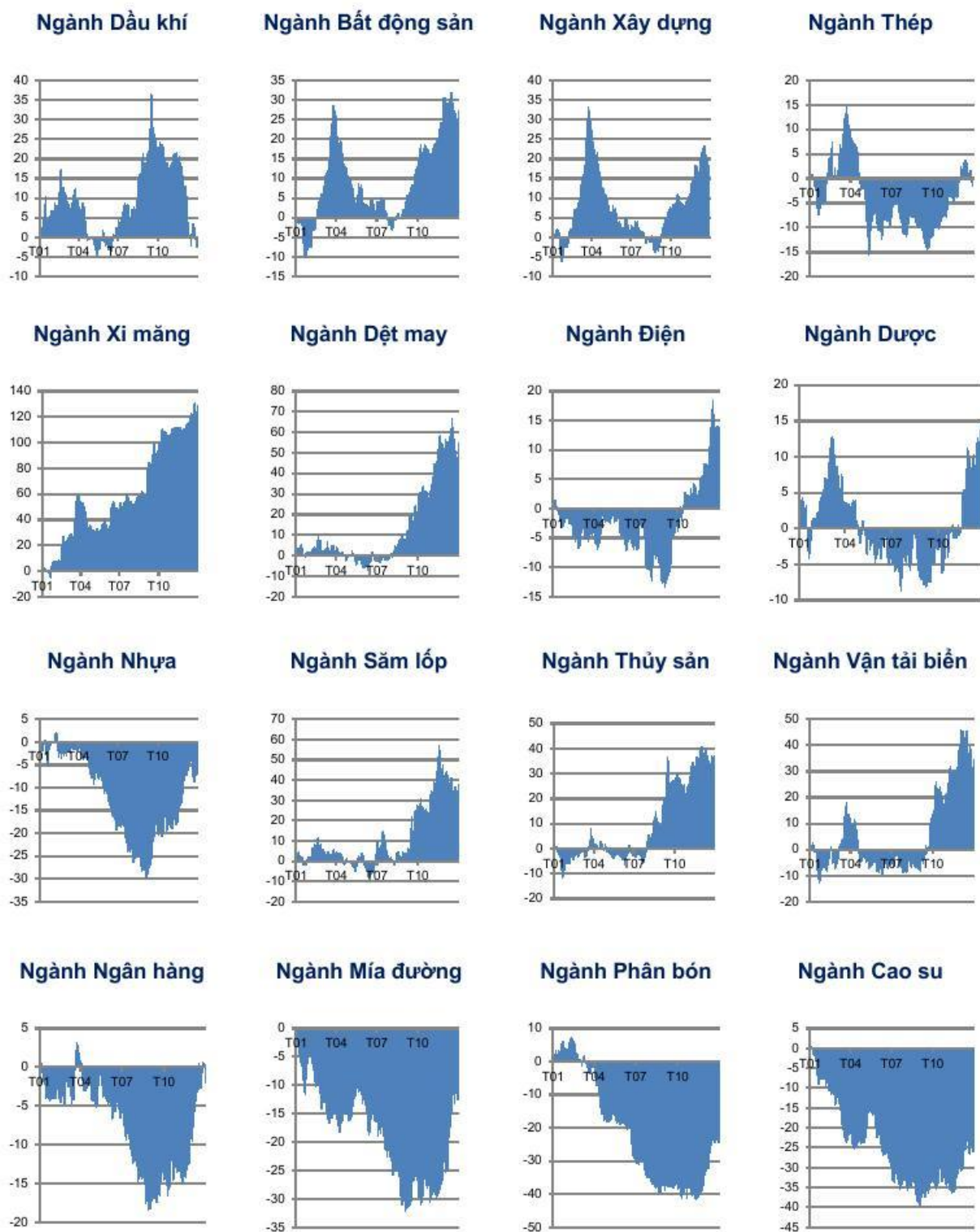
TOP 5 CP CÓ KL & GT Bán ròng NĐT NN VN- INDEX (chỉ tính giao dịch khớp lệnh)			
CK	KL Bán ròng	CK	GT Bán ròng
HAG	66.939.300	VIC	2.153.444.096
VIC	38.446.730	HAG	1.680.555.085
DPM	23.221.190	DPM	937.426.222
KDC	13.302.680	KDC	814.067.894
EIB	12.124.860	HPG	477.153.875

3. Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý năm 2014 trong báo cáo của BSC

STT	Ngành	Mã	Giá đóng cửa 02/01/2014	Giá đóng cửa 31/12/2014	Tăng/Giảm	KLGD TB 2014	GTGD TB 2014 (đồng/phiên)
1	Bất động sản	BCI	19,000	21,900	15.26%	52,638	1,151,029,926
		KDH	13,500	20,200	49.63%	96,291	1,870,481,633
		SJS	18,100	25,100	38.67%	348,820	8,477,882,591
2	Cao su	DPR	46,900	38,000	-18.98%	79,677	3,410,726,271
		PHR	30,500	26,800	-12.13%	8,254	243,725,021
		TRC	41,600	28,400	-31.73%	39,630	1,422,808,939
3	Dầu khí	GAS	66,500	70,500	6.02%	431,988	40,452,311,741
		PVD	55,455	64,500	16.31%	554,524	43,306,566,802
		PGS	28,000	26,300	-6.07%	639,992	21,949,933,725
		PVS	20,300	26,800	32.02%	3,121,953	102,650,254,858
4	Dệt may	TCM	20,300	32,000	57.64%	812,869	24,034,659,923
		GMC	27,273	36,000	32.00%	10,345	335,031,730
		KMR	6,364	7,100	11.57%	933,127	6,695,530,364
		TNG	7,075	19,700	178.43%	254,759	3,396,777,587
5	Dược	DHG	85,500	96,000	12.28%	20,894	2,011,847,470
		TRA	86,000	73,000	-15.12%	4,649	369,982,833
		DMC	33,667	41,000	21.78%	37,102	1,551,489,879
		DCL	23,800	50,000	110.08%	81,212	2,813,406,504
6	Mía đường	SBT	12,300	12,900	4.88%	187,556	2,328,558,704
		LSS	11,500	9,500	-17.39%	60,526	681,753,036
		NHS	11,900	12,500	5.04%	125,342	1,479,700,405
7	Phân bón	DPM	41,800	30,800	-26.32%	1,016,676	35,868,125,510
		LAS	37,500	35,200	-6.13%	95,338	3,605,694,081
8	Săm lốp	CSM	35,900	43,000	19.78%	418,896	17,553,068,826
		DRC	38,900	56,000	43.96%	255,870	12,277,194,332
9	Thép	HPG	35,739	53,000	48.30%	750,378	38,251,947,368
		HSG	41,300	47,500	15.01%	235,931	11,298,441,291
		VGS	5,700	7,400	29.82%	833,350	6,318,479,636
10	Thủy sản	HVG	22,364	26,800	19.84%	1,024,244	28,025,902,834
		VHC	15,667	37,900	141.91%	143,983	4,861,966,527
		ABT	42,000	52,500	25.00%	2,799	139,581,498
11	Xây dựng	SD9	12,900	14,000	8.53%	358,417	5,093,870,268
		FCN	17,091	20,700	21.12%	624,525	14,697,615,385
		CTD	51,000	57,000	11.76%	19,070	1,192,088,983
12	Xi măng	BCC	5,700	15,200	166.67%	270,752	2,742,378,334
		HOM	6,000	9,300	55.00%	56,563	451,082,576
13	Vận tải biển	GSP	11,600	12,400	6.90%	116,810	1,537,489,879
		HTV	15,600	17,100	9.62%	6,815	121,160,515
		VTO	6,200	8,400	35.48%	605,604	4,751,777,328
Trung bình					28.63%	377,902	11,780,059,618

(Nguồn: BSC tổng hợp từ danh sách cổ phiếu lưu ý trong báo cáo Triển vọng ngành năm 2014)

4. So sánh Tăng trưởng Ngành và Vnindex 2014



(Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp)

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2015

1. Các chính sách và thông tin sẽ ảnh hưởng lớn nhất đến các ngành 2015:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước				
1	Luật Nhà ở sửa đổi	1/7/2015	Tích cực	Rất mạnh
2	Thông tư 32 của NHNN thúc đẩy giải ngân gói 30.000 tỷ	25/11/2014	Tích cực	Trung bình
3	Luật đầu tư công số 49/2014/QH2013	1/1/2015	Tích cực	Mạnh
4	Thông tư 36/2014/TT-NHNN	1/2/2015	Tiêu cực	Rất mạnh
5	Khoản 3 Điều 8 và khoản 1 Điều 9 của TT02/2013/TT-NHNN (được lùi thời gian áp dụng theo TT09/2014/TT-NHNN)	1/1/2015	Tiêu cực	Mạnh
6	Kiểm soát tỷ giá VND/USD tăng không quá 2%		Tích cực	Rất mạnh
7	Tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng		Tích cực	Mạnh
8	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình
9	Tăng GDP, FDI, PMI, ODA, kiều hối, tăng trưởng tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế				
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh
2	ECB họp hằng tháng (EUR mất giá)		Tích cực	Mạnh
3	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh
4	Thông tin tiêu cực từ Nga (đồng Rub mất giá, cô lập kinh tế,...)		Tiêu cực	Mạnh
5	Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm		Tiêu cực	Rất mạnh
6	Diễn biến giá dầu giảm	Tiêu cực ngắn hạn	Tích cực dài hạn	Rất mạnh
Các Hiệp định thương mại tự do				
1	ACFTA – Thông tư 166/2014/TT-BTC	1/1/2015	Trung lập	Mạnh
2	FTA Việt Nam - Liên minh hải quan	2015	Tích cực	Trung bình
3	FTA Việt Nam - Hàn Quốc	2015	Tích cực	Trung bình
4	Hiệp định TPP	Kỳ vọng 2015	Tích cực	Mạnh
5	FTA Việt Nam - EU	2015	Tích cực	Mạnh

(Nguồn: BSC tổng hợp)

Trên đây là những thông tin Vĩ mô/chính sách nổi bật chúng tôi cho rằng sẽ có tác động tới thị trường chứng khoán trong năm 2015. Chúng tôi cũng lưu ý như sau:

- (1) **Luật Nhà ở sửa đổi – hỗ trợ tích cực ngành Bất động sản:** chúng tôi đánh giá tích cực với Luật Nhà ở sửa đổi sẽ được thực hiện từ ngày 01/07/2015 khi người Việt Nam định cư ở nước ngoài có quyền sở hữu nhà ở mà không bị hạn chế về số lượng và loại nhà ở; ngoài ra cá nhân và tổ chức nước ngoài cũng được quyền sở hữu nhà ở tại Việt Nam sẽ giúp giải quyết hàng tồn kho và nợ xấu cho ngành bất động sản trong ngắn hạn và tạo cầu tiềm năng trong dài hạn.
- (2) **Thông tư 36/2014/TT-NHNN – dòng tiền đầu tư bị ảnh hưởng trong ngắn hạn:** chúng tôi nhận định những quy định của thông tư này sẽ có tác động tiêu cực tới thị trường trong ngắn hạn do các quy định siết chặt an toàn tín dụng ngân hàng dẫn tới thu hẹp dòng tiền đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên về dài hạn, khi bộ máy các tổ chức tín dụng được chuẩn hóa sẽ giúp ổn định nền kinh tế vĩ mô và dòng tiền đầu tư.
- (3) **Khoản 3 Điều 8 và khoản 1 Điều 9 của Thông tư 02/2013/TT-NHNN – siết chặt phân loại nhóm nợ:** các quy định này có hiệu lực thi hành từ 01/01/2015 sẽ có tác động tiêu cực trong ngắn hạn tới các doanh nghiệp do xếp hạng phân loại nợ được đánh giá lại theo kết quả của CIC; về dài hạn các tiêu chuẩn tín dụng sẽ được chuẩn hóa, giúp nhà đầu tư dễ nhận định và so sánh khả năng tài chính giữa các doanh nghiệp.
- (4) **Diễn biến giá dầu giảm – Ảnh hưởng tích cực tới các ngành kinh tế về cơ bản:** Với dự báo giá dầu sẽ giảm về mức USD43 / thùng của Morgan Stanley và diễn biến tạo đáy vào thời điểm giữa năm 2015 (theo EIA, Goldman Sachs, Morgan Stanley và Moody's). Chúng tôi nhận định sự lao dốc của giá dầu sẽ có tác động tích cực tới nhiều ngành kinh tế, đặc biệt là ngành Vận tải với chi phí dầu vào được tiết giảm mạnh.
- (5) **Khả năng FED nâng lãi suất và đồng USD tăng giá:** Nhiều khả năng FED sẽ chỉ tiếp tục duy trì mức lãi suất thấp hiện tại trong 6 tháng đầu năm và sẽ nâng lãi suất trong 6 tháng cuối năm 2015. Theo dữ liệu lịch sử, những lần FED nâng lãi suất sẽ tác động tích cực lên các thị trường hàng hóa đặc biệt là nhóm năng lượng và vật liệu cơ bản. Như vậy, nhóm cổ phiếu dầu khí và các cổ phiếu thuộc nhóm vật liệu cơ bản sẽ được hưởng lợi từ việc FED nâng lãi suất.
1 yếu tố khác chúng tôi quan tâm từ nền kinh tế Mỹ là xu hướng tăng giá của đồng USD. Việc đồng USD tăng giá sẽ tác động tiêu cực đến các nhóm cổ phiếu có nợ đồng USD lớn như vận tải biển và tích cực đến với nhóm xuất khẩu thủy sản và dệt may.
- (6) **Diễn biến tại khu vực châu Âu:** Xu hướng mất giá của đồng EUR dự báo sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2015 và qua đó sẽ tác động tích cực đến các doanh nghiệp trong ngành xi măng (BCC, HT1, BTS) và nhiệt điện (NT2) do đây là các doanh nghiệp có dư nợ EUR lớn. Tuy nhiên ngành Thủy Sản và Dệt may sẽ có thể bị ảnh hưởng do Châu Âu là 1 trong những thị trường chính của xuất khẩu Thủy sản và Dệt may.
- (7) **Nền kinh tế Nhật và chính sách Abenomics:** Nhật Bản tiếp tục theo đuổi chính sách phá giá đồng Yên, thúc đẩy xuất khẩu để vực dậy nền kinh tế đang suy thoái; qua đó tác động tiêu cực đến các cổ phiếu ngành thủy sản (ngành tôm) trong khi đó việc giảm giá của đồng Yên sẽ tác động tích cực đến cổ phiếu PPC. Chúng tôi cũng nhận thấy Hàn Quốc cũng có thể đưa ra những

chính sách tương tự dù sẽ không mạnh mẽ như Nhật Bản, và nếu như vậy sẽ có ảnh hưởng tích cực đến triển vọng của cổ phiếu BTP.

(8) Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm: Nền kinh tế Trung Quốc đang có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại trong khi Trung Quốc là nước nhập khẩu chính của nhiều hàng hóa như: Quặng sắt, cao su tự nhiên, dầu... Sự suy yếu của kinh tế Trung Quốc sẽ tác động tiêu cực đến các ngành: dầu khí, vận tải biển, cao su tự nhiên...

(9) Đồng Rup mất giá, kinh tế Nga bị cô lập và Hiệp định VCUFTA được hoàn thành đàm phán: chúng tôi đánh giá việc hoàn thành đàm phán hiệp định VCUFTA sẽ có tác động tích cực với các ngành Dệt may và Thủy sản trong việc mở rộng thị trường xuất khẩu, tuy nhiên khâu thanh toán từ đối tác Nga có thể sẽ phức tạp hơn trước. Về phía tác động tiêu cực, chúng tôi cho rằng ngành Thép và ngành Phân bón sẽ chịu nhiều áp lực nhất khi Nga là cường quốc về sản xuất thép và phân bón là mặt hàng được Nga xuất khẩu nhiều thứ 2 vào Việt Nam.

2. Chiến lược đầu tư ngành dài hạn:

Việc lựa chọn ngành để đầu tư được chúng tôi căn cứ vào: (1) Chu kỳ hiện tại của nền kinh tế (yếu tố nội tại); (2) Các nhân tố tác động từ các nền kinh tế bên ngoài (yếu tố ngoại sinh).

(1) Việt Nam đang ở đâu trong chu kỳ kinh tế: Trong mỗi chu kỳ của nền kinh tế, sẽ có những nhóm ngành đem lại hiệu suất sinh lời tốt hơn các nhóm ngành khác. Chúng tôi cho rằng hiện tại nền kinh tế Việt Nam đang trong **giai đoạn đầu** của sự hồi phục với GDP. Đặc trưng của giai đoạn này: tín dụng phục hồi, doanh số bán lẻ đang đạt tốc độ tăng trưởng tốt, tồn kho thấp,.... Với giai đoạn này, cổ phiếu của các nhóm ngành sau sẽ thường có diễn biến tích cực hơn so với mức tăng trưởng chung của toàn thị trường: **Bất động sản, xây dựng, vật liệu xây dựng, dệt may, thủy sản, vận tải biển.**

Hiệu suất của các ngành trong từng chu kỳ của nền kinh tế

Chu kỳ	Ban đầu	Giữa	Cuối	Suy thoái
Bất động sản	Cao	Trung bình	Trung bình	Thấp
Xây dựng	Cao	Trung bình	Trung bình	Thấp
Ngân hàng	Cao	Trung bình	Trung bình	Thấp
Dệt may	Cao	Trung bình	Thấp	Thấp
Thủy Sản	Cao	Trung bình	Thấp	Thấp
Vận tải biển	Cao	Cao	Trung bình	Thấp
CNTT	Thấp	Cao	Thấp	Thấp
Vật liệu xây dựng	Cao	Thấp	Cao	Thấp
Hàng hóa cơ bản	Trung bình	Thấp	Cao	Cao
Dầu khí	Trung bình	Cao	Cao	Thấp
Dược	Thấp	Thấp	Cao	Cao

(Nguồn: CMC, Fidelity, BSC tổng hợp)

- (2) Đối với các nhân tố bên ngoài, ảnh hưởng của nền kinh tế thế giới đến Việt Nam ngày càng lớn. Các nhóm ngành sẽ chịu ảnh hưởng tích cực cũng như tiêu cực từ diễn biến của các nền kinh tế lớn trên thế giới. Chúng tôi phân loại ảnh hưởng đó như sau:

Ảnh hưởng của kinh tế Thế giới đến nhóm Ngành

Các nhân tố	Giá dầu giảm	Fed nâng lãi suất	Đồng USD tăng giá	Kinh tế Châu Âu khó khăn / EUR giảm giá	KT Nhật suy thoái / đồng Yên giảm giá	KT Trung Quốc tăng trưởng chậm	Đồng Rúp mất giá, Hiệp định VCUFTA	Hiệp định TPP, ACFTA FTA Việt Nam - EU
Vận tải biển	(+)		(-)			(-)		
BDS								
Xây dựng	(+)							
Xi măng	(+)			(+)				
Dệt may	(+)	(+)	(+)	(-)	(-)	(+)	(-) / (+)	(+)
Điện	(+)			(+)	(+)			
Dược								(-)
Nhựa	(+)			(-)				
Săm lốp	(+)							(+)
Ngân hàng								
Thép	(+)						(-)	(-)
Thủy sản		(+)	(+)	(-)	(-)			(+)
Mía đường								
Dầu khí	(-)	(+)	(-)			(-)		
Phân bón	(+)						(-)	(-)
Cao su	(-)							(-)

(+) Tích cực / (-) Tiêu cực

Nguồn: BSC dự báo

3. Nhận định chiến lược đầu tư ngành 2015

Chúng tôi nhận định 2015 sẽ là một năm không dễ dàng với thị trường chứng khoán khi còn nhiều biến số tiềm ẩn khả năng biến động lớn, từ cả môi trường bên ngoài và nội tại kinh tế Việt Nam. Năm 2015 cũng là năm sẽ được kỳ vọng có nhiều thông tin, chính sách quan trọng, hiệp định được thông qua. Qua đó ảnh hưởng đến các dòng tiền đầu tư vào thị trường chứng khoán.

Góc độ tích cực: Trong [Báo cáo Kinh tế Vĩ mô và Thị trường chứng khoán 2015](#), chúng tôi nhận định kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2015 sẽ khả quan hơn 2014. Chính phủ sẽ tiếp tục thực hiện các giải pháp tái cơ cấu nền kinh tế, đẩy mạnh tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường tạo môi trường thuận lợi cho sản xuất kinh doanh. Bên cạnh đó với chính sách tiền tệ nới lỏng của ECB và chính sách Abenomics của Nhật Bản sẽ bù đắp dòng tiền cho việc QE3 chấm dứt tại Hoa Kỳ. Các thị trường đường biên như Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của dòng tiền khỏi ngoại trong năm tới. Việc hoàn tất các Hiệp định Thương mại Tự do quan trọng, duy trì mặt bằng lãi suất thấp, lạm phát thấp và nguyên vật liệu thấp sẽ giúp phục hồi nhiều ngành kinh tế, cũng như thúc đẩy đầu tư.

Góc độ tiêu cực: (1) Diễn biến giá dầu giảm mạnh có thể tiếp tục gây sức ép lên thị trường thông qua lực giảm của nhóm cổ phiếu Dầu khí (nhưng áp lực sẽ giảm dần do quy mô nhóm dầu khí không còn quá lớn); (2) Thông tư 36/2014/TT-NHNN và FED nâng lãi suất sẽ hạn chế dòng tiền vào thị trường Việt Nam và có thể dẫn đến hai kịch bản như sau: (i) dòng tiền sẽ chảy vào “dòng cổ phiếu thanh khoản tốt” (CP đầu cơ) khiến lượng cổ phiếu có cơ bản tốt thiếu thanh khoản khó bứt phá và (ii) dòng cổ phiếu cơ bản tốt sẽ hút dòng tiền và cổ phiếu đầu cơ bị lãng quên. Trong đó chúng tôi thiên về kịch bản số 2, tăng trưởng sẽ tập trung vào nhóm cổ phiếu Midcap và Smallcap; (3) Sự bất ổn của kinh tế và địa chính trị Thế giới (Nga, Trung Quốc,...) sẽ có tác động tiêu cực lên kinh tế và thị trường chứng khoán toàn cầu.

Trên những cơ sở các nghiên cứu và ước lượng mức độ ảnh hưởng của cả các dự báo tích cực và tiêu cực, chúng tôi đưa ra Các chủ đề đầu tư lưu ý, Nhận định triển vọng Ngành và Chiến lược đầu tư Ngành trong năm 2015. Cụ thể như sau:

Những Chủ đề đầu tư đáng lưu ý của năm 2015:

- **Thứ nhất, Sự phục hồi của Kinh tế Vĩ mô trở nên rõ ràng hơn.** Gần như các nhà kinh tế Gấu vĩ đại (the most bearish) đều đã thừa nhận kinh tế Việt Nam đã chạm đáy và phục hồi. Điều này sẽ dẫn đến sự hồi sinh nói chung của rất nhiều ngành kinh tế và khối doanh nghiệp trong nước. Nhóm tài chính sẽ được hưởng lợi lập tức từ xu hướng này, gồm: Ngân hàng, tài chính, Bất động sản.
- **Thứ hai, Bất động sản ấm trở lại, thanh khoản tăng vọt.** Sau 6 đến 7 năm nằm trong vùng suy thoái, hiện tại cầu BĐS đã phục hồi trở lại tại các thành phố lớn. Điều này không chỉ làm chúng tôi kỳ vọng vào ngành bất động sản, mà hơn thế nữa sẽ phục hồi một loạt ngành downstream của nền kinh tế như: Xây dựng, vật liệu (thép, xi măng, gạch, đá), nội thất (gỗ, bóng điện, dây điện,...)
- **Thứ ba, giá năng lượng giảm và giá điện tăng.** Xét về ngắn hạn tác động tiêu cực đến TTCK Việt Nam, nhưng nhìn xa hơn đây là món quà lớn nhất mà 1 quốc gia đang phục hồi kinh tế có được. Như đã đề cập nhiều lần chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ duy trì mặt bằng giá thấp trong 2015 và sẽ tác động tích cực với quốc gia nhập khẩu phần lớn xăng dầu và các chế phẩm dầu khí (phân bón, hóa chất, nhựa đường, nhựa,...) như Việt nam. Và cơ hội sẽ đến với nhóm cổ phiếu: Hưởng lợi trực tiếp (Vận tải, ô tô, phân bón, nhiệt điện), hưởng lợi gián tiếp (hóa chất, nhựa đường, nhựa,...) và nhóm vận chuyển nhiều (thép, xi măng,...). Đối với nhóm dầu khí, chúng tôi cho rằng việc giá dầu tăng lại cũng chỉ là vấn đề thời gian, và cơ hội sẽ đến nếu mức định giá của cổ phiếu dầu khí rơi về mức đủ hấp dẫn.
- **Thứ tư, ECB và JCB nới lỏng tiền tệ EUR và JPY cùng giảm giá.** Abenomic sẽ tiếp tục khiến đồng Yên giảm giá để kích thích kinh tế, bên kia bờ Đại Tây Dương chúng tôi cho rằng EU không có nhiều lựa chọn ngoài việc theo đuổi một chính sách nới lỏng tiền tệ tương tự. Điều này đương nhiên không có lợi cho các doanh nghiệp định hướng xuất khẩu đến các thị trường này, nhưng với các doanh nghiệp đang vay EURO và JPY thì khó có tin tức nào tốt lành hơn. Thêm vào đó

CPI thấp khiến chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh giá điện và xi măng sẽ sớm diễn ra. Cơ hội đầu tư từ chủ đề này gắn với ngành Xi măng (HT1, BCC, BTS) và Nhiệt điện (NT2, PPC).

- **Thứ năm, Các hiệp định thương mại tự do (FTA).** Chúng tôi đánh giá năm 2015, 2016 sẽ là thời kỳ chưa từng có trong lịch sử khi Việt Nam đang tiến đến việc kết thúc đàm phán của rất nhiều FTA với các đối tác quan trọng nhất. Do vậy về logic các ngành sẽ hưởng lợi nhất là ngành xuất khẩu (dệt may, thủy sản, nông sản, gỗ,...). Đổi lại một số ngành có thể đón nhận ảnh hưởng tiêu cực nhưng mức độ khá khó xác định với chúng tôi hiện tại (dược, thép,...)

Nhận định Triển vọng Ngành 2015:

- Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Vận tải biển, Bất động sản, Xây dựng, Vật liệu xây dựng (xi măng), Dệt may, Điện, Săm lốp, Thực phẩm tiêu dùng và Ngân hàng.** Trong đó ngành chúng tôi ưa thích nhất và vẫn đang rất u ám trong mắt các nhà đầu tư khác như: **Vận tải biển và Xi măng.**
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Dược, Nhựa, Thép, thủy sản, Dầu khí và Phân bón.** Chúng tôi cho rằng các ngành này sẽ nhận đồng thời cả ảnh hưởng tích cực và tiêu cực trong năm 2015. Khiến triển vọng chung của nhóm này sẽ rất đan xen tốt và xấu, nên cơ hội nếu có sẽ không đến với toàn bộ cổ phiếu thuộc ngành. Điều này không có nghĩa không có cơ hội, nhưng chúng ta sẽ cần chờ những chỉ báo sớm của nhóm ngành này và lựa chọn kỹ cổ phiếu (stock picking).
- **Về phía các ngành KÉM KHẢ QUAN,** chúng tôi vẫn duy trì nhận định này với ngành Cao su tự nhiên, Mía đường như trong báo cáo Triển vọng Ngành năm 2014 do chênh lệch Cung Cầu vẫn còn khoảng cách lớn. Chúng tôi không bi quan nhưng cho rằng nhà đầu tư quan tâm đến 2 ngành này có lẽ nên kiên nhẫn chờ đợi thêm và chúng tôi có thể sẽ cập nhật lại quan điểm với hai ngành này vào các năm sau.
- **Chúng tôi cũng lưu ý ngành Bất động sản và Ngân hàng có khả năng sẽ trở thành ngành dẫn dắt VNIndex trong năm tới thay thế cho Dầu khí.** Khi kinh tế dần hồi phục, cơ sở hạ tầng giao thông phát triển, đi kèm với đó nhiều chính sách hỗ trợ của Chính phủ sẽ có hiệu lực trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng ngành Bất động sản phát triển sẽ là đầu tàu kéo theo những tín hiệu Khả quan với **ngành Xây dựng,** và **Vật liệu xây dựng** (Xi măng, Nhựa) và gián tiếp sẽ thúc đẩy phục hồi **ngành Ngân hàng.**

Tóm tắt Triển Vọng Ngành và các cổ phiếu lưu ý năm 2015

STT	Phân Ngành	Nhận định 2015	Khuyến nghị Trung và Dài hạn
1	Ngân hàng	Khả quan	VCB, BID, MBB
2	Bất động sản	Khả quan	VIC, DXG, KBC

3	Xây dựng	Khả quan	VNE, CII, LCG; HUT
4	Xi măng	Khả quan	HT1, BCC, BTS
5	Dệt may	Khả quan	TCM, STK
6	Điện	Khả quan	PPC, NT2, SHP
7	Săm lốp	Khả quan	DRC, CSM
8	Vận tải biển	Khả quan	VOS, VTO, PVT
9	Nhựa	Trung lập	NTP, BMP
10	Dược	Trung lập	DHG, DMC
11	Thép	Trung lập	HPG, HSG, NKG
12	Thủy sản	Trung lập	VHC, FMC, IDI
13	Dầu khí	Trung lập	PVS; PVD; PVB
14	Phân bón	Trung lập	DPM
15	Mía đường	Kém Khả quan	LSS, SBT, SEC, NHS
16	Cao su tự nhiên	Kém Khả quan	DPR, PHR, TRC, HRC

(Nguồn: BSC nhận định)

Chiến lược đầu tư Ngành 2015 theo chu kỳ thời gian: (NĐT có thể tham khảo các danh mục Ngân hạn, Canslim và dài hạn và Báo cáo Tư vấn đầu tư được BSC cập nhật thường xuyên)

- Giai đoạn nửa đầu năm 2015:** chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để đầu tư khi thị trường tăng nhờ kỳ vọng và nhờ dòng tiền nước ngoài (ETF). Trong giai đoạn này các doanh nghiệp dần công bố kết quả kinh doanh năm 2014, tiến hành họp đại hội cổ đông và công bố kế hoạch định hướng kinh doanh cho năm 2015. Chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu sẽ dẫn dắt thị trường xét theo quy mô là: nhóm **Blue Chip và large cap** (do ảnh hưởng dòng tiền lớn, NĐT NN); xét theo nhóm ngành là: **Ngân hàng, bất động sản, Vận tải biển, Xây dựng, Vật liệu xây dựng (xi măng, nhựa)** và một số chính sách hỗ trợ cho ngành BĐS sẽ có hiệu lực từ ngày 1/7/2015; thêm vào đó là triển vọng các Hiệp định thương mại tự do
- Giai đoạn nửa cuối năm 2015:** Sức ép từ cổ phần hóa, trong khi nguồn tiền cho TTCK không dồi dào như mọi năm, kết hợp với lãi suất USD có khả năng tăng dẫn đến nửa cuối năm 2015 TTCK sẽ chịu nhiều thử thách. Điều này khiến việc lựa chọn nhóm ngành và cổ phiếu cần theo hướng cẩn trọng hơn. nhóm ngành lưu ý: **Điện, dược, dệt may, Thủy sản, Săm lốp, thực phẩm tiêu dùng**. Nhóm này sẽ có nhiều cơ hội bứt phá do vào mùa hoạt động sản xuất kinh doanh chính trong năm. Ngành dầu khí có thể phục hồi cùng giá dầu sau giai đoạn dư cung lên cao nhất trên thế giới (dự kiến là khoảng tháng 06/2015). Chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu mạnh mẽ nhất giai đoạn này sẽ có **quy mô vừa và nhỏ (midcap và small cap)**

Tổng kết các cổ phiếu lưu ý trong năm 2015

Mã CK	DT2014E (tỷ đồng)	LN2014E (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN 2015E	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
VCB	N/A	4,399	N/A	5,499	2,063	15.46	1.63	31,900	39,236	23.00%
BID	N/A	4,731	N/A	5,724	2,036	6.33	0.81	12,900	18,327	42.07%
MBB	N/A	2,387	N/A	2,745	2,368	5.53	0.75	13,100	16,578	26.55%
VIC	26,618	4,572	21,429	4,692	3,215	14.81	3.76	47,700	54,700	14.68%
DXG	523	155	716	258	2,562	5.47	1.57	14,000	17,000	21.43%
KBC	1,230	295	2,182	615	1,577	10.08	1.07	15,900	20,400	28.30%
VNE	873	75	1,077	68	1,061	9.3	0.8	9,900	12,700	28.28%
CII	2,000	300	3,145	425	3,500	5.8	1.2	20,300	26,000	28.08%
LCG	1,316	26	1,380	50	650	13	0.8	8,500	11,400	34.12%
HUT	2,700	260	2,500	150	1,700	8.2	1.2	14,200	18,000	26.76%
BCC	4,200	135	4,700	263	2,757	5.4	0.84	14,900	20,254	35.93%
HT1	6,654	107	7,096	382	1,201	14.49	1.42	17,400	20,843	19.79%
BTS	2,851	100	2,901	111	1,016	7.48	0.74	7,600	10,665	40.33%
TCM	2,542	173	2,675	173	4,110	7.8	2.06	32,000	42,500	32.81%
TNG	1,390	55	1,722	75	3,533	5.5	1.3	19,500	28,264	44.94%
STK	1,576	109	1,722	117	2,778	6.5	1.08	N/A	24,900	N/A
PPC	8,391	1,304	9,230	1,095	3,344	7.89	1.33	26,400	31,768	20.33%
NT2	6,469	1,189	7,116	947	3,701	5.56	1.36	20,900	29,200	39.71%
SHP	596	216	636	223	2,380	8.61	1.39	20,500	22,000	7.32%
DRC	3,217	334	3,359	356	4,279	13.09	2.63	56,000	66,000	17.86%
CSM	3,100	319	3,478	287	4,271	10.07	1.91	43,000	49,000	13.95%
VOS	2,108	11	2,172	1,2	N/A	N/A	0.7	6,200	8,400	35.48%
VTO	1,492	49,6	1,567	54,2	688	12.17	0.6	8,400	9,800	16.67%
PVT	4,731	280	4,967	304	1,192	11.6	1.1	14,000	17,200	22.86%
NTP	2,855	295	3,140	311	5,514	9.68	1.91	53,400	60,000	12.36%
BMP	2,402	370	3,642	409	8,986	8.12	1.76	73,000	86,300	18.22%
DHG	3,782	548	4,161	689	7,804	12.3	3.08	96,000	113,200	17.92%
DMC	1,624	130	1,693	141	5,265	7.79	1.34	41,000	52,600	28.29%
HPG	24,690	3,300	24,944	3,295	6,838	7.75	1.83	53,000	68,000	28.30%
NKG	5,888	80	7,642	117	2,934	4.57	0.85	13,400	19,105	42.57%
HSG	14,990	410	16,489	468	4,857	9.78	1.61	47,500	50,994	7.36%
VHC	6,200	445	7,130	463	4,983	7.34	2.04	37,900	44,850	18.34%
FMC	2,862	51	3,600	77	3,870	5.94	1.58	22,800	30,960	35.79%
IDI	2,344	106	2,641	191	1,908	6.13	1.32	11,200	14,311	27.78%
PVS	30,844	1,678	32,878	1,499	3,123	8.61	1.6	26,900	34,783	29.30%
PVB	1,061	166	1,200	148	6,841	6.43	1.77	44,000	53,047	20.56%
PVD	19,500	2,400	18,534	2,296	7,160	9.01	1.62	64,500	68,020	5.46%
DPM	8,980	1,129	8,134	1,625	4,147	7.42	1.31	30,800	37,323	21.18%

(Nguồn: BSC dự báo)

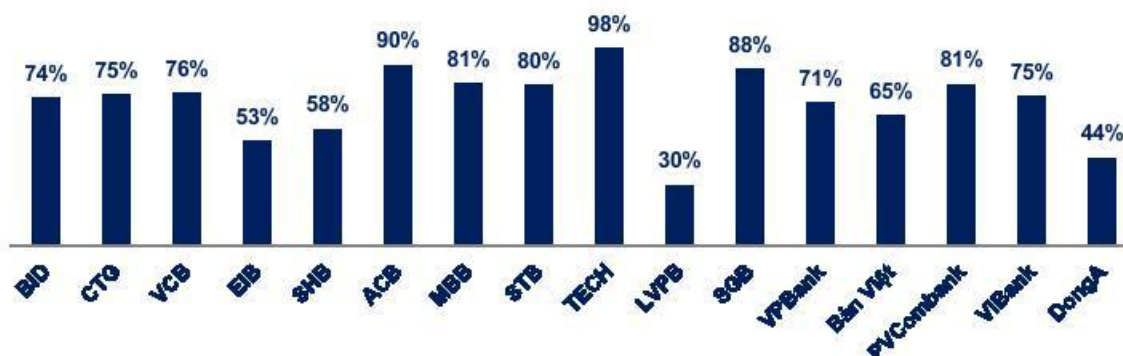
TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH NGÂN HÀNG 2014

(1) Kết quả kinh doanh phục hồi từ quý IV/2014

Nhiều ngân hàng cần tăng tốc quý IV/2014 để đạt kế hoạch 2014 do (1) trích lập dự phòng tăng mạnh chuẩn bị cho việc thực hiện thông tư 02 (2) tăng trưởng tín dụng VND chậm chạp nửa đầu năm, (3) chênh lệch lớn giữa tăng trưởng cho vay với huy động và (4) chi phí hoạt động tăng trung bình 6%.

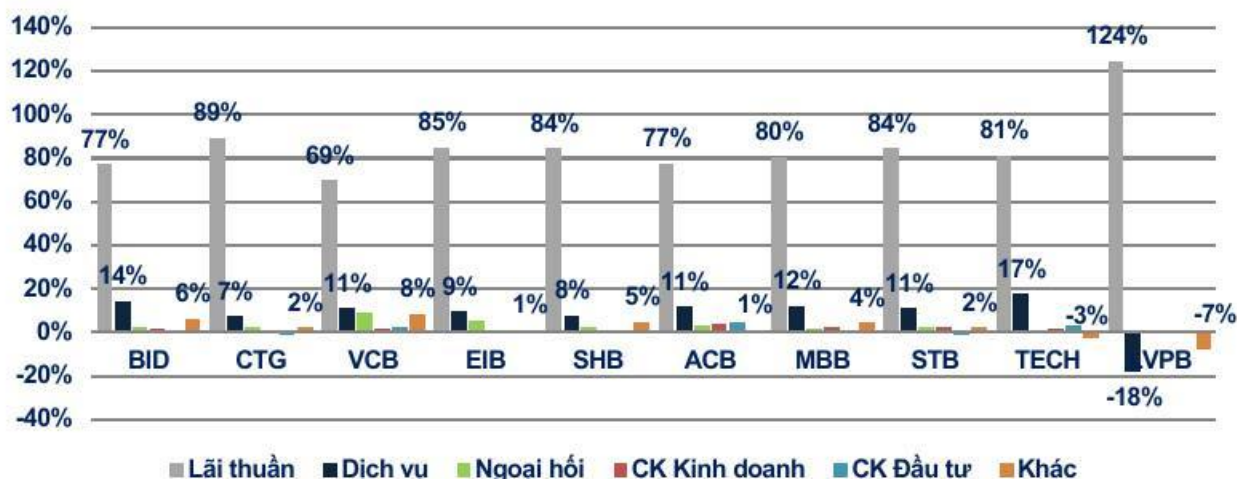
■ LNTT 9 tháng so với kế hoạch cả năm 2014



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC tổng hợp

Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro 9 tháng hầu hết đều giảm so với cùng kỳ, ngoại trừ SHB và Techcombank tăng trưởng ấn tượng trên 60%, VCB tăng 9% và BID tăng nhẹ 3%. Cụ thể, thu nhập lãi thuần chiếm trên 80% cơ cấu tăng 7% so với cùng kỳ do chênh lệch lãi suất cho vay và huy động ở mức cao trong phần lớn thời gian của năm. Hoạt động dịch vụ cũng tăng trưởng trung bình 10%. Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư, kinh doanh trái phiếu chính phủ tăng mạnh, đặc biệt tại CTG, VCB và ACB. Ngược lại, thu nhập từ nghiệp vụ ngoại hối giảm đáng kể tại hầu hết các NHTMCP.

Cơ cấu lợi nhuận trước thuế của ngân hàng trong 9 tháng 2014



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC tổng hợp

(2) Tăng trưởng tín dụng và huy động có sự chênh lệch rõ rệt

Theo số liệu của Tổng cục thống kê ngày 27/12/2014, huy động vốn tăng 15,76% dù lãi suất huy động giảm dần từ đầu năm ở mức 6.5%-7% về 4.5%-5.5% ở thời điểm cuối năm. Tín dụng đối với nền kinh tế tăng 12,62%, đạt chỉ tiêu định hướng 12-14% đề ra từ đầu năm.

