



TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2015

03/2015

Phòng phân tích
CTCP Chứng khoán FPT - FPTS

Website: www.fpts.com.vn

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2015**NỘI DUNG****Tóm tắt**

I. Nền tảng tăng trưởng của TTCK năm 2015	07
II. Dự báo VN-INDEX năm 2015	16
III. Triển vọng ngành – Doanh nghiệp khuyến nghị năm 2015	20
Ngành Dệt may	22
Ngành Xi măng	27
Ngành Xây dựng	30
Ngành Bất động sản	34
Ngành Điện	44
Ngành Ô tô	49
Ngành Dịch vụ cảng	53
Ngành Thủy sản	56
Ngành Thực phẩm & Đồ uống	61
Ngành Dược.....	67
Ngành Săm lốp	70
Ngành Thép.....	73
Ngành Dầu khí	76
Ngành Hóa chất.....	81
Ngành Cao su thiên nhiên	86
Diễn giải khuyến nghị	88

Danh mục từ viết tắt

AANZFTA	: Khu vực mậu dịch tự do ASEAN-Australia-New Zealand
ACFTA	: Khu vực mậu dịch tự do ASEAN-Trung Quốc
AIFTA	: Khu vực mậu dịch tự do ASEAN-Ấn Độ
AKFTA	: Khu vực Thương mại tự do ASEAN-Hàn Quốc
ATIGA	: Hiệp định Thương mại hàng hoá ASEAN
BDS	: Bất động sản
CAGR	: Tăng trưởng bình quân theo năm
CSTN	: Cao su thiên nhiên
F&B Index	: Chỉ số ngành thực phẩm & đồ uống
FDI	: Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài
FTA	: Hiệp định tự do thương mại
GTVT	: Bộ Giao thông vận tải
IRSG	: Tổ chức cao su quốc tế
LAB	: (Linear Alkyl Benzen) : Hoá chất để sản xuất LAS
LAS	: (Linear Alkyl Benzen Sulfonic Acid): chất hoạt động bề mặt
PE	: (Private Equity) Đầu tư vốn tư nhân
SG&A	: Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần
Sugar Index	: Chỉ số ngành đường
VAMA	: Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô tại Việt Nam
VAT	: Thuế giá trị gia tăng
VCUFTA	: Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh hải quan Nga - Belarus - Kazakhstan

Tóm tắt

Trong báo cáo này năm 2014, chúng tôi nhận định thị trường chứng khoán Việt Nam với xác suất 70% sẽ tăng từ 20% – 25% tương ứng với VN-Index từ 600 – 630 điểm dựa trên nền tảng tăng trưởng lợi nhuận của Doanh nghiệp niêm yết khoảng 10% và tình hình kinh tế vĩ mô ổn định. Thực tế trong năm 2014 VN-Index đạt đỉnh ở mức 639 điểm sau đó điều chỉnh về 545 điểm tại ngày 31/12/2014 do sự sụt giảm mạnh của giá dầu.

Mức sụt giảm này mở ra cơ hội tăng trưởng mới cho TTCK Việt Nam trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng với khả năng 70% VN-Index có thể đạt đỉnh khoảng 680 điểm dựa trên các yếu tố :

- **Lợi nhuận và EPS của các doanh nghiệp niêm yết sẽ tăng trưởng từ 8 – 10%** nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh, sức cầu cải thiện, chi phí lãi vay giảm dần, tỷ giá ổn định, các hiệp định thương mại được ký kết năm 2014 và 2015 sẽ mở ra nhiều thị trường xuất khẩu mới cho các Doanh nghiệp. Thực tế trong năm 2014, doanh thu thuần, lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) của 547 doanh nghiệp (chiếm 81% tổng số doanh nghiệp niêm yết) đã tăng lần lượt 11% và 12% so với cùng kỳ.
- **Các yếu tố kinh tế vĩ mô đang khả quan hơn qua từng năm :** GDP năm 2014 tăng 5,98%, mức tăng cao nhất trong vòng 4 năm gần nhất, kế hoạch 2015 là 6,2%; CPI năm 2014 chỉ tăng 4,09%, mức tăng thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây; lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng duy trì ở mức thấp khoảng 6% và cho vay khoảng 9%, trong năm 2015 NHNN yêu cầu các ngân hàng thương mại giảm lãi suất cho vay trung và dài hạn từ 1 – 1,5%; thu hút vốn đầu tư trực tiếp (FDI), gián tiếp (FII) tiếp tục tăng; cán cân thương mại duy trì xuất siêu; dự trữ ngoại hối đạt đỉnh từ trước đến nay đạt khoảng 35 tỷ USD, dự báo năm 2015 đạt 38 - 40 tỷ USD.
- **Các hiệp định thương mại với các thị trường quan trọng đã ký kết** và đang đàm phán sẽ mở ra thêm nhiều thị trường xuất khẩu cho các doanh nghiệp.
- **Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh cổ phần hóa Doanh nghiệp nhà nước:** Trong năm 2014 Thủ Tướng chính phủ đã ban hành quyết định 51/2014/QĐ - TTg nhằm thúc đẩy công tác cổ phần hóa DNNN gắn liền với giao dịch tập trung. Quyết định này quy định thời gian mà các DNNN phải đưa cổ phiếu vào giao dịch tập trung trong vòng 90 ngày kể từ ngày có giấy chứng nhận kinh doanh dưới hình thức Công ty cổ phần.

Các rủi ro chính đối với nền kinh tế cũng như TTCK Việt Nam năm 2015

- **Thu ngân sách dự báo sẽ khó khăn do giá dầu thô giảm hơn 50%** từ trên 100 USD/thùng giảm còn 50 USD/thùng trong thời gian qua, theo Bộ trưởng Bùi Quang Vinh giá dầu giảm 1 USD/thùng, ngân sách hụt thu 1.000 tỷ đồng. Chính phủ đã đưa ra những kịch bản điều hành kinh tế với các mức giá dầu 40 – 50 và 60 USD/thùng.
- **Nợ công gần chạm ngưỡng 65% GDP trong năm 2015** “Việt Nam có nguy cơ chưa giàu, đã già lại nợ nần nhiều” theo báo cáo của Học viện chính sách và Phát Triển thuộc Bộ KH - ĐT.
- **Tranh chấp chủ quyền biển đảo với Trung Quốc** có thể ảnh hưởng đến tình hình kinh tế Việt Nam do mức độ phụ thuộc lớn của Việt Nam vào nguồn nguyên liệu, công cụ lao động và các dự án hạ tầng quan trọng (Điện, giao thông) của Trung Quốc. Trong tháng 5 năm 2014 với việc Trung Quốc đưa giàn khoan HD – 981 vào vùng biển Việt Nam đã làm cho VN-Index sụt giảm 15%.
- **Tình hình chiến sự tại Ucraina** luôn là vấn đề quan tâm của cả thế giới do đây là nguồn gốc đẩy quan hệ giữa Mỹ và các nước EU với Nga trở nên căng thẳng. Nếu tình hình này leo thang và chiến sự mở rộng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến kinh tế thế giới và TTCK các nước.

Triển vọng Ngành năm 2015

Ngành Dệt may

Nhận định: Tốt

Năm 2015, ngành dệt may sẽ tiếp tục được hỗ trợ từ các thông tin tích cực về đàm phán đối với các Hiệp định FTA. Cụ thể, FTA Việt Nam – Hàn Quốc đã chính thức kết thúc đàm phán tháng 12/2014. Chúng tôi kỳ vọng Hiệp định FTA Việt Nam – Hàn Quốc sẽ ký kết trong năm 2015. Bên cạnh đó, Mỹ và Việt Nam cam kết hoàn thành đàm phán TPP trong năm nay.

Xu hướng chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam. Dự báo giá nguyên liệu tiếp tục giảm trong năm 2015 và đơn hàng năm nay theo khảo sát thực tế thì rất khả quan với số lượng đang ở mức cao.

Ngành Xi măng

Nhận định: Tốt

Sản lượng tiêu thụ nội địa kỳ vọng khả quan với sự phục hồi của ngành xây dựng, Bất động sản. Năm 2015, giá trị xuất khẩu dự báo đạt 1,15 tỷ USD (tăng 26% so với 2014).

Các doanh nghiệp tiếp tục hưởng lợi trước xu hướng tỷ giá EUR/VND tiếp tục giảm sâu.

Ngành Xây dựng

Nhận định: Tốt

Triển vọng năm 2015 sẽ khả quan hơn, do lượng vốn FDI chuyển vào BĐS và Sản xuất ngày càng tăng cao với nhiều công trình có vốn đầu tư trên 1 tỷ USD. Giải ngân của chính phủ và vốn ODA vào lĩnh vực CSHT cũng được dự kiến ở mức cao trong năm.

Ngành Bất động sản

Nhận định: Tốt

Giá đã ngừng giảm và thanh khoản liên tục cải thiện. Ngành BĐS năm 2015 sẽ tiếp tục phục hồi, đánh dấu là năm bản lề cho sự chuyển mình vực dậy khỏi vùng đáy sau đợt khủng hoảng bắt đầu từ năm 2009. Cung – cầu thị trường đang tiến về gần nhau hơn và những yếu tố nội tại cơ bản đang thay đổi khả quan, tất cả nhằm đưa ngành BĐS phát triển tiến về 2020 – 2025.

Ngành Điện

Nhận định: Tốt

Thị trường phát điện cạnh tranh hứa hẹn sôi động khi Quyết định số 125/QĐ-ĐTĐL của Cục Điều tiết Điện lực, từ ngày 01/01/2015, đã có 57 nhà máy trực tiếp tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Bên cạnh đó, từ 01/01/2015, khung trần giá phát điện trên thị trường điện cạnh tranh cũng sẽ được điều chỉnh tăng, hứa hẹn các doanh nghiệp tham gia sẽ chào được giá tốt hơn trên thị trường.

Năm 2015 sẽ đánh dấu bước phát triển mới của thị trường điện cạnh tranh, đó là triển khai giai đoạn 2 – thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM).

Ngành Ô tô

Nhận định: Tốt

Bên cạnh Thông tư 06/GTVT thì kể từ ngày 01/01/2015 khi Nghị định 107/2014/NĐ-CP (bổ sung cho Nghị định 171/2013 trước đó) có hiệu lực về việc tăng mạnh mức phạt đối với các hành vi chở quá tải thì tác động đến thị trường trong năm nay sẽ mạnh mẽ hơn nữa. Điều này cho thấy trong năm 2015 có nhiều khả năng số lượng xe tải tiêu thụ trong thị trường nội địa sẽ tiếp tục gia tăng cao.

Bộ Công thương tiếp tục dự báo sản lượng tiêu thụ xe (cả xe du lịch và xe tải) năm 2015 tăng 27% so với năm 2014. Ngoài ra, theo ước tính của chúng tôi sản lượng ô tô du lịch của VAMA sẽ tăng trưởng 25% so với năm 2014. Vì vậy, năm 2015 tiếp tục sẽ là năm tăng trưởng tốt dành cho cả hai phân khúc xe du lịch và xe tải.

Ngành Dịch vụ Cảng**Nhận định: Trung bình**

Trong năm 2015, nền kinh tế tiếp tục phục hồi, cùng với việc gia tăng hội nhập, ký kết các hiệp định tự do thương mại, do đó nhu cầu luân chuyển hàng hóa trong nước cũng như xuất nhập khẩu sẽ gia tăng. Dự báo tổng sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển sẽ gia tăng mạnh so với năm 2014. Tuy nhiên, tình hình dư thừa công suất, cạnh tranh cao vẫn còn tồn tại và hệ thống cơ sở hạ tầng đến cảng vẫn chưa hoàn thiện. Do đó, mức độ tăng trưởng của các công ty khai thác cảng biển sẽ không cao và có sự phân hóa lớn. Các công ty khai thác cảng có lợi thế về kinh nghiệm khai thác cảng biển, vị trí và đặc điểm luồng lạch thuận lợi sẽ dẫn đầu tăng trưởng như TCL, CLL, PDN, DVP, GMD.

Ngành Thủy sản**Nhận định: Trung bình**

Năm 2015 sẽ tiếp tục là năm tái cấu trúc mạnh mẽ của ngành thủy sản, tình hình xuất khẩu tôm dự kiến sẽ không còn quá thuận lợi như 2014 khi nguồn cung toàn cầu có dấu hiệu cải thiện. Ngành cá tra sẽ tiếp tục được quản lý có khuôn khổ hơn với việc có hiệu lực của nghị định cá tra 36/2014 ND-CP. Vì vậy, sự phân hóa giữa các doanh nghiệp trong ngành sẽ ngày càng lớn với ưu thế tuyệt đối thuộc về các doanh nghiệp lớn đầu ngành (như VHC, HVG ngành cá tra, MPC, FMC ngành tôm).

Ngành Thực phẩm & Đồ uống**Nhận định: Trung bình**

Chúng tôi kỳ vọng sức mua của cả nền kinh tế sẽ được cải thiện tốt hơn trong năm 2015. Ở phía ngược lại, nhìn chung xu hướng giảm giá mạnh và kéo dài của các loại hàng hóa sẽ gây những tác động trái ngược lên các doanh nghiệp nội địa. Áp lực cạnh tranh cho các nhà sản xuất nội địa cũng sẽ ngày càng gia tăng hơn nữa, một phần bởi các lộ trình cắt giảm thuế mà Việt Nam đã cam kết trong các hiệp định thương mại. Ngoài ra, hoạt động M&A được kỳ vọng sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong năm nay. Các cổ phiếu ưa thích của chúng tôi là VNM và WSB.

Ngành Dược**Nhận định: Trung bình**

Triển vọng năm 2015 dự kiến sẽ tiếp tục ổn định do nhu cầu tiêu thụ thuốc của người dân Việt Nam tăng dần. Nhóm các doanh nghiệp đầu tư bài bản vào khâu nghiên cứu, sản xuất (Traphaco và Imexpharm) sẽ là tâm điểm đầu tư trong năm 2015 nhờ sự hồi phục ấn tượng sau giai đoạn tái cấu trúc mạnh mẽ hoạt động kinh doanh.

Ngành Săm lốp**Nhận định: Trung bình**

Giá dầu đang ở mức thấp, nguồn cung Cao su thiên nhiên (CSTN) tiếp tục vượt nhu cầu vì vậy giá CSTN tiếp tục được dự báo duy trì ở mức thấp. Doanh nghiệp sản xuất săm lốp tiếp tục hưởng lợi và giảm giá thành sản xuất.

Đối với các doanh nghiệp săm lốp niêm yết Khấu hao tiếp tục là gánh nặng cho cả 2 doanh nghiệp săm lốp là DRC và CSM. Tỷ suất lợi nhuận của CSM có khả năng sẽ giảm trong năm 2015. DRC sẽ chịu tác động ít hơn nhờ sản lượng tiêu thụ gia tăng nhanh hơn so với CSM.

Ngành Thép**Nhận định: Trung bình**

Kỳ vọng sản lượng sản xuất toàn ngành tăng trưởng 12,4% so với 2014 nhờ vào sự ấm lên từ thị trường xây dựng, Bất động sản.

Tiếp tục cạnh tranh gay gắt với thép nhập lậu giá rẻ, thép nhập khẩu từ Trung Quốc và Nga. Theo đó, xu hướng sản lượng doanh nghiệp trong ngành sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2015.

Ngành Dầu khí**Nhận định: Trung bình**

Năm 2015 được đánh giá là sẽ có nhiều khó khăn cho ngành dầu khí, đặc biệt là những tháng đầu năm 2015, giá nhiên liệu thế giới và trong nước liên tục giảm mạnh. Cho đến hiện tại, áp lực giảm giá trên vẫn chưa có dấu hiệu suy giảm. Hiện chi phí khai thác dầu thô của Việt Nam từ 30-70 USD/thùng thì với mức giá dưới 50 USD/thùng như hiện nay sẽ làm ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh của một số đơn vị trong ngành dầu khí. Chúng tôi khuyến nghị chỉ nên xem xét đầu tư vào ngành khi giá dầu ổn định hơn và mức định giá cần hấp dẫn hơn cho mức độ rủi ro hiện tại.

Ngành Hóa chất**Nhận định: Trung bình**

Đối với các doanh nghiệp phân bón, xu hướng giảm giá phân bón trong trung hạn vẫn tiếp diễn, trong khi sản lượng phân bón tiêu thụ không thay đổi và sản lượng phân bón tiếp tục tăng lên. Các doanh nghiệp trong ngành phân bón vẫn tiếp tục hoạt động với chưa nhiều chuyển biến tích cực.

Đối với các doanh nghiệp mảng giặt tẩy, việc giá dầu giảm có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh khi giá nguyên liệu đầu vào giảm làm cải thiện biên lợi nhuận gộp, tuy nhiên áp lực cạnh tranh lớn trong ngành là vấn đề cần được quan tâm.

Ngành CSTN**Nhận định: Kém khả quan**

Vừa qua cả 3 quốc gia Thái Lan, Malaysia và Indonesia đã ngồi lại với nhau thống nhất sẽ giữ giá CSTN quanh mức 1.500 USD/tấn, không cho giảm xuống nữa. Tuy nhiên nguồn cung vẫn đang vượt nhu cầu, dự báo năm 2015 là hơn 202.000 tấn. Ngoài ra, giá dầu vừa qua giảm mạnh và chưa thấy khả năng phục hồi, các nền kinh tế lớn như Trung Quốc, Nhật đang khó khăn sẽ tiếp tục gây áp lực lớn lên nhu cầu tiêu thụ CSTN cũng như khả năng phục hồi giá CSTN là khá thấp.

Ngành Mía đường**Nhận định: Kém khả quan**

Vụ 2014/15, sản lượng đường sản xuất ước đạt 1,54 triệu tấn (-4% yoy) trong khi tiêu thụ nội địa ước đạt 1,5 triệu tấn (+3% yoy). Nhu cầu được kỳ vọng tăng chủ yếu ở đường tinh luyện RE, do nhiều nhà máy thực phẩm – đồ uống đang mở rộng công suất hoặc xây dựng nhà máy mới. Trong khi đường trắng RS được dự báo tiêu thụ sẽ khó khăn hơn, đặc biệt là khu vực miền Trung khi các nhà máy đường đồng loạt nâng công suất dẫn đến lượng cung tăng lên đáng kể trong khi nhu cầu tiêu thụ loại đường này tiếp tục bị cạnh tranh bởi đường bao Thái nhập lậu và tình hình xuất khẩu sang Trung Quốc không còn thuận lợi như trước đây. Tình hình tồn kho cuối vụ 2014/15 của cả nước ước cao hơn 36% cùng kỳ, đạt 439 ngàn tấn. Hiện giá đường xuống quá thấp, rất nhiều nhà máy đường RS có thể bị thua lỗ trong vụ 2014/15 do giá bán đang thấp hơn giá thành sản xuất. Giá mía giảm tại hầu hết các khu vực dẫn đến gia tăng xu hướng chuyển đổi cây trồng và dự báo một vụ thiếu hụt đường có thể diễn ra trong vụ 2015/16.

[Trở lại mục lục](#)

I. NỀN TẢNG TĂNG TRƯỞNG CỦA TTCK NĂM 2015 đến từ:

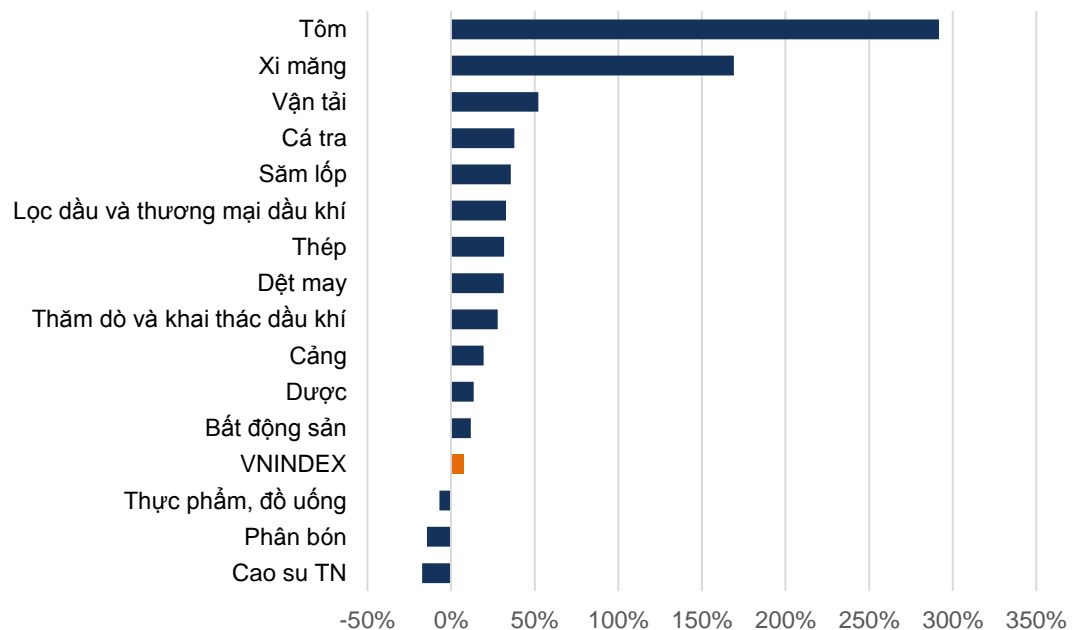
Tăng trưởng lợi nhuận và EPS của doanh nghiệp niêm yết từ 8 - 10%

Doanh thu và Lợi nhuận trước thuế, lãi vay (EBIT) năm 2014 của 547 doanh nghiệp niêm yết (chiếm 81% tổng số doanh nghiệp niêm yết) tăng trưởng lần lượt là 11% và 12% so với cùng kỳ, phù hợp với mức dự phóng trong báo cáo đầu năm của FPT.S. Chúng tôi dự báo tăng trưởng Doanh thu và EBIT của doanh nghiệp niêm yết đạt khoảng 8 - 10% trong năm 2015.

Ngành (Đvt: Tỷ VND)	Số DN	Doanh thu			EBIT		
		2013	2014	YoY	2013	2014	YoY
Tài chính	69	254.945	268.693	5%	38.280	42.830	12%
Năng lượng	33	171.182	198.406	16%	19.787	24.319	23%
Tiêu dùng thiết yếu	46	111.158	126.978	14%	12.670	13.123	4%
Phụ tùng, Nguyên vật liệu	101	139.826	155.831	11%	12.468	13.147	5%
Tiêu dùng không thiết yếu	88	124.765	141.744	14%	7.185	8.443	18%
Sản xuất công nghiệp	154	87.428	98.028	12%	7.128	8.054	13%
Y tế	16	22.023	24.002	9%	1.585	1.867	18%
Tiện tích công cộng	16	16.836	19.830	18%	2.017	1.905	-6%
Kỹ thuật	10	10.444	10.919	5%	264	368	39%
Truyền thông	14	1.625	1.734	7%	116	96	-17%
Tổng	547	940.232	1.046.166	11%	101.501	114.153	12%

Nguồn: FPT.S tổng hợp

Biến động chỉ số từng Ngành và VN-Index năm 2014

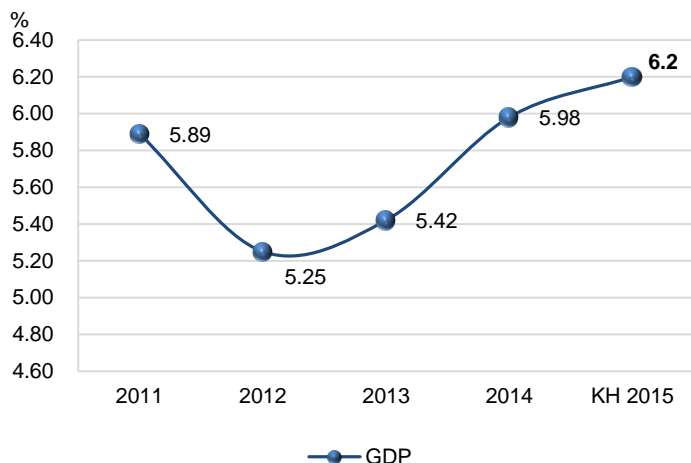


Nguồn: Bloomberg, FPT.S tổng hợp

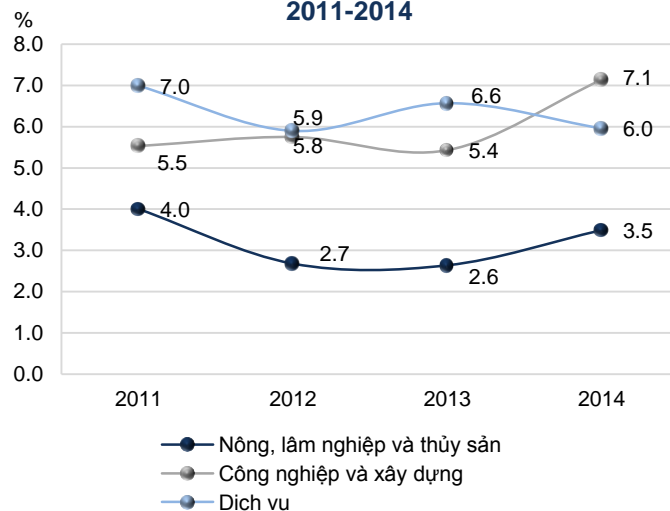
Kinh tế vĩ mô ngày càng khả quan

- GDP tăng trưởng ổn định tuy còn dưới tiềm năng nhưng đang từng bước tăng tốc từ khu vực Công nghiệp và xây dựng.

Tăng trưởng GDP cả nước 2011-2014



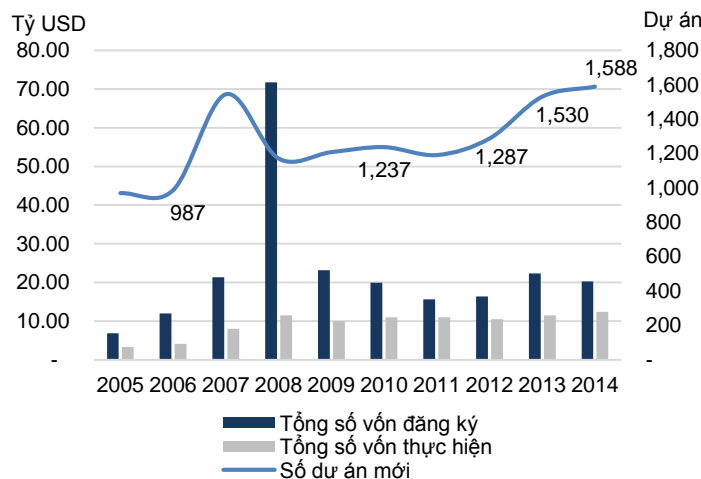
Tăng trưởng GDP theo khu vực kinh tế 2011-2014



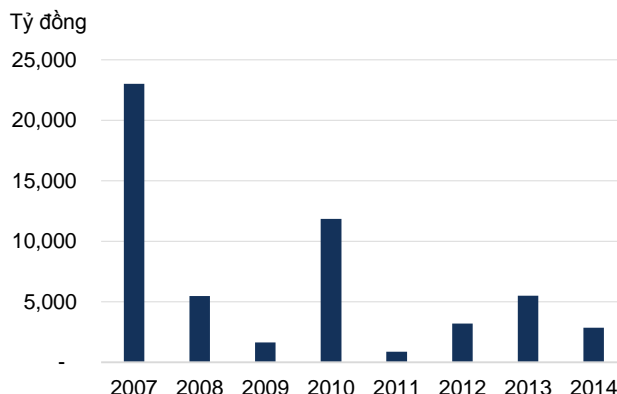
Nguồn: Tổng cục thống kê

- Thu hút vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài rất khả quan trong năm 2014 và sẽ tiếp tục trong những năm tiếp theo nhờ các hiệp định tự do thương mại mà Việt Nam đang đàm phán và xu hướng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam.

Vốn FDI vào Việt Nam từ 2005-2014

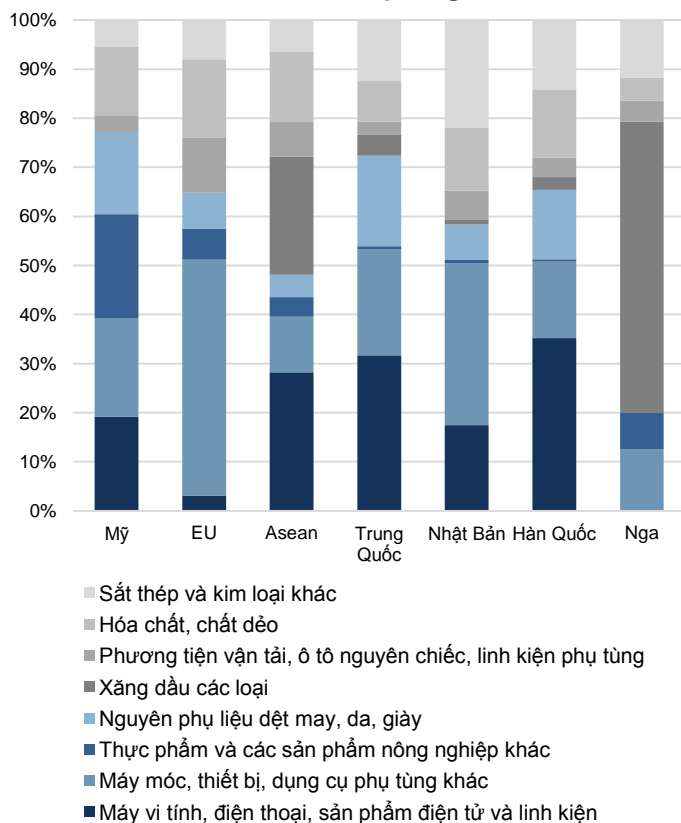
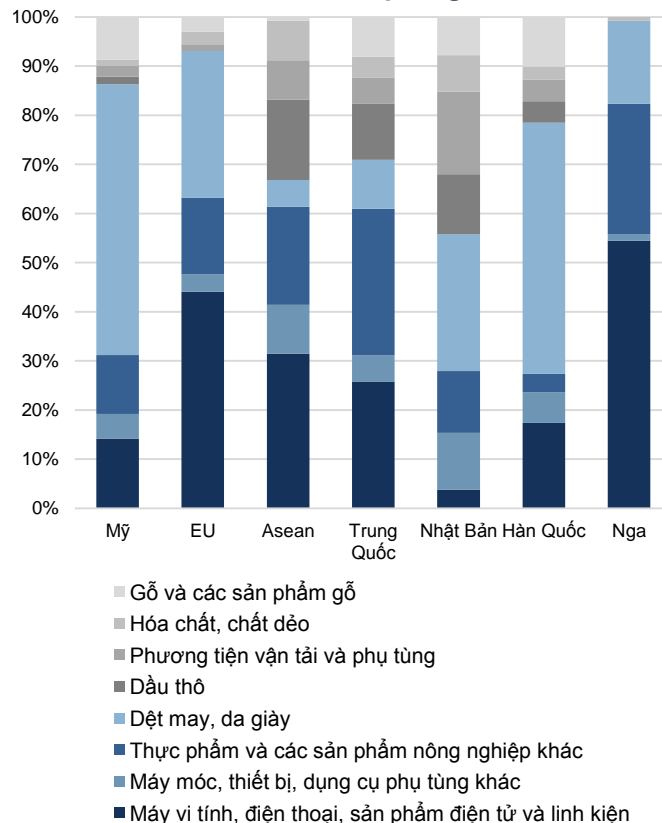


Giá trị mua ròng của NĐTNN qua các năm



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

- Các hiệp định tự do thương mại như FTA Việt Nam – EU, TPP sẽ là động lực thay đổi bức tranh kinh tế của Việt Nam trong tương lai gần.