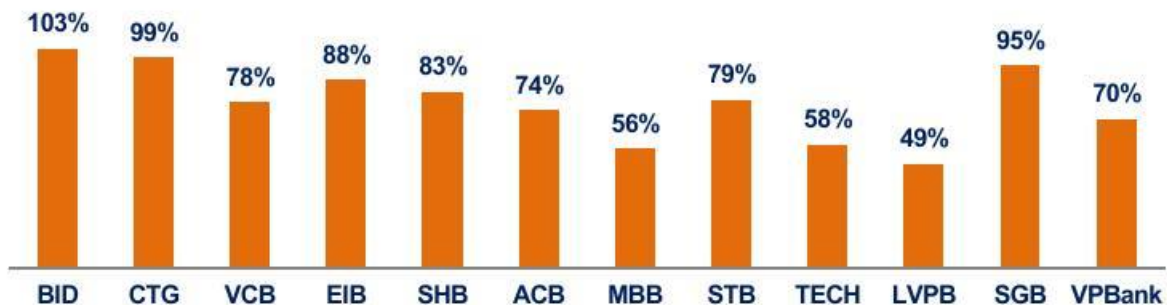
Tăng trưởng cho vay khách hàng và tiền gửi khách hàng tại ngày 30/9/2014



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC tổng hợp

Tuy nhiên, quan sát báo cáo tài chính các ngân hàng có thể thấy mức độ chênh lệch lớn giữa tăng trưởng huy động và cho vay gây ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập lãi của nhiều các ngân hàng. Chênh lệch lãi vay nửa đầu năm khoảng 5%-6% giữa VND và ngoại tệ khiến nhiều doanh nghiệp chuyển sang vay USD cũng gây tác động tiêu cực đến tỷ lệ lãi cận biên (NIM).

Tỷ lệ Cho vay khách hàng / Huy động từ tiền gửi khách hàng ngày 30/9/2014



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC tổng hợp

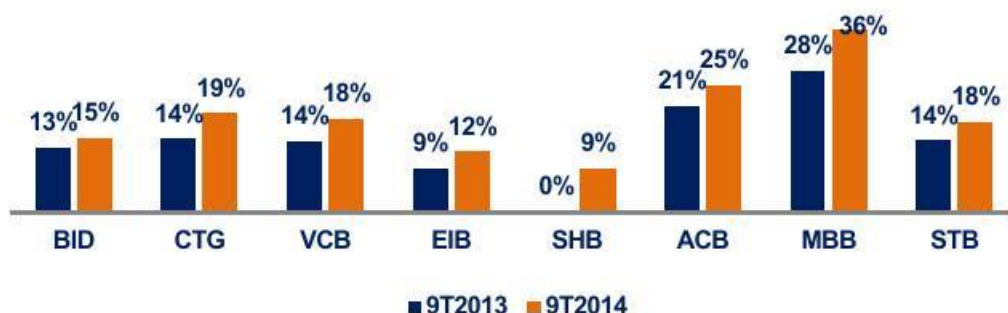
Điểm tích cực trong cơ cấu cho vay năm 2014 là tăng trưởng ở các lĩnh vực sản xuất trực tiếp được ưu tiên áp dụng mức lãi suất ưu đãi trần 7%. Cụ thể, tín dụng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa tính đến cuối tháng 11 tăng 13,8%; tín dụng cho công nghệ cao tăng 14,8%; tín dụng cho nông nghiệp và phát triển nông thôn tăng 12,8%. Tín dụng vào bất động sản cũng có xu hướng tăng tốt kể từ đầu năm, tới cuối quý 3 tăng trưởng 12%, gấp 1,5 lần mức tăng chung.

(3) Tình trạng thừa vốn dẫn đến cơ cấu tài sản linh hoạt hơn

Tổng tài sản tiếp tục tăng trưởng trung bình 4.5% trong khi hoạt động cho vay không mấy khởi sắc và lãi suất trên thị trường liên ngân hàng trong xu thế giảm từ 4%-6% về 2%-4% khiến các ngân hàng rơi vào tình trạng thừa vốn. Cơ cấu tài sản nhiều ngân hàng có thay đổi lớn về tỷ trọng chứng khoán kinh doanh

và đầu tư, chủ yếu là nắm giữ trái phiếu chính phủ. Với mức chênh lệch lãi suất lên tới 2% so với đầu năm 2014, trái phiếu chính phủ đang là kênh đầu tư quan trọng với nhiều ngân hàng.

Tỷ lệ Đầu tư kinh doanh chứng khoán trong cơ cấu tài sản các ngân hàng

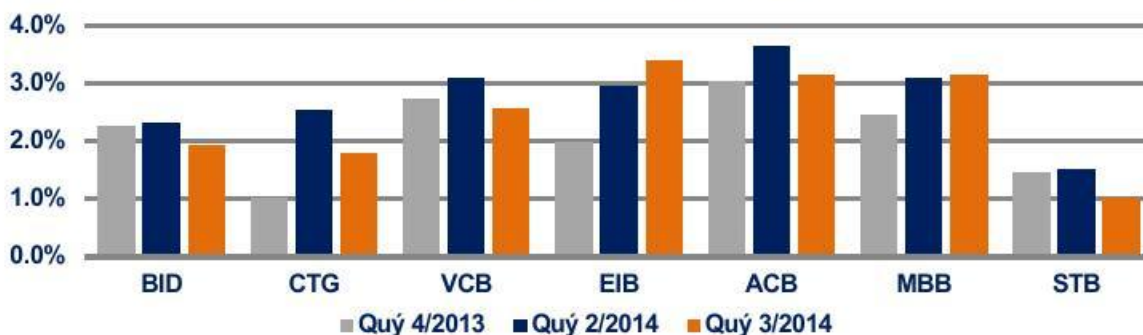


Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC tổng hợp

(4) Nợ xấu biến động giảm từ quý 3 và dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh

Theo NHNN, tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống tại thời điểm cuối tháng 9 là 5,4% và đến cuối năm 2014 ước còn khoảng 3,7 - 4,2%. Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh ở thời điểm cuối quý 2 do các ngân hàng dần triển khai phân loại nợ chặt chẽ hơn theo quy định tại Thông tư 02 và 09, kết quả là nợ có khả năng mất vốn tăng trung bình 37% trong 6 tháng đầu năm và chiếm 40%-70% cơ cấu nợ xấu. Chỉ sau khi đẩy mạnh việc sử dụng nguồn dự phòng rủi ro xử lý nợ xấu và bán nợ cho VAMC, tỷ lệ nợ xấu của phần lớn các ngân hàng mới giảm trong Quý 3.

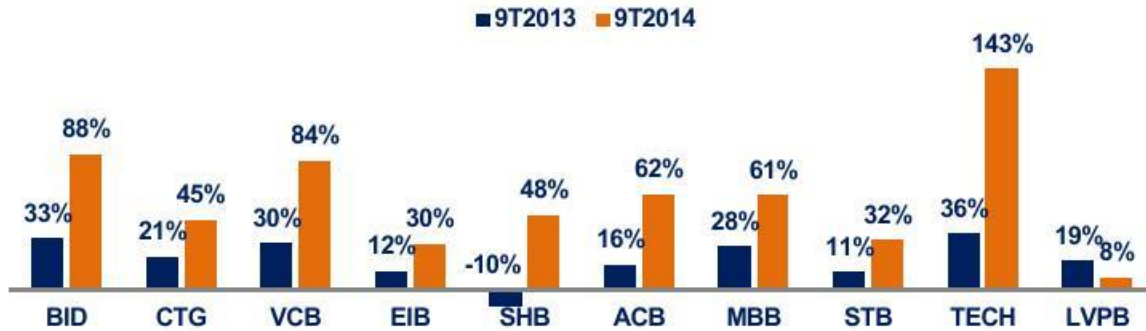
Diễn biến nợ xấu trong năm 2014



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC tổng hợp

Nổi bật trong năm 2014 là mức trích lập dự phòng rủi ro (DPRR) tăng vọt tại hầu hết các ngân hàng lớn, dành trung bình 60%-88% lợi nhuận trước thuế cho DPRR. Nguyên nhân không chỉ là do nợ xấu tăng mạnh sau khi phân loại nợ chặt chẽ hơn, mà theo quy định của Thông tư 09, các ngân hàng còn phải trích lập dự phòng đối với trái phiếu VAMC trong vòng 5 năm và theo Thông tư 02 trái phiếu doanh nghiệp cũng phải trích lập dự phòng, nên khoảng 20 ngân hàng đã bán nợ cho VAMC trong năm 2013 với giá trị nợ gốc 38,900 tỷ đồng sẽ phải trích lập thêm.

Tỷ lệ Trích lập dự phòng rủi ro tín dụng / Lợi nhuận trước thuế



Nguồn: BSC Tổng hợp

(5) Các văn bản pháp luật quan trọng

Thông tư 09 sửa đổi bổ sung Thông tư 02 quy định các ngân hàng (1) kết hợp phương pháp định tính và định lượng trong phân loại nợ, (2) mở rộng đối tượng phải trích lập dự phòng gồm trái phiếu doanh nghiệp, tiền gửi tại các TCTD khác và các khoản trả thay theo cam kết ngoại bảng, (3) trích lập dự phòng các khoản nợ đã bán cho VAMC, (4) lùi thời hạn xếp hạng tín dụng theo CIC kể từ 1/6/2014 sang 1/1/2015 và (5) cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ chỉ được thực hiện 1 lần và hết hiệu lực từ 1/4/2015.

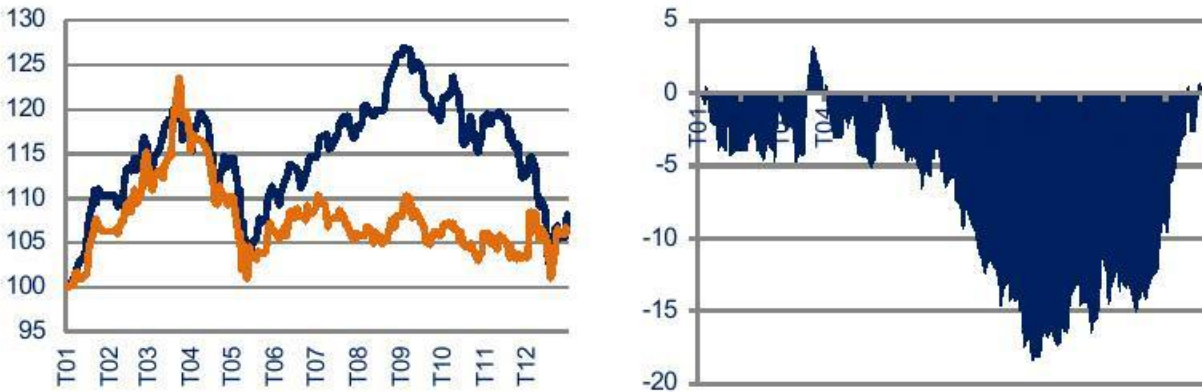
Thông tư 36 thi hành từ 1/2/2015 quy định (1) tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu ở mức 9% với hệ số rủi ro cho tín dụng kinh doanh bất động sản, chứng khoán và cho vay được đảm bảo bằng vàng từ 250% giảm về 150%, (2) giới hạn tỷ lệ cho vay/huy động ở mức 90% đối với NHTMCPNN và 80% với NHTMCP, (3) chỉ các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu dưới 3% mới được cho vay đầu tư cổ phiếu và sở hữu cổ phần tại TCTD khác, (4) giới hạn tỷ lệ cho vay đầu tư kinh doanh cổ phiếu ở mức 5% vốn điều lệ và (5) chỉ được sở hữu tối đa 2 TCTD khác với tỷ lệ tối đa là 5%.

Thông tư 38 có hiệu lực từ 1/2/2015 cho phép nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần của ngân hàng yếu kém vượt mức 30% quy định hiện nay giúp thúc đẩy quá trình tái cấu trúc hiệu quả hơn.

Quốc hội thông qua Luật Phá sản (sửa đổi) cho phép chủ nợ, người lao động, hoặc nhóm cổ đông sở hữu trên 20% vốn tại TCTD có quyền nộp đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản sau khi NHNN có văn bản chấm dứt kiểm soát đặc biệt mà TCTD vẫn mất khả năng thanh toán, hiệu lực từ ngày 1/1/2015.

Cổ phiếu ngành ngân hàng trong năm 2014 tăng 6,07% trong khi VNIndex tăng 8,1%. Các cổ phiếu ngân hàng có diễn biến cùng nhịp với VNIndex trong 5 tháng đầu năm nhưng underperform trong khoảng thời gian còn lại.

Chênh lệch ngành Ngân hàng và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG NĂM 2015

Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành ngân hàng sẽ phần nào tích cực hơn trong năm 2015, khi tăng trưởng kinh tế dự báo tích cực hơn cùng lúc một loạt các quy định chặt chẽ với hệ thống ngân hàng được chính thức thi hành. Các quy định này kỳ vọng sẽ lành mạnh hóa hệ thống, đưa ra các chỉ báo tin cậy hơn về bức tranh toàn ngành, để nợ xấu không còn là mối lo tiềm ẩn, đồng thời góp phần phân bổ vốn hợp lý hơn cho nền kinh tế. Chúng tôi cũng cho rằng thời điểm khó khăn nhất của hệ thống đã qua và các vấn đề nợ xấu, sở hữu chéo và tái cơ cấu hệ thống ngân hàng sẽ dần được giải quyết; và dẫn tới đánh giá lạc quan hơn của chúng tôi vào triển vọng của ngành Ngân hàng 2015.

(1) Kết quả kinh doanh

Lợi nhuận một số ngân hàng sẽ cải thiện rõ rệt trong năm tới. Chỉ các ngân hàng đã tiến hành trích lập dự phòng cũng như phân loại nợ theo tiêu chuẩn thông tư 02 và 09 trong năm 2014 mới có kết quả kinh doanh tích cực. Ngược lại, các ngân hàng nhỏ dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn khi chưa phân loại và trích lập theo quy định.

Lợi nhuận dự báo giảm tại các ngân hàng có tỷ lệ cho vay kinh doanh chứng khoán cao. Cụ thể, các ngân hàng có lịch sử cho vay đầu tư cổ phiếu vượt mức 5% vốn điều lệ như EIB, SHB, MBB đồng thời đều là các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu vượt mức 3% sẽ phải giảm hoặc thậm chí ngừng cấp tín dụng cho vay đầu tư lĩnh vực này theo quy định của thông tư 36.

Chi phí dự phòng tăng tại các ngân hàng nắm giữ lượng trái phiếu doanh nghiệp lớn. Các khoản dự phòng này nhiều khả năng chưa được trích lập đầy đủ trong năm 2014 và dự báo sẽ được tiến hành trong năm tới theo quy định của Thông tư 02.

(2) Tăng trưởng tín dụng

Định hướng tăng trưởng tín dụng 2015 là 13%-15%, cao hơn 1% so với định hướng năm 2014. Kỳ vọng lớn nhất là sự hồi phục của các ngành sản xuất sau khi giá dầu giảm mạnh và sự trở lại của thị trường bất động sản với các gói cho vay ưu đãi. Kinh tế hồi phục thì ngân hàng sẽ là ngành được hưởng lợi đầu tiên, nhưng cũng sẽ tạo áp lực tăng lãi suất và mặt bằng lãi suất cho vay dự báo khó hạ thấp hơn nữa trong năm tới.

Vốn ra nền kinh tế sẽ chọn lọc hơn, đặc biệt là vốn phục vụ kinh doanh cổ phiếu. Theo TT 09, các TCTD phải xếp hạng tín dụng nội bộ một cách thống nhất theo kết quả xếp hạng CIC, khiến các doanh nghiệp đã xếp hạng nợ xấu ở ngân hàng này rất khó vay vốn ở ngân hàng khác. Mặt khác, thông tư 36 giới hạn cho vay kinh doanh cổ phiếu về 5% và hạ hệ số rủi ro cho vay bất động sản về 150% sẽ thúc đẩy cho vay kinh doanh cổ phiếu và bất động sản tại nhiều ngân hàng có tiềm lực tài chính tốt (tỷ lệ nợ xấu dưới 3%) hiện có ít khẩu vị cho vay lĩnh vực này mà không chịu nhiều áp lực đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn (CAR) so với trước đây.

(3) Các xu hướng trong năm tới

Hệ thống trong sạch hơn khi các ngân hàng yếu kém được xử lý mạnh tay và hiệu quả hơn. Thứ nhất, hoạt động tái cấu trúc ngành mà phổ biến nhất là M&A sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong năm tới – năm cuối cùng trong “Đề án tái cơ cấu ngành Ngân hàng 2011-2015”. Đặc biệt là vai trò đi đầu của các NHTMCP nhà nước với quy mô vốn lớn nhất ngành gồm BID, VCB và CTG, góp phần hỗ trợ các ngân hàng yếu và đẩy mạnh quy mô hoạt động cho toàn ngành. Thứ hai, nhà đầu tư nước ngoài được phép mua lại cổ phần các ngân hàng yếu kém vượt mức 30% sẽ giúp đẩy nhanh tiến trình tái cơ cấu, đồng thời Luật Phá sản cho phép loại bỏ các ngân hàng thực sự không có khả năng tái cấu trúc khỏi hệ thống.

Mục tiêu giảm nợ xấu toàn hệ thống dưới 3% là khả thi do VAMC dự báo năng động hơn. Để giải quyết nợ xấu một cách triệt để, NHNN nhiều khả năng sẽ ra các quy định mới cho phép VAMC xử lý nợ xấu linh hoạt hơn, ít chịu tác động từ các TCTD, thúc đẩy việc bán lại các khoản nợ đã mua. Với tốc độ bán nợ gần đây của các ngân hàng cho VAMC, tỷ lệ nợ xấu nhiều khả năng có thể đạt 3% vào cuối 2015.

Basel II được triển khai thí điểm ở 10 ngân hàng từ năm 2015 nâng cao yêu cầu về vốn. Việc triển khai Basel II sẽ từng bước giúp ngân hàng Việt Nam phát triển bền vững hơn theo chuẩn quốc tế, buộc các ngân hàng củng cố lượng vốn tự có.

Áp lực thoái vốn theo quy định sở hữu tại thông tư 36 sẽ khiến nhiều cổ phiếu ngân hàng bị bán ra. Cụ thể, khoảng 10%-19.5% cổ phiếu MBB và 3.2%-8.2% EIB bị bán ra. Thời hạn chuyển tiếp cho quy định này là 1 năm kể từ 1/2/2015. Ngoài ra, nếu thông tư 36 được tiến hành triệt để, các quy định hạn chế vấn đề sở hữu chéo sẽ tạo áp lực thoái vốn lên nhiều cổ phiếu ngân hàng từ các đối tượng có liên quan.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Từ tổng kết hoạt động một số ngân hàng nêu trên, có thể thấy sự phân hóa khá rõ trong cách xử lý nợ xấu của các ngân hàng, chúng tôi cho rằng chỉ những ngân hàng nghiêm túc thực hiện các quy định của thông tư 02 và 09 từ 2014 mới đáng chú ý trong năm 2015. Chúng tôi nhận định “Đáy của ngành Ngân Hàng” đã qua và nhìn chung mức độ định giá đang hấp dẫn dần ở các Ngân hàng dẫn đầu. Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với Ngành ngân hàng và đặc biệt quan tâm đến 3 cổ phiếu: VCB, BID và MBB.

- **VCB** là cổ phiếu có mức P/B ở mức cao nhất ngành, đạt 2.27x. Dù trích lập DPRR ở mức cao (chi phí dự phòng +15%), LNST 9 tháng của VCB vẫn tăng trưởng 8%. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính tăng 9% trong khi phần lớn các ngân hàng đều giảm so với cùng kỳ. Đặc biệt là khả năng quản lý nguồn lực hiệu quả với chỉ tiêu Chi phí hoạt động/Tổng thu nhập chỉ tương

đương năm trước. Động lực tăng trưởng lợi nhuận 2015 tới từ (1) NIM cải thiện do đẩy mạnh cho vay đồng thời có nguồn vốn rẻ từ Kho bạc Nhà nước (cho vay khách hàng +13% 9T2014), (2) lợi nhuận phi lãi tăng khi kinh tế thế giới hồi phục nhờ vị thế số 1 trong thanh toán xuất nhập khẩu và lợi nhuận hoạt động ngoại hối cao gấp 4-5 lần trung bình ngành và (3) trích lập dự phòng dự báo giảm sau khi đã tiến hành xử lý nợ xấu mạnh tay trong năm 2014. Bên cạnh đó, VCB đang nghiên cứu tìm đối tác sáp nhập trong năm 2015. Với triển vọng dài hạn, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu VCB.

- **BID** có mức trích lập dự phòng và NIM ở mức cao trong ngành. Kết quả kinh doanh 2015 tiến triển tích cực nhờ (1) trích lập dự phòng dự báo giảm do thực hiện phân loại nợ theo thông tư 02 triệt để từ năm 2014, (2) tỷ lệ lợi nhuận phi lãi có xu hướng tăng, (3) lợi nhuận từ lãi và tỷ lệ nợ xấu dự báo cải thiện rõ rệt với dự báo thị trường bất động sản ấm lên do tỷ lệ cho vay động sản ở mức cao và (4) hạch toán thương vụ chuyển nhượng 50% cổ phần tại VID Public Bank với lợi nhuận ước tính đạt 45 triệu USD. Ngoài ra, sở hữu lượng trái phiếu chính phủ thuộc hàng lớn nhất ngành (trên 70 nghìn tỷ), chênh lệch lãi suất hiện nay trên 2% so với đầu 2014 là lợi thế lớn với BID. Áp lực tăng vốn sẽ rất cao khi BID là 1 trong 10 ngân hàng thí điểm Basel 2 nhưng ngân hàng cũng dự kiến sẽ nhận được 100 triệu USD từ cổ đông Nhà nước vào Quý 2/2015 và đặt mục tiêu phát hành cho nhà đầu tư chiến lược 10%-20% vốn điều lệ. Với P/E (9x), P/B (1.27x) và lợi suất cổ tức 5.9% hiện nay, BID là cổ phiếu ngân hàng hấp dẫn với triển vọng lớn.
- **MBB** cũng là một trong số những ngân hàng tích cực phân loại nợ theo thông tư mới với nợ Nhóm 5 tăng 36% so với đầu năm. Với tỷ lệ trích lập DPRR 2014 ở mức 61% LNTT và khẩu vị rủi ro không cao, kể cả khi tiến hành phân loại nợ triệt để hơn theo quy định của Thông tư 02 và 09, nhiều khả năng kết quả kinh doanh của MBB sẽ không bị ảnh hưởng tiêu cực. Bên cạnh đó, hiệu quả hoạt động của MBB khá tích cực với mức Chi phí hoạt động/Tổng thu nhập thấp nhất ngành (37%) tương đương VCB. Với mức P/E (6.95x), P/B (0.99x) và lợi suất cổ tức 5.5% như hiện nay, MBB cũng là cổ phiếu ngân hàng có mức định giá hấp dẫn và đáng chú ý năm nay. Nhà đầu tư nên đặc biệt lưu ý trong năm 2015 cổ phiếu MBB có thể bị bán ra từ 10-19.5% do hệ quả của thông tư 36 mà không liên quan đến hoạt động kinh doanh của ngân hàng.

Mã	LNTT 2014E	LNTT 2015	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá ngày 31.12.2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
VCB	5,640	7,050	2,063	15.46	1.63	31,900	39,236	23.00%
BID	6,065	7,339	2,036	6.33	0.81	12,900	18,327	42.07%
MBB	3,060	3519	2,368	5.53	0.75	13,100	16,578	26.55%

Nguồn: BSC dự báo

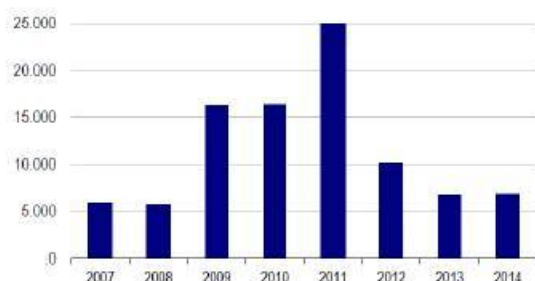
TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NĂM 2014

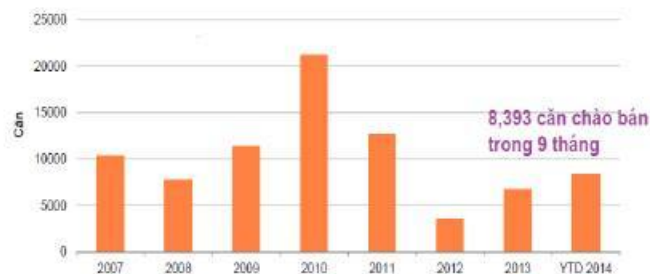
Thị trường bất động sản năm 2014 đã bắt đầu phục hồi với số lượng giao dịch và căn hộ mở bán tăng tích cực. Kết quả này là do sự hỗ trợ của nhiều chính sách kinh tế vĩ mô dẫn tới các doanh nghiệp trong ngành có thể ghi nhận nguồn doanh thu đáng kể. BSC đánh giá đây là tín hiệu khả quan cho ngành BĐS nói riêng cũng như dấu hiệu phục hồi của nền kinh tế nói chung. Thị trường BĐS đánh dấu sự phục hồi dựa trên các chuyển biến sau: (1) Số căn hộ mở bán, (2) Hàng tồn kho (3) Giá nhà (4) Thanh khoản.

- (1) **Số căn mở bán mới 9 tháng bằng cả năm 2013:** Theo CBRE, trong 9 tháng đầu năm, tại thị trường Hà Nội đã có 6.800 căn hộ được mở bán, nhiều hơn số lượng được mở bán cả năm 2013 là 6.700 căn. Trong khi đó thị trường TP. Hồ Chí Minh cũng ghi nhận số lượng lớn các căn mở bán với 8.393 căn trong 3 quý đầu năm, hầu hết thuộc phân khúc bình dân và cao cấp.

Số lượng căn chào bán trong 9 tháng năm 2014



Hà Nội

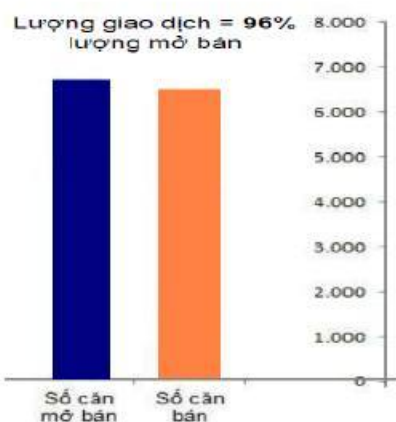


TP. Hồ Chí Minh

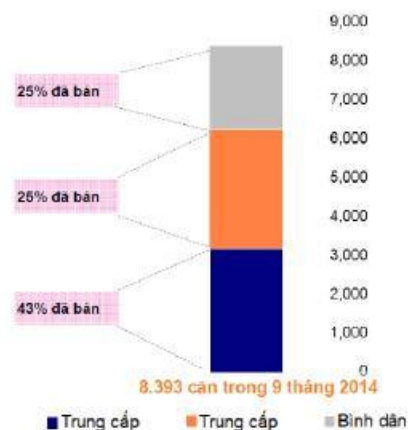
Nguồn: CBRE

- (2) **Hàng tồn kho bất động sản giảm mạnh:** Tồn kho BĐS giảm 13% tương đương hơn 12.000 tỷ đồng xuống còn 83.000 tỷ đồng tính đến hết quý 3. Theo Bộ Xây dựng, trong 11 tháng năm 2014, thị trường Hà Nội có xấp xỉ 10.000 giao dịch thành công, tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2013. Tại TPHCM, số căn tiêu thụ lên tới 8.850 căn, tăng 135% so với cùng kỳ năm trước trong đó quý 3 có lượng giao dịch cao nhất kể từ quý 4 năm 2010.

Lượng giao dịch trong 9 tháng đầu năm 2014



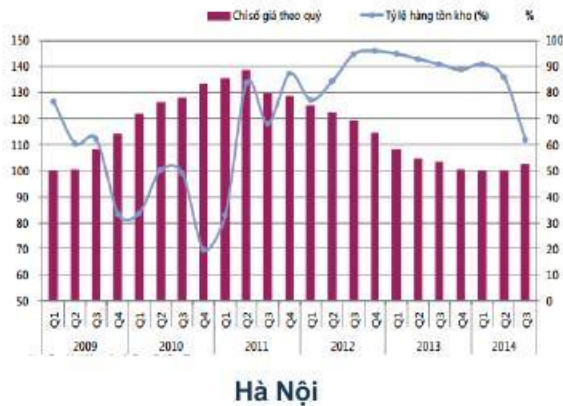
Lượng giao dịch = 96% lượng mở bán



Nguồn: CBRE

- (3) **Giá nhà tăng nhẹ:** Theo nghiên cứu của Savills, trong quý 3.2014, chỉ số giá nhà ở tại Hà Nội ở mức 102,7 điểm, tăng 2,4 điểm theo quý và giá trung bình ở mức 25,2 triệu VND/m², tăng 2% theo quý. Tại TP. HCM, chỉ số giá nhà ở quý 3.2014 tại mức 89,5 tăng 0,7 điểm so với cùng kỳ năm 2013.

Chỉ số giá nhà ở từ năm 2009 đến Q3.2014



Nguồn: Savills

- (4) **Thanh khoản cải thiện ở tất cả các phân khúc:** Phân khúc căn hộ bình dân là phân khúc dẫn dắt thị trường trong những tháng đầu năm với thanh khoản cao bên cạnh phân khúc trung và cao cấp khởi sắc vào những tháng cuối năm do giá bán và diện tích đã hợp lý, các dự án có chủ đầu tư có uy tín và có vị trí tốt. Các sản phẩm trên thị trường trong năm 2014 đã được đa dạng hóa để phù hợp nhiều đối tượng khách hàng, góp phần tăng thanh khoản cho thị trường.

Theo nhận định của BSC, thị trường bất động sản đã phục hồi nhờ hỗ trợ từ:

- (1) **Tín dụng bất động sản tăng 11, 5% từ đầu năm 2014, vượt** mức tăng trưởng tín dụng chung và cao hơn các lĩnh vực cho vay khác, chỉ đứng sau lĩnh vực công nghệ cao (tăng 15,8%). Tăng trưởng tín dụng BĐS cả nước đến tháng 11 năm 2014 chiếm khoảng 20%-30% tổng dư nợ với 290.000 tỷ đồng, đạt mức cao nhất từ năm 2011 đến nay.
- (2) **Lãi suất cho vay mua nhà giảm dần:** Các ngân hàng hiện nay có những chính sách hỗ trợ cho người mua nhà để cung cấp nguồn vốn vào thị trường. Lãi suất cho vay chỉ 7,5%-8,5% trong vài tháng đầu tiên với mức cho vay tới 70% giá trị căn hộ, thời gian cho vay bình quân từ 10 - 15 năm. Trong năm 2014, Quỹ Phát triển nhà ở Tp.HCM đã giảm lãi suất vay từ 6% xuống còn 5,6% với thời gian cho vay lên tới 15 năm.
- (3) **Tiến độ giải ngân gói 30.000 tỷ tăng 3,8 lần:** Theo Ngân hàng nhà nước, tính đến ngày 15/10/2014, gói 30.000 tỷ đồng hỗ trợ lãi suất cho vay mua nhà đối với nhà ở xã hội và trung bình đã giải ngân được khoảng 24%. 8.900 khách hàng được vay với tổng số tiền 7.164 tỷ đồng (tăng 3,8 lần so với cuối năm 2013), trong đó dư nợ thực tế hiện đạt 3.576 tỉ đồng (chiếm khoảng 12% tổng giá trị gói hỗ trợ). Riêng tại TPHCM, tiến độ giải ngân cũng đã tăng mạnh so với đầu năm, trong đó đã giải ngân được gần 700 tỷ đồng, chiếm 1/4 tổng dư nợ cho vay của gói này trên cả nước.

(4) Vốn FDI đổ vào lĩnh vực bất động sản tăng mạnh: Tính đến giữa tháng 12 năm 2014, lĩnh vực bất động sản thu hút 35 dự án đầu tư đăng ký mới, tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới và tăng thêm hơn 2,5 tỷ USD, chiếm 13% tổng vốn đầu tư đăng ký và tiếp tục vị trí thứ hai trong số các lĩnh vực thu hút vốn FDI vào Việt Nam. Như vậy, số vốn FDI vào lĩnh vực này trong năm 2014 đã tăng gần gấp ba lần so với năm 2013.

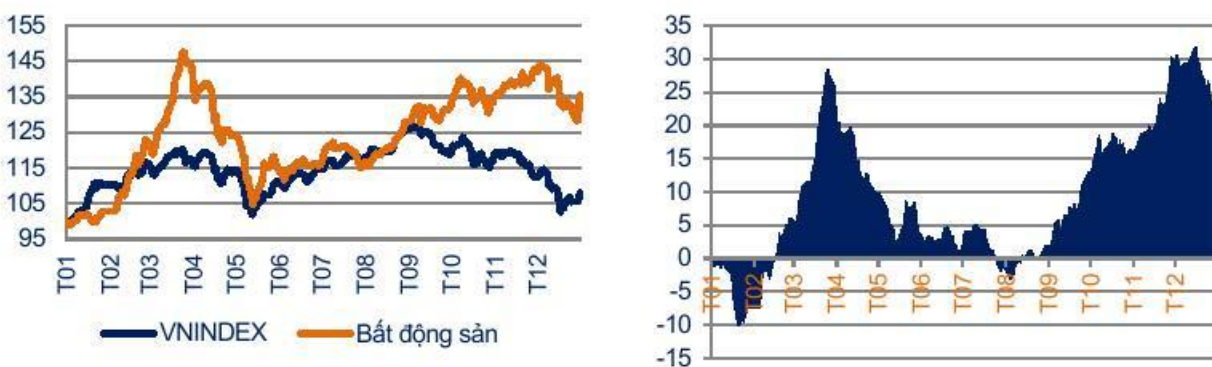
Báo cáo kết quả kinh doanh:

Kết thúc quý 3 năm 2014, các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ghi nhận kết quả kinh doanh với 48/63 doanh nghiệp kinh doanh có lãi, tồn kho giảm mạnh và sự phân hóa lợi nhuận được rút ngắn. Tại thời điểm 30/09/2014, tổng giá trị hàng tồn kho các doanh nghiệp niêm yết trên cả hai sàn ở mức hơn 72,000 tỷ đồng, giảm hơn 4,500 tỷ đồng so với đầu năm 2014. Một số doanh nghiệp có hàng tồn kho giảm đáng kể như VIC giảm 28%, ITC 35%...

Về lợi nhuận, VIC chiếm 67% lợi nhuận toàn ngành bên cạnh các doanh nghiệp có lợi nhuận tăng đột biến như ITA, NBB, TDH, NDN, ... Đối với các doanh nghiệp còn gặp khó khăn, KBC, KDH đã ghi nhận lãi trong khi 9 tháng năm 2013 đang chịu lỗ. Các doanh nghiệp đang bị lỗ cũng cho thấy sự cải thiện đáng kể khi hầu hết đều giảm lỗ như ITC... Tất cả tạo nên một triển vọng tích cực cho thị trường bất động sản cuối năm 2014 và cả năm 2015.

Ngành bất động sản năm 2014 tăng 35,3% trong khi VNIndex tăng 8,1%. Trái ngược với xu hướng năm 2013, các cổ phiếu bất động sản đã outperform mạnh so với VNIndex trong năm 2014 phản ánh sự kỳ vọng của nhà đầu tư về sự phục hồi của thị trường bất động sản. Bên cạnh đó các cổ phiếu bất động sản cũng được hỗ trợ khi tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản có nhiều chuyển biến tích cực khi có lãi trở lại, tồn kho giảm mạnh hoặc số lỗ giảm xuống. Nhiều cổ phiếu có mức tăng mạnh là: HDG (+161%), KDH (+50%), NBB (+71%).

Chênh lệch ngành Bất động sản và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NĂM 2015

BSC đánh giá thị trường bất động sản năm 2015 sẽ tiếp tục đà phục hồi. Thị trường BĐS Việt Nam đang sở hữu những ưu thế như nhu cầu nhà ở của người dân còn rất lớn với tốc độ đô thị hóa cao, dân số trẻ, kinh tế tăng trưởng ổn định... Đáng chú ý với sự thay đổi của các chính sách, thanh khoản trong năm 2015 dự báo sẽ khả quan ở tất cả các phân khúc với sự quay lại của các nhà đầu tư trong nước cũng

như sự tham gia mới của các nhà đầu tư nước ngoài có nhu cầu mua nhà cũng như đầu tư, thu hút dòng vốn FDI đầu tư vào BĐS tại Việt Nam.

Cụ thể như sau:

- (1) **Thông tư 32 của NHNN sẽ thúc đẩy việc giải ngân gói 30.000 tỷ** bắt đầu có hiệu lực kể từ 25/11/2014, tạo điều kiện thuận lợi hơn trong việc vay vốn người mua nhà, tạo cơ hội cho các chủ dự án bán hàng tốt hơn. Thông tư cho phép nâng thời gian cho vay mua nhà ở xã hội và thương mại từ 10 năm lên 15 năm, và khách hàng cá nhân mua nhà ở thương mại có tổng giá trị hợp đồng mua bán không vượt quá 1,05 tỷ đồng có thể vay gói này. Thông tư sẽ kích cầu phân khúc trung bình với nhiều dự án sẽ bàn giao trong năm 2015.
- (2) **Dự luật nói lỏng điều kiện sở hữu bất động sản cho người nước ngoài và Việt kiều đã được Quốc hội thông qua** và sẽ có hiệu lực từ ngày 1/7/2015. Nhiều dự án sẽ được hình thành, đẩy nhanh tiến độ khi kích thích được nhu cầu mua nhà của người nước ngoài đang ở Việt Nam lẫn người nước ngoài đang dự định vào Việt Nam. Do vậy không chỉ nguồn cung tăng mà nhu cầu cũng sẽ tăng theo. Thị trường kỳ vọng sẽ tiếp tục thu hút nguồn vốn nước ngoài đầu tư lớn trong năm 2015.
- (3) **Thêm nguồn lực cho vay bất động sản:** Thông tư 36 mới ban hành của NHNN thay đổi trọng số rủi ro cho vay lĩnh vực bất động sản từ mức 250% xuống mức 150% sẽ giúp các ngân hàng có thêm nguồn để cho vay lĩnh vực tín dụng trong khi vẫn giữ được hệ số an toàn vốn tối thiểu (CAR) ở mức 9%. Thông tư 32 cũng mở rộng thêm các ngân hàng cho vay vốn cho các ngân hàng cổ phần khác do NHNN chỉ định. Những quy định mới là điều kiện thuận lợi để các ngân hàng đẩy mạnh mảng cho vay, cung cấp cho thị trường nguồn vốn mới. Thêm vào đó, lãi suất ở mức ổn định sẽ hấp dẫn nhiều nhà đầu tư vào thị trường BĐS vì hiện tại giá cho thuê BĐS cũng đang khá tốt.
- (4) **Niềm tin của người mua nhà quay trở lại:** Dự thảo luật về bảo lãnh việc bán nhà ở hình thành trong tương lai với điều kiện chủ dự án phải có ngân hàng bảo lãnh đối với nhà ở hình thành trong tương lai và nâng vốn pháp định của doanh nghiệp kinh doanh BĐS từ 6 tỷ lên 20 tỷ cũng sẽ có hiệu lực từ 1/7/2015. Dự luật này sẽ giúp lấy lại lòng tin các nhà đầu tư và người mua nhà vào thị trường bất động sản.
- (5) **Cơ sở hạ tầng phát triển:** Các dự án hạ tầng kết nối như các tuyến Metro (Hà Nội và TP. HCM), đường vành đai, đường cao tốc, nâng cấp sân bay, di dời các cảng TP.HCM và quy hoạch xây dựng các khu đô thị mới.... cũng đang góp phần tạo giá trị gia tăng cho các dự án bất động sản tại các thành phố lớn, giúp thị trường sẽ trở nên phong phú nguồn cung và phân khúc khách hàng mua nhà.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2015 nhờ sự phục hồi của nhu cầu tiêu thụ và do các chính sách hỗ trợ từ phía chính phủ. Các doanh nghiệp cơ bản tốt với các dự án đang xây dựng, có vị trí tốt được mở bán và bàn giao ghi nhận doanh thu trong năm sau có thể đầu tư dài hạn. Chúng tôi tiếp tục đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành Bất động sản.

Một số mã đáng chú ý : VIC, NBB, DXG, HDG...

- **VIC:** VIC là công ty bất động sản lớn nhất niêm yết trên sàn sở hữu tổng quỹ đất khoảng 7.500 ha với hơn 30 dự án bất động sản. Doanh thu của tập đoàn chủ yếu đến từ 3 mảng chính: chuyển nhượng bất động sản, cho thuê BĐS và kinh doanh khách sạn và du lịch. Năm 2014, hoạt động kinh doanh của VIC ghi nhận doanh thu lớn từ 2 dự án Royal City và Times City. Triển vọng năm 2015, VIC tiếp tục có nguồn thu từ Times City, Royal City và 1 phần doanh thu mới từ bàn giao biệt thự tại Vincom Central Park. Bên cạnh đó, mảng du lịch và khách sạn sẽ tăng trưởng với dự án mới Vinpearl Phú Quốc. Sang năm 2016, VIC có nhiều dự án sẽ được bàn giao như Vincom Central Park, Vinhomes Nguyễn Chí Thanh....
- **DXG:** Hoạt động kinh doanh bất động sản trong 4 mảng: dịch vụ môi giới BĐS, hợp tác đầu tư thứ cấp, đầu tư BĐS trực tiếp và xây dựng. DXG đang đứng đầu thị trường về mảng môi giới với mạng lưới rộng khắp và đang dần chuyển hướng sang đầu tư các dự án bất động sản ở phân khúc trung bình và trung cấp. DXG có tình hình tài chính khá tốt, vay nợ ít, tuy nhiên quá trình tăng vốn khá nhanh khiến cổ phiếu DXG bị pha loãng. Triển vọng năm 2015, DXG sẽ ghi nhận được doanh thu mới từ bàn giao hơn 1,000 căn dự án Sunview Town, Green City và chuyển nhượng các dự án nhỏ lẻ bên cạnh doanh thu ổn định đến từ mảng môi giới. DXG sẽ mua thêm mới 3 dự án trong năm 2015 với tổng vốn đầu tư mỗi dự án 700-800 tỉ đồng. Về chiến lược lâu dài, chúng tôi đánh giá DXG có định hướng kinh doanh rõ ràng với chiến lược tích lũy đất và phát triển kênh phân phối rộng khắp cả nước.
- **KBC:** KBC kinh doanh trong lĩnh vực khu công nghiệp và đô thị dịch vụ với quỹ đất 6.000 ha đất khu công nghiệp và 1.500 ha đất xây nhà ở. Trong 3 năm vừa qua, tình hình kinh doanh KBC gặp nhiều khó khăn, chịu áp lực trả nợ và lãi vay lớn. Tuy nhiên sang năm 2014, kết quả kinh doanh đã có những cải thiện rõ rệt do thu hút vốn FDI vào KCN Trảng Duệ và cũng như tái cấu trúc thành công. Doanh thu và lợi nhuận 9 tháng 2014 tăng lần lượt 71% và 233% so với cùng kỳ. Năm 2015, chúng tôi cho rằng KQKD của KBC sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt do: (1) nhu cầu thuê đất của các vệ tinh LG và Hiệp hội điện tử Hàn Quốc sẽ lấp đầy Giai đoạn 2 của KCN Trảng Duệ; (2) KBC dự kiến sẽ thu về khoảng 3000 tỷ đồng thông qua việc phát hành 1.200 tỷ đồng trái phiếu chuyên đổi và 120 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ (giá bán tối thiểu 15000 đồng/cổ phiếu). Số tiền thu được sẽ được KBC thanh toán nợ vay và ước tính chi phí lãi vay trong năm 2015 dự báo sẽ giảm mạnh (khoảng 400 tỷ). Cùng với triển vọng thu hút FDI, các chính sách ưu đãi cho các khu CN, KBC sẽ tăng trưởng mạnh trong các năm tới.

Mã CK	DT201 4E (tỷ đồng)	LN201 4E (tỷ đồng)	DT201 5E (tỷ đồng)	LN201 5E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/ Giảm
VIC	26,618	4,572	21,429	4,692	3,215	14.81	3.76	47,700	54,700	14.68%
DXG	523	155	716	258	2,562	5.47	1.57	14,000	17,000	21.43%
KBC	1,230	295	2,182	615	1,577	10.08	1.07	15,900	20,400	28.30%

Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH XÂY DỰNG

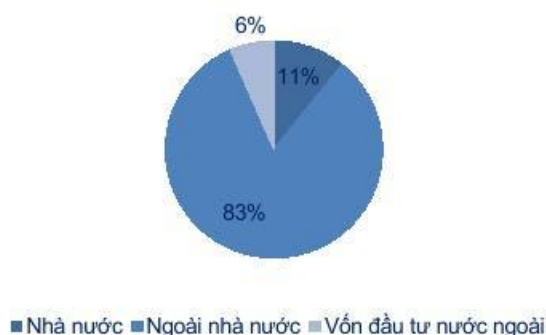
I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH XÂY DỰNG 2014

Ngành xây dựng tiếp tục có những tín hiệu phục hồi khả quan. Theo Tổng cục thống kê, tăng trưởng ngành 9T2014 đạt 6.30%, cao hơn mức tăng 5.34% của 9T2013 và cao hơn tăng trưởng GDP là 5.62%. Giá trị sản xuất xây dựng 2014 ước tính tăng 7.6% so với năm 2013. Chúng tôi đánh giá sự tăng trưởng phục hồi này là do các yếu tố sau.

- (1) **Thị trường BĐS phục hồi.** Năm 2014, số lượng căn hộ được mua mạnh trong khi tồn kho BĐS giảm ở 2 thành phố lớn là Hà Nội và tp. Hồ Chí Minh. Theo Bộ Xây dựng, 11T2014, Hà Nội có khoảng 10,000 giao dịch thành công (gấp đôi 11T2013); Tp Hồ Chí Minh có 8,850 giao dịch thành công (tăng 135% so với cùng kỳ 2013) (Chi tiết tham khảo báo cáo ngành BĐS – trang 22).
- (2) **Dòng vốn FDI tăng tích cực.** Tổng vốn FDI đăng ký trong năm 2014 ước đạt 20.23 tỷ USD (bằng 93.5% so với 2013, nhưng cao hơn 19% so với kế hoạch). FDI giải ngân đạt 12.4 tỷ USD (+7.4% so với 2013 và cao hơn 2.9% so với kế hoạch). Những số liệu FDI tích cực đã góp phần thúc đẩy nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng. (Chi tiết tham khảo báo cáo chiến lược Vĩ mô & TT 2015 – BSC).
- (3) **Đầu tư hạ tầng tăng.** Chính phủ tập trung vào các dự án nâng cấp cơ sở hạ tầng hay xây dựng các tuyến đường giao thông huyết mạch nối liền các khu vực kinh tế trọng điểm, điển hình như đường cao tốc Hà Nội – Lào cai (245km), đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng (105km, tổng mức đầu tư: 1,1 tỷ USD), cầu Nhật Tân (13,600 tỷ VNĐ), tuyến đường Cát Linh – Hà Đông (13.5km), tuyến Nhổn – Ga Hà Nội (12.5km) và nâng cấp sân bay Cát Bi (170 triệu USD).

Giá trị sản xuất theo khu vực 9T2014

(đơn vị: tỷ đồng)



Giá trị sản xuất theo phân khúc 9T2014

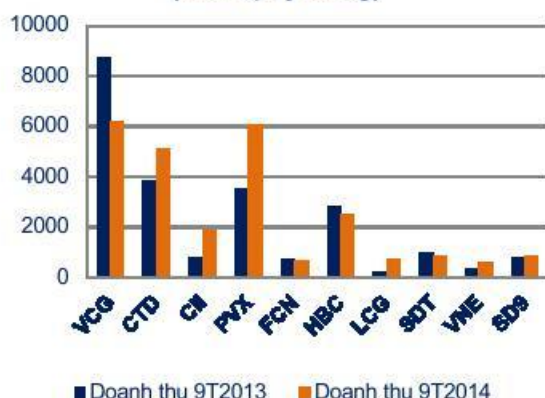
(đơn vị: tỷ đồng)



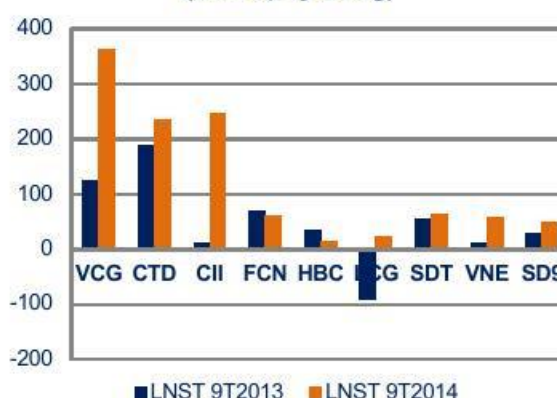
Nguồn: Tổng cục thống kê

KQKD cải thiện mạnh. Trong 155 công ty xây dựng niêm yết trên 3 sàn chứng khoán Việt Nam, doanh thu lũy kế 12 tháng đạt khoảng 90 nghìn tỷ đồng, tăng 6% so với 2013; lợi nhuận ròng đạt khoảng 2.8 nghìn tỷ đồng, tăng hơn 2 lần so với năm 2013. 7/10 doanh nghiệp xây dựng vốn hóa lớn nhất có doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng vượt trội, là VCG, CTD, CII, LCG, SDT, VNE, SD9.

**So sánh doanh thu 9T2013 – 2014
các doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất
(đơn vị: tỷ đồng)**



**So sánh lợi nhuận 9T2013 – 2014
các doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất
(đơn vị: tỷ đồng)**

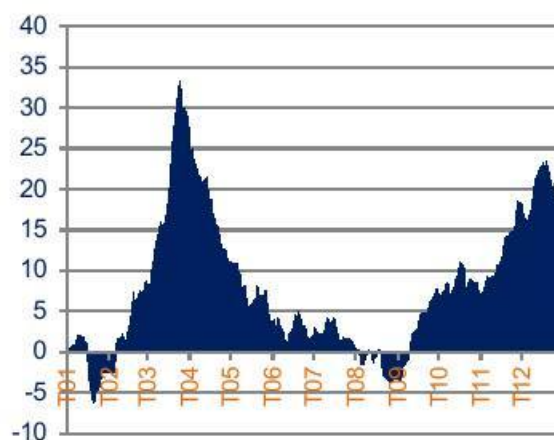


Nguồn: BSC tổng hợp

Một số khó khăn tồn đọng. Trong năm 2014, mặc dù các doanh nghiệp xây dựng đã đẩy mạnh việc thu hồi các khoản phải thu từ chủ đầu tư, tiến độ thanh quyết toán các công trình vẫn tương đối chậm. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xây dựng thường có quy mô vốn không lớn (trung bình 326 tỷ đồng), tỷ lệ đòn bẩy tương đối cao (trung vị 3.64 lần), chi phí lãi vay lớn.

Năm 2014, cổ phiếu xây dựng tăng 26,6% trong khi VNIndex tăng 8,1%. Các cổ phiếu ngành xây dựng tăng mạnh trong quý 1, quý 4, và có diễn biến cùng nhịp với VNIndex trong quý 2 và quý 3. Các cổ phiếu có mức tăng mạnh hơn so với mức tăng chung của ngành là LCG (+32%), PXI (+79%), VC7 (+63%).

Chênh lệch ngành Xây dựng và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH XÂY DỰNG 2015

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng ngành xây dựng năm 2015 sẽ vượt tốc độ tăng của 2014 và tiếp tục cao hơn dự báo tăng trưởng GDP. Tăng trưởng ngành xây dựng có khả năng đạt xấp xỉ 7% năm 2015. Đánh giá của chúng tôi dựa trên những yếu tố ảnh hưởng trực tiếp tới ngành như sau.

Các chính sách của chính phủ phát huy tác dụng. Những chính sách tác động trực tiếp tới môi trường hoạt động xây dựng, cũng như hỗ trợ thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tình hình sản xuất xây dựng trong năm 2015. Dưới đây là một số chính sách đáng lưu ý.

- Luật đấu thầu 2013 có hiệu lực từ ngày 01/07/2014, và ND63/2014/ND-CP hướng dẫn luật đấu thầu tạo môi trường minh bạch, cạnh tranh cho hoạt động đấu thầu xây dựng. Luật ưu tiên và tạo cơ hội cho nhà thầu trong nước, cạnh tranh với các nhà thầu quốc tế tại các gói thầu lớn.
- Luật đầu tư công số 49/2014/QH12 đã được Quốc hội khóa XIII thông qua ngày 18/06/2014, có hiệu lực từ ngày 01/01/2015 sẽ góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư, đảm bảo các chương trình dự án khi được phê duyệt sẽ được bố trí đủ vốn để hoàn thành, khắc phục tình trạng đầu tư dàn trải, manh mún và tạo minh bạch trong phân bổ nguồn lực nhà nước.
- Luật nhà ở sửa đổi có hiệu lực từ ngày 1/7/2015. Luật mở rộng đối tượng và điều kiện người Việt Nam định cư ở nước ngoài, tổ chức, cá nhân nước ngoài được mua và sở hữu nhà ở tại Việt Nam.
- Thông tư 32 nói lỏng gói 30,000 tỷ, nâng thời gian cho vay hỗ trợ khách hàng, mua nhà ở xã hội và thương mại từ 10 năm tới 15 năm và khách hàng cá nhân mua nhà ở thương mại có tổng giá trị hợp đồng không vượt quá 1.05 tỷ đồng.

Vốn FDI hỗ trợ xây dựng. Chúng tôi giữ quan điểm tích cực về dòng tiền FDI vào Việt Nam trong 2015, hỗ trợ phát triển xây dựng cơ sở hạ tầng, đặc biệt là những công trình trọng điểm. Chúng tôi dự báo vốn FDI 2015 ít nhất tương đương năm 2014 với FDI đăng ký ở mức 18 – 18.5 tỷ USD và FDI giải ngân ở mức 12 – 12.5 tỷ đồng.

Xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng tăng. Về các công trình nhà ở, những chính sách của chính phủ tập trung phát triển những công trình nhà ở phân khúc thấp và trung bình sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng ở lĩnh vực này trong năm 2015. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng đánh giá cao các dự án xây dựng hạ tầng (cầu, đường, sân bay, cảng biển...) có giá trị lớn, được triển khai trong 2015, góp phần thúc đẩy tăng trưởng ngành xây dựng.

Lãi suất thấp. Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất sẽ vẫn ở mức thấp trong 2015. Lãi suất thấp trực tiếp giảm gánh nặng lãi vay của các công ty trong ngành. Đồng thời, các công ty xây dựng và chủ đầu tư có tình hình tài chính lành mạnh và uy tín tốt sẽ có khả năng huy động vốn tốt hơn. Từ đó, các công trình sẽ được đẩy nhanh tiến độ, ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng chung của ngành.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các yếu tố vĩ mô được cải thiện cộng với thị trường BĐS ấm dần lên trong năm 2014 là cơ sở để chúng tôi tin tưởng rằng tình hình xây dựng sẽ tiếp tục được cải thiện hơn nữa trong năm 2015. Nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng (đường, cầu, cảng...) và nhà ở dân dụng có khả năng tăng tốt. Điều này dẫn đến chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm đầu tư **KHẢ QUAN** với ngành xây dựng năm 2015. Chúng tôi khuyến nghị đầu tư trung và dài hạn các mã cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng tốt về doanh thu và lợi nhuận trong năm 2015 gồm VNE, CII, LCG, HUT.

- **VNE:** Hoạt động xây dựng điện tăng trưởng ổn định với biên lợi nhuận gộp (~20%) cao hơn các ngành xây dựng khác. Với lợi thế quy mô doanh nghiệp, quy mô vốn lớn, và năng lực tài chính lành mạnh, công ty sở hữu khả năng cạnh tranh vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành. Hoạt động sản xuất công nghiệp phụ trợ trực tiếp cho hoạt động xây dựng điện cũng làm tăng năng lực trúng thầu của công ty. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng của công ty không chỉ dừng ở các hợp đồng xây dựng hiện tại mà còn nhờ động lực tăng trưởng của ngành điện cũng như các hợp đồng mở rộng mạng lưới điện của EVN trong giai đoạn 2015 - 2020. Các dự án BĐS mà công ty đang sở hữu có giá trị lớn và tiềm năng khi thị trường BĐS ấm lên trong năm 2015. Chúng tôi thận trọng đưa ra giá mục tiêu 12,700 đồng/cp.
- **LCG:** Chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất của công ty đã qua và KQKD sẽ có nhiều chuyển biến tích cực, đặc biệt khi công ty chủ trương tập trung vào mảng xây lắp truyền thống, chuyển nhượng vốn góp tại các dự án không hiệu quả. Công ty đang đàm phán các hợp đồng xây dựng gói đầu, có triển vọng nâng doanh thu của công ty lên từ 5 – 7% trong 2015. Mảng BĐS có triển vọng khi công ty sở hữu quỹ đất lớn (khoảng hơn 200 ha), giá vốn thấp, vị trí đẹp, chủ yếu tập trung ở tỉnh Đồng Nai, tạo lợi thế cho công ty khi thị trường BĐS ấm lên. Chúng tôi thận trọng đưa ra giá mục tiêu là 11,400 đồng/cp.
- **CII:** Tiềm năng tăng trưởng của công ty tương đối lớn trong năm 2015. Công ty đang sở hữu nhiều dự án xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông lớn như đoạn Quốc lộ 1A qua Ninh Thuận, dự án mở rộng xa lộ Hà Nội, và một số dự án BOT khác. Thêm vào đó, hoạt động thu phí giao thông đem lại doanh thu tương đối chắc chắn. Công ty có các dự án BĐS lớn là 152 Điện Biên Phủ, Diamond Riverside, Thủ Thiêm, cộng với nhà máy nước Tân Hiệp 2 sẽ đem lại lợi nhuận tương đối lớn khi thị trường BĐS ấm lên. Đặc biệt, trong năm 2015, công ty sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận từ việc bán đấu giá 20 triệu cổ phần của CTCP Cầu đường CII (LGC). Chúng tôi thận trọng đưa ra giá mục tiêu là 26,000 đồng/cp.
- **HUT:** Hoạt động cốt lõi là xây dựng hạ tầng theo hình thức BT và BOT là nhân tố chủ chốt cho sự tăng trưởng ổn định của công ty trong năm 2015. Trong năm 2015, HUT dự định triển khai dịch vụ thu phí tự động, không dừng xe trên quốc lộ 1. Công ty sẽ nghiệm thu dự án BT39 với LNST là khoảng 100 tỷ đồng. Bên cạnh đó, dự án BĐS Nhà ở sinh thái ở xã Xuân Phương, Tây Hà Nội có khả năng cho doanh thu từ 2015. Xét về dài hạn, công ty được hưởng lợi bởi quỹ dự án hạ tầng, giao thông lớn trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi và nhu cầu xây dựng hạ tầng tăng mạnh. Chúng tôi thận trọng đưa ra giá mục tiêu là 18,000 đồng/cp.

Mã CK	DT 2014E (tỷ đồng)	LN 2014E (tỷ đồng)	DT 2015E (tỷ đồng)	LN 2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/BF 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
VNE	873	75	1,077	68	1,061	9.3	0.8	9,900	12,700	28.28%
CII	2,000	300	3,145	425	3,500	5.8	1.2	20,300	26,000	28.08%
LCG	1,316	26	1,380	50	650	13	0.8	8,500	11,400	34.12%
HUT	2,700	260	2,500	150	1,700	8.2	1.2	14,200	18,000	26.76%

Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH XI MĂNG

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH XI MĂNG 2014

BSC là một trong số những công ty đầu tiên trên thị trường đưa ra nhận định Khả quan về ngành Xi măng cũng như cổ phiếu Xi măng từ thời điểm cuối năm 2013. Do vậy trên thực tế chúng tôi không bất ngờ khi Xi măng là ngành có nhiều diễn biến đột phá nhất trong năm về cả tình hình sản xuất tiêu thụ, doanh thu cũng như lợi nhuận.

Để có cái nhìn toàn diện về ngành Xi măng 2014, chúng tôi sẽ phân tích và đánh giá trên 4 góc độ sau: **(1)** Cung – Cầu ngành Xi măng, **(2)** Vận tải Xi măng – vấn đề kiểm soát trọng tải, **(3)** Tỷ giá và **(4)** Tác động của giá nhiên liệu tới sản xuất xi măng.

Cung Cầu – Chuyện ngành Xi măng: dựa trên kết quả thực hiện của 11 tháng, Bộ Xây dựng ước tính tiêu thụ xi măng năm 2014 sẽ tăng 11,5% so với năm 2013, đạt 68 triệu tấn xi măng và clinker; trong đó tiêu thụ trong nước là 49 triệu tấn và xuất khẩu đạt 19 triệu tấn.

- **Tiêu thụ Xi măng trong nước 2014:** tăng trưởng cả năm ước đạt 4,26%yoy tương đương lượng tăng 2 triệu tấn. Tăng trưởng Xi măng trong nước đến từ những tín hiệu tích cực của ngành Xây dựng khi giá trị sản xuất ngành Xây dựng năm 2014 đạt 849 nghìn tỷ đồng, tăng 10,2% so với năm 2013 và cao hơn mức tăng trưởng GDP 2014 được ước tính là 5,98%.
- **Xuất khẩu Xi măng 2014:** sản lượng xuất khẩu dự kiến tăng 35,71%yoy, vượt kế hoạch 4 triệu tấn. Hiện tại Bangladesh, Indonesia và Philippines là những thị trường xuất khẩu xi măng chính của Việt Nam, ngoài ra VN còn xuất khẩu sang các thị trường như Campuchia, Angola, Brazil.... Trong giai đoạn 2005 – 2013, Việt Nam nằm trong nhóm các nước có sự thay đổi mạnh nhất về thứ hạng, tăng từ vị trí thứ 17 lên vị trí thứ 8 trong số những nước sản xuất Xi măng nhiều nhất Thế giới. Giá xuất clinker hiện vào khoảng 38 – 38,2 USD/tấn (theo bộ Tài chính), trong khi giá FOB chào xuất vào thị trường Indonesia (thị trường xuất khẩu xi măng chủ lực của Việt Nam) giao động từ 37 – 45USD/tấn.



(Nguồn: BSC tổng hợp)

Kiểm soát tải trọng – Bài toán của ngành Xi măng: từ đầu tháng 4/2014, chi phí vận tải Xi măng tăng vọt do quy định Kiểm soát tải trọng phương tiện vận tải đường bộ được đưa vào thực hiện. Trong khi chi phí vận tải thường chiếm trên 10% giá bán thành phẩm, cộng thêm với việc cước phí vận tải tăng từ 20 – 50% do phải chia nhỏ chuyến hàng, dẫn tới biên lợi nhuận của các doanh nghiệp Xi măng bị ảnh hưởng

đáng kể. Chúng tôi đánh giá chỉ một số ít các doanh nghiệp Xi măng được hưởng lợi từ chính sách này do gần cảng sông / cảng biển, thuận tiện vận chuyển đường thủy hoặc có vị trí cách biệt như xi măng Hoàng Mai khiến đối thủ khó tiếp cận thị trường.

Tỷ giá – Thẻ cò đảo ngược: HT1, BCC và BTS từng phải chịu khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lần lượt là 472 tỷ, 349 tỷ và 169 tỷ đồng (chủ yếu do đồng EUR) phát sinh trong quá trình đầu tư Dây chuyền mới và phải phân bổ vào chi phí sản xuất kinh doanh trong thời gian 5 năm. Thêm vào đó lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh do đánh giá lại khoản dư nợ ngoại tệ dài hạn qua các năm dẫn tới chi phí tài chính tăng mạnh, kéo sụt kết quả kinh doanh cốt lõi.

Tuy nhiên gánh nặng tài chính được giảm bớt khi trong 9T2014 VND/EUR trung bình giảm 8,01%; việc ghi nhận một phần chênh lệch này đã giúp HT1, BCC, BTS phân bổ hoàn toàn hoặc gần hết lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư dây chuyền. Chúng tôi đánh giá diễn biến giảm giá đồng EUR không chỉ giúp giảm bớt gánh nặng tài chính hiện tại, mà còn mang lại doanh thu tài chính cho các doanh nghiệp Xi măng trong giai đoạn tới.

Nhiên liệu sản xuất và Vận tải – Hưởng lợi từ diễn biến giá Dầu: Điện, Than cám và Dầu FO/DO chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu giá thành sản xuất, để ra 1 tấn clinker, giá điện chiếm khoảng 16,34%, giá than cám chiếm khoảng 60,05% và giá dầu đốt chiếm khoảng 4,54% tổng chi phí nguyên vật liệu trực tiếp sản xuất (bao gồm vật liệu, nhiên liệu và vật liệu khác chưa tính chi phí nhân công, khấu hao, sửa chữa). Về nhiên liệu dầu FO và DO, diễn biến cũng theo đà giảm của giá dầu Thế giới, từ trước thời điểm 30/9/2014 – 6/12/2014, giá dầu FO và DO giảm lần lượt 18,04% và 14,4%, chúng tôi ước tính chi phí nguyên vật liệu trực tiếp để sản xuất ra 1 tấn clinker sẽ giảm trung bình 0,8% trong quý 4/2014. Ngoài ra, giá xăng cũng theo đà lao dốc của giá dầu, chúng tôi đánh giá cước phí vận tải và chi phí bán hàng của doanh nghiệp xi măng sẽ được giảm đáng kể.

Đánh giá KQKD của các doanh nghiệp Xi măng niêm yết

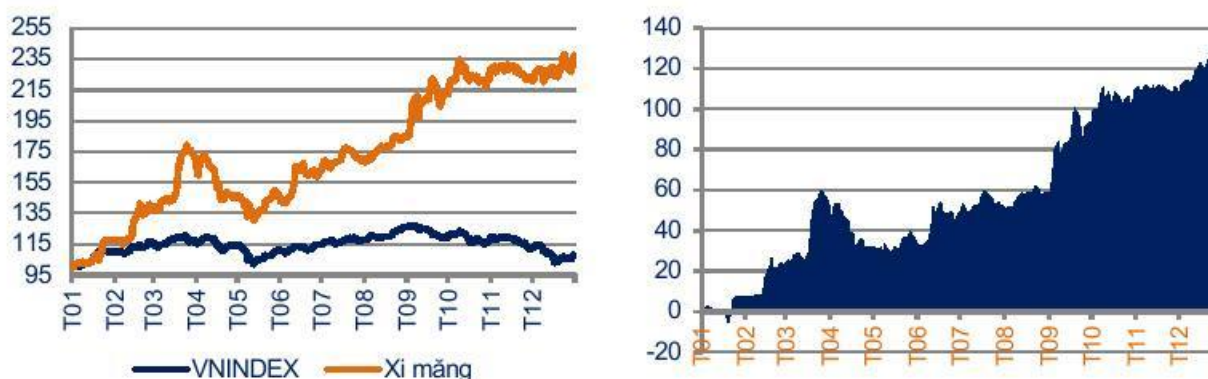
Mã	VDL 9T (tỷ đồng)	TTS 9T (tỷ đồng)	Công suất Clinker (tấn)	DTT 9T(tỷ đồng)	% trên DTT					ROA 9T2014	ROE 9T2014
					LN gộp	Lãi vay	Cp bán hàng	Cp QLDN	LN thuần		
HT1	3,180	12,767	4,100,000	4,905	18%	8%	4%	2%	2%	1%	3%
BCC	957	5,594	2,900,000	3,119	20%	6%	6%	4%	2%	1%	4%
BTS	1,091	4,633	2,600,000	2,101	20%	9%	6%	3%	2%	1%	3%
HOM	720	1,896	1,280,000	1,302	16%	3%	6%	5%	2%	2%	4%
SCJ	195	560	315,000	244	16%	5%	1%	3%	6%	3%	5%

(Nguồn: BSC tổng hợp)

Tổng hợp kết quả kinh doanh 3Q2014 khả quan như dự báo: trên tổng số 11 doanh nghiệp xi măng niêm yết trên 2 sàn HSX và HNX có 9 doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh có lãi (chiếm 81,82%), còn lại 2 doanh nghiệp thua lỗ là SDY và TSM (chiếm 18,18%). Doanh thu thuần 9T2014 của nhóm doanh nghiệp trên tăng trung bình 11,94% so với cùng kỳ 2013, trong đó HOM (18,68%yoy) BCC tăng 15,69%. Ngoài ra, xét trong nhóm doanh nghiệp trên, khả năng tạo Doanh thu từ Tài sản của HOM và BCC là tốt nhất khi hệ số DTT/TTS trong 9T2014 đạt lần lượt 0,69 và 0,56, cao hơn mức trung bình của nhóm xi măng đạt 0,50 trong 9 tháng.

Cổ phiếu ngành xi măng năm 2014 tăng 137% trong khi Vnindex tăng 8,1%. Trái ngược với xu hướng giảm giá trong năm 2013, các cổ phiếu ngành xi măng đã outperform mạnh so với Index trong cả năm 2014. Các yếu tố hỗ trợ sự tăng giá của các cổ phiếu xi măng đến từ KQKD được cải thiện khi tiêu thụ xi măng tăng trưởng tốt, ghi nhận lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá (đồng Eur mất giá). Các cổ phiếu có mức tăng mạnh là: HT1 (+248%), BCC (+161%), SCJ (+140%).

Chênh lệch ngành Xi măng và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH XI MĂNG 2015

Không chỉ trong năm 2015, chúng tôi cho rằng ngành Xi măng đã bước vào chu kỳ phục hồi và tăng trưởng mới. Nhận định này dựa trên đánh giá của chúng tôi:

- Tình hình tiêu thụ xi măng tiếp tục khả quan:** Theo dự báo của Bộ Xây dựng, nhu cầu tiêu thụ Xi măng toàn ngành năm 2015 đạt khoảng 71 – 73 triệu tấn (trong đó tiêu thụ nội địa đạt 52 – 53 triệu tấn và), tăng 4,41% - 7,35% so với năm 2014. Chúng tôi nhận định tiêu thụ xi măng trong nước có thể vượt mức dự báo của Bộ Xây dựng do :**(1)** Các chính sách có tác động hỗ trợ tích cực từ Chính phủ (Luật nhà ở sửa đổi có hiệu lực từ 1/7/2015; Thông tư 32/2014-NHNN ngày 18/11/2014); **(2)** Các dự án Hạ tầng giao thông tiếp tục được triển khai với tiến độ đảm bảo.
- Tiềm năng từ các thị trường xuất khẩu chính:** Theo dự báo của Morgan Stanley, Bangladesh, Indonesia và Philippines là 3 nước có dự báo tăng trưởng tiêu thụ xi măng hàng đầu tại châu Á, trung bình đạt khoảng 7 – 8% trong giai đoạn 2015 – 2018. Dẫn đến xuất khẩu Xi măng/clinker cũng có thể sẽ vượt dự báo của Bộ Xây dựng (xuất khẩu 19 – 20 triệu tấn) từ 4 – 5 triệu tấn.
- Hạn chế xây dựng nhà máy Xi măng mới giúp cân bằng Cung - Cầu:** Tính đến tháng 10 năm 2014, cả nước có 74 dây chuyền sản xuất xi măng với tổng công suất đạt 77 triệu tấn (Bộ Xây dựng). Dự kiến công suất các nhà máy xi măng cả nước sẽ đạt khoảng 81 triệu tấn vào năm 2015 (về cơ bản sẽ không tăng thêm công suất sản xuất xi măng đến năm 2017)
- Giá dầu tiếp tục giảm trong năm 2015:** Giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015, Morgan Stanley dự báo giá dầu có thể xuống đến mức 43\$ trong quý 2/2015; qua đó giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí nhiên liệu sản xuất và chi phí vận tải.

- **Lãi suất duy trì ở mức thấp và đồng EUR tiếp tục mất giá:** chúng tôi nhận định mặt bằng lãi suất tại Việt Nam sẽ tiếp tục ở mức thấp trong năm 2015, giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí tài chính; ngoài ra lãi suất EURIBOR cũng sẽ theo đà giảm do ảnh hưởng từ chính sách của ECB. Tỷ giá EURVND được dự báo sẽ giảm còn 25.448 đồng trong Q4/2015 (Bloomberg), tiếp tục hỗ trợ các doanh nghiệp còn dư nợ EUR lớn như HT1, BCC, BTS.

Mặc dù vậy, ngành Xi măng vẫn tiếp tục phải đối mặt những thách thức như:

- **Khả năng tăng giá điện trong năm 2015:** do vấn đề về chi phí đặc biệt là khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 8.800 tỷ phải hoàn thành phân bổ trong năm 2015 của EVN. Quan điểm của chúng tôi nhận định khả năng cao sẽ tăng giá điện trong năm 2015 (Tham khảo thêm phần triển vọng ngành Điện).
- **Nợ vay và Khấu hao lớn vẫn là vấn đề lớn của ngành Xi măng,** do đầu tư các dự án Xi măng yêu cầu vốn lớn và vay nợ nhiều dẫn đến chi phí tài chính lớn và phải ghi nhận chi phí Khấu hao qua các năm, ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận sau thuế (chi phí khấu hao chiếm trung bình 8% tổng giá thành sản xuất 1 tấn clinker).

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong báo cáo triển vọng Ngành năm 2014 của BSC, một điểm khác biệt trong báo cáo của chúng tôi so với các tổ chức khác trên thị trường là quan điểm đầu tư **KHẢ QUAN** với ngành Xi măng. Trong khi tại thời điểm đó ngành Xi măng vẫn còn nhiều khó khăn và ngay cả bây giờ còn rất nhiều nhà đầu tư chưa nhận thấy sự phục hồi của nhu cầu tiêu thụ. Do vậy, BSC vẫn tiếp tục duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành Xi măng. Trong năm 2015, chúng tôi khuyến nghị Mua trung dài hạn với BCC, HT1 và BTS.

- **BCC:** Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu 1 năm lên mức **20.254 đồng/cp** theo phương pháp FCFF (+35,93% so với mức giá 14.900 ngày 31/12/2014) và dự đoán EPS 2015 sẽ đạt 2.757 đồng/cp trên cơ sở sau:
 - **Hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện đáng kể:** Doanh thu thuần 3 quý 2014 đạt 3.118,5 tỷ đồng (+15,69%yoy); biên lợi nhuận gộp 3 quý đạt 20,42% cao nhất của ngành Xi măng hiện nay. Đáng chú ý, trong quý 3 công ty con xi măng miền Trung đã lần đầu tiên có lãi kể từ khi hợp nhất năm 2013 khi mới đạt trên 60% công suất thiết kế cho thấy khu vực này còn nhiều tiềm năng phát triển.
 - **Hưởng lợi từ đồng EUR giảm giá:** hiện vay nợ ngoại tệ dài hạn của BCC còn khoảng 55,61 triệu EUR. Chúng tôi đánh giá với diễn biến EUR đang trong xu hướng giảm và lãi suất EURIBOR thấp, không chỉ chi phí tài chính của BCC được tiết giảm mà doanh nghiệp còn được ghi nhận thêm doanh thu tài chính từ việc đánh giá lại tỷ giá.
- **HT1:** Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu 1 năm lên mức **20.843 đồng/cp** (+19,78% so với mức giá ngày 31/12/2014) với EPS 2015 được dự báo đạt 1.201 đồng/cp và BVPS 2015 đạt 12.260 đồng/cp trên cơ sở sau:
 - **Hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện đáng kể:** Công suất nung clinker của HT1 hiện đạt khoảng 4 triệu tấn/năm với 3 dây chuyền: (1) 01 dây chuyền tại Bình Phước (2) 02 dây

chuyển tại HT2.2, năng lực nghiền xi măng của HT1 có thể lên tới 8 triệu tấn xi măng/năm. Hiện HT1 đang chiếm 28,61% thị phần tiêu thụ xi măng từ Đà Nẵng đến Cà Mau với sản lượng tiêu thụ 9T2014 đạt 3,38 triệu tấn xi măng. Trong 9T2014, lượng tiêu thụ xi măng rời chiếm 19% tổng lượng xi măng, tăng 55% so với cùng kỳ cho thấy tình hình tiêu thụ xi măng có tín hiệu tăng trưởng.

- **Hưởng lợi từ đồng EUR giảm giá:** chúng tôi dự tính tại 31/12/2015 HT1 sẽ còn 65,03 triệu EUR và 7,96 triệu USD dư nợ vay dài hạn, ngoài ra còn một số khoản vay USD ngắn hạn. HT1 cũng đã hoàn thành phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong quá trình đầu tư dây chuyền mới là 208,25 tỷ đồng trong 3 quý 2014, do đó chi phí tài chính sẽ giảm mạnh trong năm 2015.
- **BTS:** Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu 1 năm lên mức **10.665 đồng/cp** (+40,33% so với mức giá 7.600 ngày 31/12/2014) với EPS 2015 được dự báo đạt 1.022 đồng. Tuy vậy BTS là cổ phiếu có thanh khoản thấp do Vicem đang nắm tới 80% cổ phần, ACBS và ACB nắm tới 11% cổ phần trên cơ sở sau:
 - **Hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện đáng kể,** DTT 9T2014 tăng 5,95%yoy, đạt 2.100,82 tỷ đồng; biên lợi nhuận đạt 19,72% . Hà Nội là thị trường chính của BTS, chiếm 47 – 48% lượng xi măng tiêu thụ nội địa của BTS, trong khi đó BTS có lợi thế cung đường gần Hà Nội hơn so với các nhà máy xi măng lớn khác, do đó doanh nghiệp đã được hưởng lợi thể từ chính sách kiểm soát tải trọng trong thời gian qua.
 - **Hưởng lợi từ đồng EUR giảm giá:** theo ước tính của chúng tôi, đến cuối năm 2015 khoản vay nợ ngoại tệ của BTS sẽ còn 34,14 triệu EUR và 735 nghìn USD; dự tính BTS sẽ có khoảng 30,52 tỷ lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện cho năm 2015.

Mã CK	DT 2014E (tỷ đồng)	LN 2014E (tỷ đồng)	DT 2015E (tỷ đồng)	LN 2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
BCC	4,200	135	4,700	263	2,757	5.40	0.84	14,900	20,254	35.93%
HT1	6,654	107	7,096	382	1,201	14.49	1.42	17,400	20,843	19.79%
BTS	2,851	100	2,901	111	1,016	7.48	0.74	7,600	10,665	40.33%

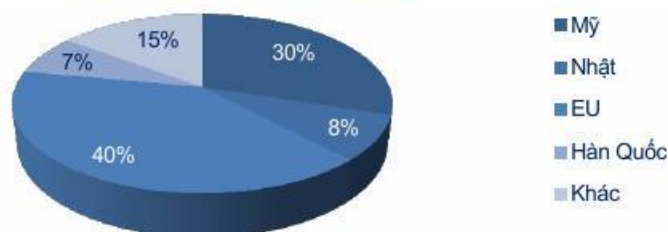
Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH DỆT MAY

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH DỆT MAY NĂM 2014

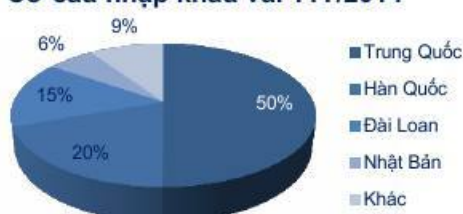
Giữ vững tốc độ tăng trưởng: tổng kim ngạch xuất khẩu 11 tháng đầu năm 2014 của ngành dệt may đạt 21,2 tỷ USD, tăng 19% so với cùng kỳ năm ngoái. Dự kiến cả năm 2014, ngành dệt may Việt Nam sẽ đạt kim ngạch xuất khẩu hơn 25 tỷ USD, tăng 19% so với năm 2013 (Vitas).

Cơ cấu xuất khẩu 11T/2014

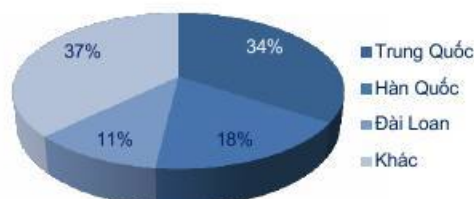


Nguyên phụ liệu trong nước vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu: khi mới chỉ động được 50%. Chủ yếu các nguyên phụ liệu đầu vào được nhập từ Trung Quốc. Với định hướng đa dạng hóa nguồn nguyên liệu đầu vào, Việt Nam đang cố gắng tự chủ nguồn nguyên liệu và tìm kiếm các thị trường đầu vào thay thế như Thái Lan, Ấn Độ, Hàn Quốc. Việc thay đổi đơn đặt hàng sang các quốc gia khác sẽ khiến cho giá thành sản phẩm tăng lên. Tổng giá trị nhập khẩu nguyên phụ liệu chín tháng đầu năm 2014 đạt trên 11,4 tỷ USD, trong đó giá trị nhập khẩu vải chiếm lớn nhất đạt 6,8 tỷ USD.

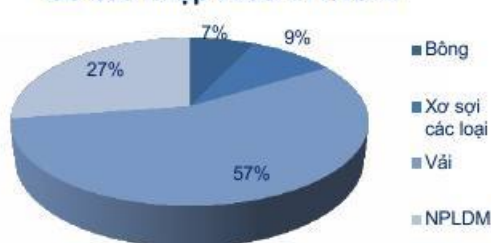
Cơ cấu nhập khẩu vải 11T/2014



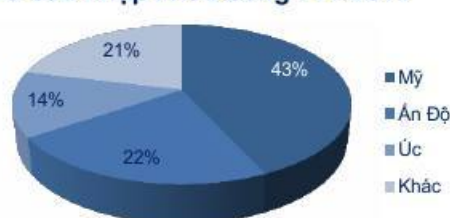
Cơ cấu nhập khẩu NPLDM 11T/2014



Cơ cấu nhập khẩu 11T/2014



Cơ cấu nhập khẩu bông 11T/2014



Nguồn: Hiệp hội dệt may Việt Nam - BSC tổng hợp

Tập đoàn Vinatex IPO thành công trong năm 2014 với hơn 90% cổ phần được chào bán thành công giúp Vinatexthu về số tiền 1.216 tỷ đồng. Vinatex sẽ sử dụng số tiền để hỗ trợ các công ty con, hoàn thiện chuỗi cung ứng, thu về lợi ích tối đa từ các hiệp định chuẩn bị ký kết. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá

trong ngắn hạn, hoạt động của các công ty con Vinatex sẽ không có nhiều chuyển biến do cơ chế đặc thù của doanh nghiệp nhà nước.