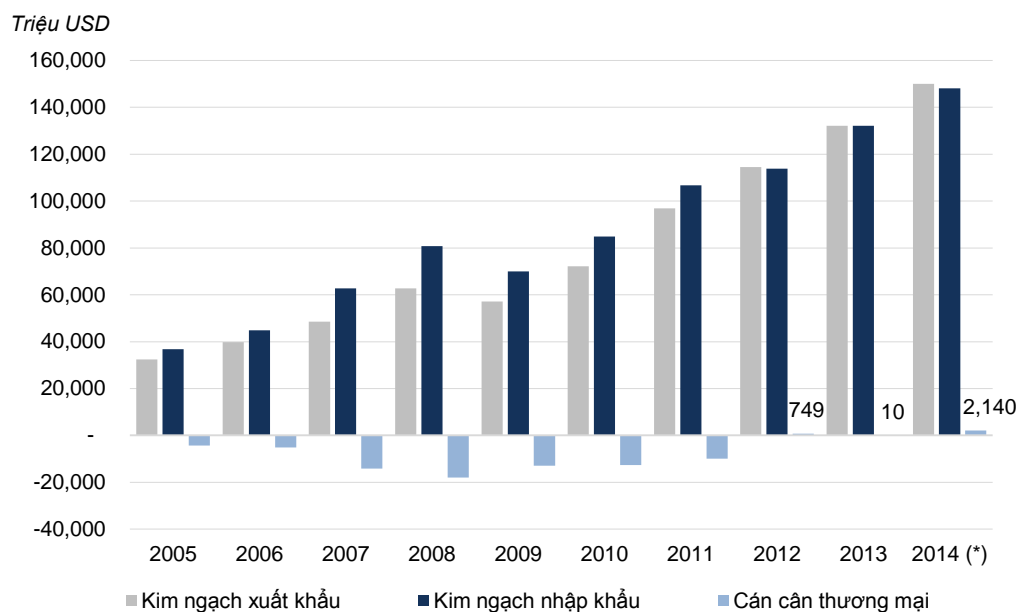
Các nhóm hàng nhập khẩu của Việt Nam theo quốc gia

Các nhóm hàng xuất khẩu của Việt Nam theo quốc gia


Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTIS tổng hợp

Các Hiệp định thương mại quan trọng

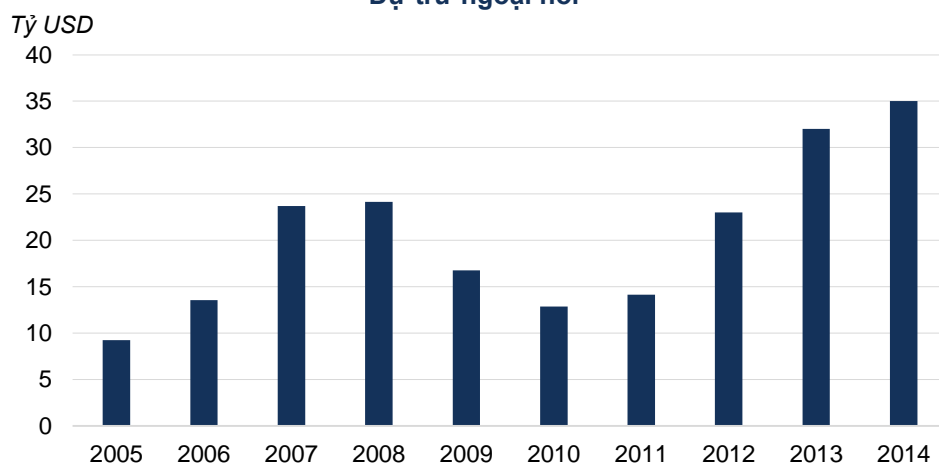
Hiệp định	Đã ký trong năm 2014	Đang đàm phán
Việt Nam - Liên minh hải quan Nga - Belarus - Kazakhstan	x	
Việt Nam - Hàn Quốc	x	
TPP		x
Việt Nam - EU		x

- Cán cân thương mại chuyển từ nhập siêu sang xuất siêu nhờ khối doanh nghiệp nước ngoài (FDI).

Cán cân thương mại


Nguồn: Tổng cục thống kê

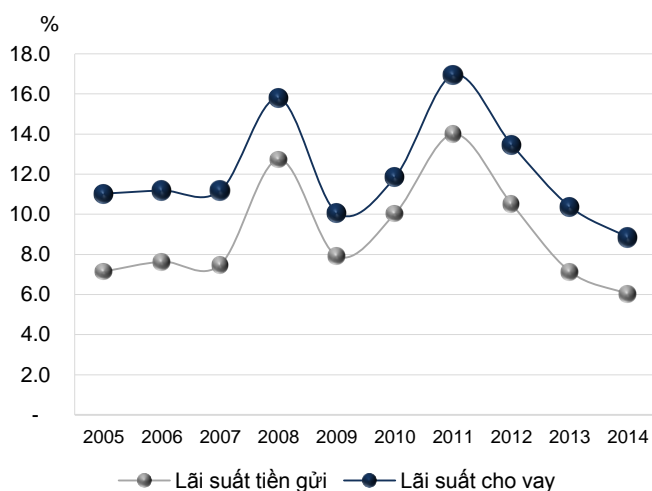
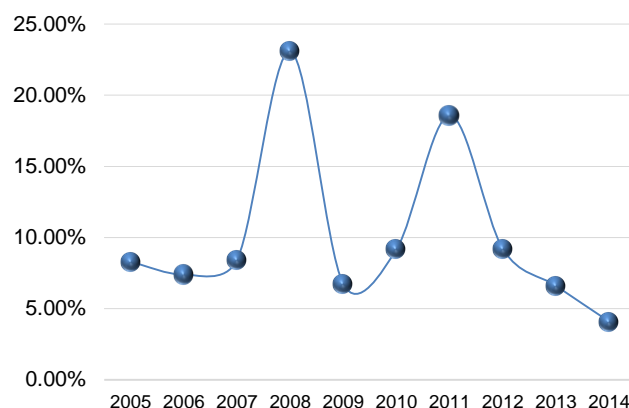
- Dự trữ ngoại hối tăng dần nhờ cán cân thương mại thặng dư.

Dự trữ ngoại hối


Nguồn: Tổng cục thống kê

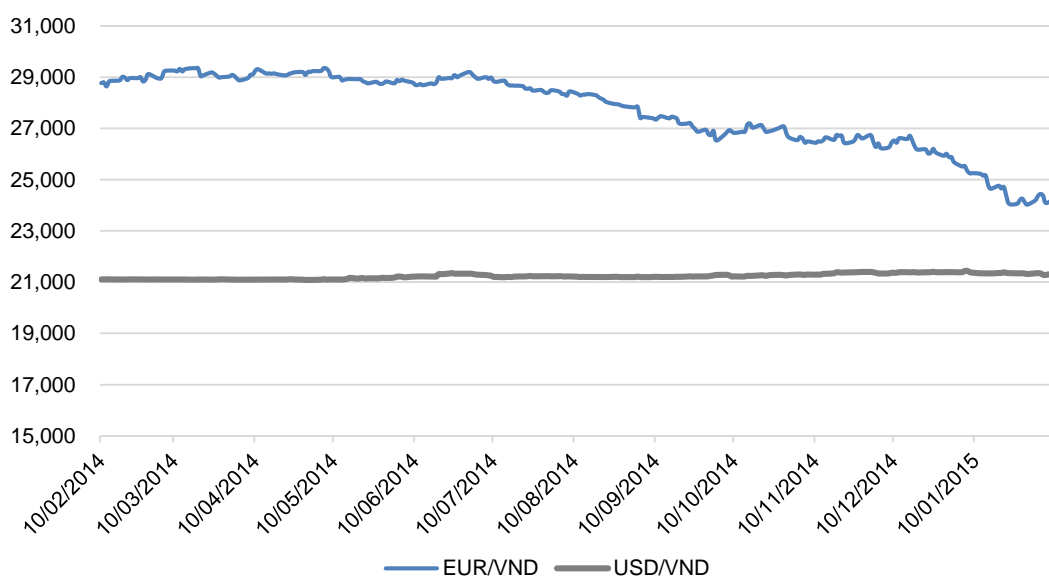
Chính sách tiền tệ ổn định giúp doanh nghiệp chủ động vay vốn mở rộng sản xuất, giảm mạnh chi phí tài chính trong năm 2014 và sẽ duy trì ổn định trong những năm tới.

- Lạm phát thấp nhất trong vòng 10 năm gần đây giúp lãi suất huy động và cho vay giảm sâu.

Biến động lãi suất 2005 - 2014

Tỷ lệ lạm phát 2005 - 2014


Nguồn: Tổng cục thống kê, Bloomberg

- Tỷ giá ổn định giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro từ các khoản vay ngoại tệ và giá nguyên liệu nhập khẩu.

Biến động tỷ giá EUR/VND và USD/VND


Nguồn: Bloomberg

Các chính sách, sự kiện hỗ trợ thị trường chứng khoán năm 2015

- **Tập trung triển khai thị trường chứng khoán phái sinh**, năm 2015 là năm chuẩn bị điều kiện cho sự ra đời của thị trường phái sinh, đề án này đã trình Chính phủ **khả năng quý 1 Nghị định này sẽ ban hành**.
- **Đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước gắn liền với niêm yết theo quyết định số 51/2014/QĐ – TTg ngày 15/09/2014**.

Theo quyết định này Chính phủ yêu cầu các DNNN trong vòng 90 ngày kể từ ngày có giấy chứng nhận kinh doanh dưới hình thức Công ty cổ phần phải đưa cổ phiếu vào

giao dịch tập trung. Văn bản mang tính đột phá vì trước đây do không có quy định cụ thể các DNNN sau khi cổ phần hóa vẫn không đưa cổ phiếu vào giao dịch khiến cổ phiếu không có thanh khoản làm mất niềm tin của nhà đầu tư đối với các đợt IPO DNNN sau này. Ngoài ra do không giao dịch tập trung nên vấn đề minh bạch thông tin, quản trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp này cũng rất kém.

Theo ông Phạm Viết Muôn, Phó Chủ nhiệm Văn Phòng Chính phủ, Phó Trưởng ban Thường trực Ban chỉ đạo, từ năm 2014 tới hết 2015, phải hoàn thành sắp xếp 479 DNNN, trong đó cổ phần hóa 432 doanh nghiệp; bán, giao, giải thể, phá sản 22 doanh nghiệp; sáp nhập, hợp nhất 25 doanh nghiệp.

Tính đến 25/12, cả nước đã sắp xếp 167 doanh nghiệp (gấp 1,6 lần năm 2013), trong đó cổ phần hóa 143 doanh nghiệp (gấp 2 lần). Đặc biệt sau khi rà soát, bổ sung danh mục DN phải cổ phần hóa theo tiêu chí phân loại DNNN mới được ban hành thì số DN phải cổ phần hóa, thoái vốn tới thời điểm này tăng thêm 100, ở mức 532 DN.

Nơi room cho nhà đầu tư nước ngoài sở hữu doanh nghiệp niêm yết theo điều lệ Công ty

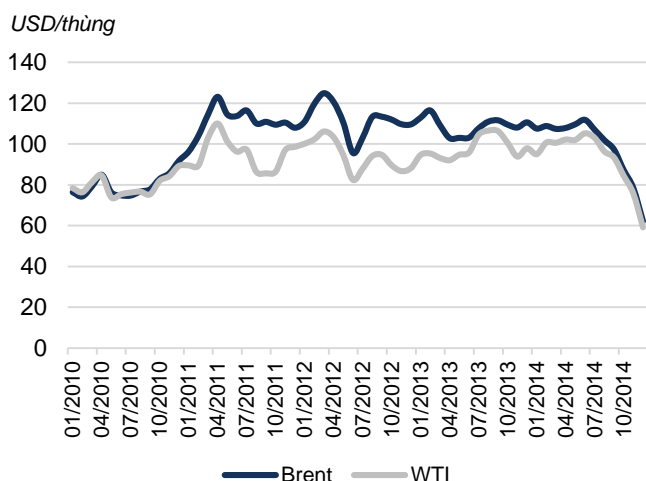
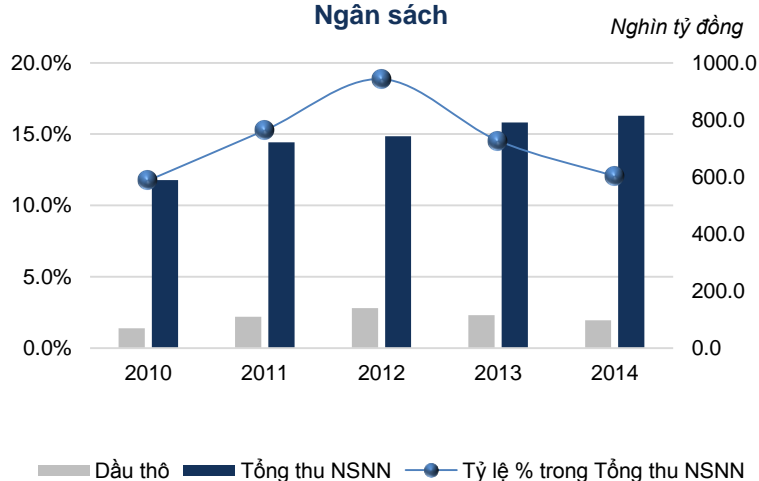
Dự thảo sửa đổi nghị định 58/2012/NĐ - CP của chính phủ. Theo đó, tại khoản 3, điều 1 của dự thảo Nghị định này, liên quan tới tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam: Thực hiện theo quy định tại Điều lệ công ty (nếu có), nhưng tối đa không vượt quá tỷ lệ sở hữu theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ.

Một số rủi ro đối với nền kinh tế và thị trường chứng khoán trong năm 2015

- Thu ngân sách giảm do giá dầu thô giảm

Xem xét giá dầu giảm tác động ở các lĩnh vực, đầu tiên là tác động trực tiếp đến khai thác, xuất khẩu dầu mỏ. Nếu 60 USD/thùng thì sản xuất, xuất khẩu giảm nhưng không đáng kể, sẽ chỉ phải xem xét tiết giảm sản lượng tại các lô có giá sản xuất cao. Nếu 50 USD/thùng thì sẽ giảm khai thác nhiều hơn. Nếu ở mức 40 USD/thùng thì sẽ giảm 1,8 đến 2 triệu tấn dầu khai thác.

Kế hoạch trong năm nay của Bộ Công Thương phải sản xuất và xuất khẩu 14,74 triệu tấn. Tổ công tác đánh giá, nếu giá dầu bình quân 50-60 USD/thùng thì không gây nhiều xáo trộn đến sản xuất và tiêu thụ dầu của Việt Nam, mặc dù ảnh hưởng lĩnh vực khác nhưng không tác động nhiều lắm về mặt sản xuất. Giá xuống 40 USD/thùng sẽ có nhiều ảnh hưởng xáo trộn, đồng thời ảnh hưởng cả đến những dự án mới đang dự kiến đầu tư.

Biến động giá dầu

Đóng góp từ Dầu Thô vào Nguồn thu Ngân sách


Nguồn: Tổng cục thống kê, Bloomberg

Xem xét tác động đến tăng trưởng kinh tế, Tổ công tác tính toán, nếu giá dầu thô là 60 USD/thùng, tăng trưởng kinh tế sẽ giảm 0,21 điểm phần trăm so với dự kiến. Nếu giá 50 USD/thùng thì giảm khai thác còn ở mức độ 14,4 triệu tấn, giảm tăng trưởng có khoảng 0,56 điểm phần trăm. Nếu giá dầu thô giảm mạnh còn 40 USD/thùng thì chỉ khai thác xuất khẩu khoảng 13,08 triệu tấn, tăng trưởng kinh tế sẽ giảm đến 1 điểm phần trăm. Khi đó tăng trưởng năm 2015 dự kiến là 6,2% thì sẽ giảm chỉ còn 5,2%.

Theo ông Vinh, nếu giá dầu giảm 1 USD/thùng, VN mất gần 1.000 tỷ đồng ngân sách. Theo tính toán của Bộ KH&ĐT, giá dầu về mức 60 USD/thùng chỉ hút thu ngân sách 7.500 tỷ đồng; 50 USD/thùng hút 9.500 tỷ đồng và nếu 40 USD/thùng, hút thu 11.500 tỷ đồng. “Bộ Tài chính tính toán nếu ở mức 50 USD/thùng sẽ không hút thu vì sẽ được bù lại từ thu nội địa nên ảnh hưởng ngân sách không lớn” - ông Vinh phân tích.

- **Nợ công gần chạm ngưỡng 65% GDP trong năm 2015 “Việt Nam có nguy cơ chưa giàu, đã già lại nợ nần nhiều”.**

Theo báo cáo của Học viện chính sách và Phát Triển thuộc Bộ KH – ĐT, cách đây 13 năm, năm 2001 tỷ lệ nợ công của Việt Nam chỉ mới là 11,5% GDP thì đến năm 2010, con số này đã tăng gần 5 lần, lên 51,7% GDP.

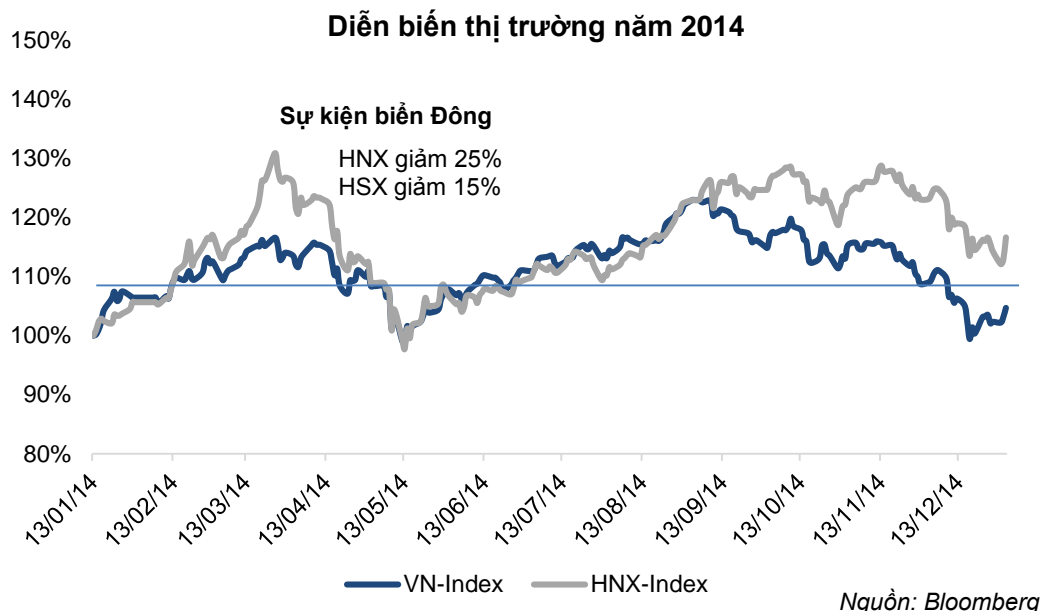
Trong 3 năm kế tiếp, từ 2010-2013, nợ công đi ngang, chỉ tăng tiếp lên 54,2%. Nhưng năm 2014, nợ công dự tính sẽ lại tăng vọt lên tới tận 60,3% GDP. Nhưng năm nào cũng vậy, dù tỷ lệ này là bao nhiêu, tăng ở mức nào thì cơ quan quản lý Nhà nước vẫn khẳng định nợ công Việt Nam là an toàn. Bởi, nó còn cách xa mục tiêu kiểm soát của Chính phủ là 65% GDP.

Các chuyên gia kinh tế vẫn luôn đặt câu hỏi, con số nợ công bao nhiêu mới là không an toàn?

Bởi, hàng loạt khoản nợ hiện nay sẽ có nguy cơ biến thành nợ công, như nợ đọng bảo hiểm xã hội, rủi ro sử dụng vốn vay kém hiệu quả, không trả được các khoản nợ của Chính phủ bảo lãnh. Thậm chí, đó còn là rủi ro nợ xấu mất vốn của DNNN.

- **Kinh tế Việt Nam sẽ ra sao nếu giao thương Việt Nam-Trung Quốc bị đình trệ do tranh chấp chủ quyền?**

Tình hình tranh chấp chủ quyền biển đảo giữa Trung Quốc và các nước láng giềng, trong đó Việt Nam là nước chịu ảnh hưởng nặng nề về mặt kinh tế do phụ thuộc quá lớn về nguồn nguyên liệu, công nghệ sản xuất và các dự án hạ tầng trọng điểm do nhà thầu Trung Quốc làm tổng thầu EPC.



Cán cân thương mại: Mức độ thâm hụt thương mại với Trung Quốc ngày càng gia tăng.

Việt Nam đang phụ thuộc ngày càng nhiều vào nhập khẩu từ Trung Quốc. Số liệu thống kê cho thấy từ năm 2000 – 2013, tỉ trọng xuất khẩu sang Trung Quốc chỉ dao động trong khoảng 10% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, nhưng tỉ trọng nhập khẩu đã tăng từ 10% lên mức 28% trong cùng thời gian. Năm 2013, tỉ trọng nhập khẩu và xuất khẩu của Việt Nam sang Trung Quốc lần lượt là 10,2% và 27,6%.

Xét về cơ cấu nhập khẩu, có thể thấy đa phần hàng hoá nhập từ Trung Quốc là hàng phụ trợ công nghiệp và tư liệu sản xuất – tức là hàng hoá trung gian phục vụ sản xuất – và nhập khẩu hai nhóm này từ Trung Quốc tăng cao hơn nhập khẩu từ thế giới. Với cơ cấu hàng tiêu dùng chiếm tỉ trọng khoảng 20%, hàng tư liệu sản xuất chiếm khoảng 35%, hàng công nghiệp phụ trợ và máy móc phụ tùng vận tải 35%, có thể thấy khoảng 70% hàng hóa Trung Quốc được nhập vào Việt Nam để phục vụ hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp Việt Nam.

Điều thực sự cần chú ý đối với sản xuất của Việt Nam là nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ, thậm chí cả các doanh nghiệp lớn đang sử dụng công nghệ của Trung Quốc để sản xuất. Công nghệ Trung Quốc rẻ, sẵn có, dễ sử dụng. Nhưng về lâu dài, việc này không chỉ khiến Việt Nam luôn ở nấc thang thấp hơn Trung Quốc về mặt công nghệ sản xuất mà còn làm suy giảm động lực nghiên cứu phát triển (R&D) của doanh nghiệp Việt Nam.

Mối nguy tổng thầu EPC

Trung Quốc hiện là nhà thầu lớn nhất của Việt Nam. Các doanh nghiệp Trung Quốc đã trúng thầu EPC (tư vấn, thiết kế - cung cấp thiết bị - xây lắp, vận hành; hay nói cách khác là thực hiện dự án theo phương thức chìa khoá trao tay) phần lớn các công trình năng lượng, khai khoáng, hóa chất ở Việt Nam.

Theo thống kê được công bố vào đầu tháng 4.2014 của Viện Nghiên cứu cơ khí thuộc bộ Công thương, Việt Nam hiện có 20 dự án nhiệt điện thì có 15 công trình được phía Trung Quốc làm tổng thầu EPC. Trong ngành xi măng, 24 dự án lớn do Trung Quốc làm tổng thầu. Cả nước có hai dự án công nghiệp nhôm và bauxite và ba nhà máy tuyển than thì tất cả đều do nhà thầu Trung Quốc đảm trách.

Trong 10 dự án trọng điểm về hạ tầng, giao thông, năng lượng, hoá chất, luyện kim của VN đều có nhà thầu Trung Quốc tham gia, trong đó phải kể đến như công trình đường sắt đô thị Cát Linh- Hà Đông, đường cao tốc Hà Nội- Hải Phòng, Hà Nội- Lào Cai, nhà máy gang thép Lào Cai, nhiệt điện Duyên Hải 1, nhiệt điện Mông Dương 2,...đều rơi vào tay nhà thầu Trung Quốc.

Mối nguy lớn nhất từ thực tế EPC hiện nay là mối nguy đối với an ninh năng lượng. Nếu chú ý có thể nhận thấy, nhà thầu Trung Quốc nắm các dự án quan trọng trong Tổng sơ đồ điện 6 và Tổng sơ đồ điện 7 của Việt Nam, và hầu hết trong số này đến nay đều chậm tiến độ hoặc bị đội vốn lên rất cao. Nếu có trục trặc gì lớn, như việc nhà thầu Trung Quốc ngừng thi công thì Việt nam sẽ thiếu điện. Doanh nghiệp có thể mở rộng nguồn cung đầu vào từ nước khác với giá cao hơn nhưng không thể hoạt động khi thiếu điện. Đời sống hàng ngày của người dân cũng đang bị lệ thuộc vào điện.

- **Tình hình chiến sự tại Ucraina dẫn đến căng thẳng chính trị, quân sự giữa Nga - Mỹ và các nước EU** luôn là mối lo thường trực đến nền kinh tế toàn cầu một khi tình hình này còn kéo dài và leo thang.

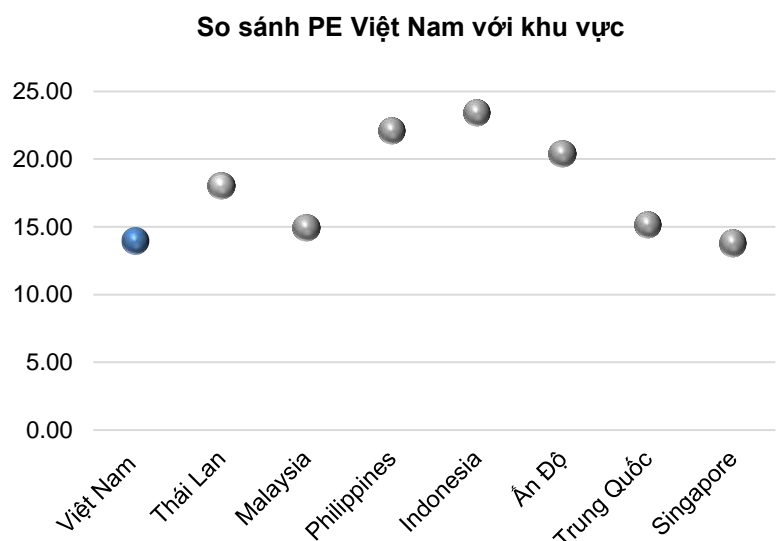
[Trở lại mục lục](#)

II. DỰ BÁO VN-INDEX NĂM 2015

P/E thị trường chứng khoán Việt Nam cuối năm 2014 hấp dẫn hơn các nước trong khu vực

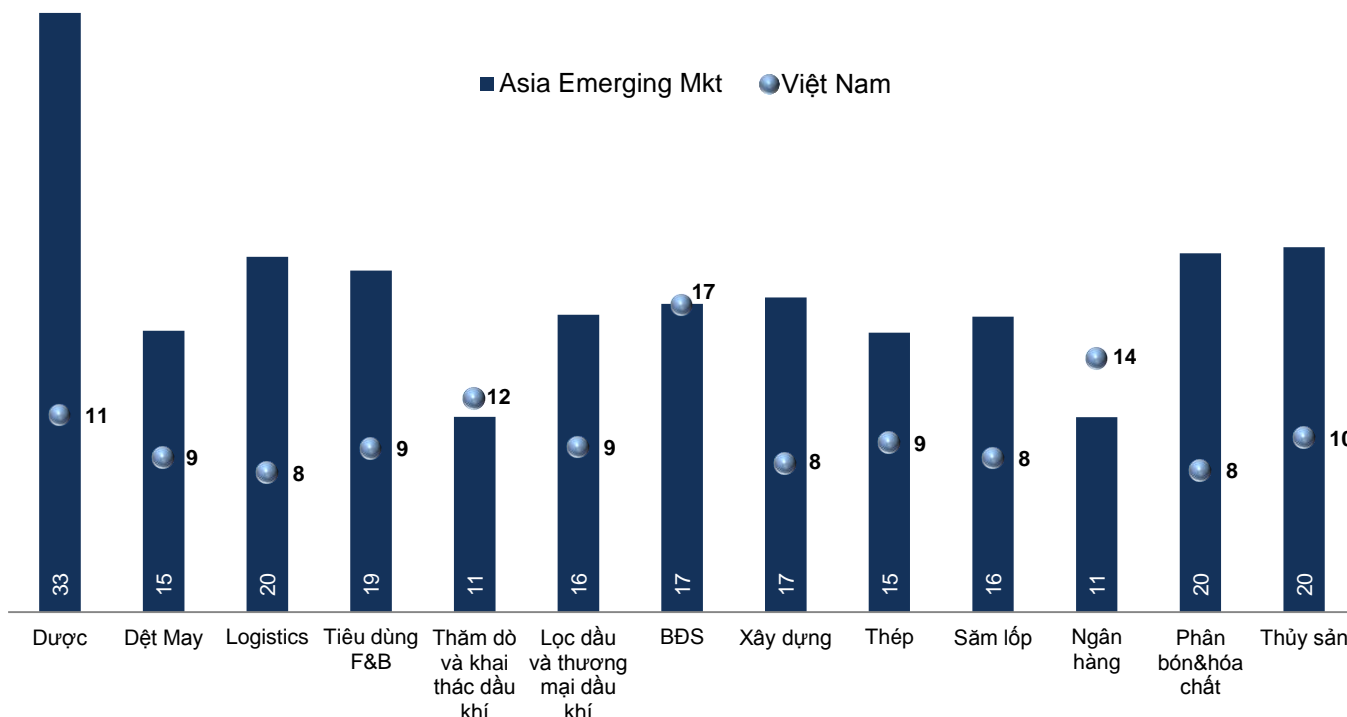
STT	Thị trường	PE	Tỷ suất cổ tức
1	Việt Nam (HSX)	13,96	4,21%
2	Thái Lan	18,03	2,87%
3	Malaysia	14,94	3,22%
4	Philippines	22,07	1,92%
5	Indonesia	23,41	1,87%
6	Ấn Độ	20,39	1,33%
7	Trung Quốc	15,13	1,65%
8	Singapore	13,77	3,22%

Nguồn: Bloomberg
Data lấy số trung bình theo các sàn CK chính tại các quốc gia



P/E theo ngành của Việt Nam cuối năm 2014 so với các thị trường mới nổi đang ở mức rất thấp ngoại trừ ngành Ngân hàng, Bất động sản, Thăm dò và khai thác dầu khí.

So sánh PE Ngành của Việt nam với các thị trường Châu Á mới nổi



Nguồn: Bloomberg

HungPNT@fpts.com.vn

Nhận định VN-Index trong năm 2015 theo PTKT

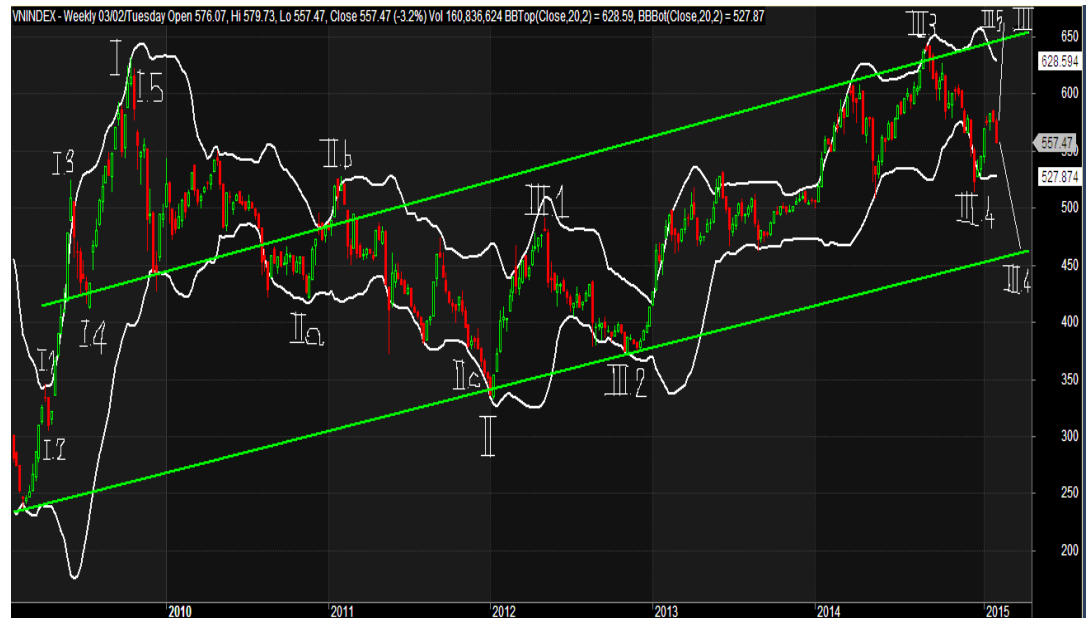
Kịch bản tích cực (xác suất cao 70%): VN-Index cuối năm 2015 sẽ dao động quanh vùng 600 điểm. Trong đó, VN-Index sẽ đi lên trong nửa đầu năm, đạt đỉnh quanh vùng 680 điểm vào khoảng giữa năm và điều chỉnh trở xuống vùng quanh 600 vào cuối năm 2015.

Kịch bản trung bình (xác suất thấp 30%): VN-Index cuối năm 2015 sẽ dao động quanh vùng 580. Trong đó, VN-Index sẽ đi xuống trong nửa đầu năm, đạt đáy quanh vùng 480 điểm vào khoảng giữa năm và tăng trở lại quanh vùng 580 vào cuối năm 2015.

Sau khi kết thúc downtrend dài hạn kéo dài từ cuối 2007 đến đầu năm 2009, chỉ số VN-Index đã và đang đi trong uptrend dài hạn có độ dốc khoảng 20 độ (kênh màu xanh lá cây) kéo dài từ đầu năm 2009 đến nay với kênh dao động rất rộng khoảng 200 điểm. Nhiều khả năng VN-Index sẽ tiếp tục dao động trong kênh uptrend dài hạn này ít nhất 2 năm nữa.



Theo lý thuyết sóng Elliot, nếu tính từ mức đáy 234,6 điểm đầu năm 2009, thì hiện tại chúng tôi cho rằng VN-Index vẫn chưa đi hết sóng III lớn trong chu kỳ 5 sóng tăng của uptrend dài hạn nêu trên. Dự báo năm 2015 sẽ là năm VN-Index hoàn thành sóng III để bước vào sóng điều chỉnh IV.

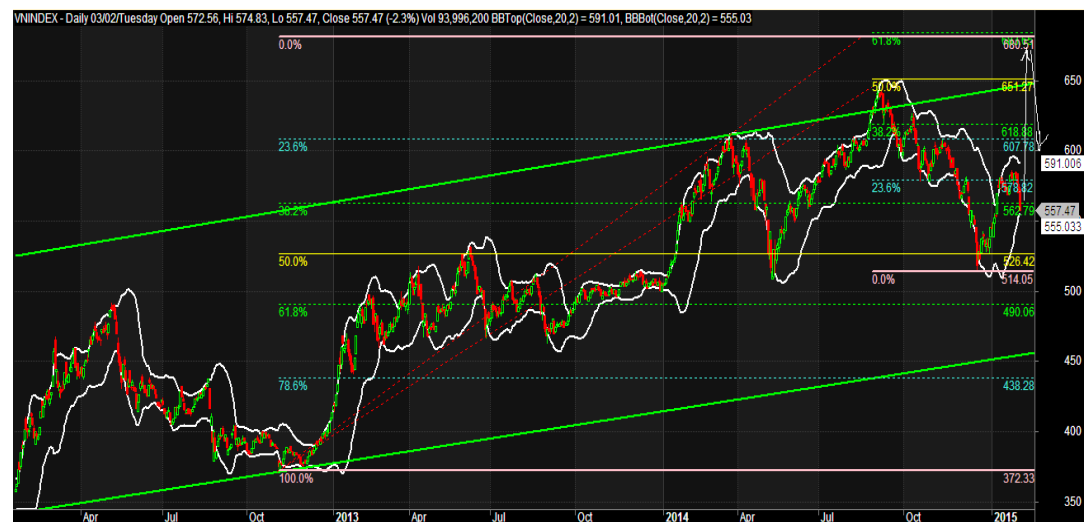


Từ cách đánh giá về sóng III, chúng tôi đưa ra hai kịch bản hoàn thành sóng III và cũng liên hệ với việc dự báo diễn biến của VN-Index trong năm 2015.

Kịch bản đầu tiên (cũng là kịch bản tích cực với xác suất cao khoảng 70%):

Chúng tôi cho rằng VN-Index đã hoàn thành sóng III.4 ngày 17/12/2014 với mức đáy ở 513,06 điểm, ứng với Fibonacci retracement 50% (nổi từ đáy sóng III.3 ở 387,74 điểm lên đỉnh sóng III.3 ở mức 644,56 điểm). Và từ ngày 18/12/2014, VN-Index đã bắt đầu đi lên theo sóng III.5 (sóng III.5 này cũng sẽ đi theo 5 sóng nhỏ). Chúng tôi dự báo VN-Index sẽ kết thúc sóng III.5 ở quanh vùng 680 điểm, ứng với ngưỡng hội tụ giữa đường kênh giá dài hạn (màu xanh lá cây) và Fibonacci projection 61,8% (nổi từ đáy sóng III.3 ở 387,74 điểm lên đỉnh sóng III.3 ở mức 644,56 điểm và điều chỉnh về đáy sóng III.4 ở mức 513,06 điểm). Kỳ vọng giai đoạn tạo đỉnh này sẽ rơi vào khoảng giữa năm 2015.

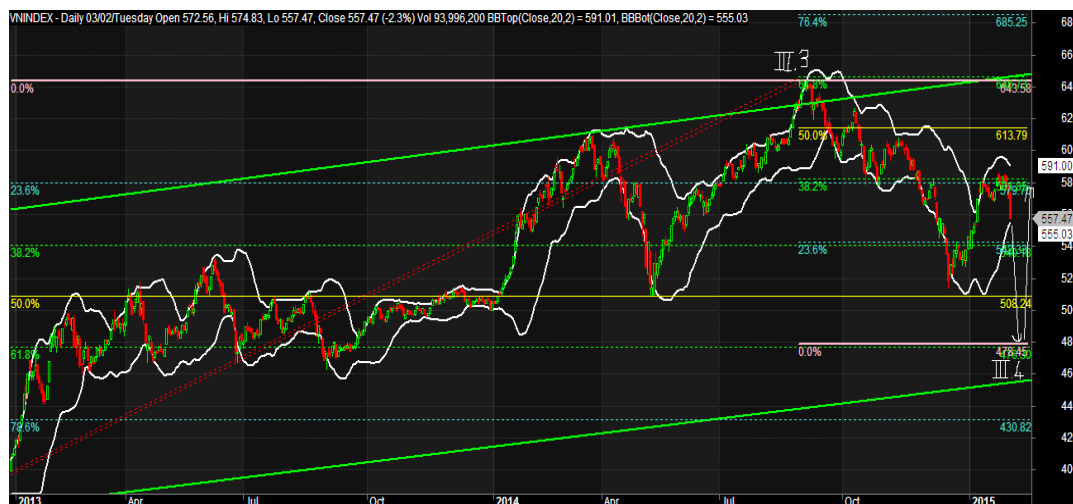
VN-Index sẽ bắt đầu điều chỉnh đi xuống theo sóng IV từ ngưỡng quanh 680 điểm (sóng IV này cũng sẽ đi theo 3 sóng nhỏ a-b-c), sóng IV trong kịch bản này có thể kết thúc ở quanh vùng quanh 600 điểm hoặc 560 điểm ứng với Fibonacci retracement 23,6% hoặc 38,2% (nổi từ đáy sóng III ở 387,74 điểm lên đỉnh sóng III ở mức 680 điểm). Tuy nhiên, giai đoạn điều chỉnh đi xuống của sóng IV nhiều khả năng sẽ kéo dài hơn 6 tháng. Do đó, đến khoảng cuối năm 2015, VN-Index có khả năng sẽ chỉ dừng ở mức quanh 600 (chỉ mới đến ngưỡng 23,6% của Fibonacci retracement vừa nêu).


Kịch bản thứ hai (cũng là kịch bản kém tích cực với xác suất thấp khoảng 30%):

VN-Index vẫn chưa hoàn thành sóng III.4 ở mức đáy 513,06 điểm, giai đoạn đi lên từ ngày 17/12/2014 đến mức 586,76 điểm ngày 26/01/2015 vừa qua chỉ là một giai đoạn hồi lên ngắn trong quá trình đi xuống của toàn bộ sóng III.4. Khi đó, sóng III.4 nhiều khả năng sẽ kết thúc ở quanh vùng 480 điểm ứng với ngưỡng hội tụ của trendline dài hạn (đường màu xanh lá cây) và Fibonacci retracement 61,8% (nổi từ đáy sóng III.3 ở 387,74 điểm lên đỉnh sóng III.3 ở mức 644,56 điểm). Kỳ vọng giai đoạn tạo đáy này sẽ rơi vào khoảng giữa năm 2015

VN-Index sẽ bắt đầu đi lên theo sóng III.5 từ ngưỡng quanh 480 điểm (sóng III.5 này cũng sẽ đi theo 5 sóng nhỏ), chúng tôi dự báo VN-Index sẽ kết thúc sóng III.5 trong kịch

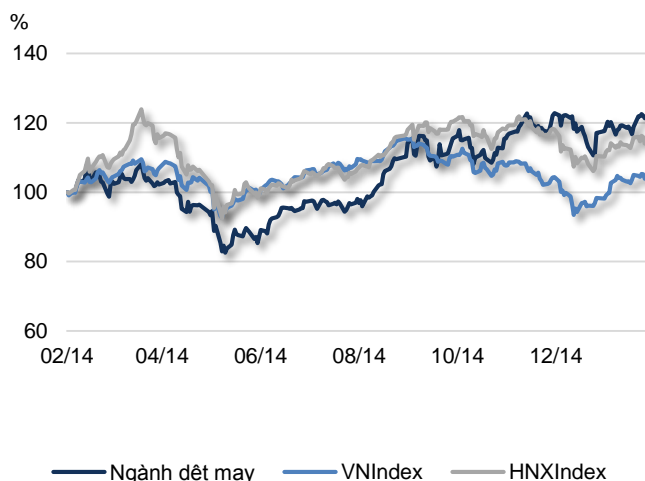
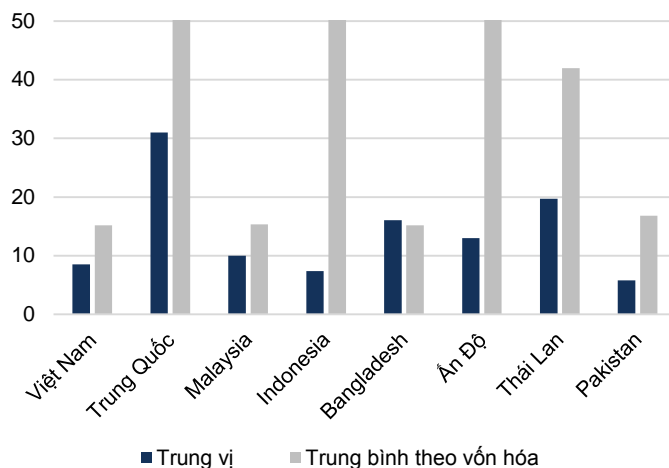
bản này ở quanh vùng 685 điểm, ứng với Fibonacci projection 76,4% (nổi từ đáy sóng III.3 ở 387,74 điểm lên đỉnh sóng III.3 ở mức 644,56 điểm và điều chỉnh về đáy sóng III.4 ở mức 480 điểm). Tuy nhiên, giai đoạn đi lên của sóng III.5 từ 480 lên 685 nhiều khả năng sẽ kéo dài hơn 6 tháng (thậm chí có thể tới 1 năm). Do đó, đến khoảng cuối năm 2015, VN-Index có khả năng chỉ dừng ở mức quanh 580 (chỉ mới đến ngưỡng 38,2% của Fibonacci projection vừa nêu).



[Trở lại mục lục](#)

III. TRIỂN VỌNG NGÀNH – DOANH NGHIỆP KHUYẾN NGHỊ NĂM 2015

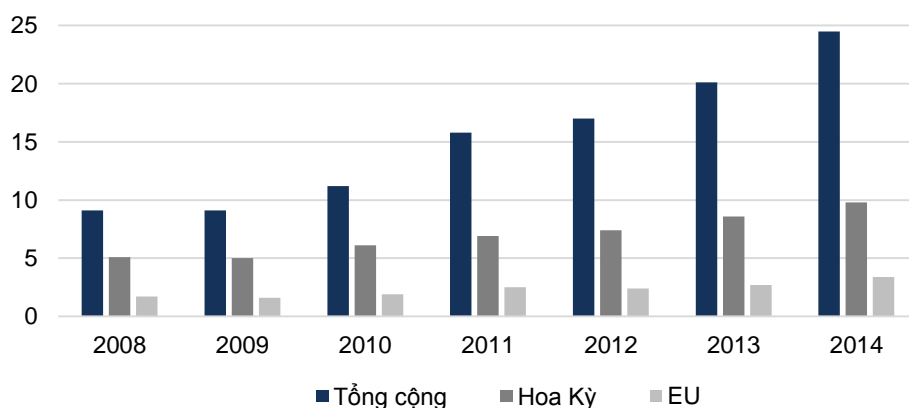
Ngành	Triển vọng 2015	Doanh nghiệp	Khuyến nghị	Giá mục tiêu 12T
Dệt May	Tốt	TCM	THÊM	40.600
Xi măng	Tốt	BCC	THÊM	20.000
		BTS	THÊM	11.400
Xây dựng	Tốt	FCN	MUA	27.000
		LCG	MUA	11.000
Bất động sản	Tốt	-	-	-
Điện	Tốt	NT2	MUA	28.000
		SHP	THÊM	21.000
		PPC	THÊM	28.000
		VSH	THÊM	14.500
Ô tô	Tốt	SVC	MUA	22.700
		HTL	MUA	45.300
		TMT	THEO DÕI	N/A
Dịch vụ cảng	Trung bình	DVP	THEO DÕI	49.000
		TCL	THÊM	40.000
		PDC	THÊM	40.000
Thủy sản	Trung bình	VHC	MUA	55.000
		FMC	MUA	32.000
Thực phẩm & Đồ uống	Trung bình	VNM	MUA	128.000
		WSB	MUA	54.500
Dược	Trung bình	IMP	MUA	60.000
		TRA	MUA	87.000
Săm lốp	Trung bình	DRC	THÊM	65.000
		CSM	THÊM	47.700
Thép	Trung bình	HPG	THÊM	54.000
Dầu khí	Trung bình	PVD	MUA	69.300
		PVS	THEO DÕI	25.600
		GAS	THEO DÕI	77.300
Hóa chất	Trung bình	DPM	THÊM	33.900
		LIX	THEO DÕI	N/A
		NET	THEO DÕI	N/A
		DGC	THEO DÕI	N/A
Cao su thiên nhiên, Mía đường	Kém khả quan	-	-	-

TÌNH HÌNH NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM 2014
Diễn biến Ngành năm 2014

So sánh PE Ngành theo khu vực


Nguồn: Bloomberg

Xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng khả quan

Năm 2014 tiếp tục chứng kiến sự tăng trưởng rất khả quan của ngành dệt may Việt Nam. Theo đó, giá trị xuất khẩu ước đạt 24,5 tỷ USD (sản phẩm may mặc và nguyên phụ liệu dệt may), tăng 21,9% so với cùng kỳ, chủ yếu do sự gia tăng xuất khẩu ở khu vực doanh nghiệp FDI. Xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ vẫn tăng trưởng khả quan với 14,3%.

Giá trị xuất khẩu năm 2014 (tỷ USD)


Nguồn: Hiệp hội dệt may

Giá trị nhập khẩu ngành dệt may năm 2014 ước đạt 15,6 tỷ USD, tăng 15% so với cùng kỳ. Chúng tôi nhận định giá trị và tốc độ tăng trưởng nhập khẩu thấp hơn xuất khẩu là tín hiệu tích cực đối với ngành dệt may.

Giá nguyên liệu đầu vào giảm ảnh hưởng ngành sợi

Giá bông và giá polyester chip giảm trong năm 2014 dẫn đến sự giảm giá của sợi tự nhiên và sợi tổng hợp, theo đó ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận gộp của các công ty sợi.

Giá cotton (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Dòng vốn FDI đổ vào ngành dệt may

FDI giải ngân vào Việt Nam năm 2014 tăng trưởng khả quan, đạt 12,4 tỷ USD, tăng 10,7% so với cùng kỳ. 88,4% nguồn vốn này chảy vào khối ngành sản xuất, chế tạo, bao gồm cả dệt may. Năm 2014, cả nước có khoảng hơn 20 dự án FDI dệt may được đăng ký mới hoặc đã giải ngân (chủ yếu từ Trung Quốc, Hồng Kong, Hàn Quốc, Đài Loan) do kỳ vọng vào các FTA đang đàm phán và tận dụng chi phí nhân công giá rẻ.

Một số dự án FDI lớn vào ngành dệt may Việt Nam.

Đơn vị	Quốc gia	Tỉnh, thành phố	Giá trị (triệu USD)	Lĩnh vực
TAL	Hồng Kong	Hải Dương	600	Sợi, dệt nhuộm, may
Texhong	Trung Quốc	Quảng Ninh	300	Sợi, dệt nhuộm, may
Shenzhou	Trung Quốc	TP. HCM	140	May
Huafa	Hồng Kong	Long An	136	Sợi, nhuộm
Haputex	Hồng Kong	Bình Dương	120	Dệt
Itochu	Nhật Bản	Nam Định	120	Sợi, dệt
Yulun	Trung Quốc	Nam Định	68	Sợi, dệt nhuộm
Jiangsu	Trung Quốc	Nam Định	68	Sợi, dệt nhuộm
Dong-IL	Hàn Quốc	Đồng Nai	52	Sợi
Sheico	Đài Loan	TP. HCM	50	Dệt, may

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Quy hoạch phát triển ngành Dệt may Việt Nam với tỷ lệ tăng trưởng tương đối thận trọng

Bộ Công thương Phê duyệt Quy hoạch phát triển ngành Dệt may Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn 2030 ([link](#)) với các nội dung chính sau.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2013-2015	2016-2020	2021-2030
Tốc độ tăng trưởng giá trị SX CN	%	12-13	12-13	9-10
Giá trị xuất khẩu	Tỷ USD	23-24	36-38	64-67
Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu	%	10-11	9-10	6-7
Tốc độ tăng trưởng thị trường nội địa	%	9-10	10-12	8-9
Tỷ lệ nội địa hóa	%	55	65	70

Nguồn: Bộ công thương

IPO Tập đoàn Dệt may Việt Nam

Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) đã tiến hành IPO 110,6 triệu cổ phiếu với mức giá bình quân thành công 11.000 đồng/cp, tổng giá trị đạt 1.216 tỷ đồng, ứng với tỷ lệ thành công 90%. 2 nhà đầu tư chiến lược là Tập đoàn Vingroup (10% vốn) và CTCP Tập đoàn Đầu tư Phát triển Việt Nam VID (14% vốn).

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2015

Chúng tôi tiếp tục đánh giá **khả quan** đối với ngành dệt may năm 2015.

Giá trị xuất khẩu ước đạt 29 tỷ USD

Với những tín hiệu tích cực từ tăng trưởng kinh tế Mỹ và tình trạng khả quan các đơn hàng cho năm 2015, chúng tôi ước tính tổng giá trị xuất khẩu ngành dệt may Việt Nam trong năm 2015 đạt khoảng 29 tỷ USD, tăng 18,3% so với cùng kỳ.

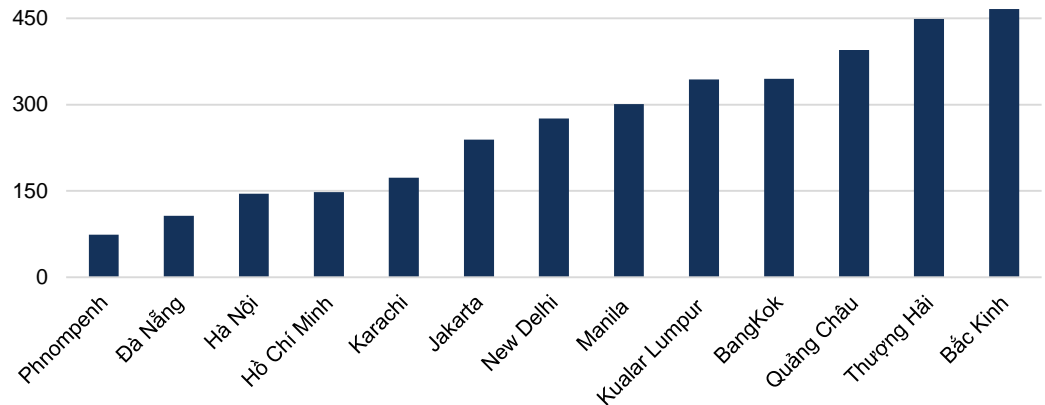
Tiếp tục kỳ vọng từ các Hiệp định FTA

Năm 2015, ngành dệt may sẽ tiếp tục được hỗ trợ từ các thông tin tích cực về đàm phán đối với các Hiệp định FTA. Cụ thể, FTA Việt Nam – Hàn Quốc đã chính thức kết thúc đàm phán tháng 12/2014. FTA Việt Nam – EU hiện đã trải qua 11 phiên đàm phán tích cực. Chúng tôi cho rằng 2 bên sẽ kết thúc đàm phán và ký kết Hiệp định trong năm 2015. Đối với Hiệp định TPP, mới đây tại Hội thảo quốc tế quan hệ Việt Nam – Hoa Kỳ, 2 bên cam kết sẽ hoàn thành đàm phán TPP trong năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc kết thúc đàm phán phụ thuộc vào rất nhiều bên và với nhiều vấn đề lớn chưa được giải quyết như hiện tại, việc kết thúc đàm phán TPP trong năm nay vẫn là câu hỏi chưa có câu trả lời rõ ràng.

Xu hướng chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam

Xu hướng chuyển dịch các đơn hàng từ Trung Quốc sang các quốc gia đang phát triển khác vẫn diễn ra. Việt Nam là một trong các điểm đến hấp dẫn do lợi thế về nguồn lao động giá rẻ, có tay nghề và kỳ vọng từ các Hiệp định FTA.

Lương cơ bản công nhân (USD/tháng)



Nguồn: Jetro

Đơn hàng khả quan cho năm 2015

Trao đổi với chúng tôi, hầu hết các doanh nghiệp dệt may đều khá lạc quan với triển vọng năm 2015 khi số lượng đơn đặt hàng đang ở mức cao. Có những đơn vị phải từ chối đơn hàng do năng lực sản xuất không đảm bảo.

Dự báo giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục giảm

Dự báo xu hướng giá nguyên vật liệu đầu vào (bông, polyester chip,...) tiếp tục giảm trong năm 2015 cùng với xu hướng giảm giá dầu và dư cung. Trong giai đoạn giá nguyên vật liệu đầu vào giảm, các doanh nghiệp có mảng sản xuất sợi sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực do biên lợi nhuận gộp giảm.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	30/01/2015	(tỷ đồng)	(đồng)		2014	2015F	2014	2015F	2014	2015F
TCM	33.000	1.620	40.600	THÊM	4,9%	3,8%	3.400	3.870	9,4	10,0

TCM – **THÊM**

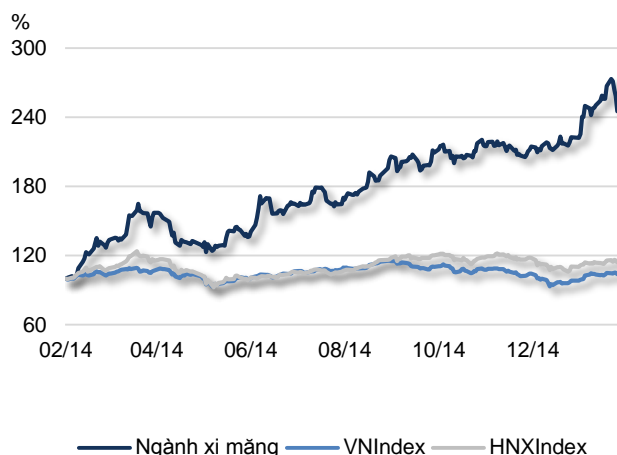
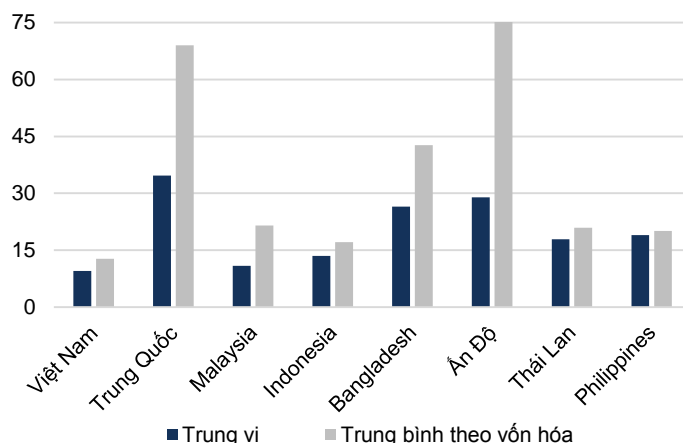
Giá mục tiêu: **40.600 đ/cp**

Năm 2015, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế TCM đạt khoảng 190 tỷ đồng, tăng 13,8% so với cùng kỳ. Theo đó, Chúng tôi đánh giá tích cực đối với hoạt động kinh doanh của công ty và khuyến nghị **THÊM** cổ phiếu TCM nhờ những yếu tố hỗ trợ sau.

- Nhà máy may tại Vĩnh Long được đưa vào hoạt động vào cuối quý 2 năm 2015, giúp doanh thu tăng khoảng 8-10%.
- Tình hình đơn hàng tiếp tục khả quan cho năm 2015.
- Là một trong số ít các doanh nghiệp may tại Việt Nam có quy trình sản xuất khép kín và đáp ứng điều kiện “tự sợi trở đi” của TPP.
- FTA Việt Nam - EU giúp đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường EU. Đồng thời, thông tin hỗ trợ sẽ tiếp tục đến từ Hiệp định TPP.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cần chú ý về rủi ro giá bông tiếp tục giảm sâu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp mỏng sợi

[Trở lại mục lục](#)

Diễn biến Ngành năm 2014

So sánh PE Ngành theo khu vực


Nguồn: Bloomberg

TÌNH HÌNH NGÀNH XI MĂNG VIỆT NAM NĂM 2014

Chúng tôi đánh giá 2014 là năm bản lề bắt đầu chu kỳ tăng trưởng mới của ngành xi măng Việt Nam.

Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng khả quan

Cùng với sự ấm lên của thị trường bất động sản và xây dựng, sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa năm 2014 đạt 49,8 triệu tấn, tăng 8,0% so với cùng kỳ 2013. Đối với hoạt động xuất khẩu, sản lượng xi măng và clinker đạt 20 triệu tấn, tăng đến 32% so với cùng kỳ.

Hưởng lợi từ việc giảm tỷ giá EUR/VND

Năm 2014, tỷ giá EUR/VND giảm khoảng 10,9%. Theo đó, các doanh nghiệp vay nợ EUR lớn như Hà Tiên 1, Bim Sơn, Bút Sơn,... đã ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá rất đáng kể, giúp kết quả hoạt động kinh doanh cải thiện mạnh.

Quy định về tải trọng ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh

Tháng 02/2014, Bộ Giao thông vận tải ban hành thông tư [06/VBHN-BGTVT](#) quy định về tải trọng, khổ giới hạn đường bộ. Theo đó, chi phí vận chuyển xi măng và clinker tăng lên đáng kể ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp.

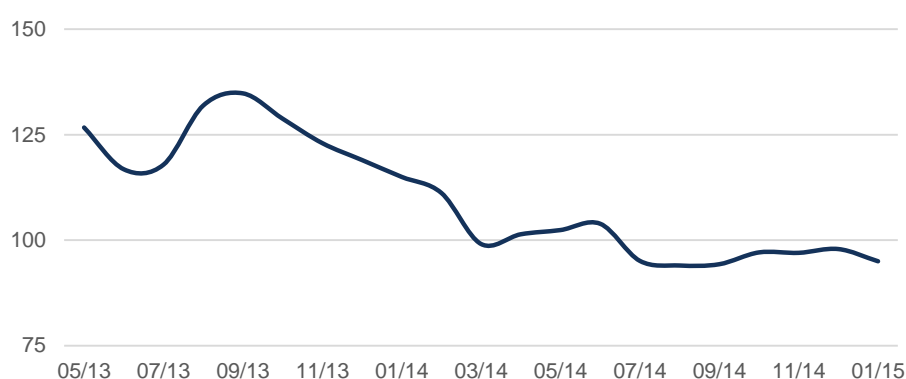
Hạn chế đầu tư vào các dự án có công suất nhỏ để đảm bảo cân bằng cung cầu

Để đảm bảo cân bằng cung cầu và tránh tình trạng đầu tư tràn lan, năm 2014 Thủ tướng Chính phủ đã đồng ý đưa 14 dự án ra khỏi quy hoạch. Đồng thời, giãn tiến độ 4 dự án có công suất trên 2.500 tấn clinker/ngày và hoãn triển khai 9 dự án khác.