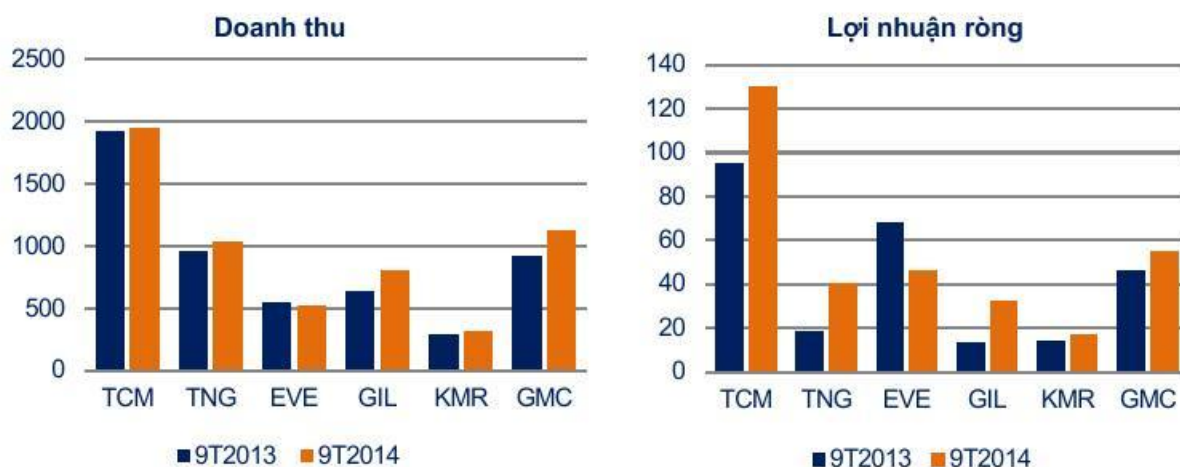
Doanh nghiệp ngoại đầu tư mạnh đón TPP: trong 10 tháng đầu năm 2014, các doanh nghiệp nước ngoài đã đầu tư hàng trăm triệu USD vào ngành dệt may Việt Nam với 20 dự án đăng ký mới. Một số dự án FDI tiêu biểu như sau:

STT	Dự án	Khu vực	Quy mô vốn	Doanh nghiệp	Quốc gia
1	Nhà máy sản xuất sợi-dệt nhuộm- may mặc	Hải Dương	600 triệu USD	TAL	HongKong
2	Nhà máy sản xuất sợi-dệt-nhuộm	Nam Định	68 triệu USD	Tập đoàn Yulun Giang Tô	Trung Quốc
3	Nhà máy dệt vải	Bình Dương	120 triệu USD	Liên doanh Haputex Development Limited và công ty CP đầu tư Phát triển Việt Hương	Hong Kong
4	Nhà máy may mặc	Tp. Hồ Chí Minh	140 triệu USD	Công ty TNHH Worldon Việt Nam	Trung Quốc
5	Nhà máy dệt vải	TP. Hồ Chí Minh	50 triệu USD	Công ty TNHH Sheico Việt Nam	Trung Quốc

Nguồn: BSC tổng hợp

Chúng tôi cho rằng làn sóng đầu tư FDI vào ngành dệt may sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong năm 2015, đặc biệt đến từ các nhà đầu tư Trung Quốc. Với việc các doanh nghiệp dệt may Việt Nam chưa thực sự chủ động để nắm bắt cơ hội từ các hiệp định, nguồn vốn FDI trong giai đoạn này về mặt ngắn hạn sẽ giúp các doanh nghiệp dệt may Việt Nam đáp ứng quy tắc xuất xứ từ sợi trở đi khi tham gia TPP. Tuy nhiên, về mặt dài hạn, lợi ích của các doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng do phải chia sẻ phần giá trị thặng dư từ việc sản xuất nguyên liệu.

Doanh thu lợi nhuận của phần lớn các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên sàn đều được cải thiện:



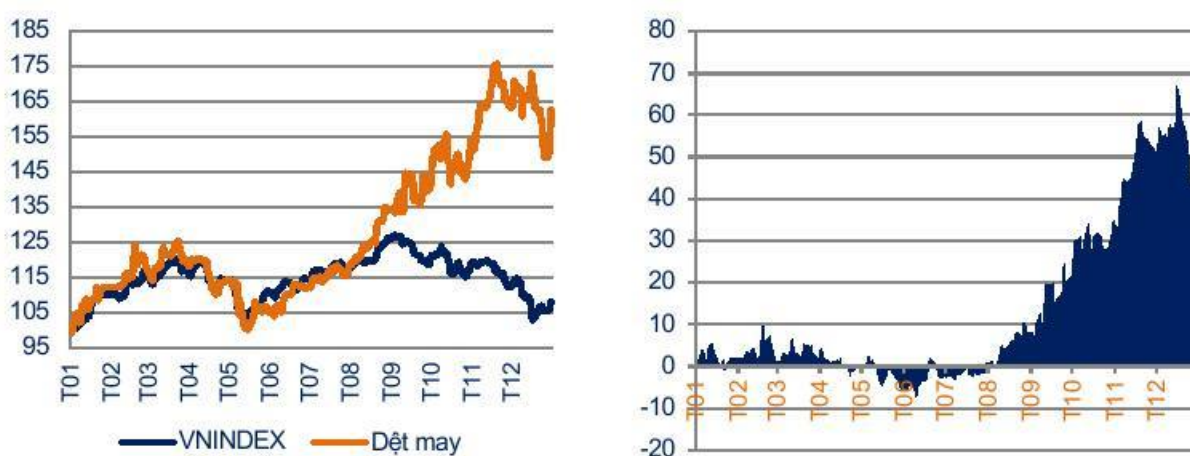
Nhìn chung, các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên sàn đều có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá so với năm 2013. Trong số đó nổi bật lên là TCM, dù doanh thu không có nhiều thay đổi so

với năm 2013 nhưng lợi nhuận lũy kế 9T/2014 tăng trưởng 38,3% so với cùng kỳ năm 2013 nhờ vào việc sản xuất sản phẩm có biên lợi nhuận gộp cao hơn.

TNG cũng có mức tăng trưởng ấn tượng với lợi nhuận 9T/2014 đạt trên 40 tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với năm 2013) và nhiều khả năng vượt kế hoạch lợi nhuận khoảng 5 tỷ đồng (kế hoạch đặt ra là 50 tỷ đồng).

Cổ phiếu ngành dệt may trong năm 2014 tăng 62,6% trong khi Vnindex tăng 8,1%. Đi cùng nhịp với Index 8 tháng đầu năm, các cổ phiếu dệt may bắt đầu tăng mạnh từ tháng 9 khi được hỗ trợ bởi kết quả kinh doanh khả quan, thông tin về việc ký kết các hiệp định FTA, TPP,..... Các cổ phiếu có mức tăng tốt là: TCM (+55%), TNG (+175%).

Chênh lệch ngành Dệt may và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀY DỆT MAY 2015

Triển vọng tăng trưởng từ việc ký kết TPP và các hiệp định tự do thương mại

STT	Hiệp định	Thị trường lớn liên quan	Ưu đãi được hưởng	Dự kiến kết thúc đàm phán
1	TPP	Mỹ - Nhật Bản	Giảm mức thuế trung bình từ 17% xuống còn 0%	Đầu năm 2015
2	FTA EU- Việt Nam	EU	Giảm mức thuế trung bình từ 12% xuống còn 0%	Đầu năm 2015
3	RCEP Asean +6	Nhật Bản	Giảm thuế đối với các doanh nghiệp sử dụng nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc	Cuối năm 2015
4	FTA Việt Nam – Hàn Quốc	Hàn Quốc	Giảm mức thuế trung bình từ 8% xuống còn 0%	Đã ký kết biên bản
5	VCUFTA	Nga	Giảm thuế nhập khẩu xuống còn 0% đối với phần lớn hàng dệt may	Đã ký kết biên bản

(Nguồn: BSC tổng hợp)

Trong số các hiệp định trên, hiệp định FTA Việt Nam – Hàn Quốc và hiệp định VCUFTA đã ký kết biên bản thỏa thuận về kết thúc đàm phán hiệp định.

Đối với hiệp định FTA Việt Nam – Hàn Quốc: chúng tôi đánh giá hiệp định này sẽ có tác động tích cực ngay lập tức đến hoạt động của các doanh nghiệp dệt may bởi sự hợp tác tích cực về mặt kinh tế và chính trị trong thời gian gần đây giữa hai nước. Theo ước tính của tập đoàn dệt may Việt Nam, trong năm 2014, tổng giá trị xuất khẩu của ngành dệt may sang thị trường Hàn Quốc đạt 2,4 tỷ USD (tăng 27% so với năm 2013).

Đối với hiệp định VCUFTA: được đánh giá đem lại nhiều tín hiệu tích cực cho ngành dệt may Việt Nam với thị trường có tiềm năng rộng lớn là Nga. Căng thẳng chính trị giữa Nga và các nước phương Tây sẽ thúc đẩy Nga tìm kiếm nguồn hàng thay thế từ các quốc gia khác trong đó có Việt Nam. Tuy nhiên, các doanh nghiệp dệt may xuất khẩu sang Nga sẽ gặp rủi ro thanh toán từ phía đối tác khi mà giá trị đồng Ruble đã giảm mạnh trong thời gian gần đây.

Các hiệp định khác bao gồm TPP, FTA EU-Việt Nam dự kiến được ký kết trong năm 2015 sẽ là cơ hội để các doanh nghiệp dệt may Việt Nam mở rộng thị phần tại các thị trường truyền thống như EU, Mỹ.

Với những cơ sở trên, chúng tôi dự báo tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam sẽ cán mốc 28,5 tỷ USD trong năm 2015 (tăng 14% so với năm 2014). Dự báo tăng trưởng ở một số thị trường chính như sau:

STT	Thị trường	Dự báo tăng trưởng 2015	Ước tính sơ bộ (USD)
1	Mỹ	16,15%	13,9 tỷ
2	EU	16%	4,6 tỷ
3	Nhật Bản	5%	3,1 tỷ
4	Hàn Quốc	20%	2,9 tỷ

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành dệt may trong năm 2015, đây sẽ là năm để các doanh nghiệp dệt may hiện thực hóa những cơ hội từ các hiệp định sắp ký kết. Về mặt quan điểm đầu tư, chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp quản lý tốt chi phí, chủ động cải tiến, sản xuất những sản phẩm có biên lợi nhuận gộp cao như TCM, TNG. Ngoài ra, mã cổ phiếu STK chuẩn bị lên sàn trong năm 2015 cũng có nhiều tiềm năng tăng trưởng tốt. Cụ thể như sau:

- **TCM:** tiềm năng tăng trưởng dài hạn được đảm bảo với lợi thế sở hữu chuỗi sản xuất khép kín từ sợi đến may, TCM sẽ là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất khi hiệp định TPP chính thức có hiệu lực. Doanh thu năm 2014 ước đạt 2.542 tỷ đồng (giảm 1.13% so với 2013), lợi nhuận sau thuế đạt 164 tỷ đồng (tăng 33,3 % so với 2013). Biên lợi nhuận của TCM được cải thiện đáng kể từ 17% lên 20% trong 9T/2014 do công ty mở rộng mảng cung cấp vải chất lượng cao cho thị trường Nhật. Công suất của TCM được cải thiện với việc nhập thêm 15 máy dệt mới để đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực tăng

trường chính của TCM trong thời gian tới với việc tham gia vào sản xuất những mặt hàng có giá trị thặng dư cao hơn.

- **TNG:** doanh thu năm 2014 ước đạt 1.390 tỷ đồng (tăng 16% so với năm 2013), lợi nhuận sau thuế ước đạt 55 tỷ đồng (tăng 2,9 lần so với năm 2013). Với việc nhà máy Đại Từ quy mô 35 chuyển may dự kiến sẽ đi vào sản xuất từ tháng 02/2015 sẽ giúp TNG tăng công suất thêm 1 triệu sản phẩm/năm. Bên cạnh đó, công nghệ mới về quản trị đơn hàng, sản xuất kỹ thuật giúp TNG giảm thiểu chi phí (9T/2014, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp lần lượt giảm 24% và 10%) sẽ là cơ sở để TNG hoàn thành chỉ tiêu về doanh thu và lợi nhuận trong năm 2015. Rủi ro lớn nhất TNG đang phải đối mặt là sự mất cân đối về vốn. Tại thời điểm quý 3/2014, TNG đang có khoản nợ ngắn hạn lớn hơn tài sản ngắn hạn.
- **STK:** công suất sản xuất hiện tại của STK mới chỉ đáp ứng được 20% nhu cầu của mạng lưới khách hàng hiện tại. Dự án nhà máy mới Trảng Bàng sẽ nâng công suất tiêu thụ từ 37.000 tấn sợi DTY lên 52.000 tấn/năm. Tổng doanh thu của STK được dự kiến vào khoảng 1.700 tỷ đồng vào năm 2015.

Mã CK	DT 2014E (tỷ đồng)	LN 2014E (tỷ đồng)	DT 2015E (tỷ đồng)	LN 2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
TCM	2,542	173	2,675	173	4,110	7.8	2.06	32,000	42,500	32.81%
TNG	1,390	55	1,722	75	3,533	5.5	1.3	19,500	28,264	44.94%
STK	1,576	109	1,722	117	2,778	6.5	1.08		24,900	

Nguồn: BSC dự báo

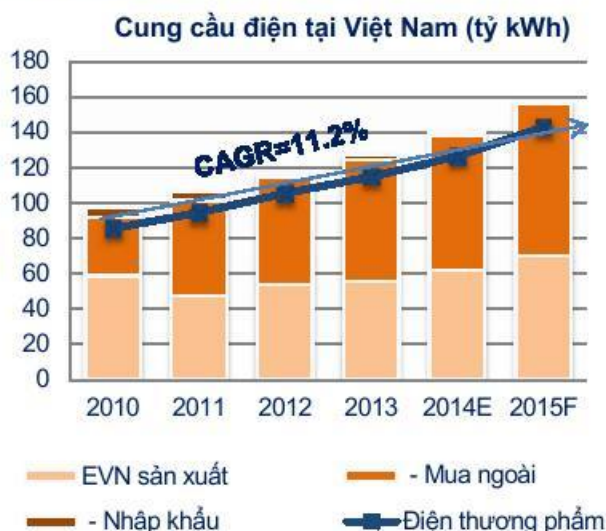
TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH ĐIỆN NĂM 2014

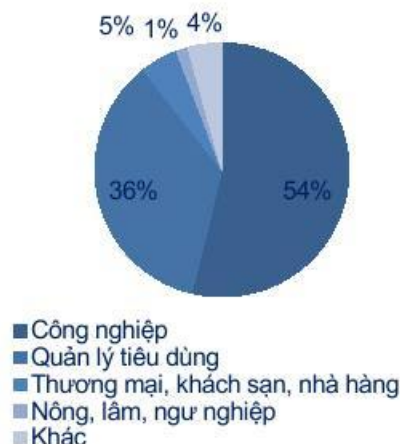
Chúng tôi đánh giá ngành điện Việt Nam năm 2014 đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với năm 2013. Ước tính cả năm 2014, sản lượng điện sản xuất và mua ngoài của EVN là 142.5 tỷ kWh, tăng 10.76% y.o.y, cao hơn mức 8% của năm 2013. Tuy nhiên nguồn điện được phân bổ không đều. Cụ thể, năm 2014, trong khi miền Bắc và miền Trung có tỷ lệ điện dự phòng là 40% và 67% thì tỷ lệ điện dự phòng ở miền Nam chỉ đạt 4.9%.

- **Điện thương phẩm tăng mạnh:** ước đạt 117.636 tỷ kWh, tăng 11.31% y.o.y trong 11 tháng 2014 và cả năm 2014 ước đạt 128.4 tỷ kWh, tăng 11.41% y.o.y. Mức tăng này cao hơn mức tăng 9.1% của năm 2013. Nhu cầu điện của nông lâm ngư nghiệp có mức tăng mạnh nhất với 24.57%, chiếm 1.5% sản lượng điện tiêu thụ, theo sau là công nghiệp tăng 13.55%, nhu cầu điện của thương mại, khách sạn, nhà hàng và nhu cầu điện của quản lý tiêu dùng tăng lần lượt là 12.98% và 9.22%.
- **Sản lượng điện nhập khẩu từ Trung Quốc giảm mạnh:** theo báo cáo của bộ Công Thương, 11 tháng đầu năm 2014, sản lượng điện nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 1.90 tỷ kWh, giảm đến 37% so với cùng kỳ năm 2013. Mặc dù giá thành điện nhập khẩu từ Trung Quốc cao hơn các nhà máy thủy điện của Việt Nam nhưng trong những năm hạn hán, nguồn điện nhập khẩu từ Trung Quốc đóng vai trò quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam và giá thành điện nhập khẩu thấp hơn các nhà máy nhiệt điện than và tuabin khí (thấp hơn khoảng 500 đồng/kWh).

Thị trường phát điện cạnh tranh phát triển nhanh: số lượng nhà máy tham gia thị trường phát điện cạnh tranh đã tăng mạnh từ 48 nhà máy vào năm 2013 lên 58 nhà máy vào năm 2014. Tổng công suất phát điện cạnh tranh đạt 13,133 MW, tăng 14% so với năm 2013, chiếm khoảng 40% tổng công suất lắp đặt điện của Việt Nam năm 2014.



Cơ cấu tiêu thụ điện 11 tháng đầu năm 2014



Nguồn: EVN; Bộ Công Thương

Giá điện ổn định: khác với xu hướng tăng của các năm trước, giá điện được giữ ở mức ổn định trong cả năm 2014 kể từ khi tăng lên 1508.85 đồng/kWh từ ngày 1/8/2013.



Nguồn: EVN

Chi phí sản xuất tăng:

- **Giá than bán cho điện đã được điều chỉnh tăng 2 lần.** Cụ thể từ ngày 1/1/2014, giá than bán cho điện tăng từ 1.2% đến 14.7% tùy theo từng loại than và tiếp tục tăng 4% đến 7.4% từ ngày 22/7/2014.
- **Giá khí bán cho điện ngoài bao tiêu được điều chỉnh tăng 3 lần trong năm 2014** với các lần điều chỉnh lần lượt là bằng 70% giá thị trường từ ngày 1/4/2014, bằng 80% từ ngày 1/7/2014 và bằng 90% từ ngày 1/10/2014, tương đương với mức giá ước tính sẽ tăng lần lượt lên 5.74 USD/triệu btu; 6.56 USD/triệu btu và 7.38 USD/triệu btu.
- **Thuế tài nguyên tăng từ 2 lên 4%** giá bán điện thương phẩm kể từ ngày 1/2/2014 cũng khiến chi phí sản xuất điện tăng thêm 1,004 tỷ đồng.

Các doanh nghiệp điện có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2014:

- **Các doanh nghiệp nhiệt điện được lợi tỷ giá:** hầu hết các doanh nghiệp nhiệt điện đều có những khoản vay lớn bằng ngoại tệ khác ngoài USD. Do vậy, với sự tăng giá của đồng USD so với các đồng tiền khác trong khi tỷ giá VND/USD tương đối ổn định, các doanh nghiệp nhiệt điện đã được ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện đáng kể

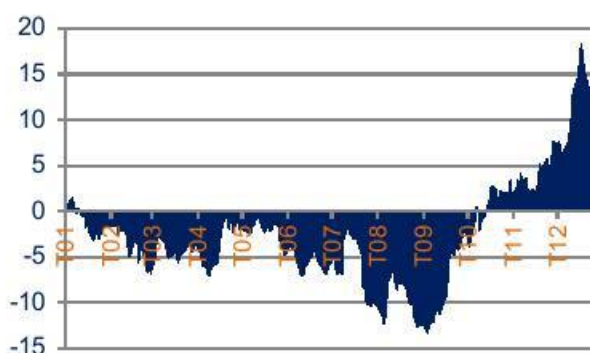
Doanh nghiệp	Ngoại tệ vay	Lãi tỷ giá chưa thực hiện 9T2014	Lãi tỷ giá chưa thực hiện ước tính năm 2014	LNST 9T2014
PPC	JPY	158	586	499
NT2	EUR	301	434	572
BTP	KRW	34	56	101

- **Doanh thu của các doanh nghiệp thủy điện tăng mạnh:** năm 2014, nhờ có nguồn nước về nhiều giúp tăng sản lượng điện sản xuất và thương phẩm của các nhà máy thủy điện. Tuy nhiên, ngoại trừ SBA, lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp thủy điện chậm hơn doanh thu, thậm chí có doanh nghiệp giảm lợi nhuận so với cùng kỳ như VSH, TBC và HJS do chi phí giá vốn tăng mạnh.

Doanh nghiệp	DTT 9T2014 (tỷ đồng)	%y.o.y	LNST 9T2014 (tỷ đồng)	%y.o.y
VSH	210	+33%	95	-36%
TMP	489	+31%	149	+20%
TBC	234	+3%	109	-13%
SJD	316	+22%	146	+7%
SBA	139	+34%	42	+320%
DRL	44	+26%	24	+26%
HJS	105	+6%	13	-35%
SHP	420	+216%	162	+125%

Cổ phiếu ngành điện năm 2014 tăng 21,4% trong khi Vnindex tăng 8,1%. Các cổ phiếu ngành điện có diễn biến cùng nhịp với thị trường trong 10 tháng đầu năm trước khi có mức tăng tốt trong 2 tháng cuối năm khi đây là giai đoạn thị trường biến động mạnh, tâm lý nhà đầu tư chưa ổn định, dòng tiền có xu hướng chuyển dịch sang các nhóm ngành phòng thủ như ngành điện. Các cổ phiếu có mức tăng tốt trong năm: SBA (+43%), SJD (+55%), NLC (+29,2%).

Chênh lệch ngành Điện và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2015

Chúng tôi nhận định ngành điện sẽ tiếp tục **tăng trưởng ổn định** trong năm 2015 do hưởng lợi từ việc giá dầu giảm và tỷ giá, đặc biệt là các doanh nghiệp nhiệt điện. Sản lượng điện dự kiến tăng 10% y.o.y: năm 2015, dự kiến EVN sản xuất và mua ngoài 156.9 tỷ kWh và điện thương phẩm đạt 141.8 tỷ kWh, tăng 10% so với năm 2014.

Những yếu tố hỗ trợ:

- **Tiếp tục giảm nhập khẩu điện từ Trung Quốc:** ước tính năm 2015, Việt Nam sẽ chỉ nhập khẩu 1.8 tỷ kWh điện từ Trung Quốc, giảm 21% so với năm 2014. Đồng thời năm 2015 cũng sẽ kết thúc hợp đồng nhập khẩu điện từ Trung Quốc cấp cho 13 tỉnh ở miền Bắc được ký từ tháng 10/2005.
- **Tăng giá điện:** Mặc dù giá dầu giảm mạnh trong năm 2014 nhưng giá than và giá khí trên bao tiêu bán cho điện vẫn tăng theo lộ trình trong khi giá điện năm 2014 không thay đổi nên EVN vẫn

tồn đọng khoảng 15,000 tỷ đồng chi phí treo, chưa được hạch toán vào năm 2014. Do vậy EVN đã kiến nghị điều chỉnh giá điện năm 2015 lên mức 1,652.19 đồng/kWh, tăng 9.5% so với giá bán điện bình quân năm 2014.

- **Giá dầu giảm:** Nhiệt điện chạy dầu và khí hiện đang chiếm khoảng 28% tổng công suất phát điện của Việt Nam trong khi đó giá dầu được các tổ chức lớn như Morgan Stanley, Goldman Sachs, EIA và Moody's dự báo sẽ tiếp tục giảm trong 6 tháng đầu năm 2015 sau đó hồi phục và giữ ở mức thấp trong nửa cuối năm 2015. Như vậy, giá dầu giảm sẽ giúp giảm chi phí đầu vào của các nhà máy nhiệt điện chạy dầu. Đối với các nhà máy nhiệt điện khí, từ ngày 1/1/2015, giá khí trên bao tiêu sẽ tăng lên mức bằng 100% giá thị trường (46% giá dầu FO trung bình của thị trường Singapore). Do vậy, với dự báo giá dầu tiếp tục giảm mạnh trong năm 2015, giá khí bán cho các nhà máy điện sẽ giảm.
- **PVN tập trung vào các dự án nhiệt điện:** đối mặt với việc giá dầu giảm mạnh trong nửa cuối năm 2014 và dự báo tiếp tục giảm trong năm 2015, PVN có thể sẽ cân đối lại kế hoạch đầu tư cho các dự án trên bờ (onshore) và ngoài khơi (offshore), tập trung đầu tư phát triển các dự án trên bờ và cẩn trọng đối với các dự án khai thác mới ngoài khơi. PVN đang đầu tư 5 dự án nhiệt điện than lớn với tổng công suất hơn 6,000 MW bao gồm Vũng Áng, Thái Bình, Long Phú, Sông Hậu và Quảng Trạch.
- **Đồng yên và euro được dự báo tiếp tục mất giá:** theo Goldman Sachs, tỷ giá USD/JPY sẽ tăng thêm 10 yên tính đến cuối năm 2015 lên mức 130 và tỷ giá EUR/USD sẽ giảm USD xuống mức 1.15 vào cuối năm 2015.

Những yếu tố bất lợi:

- **Giá bán than tăng:** nhiệt điện than hiện chiếm khoảng 23% tổng công suất phát điện của Việt Nam. Hơn nữa, giá than bán cho điện hiện nay vẫn thấp hơn khoảng 3.6-5.8% giá than bán cho các hộ khác trong nước và thấp hơn 9-14% giá than xuất khẩu nên nhiều khả năng giá than sẽ tiếp tục tăng theo lộ trình trong năm 2015.
- **Tập đoàn điện lực giảm mức tăng đầu tư:** theo kế hoạch năm 2015, tập đoàn điện lực sẽ thực hiện đầu tư 125.9 nghìn tỷ đồng, tăng 5% so với năm 2014. Mức tăng này thấp hơn mức tăng của các năm trước như 25% vào năm 2012, 38% vào năm 2013 và 17% vào năm 2014.
- **Nguy cơ thiếu điện tại miền Nam:** do nguồn điện được phân bổ không đều, tập trung ở miền Bắc và miền Trung, các dự án nhà máy điện tại miền Nam bị chậm tiến độ trong khi nhu cầu tiêu dùng điện của miền Nam chiếm tới khoảng 50% nhu cầu tiêu thụ điện cả nước. Hơn nữa, việc sản xuất công nghiệp được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2015 sẽ kéo theo nhu cầu tiêu thụ điện tại miền Nam tăng mạnh hơn trong năm 2015. Việc thiếu điện tại miền Nam có thể dẫn đến việc huy động nguồn điện từ các nhà máy nhiệt điện chạy dầu với giá mua khoảng 5,600 đồng/kWh, cao gấp gần 4 lần mức giá bán điện hiện tại.
- **Hạn hán nặng trong năm 2015:** theo Bộ trưởng Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, năm 2015 dự báo tình hình hạn hán sẽ diễn ra trên diện rộng, gay gắt và có khả năng kéo dài trong 5 tháng. Hiện tại thủy điện hiện chiếm tới 49% tổng công suất phát điện của Việt Nam.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Như nhận định ở trên, những doanh nghiệp điện, đặc biệt là nhiệt điện sẽ tiếp tục có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2015 nhờ hưởng lợi từ việc mất giá của các đồng ngoại tệ (trừ USD) và giảm giá dầu, cũng như khả năng tăng giá điện trong năm 2015. Điều này dẫn đến chúng tôi tiếp tục giữ nhận định **KHẢ QUAN** với ngành điện năm 2015. Cụ thể, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên cân nhắc việc đầu tư dài hạn vào những mã cổ phiếu sau:

- **PPC:** chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của Nhiệt điện Phả Lại sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2015 nhờ những yếu tố sau: (1) Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại 2 được phép kéo dài thời gian trích khấu hao tài sản cố định từ ngày 1/1/2014, thời gian trích khấu hao còn lại sẽ tăng từ 2 năm lên 10 năm, giúp giảm chi phí khoảng hơn 450 tỷ đồng trong năm 2014 và năm 2015. (2) Đồng yên được dự báo tiếp tục mất giá trong năm 2015 sẽ giúp doanh nghiệp tiếp tục ghi nhận khoản lãi tỷ giá đáng kể trong năm 2015. (3) Lợi nhuận được chia từ nhiệt điện Hải Phòng kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2015 do giảm chi phí lãi vay và chênh lệch tỷ giá trong thời gian xây dựng nhà máy của nhiệt điện Hải Phòng.
- **NT2:** chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2015 nhờ những yếu tố sau: (1) NT2 sẽ tiếp tục ghi nhận 200 tỷ đồng trong tổng số 800 tỷ đồng lợi nhuận hồi tố từ EVN (do chênh lệch giá điện tạm tính và giá điện chính thức trong giai đoạn 2011-2013) được phân bổ dần từ 2014 đến 2017. (2) Chi phí tài chính sẽ giảm mạnh trong các năm tới do nợ vay giảm nhanh. (3) Giá đồng euro được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015 sẽ giúp doanh nghiệp tiếp tục ghi nhận khoản lãi tỷ giá đáng kể trong năm 2015. Ngoài ra NT2 có tỷ lệ chi trả cổ tức hàng năm ở mức cao 15-20% và doanh nghiệp sẽ niêm yết trên sàn HOSE từ tháng 4/2015.
- **SHP:** chúng tôi nhận định SHP sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2015 nhờ (1) việc hoạt động cả năm của tổ máy 2- nhà máy điện Đa Mbrì thay vì chỉ hoạt động nửa năm như năm 2014. (2) Khoản vay 633 tỷ VND tại Ngân hàng VDB- Lâm Đồng đã được cơ cấu lại giảm lãi suất từ 12.6% /năm xuống còn 9.8%/năm và thời hạn trả kéo dài từ 4 năm lên 10 năm giúp doanh nghiệp giảm được hơn 17 tỷ chi phí lãi vay mỗi năm.

Mã CK	DT 2014 E (tỷ đồng)	LN 2014E (tỷ đồng)	DT 2015E (tỷ đồng)	LN 2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/ Giảm
PPC	8,391	1,304	9,230	1,095	3,344	7.89	1.33	26,400	31,768	20.33%
NT2	6,469	1,189	7,116	947	3,701	5.56	1.36	20,900	29,200	39.71%
SHP	596	216	636	223	2,380	8.61	1.39	20,500	22,000	7.32%

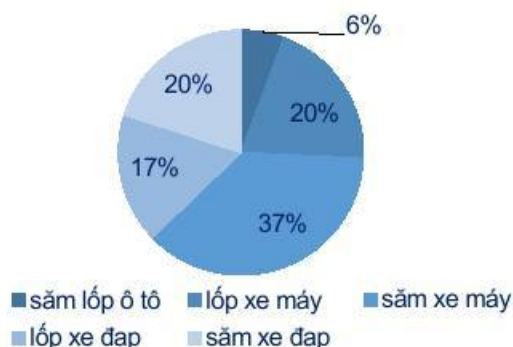
Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH SẼM LỚP

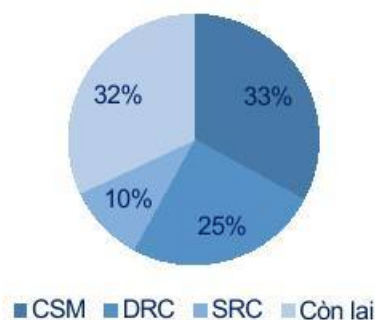
I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH SẼM LỚP NĂM 2014

Thị trường sẽm lốp tăng trưởng chậm: Nhu cầu sẽm lốp xe đạp đã bão hòa. Phân khúc sẽm lốp xe máy, ô tô tăng trưởng khoảng 5%/năm. Tiêu thụ sẽm lốp ổn định do 86% doanh số thị trường đến từ nhu cầu thay thế sản phẩm hàng năm. Theo số liệu từ tổng cục thống kê và báo cáo từ các doanh nghiệp, năm 2013, tổng năng lực sản xuất toàn ngành đạt 10 triệu bộ sẽm lốp ô tô, 35 triệu lốp xe máy, 65 triệu sẽm xe máy, 30 triệu lốp xe đạp, 35 triệu sẽm xe đạp.

Cơ cấu tiêu thụ sẽm lốp theo sản lượng



Thị phần sẽm lốp trong nước



Nguồn: Tạp chí cao su

Nguồn : CSM

Năng lực sản xuất toàn ngành tăng nhanh: 2 doanh nghiệp sẽm lốp trong nước là DRC và CSM cùng với Bridgeston đều đã vận hành nhà máy lốp Radial mới với tổng công suất tăng thêm là 2,5 triệu lốp/năm. Năng lực sản xuất toàn ngành sẽ tiếp tục tăng nhanh trong thời gian tới do **(1)** công suất sản xuất các nhà máy Radial hiện tại của DRC, CSM và Bridgeston đang tăng, dự kiến đạt hơn 9,6 triệu lốp/năm vào năm 2017; **(2)** Kumho sẽ nâng công suất nhà máy hiện tại (3,15 triệu lốp/năm) lên 6,3 triệu lốp/năm vào năm 2015. Chúng tôi đánh giá, việc tăng công suất của các nhà sản xuất nước ngoài không làm tăng mức độ cạnh tranh trên thị trường nội địa do các thương hiệu này chủ yếu tập trung vào phân khúc lốp ô tô con, định hướng xuất khẩu.

Các doanh nghiệp trong nước không cạnh tranh trực tiếp với nhau: DRC có lợi thế trong phân khúc lốp ô tô tải nặng, CSM có thể mạnh trong sản xuất các dòng sản phẩm sẽm lốp xe máy trong khi đó, sản phẩm chủ lực của SRC lại là sẽm lốp xe đạp. Phân khúc sản xuất sẽm lốp ô tô (bao gồm cả lốp Radial) đang bị hãng nước ngoài chiếm ưu thế.

Xu hướng Radial hóa : So với lốp Bias, lốp Radial có các đặc tính ưu việt hơn hẳn như độ bền tăng gấp 2 lần, giảm tiêu hao nhiên liệu từ 12%-16%, sinh nhiệt thấp, tản nhiệt nhanh,... và đặc biệt là phù hợp với yêu cầu xe ô tô chạy tốc độ cao. Ở các nước phát triển, lốp Radial chiếm hơn 90% tổng lượng lốp xe lưu hành, ở các nước đang phát triển, con số này là 60%, tuy nhiên, ở VN tỉ lệ này còn khá thấp, chỉ chiếm khoảng 10% (trong đó 80% lốp Radial được nhập khẩu). Việc xây dựng và sản xuất lốp Radial không những đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước, giảm nhập khẩu mà còn góp phần đẩy mạnh xuất khẩu đối với mặt hàng này.



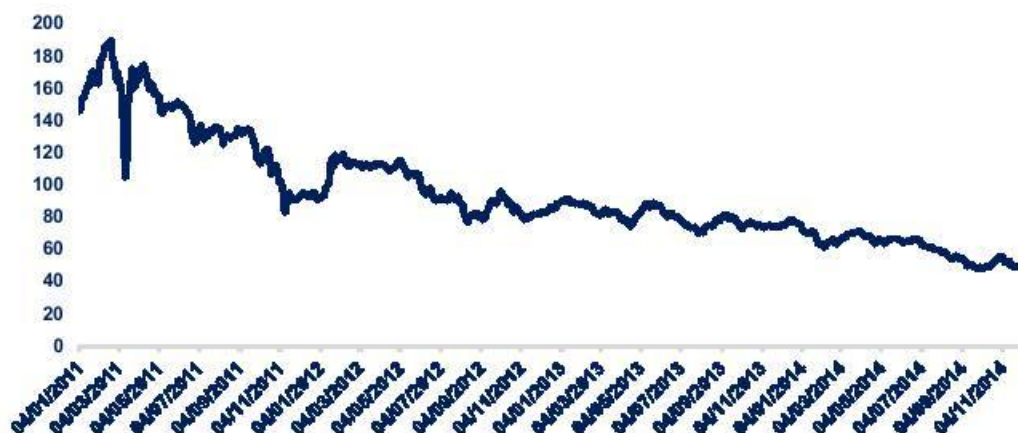
Nguồn : Casumina



Nguồn : DRC, CSM, SRC, BSC tổng hợp

Giá cao su giảm mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp sản lốp. Cao su nguyên liệu chiếm hơn 50% cơ cấu nguyên liệu đầu vào. Như chúng tôi đã nhận định trong báo cáo triển vọng ngành 2014, giá cao su nguyên liệu giảm mạnh. Tính đến ngày 11/12/2014, giá cao su RSS3 tại Thái Lan đã giảm khoảng 31% yoy.

Diễn biến giá đầu thầu cao su RSS3 tại Sonkhla, Thái Lan

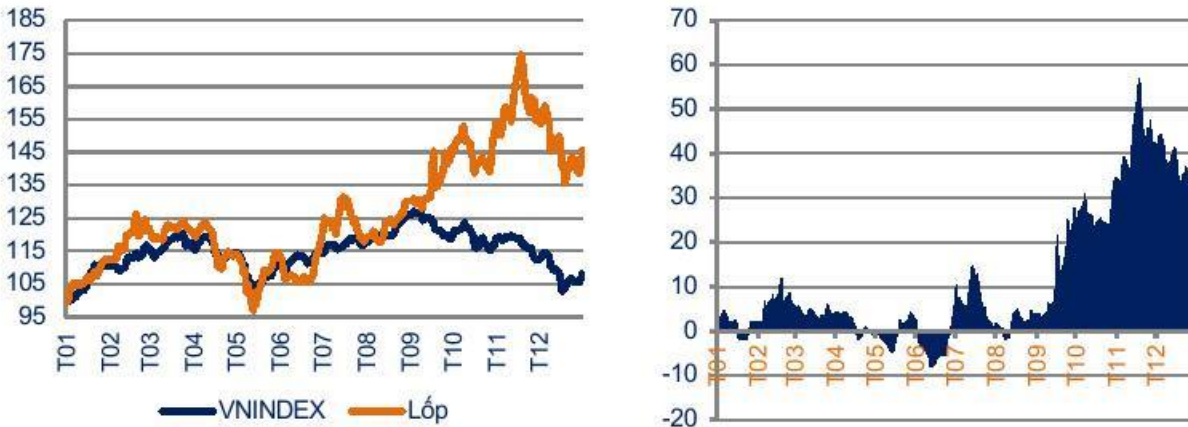


Nguồn: Bloomberg

Kết quả kinh doanh 9T2014. Trong khi doanh thu thuần của DRC tăng 16%, đạt 2.337 tỷ đồng, do đóng góp của lốp Radial (364 tỷ đồng, tương đương 16% DTT), DTT của 2 doanh nghiệp sản lốp còn lại là CSM và SRC gần như không đổi. Trong số 3 doanh nghiệp niêm yết, duy chỉ có SRC là có LNST tăng 16% yoy. Cùng được hưởng lợi từ việc giá cao su giảm, tuy nhiên, do chi phí khấu hao nhà máy Radial mới cao trong khi sản lượng sản xuất chưa đủ hòa vốn cùng với chi phí lãi vay không còn được vốn hóa, LNST của 2 doanh nghiệp còn lại là DRC và CSM giảm lần lượt là 11% và 4%. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng nhà máy lốp Radial mới sẽ đem lại triển vọng khả quan cho DRC và CSM.

Cổ phiếu ngành lốp năm 2014 tăng 45,7% trong khi VNIndex tăng 8,1%. Các cổ phiếu lốp có diễn biến cùng nhịp với thị trường trong 9 tháng đầu năm trước khi outperform mạnh trong giai đoạn cuối năm. Các cổ phiếu có mức tăng tốt là: DRC (+43,5%), SRC (+74,3%).

Chênh lệch ngành Lốp và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH SẴM LỐP 2015

Chúng tôi cho rằng, năm 2015, các doanh nghiệp sản xuất lốp trong nước tiếp tục được hưởng lợi từ giá cao su nguyên liệu đầu vào thấp. Do vậy triển vọng ngành Sản xuất lốp trong năm 2015 sẽ cải thiện hơn so với tốc độ tăng của 2014. Doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất lốp sẽ tăng trưởng nhanh trong năm 2015, chủ yếu do đóng góp từ lốp Radial (có giá bán vượt trội so với lốp bias). Tuy nhiên, sản lượng bán lốp Radial chưa vượt điểm hòa vốn sẽ làm giảm biên lợi nhuận gộp chung của các doanh nghiệp sản xuất lốp trong nước.

Sản lượng tiêu thụ nội địa 2015 tăng chậm: Hiệp hội cao su Việt Nam-VRA dự báo nhu cầu tiêu thụ sản phẩm nội địa tăng khoảng 5%/năm. Nhu cầu sản phẩm xe máy, ô tô được dự báo đạt lần lượt là 35,66 triệu (+2%) và 5,34 triệu chiếc (+6,8%) vào năm 2015.