Giá nguyên liệu đầu vào giảm

Giá than thế giới giảm mạnh trong năm 2014 do Úc và Indonesia tăng lượng xuất khẩu và nhu cầu của Trung Quốc thấp hơn. Chi phí than chiếm hơn 45% giá thành sản xuất clinker, do đó việc giảm giá than sẽ có tác động tích cực đến các doanh nghiệp ngành xi măng. Bên cạnh đó, giá xăng cũng giảm khoảng 30% trong năm giúp giảm chi phí vận chuyển.

Diễn biến giá than thế giới (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2015

Với nhiều yếu tố tích cực hỗ trợ, chúng tôi đánh giá triển vọng khả quan đối với ngành xi măng năm 2015.

Sản lượng tiêu thụ nội địa khả quan từ sự phục hồi ngành bất động sản, xây dựng

Chúng tôi ước tính sản lượng xi măng và clinker năm 2015 đạt khoảng 74 triệu tấn (bao gồm cả tiêu thụ nội địa và xuất khẩu), tăng 6,0% so với cùng kỳ năm 2014.

Xuất khẩu tăng trưởng với nhiều thị trường mới

Năm 2014, sản lượng xuất khẩu xi măng đạt 21,1 triệu tấn, tương ứng khoảng 912 triệu USD. Bangladesh là thị trường xuất khẩu lớn nhất, chiếm 40% tổng sản lượng xuất khẩu. Năm 2015, xuất khẩu xi măng được dự báo tiếp tục tăng trưởng với giá trị đạt khoảng 1.150 triệu USD.

Cổ phần hóa VICEM

Tổng công ty công nghiệp xi măng Việt Nam VICEM sở hữu 8 đơn vị thành viên. 5 doanh nghiệp đã hoàn thành xong cổ phần hóa và chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần. Theo kế hoạch, công ty mẹ VICEM và 3 công ty con trách nhiệm hữu

hạn một thành viên: Hoàng Thạch, Hải Phòng, Tam Điệp sẽ được cổ phần hóa vào Q4/2015.

Tỷ giá EUR/VND tiếp tục giảm sâu

Ngân hàng Trung ương châu Âu ECB vừa ra quyết định áp dụng gói nới lỏng định lượng trị giá 1.100 tỷ EUR nhằm kích thích kinh tế của khu vực Eurozone. Chúng tôi cho rằng gói kích thích này sẽ tiếp tục đưa đồng Euro giảm sâu so với các ngoại tệ khác. Theo đó, các công ty xi măng với đặc thù vay nợ Euro lớn sẽ tiếp tục nhận được sự tác động tích cực.

Chi phí lãi vay giảm

Các doanh nghiệp xi măng có dư nợ vay lớn do vốn đầu tư tài sản cố định cao. Hiện tại các doanh nghiệp xi măng đang thực hiện trả nhanh các khoản vay, cùng với mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục giảm trong năm 2015 sẽ giúp chi phí lãi vay các doanh nghiệp trong ngành giảm đáng kể.

Phân bổ hoàn toàn khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lũy kế năm 2014

Trong năm 2014, nhiều doanh nghiệp xi măng niêm yết như HT1, BCC, BTS đã thực hiện phân bổ hoàn toàn khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lũy kế trong giai đoạn đầu tư xây dựng nhà máy. Do đó, kết quả kinh doanh trong năm 2015 sẽ không còn bị ảnh hưởng từ việc phân bổ này.

CƠ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	30/01/2015	(tỷ đồng)	(đồng)		2014	2015F	2014	2015F	2014	2015F
BCC	17.600	1.683	20.000	THÊM	0,0%	0,0%	1.700	2.660	8,8	7,5
BTS	10.000	1.090	11.400	THÊM	0,0%	0,0%	1.120	1.340	6,8	8,5

BCC - **THÊM**

Giá mục tiêu: 20.000 đ/cp

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp BCC với những lý do chính sau.

- Hoạt động xây dựng và bất động sản ấm lên giúp tăng sản lượng xi măng.
- Kỳ vọng hưởng lợi từ việc tỷ giá EUR/VND tiếp tục giảm sâu, đặc biệt sau khi ECB công bố gói nới lỏng định lượng đến 1.100 tỷ EUR.
- Đã phân bổ hết khoản lỗ tỷ giá lũy kế trong năm 2014, do đó, kết quả kinh doanh từ năm 2015 trở đi sẽ không còn bị ảnh hưởng bởi khoản này.
- Dư nợ vay giảm dần và mặt bằng lãi suất cho vay liên tục giảm (1-1,5% năm 2015) giúp cắt giảm chi phí lãi vay.
- Giá xăng giảm giúp giảm chi phí vận chuyển.

Tuy nhiên, Nhà đầu tư cần lưu ý giá điện bán lẻ sẽ được điều chỉnh tăng 7,5% từ ngày 16/03/2015, theo đó chi phí giá thành cho mỗi tấn xi măng sẽ tăng thêm khoảng 11.000

đồng/tấn. Bên cạnh đó, hiện tại tình trạng dư cung ở miền Bắc vẫn tồn tại và việc áp tải trọng đường bộ gây khó khăn cho công ty trong việc tiếp cận những thị trường tương đối xa như Hà Nội.

BTS - THÊM

Giá mục tiêu: 11.400 đ/cp

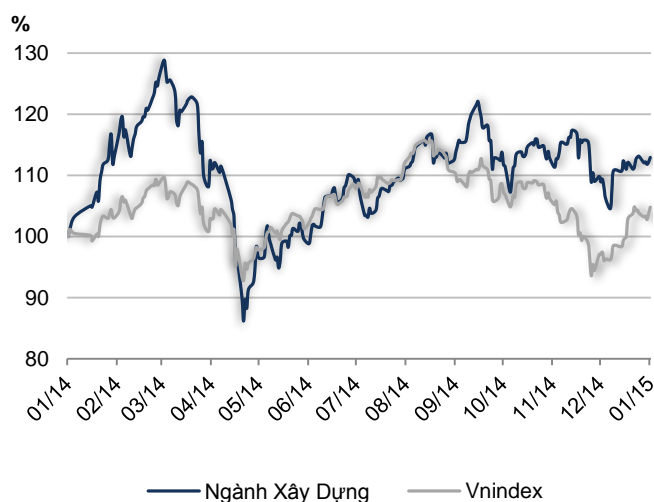
Chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với hoạt động kinh doanh của BTS năm 2015 với những lý do tương tự như BCC. Bên cạnh đó, nhà máy công ty đặt tại tỉnh Hà Nam, sát với Hà Nội, do đó, ảnh hưởng của việc áp tải đường bộ đối với thị trường Hà Nội không quá lớn như các doanh nghiệp ở xa. Nhà đầu tư nên chú ý khoản lỗ chưa phân phối. Chúng tôi kỳ vọng khoản lợi nhuận năm 2015 đủ bù đắp khoản lỗ này.

[Trở lại mục lục](#)

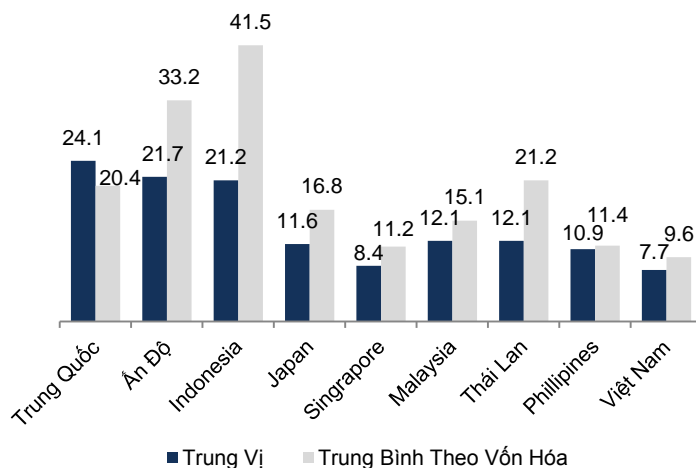
VinhNTQ@fpts.com.vn

NGÀNH: XÂY DỰNG

Biến Động Giá Ngành & VN-Index



P/E ngành Xây Dựng Việt Nam & các nước trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

TÌNH HÌNH NGÀNH NĂM 2014

Năm 2014, tình hình ngành Xây Dựng có sự cải thiện đáng kể so với năm 2013. Thị trường Bất Động Sản đang dần ấm lên, cùng với đó là việc giải ngân của chính phủ và nguồn vốn ODA vào các công trình giao thông trọng điểm như tuyến đường tàu điện ngầm Metro và đường cao tốc Bến Lức – Long Thành vào thời điểm cuối năm. Bên cạnh đó là sự hỗ trợ từ chính sách nới lỏng tiền tệ, lãi suất tiền gửi đã giảm từ 7-9% xuống còn 6-8% cho kỳ hạn 12 tháng.

- **Giá trị sản xuất ngành Xây dựng năm 2014 theo giá so sánh 2010 ước tính đạt 676 nghìn tỷ đồng, tăng 7,6% so với năm 2013.** Tỷ lệ phủ kín quy hoạch xây dựng đô thị đạt 100%, quy hoạch phân khu/quy hoạch chi tiết 1/2000 đạt trên 70%, quy

hoạch chi tiết đạt trên 30%, tỷ lệ xã hoàn thành quy hoạch chung đạt trên 94.05%. Ngoài ra, diện tích bình quân nhà ở toàn quốc đạt 20,4 m²/sàn/người, tăng 1 m²/sàn/người và diện tích nhà ở xã hội đạt 1,8 triệu m², tăng 0,8 triệu m²

- **Ngành Xây Dựng dân dụng đang có dấu hiệu phục hồi cùng với tình hình ấm lên của thị trường BĐS.** Nghị quyết số 61/NQ-CP có hiệu lực vào ngày 21/8/2014 với những điều chỉnh theo hướng có lợi như: kéo dài thời hạn cho vay từ 10 năm lên 15 năm, tiếp tục hạ lãi suất cho vay, mở rộng đối tượng cho vay, và mở rộng các ngân hàng thương mại tham gia cho vay gói tín dụng hỗ trợ nhà ở 30.000 tỷ đồng, cũng đã góp phần hỗ trợ lực cầu. Kết quả là thị trường nhà ở đã có đà phục hồi tích cực: lượng giao dịch tăng, lượng hàng tồn kho giảm, giá thị trường có dấu hiệu phục hồi, tăng trưởng tín dụng BĐS cải thiện và lượng vốn FDI tiếp tục đổ vào thị trường. Nổi bật nhất là dự án Tân Cảng – Vincom được triển khai vào tháng 7 với tổng vốn đầu tư 30.000 tỷ.
- **Tính hiệu tích cực từ ngành Xây Dựng công nghiệp với lượng vốn FDI giải ngân năm 2014 đạt 12,3 tỷ USD, tăng 7,4% so với 2013.** Trong đó, một số dự án công nghiệp quan trọng được triển khai trong thời gian gần đây bao gồm dự án Samsung CE Complex tại Khu Công Nghệ Cao HCM (1.4 tỷ USD), dự án của Samsung Display tại Bắc Ninh (1 tỷ USD) và dự án của công ty Texhong Ngân Hà tại Quảng Ninh (300 triệu USD).
- Theo Ban Quản lý đầu tư các dự án đối tác công - tư (PPP), **tính đến nay bộ GTVT đã huy động được cho 65 dự án đầu tư theo hình thức xã hội hóa với tổng mức đầu tư lên tới khoảng 160 nghìn tỷ đồng** (tổng giá trị huy động riêng cho năm 2014 là 42.572 tỷ đồng). Nguồn vốn ODA cũng có dấu hiệu giải ngân tích cực trong năm. Trong năm 2014, tổng vốn ODA và vốn vay ưu đãi ký kết đạt 4.4 tỷ USD (vốn vay là 4.16 tỷ USD, viện trợ không hoàn lại 202 triệu USD), bằng 76% so với cùng kỳ, tuy nhiên tổng giá trị giải ngân lại tăng 9%, ước đạt 5.6 tỷ USD. Riêng ngành giao thông vận tải đã có mức giải ngân kỷ lục, khoảng 100.000 tỷ đồng trong 2014. Do đó theo báo cáo xếp hạng mới nhất từ diễn đàn kinh tế thế giới (WEF), chất lượng cơ sở hạ tầng giao thông ở Việt Nam tăng 16 bậc đứng ở vị trí 74 trên thế giới và cao thứ 4 trong khu vực. Một số dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm được triển khai bao gồm: tuyến metro số 1 (2.49 tỷ USD) và tuyến cao tốc Bến Lức – Long Thành GĐ 1 (1.6 tỷ USD).
- **Các con số về tài chính là kết quả kinh doanh cũng đã thể hiện sự phục hồi của ngành trong năm 2014.** Tổng doanh thu các doanh nghiệp thuộc Bộ Xây Dựng ước đạt 133.391 tỷ đồng, tăng 4% so với cùng kỳ và LNTT ước đạt 2.829 tỷ, tăng 54% so với năm 2013.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2015

Năm 2015 được đánh giá năm tiền đề cho sự phục hồi của ngành XD-BDS. Nhiều công trình Xây Dựng lớn dự kiến sẽ được triển khai dựa trên đà hồi phục này.

- **Xây Dựng Dân Dụng:** tình hình thị trường BĐS dự báo sẽ rất sôi động trong năm 2015, do đó các công ty BDS hiện tại đang triển khai các dự án lớn như Vinhomes

Tân Cảng, Đại Quang Minh - Q2 và một số dự án đang khởi động như dự án Lotte Smart Complex (2 tỷ USD), Amata City – Long Thành (530 triệu USD) và Hà Nội West Gate – Kepple Land (140 triệu USD). Ngoài ra, luật nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài mua nhà bắt đầu có hiệu lực vào năm sau, cũng là 1 yếu tố trọng thúc đẩy sự phục hồi của thị trường BĐS.

- **Xây Dựng Công Nghiệp:** triển vọng TPP sẽ được ký kết trong thời gian sắp tới, cùng với đầu tư tư nhân cũng sẽ cải thiện do chính sách nới lỏng tiền tệ và xử lý nợ xấu bắt đầu phát huy tác dụng. Trong năm 2015, dự kiến sẽ giải ngân 13-14 tỷ USD vốn FDI, trong đó có nhiều dự án quan trọng như dự án mở rộng nhà máy LG (nâng vốn lên 2 tỷ USD) và dự án Wintek mở rộng ở Bắc Giang (1.12 tỷ USD).
- **Xây Dựng Cơ Sở Hạ Tầng:** Trên nỗ lực cải thiện cơ sở hạ tầng nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh, việc đầu tư vào phát triển hạ tầng giao thông là một trong những mục tiêu giải ngân quan trọng của chính phủ. Bên cạnh đó, việc tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý cho hình thức PPP sẽ mở rộng triển vọng về thu hút vốn đầu tư tư nhân trong lĩnh vực xây dựng Cơ Sở Hạ Tầng. Trong năm 2015, dự kiến sẽ triển khai mới 15 dự án với tổng mức đầu tư 64.800 tỷ, trong đó có 1 số như án lớn như đường Tân Vạn – Nhơn Trạch, cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn, cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận, và cao tốc Ninh Bình - Thanh Hóa. Bên cạnh đó còn những như án trọng điểm như lọc hóa dầu Nhơn Hội, cụm khí điện Exxon Mobile và 9 dự án BOT điện (Nhiệt điện Vũng Áng 3, Nhiệt điện Long phú 2,...).

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá 30/01/2015	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
					2014	2015E	2014	2015F	2014	2015F
FCN	21.300	1.010	MUA	27.000	4,5%	6,1%	3.106	3.499	6,9	7,7
LCG	8.100	648	MUA	11.000	0,0%	0,0%	66	363	129	31,6

FCN – MUA

Giá mục tiêu: 27.000 đ/cp

Thành lập từ năm 2004 đến nay Fecon đã từng bước trở thành một trong những doanh nghiệp xây dựng nền móng hàng đầu ở Việt Nam, riêng ở thị trường phía Bắc, Fecon chiếm hơn 30% thị phần. Sự thành công của FCN phần lớn đến từ sự tập trung phát triển và làm chủ công nghệ mới, một ví dụ điển hình là công nghệ “bức thấm chân không”. Ở Việt Nam, FCN gần như là doanh nghiệp duy nhất ứng dụng thành công công nghệ này. Do đó, với uy tín và công nghệ vượt trội, Fecon đã có thể đi vào nhiều công trình lớn trọng điểm quốc gia như: Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (tổng giá trị thầu 550 tỷ), Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 1 (tổng giá trị thầu 420 tỷ), và đường cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi (160 tỷ).

Đầu năm 2014, FCN đã đầu tư 70 tỷ vào CIENCO 1 (17 %) và đổ thêm 6,25 tỷ vào TEDI (25,76%), đây là 1 bước ngoặt quan trọng đối với sự phát triển của công ty. TEDI là doanh nghiệp lớn về tư vấn thiết kế có thể giúp Fecon đưa công nghệ nền móng sở

trường vào các công trình giao thông từ thiết kế. Còn CIENCO 1 là doanh nghiệp nhà nước hàng đầu trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng và đường xá và có thể hỗ trợ FCN tiếp cận được với các dự án BOT của bộ giao thông vận tải. Cùng với CIENCO1 và ông lớn trong ngành xây dựng kết cấu dân dụng là CotecCons (CTD), Fecon đã thành lập công ty FCC trong đó FCN nắm 40%, CotecCons nắm 35% và còn lại 25% do CIENCO 1 nắm giữ. Trong năm nay, FCC cũng đã khởi động dự án BOT đầu tiên, dự án quốc lộ 1A đoạn tránh TP. Phủ Lý và tăng cường mặt đường trên Quốc Lộ 1A – Hà Nam.

Doanh thu năm 2015 ước đạt 1.500 tỷ đồng (10,9% +yoy), Lợi nhuận sau thuế 2015 ước đạt 160 tỷ đồng (+12,7% yoy).

LCG – MUA

Giá mục tiêu: 11.000 đ/cp

Sau 13 năm hình thành và phát triển, LCG đã trở thành một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực xây dựng, đặc biệt là các công trình xây dựng công nghiệp. Với uy tín và chất lượng công trình tốt, Licogi 16 là nhà thầu trong nước duy nhất ký hợp đồng trực tiếp với chủ đầu tư dự án Formosa.

Tuy nhiên trong giai đoạn 2012-2013, LCG phải đối mặt với rất nhiều khó khăn khi số lượng công trình giảm, thị trường BĐS đóng băng và các khoản đầu tư không hiệu quả dẫn đến các khoản trích lập dự phòng lớn. Kết quả là năm 2012 và 2013, Licogi 16 ghi nhận mức lỗ lần lượt là -36 tỷ và -306 tỷ, khiến cổ phiếu LCG bị đưa vào diện kiểm soát và nguy cơ phải hủy niêm yết trong năm 2014.

Tình hình hoạt động của Licogi 16 đã được cải thiện nhiều hơn trong năm nay khi các công trình công trình trọng điểm đều được hạch toán trong năm nay như công trình đường và thoát nước Formosa (500 tỷ), Nâng cấp QL1A Quảng Trị (68 tỷ) và Trạm biến áp Phú Mỹ 2 (50 tỷ). Bên cạnh đó, Công ty cũng đã hoàn thành việc chuyển nhượng 2 dự án Sky Park Residence (143 tỷ), tòa nhà 24A Phan Đăng Lưu (55 tỷ), và phát hành phát hành 20 triệu cổ phiếu với giá 7.500 VNĐ/cp huy động 150 tỷ. Việc dòng tiền về trong thời điểm này sẽ giúp LCG giảm bớt gánh nặng nợ vay và bổ sung vốn lưu động.

Trong năm 2015, dự kiến sẽ hạch toán hết phần còn lại của gói thầu đường và thoát nước ở Formosa (200 tỷ), bên cạnh đó triển vọng tiếp tục ký kết thêm hợp đồng với chủ đầu tư ở đây cũng sẽ góp phần cải thiện tình hình tài chính của LCG

Doanh thu năm 2015 ước đạt 1.357 tỷ đồng (+7.3% yoy), Lợi nhuận sau thuế cả năm 2015 ước đạt 27 tỷ đồng (+ 800% yoy).

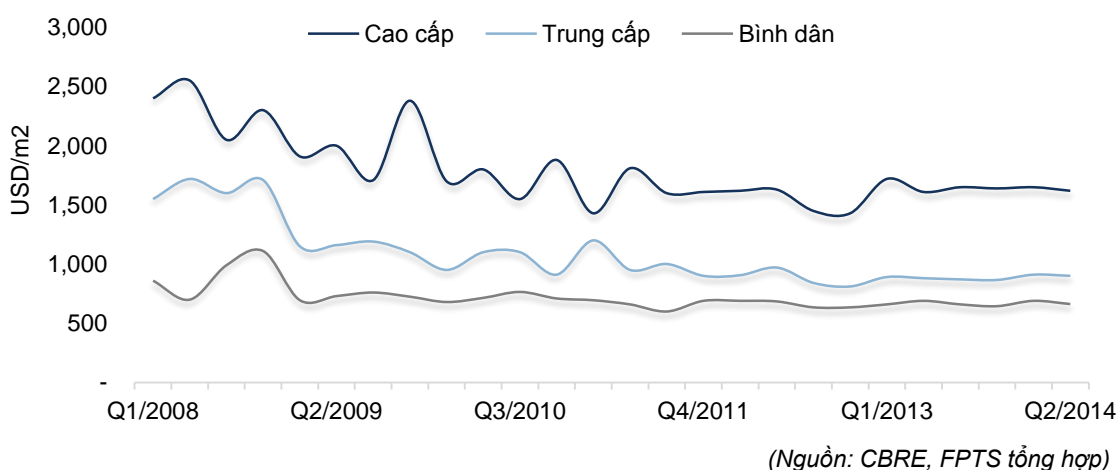
[Trở lại mục lục](#)

HuyVK@fpts.com.vn
HoahH@fpts.com.vn
NGÀNH: BẤT ĐỘNG SẢN
NGÀNH BĐS VIỆT NAM ĐẾN 2014

Diễn biến 20 năm của thị trường BĐS (3 lần “sốt” và 3 lần “đóng băng”) thể hiện quy luật cung – cầu, phản ánh các chính sách được áp dụng nhằm điều tiết nền kinh tế.

Nhìn chung toàn thị trường BĐS đang phục hồi sau nhiều năm liên suy giảm, TPHCM & Hà Nội vẫn là 2 khu vực có thị trường phát triển và sôi động nhất cả nước.

Phân khúc	Tình hình thị trường	Triển vọng
Nhà phố - Biệt thự - Đất nền	<p>Giao dịch tích cực trở lại từ giữa Q2/2014, đất nền khu vực ngoại thành có mức giá bán hợp lý được hấp thụ mạnh.</p> <p>Nguồn cung vẫn dồi dào, được đón nhận bởi lực cầu mạnh mẽ.</p>	<p>Thị trường tiếp tục khả quan, nguồn cung có nhiều động lực gia tăng (tâm lý người dân chuộng đất nền hơn căn hộ, Thông tư liên tịch 20/2013 cho phép phân lô bán nền).</p>
Căn hộ bán	<p>Các doanh nghiệp địa ốc tập nập khởi công, mở bán dự án.</p> <p>Nguồn cung tăng mạnh (nhiều nhất ở phân khúc bình dân).</p> <p>Niềm tin người mua nhà cải thiện nhờ hỗ trợ tài chính từ các ngân hàng và phương thức thanh toán linh hoạt từ chủ đầu tư.</p> <p>Giá bán ngừng giảm và thanh khoản cải thiện.</p> <p>Căn hộ trung - cao cấp được giao dịch mạnh bất chấp “tháng 7 âm lịch”.</p>	<p>Tiếp tục khả quan; Giai đoạn 2014 - 2015, thị trường vẫn thuộc về người mua.</p> <p>Phân khúc bình dân hoạt động sôi động nhưng ngày càng cạnh tranh hơn trong khi phân khúc trung - cao cấp dần cải thiện.</p>
Căn hộ dịch vụ	<p>Nguồn cung vẫn tăng dù thị trường khó khăn.</p> <p>Giá chào thuê giảm nhưng tỷ lệ lấp đầy chưa cải thiện.</p>	<p>Quy mô thị trường vẫn còn nhỏ so với các thành phố lớn trong khu vực như Bangkok, Indonesia.</p>

Giá chào bán sơ cấp bình quân ở TPHCM


	<p>Các thương hiệu quản lý quốc tế chiếm lĩnh thị trường.</p> <p>Cạnh tranh gay gắt với căn hộ được mua để cho thuê lại.</p> <p>Căn hộ cho thuê giá rẻ chưa được chú trọng đầu tư.</p>	<p>Nhu cầu từ chuyên viên các nước đến làm việc (Nhật Bản, Hàn Quốc...), khu trung tâm vẫn được ưa chuộng hàng đầu.</p> <p>Áp lực cạnh tranh cao.</p>
Văn phòng	<p>TPHCM:</p> <p>Nguồn cung dịch chuyển từ khu trung tâm (Q.1) đến Q.2, Q.3, Q.7</p> <p>Nhu cầu thuê văn phòng cải thiện đáng kể nhờ kinh tế phục hồi.</p> <p>Hà Nội:</p> <p>Nguồn cung tăng liên tục từ 2010 đến nay.</p> <p>Thị trường vẫn khó khăn do cung quá lớn so với cầu.</p>	<p>TPHCM:</p> <p>Động lực tăng trưởng kép nhưng cạnh tranh tạo áp lực lên giá thuê.</p> <p>Xu hướng dịch chuyển ra khỏi khu vực trung tâm (Q.1).</p> <p>Hà Nội:</p> <p>Thị trường tiếp tục thuộc về khách thuê do nguồn cung hiện tại & tương lai vẫn khá dồi dào.</p>
Sàn bán lẻ	<p>Khu vực nội thành chiếm nguồn cung lớn và hoạt động sôi động nhất.</p> <p>Thị trường vẫn trên đà suy giảm mặc dù tốc độ giảm giá đã chậm lại.</p> <p>Các thương hiệu Foods & Beverage quốc tế tăng cường mở rộng kinh doanh.</p> <p>Mặt bằng nhà phố 150 – 200m² được ưa chuộng.</p>	<p>Nguồn cung sàn bán lẻ dự báo tăng mạnh bởi ngành bán lẻ Việt Nam còn nhiều tiềm năng.</p> <p>Cạnh tranh cao tạo áp lực lớn lên giá thuê và công suất thuê.</p>
BDS công nghiệp	<p>Các Khu công nghiệp chiếm trên 50% vốn FDI, đóng góp lớn vào xuất khẩu.</p> <p>Các Khu công nghiệp cận trung tâm có tỷ lệ lấp đầy cao (trên 90%), trong khi khu vực ngoại thành vẫn còn nhiều đất trống.</p> <p>Phân khúc xưởng xây sẵn & kho 1.000 – 3.000m² được quan tâm.</p> <p>Các doanh nghiệp dệt may & da giày thể giới dịch chuyển đến Việt Nam.</p>	<p>Nhu cầu thuê đất Khu công nghiệp sẽ gia tăng mạnh, đặc biệt là các nhà xưởng xây sẵn & kho chất lượng cao.</p>
Du lịch – Nghỉ dưỡng	<p>Thị trường dần hồi tỉnh với những dự án lớn từ các đại gia địa ốc.</p> <p>Còn tồn tại nhiều rào cản để phát triển.</p>	<p>Ngành du lịch hấp dẫn các nhà đầu tư trong & ngoài nước.</p> <p>Các thành phố biển phát triển, thúc đẩy nhu cầu khách sạn.</p> <p>Cơ hội đầu tư ở Phú Quốc.</p>

Hệ thống văn bản pháp luật liên quan ngành BĐS hiện vẫn rất phức tạp và chồng chéo, thủ tục hành chính rườm rà nên chưa thật sự phát huy được vai trò điều tiết thị trường. Việc phê duyệt quy hoạch 1/500 khá rắc rối, xin cấp phép xây dựng khó khăn và mất thời gian... khiến doanh nghiệp phải mất 3 – 6 năm mới có thể khởi công dự án, đẩy chi phí đầu tư lên cao dẫn đến giá thành sản phẩm buộc phải tăng.

Bên cạnh những lợi thế và cơ hội (kinh tế phục hồi, đô thị hóa nhanh, dân số trẻ, hỗ trợ từ chính phủ...), ngành BĐS còn tồn đọng nhiều hạn chế (quy mô nhỏ, phụ thuộc nhiều vào vốn vay, giá cao vượt sức mua...) cũng như đối mặt nhiều rủi ro (đầu cơ, các chính sách hỗ trợ chưa hiệu quả...).

TRIỂN VỌNG NGÀNH BĐS VIỆT NAM

Ngành BĐS được hỗ trợ bởi các điều kiện kinh tế - xã hội thuận lợi:

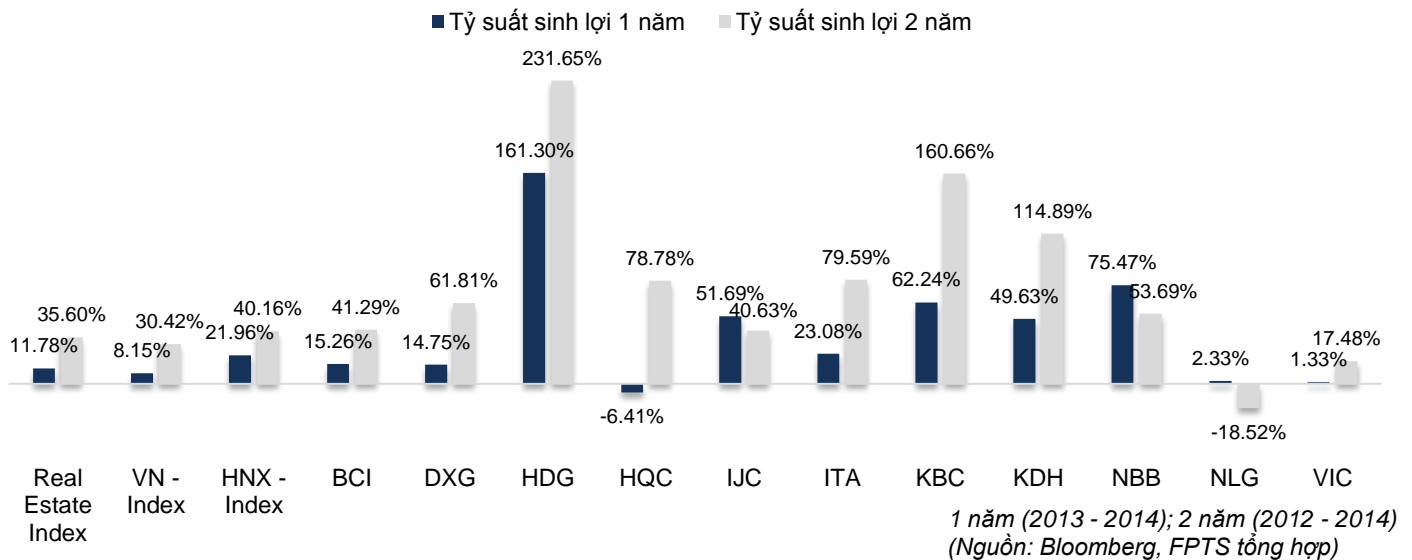
- Vị trí địa lý tiếp giáp Biển Đông đem lại những tiềm năng to lớn để phát triển kinh tế biển.
- Chính phủ Việt Nam đang đẩy mạnh xây dựng đô thị và phát triển kinh tế đô thị thông qua “*chiến lược phát triển đô thị quốc gia đến 2020 và tầm nhìn đến 2025*”. Trên cơ sở phân bổ 6 vùng kinh tế - xã hội quốc gia, các đô thị trung tâm lớn và cực lớn sẽ là thủ đô Hà Nội, TP.HCM, Hải Phòng, Vinh, Huế, Đà Nẵng, Quy Nhơn, Cần Thơ.
- Nguồn nhân lực trẻ, dồi dào vào độ tuổi lao động.
- Kinh tế vĩ mô phục hồi, từng bước phát triển ổn định.
- Cơ sở hạ tầng được chú trọng đầu tư, từng bước cải thiện, đặc biệt là ở TP.HCM & Hà Nội.

Chính phủ, Ngân hàng nhà nước cùng các Bộ ngành liên quan đã có sự phối hợp chặt chẽ nhằm đưa ra những cải cách hành chính và các chính sách kịp thời hỗ trợ thị trường BĐS. Có thể kể đến những chính sách đã làm lay chuyển thị trường trong năm 2014 như: tính diện tích căn hộ theo cách tính thông thủy, được thế chấp nhà ở hình thành trong tương lai từ 16/06, giảm thủ tục cấp sổ đỏ, mở rộng gói vay 30.000 tỷ VNĐ, cho phép phân lô bán nền từ 05/01, Luật kinh doanh BĐS (sửa đổi) và Luật nhà ở (sửa đổi) được thông qua... Lãi suất tiền gửi đã xuống mức rất thấp (6 – 7%/năm) kéo theo lãi cho vay cũng giảm hỗ trợ sản xuất kinh doanh trong nền kinh tế nói chung và thị trường BĐS nói riêng. Theo báo cáo của Bộ Xây Dựng, năm 2014, Hà Nội có khoảng 11.450 giao dịch thành công (+200% YoY), còn TP.HCM có khoảng 10.350 giao dịch thành công (+ 30% YoY), giá trị hàng tồn kho còn khoảng 73.889 tỷ VNĐ, giảm 20.569 tỷ đồng (hay 21,8%) so với tháng 12/2013. Do đó, triển vọng thị trường BĐS ngắn hạn 2015 sẽ tiếp tục phục hồi, giao dịch tăng nhưng không quá đột biến.

Xét dài hạn, 2014 là năm bản lề cho sự chuyển mình của ngành BĐS với những lực đẩy từ những yếu tố quan trọng (cơ cấu hàng hóa thay đổi phù hợp với nhu cầu thị trường, các dòng vốn quay trở lại, xu hướng M&A, dân số trẻ và quá trình đô thị hóa nhanh, thanh lọc và tái cấu trúc các doanh nghiệp BĐS...). Tất cả nhằm chuẩn bị cho giai đoạn tăng trưởng hướng về 2020 – 2025.

CÁC DOANH NGHIỆP BĐS TRIỂN VỌNG

Qua 2 năm, nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung, ngoại trừ NLG, các cổ phiếu còn lại đều có suất sinh lợi dương và đặc biệt có nhiều mã cổ phiếu đạt được tỷ suất sinh lợi rất cao như HDG (+232%), KBC (+161%), KDH (+115%), ITA (+80%), HQC (+79%).

Tỷ suất sinh lợi 11 cổ phiếu triển vọng so với 3 chỉ số thị trường chính


Dưới đây là bảng thống kê 11 doanh nghiệp BĐS niêm yết nổi bật, đầu ngành, đều có những thế mạnh riêng và kèm theo là đánh giá triển vọng của FPTs:

Stt	Mã	Quỹ đất (ha)	Sản phẩm chính	Doanh thu thuần 2014	% YoY	Lợi nhuận ròng 2014	% YoY	Triển vọng 2015
1	BCI	321	Khu dân cư & Khu công nghiệp	241	-31,18%	97	+1,73%	Trung bình
2	DXG	330	Môi giới & phân phối thứ cấp	506	+47,75%	168	+102,79%	Tốt
3	HDG	100	Nhà ở trung cấp	1.587	+60,47%	137	+11,18%	Trung bình
4	HQC	35	Nhà ở xã hội	308	-29,75%	32	+38,71%	Tốt
5	IJC	322	Kinh doanh BĐS và thu phí xe qua trạm ở tỉnh Bình Dương	1.036	+68,38%	231	+42,73%	Trung Bình
6	ITA	2.200	BĐS công nghiệp	303	Cùng kỳ lỗ 15 tỷ	159	+251,69%	Tốt
7	KBC	3.755	BĐS công nghiệp	1.069	-0,35%	326	+349,94%	Tốt
8	KDH	115	Nhà ở trung – cao cấp	612	+443,85 %	102	Cùng kỳ lỗ 125 tỷ	Tốt
9	NBB	2.167	BĐS du lịch & KDC	234	+15,38%	35	+36,93%	Trung bình
10	NLG	567	Nhà ở bình dân	867	+44,07%	95	+350,23%	Tốt
11	VIC	8.000	BĐS nhà ở & thương mại cao cấp	27.738	+50,93%	3.179	-53,11%	Tốt

Số liệu quỹ đất được cập nhật đến tháng 11/2014.

Số liệu Doanh thu thuần & Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông công ty mẹ (viết tắt là Lợi nhuận ròng) 2014 căn cứ BCTC hợp nhất Q4/2014 chưa kiểm toán.

(Nguồn: FPTs)

BCI – Triển vọng trung bình

Năm 2014, BCI đã kiểm soát chi phí khá hiệu quả nên mặc dù doanh thu thuần giảm 31% YoY, lợi nhuận ròng vẫn cao hơn chút ít so với 2013 và hoàn thành 101% kế hoạch đề ra đầu năm. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tuy không nhiều nhưng cũng khả quan trở lại với mức dương gần 38 tỷ (so với mức âm 26 tỷ cùng kỳ 2013). Kết quả này một lần nữa cho thấy sự ổn định trong hoạt động kinh doanh của BCI.

Năm 2015, BCI tập trung đầu tư & phát triển 2 dự án trọng điểm là Việt Phú Garden và An Lạc Plaza. Hoạt động cung cấp dịch vụ tại các Khu công nghiệp hiện hữu (Lê Minh Xuân) & Khu dân cư hiện hữu (Tân Tạo, An Lạc, Bắc Lương Bèo...) sẽ tiếp tục đem lại nguồn thu ổn định cho công ty (45 – 55 tỷ/năm). Đồng thời, BCI cũng dự kiến hạch toán phần cuối cùng tại dự án Nhất Lan 3 (khoảng 44 tỷ) và một phần dự án Việt Phú Garden (khoảng 103 tỷ) cho 2015.

Ngoài ra, trước làn sóng FDI đầu tư vào Việt Nam mạnh mẽ và kỳ vọng từ TPP, Khu công nghiệp Lê Minh Xuân mở rộng (100ha) với vị trí thuận lợi là cơ hội cho BCI gia tăng hơn nữa doanh thu & lợi nhuận trong dài hạn.

Bên cạnh đó, trên nền tảng quỹ đất sạch lớn (khoảng 321ha) và vay nợ thấp là lợi thế cho công ty tiếp tục đầu tư, định hướng kinh doanh hướng đến các sản phẩm phù hợp với thị trường hiện tại hơn, gần nhất là dự án chung cư giá bình dân Nhất Lan 5.

DXG – Triển vọng tốt

DXG đang từng bước phát triển từ “một nhà môi giới & phân phối đơn thuần”, chiến lược “cố thủ” để ổn định hoạt động kinh doanh qua thời kỳ khủng hoảng, tích lũy nguồn lực tài chính tiến tới từng bước mở rộng quỹ đất, ít sử dụng nợ và triển khai dự án đúng thời điểm đã cho thấy những kết quả tích cực. Kết quả kinh doanh 2014 đánh dấu năm thứ 4 liên tiếp lợi nhuận tăng mạnh hàng năm kể từ 2011.

DXG đang đẩy mạnh mở rộng quỹ đất thông qua việc mua lại các dự án khả thi nhằm triển khai các sản phẩm căn hộ & nhà phố giá bình dân phù hợp với nhu cầu thật của thị trường BĐS, nhưng cũng sẽ vấp phải cạnh tranh gay gắt với các doanh nghiệp BĐS hiệu hữu. Số dư tiền mặt cao (cuối năm 2014 là 776 tỷ) và thỏa thuận hợp tác toàn diện trị giá 1 tỷ USD trong 5 năm với Vietinbank là nền tảng tài chính vững chắc để DXG tự tin thực hiện các kế hoạch đầu tư của mình.

Các dự án mà DXG đang cung cấp dịch vụ môi giới & phân phối đều đang có tiến độ bán hàng khả quan như Royal City Hà Nội, Topaz Garden Q.Tân Phú, Topaz City Q.8, Green City Đà Nẵng. Dự án kinh doanh chính của DXG là Sunview Town vẫn đang cho thấy sự bứt phá trên thị trường BĐS khi tốc độ bán hàng rất tích cực.

Năm 2015, hoạt động kinh doanh BĐS sẽ trở thành nguồn thu chủ lực của DXG với ước tính ghi nhận chính ở các dự án như: Gold Hill (khoảng 110 tỷ), Sunview Town (khoảng 900 tỷ), Green City (khoảng 300 tỷ). Lợi nhuận ròng 2015 dự báo đạt 340 tỷ (+130% YoY), EPS 2015 dự báo đạt 2.700 VNĐ/cp (+15% YoY).

Hoạt động kinh doanh ổn định, tình hình tài chính an toàn, tầm nhìn chiến lược của ban lãnh đạo và tiềm năng phát triển dự án BĐS trên cơ sở hệ thống phân phối rộng khắp, chuyên nghiệp vốn là thế mạnh, sẽ giúp DXG bước vào chu kỳ phát triển mới khi thị trường BĐS phục hồi.

HDG – THEO DÕI

Với tiền thân từ một xí nghiệp xây dựng thuộc Bộ Quốc Phòng, đến nay HDG đã phát triển nhanh chóng và sở hữu diện tích đất “sạch” tầm 2 triệu m2 (trong đó mới sử dụng 1 triệu m2).

Trong ngắn hạn, các dự án như Hà Đô Park View, Nguyễn Văn Công (Quận Gò Vấp, TPHCM) được dự kiến mang lại nguồn thu tích cực cho HDG. Bên cạnh đó, HDG vẫn duy trì nguồn doanh thu ổn định từ mảng xây dựng với các hợp đồng từ Bộ Quốc Phòng và mảng thủy điện với 2 nhà máy thủy điện Za Hưng và Nậm Pông.

Về dài hạn, HDG sẽ tiếp tục triển khai và hoàn thiện các dự án như chung cư CC1, Khu phức hợp Hà Đô Z756, Nhà hỗn hợp Dịch Vọng, Khu nghỉ dưỡng và biệt thự Bảo Đại, dự án Noong Tha (Lào) do các dự án này trước đây phải giãn tiến độ thực hiện để tập trung hoàn thiện các dự án chính trong năm 2014.

Hoạt động kinh doanh của HDG chưa có nhiều đột biến, các dự án dự kiến mở bán trong năm 2014 vẫn chưa thực hiện được theo tiến độ nên phải lùi sang năm 2015. Tỷ lệ “floating rate” của cổ phiếu HDG khá cô đặc do sự nắm giữ của những cổ đông lớn. Do đó, khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu HDG để tiếp tục cập nhật tiến độ triển khai các dự án trong năm 2015.

HQC – THEO DÕI

HQC đang nắm trong tay danh mục gần 30 dự án (bao gồm cả các dự án của công ty liên kết thực hiện, lớn nhất là các Khu công nghiệp, trường đại học, Cảng Bình Minh). Quỹ đất phát triển nhà ở đạt khoảng 35ha, tập trung chính vào nhà ở xã hội, tuy lợi nhuận không cao nhưng để bán nhờ đáp ứng nhu cầu thực của đại đa số người dân Việt Nam.

Kết quả kinh doanh 2014 đánh dấu năm thứ 3 liên tiếp lợi nhuận ròng tăng dần kể từ 2011. Nợ vay dù có tăng nhưng chỉ chiếm 19% tổng tài sản và trong bối cảnh lãi suất cho vay tiếp tục được dự báo giảm thì áp lực lãi vay là không quá lớn đối với HQC.

Năm 2015, HQC nhiều khả năng ghi nhận 80% nguồn thu còn lại của dự án HQC Plaza, tương ứng hơn 1.200 tỷ doanh thu & 120 tỷ lợi nhuận ròng. Với dự án chủ lực này cộng với một số dự án đang triển khai như HQC Hóc Môn, HQC Cần Thơ,...kết quả kinh doanh của HQC 2015 dự báo vẫn tiếp tục khả quan so với 2014.

Tuy nhiên, hoạt động của HQC vẫn còn nhiều quan ngại liên quan các động thái phát hành cổ phiếu cản trở công nợ gây áp lực pha loãng, đầu tư nhiều dự án cùng lúc, quỹ đất dần trải nhiều địa phương.

Khuyến nghị nhà đầu tư **THEO DÕI** đối với HQC.

IJC – THEO DÕI

Hoạt động kinh doanh BĐS không đạt như kỳ vọng khi chỉ hoàn thành 70% kế hoạch là nguyên nhân chủ yếu khiến doanh thu thuần & lợi nhuận ròng cả năm 2014 không đạt mục tiêu đề ra. Tuy nhiên doanh thu thuần & lợi nhuận ròng 2014 đều tăng mạnh so với 2013 và kết quả này một lần nữa đưa IJC vào top 10 doanh nghiệp BĐS có lợi nhuận ròng cao nhất toàn ngành BĐS niêm yết.

Năm 2015, áp lực lãi vay sẽ đè nặng lên kết quả kinh doanh bởi IJC đã gia tăng sử dụng nợ khi phát hành 1.000 tỷ trái phiếu với lãi suất không hề thấp. Thêm vào đó, những rắc rối xung quanh việc “bán đất khi chưa có sổ đỏ” đã ảnh hưởng đến thanh khoản trong khu vực kể từ tháng 02/2014. Các yếu tố này tác động đáng kể đến IJC trong ngắn hạn.

Về dài hạn, IJC vẫn là cổ phiếu đáng quan tâm bởi sở hữu những thế mạnh riêng có như:

- Doanh thu ổn định khoảng 200 tỷ/năm (biên lợi nhuận gộp 75 – 80%) từ nguồn thu phí xe qua trạm (trạm Vĩnh Phú & Suối Giữa) trên đại lộ Bình Dương.
- Quỹ đất tính riêng cho 6 dự án đang triển khai hiện tại gần 200ha, tọa lạc trong trung tâm thành phố mới Bình Dương và gần kề trung tâm Hành Chính tập trung của tỉnh với mạng lưới giao thông thuận lợi. Ngoài ra, IJC còn được ưu tiên tiếp cận khai thác những quỹ đất tiềm năng của tỉnh cho những dự án phù hợp được duyệt.
- Ưu thế về chi phí đất rất thấp (góp phần tạo nên biên lợi nhuận gộp bình quân 5 năm gần nhất của IJC đạt hơn 54% và biên lợi nhuận ròng bình quân 5 năm là 37%), thủ tục hành chính về xử lý giấy tờ, cấp phép và ra sổ nhanh gọn.

Khuyến nghị nhà đầu tư **THEO DÕI** đối với IJC.

ITA – Triển vọng tốt

ITA chỉ tập trung vào thế mạnh chính là đầu tư cơ sở hạ tầng rồi bán đất/cho thuê (biên lợi nhuận gộp cao trên 50%) nên hạn chế được rủi ro kinh doanh thành phẩm BĐS như căn hộ hay nhà phố. Các Khu công nghiệp của ITA có thế mạnh về vị trí địa lý cùng đầy đủ dịch vụ hỗ trợ như khu dân cư, nhà ở công nhân, công viên và trường học.

Năm 2014, Doanh thu gộp tuy chỉ đạt 78% kế hoạch đề ra nhưng lợi nhuận ròng vượt 50% kế hoạch. Cho thuê nhà xưởng tại Khu công nghiệp Tân Đức đóng góp khoảng 150 tỷ (+731% YoY), bán đất đã có cơ sở hạ tầng đạt 120 tỷ, các khoản đầu tư tài chính dài hạn mang lại thu nhập cổ tức 122 tỷ.

Việc phát hành 126 triệu cp để cản trừ công nợ vừa qua mặc dù gây lo ngại lớn cho nhà đầu tư bởi nguồn cung cổ phiếu quá nhiều trên thị trường nhưng đồng thời đã giúp ITA giảm đi gánh nặng nợ.

Năm 2015, hoạt động bán/cho thuê đất các cụm Khu công nghiệp Tân Tạo & Tân Đức sẽ tiếp tục mang lại nguồn thu ổn định cho ITA. Ngoài ra, ITA còn sở hữu khu đất Tân Cảng 1,4ha tọa lạc tại vị trí đắc địa (Q.Bình Thạnh, TPHCM) và kỳ vọng việc chuyển nhượng khu đất này sẽ mang lại nguồn thu lớn cho công ty trong năm nay.

Trong trung – dài hạn, 2 dự án lớn ở cụm công nghiệp Kiên Lương (nhà máy điện & cảng nước sâu) có thể chưa mang lại hiệu quả giai đoạn 2015 – 2016 nhưng sẽ giúp ITA tăng trưởng mạnh về doanh thu & lợi nhuận thời gian sau đó.

KBC – Triển vọng tốt

Nhằm tái cấu trúc các khoản nợ cũ, KBC đã phát hành cổ phiếu riêng lẻ và trái phiếu chuyển đổi, qua đó lành mạnh hóa cấu trúc tài chính, giải phóng hàng tồn kho là các hạng mục dở dang tại các Khu công nghiệp. Trong điều kiện lạm phát thấp và lãi suất giảm như hiện nay là cơ hội tốt để KBC tranh thủ tái cơ cấu các khoản vay.

KBC cũng đang tập trung vào các hoạt động cốt lõi, thoái bớt vốn đầu tư ngoài ngành và tiếp tục các thương vụ M&A nhằm gia tăng quỹ đất Khu công nghiệp sau quy định tạm ngừng cấp phép Khu công nghiệp.

Trong ngắn hạn, việc ký kết hợp đồng với LG hứa hẹn sẽ mang lại hợp đồng thuê 12 – 15ha đất với khoảng 50 doanh nghiệp vệ tinh. Năm 2015 là năm đầu ấn của các hiệp định thương mại tự do (FTA) và các hiệp định lớn dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2015 như Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - Hàn Quốc (VKFTA), Hiệp định đối tác chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP). Do đó, về dài hạn, các hiệp định trên hứa hẹn sẽ mang lại làn sóng đầu tư lớn vào Việt Nam cũng như tiềm năng các khách hàng tìm kiếm mặt bằng xây dựng cơ sở hạ tầng ở các Khu công nghiệp.

KDH – Triển vọng tốt

Hoạt động kinh doanh tích cực 2014, chủ yếu là nhờ hiệu quả từ dự án Mega Residence I và nguồn thu tài chính lớn khi thoái vốn khỏi một số công ty con & công ty liên kết, đã giúp KDH hoàn thành 111% kế hoạch doanh thu thuần & 102% kế hoạch lợi nhuận ròng cả năm 2014.

Dư nợ vay cuối 2014 tăng 2,2x so với 2013 để đẩy mạnh đầu tư nhiều dự án tiếp nối sau Mega Residence I như Mega Ruby, Trí Minh, Mega 5... Tuy nhiên, một khi dòng tiền thu về từ các dự án không đồng điệu với tiền chi ra trả lãi vay sẽ là một gánh nặng lớn lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Thời kỳ khó khăn của KDH đã qua và những thông tin tiêu cực về kết quả kinh doanh 2 năm qua đã phản ánh vào giá. Năm 2015, công ty tiếp tục ghi nhận phần thu còn lại từ Mega Residence I và hạch toán dự án Mega Ruby nên dự báo kết quả kinh doanh 2015 của KDH sẽ tích cực hơn so với 2014.

Xét về dài hạn, 2014 là năm KDH chuyển mình vượt dậy để bắt đầu đi vào chu kỳ phát triển mạnh mẽ hơn nhờ những điểm mạnh như:

- Thay đổi chiến lược kinh doanh, xác định lại dòng sản phẩm chủ lực phù hợp với thị trường hơn.
- Quỹ đất lớn 115 ha, hầu hết là đất sạch. KDH chủ trương kinh doanh với 100% pháp lý rõ ràng, có sổ đỏ, sổ hồng đầy đủ. Từ đây đến 2020, KDH sẽ đầu tư 11 dự án quy mô 65ha. Trong đó, 30ha đất thương phẩm với khoảng 3.000 nhà vườn liên kế và khoảng 1.000 chung cư.

- Đối tác chiến lược cao cấp gồm Dragon Capital, Vina Capital, Elite Fund. Room ngoại tại KDH hiện tại đã đầy 49% và các NĐTNN vẫn rất quan tâm đầu tư vào KDH nên khi đề xuất nơi room được thông qua, KDH sẽ có điều kiện thu hút thêm vốn để đầu tư cho các kế hoạch phát triển dự án tương lai.

NBB – Triển vọng trung bình

Hoạt động kinh doanh BĐS mà chủ yếu là bán hàng và ghi nhận ở dự án Carina & KDC Bạc Liêu giúp kết quả kinh doanh 2014 tăng trưởng tốt so với 2013. Nhưng NBB chỉ hoàn thành 76% kế hoạch DT & 50% kế hoạch lợi nhuận đã đề ra đầu năm do việc chuyển nhượng CTCP ĐT khoáng sản Quảng Ngãi không đạt như kỳ vọng.

Năm 2014 là 1 năm nhiều sự kiện đối với NBB như: thoái vốn một số dự án ngoài ngành (dự án BOT cầu Rạch Miễu, nhà máy thủy điện Đá Đen), hợp tác chiến lược với Creed Investments, mở bán City Gates, Vietnam Holdings nhiều lần công bố bán ra, phát hành lượng lớn cổ phiếu tăng vốn điều lệ từ 358 tỷ lên 583 tỷ... nhưng nhìn chung lại chính là những bước đi từ khó khăn sang phục hồi của NBB. Đánh dấu sự trở lại của 1 doanh nghiệp BĐS có quỹ đất nhiều (tổng 2.167ha), trong đó 52ha ở các vị trí cận trung tâm TPHCM, hạ tầng giao thông thuận lợi nhờ Đại lộ Đông Tây. Tuy nhiên giai đoạn “chuyển tiếp” từ khó khăn sang phục hồi này của NBB còn tiềm ẩn nhiều rủi ro ngắn hạn.

NBB đang “tự làm mới mình” thông qua việc cấu trúc lại danh mục các dự án, phân định rõ kinh doanh BĐS là hoạt động cốt lõi, đồng thời từng bước chuyển nhượng các dự án hạ tầng, khai khoáng (một số dự án có tính khả thi cao thì có thể hợp tác đầu tư chứ không bán hết hoàn toàn). Hơn nữa, sự góp mặt của đối tác chiến lược Nhật (Creed Group) sẽ giúp NBB có thêm nguồn tiền lớn để đầu tư cho các dự án tương lai và cải thiện quản trị doanh nghiệp.

Năm 2015, NBB sẽ thu được dòng tiền nhiều hơn từ bán căn hộ ở City Gate và nguồn tiền giải ngân từ hợp đồng hợp tác với Creed. Tuy nhiên, NBB chưa thể hạch toán DT & LN từ City Gate do chưa đủ điều kiện bàn giao và ghi nhận. Các nguồn thu có thể ghi nhận cho 2015 nhiều khả năng chỉ đến từ các dự án đất nền ở tỉnh như Khu dân cư Bạc Liêu, Khu dân cư Sơn Tịnh (Quảng Ngãi).

Từ 2016, NBB có thể hạch toán được lượng lớn DT & LN khi tiến hành bàn giao nhà cho khách hàng. Qua đó có thêm nguồn tiền tiếp tục triển khai để ghi nhận nguồn thu tiếp theo từ các dự án lớn như NBB II, III & IV.

NLG – Triển vọng tốt

Việc bàn giao căn hộ theo đúng tiến độ ở dự án Ehome Tây Sài Gòn, Ehome 4, Ehome 5 là yếu tố chính đóng góp vào kết quả kinh doanh 2014 tăng mạnh mẽ so với 2013 của NLG.

Trong Q4/2014, NLG cũng hoàn thành phát hành gần 13 triệu cổ phiếu hoán đổi tiền tới nắm giữ tỷ lệ sở hữu chi phối đối với 3 công ty là Nam Khang, Nam Long ADC và Nam Long DC. Việc hoán đổi này làm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu NLG và đặc biệt là giúp công ty khai thác hiệu quả các nguồn lực tài chính & đất đai trong tương lai.

Trước đó vào tháng 7/2014, NLG cũng phát hành thành công 350 tỷ trái phiếu không chuyển đổi. Trong đó, 310 tỷ được dùng để cơ cấu lại nợ của công ty giúp giảm khoảng 3% lãi suất. Động thái này thể hiện cam kết của NLG trong việc hạn chế sử dụng nợ vay, là tiền đề cho công ty nâng cao tỷ suất lợi nhuận ròng khi chi phí lãi vay đang trong xu hướng giảm.

NLG sở hữu quỹ đất lớn 567ha, trong đó khoản 400ha đã có sổ đỏ, đã đền bù khoảng 95%. Dòng sản phẩm “Affordable Houses” với nhãn hiệu Ehome sẽ tiếp tục giúp công ty tăng trưởng trong ngắn – trung hạn sắp tới.

Định hướng chiến lược tốt từ ban lãnh đạo qua từng thời kỳ thị trường, hoạt động kinh doanh & tài chính minh bạch cộng với đối tác nước ngoài hùng mạnh sẽ giúp công ty vững bước khi thị trường BĐS phục hồi phát triển trong dài hạn.

VIC – MUA

Giá mục tiêu: 55.500 đ/cp

Kết quả lợi nhuận ròng 2014 sụt giảm mạnh so với 2013 là do trong năm 2013 VIC ghi nhận khoảng thu nhập tài chính lớn từ thương vụ chuyển nhượng Vincom A (TPHCM), hoạt động cốt lõi là kinh doanh BĐS vẫn tăng trưởng tốt. Việc VIC tiến hành lấy ý kiến trái chủ để thay đổi điều khoản đã được chấp thuận nên VIC đã phát hành thêm các khoản vay mới phục vụ phát triển các dự án từ Q4/2014 khiến chi phí tài chính tăng mạnh. Tương tự, phát triển thêm những mảng kinh doanh mới như siêu thị, thời trang cũng khiến chi phí quản lý tăng đáng kể.

Năm 2015, VIC vẫn tập trung phát triển các dự án chính như Vinhomes Central Park, Vinhomes Nguyễn Chí Thanh, Vinhomes Times City giai đoạn 2, Vincom Center Thảo Điền, Vinpearl Phú Quốc.

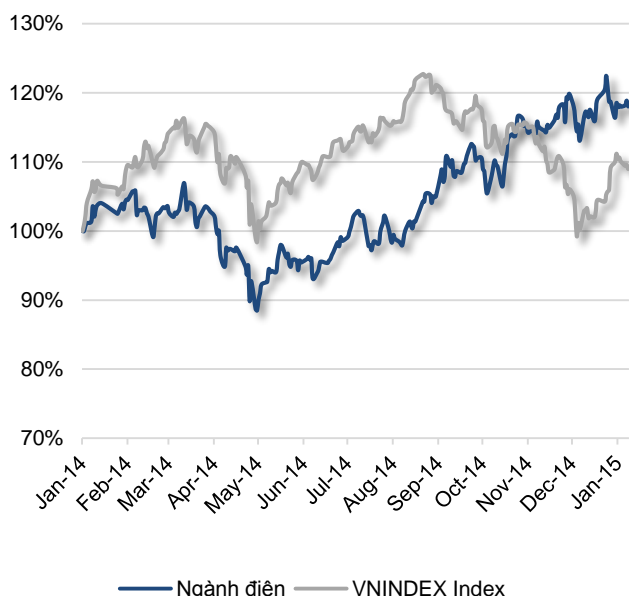
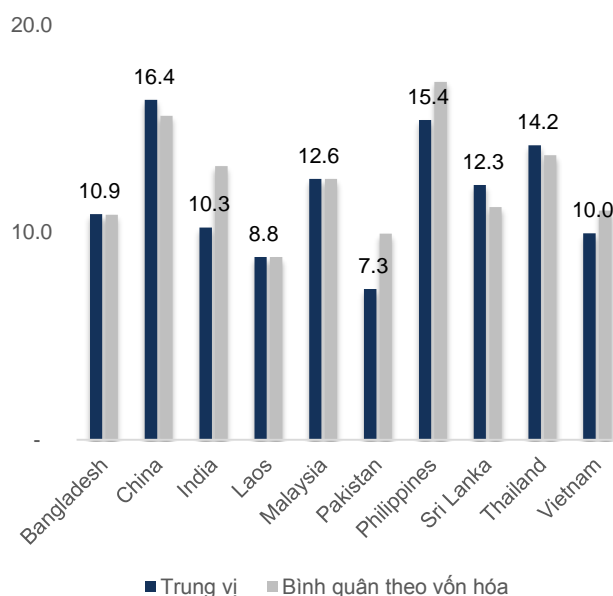
VIC sở hữu quỹ đất “khủng” lên đến 80 triệu m2 trải dài từ Bắc vào Nam, và vẫn tiếp tục có triển vọng mở rộng ra thêm qua M&A với các công ty BĐS khác.