Trong dài hạn, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm lốp được kỳ vọng tăng nhanh hơn do (1) Các đơn vị vận tải sẽ phải tăng số chuyến lưu hành và (hoặc) tăng số lượng xe lưu hành dưới tác động của Quy định về giới hạn tải trọng xe tải nặng; **(2)** Giảm mạnh thuế nhập khẩu ô tô cho các nước trong khu vực Asean theo cam kết trong hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA). Dự kiến, năm 2018, thuế nhập khẩu ô tô được giảm còn 0%.

	2015	2016	2017	2018
Lộ trình giảm thuế theo ATIGA	50%	40%	30%	0%

Giá cao su được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp do dư cung và giá dầu giảm mạnh (xem thêm Báo cáo triển vọng ngành 2015- Ngành cao su, trang 7-11).

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Được hưởng lợi từ giá cao su nguyên liệu giảm, tình hình tài chính lành mạnh, chúng tôi nâng quan điểm đầu tư từ mức Trung lập năm 2014 lên **KHẢ QUAN** năm 2015. Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ trong nước tăng chậm, sản xuất lốp Radial và định hướng xuất khẩu là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong dài hạn của các doanh nghiệp sản xuất lốp. Chúng tôi khuyến nghị đầu tư dài hạn với 2 cổ phiếu đầu ngành là DRC và CSM.

- **DRC:** Là doanh nghiệp dẫn đầu xu hướng Radial hóa tại thị trường Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần (DTT) và biên lợi nhuận sau thuế (LNST) cao nhất trong số 3 doanh nghiệp niêm yết. DRC có lợi thế về phân phối lốp ô tô tải cho các khách hàng tổ chức lớn, đứng thứ 3 về thị phần ô tô tải (13%), sau Bridgestone và Michelin. Điều này giúp công ty có nguồn đầu ra ổn định với chi phí bán hàng thấp và đẩy mạnh tiêu thụ các dòng sản phẩm lốp Radial cho ô tô tải trong thời gian tới. Tiêu thụ lốp Radial khả quan, đạt trung bình 7.000 lốp/tháng trong 6T2014, đạt 10.400 lốp/tháng quý 3/2014 và lên tới 12.000 lốp/tháng vào Q4/2014. Biên LNG và biên LNST được kỳ vọng tăng nhẹ trong năm 2015 do: (1) giá cao su nguyên liệu giảm; (2) tăng tiêu thụ sản phẩm lốp Radial. Chúng tôi kỳ vọng năm 2015, công ty đạt 356 tỷ đồng LNST (+6% yoy), EPS 2015 là 4.279 đồng/cp.
- **CSM:** Dẫn đầu các doanh nghiệp trong nước về thị phần với thị phần nội địa và xuất khẩu lần lượt là 33% và 12%. Thoái vốn ngoài ngành và tập trung phát triển dòng lốp Radial là hướng đi dài hạn của CSM. Sản lượng tiêu thụ lốp Radial chưa cao, đạt trung bình 4000-5000 lốp/tháng. Công ty chưa ghi nhận khoản lợi nhuận từ thoái vốn dự án 9 Nguyễn Khoái trong năm nay. Năm 2015, chi phí lãi vay và chi phí khấu hao tăng mạnh sẽ làm giảm biên LNG và biên LNST của CSM. Chúng tôi ước tính, LNST của CSM đạt lần lượt là 319 tỷ đồng (-11,35% yoy) và 287 tỷ đồng (-9,96% yoy) trong năm 2014 và năm 2015, tương đương EPS FW2015 là 4.271 đồng/cp.

Mã CK	DT 2014E (tỷ đồng)	LN 2014E	DT 2015E	LN 2015E	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
DRC	3,217	334	3,359	356	4,279	13.09	2.63	56,000	66,000	17.86%
CSM	3,100	319	3,478	287	4,271	10.07	1.91	43,000	49,000	13.95%

Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬN TẢI BIỂN

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH VẬN TẢI BIỂN 2014

Cung vượt cầu khiến chỉ số BDI tiếp tục giảm mạnh 70% so với thời điểm cuối năm 2013 : Sau khi phục hồi tốt vào năm 2013, chỉ số BDI đã giảm mạnh về mức thấp nhất kể từ cuộc khủng hoảng 2008. Nguyên nhân chính: (1) Nguồn cung về tàu tiếp tục tăng nhanh hơn so với nhu cầu; (2) Nhu cầu nhập khẩu than cốc giảm xuống và lệnh cấm xuất khẩu của Indonesia đối với các mặt hàng nickel, bô xít (các mặt hàng chính trong vận tải hàng khô) đã làm giảm nhu cầu vận chuyển.



Nguồn: Bloomberg

Chỉ số giá nhiên liệu giảm mạnh theo xu hướng giá dầu tạo cơ hội phục hồi cho các doanh nghiệp vận tải biển: Đi cùng xu hướng sụt giảm của giá dầu, chỉ số giá nhiên liệu (Rotterdam 380 centistoke) đã giảm 47% tính từ mức đỉnh của tháng 6 – đây là mức thấp nhất trong 4 năm trở lại đây. Chi phí nhiên liệu chiếm 40%-50% giá vốn của các doanh nghiệp vận tải nên việc giá nhiên liệu sụt giảm sẽ giúp các doanh nghiệp vận tải có cơ hội phục hồi sau giai đoạn khó khăn.

Chỉ số BCTI tăng mạnh. Bên cạnh việc hưởng lợi từ chi phí nhiên liệu giảm, các doanh nghiệp vận chuyển dầu đang phục hồi nhanh hơn các doanh nghiệp vận tải hàng khô nhờ giá dầu giảm làm tăng sản lượng vận chuyển. Giá dầu giảm đã đẩy mạnh việc nhập dầu toàn cầu, qua đó thúc đẩy nhu cầu vận chuyển dầu và làm tăng giá cước vận chuyển. Chỉ số BCTI đã tăng 44% từ đầu tháng 10, lợi nhuận trung bình 1 ngày của những tàu lớn đạt 79600 USD trong tháng 11 (tăng gấp đôi so với tháng 10).



Nguồn: Bloomberg

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển duy trì tốc độ tăng trưởng tốt trong năm 2014: Năm 2014, sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam ước đạt 370,3 triệu tấn (+14% yoy). Hoạt động xuất nhập khẩu của các doanh nghiệp được đẩy mạnh trong 2 năm gần đây đã góp phần giúp sản lượng hàng hóa qua cảng có mức tăng trưởng trung bình 11,2%/ năm.



Nguồn: Cục hàng hải Việt Nam

Các đội tàu Việt Nam chỉ chiếm 10% thị phần các hàng hóa xuất nhập khẩu: Theo số liệu của Cục Hàng Hải, có 40 hãng tàu biển nước ngoài đang hoạt tại Việt Nam nhưng đã nắm giữ hơn 88% khối lượng hàng hóa xuất nhập khẩu. Đối với các doanh nghiệp trong nước, thị phần vận đã giảm từ 21% năm 2007 xuống 10% vào năm 2014.

Số lượng doanh nghiệp vận tải biển đang hoạt động giảm 46% so với năm 2012: Với tình hình khó khăn chung của toàn ngành, số lượng doanh nghiệp vận tải biển còn hoạt động trên cả nước năm 2014 ước tính là 140 doanh nghiệp, giảm 46% so với năm 2012.

Tái cơ cấu nợ tại Vinalines đã có nhiều chuyển biến: Trong năm 2014, hoạt động tái cơ cấu nợ của Vinalines đã có nhiều chuyển biến với 2 giao dịch lớn: **(1)** Vietcombank đã bán lại 19 triệu USD nợ vay của Vinalines cho DATC; **(2)** Vietinbank được NHNN chấp thuận phương án chuyển 5000 tỷ đồng nợ của Vinalines và các công ty con thành vốn góp cổ phần tại các cảng thành viên của Vinalines (Cảng Hải Phòng, cảng Đà Nẵng). Quá trình tái cơ cấu nợ sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong các năm tới khi nhiều khả năng Vinalines sẽ được Chính Phủ cho phép giữ lại thặng dư vốn từ đợt IPO và sử dụng khoản thặng dư để hỗ trợ DATC trong quá trình mua lại nợ của tổng công ty.

So với đầu năm, cổ phiếu ngành vận tải biển tăng 42,4% trong khi Vnindex tăng 8,1%. Mặc dù KQKD chưa có nhiều cải thiện nhưng các cổ phiếu ngành vận tải biển tiếp tục outperform mạnh so với Index, đặc biệt là có mức tăng giá tốt trong Q4 – đây cũng là đặc điểm về tính mùa vụ của cổ phiếu vận tải biển trong 2 năm gần đây. Các cổ phiếu có mức tăng mạnh là VFR (+198%), VOS (+37%), VTO (+33%).

Chênh lệch ngành Vận tải biển và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬN TẢI BIỂN NĂM 2015

Chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất đang dần đi qua và khả năng phục hồi của ngành vận tải biển từ 2015 do các yếu tố: **(1)** Cung-cầu sẽ cân bằng hơn trong năm 2015 và giá cước có khả năng sẽ tăng từ quý 2, **(2)** Nhu cầu nhập khẩu quặng sắt, than cốc của Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng tốt **(3)** Giá dầu duy trì ở mức thấp trong năm 2015; **(4)** Các hiệp định FTA, TPP giúp tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam duy trì ở mức cao; **(5)** Quy định về siết chặt tải trọng đường bộ và nhu cầu vận chuyển từ dự án Formosa tạo cơ hội phục hồi cho các doanh nghiệp vận tải biển nội địa.

Những yếu tố hỗ trợ:

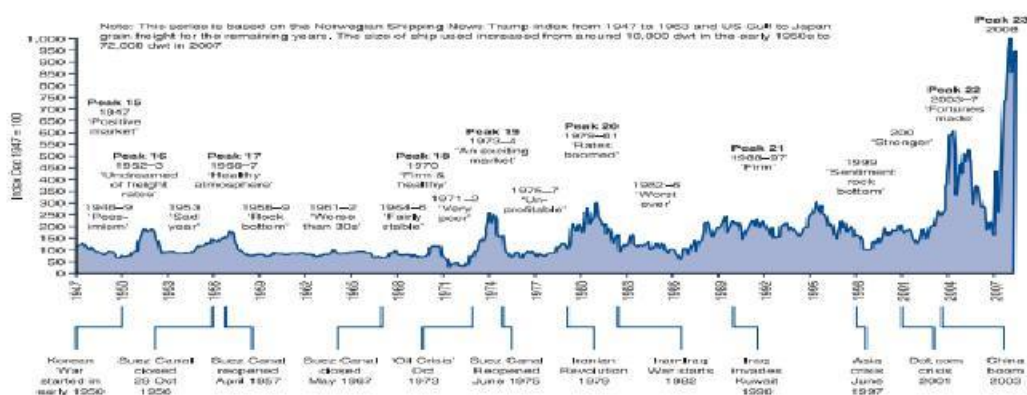
Chu kỳ suy thoái sẽ sớm kết thúc và ngành vận tải biển sẽ bước vào giai đoạn phục hồi và tăng trưởng từ 2015 :

- **Về mặt định tính:** Chúng tôi nhận thấy năm 2014 có thể được xem là đáy của chu kỳ (giai đoạn 2) khi hội tụ đầy đủ các yếu tố như: giá cước vận tải ở mức thấp, nhu cầu vận chuyển giảm, đơn đặt hàng cho các tàu mới sụt giảm mạnh, doanh thu không bù đắp được chi phí hoạt động, nhiều doanh nghiệp phải bán tàu,...



- Về mặt định lượng:** Từ năm 1947-2007, ngành vận tải biển trải qua 7 chu kỳ biến động trong đó đỉnh của mỗi chu kỳ kéo dài trung bình 3 năm, đáy của mỗi chu kỳ kéo dài trung bình 5 năm. Ngoại trừ năm 1958, 6/7 chu kỳ suy thoái gần đây giai đoạn đáy kéo dài nhất là 6 năm. Đáy của ngành vận tải biển bắt đầu từ năm 2008 và chúng ta đang ở năm thứ 6 từ 2008. 1 yếu tố lịch sử khác chúng tôi nhận thấy đó là trước khi giá cước vận tải biển tăng cao luôn có những sự kiện đặc biệt về kinh tế hoặc chính trị diễn ra (Chiến tranh Hàn Quốc, đóng kênh đào Suez, khủng hoảng dầu mỏ, sự bùng nổ kinh tế Trung Quốc,...). Năm 2014 chứng kiến 2 sự kiện: (1) Sự căng thẳng leo thang trong mối quan hệ giữa Nga với Mỹ và khu vực Châu Âu (yếu tố chính trị), (2) sự sụt giảm mạnh của giá dầu (yếu tố kinh tế). Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng 1 chu kỳ mới với ngành vận tải biển có thể bắt đầu từ năm 2015.

STT	Đỉnh			Đáy		
	Năm bắt đầu	Năm kết thúc	Độ dài (năm)	Năm bắt đầu	Năm kết thúc	Độ dài (năm)
1	1947	1947	1	1948	1951	4
2	1952	1953	2	1954	1955	2
3	1956	1957	2	1958	1969	12
4	1970	1970	1	1971	1972	2
5	1973	1974	2	1975	1978	4
6	1979	1981	3	1982	1987	6
7	1988	1997	10	1998	2002	5
8	2003	2007	5			
Trung bình			3.25			5



- **Thị trường sẽ cân bằng trở lại từ 2015, giá cước vận tải có thể tăng từ Q2:** Năm 2015, dự báo nhu cầu về vận tải sẽ tăng nhanh hơn so với nguồn cung về tàu và giá cước có thể sẽ bắt đầu tăng từ Q2. Nguồn cung về tàu dự báo sẽ chỉ tăng 4,9% - đây là mức tăng thấp nhất trong 5 năm gần đây và thấp hơn đáng kể mức tăng 12% năm 2012. Nhu cầu về vận chuyển hàng hóa dự báo sẽ tăng 6,9% trong đó động lực cho tăng trưởng chính vẫn đến từ nhu cầu nhập khẩu quặng sắt và than cốc của Trung Quốc.
- **Giá dầu dự báo sẽ ở mức thấp trong năm 2015:** Theo dự báo của EIA, tồn kho về dầu trên toàn cầu sẽ tiếp tục tăng cao, qua đó sẽ tạo áp lực lên giá dầu và giá dầu trung bình trong năm 2015 dự báo sẽ ở mức 63\$. Giá dầu có thể rơi về mức thấp nhất trong quý 2 do đây là thời điểm dư cung được dự báo sẽ mạnh nhất với nguồn cung tăng mạnh từ Bazzil, Mexico và Mỹ trong khi nhu cầu dự báo sẽ chỉ tăng nhẹ ở mức 630.000 thùng/ngày.
- **Tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao với sự hỗ trợ từ “xu hướng Trung Quốc +1” và các hiệp định FTA, TPP:** Xu hướng “Trung Quốc +1” tiếp tục diễn ra trong năm 2014 khi nhiều nhà sản xuất lớn ở Nhật Bản, Hàn Quốc,.. chuyển việc sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam do những căng thẳng chính trị cũng như chi phí nhân công tại Trung Quốc đang trở nên cao hơn so với các nước trong khu vực. Bên cạnh đó, khi hiệp định TPP và FTA được ký kết cũng sẽ thu hút được luồng vốn từ nước ngoài vào các lĩnh vực xuất nhập khẩu được hưởng lợi chính như: Dệt may, thủy sản, linh kiện điện tử.
- **Siết chặt tải trọng phương tiện trên đường bộ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp vận tải biển:** Việc bộ GTVT siết chặt tải trọng phương tiện đường bộ đã khiến giá cước vận tải đường bộ tăng cao và buộc các doanh nghiệp chuyển sang các phương tiện vận chuyển khác như: đường biển, đường sắt,.. Mặc dù có thời gian vận chuyển lâu hơn, nhưng giá cước vận tải biển chỉ bằng 40%-50% vận tải đường bộ.

Những yếu tố bất lợi:

- **Thương mại thế giới dự báo chỉ tăng trưởng nhẹ trong năm 2015:** WTO đã cắt giảm đáng kể dự báo về tăng trưởng thương mại toàn cầu trong năm 2014 cũng như 2015 do khu vực Châu Âu tiếp tục gặp nhiều khó khăn, căng thẳng về chính trị giữa Châu Âu/Mỹ với Nga vẫn đang tiếp diễn. Cụ thể, WTO đã hạ mức dự báo tăng trưởng năm 2014 từ 4,7% xuống 3.1% và từ 5,3% xuống 4% trong năm 2015.
- **Các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam có nợ vay cao, khả năng thanh toán thấp và rủi ro bị lỗ tỷ giá khi có nhiều khoản vay bằng ngoại tệ:** Do hệ lụy từ việc vay ngân hàng để đầu tư vào việc mua tàu từ nhiều năm trước, nên nhiều doanh nghiệp vận tải biển có nợ vay rất lớn trong khi hoạt động kinh doanh thua lỗ khiến khả năng thanh toán đều ở mức thấp. Bên cạnh đó với xu hướng tăng giá của đồng USD hiện tại, các doanh nghiệp còn đối mặt với rủi ro bị lỗ tỷ giá do có nhiều khoản vay ngoại tệ.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành vận tải biển năm 2015. Cụ thể, chúng tôi quan tâm đến 2 nhóm doanh nghiệp: (1) Nhóm sẽ hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng giá dầu giảm và sự phục hồi của giá cước vận tải – đây là những doanh nghiệp có đội tàu lớn, chạy theo chuyến; (2) Những doanh nghiệp có KQKD ổn định qua các năm, ít chịu ảnh hưởng từ sự biến động của giá cước cũng như giá nhiên liệu. Các cổ phiếu lưu ý: VOS, VTO, PVT.

- **VOS:** Chúng tôi cho rằng KQKD của VOS sẽ có chuyển biến tích cực từ năm 2015 với kỳ vọng từ sự phục hồi của ngành vận tải biển và vị thế là doanh nghiệp vận chuyển hàng khô lớn nhất Việt Nam. Triển vọng 2015 sẽ có những chuyển biến tích cực nhờ những yếu tố sau: (1) VOS kinh doanh theo hình thức chạy theo chuyến với đội tàu vận tải hàng khô lớn nhất Việt Nam (Đội tàu của VOS có 19 tàu với tổng trọng tải 472 nghìn tấn và độ tuổi trung bình 13.3) nên sẽ trực tiếp hưởng lợi từ xu hướng giảm giá dầu và sự tăng giá cước vận tải. (2) Tái cơ cấu nợ giúp doanh nghiệp có thể giảm 40%-50% chi phí lãi vay: Nếu đề xuất tái cơ cấu khoản nợ 855 tỷ của VOS được chấp thuận thì chi phí lãi vay của VOS trong năm 2015 có thể sẽ giảm từ 40%-50%.
- **VTO:** Chúng tôi đánh giá cao cổ phiếu VTO do: (1) Về triển vọng 2015, chúng tôi dự báo KQKD sẽ duy trì ở mức ổn định do hiện tại toàn bộ đội tàu của VTO đã được Petrolimex thuê định hạn. Bên cạnh đó, việc thanh lý 2 tàu Nhà Bè và Ấp Bắc sẽ giúp doanh nghiệp bổ sung nguồn vốn lưu động, tăng khả năng thanh toán và giảm thiểu chi phí sửa chữa do đây là các tàu có độ tuổi cao; (2) Về mặt định giá, giá cổ phiếu VTO đang có mức chiết khấu cao so với giá trị sổ sách với P/B ~ 0.6.
- **PVT:** Quá trình thoái vốn của PVN đi kèm với sự điều chỉnh chung của thị trường đã đẩy giá cổ phiếu PVT về vùng hấp dẫn với P/E ~ 11 (Mức P/E trung bình của PVT năm 2014 là: 14.5, mức cao nhất: 22.3, mức thấp nhất: 9.9). KQKD 2015 của PVT dự báo sẽ tăng trưởng nhẹ. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng của PVT trong dài hạn: (1) Nhiều dự án lọc dầu như Nghi Sơn, Vũng Rô, Dung Quất (giai đoạn 2) sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong giai đoạn 2017-2018 và tạo động lực tăng trưởng cho mảng vận chuyển dầu của PVT. Đối với nhà máy lọc dầu Dung Quất, công suất sẽ tăng lên 10 triệu tấn vào năm 2018 (gấp 1,5 lần công suất hiện tại). (2) PVT sở hữu đội tàu chở dầu lớn nhất Việt Nam với 17 tàu và tổng trọng tải đạt hơn 423 nghìn DWT. Doanh nghiệp có nguồn thu ổn định nhờ lợi thế là công ty con của PVN và có nguồn hàng đều đặn từ việc vận chuyển dầu cho nhà máy lọc dầu Dung Quất. Hoạt động chở than cho nhà máy nhiệt điện Vũng Án sẽ mang lại doanh thu ổn định ~ 500 tỷ cho PVT từ 2015.

Mã CK	DT2014 E (tỷ đồng)	LN2014 E (tỷ đồng)	DT2015 E (tỷ đồng)	LN 2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/ Giảm
VOS	2,108	11	2,172	1.2	N/A	N/A	0.7	6,200	8,400	35.48%
VTO	1,492	49.6	1,567	54.2	688	12.17	0.6	8,400	9,800	16.67%
PVT	4,731	280	4,967	304	1,192	11.6	1.1	14,000	17,200	22.86%

Nguồn: BSC dự báo

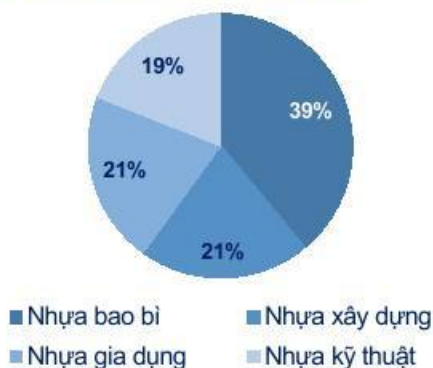
TRIỂN VỌNG NGÀNH NHỰA

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH NHỰA NĂM 2014

Tốc độ tăng trưởng ngành nhựa cao: đạt trung bình 20%-25%/năm trong 10 năm gần đây. Sản phẩm nhựa gồm bốn phân khúc chính là nhựa bao bì, nhựa xây dựng, nhựa gia dụng và nhựa kỹ thuật phục vụ thị trường nội địa và xuất khẩu. Tuy nhiên, cạnh tranh khốc liệt khiến các doanh nghiệp ngành nhựa dần co hẹp biên lợi nhuận.

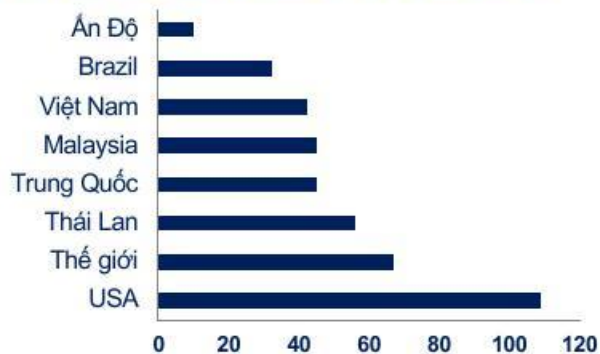
- **Thị trường nội địa có mức tiêu thụ bình quân đầu người thấp:** Năm 2012, tiêu thụ sản phẩm nhựa bình quân đầu người tại Việt Nam là 42 kg/người, thấp hơn so với nhiều nước trong khu vực và trung bình thế giới (66,7 kg/người).
- **Thị trường xuất khẩu tăng trưởng nhanh:** tăng trung bình 26%/năm từ năm 2005-2013. 9T2014, tổng kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm nhựa đạt 1,49 tỷ USD (+15,8% yoy). Sản phẩm nhựa của Việt Nam được xuất khẩu sang trên 151 quốc gia trong đó, dẫn đầu kim ngạch xuất khẩu là EU, Nhật Bản, Trung Quốc và Hoa Kỳ.

Cơ cấu sản phẩm nhựa 2013



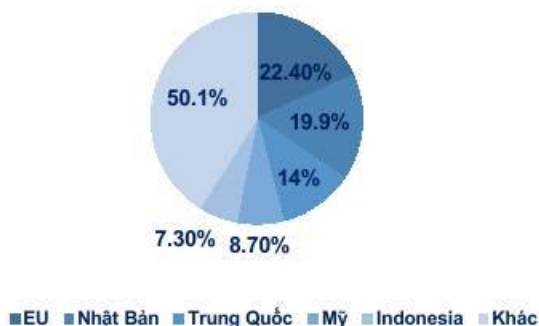
Nguồn: Hiệp hội Nhựa VN

Tiêu thụ nhựa bình quân đầu người năm 2012



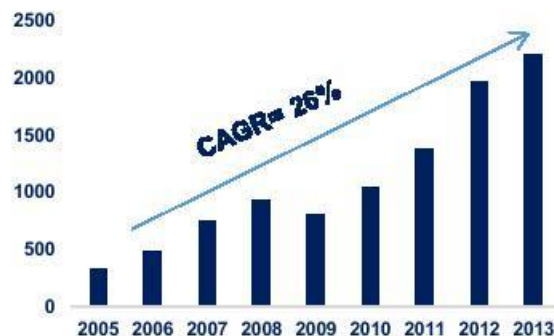
Nguồn: Plastic New, BSC tổng hợp

Cơ cấu thị trường xuất khẩu 2013



Nguồn: Tổng cục hải quan VN, VPA

Kim ngạch xuất khẩu ngành nhựa 2005-2013



Nguồn: Hiệp hội Nhựa VN

Cạnh tranh ngành cao làm giảm biên lợi nhuận gộp của nhiều doanh nghiệp: (1) Số lượng doanh nghiệp ngành nhựa lớn, hơn 1.200 doanh nghiệp, trong đó chủ yếu là các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, năng lực cạnh tranh thấp. (2) Sản phẩm trùng lắp, mẫu mã nghèo nàn, tính năng không có nhiều khác

biệt. **(3)** Rào cản gia nhập ngành thấp. Công nghệ sản xuất đơn giản, lạc hậu. Để duy trì thị phần, nhiều doanh nghiệp nhựa chấp nhận giảm giá bán cho khách hàng trong khi giá hạt nhựa duy trì ở mức cao. Kết quả, biên lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp suy giảm.

Ngành nhựa phụ thuộc phần lớn vào nguyên liệu nhập khẩu: Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất nhựa trong nước phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá hạt nhựa thế giới và tỷ giá. Hơn 80% nguyên liệu nhựa của Việt Nam phải nhập khẩu, chủ yếu từ Thái Lan, Đài Loan, Hàn Quốc, Singapore, Ả Rập,.... Hiện tổng công suất sản xuất nhựa PVC chỉ đạt 300.000 tấn/năm, nhựa PP là 150.000 tấn/năm. Trong dài hạn, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động (dự kiến năm 2018) sẽ gia tăng nguồn cung nguyên liệu hạt nhựa trong nước.

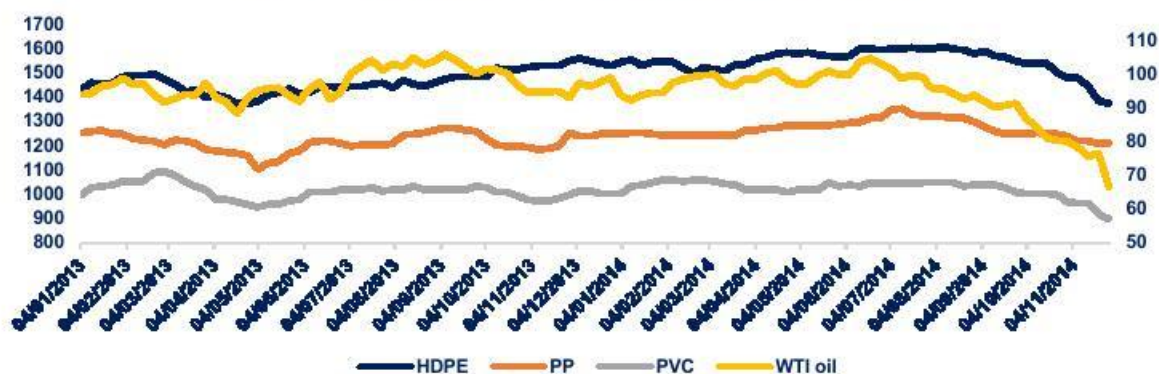
Công suất sản xuất hạt nhựa tại Việt Nam

Nguyên liệu	Nhà sản xuất	Công suất (tấn/năm)	Ghi chú
PVC	CTCP nhựa và hóa chất Phú Mỹ	300,000	80% nội địa, 20% xuất khẩu
	CTCP nhựa và hóa chất TPC		
PP	Tập đoàn hóa chất Petro VN	150,000	
PET	Formosa Taiwan- Hưng Nghiệp	150,000	30% xuất khẩu
EPS	CTCP Việt Nam Polystyrene	30,000	
DOP	LG Vina Chemicals JV CO.	30,000	
BOPP	Youl Chon Vina Plastic	120,000	
	Formosa Taiwan- Hưng Nghiệp	40,000	

Nguồn: Cơ quan thương mại Italy

Giá hạt nhựa tăng nhẹ trong nửa đầu năm 2014 sau đó lao dốc cùng đà giảm của giá dầu: Hạt nhựa được chiết xuất từ dầu mỏ hoặc khí thiên nhiên, do vậy, giá hạt nhựa có tương quan với giá dầu mỏ và khí tự nhiên. Tính đến giữa tháng 8/2014, giá HDPE tăng 3,56% so với đầu năm sau đó giảm mạnh 14% kể từ đỉnh tháng 8/2014. Hạt nhựa PP tăng giá 8% kể từ đầu năm cho đến giữa tháng 7/2014 sau đó quay đầu giảm 11% tính đến 28/11/2014. Giá PVC cũng không nằm ngoài xu hướng trên khi tăng 3% trong 9T2014 và giảm đến 13% kể từ đỉnh tháng 9/2014. Việc giá nguyên liệu nhựa duy trì ở mức cao trong 2 quý đầu năm, trong khi đó, nhiều doanh nghiệp giảm giá bán, tăng chiết khấu cho khách hàng đã làm giảm biên lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp nhựa trong 9T2014.

Diễn biến giá hạt nhựa (cột trái) và giá dầu (cột phải)



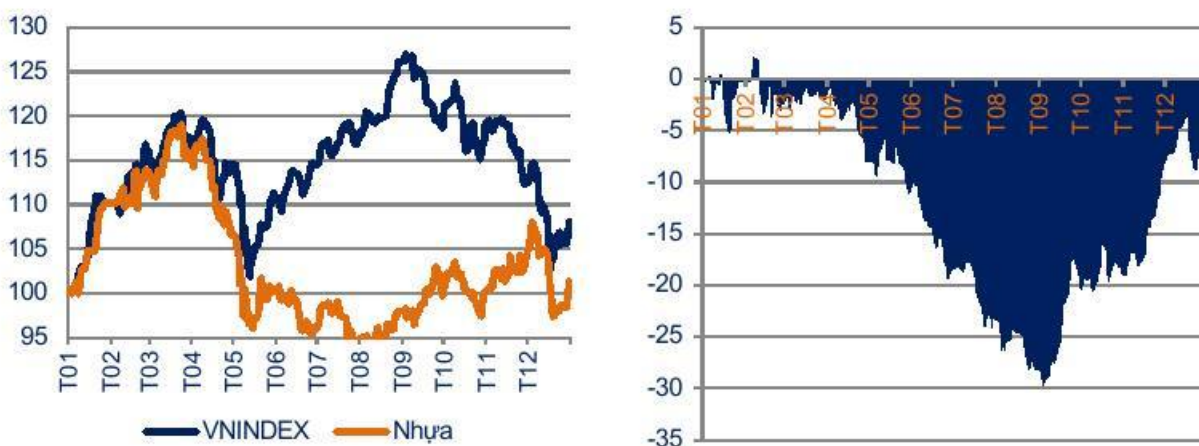
Nguồn: Bloomberg

Tăng thuế nhập khẩu hạt nhựa làm tăng chi phí của các doanh nghiệp sản xuất nhựa: Theo thông tư 107/2013/TT-BTC, từ ngày 1-1-2014, thuế suất thuế nhập khẩu ưu đãi của mặt hàng nhựa PP được điều chỉnh theo lộ trình từ 0% lên 1% năm 2014, lên 2% từ năm 2015 và lên 3% từ 1-1-2016 trở đi. Riêng mặt hàng nhựa PP, loại dùng để sản xuất màng kéo sợi BOPP (mã số 3902.10.90) được hưởng mức thuế suất nhập khẩu là 0% do trong nước chưa sản xuất được.

Kết quả kinh doanh 9T2014 kém khả quan. Kết thúc 9T2014, doanh thu của 9/10 doanh nghiệp nhựa niêm yết trên sàn đều tăng, tổng cộng đạt 8.749 tỷ đồng (+15% yoy). Tuy nhiên, tổng lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp này giảm đến 10% yoy, còn 568 tỷ đồng. Do (1) giá hạt nhựa cao vào các tháng đầu năm trong khi nhiều doanh nghiệp giảm giá bán sản phẩm; (2) chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng. 6/10 doanh nghiệp có lợi nhuận sau thuế giảm so với cùng kỳ năm trước, 4/10 doanh nghiệp có lợi nhuận sau thuế tăng nhẹ là NTP (+6%), AAA (+6%), VBC (+3%) và DAG (+2%), tuy nhiên, mức tăng chưa tương xứng với tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần.

Cổ phiếu ngành nhựa tăng 1,3% trong năm 2014 trong khi Vnindex tăng 8,1%. KQKD kinh doanh sụt giảm khiến các cổ phiếu ngành nhựa underperform so với VNindex trong cả năm 2014.

Chênh lệch ngành Nhựa và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH NHỰA VIỆT NAM NĂM 2015

Chúng tôi cho rằng năm 2015 sẽ là một năm thuận lợi với các doanh nghiệp nhựa xây dựng, kỹ thuật và nhựa gia dụng nhờ tăng nhu cầu và giá hạt nhựa giảm. Trong khi đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa bao bì vẫn sẽ chưa có dấu hiệu khả quan trong năm tới do cạnh tranh trong ngành cao và ít lợi thế về định giá bán đầu ra của các doanh nghiệp này.

Dự báo nhu cầu tiêu thụ:

- **Cầu trong nước được dự báo tăng:** Do **(1)** chi tiêu nhựa bình quân đầu người còn thấp, dân số đông với hơn 90 triệu dân. Năm 2015, hiệp hội nhựa Việt Nam (VPA) ước tính tiêu thụ sản phẩm nhựa bình quân đầu người 55 kg/người vào năm 2015; **(2)** ngành bất động sản, xây dựng tiếp tục phục hồi trong thời gian tới thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm nhựa xây dựng; **(3)** xu hướng chuyển dịch sản xuất về Việt Nam, tăng đầu tư trực tiếp nước ngoài kéo theo sự tăng trưởng phân khúc nhựa kỹ thuật.
- **Thị trường xuất khẩu được dự báo tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao:** Do **(1)** Kỳ vọng ký kết các hiệp định thương mại tự do FTA Việt Nam- EU, TPP, cam kết giảm thuế theo hiệp định ATIGA với các nước Asean; **(2)** Chi phí sản xuất các sản phẩm nhựa của Trung Quốc đang tăng; **(3)** Nhu cầu sử dụng các sản phẩm nhựa gia dụng trên thế giới tăng.
- Tuy nhiên, **túi nhựa xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ tăng trưởng chậm lại.** Do: **(1)** tốc độ phục hồi chậm của nền kinh tế thế giới; **(2)** nhu cầu sử dụng bao bì sinh học, bao bì giấy thay thế cho bao bì nhựa trên thế giới; **(3)** Nguy cơ sản phẩm túi nhựa Việt Nam bị áp thuế chống bán phá giá.

Giá nhiều loại hạt nhựa được dự báo tiếp tục giảm mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp nhựa. **(1)** Giá dầu, khí –nguyên liệu chính sản xuất hạt nhựa giảm mạnh; **(2)** Nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc thấp do nền kinh tế phục hồi chậm; **(3)** Nguồn cung PE, PP tại Bắc Mỹ dự kiến tăng cùng với các dự án lọc dầu đá phiến và tình trạng dư cung hạt nhựa PET trên toàn cầu.

Xu hướng mở rộng sản xuất sản phẩm nhựa thân thiện với môi trường:**(1)** Sản phẩm nhựa truyền thống gây nhiều tác động tiêu cực đến môi trường. Sản xuất nhựa tiêu hao nhiều nhiên liệu, tài nguyên cũng như phát thải khí nhà kính. Nhựa khó phân hủy (thời gian phân hủy hoàn toàn thường mất hàng trăm năm). Chi phí sản xuất nhựa tái chế cao. **(2)** Xu hướng sử dụng các sản phẩm nhựa sinh học thân thiện với môi trường ngày càng ứng dụng rộng rãi trên toàn thế giới. Nhựa sinh học hiện chiếm khoảng 43% tổng sản lượng sản xuất nhựa toàn cầu năm 2012 và được kỳ vọng tăng trưởng trung bình 11% mỗi năm (European Bioplastics). **(3)** Tỷ lệ sản xuất nhựa sinh học của Việt nam còn thấp. Chính phủ Việt Nam khuyến khích sử dụng túi nilon thân thiện môi trường. Hiện Việt Nam có 20 sản phẩm túi nilon được cấp nhãn xanh thân thiện môi trường, các sản phẩm còn lại phải chịu thuế suất bảo vệ môi trường là 30.000-50.000 đồng/kg.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Nhựa năm 2015. Nhóm nhựa xây dựng sẽ khả quan hơn so với nhóm nhựa bao bì như đã phân tích ở trên. Mức định giá P/E ngành nhựa còn khá thấp (P/E trung bình ngành là 8,96x), chúng tôi vẫn lưu ý các mã NTP, BMP cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

- **NTP:** Chiếm lĩnh thị trường miền Bắc với 70% thị phần ống nhựa. Kết quả kinh doanh năm 2015 được kỳ vọng khả quan nhờ **(1)** tăng nhu cầu đối với các sản phẩm nhựa xây dựng; **(2)** giá hạt nhựa giảm và **(3)** Nhà máy NTP-miền Trung (khánh thành cuối năm 2013) được hưởng ưu đãi thuế suất TNDN là 0% trong 4 năm đầu. Theo chúng tôi ước tính, năm 2014 và 2015, NTP tiết kiệm được lần lượt là 24 và 25 tỷ đồng tiền thuế TNDN. Lợi nhuận sau thuế 2015 ước tính đạt 311 tỷ đồng, tương đương EPS là 5.514 đồng/cp.
- **BMP:** Dẫn đầu thị trường miền Nam với 50% thị phần. BMP là doanh nghiệp có các chỉ tiêu tài chính lành mạnh, khả năng thanh toán cao (7,2x trong 9T2014), tiền lớn (tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn lên tới 626 tỷ đồng), công ty không có nợ vay ngân hàng ngắn và dài hạn. Tương tự Nhựa Tiền Phong, BMP được hưởng lợi từ xu hướng giảm giá hạt nhựa và sự hồi phục của ngành nhựa xây dựng. Lợi nhuận sau thuế 2015 ước tính đạt 409 tỷ đồng, tương đương EPS là 8.986 đồng/cp.

Mã CK	DT2014E (tỷ đồng)	LN 2014E	DT 2015E	LN 2015E	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/ Giảm
NTP	2,855	295	3,140	311	5,514	9.68	1.91	53,400	60,000	12.36%
BMP	2,402	370	3,642	409	8,986	8.12	1.76	73,000	86,300	18.22%

Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH DƯỢC NĂM 2014

Thị trường dược phẩm Việt Nam có tốc độ tăng trưởng cao và ổn định. Như chúng tôi đã nhận định trong báo cáo triển vọng năm 2014, ngành dược VN duy trì được đà tăng trưởng tốt. Năm 2014, giá trị thị trường dược ước đạt 80.680 tỷ đồng, tăng 16% yoy (theo BMI). Tốc độ tăng trưởng trung bình năm (CAGR) từ 2009-2013 là 22,83%.

Chi tiêu tiền thuốc bình quân đầu người còn thấp tạo nhiều cơ hội thị trường cho các doanh nghiệp dược: Năm 2013 chi tiêu tiền thuốc bình quân đầu người là 35,9USD/người, thấp hơn so với khu vực (năm 2011 con số này ở châu Á đã là 45USD/người). BMI dự báo, chi tiêu tiền thuốc tại VN sẽ đạt khoảng 73,8 USD/người vào năm 2018, tương ứng CAGR từ 2014-2018 là 15% nhờ gia tăng thu nhập, tuổi thọ và tăng nhận thức của người dân về sức khỏe và y tế.



Nguồn: BMI, Cục quản lý dược

Các doanh nghiệp dược trong nước kém cạnh tranh trên “sân nhà”: Do: (1) các doanh nghiệp nội chủ yếu sản xuất thuốc generic, điều trị các bệnh thông thường, giá thành rẻ, không có thuốc đặc trị, công nghệ và tiêu chuẩn sản xuất chưa cao (chỉ 1/3 doanh nghiệp nội đáp ứng tiêu chuẩn GMP); (2) tâm lý sinh ngoại của người dân Việt Nam. Hiện nay, thuốc ngoại chiếm khoảng 76% giá trị sử dụng thuốc tại Việt Nam. 11 tháng đầu năm 2014, Việt Nam nhập khẩu 1,8 tỷ USD giá trị dược phẩm, tăng 5,5% yoy.