Về dài hạn, VIC sẽ tiếp tục triển khai phát triển các dự án dựa trên nền tảng là quỹ đất rộng lớn, tiềm lực tài chính huy động được từ nguồn vốn quốc tế cùng với uy tín tốt đã gây dựng với khách hàng trong thời gian qua. Một số dự án trong danh mục của VIC có khả năng triển khai trong dài hạn là Vincom Cần Thơ, Vincom Hưng Yên, Vinpearl Quy Nhơn, Green City, Vincom Soap – Tobacco, Vinhomes Riverside 2.

Cuối năm 2014, VIC hoàn tất mua lại 70% Ocean Retail và Alphanam để hình thành hệ thống siêu thị Vinmart và Vinmart+, đánh dấu sự thâm nhập mạnh mẽ vào thị trường bán lẻ. VIC cũng đã khai trương hệ thống thời trang VinFashion mang thương hiệu Emigo hướng vào phân khúc trung, cao cấp. Trên nền tảng chiến lược hoàn thiện chuỗi khai thác khép kín cho dự án kinh doanh, việc hình thành Vinmart chính là mảnh ghép bổ sung hoàn hảo cho “bộ tứ” giá trị của VIC là Vinhomes – Vinmec – Vinschool – Vinmart.

Khuyến nghị nhà đầu tư trung - dài hạn **MUA** cổ phiếu VIC với giá mục tiêu **55.500 đ/cp**.

[Trở lại mục lục](#)

Diễn biến các chỉ số ngành và chỉ số chung năm 2014

So sánh PE ngành giữa Việt Nam và các nước trong khu vực


Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

TÌNH HÌNH NGÀNH ĐIỆN NĂM 2014

Bước ngoặt trong lịch sử ngành điện Việt Nam

Năm 2014 là năm thứ hai liên tiếp sau nhiều năm khó khăn, hệ thống điện Quốc gia không chỉ đáp ứng đủ nhu cầu sử dụng của người dân cả nước và cũng là năm đầu tiên có điện dự phòng (khoảng 30% tổng sản lượng), góp phần đảm bảo an ninh năng lượng và an toàn hệ thống. Trong năm 2014, toàn ngành đã hoàn thành vượt các chỉ tiêu kế hoạch đề ra. Nguồn điện đã đáp ứng được cả về sản lượng và công suất với công suất lắp đặt hệ thống khoảng 34.000 MW, trong khi công suất cực đại của nhu cầu phụ tải là trên 22.000 MW.

Tăng trưởng mạnh mẽ

Tính đến thời điểm ngày 31/12/2014, sản lượng điện sản xuất và thu mua trong năm của EVN đạt 142,25 tỷ kWh, tăng 10,76% so với năm 2013. Sản lượng điện thương phẩm đạt 128,43 tỷ kWh, tăng đến 11,41% so với cùng kỳ. Mức sử dụng điện bình quân trên người dân đạt trên 1.400 kWh/người/năm.

EVN hoàn thành kế hoạch phát điện, giảm mạnh nhập khẩu

Chỉ trong 10 tháng 2014, EVN đã hoàn thành kế hoạch phát điện của cả năm với 5/5 tổ máy – tổng công suất 1.700 MW. Qua đó đưa Việt Nam lên vị trí thứ 3 trong khu vực ASEAN và thứ 31 trên Thế giới về quy mô nguồn và lưới điện. Với sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành điện trong nước, lượng điện nhập khẩu từ Trung Quốc đã giảm mạnh 28% từ mức 3,2 tỷ kWh ở năm 2013 xuống 2,29 tỷ kWh năm 2014 và dự kiến chỉ còn

1,8 tỷ kWh vào năm 2015. Cũng trong 2015, EVN sẽ hết hạn nhập khẩu điện từ Trung Quốc.

Bộ Công thương ban hành thông tư số 30/2014/TT-BCT.

Thông tư 30/2014/TT-BCT ra đời ngày 02/10/2014 thay thế Thông tư số 03/2013/TT-BCT, quy định về vận hành thị trường điện cạnh tranh. Cụ thể, các nhà máy điện có công suất trên 30 MW đầu nối vào hệ thống điện quốc gia sẽ phải tham gia chào giá trực tiếp trên Thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) muộn nhất là 6 tháng đối với nhà máy thủy điện và 12 tháng đối với nhà máy nhiệt điện kể từ ngày chính thức phát điện thương mại. Năm 2014 đã có 58 nhà máy tham gia chào giá trực tiếp trên thị trường cạnh tranh, chiếm 42% tổng công suất lắp đặt toàn hệ thống.

Không có đợt điều chỉnh giá điện nào trong năm 2014

Giá điện bán lẻ trong năm 2014 vẫn được giữ ở mức 1.509 đồng/kWh, bằng với mức điều chỉnh kể từ ngày 01/08/2013.

Tăng thuế tài nguyên nước đối với nhà máy điện vừa và nhỏ.

Cụ thể thuế tài nguyên đã tăng từ 2% lên 4% đối với nhóm tài nguyên nước.

Tỷ suất sinh lợi tốt nếu đầu tư vào các doanh nghiệp ngành điện.

Chỉ số tổng hợp các doanh nghiệp niêm yết ngành điện đã tăng trưởng khoảng 19%, hiệu quả hơn nhiều so với chỉ số chung của toàn thị trường (VN-Index chỉ tăng trưởng 8,1%) trong cả năm 2014. Cổ phiếu ngành điện nhìn chung có diễn biến cùng chiều với xu hướng thị trường trong khoảng thời gian 3 quý đầu năm nhưng lại tiếp tục tăng trưởng vững chắc trong quý 04/2014 và ít chịu ảnh hưởng bởi xu hướng lao dốc của thị trường cuối năm.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2015

Thị trường phát điện cạnh tranh hứa hẹn sẽ sôi động

Sau thông tư 30 chúng tôi đã đề cập ở trên, dự kiến số nhà máy tham gia thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tăng mạnh trong năm 2015. Theo quyết định số 125/QĐ-ĐTĐL của Cục Điều tiết Điện lực, từ ngày 01/01/2015 sẽ có 57 nhà máy trực tiếp tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, tổng công suất lắp đặt 13.353 MW và có 11 nhà máy dự kiến sẽ trực tiếp tham gia phát điện cạnh tranh với tổng công suất lắp đặt là 1.949,5 MW.

Phê duyệt Thiết kế tổng thể Thị trường bán buôn điện cạnh tranh

Ngày 22/07/2014, Bộ Công thương đã phê duyệt Thiết kế tổng thể Thị trường bán buôn điện cạnh tranh Việt Nam. Theo đó, giai đoạn thí điểm sẽ diễn ra từ 2015 – 2017. Trong giai đoạn này, một số Tổng công ty điện lực, công ty Điện lực thuộc EVN và một số đơn vị bán lẻ điện, khách hàng sử dụng điện lớn sẽ được lựa chọn để tham gia. Các GENCO cũng sẽ phải tách thành đơn vị phát điện độc lập. Do đó, tuy các đơn vị này chỉ được mua không quá 5% sản lượng thực tế theo giá thị trường nhưng cũng là tiền đề để tăng tính cạnh tranh cho thị trường điện (nhiều người mua) cũng như là cơ hội cho những nhà máy nào biết nắm bắt để có được giá bán tốt hơn.

Nâng khung giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh

Từ 01/01/2015, khung giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh đã được điều chỉnh tăng từ mức 1.168 đồng/kWh ở đầu năm 2014 lên khoảng 1.280 đồng/kWh. Việc tăng

mức giá trần này của EVN nhằm đảm bảo an ninh năng lượng trong những thời kỳ khan hiếm điện như mùa khô ở miền nam. Các doanh nghiệp thủy điện ở miền trung như CHP, SBA, VSH... nhiều khả năng sẽ được hưởng lợi nhiều từ quy định này nhờ đặc thù mùa mưa ở miền trung tương ứng với mùa khô ở miền bắc và miền nam.

Giá điện bán lẻ tăng 7,5% từ ngày 16/03/2015

Chiều 05/03/2015, Chính phủ đồng ý điều chỉnh giá bán điện tăng 7,5%, tương ứng giá bán lẻ điện bình quân 1.622,05 đồng/kWh. Thời điểm điều chỉnh giá bán điện mới là từ ngày 16/03/2015.

Ban hành “Biểu giá chi phí tránh được năm 2015”

Ngày 31/12/2014, Bộ Công thương đã ban hành Biểu giá chi phí tránh được năm 2015. Nếu như năm 2014, hầu hết các thủy điện nhỏ đều không hưởng lợi do giá chi phí tránh được không thay đổi trong khi thuế tài nguyên lại tăng gấp đôi lên 4% thì năm 2015 chúng tôi đánh giá tình hình đã trở nên khả quan hơn rất nhiều. Theo ước tính, bình quân giá điện năng vào mùa khô tăng 2,7%, mùa mưa tăng đến 9,4% trong khi giá công suất tăng đến 19,6% so với năm 2014.

Những nhà máy thủy điện nhỏ dưới 30 MW sẽ được hưởng lợi như nhà máy Đa Siat (13,5MW, thuộc SHP), nhà máy Khe Diên (9MW, thuộc SBA), nhà máy Ea Kroong Rou (28MW, thuộc SEB),...

Thời tiết được dự báo sẽ khắc nghiệt hơn trong năm 2015

Trung tâm khí tượng thủy văn dự báo thời tiết cả nước năm 2015 sẽ diễn biến khắc nghiệt hơn 2014 do hiện tượng El Nino xảy ra trên diện rộng, mùa khô đến sớm hơn, xu hướng thiếu hụt mưa và dòng chảy diễn ra trên phạm vi cả nước. Do đó, tình hình thủy văn nhìn chung sẽ gây bất lợi hơn cho các doanh nghiệp thủy điện, ngược lại nhóm nhiệt điện nhiều khả năng lại được hưởng lợi khi sản lượng điện huy động tăng.

Chi phí cho nhiệt điện than tăng

Theo thống kê của Cục Quản lý giá, giá than bán cho sản xuất điện đã được điều chỉnh tăng 2 lần trong năm 2014, tuy nhiên sau khi điều chỉnh, giá bán than cho điện vẫn chỉ bằng khoảng 94,2% - 97,4% so với giá bán than cho các hộ khác trong nước và chỉ bằng 86% - 91% giá xuất khẩu cùng loại. Do đó, nhiều khả năng giá than sẽ tiếp tục được điều chỉnh tăng trong năm 2015, giá thành sản xuất bị đẩy lên sẽ là yếu tố gây bất lợi cho các nhà máy nhiệt điện than như PPC, NBP,...

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	30/01/2015	(Tỷ đồng)	(đồng)		2014F	2015F	2014	2015F	2014	2015F
NT2	22.600	5.786	28.000	MUA	8,7%	-	3.645	4.027	6,2	5,6
SHP	18.700	1.809	20.000	THÊM	4,5%	-	2.292	2.354	8,4	7,8
PPC	24.600	7.858	28.000	THÊM	-	-	2.288	5.000	10,8	5,6
VSH	12.800	2.598	14.500	THÊM	-	-		1.300	18	11,1

NT2 - MUAGiá mục tiêu: **28.000 đ/cp****Kết quả kinh doanh của NT2 dự báo sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2015** nhờ vào:

- (1) Tỷ giá VND/EUR được dự báo sẽ còn tiếp tục giảm khi ECB thông qua gói QE năm 2015.
- (2) Chi phí khấu hao tiếp tục giảm 146 tỷ đồng so với năm 2014.
- (3) Phần lỗ tỷ giá trong quá trình xây dựng cơ bản giảm một nửa, chỉ còn 63 tỷ đồng.
- (4) Trung tâm khí tượng thủy văn dự báo thời tiết năm 2015 sẽ khô hạn hơn 2014, lượng mưa khu vực Tây Nguyên và Nam Bộ sẽ giảm 15 – 30% do mùa mưa kết thúc sớm, tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện như Nhơn Trạch 2.
- (5) Nhiều khả năng sẽ phân bổ phần còn lại của khoản hồi tố giá điện (còn lại khoảng 650 tỷ) trong năm 2015.

Chúng tôi dự báo sản lượng năm 2015 sẽ đạt khoảng 4,7 tỷ kWh tương đương với doanh thu thuần đạt 6.345 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp đạt 1.141 tỷ đồng. NT2 bắt đầu phải chịu mức thuế TNDN cho hoạt động sản xuất kinh doanh điện là 5% tương ứng 57 tỷ đồng từ năm 2015.

Tỷ giá EUR/VND từ 01/01/2015 – 27/01/2015 giảm 6,5% = 1.670,5 đồng/EUR. Chúng tôi thận trọng dự báo tỷ giá này sẽ chỉ giảm 7% = 1.788 đồng/EUR và tỷ giá USD/VND tăng 1% = 213,8 đồng/USD trong năm 2015, tương ứng NT2 sẽ ghi nhận khoảng 209 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay có gốc ngoại tệ.

Khuyến nghị: Nhiều khả năng NT2 sẽ ghi nhận toàn bộ phần hồi tố giá điện còn lại (khoảng 650 tỷ đồng) trong năm 2015, tuy nhiên do hạn chế về mặt thông tin, chúng tôi chưa tính khoản hồi tố giá điện sẽ phân bổ trong năm 2015. Theo đó lợi nhuận ròng 2015 ước đạt 1.031 tỷ đồng, tương ứng EPS (2015) đạt 4.027 đồng/cp. EPS điều chỉnh (loại trừ phần lãi CLTG) đạt 3.308 đồng/cp, so với mức P/E trung bình của các doanh nghiệp điện trên 2 sàn HSX và HNX là 8,5x, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 2015 là **28.000 đ/cp**.

SHP - THÊMGiá mục tiêu: **20.000 đ/cp****Kết quả kinh doanh của SHP dự báo sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2015** nhờ vào:

- (1) Nhà máy Đa Siat được hưởng lợi nhờ biểu giá chi phí tránh được tăng mạnh trong năm 2015
- (2) Tính đến thời điểm ngày 31/12/2014, nhà máy Đa M'brì đã tích nước đầy hồ để chuẩn bị tham gia thị trường điện cạnh tranh vào mùa khô năm 2015.
- (3) Giá điện bán lẻ được điều chỉnh tăng 7,5% từ ngày 16/03/2015, khung giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh cũng được điều chỉnh tăng khoảng 10%, điều này hứa hẹn thị trường điện cạnh tranh sẽ sôi động hơn trong năm 2015, nhà máy Đa Dâng 2 và Đa M'brì có thể sẽ hưởng lợi từ sự thay đổi này.
- (4) SHP đã hoàn thành tái cơ cấu lại nợ vay từ năm 2015, nhờ đó nợ vay sẽ giảm khoảng 18 tỷ đồng/năm.

Khuyến nghị:

Chúng tôi dự báo năm 2015, sản lượng của SHP sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao khoảng 650 triệu kWh. Doanh thu thuần được cải thiện lên mức 630 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 220 tỷ đồng, tương đương với EPS(2015) đạt 2.354 đồng/cp, so với mức

P/E trung bình năm 2014 của các doanh nghiệp điện trên 2 sàn HSX và HNX là 8,5x, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THÊM** với giá mục tiêu 2015 là **20.000 đ/cp**.

PPC - THÊMGiá mục tiêu: **28.000 đ/cp**

Kết quả kinh doanh của PPC được kỳ vọng có những dấu hiệu tích cực trong năm 2015 do:

- (1) Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp được cải thiện do khả năng được giãn khấu hao cho PPC cho 18 năm tới là hoàn toàn khả thi, theo ý kiến của doanh nghiệp và đồng thời vùng giá trên thị trường điện cạnh tranh nói chung được nâng lên 7-8% so với năm trước.
- (2) Xu hướng giảm giá đồng Yên vẫn còn tiếp tục trong năm tới do chính phủ Nhật Bản tăng cường thêm chính sách nới lỏng tiền tệ với gói cứu trợ giá trị lớn hơn trước (80 nghìn tỷ Yên/tháng so với 60-70 nghìn tỷ trước đây).
- (3) Tiềm năng tăng trưởng của công ty liên doanh liên kết – Nhiệt điện Hải Phòng (PPC chiếm 26%) cao khi chi phí giảm do chi phí lãi vay và hạch toán lỗ từ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn xây dựng nhà máy giảm.

Khuyến nghị:

Chúng tôi dự báo năm 2015, sản lượng của PPC tối thiểu bằng năm 2014 (5,7-6 tỷ kWh/năm), giá bán dự kiến sẽ tăng lên khoảng 5-7% do giá than sẽ bị điều chỉnh tăng tiếp tục trong năm 2015. Chúng tôi dự phóng mức doanh thu khoảng 7,8 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ước khoảng 1,6 nghìn tỷ đồng, tương đương với EPS khoảng 5.000 VND. Chúng tôi không thay đổi mức giá dự phóng theo chiết khấu dòng tiền cho PPC trong năm 2015 với mức giá hợp lý là 28.000 đ/cp và đưa ra khuyến nghị **THÊM** đối với mã cổ phiếu này.

VSH – THÊMGiá mục tiêu: **14.500 đ/cp**

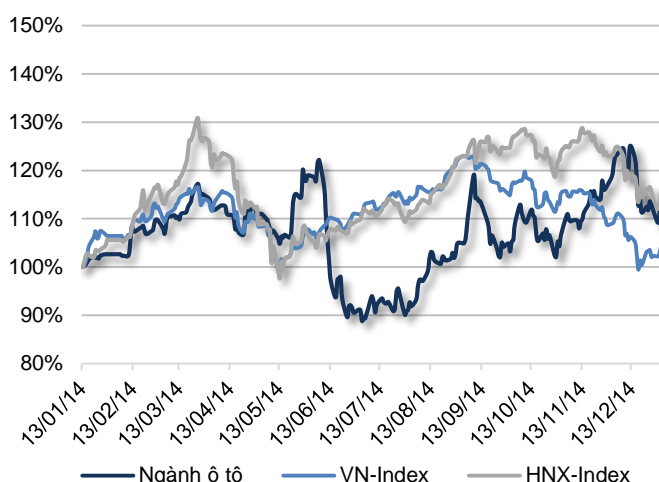
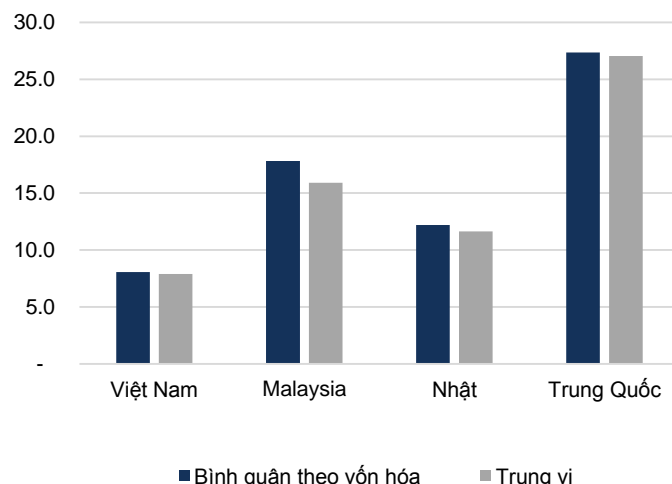
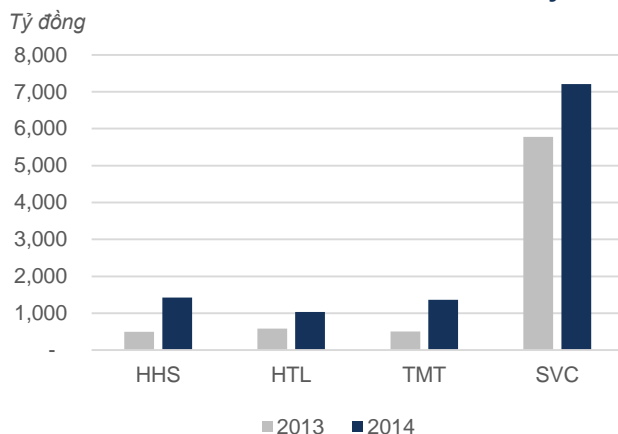
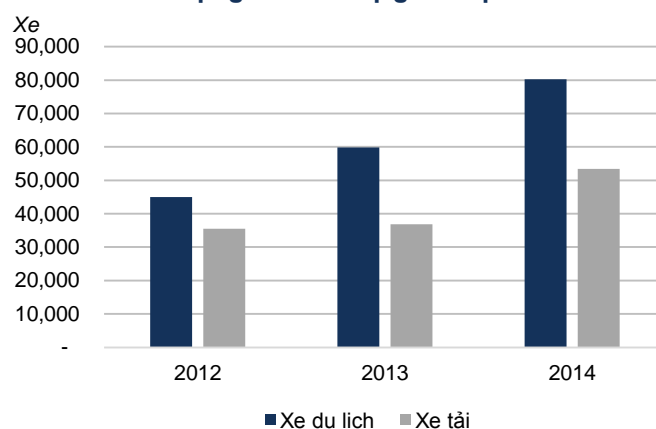
Kết quả kinh doanh của VSH được kỳ vọng có những dấu hiệu tích cực trong năm 2015 do:

- (1) Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ tăng mạnh do vùng giá trên thị trường điện cạnh tranh nói chung được nâng lên 7-8% so với năm trước và giá bán điện trong hợp đồng đã được ký kết trong dài hạn với mức giá cao hơn mức giá tạm tính 4 năm trước khoảng 18%.
- (2) Doanh thu từ hoạt động tài chính tăng lên do lượng tiền mặt EVN đã tất toán cho VSH đầu năm 2015 sẽ là tạo nguồn cho các khoản đầu tư tài chính mà VSH trong năm nay không có.

Khuyến nghị:

Với giả định sản lượng VSH trong năm 2015 bằng bình quân so trong 3 năm gần nhất (750 triệu kWh/năm), giá bán bình quân tăng khoảng 15% so với trước đây, chúng tôi dự phóng mức doanh thu khoảng 370 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ước khoảng 280 tỷ đồng, tương đương với EPS khoảng 1.300 VND. Chúng tôi không thay đổi mức giá dự phóng theo chiết khấu dòng tiền cho VSH trong năm 2015 với mức giá hợp lý là 14.500 đ/cp và đưa ra khuyến nghị **THÊM** đối với mã cổ phiếu này.

[Trở lại mục lục](#)

Biến động giá Ngành ô tô và Index

So sánh PE Ngành ô tô Việt Nam và khu vực

Doanh thu bán xe của các DN niêm yết

Số lượng xe tiêu thụ giai đoạn 2012-2014


Nguồn: VAMA, Bloomberg, FPTs tổng hợp

TÌNH HÌNH NGÀNH NĂM 2014 VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2015

Phân phối ô tô tài

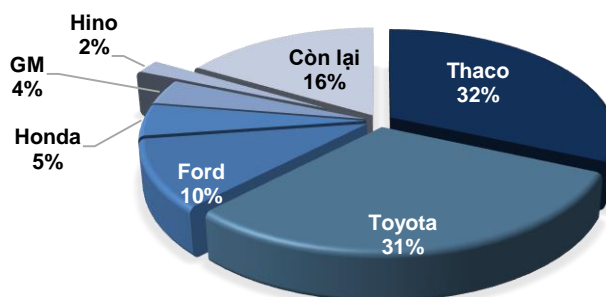
- Việc siết chặt quy định về tải trọng theo Thông tư 06/GTVT có hiệu lực từ tháng 05/2014 đã tác động tích cực đến các doanh nghiệp kinh doanh, phân phối ô tô tài trong năm 2014. Đây là một cơ sở giúp cải thiện được trật tự trong việc kiểm soát vận tải và đảm bảo cho hạ tầng giao thông trong thời gian tới. Với lượng hàng lưu thông hiện tại, thực trạng chở quá tải xảy ra rất nhiều vì vậy việc buộc các doanh nghiệp vận tải phải đầu tư thêm đội xe để đáp ứng và phục vụ cho nhu cầu vận tải của thị trường.

- Năm 2014, lượng xe tải tiêu thụ tại Việt Nam đạt tăng trưởng 42% so với năm 2013. Trong đó, số lượng xe tải nhập từ Trung Quốc đạt 11.631 chiếc, tăng trưởng vượt bậc 96%.
- Thêm vào đó, kể từ đầu năm nay, khi Nghị định 107/2014/NĐ-CP (bổ sung cho Nghị định 171/2013 trước đó) đã có hiệu lực về việc tăng mạnh mức phạt đối với các hành vi chở quá tải thì tác động đến thị trường tiếp tục mạnh mẽ hơn trong năm nay. Điều này cho thấy trong năm 2015 có nhiều khả năng số lượng xe tải tiêu thụ trong thị trường nội địa sẽ tiếp tục gia tăng cao. Các doanh nghiệp trên sàn sẽ được hưởng lợi bao gồm: TMT (vừa lắp ráp vừa phân phối), HHS (xe Dongfeng), HTL (xe Hino).

Phân phối ô tô du lịch

- Năm 2013, tỷ lệ ô tô trên 1.000 dân của Việt Nam vẫn chỉ đạt khoảng 17,8 xe/1.000 dân. Các chuyên gia dự tính đến năm 2015 con số này sẽ tăng lên khoảng 28 xe/1.000 dân, năm 2020 là 38 xe/1.000 dân và đến năm 2025 sẽ vào khoảng 88 xe/1.000 dân. Điều này cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR tiêu thụ xe ô tô giai đoạn 2013-2015 là 18-25%/năm và giai đoạn 2015-2020 đạt CAGR là 6,3%/năm. Với tốc độ tăng trưởng này thì khả năng cao là năm 2015 sẽ tiếp tục chứng kiến sự gia tăng mạnh của số lượng ô tô tiêu thụ.

Thị phần tiêu thụ ô tô tại Việt Nam năm 2014 (*)



Nguồn: VAMA
(*) Bao gồm tất cả các loại xe

- Theo dự báo của Vụ Công nghiệp Nặng – Bộ Công thương thì sản lượng tiêu thụ xe ô tô trong năm 2015 có khả năng đạt 200.000 xe, tăng 27% so với năm 2014. Theo đó, tốc độ tăng trưởng dự kiến của xe du lịch và xe tải dự kiến là 27%. Đối với VAMA thì tổng lượng xe tiêu thụ chúng tôi ước tính đạt 169.000 chiếc trong năm 2015, trong đó xe du lịch đạt 100.350 chiếc (tăng 25% yoy). Thông qua những ước tính trên cùng với xu hướng tiêu thụ ô tô đang gia tăng, chúng tôi cho rằng năm 2015 tiếp tục sẽ là năm tăng trưởng tốt dành cho cả hai phân khúc xe du lịch và xe tải.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	29/01/2015				2014	2015F	2014	2015F	2014	2015F
SVC	16.800	420	22.700	MUA	7,9%	7,5%	2.091	2.567	8,03	6,54
HTL	37.300	298	45.300	MUA	11,7%	NA	7.869	6.968	4,74	5,35
TMT	17.800	549	-	THEO DÕI	42,9%	NA	2.044	4.900	8,70	3,63

SVC – MUA**Giá mục tiêu: 22.700 đ/cp**

Sản lượng tiêu thụ toàn thị trường năm 2014 của các hãng xe tăng trưởng khá mạnh như Ford (+71%); Toyota (+22,6%); Suzuki (+16,5%). Trong 10 mẫu xe bán chạy nhất thị trường thì có 5 mẫu của Toyota (VIOS, Altis, Fortuner, Camry, Innova) và 1 mẫu Ford (Ford Ranger). Đây là các thương hiệu Savico đang phân phối rất hiệu quả.

Lũy kế 2014, doanh thu thuần đạt 7.930 tỷ đồng tăng 24% so với cùng kỳ. Lợi nhuận ròng của công ty đạt tăng trưởng vượt bậc (+33,4%), Riêng công ty mẹ tăng 17,3%.

Triển vọng năm 2015

- Savico liên tục giữ vị thế là hệ thống phân phối xe ô tô số 1 Việt Nam với hơn 20 công ty, đơn vị thành viên chuyên kinh doanh ô tô trải rộng từ Bắc vào Nam, Savico (SVC) đã và đang chiếm lĩnh các thị trường chủ lực như Hà Nội, Đà Nẵng, TPHCM và Cần Thơ. Theo chúng tôi đánh giá, với tốc độ tiêu thụ của thị trường hiện nay thì năm 2015 sẽ tiếp tục là năm tăng trưởng tốt của công ty.
- Theo dự báo tăng trưởng sản lượng xe tiêu thụ của thị trường, chúng tôi dự kiến sản lượng xe tiêu thụ của SVC năm 2015 ước đạt 14.300 – 15.200 chiếc (tăng 10% yoy). Doanh thu bán xe ước tính khoảng 8.380 tỷ đồng, tăng 12% so với năm 2014.
- Năm 2015 dự kiến sẽ có đóng góp từ 2 khoản lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng dự án BĐS bao gồm: dự án tại 104 đường Phổ Quang, Tp.HCM và dự án tại 115-117 đường Hồ Tùng Mậu, Q1-Tp.HCM. Tuy nhiên, xét trên góc độ thận trọng chúng tôi chỉ ghi nhận dự án Phổ Quang trong năm 2015. Dự án Hồ Tùng Mậu vẫn còn xem xét tiến độ. LNTT năm 2015 ước tính đạt 134-160 tỷ đồng (tăng 37-60% so với 2014). EPS 2015 ước tính đạt 2.600 đ. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu là **22.700 đ/cp**.

HTL – MUA**Giá mục tiêu: 45.300 đ/cp**

- Ô tô Trường Long là doanh nghiệp chuyên phân phối xe ô tô tải với thương hiệu HINO (thương hiệu của Nhật Bản với 100% vốn đầu tư của Sumitomo Corporation). HTL là đại lý lớn nhất của HINO Việt Nam với thị phần khoảng 30%. Số lượng xe tiêu thụ năm 2014 đạt hơn 800 chiếc. Hoạt động của ô tô Trường Long được tổ chức khá bài bản bao gồm các khâu: thu mua xe tải (nhập xe) từ HINO Việt Nam => Đóng thùng, lắp ráp => Phân phối kèm theo dịch vụ sửa chữa, bảo trì xe. Ngoài ra, một lợi thế của HTL so với các đối thủ trong ngành đó là HTL là nhà phân phối độc quyền cầu dành cho xe tải thương hiệu Tadano (Nhật Bản). Hoạt động này giúp công ty hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất xe tải nguyên chiếc đến tận tay khách hàng. Bên cạnh đó HTL còn có bộ phận thiết kế phục vụ cho hoạt động sản xuất, kinh doanh xe chuyên dùng bao gồm: xe rác, xe bồn,...
- Năm 2014 là năm rất thành công của công ty khi doanh thu của công ty đạt tăng trưởng 75,6% lên mức 1.031 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu bán xe tải đạt 985 tỷ đồng (tăng 77% yoy), doanh thu bán phụ tùng đạt 45,8 tỷ đồng (tăng 57,7%). LNST đạt mức tăng rất ấn tượng (198% yoy) đạt 62,9 tỷ đồng, vượt 256% KH2014. Trong đó, nhờ doanh số tăng mạnh công ty đã được HINO Việt Nam thưởng 21 tỷ đồng, ghi nhận vào thu nhập khác năm 2014. Nhờ đó mà tỷ suất LNST tăng mạnh từ 3,6% lên mức 6,1% trong năm vừa qua. **EPS 2014 đạt 7.869 đ trên tổng LNST, nếu loại phần thu nhập từ thưởng của HINO Việt Nam thì EPS 2014 đạt 5.800 đ.**

Triển vọng năm 2015

- Bên cạnh Thông tư 06/GTVT kèm theo đó là Nghị định 107/2014/NĐ-CP về việc tăng mạnh hình thức phạt đối với xe chở quá tải trọng và sai tải trọng. Theo chúng tôi, khả năng cao thị trường xe tải tiếp tục chịu tác động lớn trong năm 2015 theo đó kích thích tăng trưởng cho ngành ô tô tải. Dự kiến ô tô tải tiêu thụ của VAMA năm 2015

đạt 68.950 xe, tăng 30% yoy. Theo đó, số lượng xe tải tiêu thụ dự kiến của HTL trong năm 2015 là 3.550 – 3.700 xe. Doanh thu ước tính đạt 1.330 tỷ đồng (theo giá bán bình quân 800 triệu đồng đến 1,1 tỷ đồng/xe) tương ứng tăng 35% yoy.

- Trong năm 2014, HTL được nhận khoản thưởng hơn 20 tỷ đồng từ HINO Việt Nam nhờ đạt tăng trưởng vượt bậc về sản lượng tiêu thụ và doanh thu. Tuy nhiên, trong dự phóng LNST năm 2015 chúng tôi tạm thời chưa tính khoản này vào bởi chỉ tiêu này còn phụ thuộc vào quyết định HINO Việt Nam. Vì vậy, LNST năm 2015 chúng tôi dự phóng đạt khoảng 55,7 tỷ đồng, tăng 22% yoy (so với LNST năm 2014 đã loại bỏ 20 tỷ đồng tiền thưởng từ HINO Việt Nam). Theo đó, **EPS 2015 đạt 6.968 đ, giá mục tiêu 2015 ước đạt 45.300 đ/cp** cao hơn 23% so với giá thị trường ngày 26/01/2015 (36.700 đ). Khuyến nghị **MUA**.

TMT – THEO DÕI

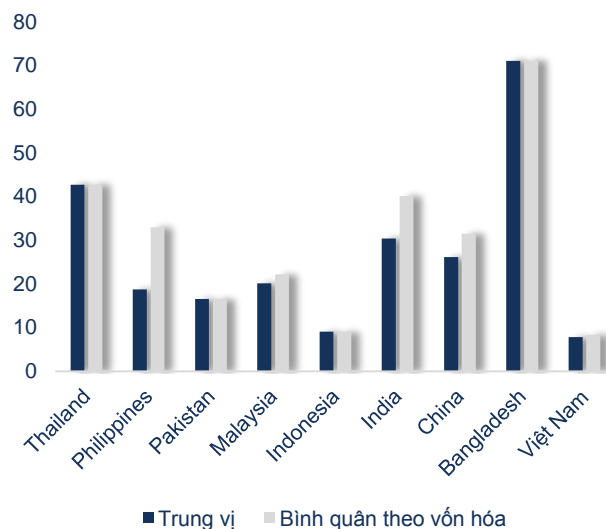
- Ô tô Cửu Long chuyên sản xuất và phân phối ô tô tải với thương hiệu TMT và Cửu Long Sinotruck, ZIBO, QZ,... Bên cạnh đó, TMT còn hợp tác với Tập đoàn TATA Ấn Độ nhằm phát triển mảng sản xuất và kinh doanh xe ô tô du lịch cỡ nhỏ thông qua hình thức chuyển giao công nghệ. Việc hợp tác với Tata là cơ sở để TMT thâm nhập thị trường ô tô. Đây là việc hiện thực hóa hướng phát triển mảng ô tô du lịch đã ấp ủ từ lâu của công ty.
- Năm 2014 vừa qua, công ty đạt sản lượng xe tiêu thụ đạt 2.914 chiếc, tăng trưởng mạnh hơn 7 lần so với mức tiêu thụ năm 2013. Theo đó, doanh thu thuần năm 2014 đạt 1.366 tỷ đồng, tăng 2,7 lần so với năm 2013. LNST công ty mẹ đạt 62,2 tỷ đồng, tăng 11,4 lần so với năm trước và cao gấp gần 3 lần so với kế hoạch.
- Cũng như các doanh nghiệp ô tô tải trong Ngành, TMT sẽ được hưởng lợi lớn từ Thông tư 06/GTVT quy định về tải trọng xe và Nghị định 107/2014/NĐ-CP về việc tăng mạnh mức phạt đối với xe chở quá tải trọng và sai tải trọng. Theo đó, ĐHCĐ thường niên năm 2015 vừa thông qua kế hoạch kinh doanh khá tích cực với sản lượng xe tiêu thụ đạt 7.892 xe, với LNST kế hoạch là 150 tỷ đồng, EPS 2015 dự kiến khoảng 4.900 đ. Với giá hiện tại thì TMT đang giao dịch với mức PE forward là 5,34x thấp hơn mức bình quân ngành là 6,5-7x.

Khuyến nghị: Với triển vọng Ngành kinh doanh ô tô khá tốt trong năm 2015 với các chính sách hỗ trợ thì việc đặt ra kế hoạch đột biến cho năm 2015 là có cơ sở. Tuy nhiên theo chúng tôi thì Nhà đầu tư cần theo dõi tiến độ bán hàng của TMT để đánh giá chính xác hơn khả năng tiêu thụ thật sự của công ty bởi thị trường hiện nay có khá nhiều dòng xe tải đang cạnh tranh khốc liệt. Thêm vào đó, cơ cấu sản phẩm tiêu thụ trong 7.900 xe vẫn chưa có thông tin rõ ràng từ TMT.

Bên cạnh đó là một rủi ro trong việc phát hành 1.500 tỷ đồng trái phiếu, cao hơn 23% so với giá trị tổng tài sản của TMT tại ngày 31/12/2014, vì vậy sẽ tạo áp lực lãi vay rất lớn cho công ty nếu phát hành thành công.

Trở lại mục lục

Diễn biến chỉ số ngành và chỉ số chung năm 2014

So sánh PE ngành giữa Việt Nam và các nước trong khu vực


Nguồn: Bloomberg, FPTS

TÌNH HÌNH NGÀNH NĂM 2014

Theo số liệu thống kê sơ bộ của Tổng cục Hải quan, trong năm 2014, tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hóa cả nước đạt hơn 298.24 tỷ USD, tăng 12.9% so với năm 2013. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt là 150.19 tỷ USD (+13.7% YoY) và 148.05 tỷ USD (+12.1% YoY). Trong đó, Hoa Kỳ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước tính đạt 28.5 tỷ USD, tăng 19.6% so với năm 2013. Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước tính đạt 43.7 tỷ USD tăng 18.2% so với năm 2013.

Các công ty khai thác cảng niêm yết trên thị trường có doanh thu tăng trưởng 3.42% và lợi nhuận hoạt động tăng trưởng 7.13% so với năm 2013. Thị trường khai thác cảng có sự khác biệt lớn giữa hai miền Bắc Nam.

Khu vực miền Bắc cụ thể là khu vực cảng Hải Phòng, tập trung nhiều công ty như DXP, DVP, VSC, GMD, Hải An cùng khai thác cảng trên sông Cấm gây ra cạnh tranh mạnh. Đồng thời, đặc điểm luồng sông không sâu nên hạn chế tàu lớn ra vào, không có dư địa tăng trưởng.

Khu vực phía Nam hiện tại đang trong tình trạng dư thừa công suất cao hơn nhiều so với miền Bắc. Tuy nhiên, tình hình khai thác cảng lại có sự phân hóa lớn giữa các công ty khai thác cảng do mật độ phân bố không tập trung dẫn đến lợi thế về vị trí, cơ sở hạ

tăng ra cảng khác nhau. Phần lớn sản lượng hàng đều thông qua cảng Cát Lái (85%) dẫn đến quá tải, trong khi Cảng Cái Mép, Hiệp Phước, Phú Hữu vẫn thừa công suất.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2015

Năm 2015, tiếp tục dựa vào chiến lược phân đầu tốc độ tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa đạt 12% năm và tốc độ tăng trưởng hàng hóa nhập khẩu duy trì thấp hơn tốc độ tăng trưởng xuất khẩu đạt 11%/năm.

Triển vọng chung của các doanh nghiệp trong ngành sẽ khả quan hơn so với năm 2015, tuy nhiên sẽ có sự phân hóa.

Tại miền Bắc, các doanh nghiệp khai thác cảng ở Chùa Vẽ, thượng lưu sông Cẩm sẽ kém khả quan do đặc điểm luồng sông cạn và hẹp, không phù hợp với xu thế tăng trưởng tải trọng tàu ra vào. Các doanh nghiệp khai thác cảng ở Đình Vũ, hạ lưu sông Cẩm có lợi thế hơn khi có khả năng đón tàu với tải trọng lớn. Tuy nhiên, tình hình cạnh tranh tại khu vực tiếp tục gay gắt khi có sự tham gia của GMD và dự án hợp tác của VSC – VIP, do đó gây ra áp lực giảm cước phí cảng.

Tại miền Nam, các cảng biển Cái Mép, Hiệp Phước vẫn trong tình trạng dư thừa công suất. Dù hệ thống cơ sở hạ tầng kết nối giữa các khu công nghiệp và cảng biển đang được xây dựng nhưng tiến hành còn chậm. Do đó, trong năm 2015, lượng hàng hóa vẫn phải chủ yếu thông qua cảng Cát Lái.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Mã CK	Giá	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức (%)		EPS (VND/cp)		P/E	
					2014	2015E	2014	2015E	2014	2015E
DVP	46.700	1.868,00	49.000	THEO DÕI	5,1%	--	5.699	6.131	8,19	7,62
TCL	34.800	728,85	40.000	THÊM	7,7%	--	4.872	5.300	7,14	6,57
PDN	35.000	432,18	40.000	THÊM	11,3%	--	3.850	4.707	9,09	7,44

DVP – THEO DÕI

Giá mục tiêu: 49.000 đ/cp

DVP là công ty hoạt động khai thác cảng tại khu vực Đình Vũ với hai cầu cảng có tổng chiều dài 425 mét. Trong năm 2015, dự báo doanh thu đạt 579,56 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 245,25 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS forward 2015 là 6.131 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá khả quan và khuyến nghị nhà đầu tư **NĂM GIỮ** cổ phiếu DVP trong dài hạn với giá mục tiêu 49.000 đồng/cp dựa vào những yếu tố hỗ trợ chính sau:

- Hoạt động kinh doanh ổn định, tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua cảng trung bình trong giai đoạn 2012 – 2014 là 13,22%/năm.
- Mở rộng hoạt động khai thác cảng bằng việc thuê một phần cảng của Tân Vũ khi Cảng Đình Vũ đã hoạt động hết công suất.
- Chuyển hướng đầu tư lĩnh vực giao nhận, kho bãi thông qua liên doanh SITC hoạt động trong KCN Đình Vũ, hoàn thiện chuỗi dịch vụ logistics.

TCL – THÊM**Giá mục tiêu: 40.000 đ/cp**

TCL là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực vận hành cảng, thực hiện xếp dỡ container trong khu vực cảng Cát Lái và chiếm 50% thị phần tại khu vực này, tương ứng 40% thị phần xếp dỡ trong container tại miền Nam. Trong năm 2015, dự báo doanh thu đạt 959,74 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 110,93 tỷ đồng, tương ứng với EPS forward 2015 là 5.300 đ/cp. Chúng tôi đánh giá khả quan và khuyến nghị nhà đầu tư THÊM cổ phiếu TCL cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn dựa vào những yếu tố hỗ trợ sau:

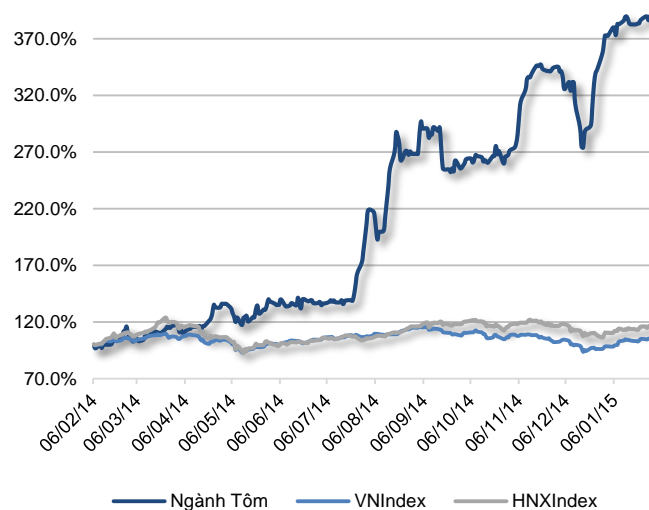
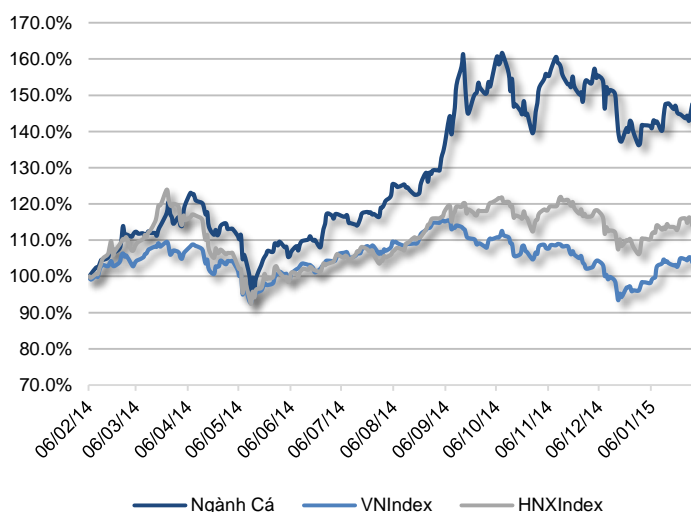
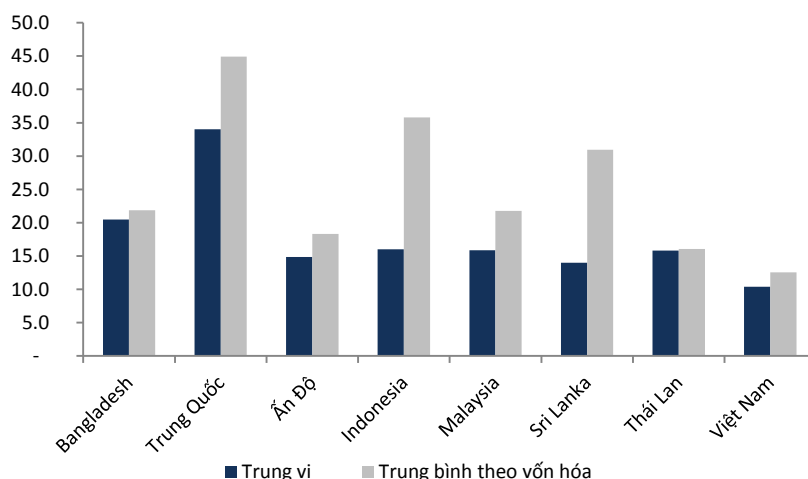
- Hoạt động khai thác cảng tại Cảng Cát Lái ổn định và tiếp tục tăng trưởng do việc thay thế các bãi container rộng để chứa container hàng, làm gia tăng đáng kể cước phí dịch vụ.
- Dự địa gia tăng sản lượng xếp dỡ container cao do TCL được Tân Cảng Sài Gòn giao lại bãi container rộng Mỹ Thủy rộng 11ha, dự kiến sẽ hoạt động hết công suất trong Q2/2015.
- Bến xếp dỡ Nhơn Trạch dự kiến tiếp tục được mở rộng lên 10ha để trở thành Cảng thông quan nội địa (ICD), đóng vai trò trung chuyển hàng hóa từ khu công nghiệp Nhơn Trạch ra cảng Cát Lái bằng đường sông.

PDN – THÊM**Giá mục tiêu: 40.000 đ/cp**

PDN là doanh nghiệp kinh doanh khai thác cảng tại khu vực Đồng Nai, với hệ thống gồm có cảng Long Bình Tân, Gò Dầu, đóng vai trò trung chuyển hàng hóa trong từ khu công nghiệp Long Thành, Biên Hòa, Nhơn Trạch ra các cảng quốc tế như Cát Lái, Hiệp Phước, SPCT, Cái Mép... Trong năm, 2015, dự báo doanh thu đạt 337,63 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 58,12 tỷ đồng, tương ứng với EPS forward 2015 là 4.700 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá khả quan và khuyến nghị nhà đầu tư THÊM cổ phiếu PDN trong dài hạn với giá mục tiêu là 40.000 đ/cp dựa vào những yếu tố hỗ trợ sau:

- Hoạt động kinh doanh ổn định, doanh thu tăng trưởng trung bình trong giai đoạn 2009 – 2014 là 27,63%/năm.
- Chuyển đổi công năng tại cảng từ khai thác hàng rời sang hàng container tạo ra tăng trưởng sản lượng xếp dỡ cao.

[Trở lại mục lục](#)

Diễn biến chỉ số ngành và chỉ số chung năm 2014

So sánh PE ngành giữa Việt Nam và các nước trong khu vực


Nguồn: Bloomberg, FPTs

TÌNH HÌNH NGÀNH THỦY SẢN NĂM 2014

Xuất khẩu thủy sản Việt Nam 2014 nhìn chung khả quan với kim ngạch xuất khẩu đạt tới 7,9 tỷ USD, tăng 1,3 tỷ USD (tương ứng 19,7%) so với năm 2013, vượt kế hoạch 1 tỷ USD. Tuy nhiên, xuất khẩu 2014 khởi sắc chủ yếu nhờ sự tăng mạnh của mặt hàng chủ lực tôm, đóng góp tới gần 4 tỷ USD, chiếm hơn 50% kim ngạch xuất khẩu. Trong khi đó, mặt hàng lớn thứ hai là cá tra tiếp tục gặp khó khăn khi kim ngạch xuất khẩu chỉ đạt khoảng 1,76 tỷ USD, gần như không tăng so với năm 2013, giảm tỷ trọng đóng góp từ 26,2% năm 2013 xuống còn 22,2% năm 2014. Xuất khẩu cá ngừ tiếp tục có một năm khó khăn, đóng góp 7% vào kim ngạch xuất khẩu thủy sản cả nước. Còn lại là mực, bạch tuộc đóng góp 6,7%, các loài hải sản khác đóng góp 13,45%.

Kim ngạch xuất khẩu một số loại thủy sản chính năm 2013

Sản phẩm	Kim ngạch xuất khẩu 2013 (triệu USD)	Kim ngạch xuất khẩu 2014 (triệu USD)	% so với 2013
Tôm	3.114	3.950	26,9%
- Tôm chân trắng	1.579	2.380	56,7%
- Tôm sú	1.329	1.380	3,8%
Cá tra	1.761	1,760	0,0%
Cá ngừ	527	484	-8,1%
Mực, bạch tuộc	448	483	7,9%

NGÀNH TÔM
Tình hình năm 2014

Xuất khẩu tôm năm 2014 tiếp tục gặp nhiều thuận lợi khi dịch bệnh EMS vẫn bùng phát mạnh ở Thái Lan, Trung Quốc, Mexico... Dịch bệnh đã làm nguồn cung tôm trên toàn cầu tiếp tục sụt giảm mạnh (cụ thể Thái Lan sản lượng 2014 tiếp tục giảm mạnh hơn 26% so với 2013), trong khi Việt Nam may mắn vẫn kiểm soát dịch bệnh tốt trong năm 2014. Điều này tạo cơ hội cho Việt Nam đẩy mạnh sản lượng tôm xuất khẩu, giá xuất khẩu bình quân vẫn tiếp tục treo ở mức cao trong hầu hết năm 2014 (khoảng 17 USD/kg trong 8T/2014) khi nguồn cung khan hiếm. Giá tôm xuất khẩu chỉ bắt đầu giảm lại từ T9/2014 và đến cuối T12/2014 chỉ còn khoảng 13,5 USD/kg). Vì vậy, kim ngạch xuất khẩu tôm năm 2014 đã tăng khoảng 26,9% so với năm 2013.

Sản lượng và kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ cải thiện mạnh trong năm 2014 với mức tăng khoảng 28% về kim ngạch xuất khẩu. Đặc biệt, xuất khẩu tăng mạnh trong 9T/2014 khi sản lượng của Thái Lan (nước xuất khẩu tôm lớn nhất cho Mỹ năm 2012 trở về trước) xuất khẩu vào Mỹ giảm mạnh. Tuy nhiên, từ cuối tháng 09/2014, xuất khẩu tôm của Việt Nam vào Mỹ giảm khá mạnh sau khi mức thuế CBPG POR 8 cho các doanh nghiệp tôm Việt Nam bị áp khá cao (5,98% cho Minh Phú, 9,75% cho Stapimex và 6,37% cho các doanh nghiệp khác); trong khi các nước đối thủ của Việt Nam phải chịu mức thuế thấp hơn nhiều như Indonesia 0%; Thái Lan 1,1%; Ấn Độ 1,97%-3,01%.

Xuất khẩu sang Nhật suy giảm trong giai đoạn giữa năm 2014 do giá cao và đồng Yen mất giá nhưng đã phục hồi trở lại trong những tháng cuối năm 2014. Tổng kết kim ngạch xuất khẩu tôm sang Nhật năm 2014 vẫn tăng 4,9% so với 2013

Thị trường EU khởi sắc mạnh khi tôm Việt Nam được thay thế 1 phần bởi sự suy giảm sản lượng ở các quốc gia bị dịch bệnh. Ngoài ra, Thái Lan bắt đầu bị tăng thuế GSP đối với tôm nguyên liệu lên 15% đã tạo cơ hội cho Việt Nam gia tăng mạnh xuất khẩu sang EU. Kim ngạch xuất khẩu sang EU 2014 tăng mạnh tới 70% so với 2013.

Tình trạng thiếu hụt tôm nguyên liệu trong nước như năm 2013 đã giảm đáng kể do dịch bệnh EMS đã được khắc phục khá tốt và tình trạng cạnh tranh thu mua tôm nguyên liệu từ thương lái Trung Quốc đã giảm đáng kể.

Triển vọng Ngành năm 2015

Giá tôm xuất khẩu bình quân trên thế giới nhiều khả năng sẽ tiếp tục đà giảm nổi tiếp từ cuối 2014 xuống vùng khoảng 12 USD/kg khi dịch bệnh EMS ở Thái Lan, Trung Quốc, Mexico... đã phần nào được kiểm soát, trong khi sản lượng tôm Ấn Độ được kỳ vọng sẽ tiếp tục dồi dào. Theo đó, giá tôm nguyên liệu trong nước nhiều khả năng cũng sẽ tiếp tục giảm dần trong năm 2015. Tuy nhiên, việc suy giảm ở giá tôm sẽ tập trung

chủ yếu ở tôm thẻ chân trắng, trong khi tôm sú dự kiến sẽ khó có thể giảm mạnh do sự phục hồi nguồn cung tôm của các nước chủ yếu là tôm thẻ chân trắng.

Xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam sẽ gặp nhiều khó khăn khi thuế CBPG POR 8 đã bị đánh khá cao (5,98% cho Minh Phú, 9,75% cho Stapimex và 6,37% cho các doanh nghiệp khác), các nhà nhập khẩu sẽ chuyển dịch 1 phần sang mua tôm của các nước có mức thuế thấp hơn như Thái Lan, Indonesia, Ấn Độ. Tuy nhiên, trong quyết định sơ bộ của POR 9, mức thuế CBPG cho các doanh nghiệp tôm Việt Nam đã giảm mạnh (MPC là 1,5%, Thuận Phước 1,06% và FMC là 0%, các bị đơn tự nguyện khác chịu mức thuế là 0,93%), nếu kết quả chính thức được vẫn được giữ nguyên ở mức này thì cơ hội để doanh nghiệp tôm Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu vào Mỹ trong 2 quý cuối năm 2015 vẫn rộng mở.

Xuất khẩu sang EU sẽ có nhiều khả quan khi Thái Lan tiếp tục bị đánh thuế cao từ 15-20% (cho cả tôm nguyên liệu và tôm chế biến) do không còn được hưởng ưu đãi GSP. Kỳ vọng sự chuyển dịch xuất khẩu sang EU từ Mỹ vẫn sẽ giúp một số doanh nghiệp tăng trưởng sản lượng xuất khẩu năm 2015 so với năm 2014.

Thị trường Nhật dự kiến sẽ cải thiện nhu cầu tiêu thụ trở lại khi giá tôm đã giảm nhiều so với mức giá cao của năm 2014. Qua đó, kim ngạch xuất khẩu sang Nhật dự kiến sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2015.

Nhiều doanh nghiệp tôm nhỏ và vừa sẽ tiếp tục bị đào thải do tình hình tài chính yếu kém, không có ưu thế trong việc thu mua tôm nguyên liệu và mạng lưới khách hàng hạn chế. Trong khi đó, các doanh nghiệp lớn đầu ngành sẽ tiếp tục chiếm ưu thế và gia tăng thị phần từ các doanh nghiệp nhỏ.

NGÀNH CÁ TRA

Tình hình năm 2014

Xuất khẩu cá tra năm 2014 gặp nhiều khó khăn khi 2 thị trường chủ lực là Mỹ và EU gặp nhiều khó khăn, nhờ sự gia tăng mạnh ở các thị trường Châu Á, Nam Mỹ mà kim ngạch xuất khẩu toàn ngành không bị giảm trong năm 2014, đạt 1,76 tỷ USD bằng năm 2013. Giá xuất khẩu ở hầu hết các thị trường năm 2014 gần như không cải thiện và vẫn linh xính ở vùng đáy trong 2 năm qua (riêng thị trường Mỹ giá xuất khẩu có cải thiện nhẹ khoảng 4% so với bình quân năm 2013).

Xuất khẩu sang EU tiếp tục suy yếu trong tình cảnh nền kinh tế EU gặp khó khăn, kim ngạch xuất khẩu sang EU năm 2014 đã giảm khoảng 10,7% so với 2013. Các phân khúc cao cấp ở Đức, Hà Lan, Anh hay phân khúc bình dân Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha, Ý đều giảm so với 2013.

Xuất khẩu sang Mỹ 2014 đã bị giảm 11,5% sau nhiều năm tăng trưởng mạnh, do Mỹ chính thức áp mức thuế CBPG POR 9 cao cho hầu hết các doanh nghiệp khiến nhiều doanh nghiệp chấp nhận ngừng xuất khẩu vào Mỹ. Vì vậy, còn lại 3-4 doanh nghiệp được hưởng thuế CBPG thấp (như Vĩnh Hoàn) đã tận dụng cơ hội để đẩy mạnh xuất khẩu vào Mỹ. Do lượng cung vào Mỹ giảm mạnh nên giá xuất khẩu đã tăng nhẹ trở lại khoảng 4% so với 2013.

Các thị trường khác như Nam Mỹ, Châu Á tình hình xuất khẩu năm 2014 rất khả quan với kim ngạch xuất khẩu tăng mạnh như Mexico tăng 17,1%, Trung Quốc tăng 24,2%, Colombia tăng 19,2%.

Thị trường Nga có sự trỗi dậy lớn trong năm khi Nga đã ra lệnh cấm nhập khẩu cá tra Việt Nam từ cuối tháng 01/2014. Đến khoảng giữa tháng 08/2014, Nga mới mở cửa trở

lại cho 5 doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam. Điều này giúp xuất khẩu cá tra Việt Nam vào Nga hồi phục mạnh trở lại từ đầu tháng 09/2014, tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu chỉ tập trung chủ yếu vào doanh nghiệp xuất khẩu lớn là Hùng Vương.

Nhiều doanh nghiệp bị đào thải do quy mô nhỏ, tiềm lực tài chính yếu, không đầu tư cho vùng nuôi, nên không có nguyên liệu để chế biến. Vì vậy, sản lượng xuất khẩu đã dịch chuyển phần lớn vào các doanh nghiệp lớn đầu ngành có đầu tư vùng nuôi bài bản.

Triển vọng Ngành năm 2015

Nghị định 36/2014/NĐ-CP đã chính thức có hiệu lực từ đầu năm 2015, nhưng hai quy định quan trọng nhất là quy định về hàm lượng độ ẩm 83% và tỷ lệ mạ băng 10% đã được tạm hoãn đến hết ngày 31/12/2015 để các doanh nghiệp có thêm thời gian chuẩn bị. Nhìn chung, nghị định này là bước đi cần thiết để chấn chỉnh lại ngành cá tra cả nước, tạo cơ sở phát triển lâu dài cho “con cá tra” từ năm 2015.

Mỹ đã chính thức áp thuế Chống bán phá giá POR 10 với mức cao 0,97 USD/kg cho 23 doanh nghiệp (trong đó có những doanh nghiệp cá tra lớn đang niêm yết như Nam Việt – ANV, Hùng Vương – HVG, Đầu tư và Phát Triển Đa Quốc Gia – IDI, Cửu Long An Giang – ACL). Vĩnh Hoàn – VHC và Biển Đông tiếp tục nhận được mức thuế thấp 0,03% và 0% và sẽ được giữ ở mức này đến năm 2017. Ngoài ra, còn 4 doanh nghiệp nữa (chưa niêm yết) không bị áp thuế trong POR 10 này do không xuất khẩu sang Mỹ trong giai đoạn trên. Kết quả POR 10 này đã chính thức khép lại hoàn toàn cánh cửa xuất khẩu sang Mỹ cho phần lớn các doanh nghiệp cá tra Việt Nam, xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Mỹ trong 2015 dự kiến sẽ tiếp tục giảm nhẹ so với 2014. Tuy nhiên, những doanh nghiệp được hưởng thuế thấp sẽ có nhiều cơ hội đẩy mạnh xuất khẩu vào Mỹ trong 2015 này, đặc biệt là Vĩnh Hoàn, doanh nghiệp xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam vốn đã rất mạnh ở thị trường Mỹ. Giá xuất khẩu bình quân vào Mỹ nhiều khả năng sẽ tiếp tục cải thiện nhẹ so với bình quân năm 2014.

Xuất khẩu sang thị trường EU dự kiến sẽ chưa thể cải thiện trong năm 2015 khi nền kinh tế các nước EU vẫn còn ảm đạm. Ngoài ra, xu hướng mất giá của đồng EUR sẽ phần nào gây khó khăn cho các doanh nghiệp cá tra khi một số nhà nhập khẩu yêu cầu thanh toán bằng đồng EUR.