Nguồn: Tổng cục hải quan

Xu hướng sản xuất các sản phẩm đông dược và các sản phẩm có nguồn gốc thảo dược: Đông dược chiếm khoảng 10% doanh số tiêu thụ toàn ngành và hơn 50% dân số Việt Nam sử dụng. Theo đề án phát triển công nghiệp dược liệu, mục tiêu đến năm 2015, đông dược sẽ chiếm khoảng 30% số thuốc tiêu thụ và vào năm 2020, con số này là 40%. Việc phát triển đông dược giúp Việt Nam tận dụng được nguồn nguyên dược liệu (hơn 4.000 loài thảo mộc), giảm sự phụ thuộc vào nước ngoài cũng như các áp lực về tỉ giá. Bên cạnh TRA, OPC, gần đây, DHG, DMC cũng đang hướng tới phát triển dòng sản phẩm này.

Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC¹ tác động tiêu cực đến doanh thu và biên lợi nhuận gộp hệ điều trị (ETC)² của nhiều doanh nghiệp. ETC chiếm tỉ trọng lớn trong tổng doanh thu tiêu thụ ngành dược (73%-75%), còn lại là OTC³. Như đã phân tích trong báo cáo triển vọng ngành 2014, thông tư 36 làm giảm doanh thu hệ điều trị của nhiều doanh nghiệp nội. Năm 2014, có đến 80% thuốc sử dụng trong hệ thống bệnh viện là thuốc ngoại. Trước áp lực này, nhiều doanh nghiệp dược đã chuyển hướng sang đẩy mạnh kênh phân phối OTC như DHG, DMC, IMP....

Phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu nước ngoài: 90% nguyên liệu dược nhập khẩu từ nước ngoài, chủ yếu từ các thị trường Trung Quốc, Ấn Độ, Áo, Tây Ban Nha,... 11 tháng đầu năm 2014, Việt Nam nhập khẩu 322 triệu đô giá trị nguyên liệu dược, tăng 17,4% yoy. Như vậy, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp dược Việt Nam phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá nguyên liệu và tỉ giá.

Kết quả kinh doanh của các công ty dược 9T2014. Biên lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp dược cao như DHG (53%), OPC (51%), IMP (47%), PMC (45%), TRA (43%). Tính chung các doanh nghiệp niêm yết trên sàn, LNST 9T2014 hầu như không đổi, đạt 902 tỷ đồng. 8/13 doanh nghiệp khảo sát có LNST tăng, 4/13 doanh nghiệp có LNST giảm và 1 doanh nghiệp không đổi về LNST. Một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tăng mạnh là VMD (+100%), DHT (+73%), DCL (+58%), SPM (+45%), DMC (+22%) và PMC (+16%). Trong khi đó, 2 công ty lớn trong ngành là DHG và TRA lại chứng kiến sự suy giảm về LNST lần lượt là 8% và 14%. Do năm 2013, DHG có khoản thu nhập bất thường từ chuyển nhượng thương hiệu Eugica trong khi đó TRA lại giảm mạnh về doanh thu bán hàng (-11%).

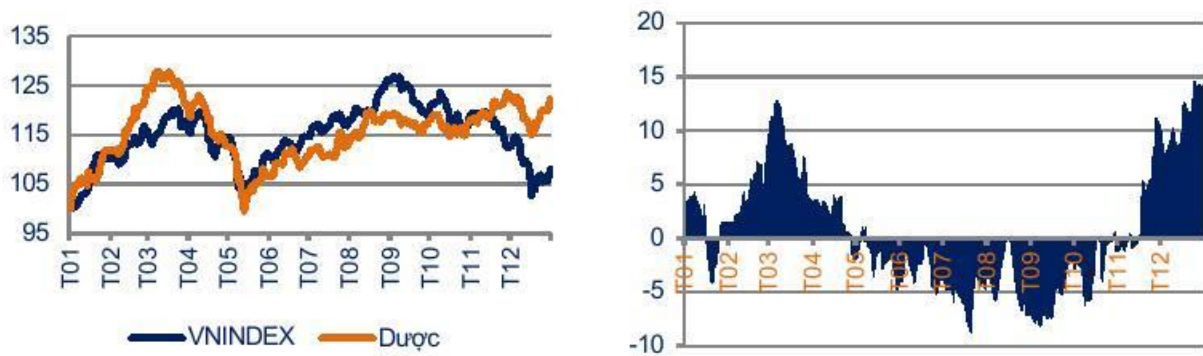
Cổ phiếu ngành dược năm 2014 tăng 21,2% trong khi Vnindex tăng 8,1%. Sự phân hóa diễn ra rõ nét khi các cổ phiếu thuộc nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ như DCL (+110%), IMP (+68,4%), DMC (+29,3%) đã có mức tăng giá tốt hơn so với các doanh nghiệp đầu ngành như DHG (+11%), TRA (-14%).

¹ Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC sửa đổi, bổ sung 1 số điều của thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC, có hiệu lực từ ngày 1/1/2014.

² Kênh phân phối ETC: bao gồm kênh phân phối từ bệnh viện, chủ yếu các dòng sản phẩm thuốc đặc trị và kháng sinh thế hệ mới

³ Kênh phân phối OTC: bao gồm thuốc phân phối vào các nhà thuốc tư, đại lý, nhà phân phối chính và hệ thống phân phối.

Chênh lệch ngành Dược và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC NĂM 2015

Chúng tôi cho rằng năm 2015 tiếp tục là một năm thuận lợi với các doanh nghiệp dược trong nước trên cả 2 phương diện doanh thu và lợi nhuận sau thuế nhờ nhu cầu tiêu thụ cao và quy định bãi bỏ trần đối với chi phí quảng cáo.

Các yếu tố hỗ trợ:

- **Ngành dược Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao.** Do (1) tăng thu nhập, (2) tăng dân số và xu hướng già hóa dân số và (3) nhờ tăng nhận thức của người dân đối với các dịch vụ y tế cũng như khả năng tiếp cận với các dịch vụ y tế. BMI dự báo, năm 2015 tăng trưởng toàn thị trường dược Việt Nam đạt 16% yoy, tương đương với giá trị thị trường đạt 93.549 tỷ đồng.
- **Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp dược nội địa được kỳ vọng tăng.** Khoản 4, điều 1 luật số 71/2014/QH13, có hiệu lực từ ngày 01/01/2015 bãi bỏ trần đối với chi phí quảng cáo, khuyến mại. Mức trần này là 10% trước năm 2014 và là 15% trong năm 2014. Việc dỡ trần chi phí quảng cáo, khuyến mại được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiêu thụ đối với các sản phẩm thuốc nội và giảm chi phí không được khấu trừ thuế cho các doanh nghiệp dược (vốn có chi phí quảng cáo, marketing chiếm tỉ trọng lớn).

Các yếu tố bất lợi:

- **Cạnh tranh tăng:** Do (1) tăng sản lượng thuốc nhập khẩu vào Việt Nam khi các hiệp định thương mại tự do TPP, FTA Việt Nam-EU có hiệu lực. Theo đó, thuế suất nhập khẩu dược phẩm giảm từ mức trung bình là 2,5% về 0%. (2) Tăng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong lĩnh vực dược phẩm. Theo thống kê của Cục quản lý Dược, tính tới hết năm 2013, Việt Nam đã có 39 dự án đầu tư nước ngoài, trong đó, 26 dự án đi vào hoạt động với tổng số vốn đăng ký là 302,6 triệu USD. Sanofi đã khởi công xây dựng nhà máy mới trong năm 2013, với công suất 90 triệu hộp thuốc/năm, dự kiến đi vào hoạt động năm 2015. Nếu các hiệp định thương mại tự do được thông qua, dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong lĩnh vực dược phẩm tăng sẽ làm tăng tính cạnh tranh trên thị trường.

- **Cản trở việc tiếp cận sản xuất thuốc Generic mới của các doanh nghiệp nội** nếu hiệp định TPP được thông qua: Do trong dự thảo TPP mà chính phủ Hoa Kỳ soạn thảo có quy định kéo dài thời gian bảo hộ đối với các dòng thuốc sáng chế.
- **Tỷ giá tăng nhẹ làm tăng chi phí nguyên liệu đầu vào:** 90% nguyên liệu đầu vào phải nhập khẩu, nhiều doanh nghiệp thanh toán bằng USD. Từ ngày 7/1/2015, Ngân hàng Nhà nước (SBV) chính thức điều chỉnh tỷ giá tăng 1%. Biên độ điều chỉnh tỷ giá năm 2015 theo cam kết của SBV là 2%. So với giai đoạn 2008-2011, tỷ giá đang được duy trì ổn định. Chúng tôi đánh giá mức độ ảnh hưởng rủi ro tỷ giá với các doanh nghiệp dược trong năm tới là không cao.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi quyết định đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành dược trong năm 2015 do lo ngại sức ép cạnh tranh tăng mạnh do tác động của các hiệp định thương mại tự do. Cổ phiếu ngành dược có tính “phòng vệ” trước những biến động của thị trường, tốc độ tăng trưởng ngành cao và ổn định nên thích hợp cho đầu tư dài hạn. Và sẽ khả quan hơn vào thời điểm cuối năm 2015 khi TTCK chịu tác động bất lợi. Trong đó, đáng chú ý là cổ phiếu của các doanh nghiệp có năng lực sản xuất, hệ thống phân phối và tăng trưởng doanh thu tốt như: DHG, DMC.

- **DHG:** KQKD không chịu nhiều ảnh hưởng tiêu cực của thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC. Năng lực sản xuất tăng gấp đôi đạt trên 9 tỷ đơn vị/năm sau khi vận hành 2 nhà máy mới là Nonbetalactam (tháng 4/2013) và Betalactam (dự kiến đầu năm 2015). 80% công suất sản xuất hiện tại của các xưởng 1,2 và 5 sẽ được chuyển về sản xuất tại nhà máy Nonbetalactam với ưu đãi thuế suất là 0% trong 4 năm đầu kể từ năm 2015. Theo chúng tôi ước tính, điều này sẽ giúp DHG tiết kiệm hơn 100 tỷ đồng chi phí thuế TNDN trong năm 2015. Chúng tôi ước tính LNST của DHG đạt 548 tỷ đồng vào năm 2014 và tăng lên 680 tỷ đồng vào năm 2015 (+24% yoy), tương đương EPS FW2015 là 7.804 đồng/cp.
- **DMC:** Cổ phiếu DMC hiện được giao dịch tại mức P/E là 8,64 lần, thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp dược trong nước. DMC là công ty sản xuất tân dược lớn thứ 2 trên sàn, sau DHG. Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, CAGR 2009-2013 đạt 11,07%/năm. Chúng tôi dự báo DTT và LNST lần lượt đạt là 1.693 tỷ đồng (+4,27% yoy do nhà máy đã vượt công suất thiết kế) và 141 tỷ đồng (+7,89% yoy) trong năm 2015, tương đương EPS FW2015 là 5.265 đồng/cp.

Mã CK	DT 2014E (tỷ đồng)	LN 2014E (tỷ đồng)	DT 2015E (tỷ đồng)	LN 2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
DHG	3,782	548	4,161	689	7,804	12.30	3.08	96,000	113,200	17.92%
DMC	1,624	130	1,693	141	5,265	7.79	1.34	41,000	52,600	28.29%

Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH THÉP NĂM 2014

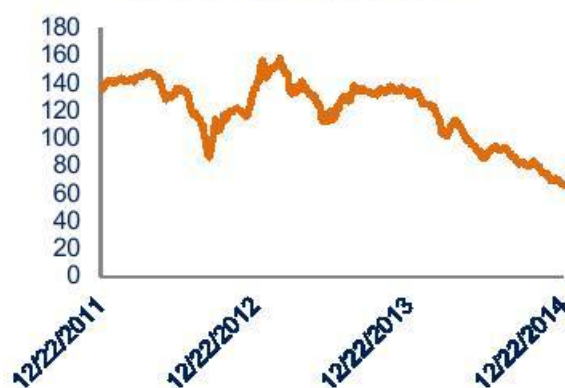
Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, 11T2014 tiêu thụ thép trong nước đạt 4,74 triệu tấn (+12,5%yoy, tương ứng mức tăng 526.956 tấn); có thể thấy lượng cầu thép trong nước được cải thiện đáng kể, tuy nhiên tình trạng Cung vượt xa Cầu vẫn đang tiếp diễn và công suất vận hành thực tế toàn bộ ngành thép xây dựng chưa đạt 50% tổng năng lực sản xuất. Để phác họa bức tranh ngành Thép năm 2014, góc nhìn của chúng tôi sẽ tập trung vào 4 điểm sau: **(1)** Diễn biến giá Nguyên vật liệu; **(2)** Vận tải ngành Thép; **(3)** Tác động của diễn biến giá dầu tới sản xuất và **(4)** Quản lý chất lượng Thép.

Nguyên liệu giảm giá – Biên lợi nhuận cải thiện. Giá nguyên liệu sản xuất thép có xu hướng giảm từ đầu năm do ảnh hưởng chủ yếu từ việc cắt giảm nhu cầu quặng sắt của Trung Quốc; Trung Quốc hiện là nước sản xuất thép lớn nhất Thế giới với sản lượng sản xuất chiếm tới gần 50% tổng cung Toàn cầu; tuy nhiên việc Chính phủ Trung Quốc thắt chặt ngành Bất động sản – ngành chiếm tới gần 55% lượng tiêu thụ thép của nước này đã có tác động mạnh tới ngành thép Trung Quốc khi sản lượng thép thô sản xuất 11T2014 đạt 748,67 triệu tấn, chỉ tăng 1,9%yoy trong khi cùng kỳ 2013 tăng tới 7,8%yoy.

Thị phần Thép Xây dựng trong nước 10T2014



Diễn biến giá Quặng 62% Fe



(Nguồn: Bloomberg, Hiệp hội thép VN, BSC tổng hợp)

Sự suy giảm của giá quặng sắt đã kéo theo sự giảm giá của phôi thép thanh và thép dẹt - HRC trên toàn cầu, trung bình giảm 8,5% từ đầu năm đến tháng 11/2014. Với các công ty trong nước 10T2014, giá nguyên liệu giảm đã dẫn tới giá thành phẩm cũng giảm theo, mức giảm trung bình từ 1,02% - 9,3%. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận định giá nguyên liệu đầu vào giảm đã có tác động tích cực đến việc cải thiện biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp thép, đặc biệt là thép xây dựng như HPG (cùng với việc tăng công suất của lò cao giai đoạn 2, biên LNG của HPG tăng từ mức 17,51% 9T2013 lên mức 21,92% 9T2014). Đối với một số doanh nghiệp Tôn mạ - Ống thép do có sự đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm Ống thép và giảm giá bán thành phẩm để chiếm lĩnh thị trường đã dẫn tới việc biên lợi nhuận gộp 9T2014 giảm đáng kể so với cùng kỳ 2013.

Thị phần Ống thép 10T2014



Thị phần Tôn mạ 10T2014



(Nguồn: Hiệp hội thép VN, BSC tổng hợp)

Vận tải đường bộ – Giá cước biến động mạnh trong năm. Trong năm 2014, với quy định về siết chặt tải trọng, cước phí vận tải đường bộ đã tăng từ 50% - 100%, làm tăng chi phí bán hàng và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp ngành Thép. Tuy nhiên với diễn biến giá xăng dầu giảm lao dốc, cước phí vận tải chỉ được điều chỉnh giảm nhẹ do ảnh hưởng của quy định siết tải trọng từ trước.

Giá dầu giảm – Giảm chi phí sản xuất cho doanh nghiệp Mạ. Xét về góc độ sản xuất, diễn biến giá dầu ảnh hưởng nhiều nhất tới các doanh nghiệp Tôn mạ - Ống thép sử dụng công nghệ mạ NOF do sử dụng khí CNG để làm nóng nguyên liệu trong quá trình mạ (chi phí CNG trung bình chiếm tới 26,67% chi phí sản xuất - bao gồm chi phí vật liệu mạ, khấu hao, nhân công,... chưa bao gồm chi phí nguyên liệu chính).

Quản lý chất lượng thép – Chưa thực sự hiệu quả. Chúng tôi nhận định việc quản lý chất lượng Thép theo thông tư 44/2013/TTLT-BCT-BKHCN (chính thức có hiệu lực từ 01/06/2014) chưa thực sự hiệu quả khi thép hợp kim giá rẻ chứa nguyên tố Bo từ Trung Quốc vào Việt Nam vẫn đang tăng đột biến, có thể lên tới 550.000 – 600.000 tấn trong năm 2014 (cao hơn năm 2013); Hiệp hội thép Việt Nam đang kiến nghị Tổng cục Hải quan thực hiện đầy đủ và nghiêm túc các quy định tại Phụ lục 02 của thông tư này.

Đánh giá KQKD của các doanh nghiệp niêm yết:

Tính đến hết 3 quý 2014, tổng cộng ngành thép có 16 doanh nghiệp trong đó 13 doanh nghiệp có lãi (chiếm 81,25%), còn lại 3 doanh nghiệp thua lỗ (chiếm 18,75%).

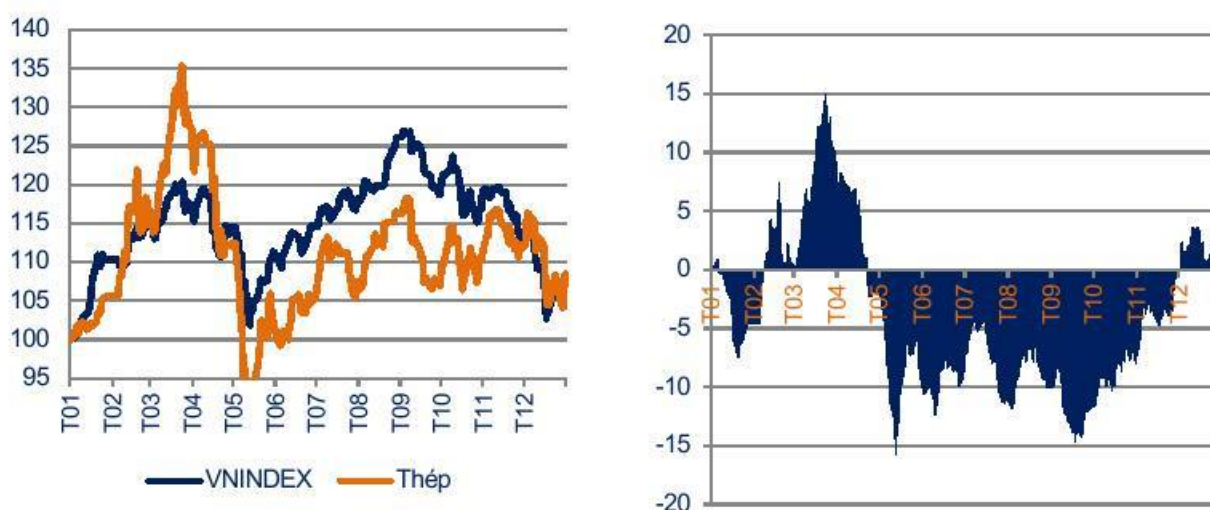
Mã	Vốn ĐL (tỷ đồng) 9T2014	TTS (tỷ đồng) 9T2014	DTT (tỷ đồng) 9T2014	% trên DTT 9T2014					ROA 9T2014	ROE 9T2014	PE 26/12/2014	PB 26/12/2014
				LN gộp	Lãi vay	Cp bán hàng	Cp QLD N	LN thuần				
HPG	4,819	21,054	18,944	21.92%	1.48%	1.35%	2.10%	14.54%	13.08%	24.01%	7.62	2.1
VIS	492	2,273	2,684	6.63%	2.83%	1.60%	1.58%	0.59%	0.70%	2.44%		0.59
HSG	1,008	10,206	11,692	11.51%	1.17%	4.56%	2.64%	2.63%	3.01%	12.93%	11.06	1.91
NKG	399	2,745	4,378	5.39%	1.97%	1.24%	0.78%	1.31%	2.08%	11.75%	5.85	1.07
VGS	376	1,275	1,928	4.17%	1.52%	1.42%	0.95%	1.03%	1.55%	3.98%	9.83	0.51
TLH	807	2,183	2,590	6.12%	1.44%	1.06%	0.93%	2.47%	2.93%	5.93%	29.03	0.66

(Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp)

Doanh thu tăng, giá bán giảm cho thấy tình hình tiêu thụ có nhiều chuyển biến tích cực so với năm trước. Trong 9T2014, doanh thu thuần của các doanh nghiệp thép niêm yết đa phần tăng đáng kể so với cùng kỳ 2013; trong đó tăng mạnh nhất là HPG (+51,86%yoy), theo sau là NKG với doanh thu 9T2014 tăng 38,2%yoy. Với biên lợi nhuận gộp, chỉ có HPG và TLH có biên lợi nhuận tăng mạnh do ưu thế về vận chuyển, công nghệ sản xuất, giá nguyên liệu giảm (HPG) và tăng lượng hàng tự sản xuất với việc đưa nhà máy thép hình Bắc Nam vào hoạt động (TLH). Với mặt hàng Tôn mạ - Ống thép, biên lợi nhuận gộp giảm chủ yếu do việc đẩy mạnh tiêu thụ mặt hàng ống thép hoặc giảm giá bán để cạnh tranh chiếm thị phần trong ngành.

Cổ phiếu ngành thép năm 2014 tăng 8,5% trong khi Vnindex tăng 8,1%. Mặc dù KQKD đã có sự cải thiện nhưng tình trạng dư cung vẫn đang tiếp diễn và ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp trong ngành. Chỉ có 2/8 cổ phiếu có mức tăng tốt là: HPG (+15%), VGS (+11,4%).

Chênh lệch ngành Thép và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP 2015

Năm 2015, mặc dù tiêu thụ thép trong nước được VSA dự báo khả quan với tổng tiêu thụ đạt 13,58 triệu tấn, tăng 11,8% so với 2014, nhưng chúng tôi cho rằng triển vọng chung năm 2015 sẽ ít lạc quan hơn bởi những thách thức sau:

- **Cung sẽ tiếp tục vượt xa Cầu** do năng lực sản xuất của ngành thép hiện lên đến 22 triệu tấn trong khi tổng tiêu thụ thép cả nước chỉ đạt 13 – 14 triệu tấn/năm.
- **Hiệp định Mậu dịch tự do ASEAN – Trung Quốc (ACFTA) được hiện thực hóa tại Việt Nam từ năm 2015.** Chúng tôi đánh giá Hiệp định sẽ có tác động lớn tới ngành thép Việt Nam khi hiện nay công suất vận hành chỉ đạt 50% công suất thiết kế. Trong khi đó thuế nhập khẩu đối với các mặt hàng ống thép hàn từ Trung Quốc sẽ được giảm từ 5% về 0% từ ngày 01/01/2015; ngoài ra thuế nhập khẩu phôi thép để sản xuất thép cây từ Trung Quốc cũng sẽ giảm về mức nhỏ hơn hoặc bằng 20% từ năm 2015 (theo thông tư 166/2014/TT-BTC)

- **Hiệp định FTA Việt Nam – Hàn Quốc dự kiến sẽ ký kết Hiệp định trong khoảng đầu năm 2015**, chúng tôi cho rằng bên cạnh những lợi ích từ việc giá nguyên liệu HRC và CRC được hưởng ưu đãi thuế suất, ngành thép trong nước vẫn phải đối mặt với nguy cơ nhập khẩu thép xây dựng khi Hàn Quốc là một trong 3 nước xuất khẩu sắt thép nhiều nhất vào Việt Nam (chỉ sau Trung Quốc và Nhật Bản), giá trị nhập khẩu sắt thép từ Hàn Quốc 11T2014 là 1,01 tỷ USD trong khi tổng giá trị nhập khẩu sắt thép cả nước là 6,91 tỷ USD.
- **Hiệp định FTA Việt Nam – Liên minh Hải quan, nguy cơ từ thép Nga.** Chúng tôi đánh giá đây là cơ hội với ngành thép Việt Nam khi đa số các doanh nghiệp thép trong nước vẫn phải nhập khẩu thép nguyên liệu phục vụ cho sản xuất, việc có thêm nguồn cung từ Nga với mức giá tốt sẽ đem lại hiệu quả sản xuất cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, nguy cơ cạnh từ thép Nga với những sản phẩm Việt Nam tự sản xuất được là rất lớn do **(1)** Nga là nước sản xuất thép đứng thứ 5 trên Thế giới, công nghệ sản xuất hiện đại (70% sản xuất bằng lò cao) chi phí sản xuất thấp; **(2)** thời gian vận chuyển thép Nga từ vùng Viễn Đông về Việt Nam bằng đường hàng hải khoảng 12 – 15 ngày, xấp xỉ thời gian vận chuyển từ Trung Quốc về Việt Nam (10 ngày), ngoài ra chi phí vận chuyển một tấn thép từ Nga gần tương đương chi phí vận chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam (khoảng 20 USD).
- **Khả năng tăng giá điện trong năm 2015:** do vấn đề về chi phí đặc biệt là khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 8.800 tỷ phải hoàn thành phân bổ trong năm 2015, nên chúng tôi nhận định khả năng cao EVN sẽ tăng giá điện trong năm 2015 (tham khảo triển vọng ngành Điện trang 65)

Mặc dù vậy, cũng giống như nhận định về cơ hội với ngành Xi măng năm 2015, ngành Thép cũng sẽ có được lực đỡ từ những triển vọng sau:

- **Triển vọng khả quan từ ngành Xây dựng và Bất động sản:** nhiều chính sách hỗ trợ cho ngành Bất động sản sẽ có hiệu lực từ năm 2015 cùng với nhu cầu đầu tư phát triển hạ tầng được dự báo tăng mạnh qua đó tạo động lực tăng trưởng cho ngành Xây dựng và Vật liệu xây dựng (tham khảo triển vọng ngành Bất động sản và Xây dựng).
- **Giá dầu được dự báo sẽ chạm đáy vào giữa năm 2015:** Morgan Stanley dự báo giá dầu có thể về mức 43 USD/thùng thời điểm Q2/2015, qua đó sẽ làm giảm giá nhiên liệu đầu vào cũng như chi phí vận tải, giúp biên lợi nhuận của doanh nghiệp được cải thiện. Ngoài ra, giá dầu tạo đáy và đi lên sẽ là tín hiệu tốt cho doanh nghiệp do mức độ tăng của doanh thu thường cao hơn mức độ tăng của chi phí.
- **Lãi suất cho vay trong nước được duy trì ở mức thấp và tỷ giá được kiểm soát ổn định:** với tình hình kinh tế vĩ mô khả quan, lãi suất được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp và biên độ điều chỉnh tỷ giá USD/VND sẽ không vượt quá 2%, giúp ổn định chi phí tài chính cho doanh nghiệp.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhìn lại báo cáo triển vọng Ngành năm 2014 chúng tôi đã nhận định chính xác với ngành Thép khi hiệu suất của 3 mã khuyến nghị dài hạn là HPG, HSG và VGS đạt trung bình 31,04% cao hơn tăng trưởng của VNIndex và HNXIndex (tăng lần lượt 8,15% và 22,16%).

Ngành thép năm 2015 như nhận định của BSC sẽ ít thuận lợi so với 2014, điều này dẫn đến quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành thép năm 2015. Nhưng chúng tôi vẫn đưa ra khuyến nghị đầu tư Trung và Dài hạn với HPG, HSG và NKG. Chúng tôi đánh giá do đây là những doanh nghiệp sẽ tận dụng được môi trường kinh doanh 2015 và giá cổ phiếu vẫn chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng.

- **HPG:** Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Mua trung và dài hạn cổ phiếu HPG với EPS 2015 dự báo đạt 6.838 đồng/cp (số lượng 481.908.175 cổ phiếu), và giữ nguyên mức giá mục tiêu 1 năm là 68.000 đồng/cp trong BCPTDN HPG. Triển vọng HPG trong dài hạn như sau:
 - **Ưu thế về thị phần.** Nếu xét các doanh nghiệp đơn lẻ, HPG là doanh nghiệp đầu ngành thép với thị phần thép xây dựng (khoảng 18,6%) và ống thép đứng số 1 cả nước (khoảng 19,8%).
 - **Công suất sản xuất được mở rộng:** bên cạnh việc tăng công suất lò cao 1 từ 350.000 tấn/năm lên thành 450.000 tấn/năm (tăng 20% công suất so với trước đây) lò cao số 3, đang được tiến hành xây dựng, công suất dự kiến là 750.000 tấn/năm, thời gian dự kiến hoàn thành vào tháng 3/2016, với tổng vốn đầu tư 3.000 tỷ đồng hoàn toàn bằng vốn tự có.
 - **Biên lợi nhuận gộp cao nhất ngành:** khu liên hợp gang thép Hòa Phát có hệ thống cảng sông, do đó dễ dàng vận chuyển thành phẩm bằng đường thủy giúp tiết giảm chi phí vận tải so với các doanh nghiệp cùng ngành. Thêm vào đó việc chủ động sản xuất từ nguyên liệu đầu vào là quặng sắt và than trong cả khu liên hợp, giúp HPG có lợi thế mua nguyên liệu trong nước, đảm bảo giá vốn thấp nhất trong ngành.
- **NKG:** Chúng tôi khuyến nghị Mua trung và dài hạn cổ phiếu NKG với giá mục tiêu 1 năm là 19.105 đồng/cp (+42,57% so với mức giá ngày 31/12/2014), EPS 2015 được dự đoán đạt 2.934 đồng/cp. Chúng tôi dự báo NKG sẽ có những bước tiến mới trong thời gian tới với doanh thu, biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế tiếp tục tăng trưởng tốt do:
 - **Tốc độ tăng trưởng nhanh, thị phần lớn:** từ mức thị phần ống thép chỉ chiếm 0,1% và thị phần tôn mạ chỉ chiếm 5,9% thời điểm 10T2012 (trước khi hoàn thành chuỗi sản xuất khép kín) đã vươn lên mức 4,3% và 12,5% 10T2014, đứng vị trí thứ 2 về tiêu thụ tôn mạ và nằm trong top 10 về tiêu thụ ống thép
 - **Từ năm 2015, chủ động hoàn toàn thép cán nguội cho sản xuất.** Dự kiến NKG sẽ đưa vào hoạt động thêm 01 dây chuyền cán nguội mới từ T1/2015, sau đó dây chuyền mạ lạnh (sản phẩm có biên lợi nhuận cao nhất) cũng sẽ được vận hành từ tháng 5, qua đó giúp NKG tăng sản lượng tiêu thụ và tiết giảm mạnh chi phí sản xuất do không phải tiếp tục mua thép cán nguội từ nhà cung cấp khác trong nước.

- **HSG:** Chúng tôi khuyến nghị Mua trung và dài hạn cổ phiếu HSG với giá mục tiêu 1 năm 50.994 đồng/cp (+7.36% so với mức giá ngày 31/12/2014), EPS 2015 dự kiến đạt 4.857 đồng. Triển vọng cổ phiếu HSG trong dài hạn như sau:
 - **Là doanh nghiệp đầu ngành tôn mạ và ống thép** với sản lượng tiêu thụ tôn mạ 10T2014 đạt 532.466 tấn, chiếm 35,5% thị phần cả nước. Tiêu thụ ống thép đạt 170.079 tấn, chiếm thị phần 18,64%.
 - **Hệ thống phân phối bán lẻ duy nhất trong ngành Thép:** HSG sở hữu hệ thống 147 chi nhánh phân phối – bán lẻ trên toàn quốc với 5 tổng kho; tạo cho doanh nghiệp lợi thế chủ động về phân phối sản phẩm khi có biến động về giá và chính sách bán hàng. HSG mục tiêu đạt 304 chi nhánh vào cuối NĐTC 2016-2017
 - **Biên lợi nhuận sẽ cải thiện trong năm 2015:** với việc đưa thêm 2 dây chuyền cán nguội công suất thiết kế mỗi dây chuyền 200.000 tấn/năm vào hoạt động trong tháng 6 và tháng 8/2014 đã giúp biên lợi nhuận gộp quý 4 năm tài chính 2013 – 2014 cải thiện, tăng từ 11,94% (6T2013-2014) lên mức 12,37% Q4 2013-2014. Do đó, với việc đáp ứng đủ nguyên liệu thép cán nguội cho sản xuất và không phải mua thương mại nguyên liệu sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của HSG được cải thiện trong năm tài chính 2014-2015.
 - **Tăng công suất Ống thép trong năm 2015:** trong năm 2015 nhà máy ống thép Hoa Sen Bình Định với công suất 100.000 tấn/năm và hai giai đoạn 1, 2 của nhà máy tôn Hoa Sen Nghệ An công suất 100.000 tấn ống thép/năm sẽ được hoàn thành và đi vào hoạt động, qua đó giúp HSG tăng sản lượng ống thép tiêu thụ, doanh thu và lợi nhuận.

Mã CK	DT 2014E (tỷ đồng)	LN 2014E	DT 2015E	LN 2015E	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
HPG	24,690	3,300	24,944	3,295	6,838	7.75	1.83	53,000	68,000	28.30%
NKG	5,888	80	7,642	117	2,934	4.57	0.85	13,400	19,105	42.57%
HSG	14,990	410	16,489	468	4,857	9.78	1.61	47,500	50,994	7.36%

Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH THỦY SẢN

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH THỦY SẢN 2014

Ngành thủy sản bội thu nhờ tôm thẻ chân trắng. Kim ngạch xuất khẩu toàn ngành năm 2014 đạt 7,92 tỷ USD, tăng 18% so với 2013 và vượt 11,6% so với kế hoạch. Trong đó, tôm chiếm 50% kim ngạch tương đương 4.1 tỷ USD (+25%) và cá tra đạt 1.8 tỷ USD (+14%), chiếm 23%.

Tổng hợp KQKD 9 tháng 2014 của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết

Công ty	Doanh thu (tỷ)		Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	
	9T2014	So với 9T2013	9T2014	So với 9T2013
MPC	10,798	47%	565.12	263%
FMC	2,139	42%	39.66	663%
HVG	11,277	46%	367.24	42%
VHC	4,311	16%	383.18	138%
ANV	1,917	5%	45.12	21%
IDI	1,611	47%	87.50	184%
ACL	603	-17%	13.49	-326%
TS4	657	-7%	14.24	-2%
ABT	349	-17%	63.40	25%

Nguồn: BCTC các công ty, BSC tổng hợp

Trong khi doanh nghiệp tôm có kết quả hoạt động cốt lõi tích cực, phần lớn lợi nhuận ngành cá tra đến từ các mảng kinh doanh khác. Doanh thu MPC, FMC tăng trên 40% so với cùng kỳ và LNST 9 tháng tăng từ 2.6 đến 6.6 lần. Ngoại trừ VHC có hiệu quả kinh doanh cốt lõi vượt trội, các doanh nghiệp cá tra khác tăng trưởng chủ yếu nhờ các mảng khác như thức ăn chăn nuôi, bánh đậu nành (HVG) hay bất động sản, dầu ăn (IDI).

Về thị trường

- **Giá bán và kim ngạch tôm xuất khẩu tăng mạnh tại tất cả các thị trường, chiếm vị thế số 1 tại Nhật Bản và Hàn Quốc.** Trong khi kim ngạch nhập khẩu tôm tại Nhật giảm 20% vì đồng yên mất giá, xuất khẩu tôm từ Việt Nam sang Nhật vẫn tăng 10%. Xuất khẩu tôm sang Hàn Quốc tăng 50% về khối lượng và 87% về giá trị, chiếm 44% thị phần. Nhờ (1) tận dụng thời cơ giá tăng khi sản lượng tôm từ Trung Quốc và Thái Lan giảm đột ngột vì dịch EMS và (2) tập trung sản phẩm có giá trị gia tăng lớn, các doanh nghiệp tôm Việt tạo được vị thế cao trên thế giới.
- **Xuất khẩu tôm vào Mỹ tăng 57%, đứng thứ 3 tại Mỹ với 15% thị phần.** Giá bán tôm tại Mỹ liên tục tăng từ 2013 tới giữa 2014 do đồng USD tăng giá và lượng cung tôm chưa hồi phục từ dịch EMS. Tuy nhiên, kim ngạch có xu hướng giảm, đặc biệt từ tháng 10 vì (1) thiếu hụt lượng cung tôm thế giới được bù đắp khi sản lượng tại Indonesia, Ecuador và Việt Nam tăng mạnh khiến giá giảm dần và (2) chính thức tăng thuế CBPG tôm Việt Nam từ 0% lên 4.98%-25.76%.
- **Xuất khẩu cá tra giảm tại các thị trường lớn nhất Mỹ (-15%) và EU (-11%), tăng mạnh tại Braxin (+20%), ASEAN (+12%), Trung Quốc (+16%).** Nguyên nhân chính là do (1) Thuế CBPG

cá tra toàn quốc xuất sang Mỹ tăng từ 2.11 (POR 9 chính thức) lên 2.39 (POR10 sơ bộ), và (2) uy tín tại EU bị ảnh hưởng nặng nề do số lô tồn dư kháng sinh cấm tăng đột biến từ 2 lô (2013) lên 24 lô (2014). Nga cho phép nhập khẩu trở lại từ tháng 8/2014 cũng hỗ trợ ngành cá cuối năm.

Về nguyên liệu đầu vào

- Sản lượng nuôi tôm tăng 20%, sản lượng cá tương đương 2013.** Ngoài ra, lần đầu tiên Việt Nam đứng top 4 nước nhập khẩu tôm, chủ yếu từ Ecuador và Ấn Độ nhằm chế biến và tái xuất.

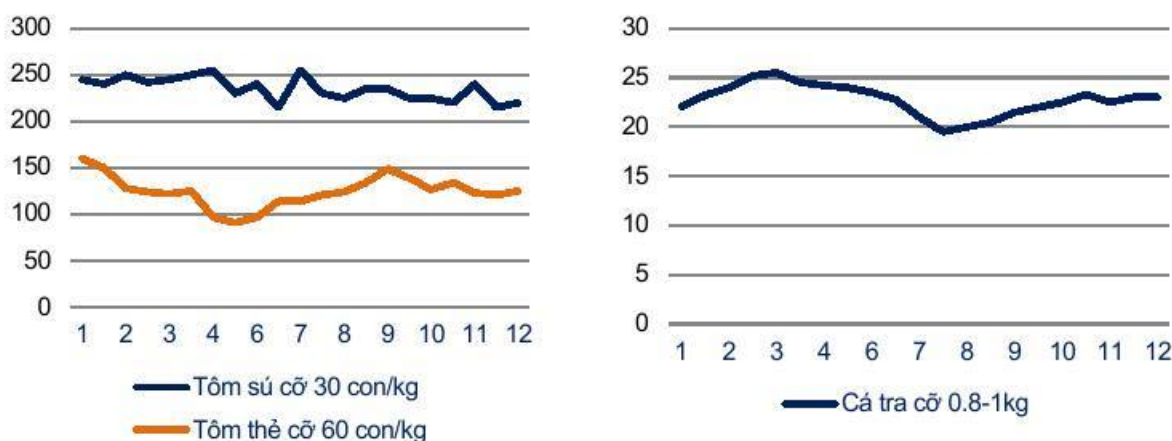
Sản lượng nuôi trồng thủy sản năm 2013-2014

	2013	2014	Thay đổi
Tổng sản lượng thủy sản	6 triệu tấn	6,3 triệu tấn	+ 4.4%
Tôm nuôi (tôm sú và tôm thẻ)	548 nghìn tấn	660 nghìn tấn	+20.4%
Cá tra⁴	1.06 triệu tấn	1.07 triệu tấn	+1%

Nguồn: Thống kê Tổng cục Thủy sản 2014

- Giá tôm và cá tra nguyên liệu trong nước vẫn biến động lớn** do nuôi trồng mang tính tự phát cao khiến dịch bệnh bùng phát nhanh. Tổng diện tích nuôi bị bệnh lên tới 22,624ha, chiếm 3.3% tổng diện tích thả nuôi của cả nước.

Diễn biến giá tôm sú, tôm thẻ chân trắng và cá tra trong năm 2014



Nguồn: VASEP, CASEP

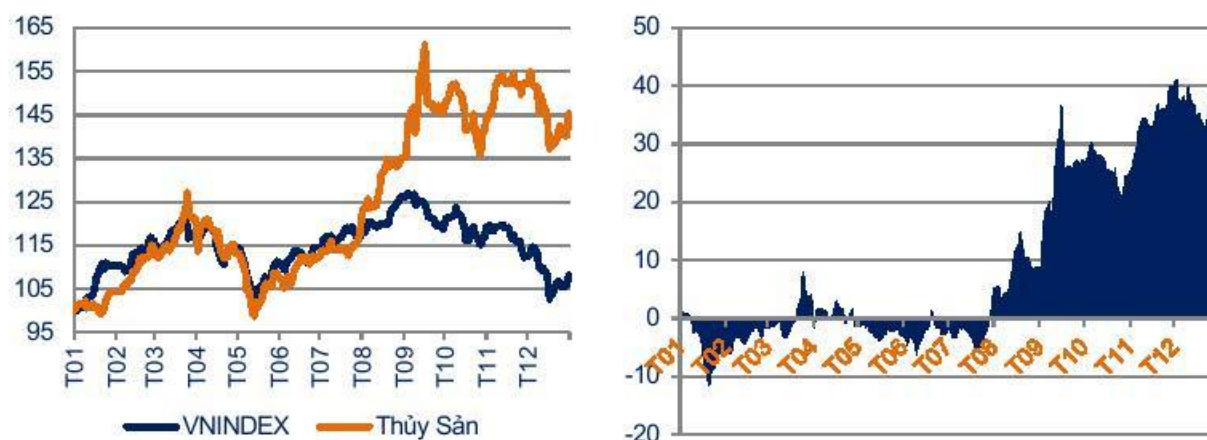
Nghị định số 36/2014/NĐ-CP siết chặt chỉ tiêu độ ẩm 83% cùng tỷ lệ mạ băng 10% và quy định phải đăng ký hợp đồng xuất khẩu với Hiệp hội cá tra Việt Nam, thể hiện rõ quyết tâm nâng cao chất lượng cá tra trên thị trường. Tuy nhiên, do tập quán mạ băng tỷ lệ cao để gia tăng trọng lượng cá trong thời gian dài, việc áp dụng 02 chỉ tiêu trên sẽ khiến giá xuất khẩu tăng mạnh đột ngột, gây khó khăn cho doanh nghiệp và đã được lùi thời hạn thi hành sang năm 2016.

Cổ phiếu ngành thủy sản năm 2014 tăng 45,4% trong khi VNindex tăng 8,1%. Sau khi có diễn biến cùng nhịp với VNindex trong 9 tháng đầu năm, các cổ phiếu ngành thủy sản bắt đầu tăng mạnh trong 3

⁴ Số liệu 11 tháng

tháng cuối năm. Sự phân hóa diễn ra khá mạnh trong ngành khi các cổ phiếu của các doanh nghiệp tôm có mức tăng mạnh như FMC (+98%), CMX (+38,5%), trong khi giá cổ phiếu của các doanh nghiệp cá tra chỉ chủ yếu tăng nhẹ ngoại trừ 2 doanh nghiệp đầu ngành là VHC (+142%), HVG (+20%)

Chênh lệch ngành Thủy Sản và Vnindex



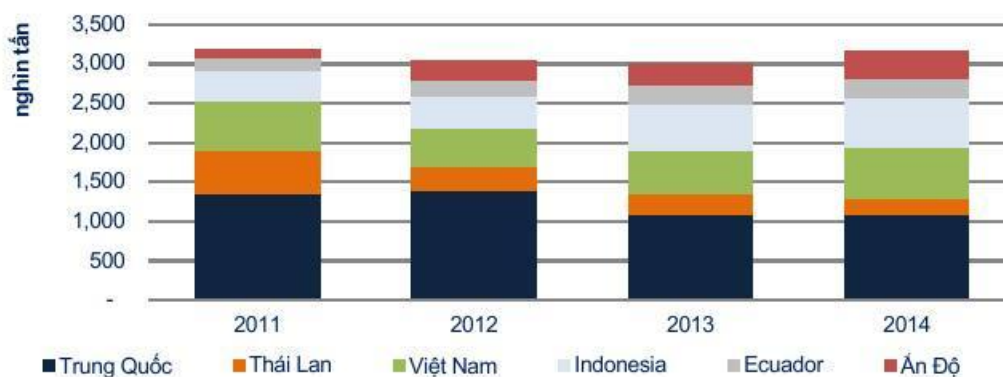
Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH THỦY SẢN NĂM 2015

- Ngành Tôm duy trì triển vọng tích cực dù không còn lợi thế về giá xuất khẩu

Giá xuất dự báo giảm do lượng cung thế giới trở lại mức trước dịch EMS. Dự báo lượng cung tôm có thể tăng thêm 15% tương đương trước dịch do Trung Quốc và Thái Lan dần ổn định sản xuất trong năm 2014 và sẽ hồi phục năm 2015.

Thông kê lượng cung tôm từ 6 nước có sản lượng cao nhất thế giới



Nguồn: Uner Barry, FAO, VASEP, BSC

Thị trường Mỹ dự báo sẽ tích cực hơn do kinh tế hồi phục và kỳ vọng thuế CBPG giảm. Sau nhiều nỗ lực kiến nghị của Việt Nam, WTO đã ra phán quyết ủng hộ 7/11 luận điểm của Việt Nam trong vụ áp thuế CBPG với phương pháp quy về 0 (zeroing) thiếu khoa học, có lợi cho tôm Việt Nam trong lần xem xét tới vào tháng 3/2015.

Thị trường EU: Cơ hội mở rộng phân khúc cao cấp nhờ FTA trong bối cảnh Thái Lan không còn ưu đãi thuế và có thể bị áp quota hay cấm nhập khẩu. Ngoài việc thuế tăng từ 4%-7% lên 12%-20% từ năm 2014, các hình phạt do cáo buộc khai thác trái phép và bóc lột lao động nhiều khả năng áp dụng trong năm 2015 là rào cản lớn cho tôm Thái. FTA Việt Nam – EU tiếp tục đàm phán và nếu được ký kết trong năm tới sẽ mở rộng cửa giúp tôm Việt Nam chiếm lĩnh thị trường này.

Thị trường Nhật có thể bị ảnh hưởng từ việc đồng yên tiếp tục mất giá và rào cản kháng sinh. Do tôm là mặt hàng có giá trị cao, đồng yên tiếp tục yếu đi khiến nhu cầu tôm có thể bị ảnh hưởng trong năm tới. Đặc biệt khi cơ cấu mua ngoài vẫn chiếm tỷ trọng áp đảo và dịch bệnh có nguy cơ lan rộng, doanh nghiệp dễ vi phạm các quy định khắt khe về kháng sinh tại Nhật trong năm tới.

- **Ngành Cá tra tiếp tục khó khăn về thị trường nhưng biên lợi nhuận dự báo tích cực hơn**

Yếu tố thuận lợi

Diễn biến giá bánh đậu nành và ngô trong nửa cuối năm 2014



Nguồn: Indexmundi

Chi phí thức ăn dự báo giảm 5%, biên lợi nhuận sẽ cải thiện rõ rệt tại các doanh nghiệp có chuỗi sản xuất khép kín và tỷ lệ tự chủ cao. Giá nguyên liệu đầu vào sản xuất thức ăn như ngô và bánh đậu nành (chiếm 60% giá vốn thức ăn) đã giảm 20% so với nửa đầu năm 2014. Nhưng do thị trường thức ăn tập trung ở một số nhà cung cấp lớn đồng thời giá bột cá tăng mạnh, các doanh nghiệp có nhà máy thức ăn và chế biến phụ phẩm sẽ nắm ưu thế vượt trội.

Màng kinh doanh giá trị gia tăng từ phụ phẩm được đẩy mạnh trong năm tới. Mỡ cá tra là phụ phẩm với sản lượng toàn ngành 140 nghìn tấn/năm, chủ yếu sử dụng làm nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi. Một số doanh nghiệp đã đầu tư công nghệ cao, chế biến thành công các sản phẩm có giá trị như dầu ăn (IDI) và collagen (VHC) từ mỡ cá.

Lợi thế vượt trội khi thuế nhập khẩu giảm mạnh nhờ các hiệp định tự do thương mại. FTA với Liên minh Hải quan Nga-Belarus-Kazakhstan hạ thuế nhập khẩu thủy sản từ 18% về 0% trong khi các đối thủ Thái Lan và Trung Quốc vẫn chịu mức thuế 18%. FTA với Hàn Quốc cũng chính thức kết thúc đàm phán, kỳ vọng giảm mạnh thuế suất cho thủy sản hiện đang ở mức 10%-30%.

Thuế cho doanh nghiệp thủy sản giảm về 20% năm 2015 và 15% từ 1/1/2016 theo kiến nghị của Chính phủ dự báo cũng sẽ được phê duyệt đầu năm tới.

Yếu tố khó khăn

Rào cản thương mại nhằm bảo hộ thủy sản nội địa tại hai thị trường lớn nhất Mỹ và Braxin. Mỹ nhiều khả năng tiếp tục áp thuế CBPG lên cá tra Việt Nam trong các năm tới. Luật Nông trại nếu được thi hành sẽ cấm Việt Nam xuất khẩu cá tra vào Mỹ cho tới khi đạt tiêu chuẩn sản xuất như tại Mỹ, nhưng thời điểm thi hành chưa xác định. Braxin ngừng cấp mới hạn ngạch nhập khẩu cá tra từ Việt Nam từ cuối 2014 cũng là yếu tố bất lợi lớn.

Giá cá dứa tiếp tục biến động. Việc quy hoạch vùng nuôi cá tra sẽ có cải tiến trong năm tới dưới tác động của Nghị định 36 nhưng tập quán canh tác tự phát sẽ khiến giá cá còn nhiều biến động. Chỉ các doanh nghiệp có tỷ lệ tự chủ cao mới giảm được tác động này.

Đồng rúp mất giá 50% so với đầu năm gây bất lợi về thanh toán cho các doanh nghiệp. Vấn đề khó khăn trong thanh toán là điểm yếu trong giao thương với Nga, ngay cả trước khủng hoảng đồng rúp. Do sử dụng đòn bẩy tài chính ngắn hạn tỷ lệ cao, các doanh nghiệp sẽ chịu áp lực trả lãi và có khả năng dự phòng phải thu tăng trong năm tới khi phía Nga gặp khó khăn đổi từ rúp sang USD.

Do vấn đề tồn dư chất kháng sinh bị cảnh báo nhiều lần, không loại trừ khả năng EU sẽ ban hành lệnh cấm nhập khẩu thủy sản từ Việt Nam từ 2015. Chúng tôi dự báo khả năng này ít xảy ra, nhưng nếu xảy ra sẽ khiến toàn ngành bị ảnh hưởng nặng về doanh số và uy tín. Đây là thông tin quan trọng đáng lưu tâm trong tháng 1/2015 khi NAFIQAD và EU có câu trả lời chính thức cho vụ việc.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Chúng tôi đánh giá ngành thủy sản còn nhiều khó khăn về thị trường xuất khẩu trong năm tới, và duy trì nhận định **TRUNG LẬP** với ngành thủy sản. Chúng tôi cho rằng chỉ những doanh nghiệp chú trọng đầu tư cho vùng nuôi và sản phẩm giá trị gia tăng (dầu cá, collagen,...) mới có thể duy trì vị thế và tăng trưởng. Trong đó chúng tôi lưu ý 3 doanh nghiệp: VHC, FMC, IDI.

- **VHC** có ưu thế vượt trội tại Mỹ, là công ty duy nhất không bị đánh thuế CBPG cho tới T3/2017, doanh thu vào Mỹ chiếm 55% tỷ trọng xuất khẩu. Trong năm 2014, ngoài khoản lợi nhuận đột biến từ việc bán VHF, hoạt động kinh doanh cốt lõi rất hiệu quả, tăng trưởng 22%. Năm 2015, với tỷ lệ tự chủ 100% nguyên liệu, giá vốn của VHC có khả năng giảm 5% nhờ giá bánh đậu nành và ngô giảm mạnh. Ngoài ra, dự báo VHC sẽ bán nhà máy gạo hoạt động kém hiệu quả và mua thêm 1 nhà máy chế biến cá trong năm tới do công suất hiện nay đã gần 90%. Collagen là sản phẩm cao cấp, khó kỳ vọng đóng góp ngay lợi nhuận lớn, nhưng sẽ cải thiện rõ rệt biên lợi nhuận cho VHC trong dài hạn, ước tính LNST 2015 đạt 30 tỷ. Chúng tôi khuyến nghị mua trung và dài hạn cổ phiếu VHC với dự báo doanh thu 2015 đạt 7,130 tỷ, EPS 4,983 đ/cp.
- **FMC** chủ yếu xuất khẩu tôm giá trị gia tăng với cơ cấu 50% sang Mỹ, 35% sang Nhật và 5% sang Hàn Quốc, 5% sang EU. Công ty có vị thế cao, đứng đầu tại thị trường Nhật và Hàn Quốc. Tăng trưởng năm tới phụ thuộc việc đầu tư nuôi trồng, giảm tỷ lệ mua ngoài, đảm bảo kiểm soát chất lượng cho các thị trường cao cấp. Nhờ đó, tỷ trọng doanh thu được miễn thuế cũng được

tăng lên. Công suất chế biến dự báo tăng 30% sau khi nhà máy mới khánh thành trong Quý I/2015. Dù dự báo doanh thu có thể đạt 3,600 tỷ năm 2015 và P/E forward khá hấp dẫn, nhà đầu tư nên cân nhắc đặc trưng ngành tôm là rủi ro dịch bệnh ở mức cao.

- **IDI** Kỳ vọng lớn nhất là mảng kinh doanh dầu ăn đóng chai chiết xuất từ mỡ cá tra. IDI đặt mục tiêu phục vụ cả bán lẻ trong nước và xuất khẩu với các hợp đồng sắp triển khai trong năm 2015 sang Trung Đông, Thái Lan và Campuchia, dự báo đạt 500 tỷ/năm, đóng góp khoảng 20% doanh thu. Được chính thức bán trên thị trường từ 10/2014, lợi nhuận mảng này năm 2014 khó đạt kỳ vọng do chi phí quảng cáo ban đầu rất cao, nhưng với biên lợi nhuận gộp khoảng 25%, dầu ăn chắc chắn sẽ cải thiện rõ rệt kết quả kinh doanh cho IDI trong thời gian tới. Với tỷ lệ tự chủ 80%, có sẵn công ty liên kết chế biến bột cá và kế hoạch xây dựng nhà máy thức ăn trong năm 2015, IDI cũng có cơ hội cải thiện giá vốn từ đà giảm của nguyên liệu thức ăn. Dự báo Doanh thu 2015 đạt 2,641 tỷ và LNST đạt 191 tỷ.

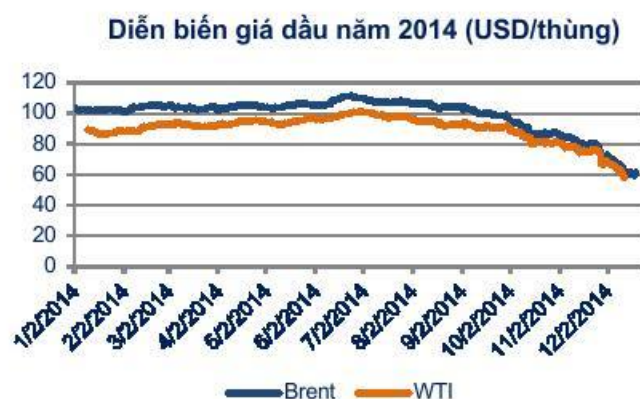
Mã CK	DT 2014E (tỷ đồng)	LN 2014E	DT 2015E	LN 2015E	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
VHC	6,200	445	7,130	463	4,983	7.34	2.04	37,900	44,850	18.34%
FMC	2,862	51	3,600	77	3,870	5.94	1.58	22,800	30,960	35.79%
IDI	2,344	106	2,641	191	1,908	6.13	1.32	11,200	14,311	27.78%

Nguồn: BSC Dự báo

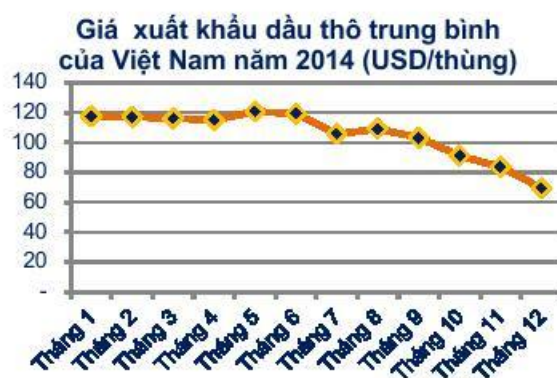
TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2014

Sản lượng dầu thô xuất khẩu của Việt Nam tăng để bù đắp cho sự giảm giá: theo báo cáo của PVN ngày 30/12/2014, tính cả năm 2014 sản lượng khai thác quy dầu đạt 27.6 triệu tấn trong đó khai thác quy dầu đạt 17.39 triệu tấn và khai thác khí đạt 10.20 tỷ m³, tăng lần lượt 4.1% và 4.6% so với năm 2013. Theo thống kê của Tổng cục Hải Quan, tính 1/1/2014 đến 15/12/2014, giá xuất khẩu dầu thô trung bình chỉ đạt 107.9 USD/thùng, giảm 7% so với giá cùng kỳ đạt 116.2 USD/thùng, trong khi đó, sản lượng xuất khẩu dầu thô của Việt Nam đạt 8.66 triệu tấn, tương đương 6.92 tỷ USD, tăng so với cùng kỳ lần lượt là 8.31% và 5.46%.

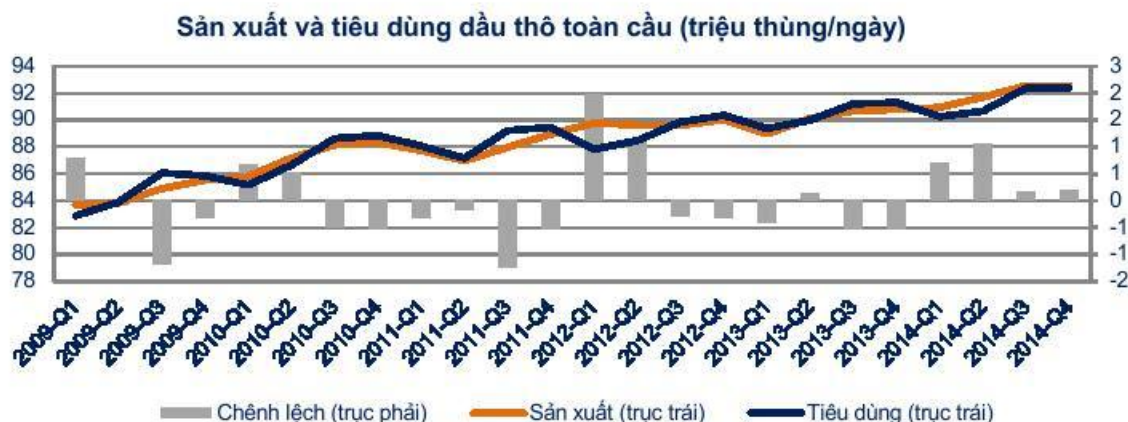


Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Tổng cục hải quan

Thị trường dầu mỏ chuyển từ dư cầu sang dư cung: Theo ước tính của Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA), năm 2014, nguồn cung dầu thô toàn cầu đạt 91.96 triệu thùng/ngày, tăng 1.8 triệu thùng/ngày. Trong khi đó, nhu cầu dầu thô toàn cầu chỉ đạt 91.44 triệu thùng/ngày, tăng 0.96 triệu thùng/ngày. Như vậy, từ tình trạng dư cầu 0.32 triệu thùng/ngày vào năm 2013, thị trường dầu mỏ thế giới đã chuyển sang trạng thái dư cung với mức ước tính năm 2014 là 0.52 triệu thùng/ngày



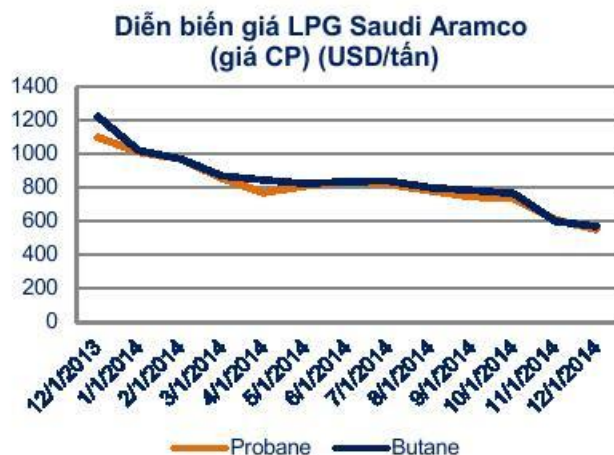
Nguồn: EIA

Giá dầu lao dốc: Kể từ mốc đỉnh từ giữa tháng 6 đến cuối năm 2014, giá dầu đã giảm hơn 50% xuống mức thấp nhất trong 5 năm do nhiều nguyên nhân tác động gồm có:

- **“Cuộc cách mạng dầu đá phiến”** giúp sản lượng dầu thô của Mỹ tăng đến 70% từ năm 2008 lên mức 8.7 triệu thùng/ngày (9.5% sản lượng dầu thô sản xuất toàn cầu) đồng thời nguồn dầu dự trữ chiến lược của Mỹ cũng tăng lên mức 730 triệu thùng- mức cao nhất tính từ năm 1982.
- **Nguồn cung từ Lybia tăng trở lại** từ mức 0.2 triệu thùng/ngày trong tháng 1/2014 lên 0.9 triệu thùng/ngày (theo số liệu của EIA), giảm thiểu nỗi lo về việc ảnh hưởng xung đột nội bộ lên việc sản xuất dầu mỏ của quốc gia này. Trong khi đó Nhu cầu dầu thô yếu đi do triển vọng kinh tế tiêu cực của Châu Âu và tăng trưởng kinh tế chậm lại tại Trung Quốc.
- **Cuộc chiến nội bộ OPEC:** các nước nghèo trong OPEC như Iran, Iraq, Libya và Venezuela muốn cắt giảm sản lượng để giữ giá dầu, hạn chế thâm hụt ngân sách. Ngược lại, các nước giàu như Saudi Arabia, Kuwait, Qatar tuyên bố không cắt giảm sản lượng, các nước này không những muốn duy trì thị phần trước sự cạnh tranh của dầu đá phiến, mà còn muốn tranh thủ cơ hội để chiếm lĩnh thị trường.
- **Trừng phạt kinh tế đối với Nga:** do xung đột ở Ukraine, liên minh châu Âu (EU) và Mỹ áp đặt nhiều lệnh cấm vận với Nga, trong đó các biện pháp trừng phạt nhằm vào các ngành năng lượng sẽ có ảnh hưởng nhiều nhất tới quốc gia này do doanh thu từ xuất khẩu năng lượng đóng góp hơn 50% ngân sách chính phủ và 25% GDP của Nga.

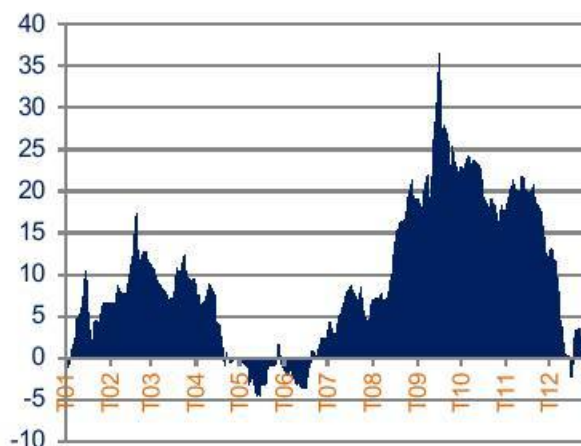
Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ dầu khí (PVD, PVS, PXS, PVC, PVB) tăng trưởng mạnh trong 9 tháng 2014 nhờ việc đẩy mạnh khai thác bù đắp cho việc giảm giá dầu cùng với triển khai nhiều dự án dầu khí lớn như Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn, dự án Nam Côn Sơn 2- giai đoạn 1, dự án Thái Bình – Hàm Rồng....Đặc biệt có một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tăng trưởng đột biến như PVC, PVB, PXS với lợi nhuận đều tăng hơn 100% so với cùng kỳ.

Các doanh nghiệp kinh doanh LPG gặp khó khăn do giá bán liên tục giảm: Theo chu kỳ mùa vụ hàng năm, giá khí thiên nhiên cũng như giá LPG tăng từ quý 3 nhờ nhu cầu khí đốt trong mùa đông tăng mạnh. Tuy nhiên, năm 2014, do ảnh hưởng của việc giảm giá dầu, giá LPG đã giảm đến 32%, từ mức 485 nghìn đồng/bình 12 kg vào tháng 12/2013 xuống còn 328 nghìn đồng/bình 12 kg vào tháng 12/2014. Do vậy hoạt động kinh doanh khí LPG của các doanh nghiệp như PVG, PGS, PCG, PGC gặp nhiều khó khăn trong năm 2014, đặc biệt là các doanh nghiệp có lượng tồn kho đầu năm lớn như PVG, PGS. Cụ thể, PVG ghi nhận lỗ lũy kế năm 2014 là 5.31 tỷ đồng tính đến quý 3/2014, và lợi nhuận mảng kinh doanh LPG của PGS giảm 16% trong 6 tháng đầu năm 2014.



Tính chung cả năm 2014, ngành dầu khí tăng 6,08% trong khi VNIndex tăng 8,1%. Các cổ phiếu dầu khí outperform so với Index trong phần lớn thời gian của năm khi nhiều doanh nghiệp có KQKD tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ như PVC, PVB, PVS,...nhưng sự sụt giảm của giá dầu từ tháng 10 đã khiến giá của các cổ phiếu dầu khí giảm mạnh và làm giảm hiệu suất của ngành trong các tháng cuối năm.

Chênh lệch ngành Dầu khí và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2015

Chúng tôi nhận định ngành dầu khí sẽ tiếp gặp khó khăn trong năm 2015 với việc dự báo giá dầu tiếp tục giảm mạnh dẫn đến việc cắt giảm sản lượng, giảm nhu cầu và giá các dịch vụ dầu khí chung của khu vực. Nếu giá dầu trung bình năm 2015 giảm xuống 60 USD/thùng thì lợi nhuận của PVN sẽ còn khoảng 21,000 tỷ đồng, giảm 54% so với năm 2014. Tổng hợp các dự báo của các tổ chức, giá dầu trung bình trong năm 2015 sẽ khoảng 70\$/thùng.

Theo nghiên cứu của một số tổ chức như Citi bank, Rystad Energy, chi phí hòa vốn cho việc khai thác dầu ở khu vực biển Đông vào khoảng 20-70 USD/thùng. Do vậy, nhiều khả năng giá dầu giảm xuống mức 40 USD/thùng, một số mỏ khai thác dầu của Việt Nam có thể phải ngừng khai thác. Việc giảm sản lượng hoặc ngừng khai thác sẽ dẫn đến giảm nhu cầu và giá các dịch vụ dầu khí, giảm mạnh doanh thu

và lợi nhuận của các doanh nghiệp thuộc nhóm Upstream và Midstream (PVD, PVC, PVS, PXS, PVB, GAS). Trong khi các doanh nghiệp thuộc nhóm Downstream (GAS, PGS, CNG, PVG, PGC, PCG, PGD) sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn.

Theo thống kê của chúng tôi, trong 9 lần điều chỉnh gần đây của giá dầu, thời gian điều chỉnh kéo dài trung bình trong 7 tháng, mức giảm trung bình là 47%. Mức giảm mạnh nhất là 77% - đây là giai đoạn suy thoái năm 2008. Cá biệt là năm 1997 và 1987 giá dầu giảm kéo dài 14 và 15 tháng. Lần này giá dầu cũng đã có dấu hiệu giảm từ tháng 7/2014 và đã kéo dài được 5 tháng.

Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ tiếp tục đi theo xu hướng giảm trong 6 tháng đầu năm 2015 và dư cung mạnh nhất sẽ rơi vào Q2/2015, trong khi đó nhu cầu về dầu sẽ tăng trưởng chậm lại. Sự phục hồi của giá dầu được dự báo sẽ đến vào 2 quý cuối năm.

Những yếu tố hỗ trợ:

- **Nhiều dự án dầu khí trên bờ (onshore) lớn được triển khai trong năm 2015** gồm các nhà máy nhiệt điện Long Phú, Sông Hậu 1 và các nhà máy lọc hóa dầu Vũng Rô, Long Sơn. Các dự án này sẽ đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp như PVS (mảng cơ khí dầu khí), PXS, PVX.
- **PVN tăng 40% vốn đầu tư năm 2015:** theo kế hoạch 5 năm 2011-2015 điều chỉnh của PVN được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 24/10/2014, tổng nhu cầu đầu tư trong giai đoạn 5 năm 2011-2015 của PVN là 476 nghìn tỷ đồng. Như vậy, tổng nhu cầu đầu tư năm 2015 ước tính sẽ đạt khoảng 142 nghìn tỷ đồng, tăng khoảng 40% so với con số 101.6 nghìn tỷ đồng của năm 2014.
- **Nhu cầu của tiêu thụ khí của các khách hàng công nghiệp tăng, đặc biệt là khách hàng lớn là các hộ sản xuất vật liệu xây dựng:** Theo “Quy hoạch tổng thể phát triển ngành công nghiệp Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030” được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 09/06/2014, tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp giai đoạn đến năm 2020 đạt 12.5-13%/năm, cao hơn giai đoạn 2009-2013 (9-10%). Hơn nữa, kỳ vọng hồi phục của thị trường bất động sản sẽ kéo theo sự tăng trưởng mạnh của các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng. Theo hiệp hội GAS Việt Nam, nhu cầu LPG của Việt Nam sẽ đạt 1.5 triệu tấn vào năm 2015, tăng gần 10% so với năm 2014.

Những yếu tố bất lợi:

- **Sản lượng khai thác kế hoạch năm 2015 của PVN giảm:** theo kế hoạch 5 năm 2011-2015 điều chỉnh của PVN được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 24/10/2014, sản lượng khai thác sẽ giảm từ 142 triệu tấn quy dầu xuống còn 128.77 triệu tấn quy dầu. Như vậy, sản lượng khai thác kế hoạch năm 2015 ước tính đạt 25.61 triệu tấn quy dầu trong đó sản lượng khai thác dầu thô đạt 15.85 triệu tấn và sản lượng khai thác khí đạt 9.76 tỷ m³, giảm lần lượt 2.4% và 5.9% so với năm 2014.

- **Giá dầu tiếp tục giảm trong năm 2015:** các tổ chức lớn như EIA, Goldman Sachs, Morgan Stanley và Moody's đều đưa ra dự báo giá dầu sẽ tiếp tục đi theo xu hướng giảm trong 6 tháng đầu năm 2015, dư cung mạnh nhất vào Q2/2015, và sự phục hồi của giá dầu được dự báo sẽ đến vào 2 quý cuối năm. Cụ thể, giá dầu được dự báo sẽ giảm ở mức 63-70 USD/ thùng trong Q2/2015 và tăng lên mức 73-75 USD/thùng từ Q3/2015. Tính chung cả năm 2015, giá dầu trung bình được dự báo xung quanh mức 70\$/thùng, giảm khoảng 25% so với mức trung bình của năm 2014. Tuy nhiên, từ ngày 1/1/2015 Mỹ đã có quyết định cho phép xuất khẩu dầu thô sau 40 năm thực hiện lệnh cấm. Ngoài ra, trong năm 2015, sẽ có 14 dự án dầu cát mới được khởi công tại Canada với tổng sản lượng đạt 266,000 thùng/ngày, tăng 36% so với năm 2014. Hơn nữa, dầu cát bitumen có mức hòa vốn rất thấp, khoảng 10-20 USD/thùng nên việc giá dầu giảm mạnh chưa có ảnh hưởng đến việc khai thác dầu cát của Canada. Do đó, chúng tôi nhận định giá dầu có thể giảm xuống mức trung bình năm 2015 là 60 USD/thùng, thấp hơn 33% so với mức trung bình năm 2014. Việc giảm giá dầu sẽ kéo theo việc giảm giá khí và các sản phẩm lọc hóa dầu.
- **Giá khí thiên nhiên đầu vào của các doanh nghiệp kinh doanh khí (gồm PGS, CNG, PGD) tiếp tục tăng:** mặc dù giá khí thế giới sẽ giảm theo xu hướng của giá dầu nhưng giá khí đầu vào của các doanh nghiệp kinh doanh khí trong PVN còn ở mức thấp và có thể tiếp tục vẫn tăng theo lộ trình cụ thể giá khí đầu vào cho PGS và CNG có thể tăng 8% và giá khí đầu vào cho PGD có thể tăng 2%.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Báo cáo triển vọng Ngành năm 2014 chúng tôi đã nhận định chính xác khi cổ phiếu dầu khí tăng trưởng mạnh trong ¾ thời gian của năm, và chỉ quay đầu sụt giảm khi giá dầu đột ngột giảm.

Năm 2015, chúng tôi hạ mức quan điểm đầu tư với ngành dầu khí từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP**. Nhưng chúng tôi cũng cho rằng nếu không có cú sốc lớn, cổ phiếu dầu khí sẽ phục hồi dần từ giữa năm 2015. Theo quan điểm của chúng tôi, vẫn có những cổ phiếu có thể đầu tư Trung và Dài hạn như PVS, PVD và PVB. Chúng tôi dự đoán, so với toàn ngành, các công ty này vẫn có khả năng duy trì kết quả kinh doanh ổn định trong xu hướng giảm của giá dầu và các chỉ tiêu định giá dần về mức hấp dẫn so với thị trường.

- **PVS:** Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của PVS vẫn khả quan trong năm 2015 dựa trên những căn cứ sau: (1) Mảng khảo sát dầu khí hồi phục khi tàu khảo sát Amadeus 3D đã bắt đầu hoạt động trở lại từ tháng 11/2014 năm 2014. (2) Mảng FSO/FPSO tiếp tục tăng trưởng nhanh nhờ FPSO Lam Sơn sẽ hoạt động trong cả năm 2015 thay vì chỉ nửa năm như 2014. (3) Các mảng khác được kỳ vọng ổn định trong năm 2015 nếu giá dầu trung bình năm 2015 giảm không quá mức 60 USD/thùng.
- **PVB:** các hợp đồng của PVB đã được ký kết đến hết năm 2015 (gồm có Nam Côn Sơn, Hàm Rồng- Thái Bình, Tê Giác Trắng, GPP Cà Mau) với tổng giá trị hợp đồng tăng 13% so với năm

2014. Đồng thời giá nguyên vật liệu đầu vào như quặng sắt, hạt nhựa và chi phí vận chuyển giảm dưới ảnh hưởng của việc giảm giá dầu.

- **PVD:** Chúng tôi đánh giá PVD vẫn có thể duy trì kết quả kinh doanh ổn định trong năm 2015 trong trường hợp giá dầu trung bình năm 2015 giảm xuống 60 USD/ thùng với những căn cứ sau: (1) Các hợp đồng đối với giàn sở hữu của PVD đã được ký kết đến hết năm 2015. (2) Từ tháng 3/2015, giàn sở hữu PV Drilling VI sẽ hoạt động giúp cải thiện biên lợi nhuận chung của hoạt động cho thuê giàn khoan. (3) Hoạt động thương mại và dịch vụ khác phụ thuộc vào hoạt động cho thuê giàn khoan và được kỳ vọng tiếp tục ổn định. (4) PVD có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 3500 tỷ trong năm 2015.

Mã CK	DT 2014E (tỷ đồng)	LN 2014E	DT 2015E	LN 2015E	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
PVS	30,844	1,678	32,878	1,499	3,123	8.61	1.60	26,900	34,783	29.30%
PVB	1,061	166	1,200	148	6,841	6.43	1.77	44,000	53,047	20.56%
PVD	19,500	2,400	18,534	2,296	7,160	9.01	1.62	64,500	68,020	5.46%

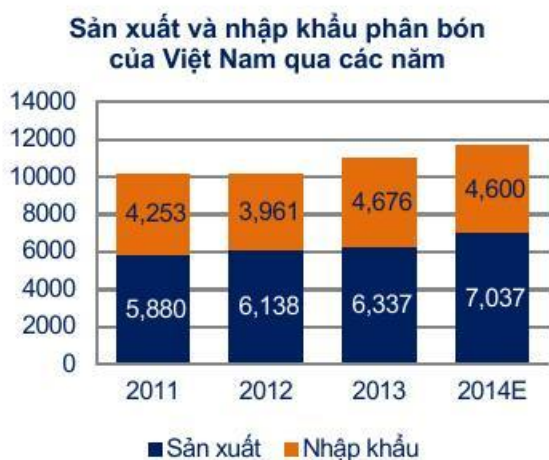
Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH PHÂN BÓN NĂM 2014

Ngành phân bón tăng trưởng nhẹ. Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam, nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2014 ước tính đạt 10,760 nghìn tấn, tăng nhẹ 4% so với năm 2013. Ngoài ra, sản lượng xuất khẩu phân bón năm 2014 cũng giảm 8 %.

Sản xuất tăng mạnh, chủ yếu là phân bón UREA và DAP: ước tính năm 2014, sản lượng phân bón sản xuất của Việt Nam đạt 7,037 nghìn tấn, tăng 11% so với năm 2013. Đặc biệt, sản lượng phân bón DAP tăng mạnh 26% và sản lượng phân bón UREA tăng 6% trong khi sản lượng sản xuất phân lân và phân NPK ổn định.



Nguồn: Tổng cục hải quan, Bộ công thương.

Cung vượt cầu tại thị trường UREA: hiện nay tổng công suất các nhà máy sản xuất phân bón urea của Việt Nam đã đạt mức 2,350 nghìn tấn, vượt nhu cầu tiêu thụ khoảng 150 nghìn tấn. Trong khi đó lượng nhập khẩu phân bón UREA trong 11 tháng đầu năm đạt 215 nghìn tấn và lượng xuất khẩu UREA không đáng kể.

Nhập khẩu phân bón giảm do tăng thuế nhập khẩu: Nhằm mục đích hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước trước áp lực cạnh tranh với phân bón nhập khẩu, đặc biệt là phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc, thuế suất thuế nhập khẩu phân bón UREA và DAP đã tăng từ 0% lên 3% từ 01/01/2014 và tiếp tục tăng từ 3% lên 6% từ 10/09/2014. Nhờ vậy, ước tính 11 tháng đầu năm, sản lượng phân bón nhập khẩu đạt 3,617 nghìn tấn, giảm 14% so với cùng kỳ, trong đó sản lượng nhập khẩu phân bón UREA giảm mạnh đến 71%.

Giá phân bón UREA tiếp tục giảm: do ảnh hưởng của giá phân bón thế giới cũng như tình trạng dư cung tại thị trường phân bón urea tại nội địa, nên giá phân bón urea có xu hướng giảm trong cả năm 2014 với mức giảm khoảng 5%. Trong khi đó giá phân lân và phân NPK tương đối ổn định trong năm 2014.

Diễn biến giá phân Urea



Diễn biến giá phân lân Lâm Thao và NPK Lâm Thao năm 2014



Nguồn: BSC tổng hợp.

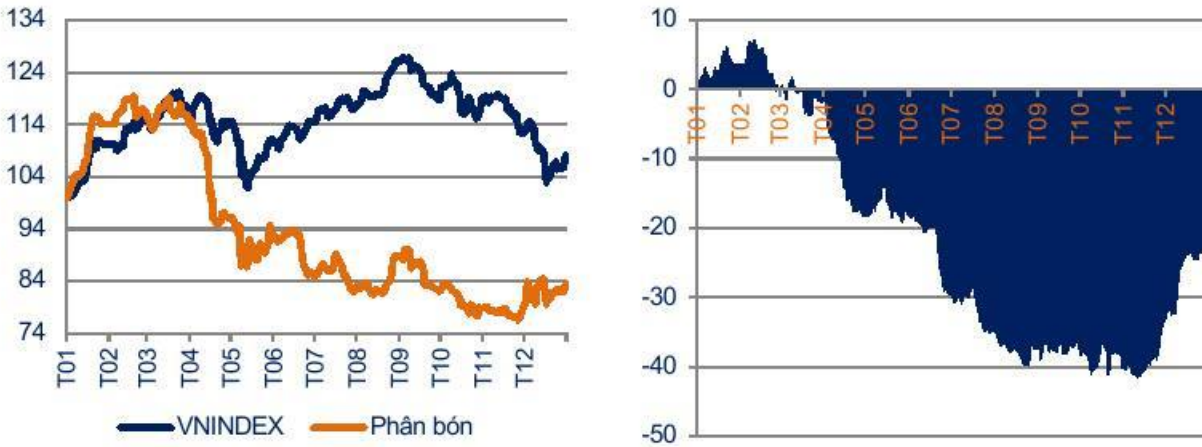
Giá nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh: sau khi áp dụng công thức tính giá khí mới từ 1/4/2014, giá khí bán cho đạm Phú Mỹ đã tăng khoảng 12.5%. Tuy nhiên với việc giảm mạnh của giá dầu, từ tháng 10, giá khí lại có xu hướng giảm so với năm 2013. Đối với giá lưu huỳnh, sau khi chạm đáy vào Q4.2013 với mức giá 70 USD/tấn, giá lưu huỳnh đã tăng trở lại nhanh chóng trong những tháng đầu năm 2014 với mức đỉnh là 180USD/tấn

Các công ty sản xuất phân bón gặp nhiều khó khăn trong năm 2014: do việc giá bán phân bón giảm liên tục trong năm 2014 trong khi chi phí đầu vào có nhiều biến động như giá khí và giá lưu huỳnh. Hơn nữa, từ 01/04/2014, do thắt chặt kiểm soát trọng tải đường bộ, giá chi phí vận chuyển tăng của các doanh nghiệp phân bón đều tăng mạnh. Do vậy kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân bón đều giảm mạnh so với năm 2013. Cụ thể, 9 tháng đầu năm 2014, doanh thu và lợi nhuận ròng của DPM giảm lần lượt là 11% và 51%, con số này là 9% và 27% đối với LAS. Ngoài ra, NFC cũng giảm 11% doanh thu và 23% lợi nhuận sau thuế trong 9 tháng đầu năm 2014.

Nhiều doanh nghiệp phân bón thực hiện cổ phần hóa và niêm yết trong năm 2014: cụ thể, Công ty Phân bón Dầu khí Đạm Cà Mau đã IPO thành công vào ngày 11/12/2014 và dự kiến sẽ niêm yết vào quý I/2015. Ngoài ra các công ty CTCP Phân Lân Ninh Bình, CTCP Phân bón Miền Nam, CTCP Xuất nhập khẩu Quảng Bình đều lần lượt niêm yết vào tháng 3, 11 và 12 năm 2014.

Các cổ phiếu ngành phân bón giảm 16% trong năm 2014 trong khi Vnindex tăng 8,1%. Như đánh giá của chúng tôi năm 2014 triển vọng ngành không khả quan, các cổ phiếu ngành phân bón có diễn biến tương tự trong năm 2013 khi underperform so với Vnindex trong cả năm 2014.

Chênh lệch ngành Phân bón và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN NĂM 2015

Chúng tôi đánh giá ngành phân bón sẽ phục hồi do giá nguyên vật liệu đầu vào giảm do ảnh hưởng của việc giảm giá dầu. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý về tình trạng dư cung tại thị trường thế giới cũng như thị trường Việt Nam dẫn đến việc giá phân bón đầu ra cũng được dự báo tiếp tục giảm.

Những yếu tố hỗ trợ:

- **Nhập khẩu phân bón tiếp tục giảm:** cùng với việc tăng thuế nhập khẩu áp dụng từ 10/9/2014, Bộ công thương tiếp tục ban hành thông tư 35/2014/TT-BCT có hiệu lực từ 1/12/2014, theo đó thương nhân nhập khẩu phân bón phải thực hiện chế độ cấp giấy phép nhập khẩu tự động đối với một số mặt hàng phân bón như urea, phân khoáng hoặc phân hóa học có chứa 3 nguyên tố cấu thành là ni tơ, photpho và kali (NPK), nhằm quản lý chặt chẽ hơn, hạn chế việc nhập khẩu phân bón Urea và NPK là 2 loại phân bón mà nội địa đã cung cấp đủ.
- **Xuất khẩu phân bón tăng trở lại:** với chính sách ưu tiên phát triển nông nghiệp và mục tiêu xuất khẩu 1 triệu tấn gạo vào năm 2015, nhu cầu phân urea của Campuchia dự báo sẽ tăng nhanh trong 5 năm tới từ mức 250-280 nghìn tấn/năm lên 400-450 nghìn tấn /năm. Campuchia hiện là nước nhập khẩu phân bón lớn nhất từ Việt Nam, chiếm tới 44% lượng phân bón xuất khẩu trong 11 tháng đầu năm 2014 của Việt Nam.
- **Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm:** các nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu để sản xuất phân bón như khí, lưu huỳnh chịu ảnh hưởng trực tiếp của giá dầu do giá khí bán cho đạm được tính theo giá dầu trung bình tháng trước tại thị trường Singapore còn lưu huỳnh là sản phẩm của lọc hóa dầu và khí. Trong khi đó, giá dầu được các tổ chức lớn như Morgan Stanley, Goldman Sachs, EIA và Moody's dự báo sẽ tiếp tục giảm trong 6 tháng đầu năm 2015 sau đó hồi phục và giữ ở mức thấp trong nửa cuối năm 2015. Theo dự báo của EIA, giá dầu trung bình năm 2015 sẽ giảm 32% so với năm 2014.

Những yếu tố bất lợi:

- **Sản xuất phân bón tăng mạnh trong khi nhu cầu tiêu thụ phân bón ổn định :** theo kế hoạch năm 2015, Việt Nam sẽ sản xuất 7,400 nghìn tấn phân bón các loại, tăng 11.5% so với năm 2014. Trong đó, sản lượng phân bón urea đạt 2,485 tấn, tăng 14% nhờ việc nâng công suất của nhà máy đạm Hà Bắc từ 180 nghìn tấn lên 500 nghìn tấn, dự kiến dự án nâng công suất nhà máy đạm Hà Bắc sẽ hoàn thành vào 31/12/2014. Đồng thời sản lượng phân bón DAP cũng tăng đến 90% lên 580 nghìn tấn nhờ việc hoàn thành nhà máy DAP số 2 công suất 330.000 tấn/năm, nhà máy đã có lô sản phẩm đầu tiên vào ngày 28/12/2014. Ngoài ra, sản lượng 2 loại phân bón NPK và phân lân tương đối ổn định, chỉ nhích nhẹ lần lượt là 1% và 6%. Trong khi đó, do lĩnh vực trồng trọt đang có tốc độ tăng trưởng chậm lại, chuyển từ lượng sang chất nên nhu cầu tiêu thụ phân bón được dự báo sẽ ổn định trong năm 2015. Như vậy phân bón sản xuất trong nước sẽ đáp ứng được 100% nhu cầu phân lân và NPK; 70-80% nhu cầu phân DAP và 30% nhu cầu phân SA. Thêm nữa, dự án khai thác muối mỏ tại Lào của tập đoàn Vinachem với công suất dự kiến 320 nghìn tấn/năm dự kiến hoàn thành cuối năm 2015 được kỳ vọng sẽ đáp ứng được một phần nhu cầu phân bón kali trong nước. Trong khi đó, nguồn cung urea trong nước sẽ dư thừa khoảng 500 nghìn tấn, chưa tính đến lượng urea nhập khẩu.
- **Giá phân bón giảm:** việc dư cung tại thị trường phân bón thế giới cũng như giá nguyên vật liệu đầu vào giảm sẽ dẫn đến việc giá phân bón tiếp tục giảm trong năm 2015. Theo dự báo của Worldbank được công bố ngày 25/4/2014, giá phân bón sẽ giảm trung bình khoảng 3.5% trong năm 2015. Tuy nhiên giá phân bón tại thị trường Việt Nam được sự báo sẽ giảm mạnh hơn mức giảm giá của phân bón thế giới do dư cung trong nước sẽ tăng mạnh trong năm 2015. Ngày 06/01/2015, bộ Tài chính đã có công văn số 87/BTC-QLG yêu cầu các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân đạm urea, NPK thực hiện rà soát chi phí đầu vào, thực hiện giảm giá trước biến động giảm giá của các yếu tố đầu vào và thực hiện kê khai giá theo quy định.
- **Miễn thuế giá trị gia tăng cho mặt hàng phân bón:** theo luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các Luật và thuế được áp dụng từ ngày 1/1/2015, các mặt hàng phân bón sẽ thuộc đối tượng không chịu thuế GTGT từ khâu nhập khẩu đến khâu sản xuất, thương mại bán ra thay vì chịu thuế suất thuế GTGT 5% như trước. Tuy nhiên, việc miễn thuế này sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón vì không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào của các chi phí như điện, than, phụ gia, vỏ bao, chi phí quản lý, bán hàng.... Theo ước tính của LAS, doanh nghiệp sẽ mất khoảng hơn 100 tỷ đồng mỗi năm nếu không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi nâng đánh giá từ KÉM KHẢ QUAN lên **TRUNG LẬP** trong năm 2015 với ngành Phân bón. Dù được hưởng lợi do giá nguyên vật liệu đầu vào giảm do ảnh hưởng của việc giảm giá dầu, tuy nhiên tình trạng dư cung tại thị trường thế giới cũng như thị trường Việt Nam dẫn đến việc giá phân bón được dự báo tiếp tục giảm. Tuy nhiên so với năm 2014, các yếu tố môi trường kinh doanh năm 2015 đã thuận lợi

hơn khá nhiều cho các doanh nghiệp Phân bón trong đó chúng tôi quan tâm đến mã cổ phiếu DPM. Một số mã cũng đáng lưu ý như SFG, LAS và Đạm Cà Mau.

- **DPM:** So với báo cáo gần nhất chúng tôi nâng khuyến nghị từ trung lập lên Mua trung và dài hạn cổ phiếu DPM với EPS 2015 dự báo đạt 4.147 đồng/cp, và nâng mức giá mục tiêu 1 năm là 37.323 đồng/cp so với BCPTDN DPM. Dựa trên những căn cứ sau: (1) chi phí khí đầu vào (chiếm khoảng 60-70% chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp) của DPM được tính dựa trên 46% giá dầu FO trung bình tháng trước tại thị trường Singapore nên nếu giá dầu tiếp tục giảm mạnh trong năm 2015 về mức trung bình 60 USD/thùng sẽ cải thiện kết quả kinh doanh của DPM. (2) Kết quả kinh doanh của công ty liên kết là PVTex Đình Vũ kỳ vọng sẽ được cải thiện trong năm 2015. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý đến việc giá phân bón urea trong nước có thể giảm mạnh hơn mức giảm chi phí giá khí đầu vào do dư cung tăng mạnh sau khi hoàn thành nâng cấp nhà máy đạm Hà Bắc.

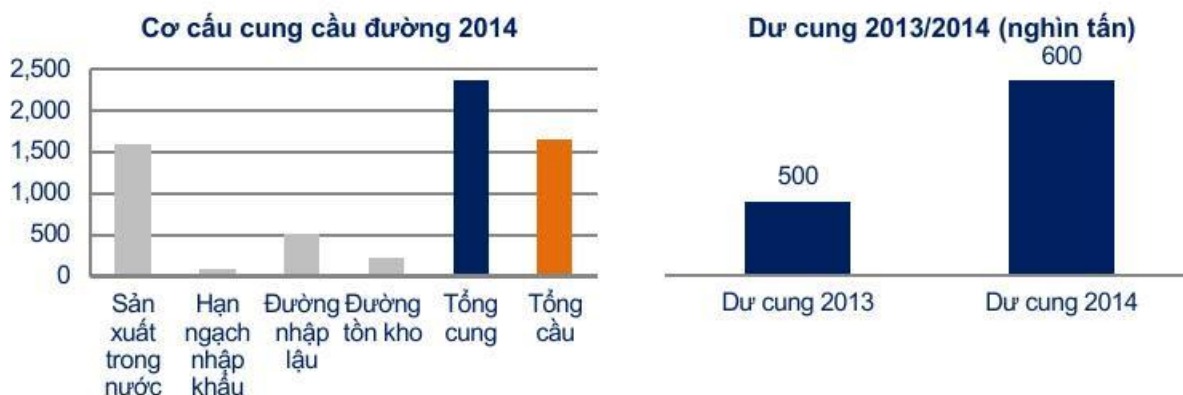
Mã CK	DT 2014 E (tỷ đồng)	LN 2014E	DT 2015E	LN 2015E	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá mục tiêu	Tăng/Giảm
DPM	8,980	1,129	8,134	1,625	4,147	7.42	1.31	30,800	37,323	21.18%

Nguồn: BSC dự báo

TRIỂN VỌNG NGÀNH MÍA ĐƯỜNG

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH MÍA ĐƯỜNG NĂM 2014

Dư cung trong nước khoảng 600.000 tấn. So với năm 2014, tổng cung đường mùa vụ 2014 tăng 26.3% so với do đường nhập lậu tăng gấp 3 lần trong khi tổng đường sản xuất trong nước chỉ tăng nhẹ 9% và hạn ngạch xuất khẩu xuất không có sự cải thiện, duy trì ở mức 300.000 tấn. Dư cung năm nay cao hơn năm 2013 là gần 100.000 tấn.



Năm 2014, biên lợi nhuận gộp từ mía còn thấp (10-12%) do giá thành sản xuất ở Việt nam cao hơn các nước, do giống mía năng suất thấp: do diện tích trồng mía bị thu hẹp và không được canh tác tốt hiện còn 300,000 ha, trữ đường trong mía còn thấp (CCS=10 trong khi CCS các nước là 12-16), hệ thống tưới tiêu phụ thuộc 95% vào nước trời, tỷ lệ cơ giới hóa thấp là 10-20%, giá thu mua nguyên liệu vẫn còn cao (800,000-900,000 VND/tấn), phụ phẩm mía để sản xuất điện, còn thực phẩm chưa mang lại lợi nhuận cao.

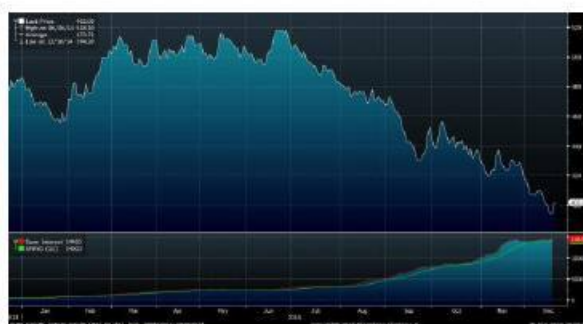
Giá đường thế giới liên tục biến động theo xu hướng giảm và hiện đang ở mức thấp xuống còn 402 USD/Tấn do thặng dư cung đường. Dự kiến đến hết mùa vụ 2013/2014, thặng dư cung đường khoảng 7,5 triệu tấn (theo USDA), do tổng sản lượng đường thế giới là 175 triệu tấn (giảm 1,4% so với năm 2013) do thời tiết khô hạn ở Brazil và Thái Lan trong khi cầu vẫn không tăng nhiều trong khi sản lượng đường từ củ cải đường ở châu Âu cũng tăng nhẹ (12%) so với năm ngoái.

Doanh thu ngành tăng trưởng rất chậm (tăng 3.2% so với năm 2013), biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ (0.62% so với năm 2013). Do ảnh hưởng của dư cung do đường nhập lậu và hàng tồn kho lớn của vụ trước nên doanh nghiệp bị áp lực giải phóng hàng tồn kho trong năm 2014. Đa số doanh nghiệp vẫn có tỷ lệ nợ/ Vốn chủ sở hữu cao do dòng vốn lưu động từ việc bán hàng chưa cao để giúp doanh nghiệp thanh toán nợ ngắn hạn. Các doanh nghiệp lớn như NHS, SBT, BHS có hệ số đòn bẩy trên 80%, khiến chi phí lãi vay ăn mòn vào lợi nhuận (BHS, LSS, SBT).

Diễn biến giá đường bán buôn ở Việt Nam



Diễn biến giá đường thô thế giới 2014



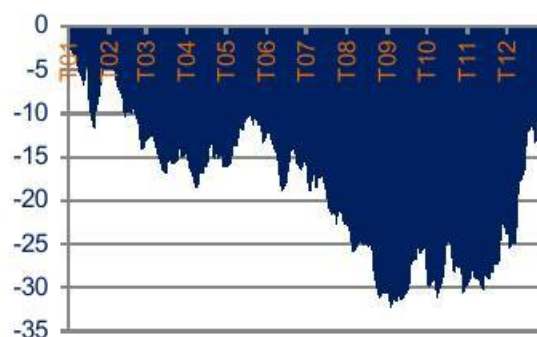
Nguồn: Bloomberg

Các chỉ số ngành mía đường

Mã	Market capital	Doanh thu (tỷ)	Biên lợi	P/B	P/E	ROE (MRQ)	ROA (MRQ)	Giá ngày 02.01.2014	Giá ngày 31.12.2014
NHS	637.9	1180	17%	0.6	6.3	11.9	6.2	11400	12700
BHS	655.2	1815	14%	0.8	5.5	13.3	4.5	11500	11400
SBT	1722.3	158.2	11%	1	8.1	12.4	6.4	11800	12100
KTS	75.1	116	5%	0.7	9.9	4.59	4.1	14300	12300
LSS	475	1612	14%	0.4	8.8	4.25	2.3	10600	9400

Cổ phiếu ngành mía đường năm 2014 giảm 5,5% trong khi Vnindex tăng 8,1%. Các cổ phiếu ngành mía đường có diễn biến tương đồng như trong năm 2013 khi underperform so với Index trong cả năm và chủ yếu biến động trong biên độ hẹp.

Chênh lệch ngành Mía đường và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

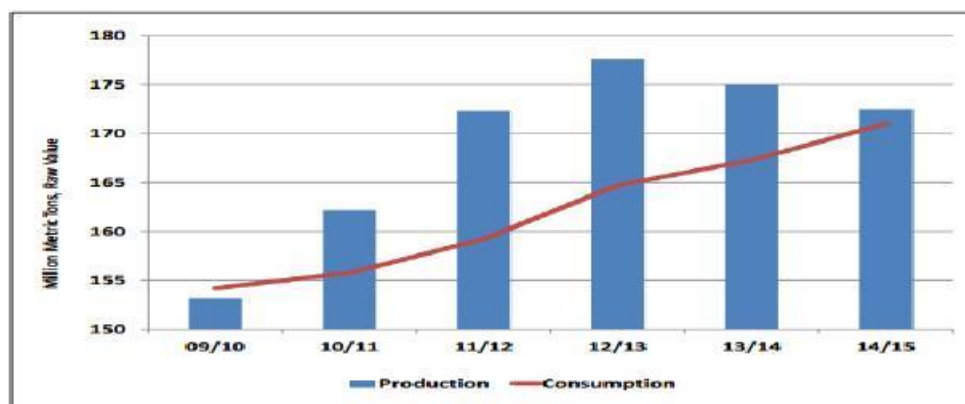
II- TRIỂN VỌNG NGÀNH MÍA ĐƯỜNG NĂM 2015

Ngành Đường năm 2015 theo quan điểm của chúng tôi đã bớt bi quan hơn năm 2014. Nhận định này được dựa trên những chuyển biến gần đây của toàn ngành. Cụ thể như sau:

Thị trường đường tiếp tục dư cung nhưng quy mô dư cung giảm dần, và Cung cầu đang có xu hướng tiệm cận với nhau và giá đường có thể tăng vào năm sau do yếu tố khó lường của thời tiết. (1) Tổ chức đường thế giới (ISO) dự báo thặng dư thương mại đường toàn cầu niên vụ 2014/15 sẽ

ở mức gần 2,1 triệu do xuất khẩu đường của các quốc gia trên thế giới có thể tăng 1,1% lên 58,7 triệu tấn so với 2013/14 trong khi nhập khẩu dự báo giảm tiếp 1,8% xuống còn 56,6 triệu tấn; (2) ISO dự báo tiêu dùng đường của thế giới trong niên vụ 2014/15 sẽ đạt 182,45 triệu tấn, tăng 2,07% so với niên vụ trước. Như vậy sản lượng đường có thể vượt tiêu thụ 1,3 triệu tấn trong niên vụ tới; (3) Có thể xảy ra trường hợp giá tăng nếu xuất hiện các yếu tố đột biến như thiên tai thời tiết làm cán cân cung cầu nghiêng về phía Cầu. Do hiện tượng El nino 2014 đã ảnh hưởng nặng nề đến Thái Lan và Brazil (hạn hán), theo dự báo về El Nino năm sau thì El Nino vẫn còn có khả năng xảy ra do thời gian trung bình xảy ra El Nino là 12 tháng.

Dự báo cung cầu đường Thế giới 2015



Nguồn: USDA

Cán cân cung cầu trong nước cải thiện. Nhu cầu tiêu thụ đường trong nước đang thấp và sẽ tăng trở lại (trung bình 1 người Việt Nam tiêu thụ 16kg đường/năm trong khi dân số thế giới tiêu thụ 20 kg/người/năm), cơ cấu dân số là trên 50% dân số trẻ và tốc độ tăng dân số nhanh, trong khi thị trường xuất khẩu chủ yếu là Trung quốc, hạn ngạch xuất khẩu đường RE dự kiến sẽ tăng từ 300.000 tấn/năm lên 600,000 tấn/năm. Kết hợp với dư cung đang sụt giảm sẽ khiến cung cầu trong nước cân bằng hơn.

Giá đường ở Việt Nam trong năm 2015 dự kiến giảm nhẹ so với giá 2014. Do (1) lượng đường tồn kho và dư cung vẫn còn lớn của niên vụ 2013/14 (2) giá đường Việt Nam sẽ phải cạnh tranh với giá đường nhập khẩu từ các nước Asean vào Việt Nam với mức thuế được giảm về 0%, tuy nhiên Cục Xúc tiến thương mại cho biết Việt Nam sẽ duy trì số lượng hạn ngạch nhập khẩu đường cụ thể ở mức thuế bằng 0% để bảo hộ ngành mía đường⁵; (3) doanh nghiệp sản xuất mía đường có hệ thống kênh phân phối vẫn yếu kém, chưa có kế hoạch cụ thể để giảm giá bán lẻ trên thị trường; (4) trong năm 2014, do giá thành sản xuất của công ty TNHH mía đường Hoàng Anh Attapeu (Lào) rất rẻ (240 USD/ tấn), nhiều doanh nghiệp muốn xin thêm hạn ngạch nhập khẩu đường từ công ty này về Việt Nam để tinh luyện thành đường RE để bán được lãi cao, điều này có thể sẽ làm tăng cung đường, giảm giá bán trong nước

⁵Viettrade thông báo là tháng 3/ 2015 sẽ công bố hiệp định xuất khẩu đường trong đó ghi rõ những nước nào doanh nghiệp Việt Nam được phép xuất khẩu đường. Dự báo đây sẽ tín hiệu tích cực cho ngành đường Việt Nam trong 2015.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Như nhận định ở trên, Chúng tôi cho rằng ngành đường đã bớt bi quan hơn, nhưng vẫn còn quá sớm để kỳ vọng sự tăng trưởng đáng kể nào trong năm 2015. Điều này dẫn đến chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** với ngành đường năm 2015. Một số mã cổ phiếu lưu ý đầu ngành gồm:

- **SBT:** Là công ty mía đường lớn nhất trong ngành với hệ thống công ty con và liên kết. Doanh thu 2014 giảm nhẹ (-2.5% yoy), đứng thứ 2 trong ngành, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với 2013(11%). Sức khỏe tài chính tốt. Các dự án lưu ý năm 2015 sẽ ghi nhận doanh thu: Dự án nhà máy ethanol thực phẩm đi vào sản xuất mùa vụ 2015/2016, dự án nâng áp lực lò hơi. Các hoạt động đầu tư tài chính đáng lưu ý: sáp nhập vs NHS, và lợi nhuận và việc thanh toán nợ của công ty liên kết Svayrieng Campuchia (49%). Dự báo năm 2015, doanh thu: 2.200 tỷ (+ 1%yoy), LNST: 243.2 tỷ(+24.4% yoy)
- **SEC:** 2014, SEC tăng trưởng đột biến, 3 quý đầu năm 2014, doanh thu lũy kế là 577 tỷ (+10% yoy), lợi nhuận ròng lũy kế là 35 tỷ (+18% yoy). SEC tái cơ cấu lại hệ thống bán hàng, chi phí bán hàng giảm mạnh (40%), biên lợi nhuận gộp duy trì mức 22-25%, cao nhất ngành. Đặc điểm nổi bật: sau khi sáp nhập làm công ty con với tỷ lệ sở hữu 11% của SBT. Khu nguyên liệu rộng lớn của SBT đang trong quá trình cải tạo năng suất để tăng công suất nhà máy lên 6.000 TMN. Dự báo doanh thu năm 2015 là 840 tỷ (+20%), LNST dự báo là 55 tỷ (+30% yoy).
- **NHS:** Doanh thu kỳ vọng tăng gần 30% so với 2013, LNST dự kiến tăng trên 50%, đạt gần 200 tỷ, biên lợi nhuận gộp dự kiến là 14-16%, Hai dây chuyền “Đầu tư nâng cao công suất ép mía 6,000TMN” và dây chuyền đường tinh luyện RE 400 tấn/ngày vẫn đang trong giai đoạn 2, dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2016. Các dự án đáng lưu ý: giai đoạn 1 của nhà máy đã hoàn thành với công suất ép mía 5.200 TMN cung cấp điện thương phẩm cho mạng lưới điện quốc gia sẽ có doanh thu năm 2015, NHS mở rộng thị trường phân phối sang Singapore với công ty TNHH Tư nhân NHSS với tổng vốn đầu tư 700.000 USD chuyên bán kinh doanh thương mại các sản phẩm đường, phụ phẩm từ hoạt động chế biến đường. Dự báo năm 2015: doanh thu dự kiến là 1800 tỷ (+34% yoy), LNST dự kiến 173.3 tỷ (+14% yoy)
- **LSS:** có thương hiệu uy tín ở miền Bắc và miền Trung, dự án nhà máy ép mía công suất 8000 TMN đã hoàn thành và đi vào hoạt động tháng 4/2014. Biên lợi nhuận gộp 2014 khoảng 14%, LNST năm 2014 ước tính khoảng hơn 50 tỷ, tăng 35% so với năm 2013, nhờ chuyển đổi cơ cấu sản lượng đường RE/RS từ 50/50 sang 80/20, vì đường RE có giá cao và ít biến động. Dự án năm 2015: Nhu cầu tiêu thụ đường ở miền Bắc dự báo sẽ tăng 15% do Nhà máy sản xuất thực phẩm Tân Hiệp Phát sử dụng nhà máy ở Hà nam sản xuất bia, nước uống và Coca Cola đi vào sản xuất 2 dây chuyền mới tại Hà nội. Dự báo năm 2015: Doanh thu dự báo 2200 tỷ, (+20%yoy), LNST: 77 tỷ (+40yoy).

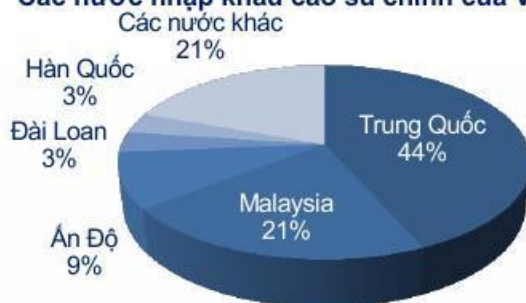
TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN

I- ĐÁNH GIÁ NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN NĂM 2014

Năm 2014 Giá cao su tự nhiên xuất khẩu giảm. Tính chung 10 tháng đầu năm 2014, xuất khẩu cao su đạt 841 nghìn tấn với giá trị đạt 1,45 tỷ USD, tăng 1% về khối lượng nhưng giảm 25,9% về giá trị so với cùng kỳ năm 2013. Giá trị xuất khẩu sụt giảm do giá cao su thiên nhiên xuất khẩu giảm mạnh, chỉ đạt mức bình quân 1.724 USD/tấn, giảm 26,7% so với năm 2013 và 38,9% so với năm 2012.

Trung Quốc tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của cao su Việt Nam. Trong 10 tháng đầu năm nay, xuất khẩu cao su qua Trung Quốc đạt khối lượng là 366.183 tấn, chiếm 43,5% tổng khối lượng xuất khẩu (giảm 3,4% so với cùng kỳ năm trước), trị giá 614,44 triệu USD, chiếm 42,4% tổng kim ngạch xuất khẩu cao su trong 10 tháng 2014 (giảm 28,6% so với cùng kỳ năm trước). Tiếp đến là Malaysia với 163.428 tấn, chiếm 19,4% tổng khối lượng xuất khẩu cao su (giảm 8,5% so với cùng kỳ 2013) và Ấn Độ 69.345 tấn, chiếm 8,2% (giảm 7,2% so với cùng kỳ).

Các nước nhập khẩu cao su chính của Việt Nam



Sản lượng khai thác cao su Việt Nam trong những năm gần đây hầu như không tăng do quỹ đất thích hợp dành cho cây cao su tại Việt Nam gần như đã hết và đặc tính dài ngày của cây cao su. Năng suất khai thác cao nhưng sản phẩm cao su của Việt Nam chưa được đánh giá tốt về chất lượng.

Nguồn cung cao su trên thế giới tiếp tục vượt cầu, đặc biệt trong bối cảnh sự tăng trưởng chậm lại của Trung Quốc khiến nhu cầu về mặt hàng này giảm sút. Thái Lan, Indonesia, Việt Nam, Malaysia vẫn là các nước sản xuất cao su chủ yếu khi chiếm hơn 80% lượng sản xuất. Tác động cung cầu làm giá cao su cuối năm 2014 giảm tới 46% so với đầu năm 2013.

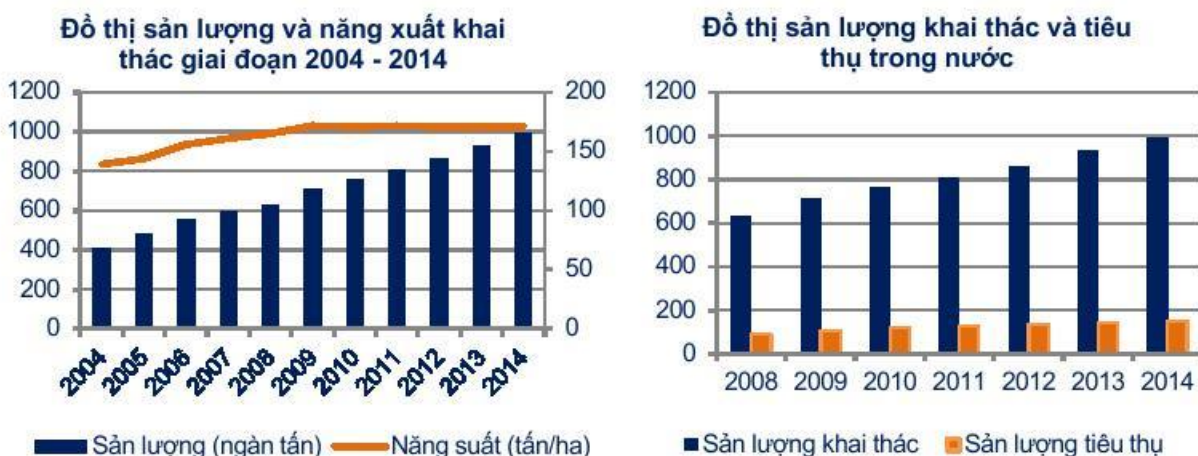


Nguồn: IRSG

Sản lượng cao su Việt Nam tăng lên trong những năm tới. Năm 2014, diện tích cây cao su cả nước đạt 956.000 ha với 50% diện tích đã cho thu hoạch với sản lượng 950.000 tấn. Diện tích trồng mới và tái canh ở mức mức cao và chưa có xu hướng giảm từ năm 2008. Với việc giá cao su giảm trong năm 2014 nhiều vùng trồng cao su đã phá bỏ các diện tích trồng mới, tuổi đời thấp tuy nhiên số diện tích này chưa đáng kể. Sản lượng cao su thời gian tới sẽ phụ thuộc nhiều vào cơ cấu lại diện tích trồng cao su.

Giá cao su tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2014. Các nước xuất khẩu cao su lớn hợp tác giảm xuất khẩu, ngăn sự giảm giá cao su, tuy nhiên việc tái cơ cấu diện tích trồng cao su khó có tác động sớm đến việc giảm cung cao su trong thời gian ngắn.

Tỷ lệ tiêu thụ cao su tự nhiên trong nước vẫn còn ở mức thấp. Tiêu thụ trong nước chỉ chiếm 17%-18% sản lượng khai thác do quy mô thị trường sẫm lớp của Việt Nam còn nhỏ, các doanh nghiệp chú trọng xuất khẩu.



Nguồn: Agroinfo

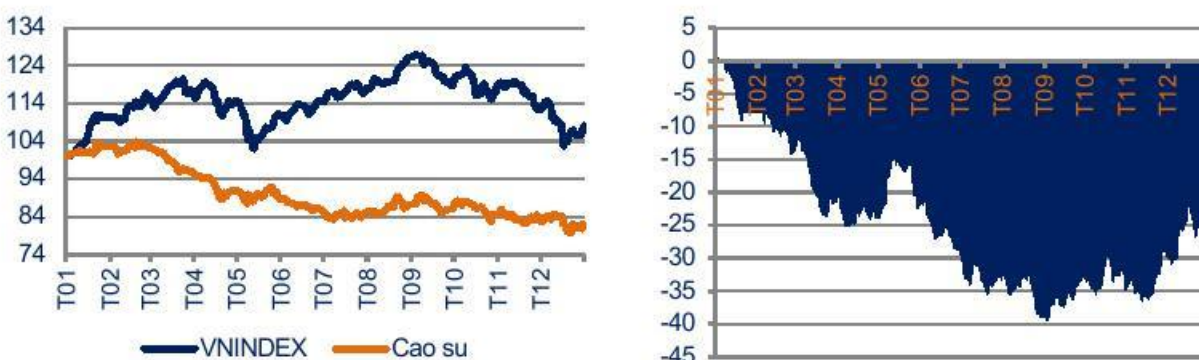
Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp Cao su tự nhiên năm 2014 giảm sút so với năm 2013 do giá bán cao su bình quân và sản lượng tiêu thụ đều giảm. Cụ thể, LNTT 9 tháng của DPR giảm 11,6%, PHR giảm 16,2%, TRC giảm 17,2%.

Mã	Market capital (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	P/B	P/E	ROE (MRQ)	ROA (MRQ)	Giá ngày 06.02.2014	Giá ngày 16.12.2014
PHR	2.221,27	1.942,35	1,1	6,05	17,26	11,35	28.600	26.900
DPR	1.625,05	1.170,74	0,79	5,64	12,80	9,41	52.500	40.000
TRC	932,03	762,29	0,7	4,69	14,21	11,11	44.300	30.000
HRC	671,45	406,07	1,37	12,59	10,75	7,77	37.900	43.800
TNC	223,30	142,05	0,75	15,16	4,81	4,43	15.900	12.800

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp, Giá cổ phiếu được lấy ngày 16.12.2014

Cổ phiếu ngành cao su giảm 18% trong khi Vnindex tăng 8,1%. Năm 2014 tiếp tục là một năm khó khăn với các doanh nghiệp cao su khi giá cao su tự nhiên liên tục sụt giảm, KQKD của các doanh nghiệp đều giảm mạnh so với cùng kỳ. Các cổ phiếu có mức giảm mạnh là DPR (-29%), TRC (-33%).

Chênh lệch ngành Cao su và Vnindex



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

II- TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN NĂM 2015

Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành cao su tự nhiên tiếp tục **không khả quan** trong năm 2015 do tình trạng dư cung trên thị trường thế giới dẫn đến việc giá cao su tự nhiên tiếp tục giảm ảnh hưởng không tốt tới lợi nhuận các doanh nghiệp trong ngành

Những yếu tố hỗ trợ:

- **Hội đồng Cao su ba bên Quốc tế (ITRC) sẽ thành lập nhằm ổn định giá cao su.** Các nước tham gia gồm 3 nước xuất khẩu cao su lớn nhất Thái Lan, Malaysia, Indonesia đã đồng ý giảm sản lượng xuất khẩu để đảm bảo giá cao su không dưới 1.500 USD/tấn.
- Thuế xuất khẩu với một số mặt hàng cao su tự nhiên giảm từ 1% xuống 0% kể từ ngày 2/10/2014.
- **Triển vọng tăng trưởng ngành ô tô Trung Quốc và của thế giới dự báo sẽ làm tăng nhu cầu về cao su.** Cao su cho sản xuất lốp, lốp chiếm đến 70% sản lượng. Tăng trưởng ngành ô tô được kỳ vọng giảm hàng tồn kho cao su của các nước xuất khẩu trong năm 2015.

Những yếu tố bất lợi:

- **Ngành cao su thiên nhiên sẽ tiếp tục gặp khó khăn và khó đạt được kết quả đột biến trong năm 2015.** Sự sụt giảm của giá cao su thiên nhiên khi chênh lệch cung-cầu hiện vẫn đang ở mức cao và được dự báo sẽ tiếp tục kéo dài. Tuy nhiên, với các chính sách can thiệp của các nước sản xuất lớn đi kèm với việc sức cầu có thể phục hồi nhẹ, mức giảm của giá cao su sẽ không mạnh như các năm qua.
- **Tình trạng dư cung về cao su sẽ tiếp tục.** Mặc dù các nước xuất khẩu cao su đã đồng ý giảm sản lượng khai thác tuy nhiên chưa đưa ra được lộ trình cụ thể. Diện tích trồng cao su tăng mạnh từ năm 2009 (thời gian giá cao su ở mức cao) làm tăng nguồn cung trong những năm tiếp theo. Nhu cầu nhập khẩu cao su của Trung Quốc có thể sụt giảm do Trung Quốc ưu tiên sử dụng cao su trong nước.
- **Án Độ có thể ban hành lệnh cấm nhập khẩu cao su.** Ấn Độ đang điều tra chống bán phá giá đối với mặt hàng cao su thiên nhiên trước tình hình nhập khẩu cao su thiên nhiên tại Ấn Độ tăng

mạnh từ Việt Nam, Thái Lan và Indonesia trong khi thị trường cao su trong nước âm ảm. Điều này cũng sẽ ảnh hưởng đến xuất khẩu cao su sang Ấn Độ trong thời gian tới.

- **Cạnh tranh của cao su tổng hợp làm giảm nhu cầu sử dụng cao su thiên nhiên.** Cao su tổng hợp là sản phẩm có thể thay thế cao su thiên nhiên trong nhiều lĩnh vực như ngành xăm lốp (chiếm 70% nhu cầu cao su). Hiện tại cao su tổng hợp đang chiếm ưu thế trong phân khúc xe cỡ nhỏ vì tính cán lăn và chống nước. Cao su thiên nhiên là lại được ưu tiên sử dụng trong phân khúc xe tải cơ lớn vì tính đàn hồi, và chịu nhiệt.
- **Giá dầu giảm tác động trực tiếp đến giá cao su trên thị trường.** Cao su tổng hợp được làm từ chế phẩm dầu thô nên giá thành chủ yếu phụ thuộc vào giá dầu, trong khi cao su tự nhiên chủ yếu là chi phí nhân công và chi phí sử dụng đất. Cao su tổng hợp là ngành tập trung vào vốn sản xuất với các khoản đầu tư lớn. Thông thường cao su nhân tạo có lợi thế giá thành rẻ và ổn định hơn và tiết kiệm được chi phí vận chuyển. Hiện nay, cao su tổng hợp cũng đang dư thừa do Trung Quốc xây quá nhiều nhà máy sản xuất cao su tổng hợp để đón đầu nền kinh tế thế giới.

III- QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** với ngành Cao su tự nhiên trong năm 2015. Các cổ phiếu ngành cao su tự nhiên chưa thích hợp cho đầu tư dài hạn do ngành cao su vẫn còn đối mặt với nhiều khó khăn khi vấn đề chênh lệch cung – cầu chưa thể giải quyết ngay trong 1,2 năm tới. Chúng tôi cũng đánh giá sơ bộ về các công ty đầu ngành như sau:

- **PHR** – Cao su Phước Hòa là doanh nghiệp lớn nhất trong số các doanh nghiệp cao su tự nhiên niêm yết. Với diện tích trồng lớn nhất, sản lượng khai thác trong năm 2014 ước tính đạt 18,5 nghìn tấn. Giá bình quân 42,5 triệu đồng/tấn giảm mạnh so với năm 2013, đây là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận PHR giảm 37% trong 9 tháng đầu năm 2014. Dựa vào triển vọng giá cao su khó tăng trong năm 2015 kết quả kinh doanh của PHR sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng.
- **DPR** - Cao su Đồng Phú thuộc nhóm doanh nghiệp có năng suất khai thác đứng đầu ngành với 70% diện tích rừng trong độ tuổi từ 11 đến 25. Trong năm 2014, DPR phải điều chỉnh kế hoạch kinh doanh từ lợi nhuận trước thuế 249 tỷ còn 190 tỷ do tác động của giá cao su. Lợi nhuận 9 tháng đạt 149 tỷ đồng bằng 63% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá bán bình quân cao su chỉ còn 38 triệu/tấn gần chạm mức giá thành. Chúng tôi nhận định DPR khó có lợi nhuận khả quan trong năm 2015 do ảnh hưởng tiêu cực từ giá cao su.
- **TRC**- Cao su Tây Ninh có tỷ lệ diện tích rừng trong độ tuổi tốt nhất cho năng suất cao với trên 71% diện tích rừng từ 11 đến 25 tuổi. Trong 9 tháng đầu năm 2014 TRC khai thác được khoảng 10,5 nghìn tấn đất, lợi nhuận sau thuế 9 tháng đạt 98 tỷ đồng giảm 34,6 % so với cùng kỳ năm ngoái, giá bán cao su bình quân đạt 42.9 triệu/tấn đây là mức giá khá cao so với các doanh nghiệp khác.
- **HRC** – Cao su Hòa Bình là doanh nghiệp có tỷ lệ rừng già cao nhất với 50% diện tích rừng cao su trên 24 tuổi và hiện đang tái canh trồng mới trên 47% diện tích rừng. Lợi nhuận năm 2014 của HRC chủ yếu đến từ việc thanh lý cây cao su.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về triển vọng ngành và thị trường chứng khoán Việt Nam. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật.

Lê Thị Hải Đường
Trưởng phòng TVĐT Hội sở
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Trần Thăng Long
Trưởng Phòng Phân tích
Tel: 0439352722 (118)
longtt@bsc.com.vn

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Lương Thu Hương
Thép, Dệt may, Xi măng
huonglt@bsc.com.vn
Nguyễn Hồng Hà
Vận tải biển, Cao su tự nhiên
hanh@bsc.com.vn
Nguyễn Đức Huy
Xây dựng, Mía đường
huynd@bsc.com.vn

Trần Thị Hồng Tươi
Dược, Nhựa, Săm lốp
tuoith@bsc.com.vn
Đỗ Thị Huyền Trang
Bất động sản
trangdh@bsc.com.vn

Vũ Thu Hà
Dầu khí, Phân bón, Điện
Havt@bsc.com.vn
Phùng Thị Ngọc Thanh
Thủy sản, Ngân hàng
thanhptn@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
facebook: www.Facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC.).

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