Các thị trường khác ở Nam Mỹ (Mexico, Colombia...) và Châu Á (ASEAN, Trung Quốc...) dự báo tình hình xuất khẩu sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2015 khi nhu cầu tiêu thụ ở các thị trường này còn rất lớn do chất lượng và giá cá tra phù hợp với mức thu nhập của người dân ở các nước này.

Nguồn cá tra nguyên liệu cho toàn ngành nhiều khả năng sẽ tiếp tục bị thiếu hụt do phần lớn nông dân đã bỏ nuôi từ năm 2014. Sản lượng nuôi trồng của cả nước phần lớn sẽ tập trung vào các doanh nghiệp lớn. Vì vậy, những doanh nghiệp nhỏ không có vùng nuôi nhiều khả năng sẽ bị đào thải và các doanh nghiệp lớn sẽ tiếp tục gia tăng thị phần bị mất từ các doanh nghiệp nhỏ.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	30/01/2015	(Tỷ đồng)	(đồng)		2014F	2015F	2014	2015F	2014	2015F
FMC	23.200 (*)	494	32.000	MUA	6,1%	6,1%	4.379	3.901	5,64	6,33
VHC	43.500	4.020	55.000	MUA	3,4%	-	4.462	5.335	9,75	8,15

(*): Giá đã điều chỉnh cổ tức 15%

FMC – MUA**Giá mục tiêu: 32.000 đ/cp**

Kết quả kinh doanh 2014 tốt nhất từ trước đến nay do sự thuận lợi của ngành tôm và khả năng dự trữ nguyên liệu hợp lý của doanh nghiệp.

Giá tôm xuất khẩu 2015 dự báo sẽ giảm so với 2014 nhưng dự kiến không làm suy giảm biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp do giá tôm nguyên liệu cũng sẽ giảm tương ứng. Uy tín trong ngành cao, nên có nhiều lợi thế trong việc thu mua tôm nguyên liệu, cùng với đó, năm 2015 sẽ được Hùng Vương hỗ trợ về công suất kho lạnh để trữ tôm nguyên liệu trong những thời điểm giá rẻ.

Xuất khẩu sang Mỹ sẽ gặp khó trong 2015 khi FMC bị thuế CBPG POR 8 khá cao 6,37%, nên sản lượng xuất khẩu sang Mỹ năm 2015 dự kiến giảm khoảng 20% so với 2014. Trong khi đó, xuất khẩu sang EU năm 2015 sẽ khả quan hơn 2014 do Thái Lan bị đánh thuế cao ở EU, trong khi FMC đã có mạng lưới khách hàng lớn ở EU để tận dụng sự suy giảm này từ Thái Lan. Tổng hợp lại, sự dịch chuyển xuất khẩu 1 phần từ Mỹ sang EU kỳ vọng vẫn giúp sản lượng xuất khẩu tôm của FMC năm 2015 tăng khoảng 30% so với năm 2014.

Trong quyết định sơ bộ mức thuế CBPG POR 9, FMC được hưởng mức thấp nhất 0%. Nếu kết quả chính thức vào khoảng tháng 7-8/2015, mức thuế 0% này được giữ nguyên thì FMC sẽ có nhiều cơ hội để đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ trong hai quý cuối năm 2015.

Dự kiến kim ngạch xuất khẩu năm 2015 đạt 165 triệu USD, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2015 sẽ đạt lần lượt 3.570 tỷ đồng và 78 tỷ đồng, EPS 2015 đạt 3.901 đ/cp.

VHC – MUA**Giá mục tiêu: 55.000 đ/cp**

Kết quả kinh doanh 2014 tốt nhất từ trước đến nay khi công ty ngày càng thể hiện vị thế nổi trội của một doanh nghiệp đầu ngành. Hoạt động xuất khẩu sang Mỹ đã cải thiện mạnh khi nhiều doanh nghiệp khác không còn được xuất khẩu sang Mỹ do thuế CBPG POR 9 ở mức cao, trong khi VHC chỉ bị 0 USD/kg. Ngoài ra, giá xuất khẩu cải thiện nhẹ ở Mỹ cũng là nguyên nhân chính giúp doanh thu và lợi nhuận tăng cao.

Thuế CBPG POR 10 ở mức 0,03% tiếp tục tạo điều kiện để công ty tăng tốc xuất khẩu vào Mỹ trong năm 2015. Mức thuế này sẽ được hưởng tới năm 2017

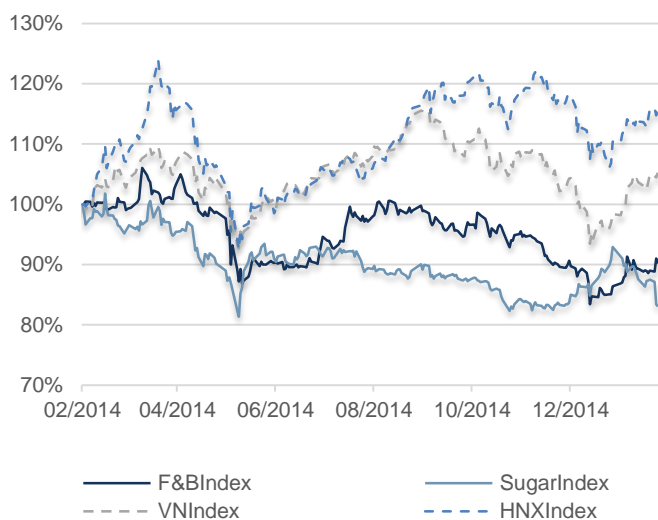
Xuất khẩu sang EU dự kiến sẽ tiếp tục duy trì ổn định khi sản phẩm của Vĩnh Hoàn tập trung vào phân khúc cá tra giá cao ở các nước Đức, Anh, Thụy Sĩ, Hà Lan... bất chấp tình hình chung ở EU còn khó khăn.

Việc mua lại Vạn Đức Tiền Giang và sắp tới sẽ mua thêm hoặc tự đầu tư thêm nhà máy sẽ giúp công suất của công ty cải thiện mạnh lên mức 600 tấn nguyên liệu/ngày từ mức 450 tấn nguyên liệu/ngày, đáp ứng nhu cầu sản xuất cho các đơn đặt hàng ngày càng gia tăng. Ngoài ra, vùng nuôi hiện tại của công ty đáp ứng bình quân 60-70% nhu cầu nguyên liệu (có đầy đủ các chứng chỉ như ASC, GlobalGap, BAP theo yêu cầu của các nước nhập khẩu).

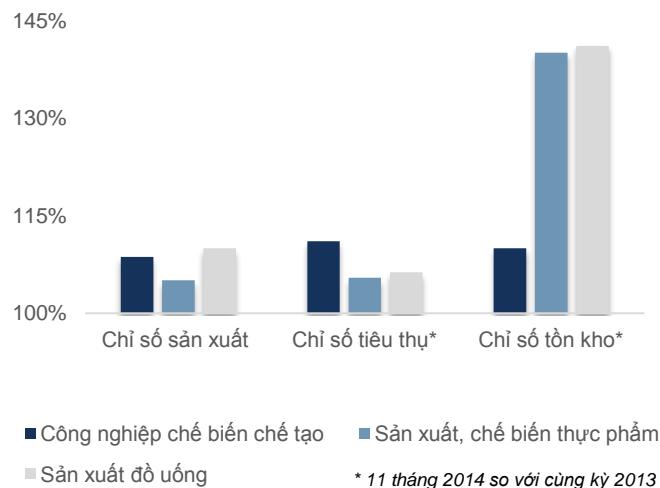
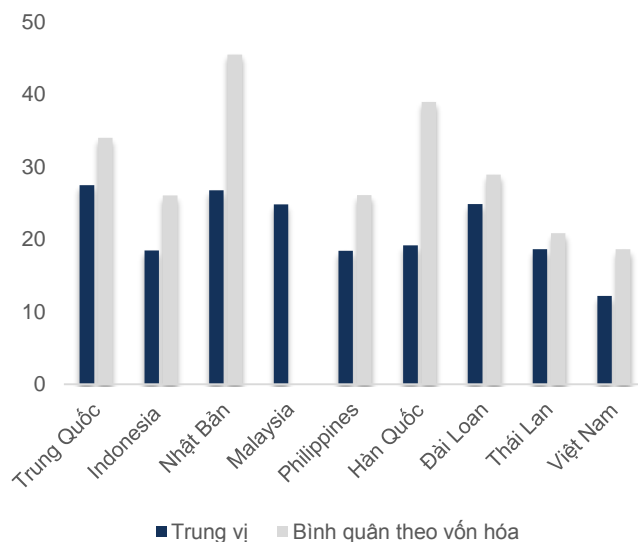
Nhà máy Collagen đã hoàn thành và bắt đầu sản xuất từ đầu năm 2015, lợi nhuận sau thuế từ nhà máy Collagen dự kiến sẽ đạt 30 tỷ trong năm 2015

Dự kiến kim ngạch xuất khẩu cá tra năm 2015 đạt 244 triệu USD, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2015 sẽ đạt lần lượt 7.244 tỷ đồng và 536 tỷ đồng, EPS 2015 đạt 5.335

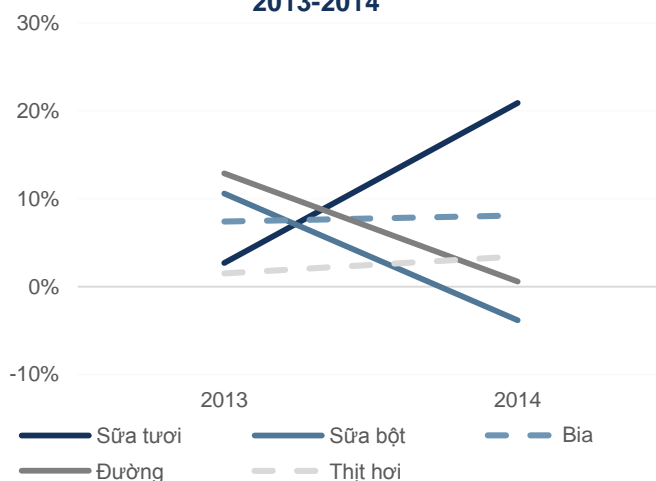
[Trở lại mục lục](#)

Diễn biến các chỉ số ngành và chỉ số chung năm 2014


* F&B Index: không bao gồm các cổ phiếu ngành thủy sản

Các chỉ số công nghiệp, so sánh năm 2014 với năm 2013

So sánh PE ngành giữa Việt Nam và các nước trong khu vực


Nguồn: Bloomberg, FPTs

Tăng trưởng sản lượng một số mặt hàng, 2013-2014


Nguồn: Tổng cục thống kê; FPTs

TỔNG QUAN NGÀNH NĂM 2014

▪ Tỷ suất sinh lợi kém nếu đầu tư vào ngành thực phẩm – đồ uống

Chỉ số tổng hợp các doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong ngành thực phẩm – đồ uống (F&B Index, Sugar Index) kém hiệu quả hơn nhiều so với chỉ số chung của toàn thị trường (VN-Index, HNX Index) trong cả năm 2014. Điều này đã được chứng tỏ

dự báo trước trong báo cáo triển vọng năm 2014, với lý do “cổ phiếu nhóm ngành này ít mang tính chu kỳ nên thường được ưa thích trong giai đoạn suy thoái của thị trường. Với tâm lý thị trường lạc quan hơn trong năm 2014, nhóm cổ phiếu ngành này trở nên kém hấp dẫn”. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành năm 2014 cũng không thực sự ấn tượng, đặc biệt là các công ty mía đường khi thị trường nội địa vẫn kéo dài tình trạng dư cung.

- **Tăng trưởng sản lượng thấp do nhu cầu yếu**

Năm 2014, tổng mức bán lẻ lương thực, thực phẩm chỉ tăng 1,7%, rất thấp so với mức tăng 11,3% của doanh số bán lẻ hàng hóa cả nước. Chỉ số tiêu thụ thực phẩm và đồ uống 11 tháng năm 2014 đạt mức tăng lần lượt 5,5% và 6,3% so với mức tăng trưởng 11,1% của toàn ngành chế biến, chế tạo. Các doanh nghiệp đầu ngành mà chúng tôi có cơ hội nghiên cứu, tiếp xúc đều cho thấy vấn đề sức cầu yếu đối với các mặt hàng thực phẩm, đồ uống đã gây ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động của họ trong năm vừa qua. Có những doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng doanh thu tốt trên 2 con số thì đổi lại phải hy sinh bớt lợi nhuận để đẩy mạnh hoạt động quảng cáo, khuyến mãi. Chúng tôi cũng đã đề cập đến vấn đề này trong báo cáo năm trước, khi “sức mua yếu trong sân chơi nhiều đối thủ cạnh tranh là động lực chính buộc các doanh nghiệp phải gia tăng chi phí SG&A”.

- **Tăng trưởng của các doanh nghiệp đầu ngành không thực sự ấn tượng**

Chúng tôi điểm qua con số ước tính tăng trưởng doanh thu năm 2014 của một số doanh nghiệp đầu ngành như sau: Vinamilk (+15,4% yoy), Đường Quảng Ngãi (+15% yoy), Kinh Đô (khoảng +9,3% yoy), Vissan (+6,4% yoy), Sabeco (+4% yoy) và Habeco (+4,5% yoy).

- **Hoạt động M&A là tâm điểm của ngành**

Kinh Đô (KDC) công bố kế hoạch và lộ trình chuyển nhượng hoàn toàn mảng kinh doanh bánh kẹo của mình cho Mondelez với giá trị lên đến gần 10.000 tỷ nếu hoàn tất (tương đương với P/E là 24,5x, rất cao so với mức P/E bình quân hiện tại của ngành), đồng thời chuyển hướng kinh doanh sang dầu ăn, cà phê và mì ăn liền bằng cách mua lại 51% tại Vocarimex, 60% tại Phin Deli và hợp tác với Saigon Vewong theo hình thức OEM. Masan Consumer cũng công bố đã mua được 32,8% cổ phần của Công ty Cholimex Foods - đối thủ trực tiếp của mình trên thị trường tương ớt, đồng thời hoàn tất thương vụ thu tóm Bia Phú Yên và bắt đầu chiến dịch thâm nhập thị trường bia. Chúng tôi cũng nhận được thông tin về việc TH Milk đã mua lại Dalat Milk - một doanh nghiệp sữa thanh trùng quy mô tương đối nhỏ nhưng khá nổi tiếng về thương hiệu và chất lượng – đồng thời cũng từng là đối tượng trong tầm ngắm của Vinamilk (VNM). Trong một khía cạnh khác, các doanh nghiệp ngành đường thuộc tập đoàn Thành Thành Công cũng tiến hành sáp nhập lẫn nhau (SBT và SEC, BHS và NHS) để nâng cao khả năng cạnh tranh trong điều kiện thị trường vẫn còn khó khăn kéo dài.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2015

- **Hoạt động M&A được kì vọng sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong năm 2015.**

Chúng tôi được biết rằng có ít nhất 05 đối tác mong muốn trở thành cổ đông chiến lược của Sabeco – nhà sản xuất bia lớn nhất thị trường nội địa, mà trong đó ThaiBev là cái tên nổi bật nhất. KDC dường như đã chốt xong thương vụ với một công ty đồ uống nội địa. Chúng tôi cũng chờ đợi những thương vụ tiếp theo của Masan (MSN) – một doanh nghiệp gần gũi với một quỹ niêm yết chuyên đầu tư PE. Habeco hay chính công ty con của mình, Halico cũng là những cái tên được đồn đoán trên thị trường sẽ có thể trở thành đối tượng bị thôn tóm.

- **Gỡ bỏ trần quảng cáo 15% tạo điều kiện cho doanh nghiệp đẩy mạnh tiêu thụ**

Trước đây chi phí quảng cáo, tiếp thị, khuyến mãi được áp trần 15% trên tổng chi phí hợp lý được khấu trừ. Hiện tại quy định này đã được gỡ bỏ, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nói chung và các nhà sản xuất thực phẩm, đồ uống nói riêng chủ động các chi phí, đồng thời có thêm điều kiện tăng cường quảng bá hình ảnh và thương hiệu, đẩy mạnh tiêu thụ và chiếm lĩnh thị trường. Chúng tôi cho rằng trong năm 2015, xu hướng gia tăng chi phí SG&A sẽ tiếp tục kéo dài tại các doanh nghiệp trong ngành để đối phó với sức cạnh tranh đang ngày một gia tăng.

- **Áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các hiệp định thương mại**

Cạnh tranh là câu chuyện không mới trong ngành thực phẩm và đồ uống bởi tiềm năng lớn của một thị trường 90 triệu dân đang sở hữu cơ cấu dân số vàng. Chúng tôi nhận thấy rủi ro cạnh tranh cho những nhà sản xuất nội địa sẽ còn gia tăng hơn nữa trong những năm sắp tới bởi lộ trình cắt giảm thuế mà Việt Nam đã cam kết trong các hiệp định thương mại. Từ ngày 01/01/2015 trở đi, theo cam kết với ATIGA, Việt Nam đã thực hiện cắt giảm thêm 1.715 dòng thuế về 0% (trước đó là 5%), trong đó có các nhóm hàng thuộc ngành nông nghiệp, nông sản (thủy hải sản, thịt gia súc, gia cầm). Ngoài ra, những hiệp định thương mại khác như ACFTA, AIFTA, AKFTA, AANZFTA cũng đưa ra những lộ trình miễn và giảm thuế nhập khẩu kể từ 2015 đến 2018 đối với hàng loạt mặt hàng, trong đó có nhóm các mặt hàng thủy sản, thịt gia súc, gia cầm, bánh kẹo, sữa và chế phẩm sữa, dầu mỡ động thực vật, rau quả, chè, cà phê, kem.

Chúng tôi cũng lưu ý, đối với mặt hàng đường, thuế suất nhập khẩu 5% và hạn ngạch nhập khẩu vẫn còn được Chính phủ duy trì ít nhất là cho đến năm 2018, chứ không phải bị gỡ bỏ từ 2015 như truyền thông trước đây vẫn đăng tải. Điều này giúp các doanh nghiệp mía đường nội địa giảm bớt được áp lực cạnh tranh từ đường ngoại và có thêm thời gian để cải thiện hiệu quả. Tuy nhiên, vấn đề lớn nhất trong năm tới của ngành đường vẫn là tình trạng dư cung kéo dài. Con số tồn kho cuối vụ 2014-2015 mà Hiệp hội Mía đường ước tính lên đến hơn 700.000 ngàn tấn so với tồn kho đầu vụ (tháng 08/2014) khoảng 415.000 tấn đường.

- **Xu hướng giảm giá mạnh các loại hàng hóa sẽ gây những tác động trái ngược lên các doanh nghiệp nội địa.**

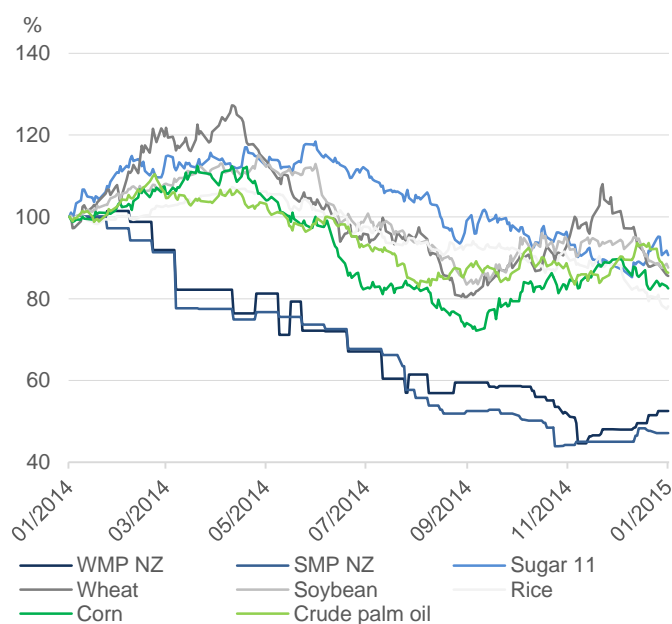
Chỉ số Bloomberg Commodity Index tổng hợp 22 loại thương phẩm nông nghiệp, kim loại và năng lượng giảm xuống mức xấp xỉ 100.8 điểm. Giá dầu giảm mạnh kéo theo sự sụt giảm giá cả các loại nguyên vật liệu, dư thừa nguồn cung các loại ngũ cốc, sản xuất toàn cầu tăng trưởng chậm lại gây ảnh hưởng đến nhu cầu đối với kim loại

là những nguyên nhân chính khiến chỉ số này tụt xuống mức thấp nhất kể từ tháng 11/2002.

Chúng tôi kỳ vọng rằng, giá cả các loại hàng hóa nói chung sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2015 dựa trên ít nhất 3 lý do: (1) tình trạng thặng dư cung một số loại ngũ cốc chính vẫn còn tiếp diễn (bột mì, bắp, gạo, lúa mạch); (2) sức cầu yếu từ Trung Quốc và Châu Âu; và (3) sự tăng giá của đồng đô so với các đồng tiền chính khác.

Về các doanh nghiệp nội địa, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hóa rõ nét trong hiệu quả hoạt động. Những doanh nghiệp chế biến thực phẩm – đồ uống có cơ hội cải thiện đáng kể biên lãi gộp khi giá nguyên vật liệu đầu vào đã giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước (bột sữa WMP, SMP, bột mì, đường, bắp, đậu tương, dầu cọ) trong khi ngược lại những doanh nghiệp chế biến nông sản sẽ gặp phải những tác động tiêu cực lên hoạt động sản xuất.

Diễn biến giá các loại hàng hóa nông sản trên thị trường quốc tế, 2014



Chỉ số Bloomberg Commodity Index, 2004-2014



Nguồn: Bloomberg; FPTs

▪ **Sức mua được kì vọng sẽ cải thiện tốt hơn**

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ xã hội trong năm 2014 sau khi loại bỏ yếu tố giá ước tăng 6,5%, tuy có cao hơn so với 3 năm trước đó (2011: 4,7%, 2012: 6,2% và 2013: 5,6%) nhưng vẫn chưa thật sự như mong đợi. Chúng tôi cho rằng năm 2015 bức tranh sẽ trở nên sáng sủa hơn. Giá hàng hóa thế giới tiếp tục giảm, kết hợp với mặt bằng lãi suất thấp và môi trường vĩ mô tốt hơn sẽ tạo điều kiện cắt giảm chi phí sản xuất, gây dựng niềm tin cho doanh nghiệp và cá thể. Lạm phát trong năm 2014 chỉ 1,8%, thấp nhất trong 15 năm qua, được kỳ vọng sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng của dân chúng năm 2015.

CƠ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	26/01/2015	(Tỷ đồng)	(đồng)		2014	2015F	2014	2015F	2014	2015F
VNM	99.500	99.563	128.000	MUA	2,8%	3,6%	6.067	7.284	16,3	13,7
WSB	32.500	471	54.500	MUA	7,5%	8,7%	6.466	6.827	5,0	4,8

VNM - MUA
Giá mục tiêu: 128.000 đ/cp

Trong năm 2014, hoạt động kinh doanh của VNM có những mảng sáng tối đan xen nhau. Về tiêu cực, có thể điểm qua một số vấn đề: (1) Thị trường xuất khẩu gặp khó do bất ổn chính trị ở Iraq; (2) Khấu hao tăng do khấu hao nguyên năm cho hai siêu nhà máy và (3) Chính sách áp trần đối với các sản phẩm sữa dành cho trẻ em dưới 6 tuổi kể từ 01/06. Bên cạnh đó là những tín hiệu khả quan như: (1) doanh thu hợp nhất từ hoạt động xuất khẩu tăng trưởng tốt nhờ Driftwood, (2) tăng trưởng thị phần ngành hàng sữa nước từ 48,7% tháng 8/2013 lên 51,3% tháng 7/2014, theo thống kê của AC Nielsen và (3) tăng trưởng số điểm bán hàng lên 230.000 điểm khắp cả nước. Doanh thu năm 2014 đạt 35.704 tỷ đồng (+15,4% yoy), lợi nhuận sau thuế ước đạt 6.068 tỷ đồng (-7,1% yoy).

Triển vọng rõ ràng nhất cho VNM trong năm 2015 chính là việc giá bột sữa nguyên liệu trên thị trường thế giới đã và đang kéo dài xu hướng giảm rất mạnh kể từ đầu năm 2014. Trong những tháng đầu năm 2014, việc giá sữa quốc tế neo ở mức cao kết hợp với xu hướng giảm giá của thức ăn chăn nuôi khiến nguồn cung sữa và các sản phẩm sữa toàn cầu cho cả năm này tăng trưởng đến 3,9% so với năm 2013 (theo USDA). Tuy nhiên, việc Nga áp lệnh cấm nhập khẩu thực phẩm từ EU (khu vực xuất khẩu sữa lớn nhất thế giới) và nhu cầu nhập khẩu WMP giảm sút từ phía Trung Quốc đã tạo áp lực lớn làm giảm giá mạnh mẽ các loại sữa nguyên liệu quốc tế. Trong khi chúng tôi cho rằng lệnh cấm của Nga sẽ không bị dỡ bỏ ít nhất cho đến Q2/2015 và nhu cầu từ phía Trung Quốc đối với WMP được dự báo sẽ giảm 12% trong năm 2015 (theo USDA), chúng tôi kì vọng VNM trong việc chốt giá bột sữa nguyên liệu đầu vào (SMP, WMP) ở mức dưới 3.000 USD/tấn (so với mức trung bình khoảng 4.000-4.300 USD/tấn năm 2014). Từ đó làm cơ sở để doanh nghiệp có thể cải thiện đáng kể biên lãi gộp cho cả năm 2015.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VNM tăng trưởng ở mức 10,2% trong năm 2015 chủ yếu đến từ việc gia tăng sản lượng, trong khi biên lãi gộp ước đạt 38,65% so với mức 35,2% của năm 2014. Doanh nghiệp cho biết sẽ chủ động gia tăng các hoạt động thúc đẩy bán hàng ngay từ đầu năm 2015, khiến chi phí SG&A sẽ tiếp tục tăng cao trong năm này.

WSB - MUA
Giá mục tiêu: 54.500 đ/cp

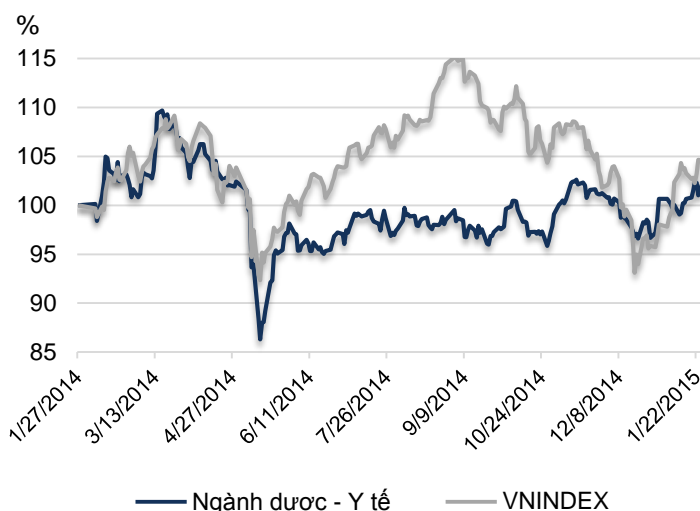
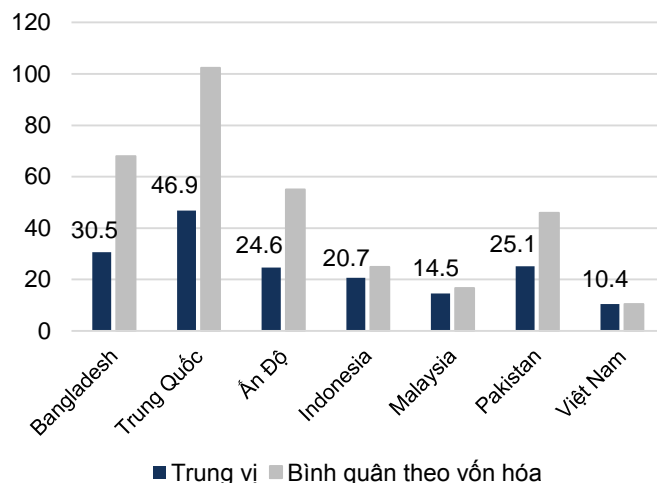
CTCP Bia Sài Gòn – Miền Tây, niêm yết trên sàn UPCOM là một doanh nghiệp sản xuất bia có quy mô tương đối nhỏ nhưng hoạt động rất hiệu quả trong năm 2014 và tiềm năng tăng trưởng còn cao hơn nữa trong năm 2015 thông qua việc gia tăng năng lực sản xuất. Có thể tóm gọn lại những lợi thế, tiềm năng và rủi ro của WSB như sau:

- Thị trường phía Nam sông Hậu rộng lớn và giàu tiềm năng, có văn hóa bia rượu rõ nét và phù hợp với phân khúc phổ thông. Thương hiệu bia Sài Gòn có thể mạnh lâu

đòi với 139 năm tồn tại và phát triển, dòng sản phẩm đa dạng ở từ phổ thông đến cao cấp.

- Tổng công suất thiết kế hiện tại lớn nhất trong khu vực, đạt 100 triệu lít/năm. Có khả năng sản xuất đa dạng các loại bia lon, bia chai để linh động với thị hiếu, thị trường. Có khả năng chuyển đổi danh mục sản phẩm sang các phân khúc cao cấp hơn.
- Hưởng lợi lớn do mức thuế thu nhập doanh nghiệp thực tế rất thấp (2014F: 6,8%; 2015F: 8,7%, 03 năm tiếp theo dao động từ 7-10%). Lãi suất cho vay trung, dài hạn để đầu tư nhà máy ở mức thấp so với mặt bằng chung hiện nay, vào khoảng 7-8,5%/năm.
- Đầu vào nguyên vật liệu chính và đầu ra tiêu thụ được đảm bảo bởi Sabeco, tuy nhiên điều này cũng dẫn đến những rủi ro trong dài hạn do doanh nghiệp không có tính độc lập tương đối trong hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Rủi ro trong ngắn và trung hạn là lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt lên mức 65% vào 2018 và cắt giảm thuế nhập khẩu theo cam kết trong các Hiệp định FTA, đặc biệt là TPP.
- Năm 2014, WSB đạt tổng doanh thu 1.259 tỷ đồng (+120,6% yoy) và lợi nhuận sau thuế 94 tỷ đồng (+60,1% yoy). Năm 2015, chúng tôi kỳ vọng việc mở rộng sản xuất cả bia chai lẫn bia lon sẽ giúp WSB đạt mức tổng doanh thu 1.647 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế ước đạt 99 tỷ đồng.

[Trở lại mục lục](#)

Diễn biến Ngành năm 2014

So sánh PE Ngành theo khu vực


Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

TÌNH HÌNH NGÀNH DƯỢC NĂM 2014

- Ảnh hưởng rộng khắp của thông tư 36 và thông tư 37 của Bộ Y tế, khiến doanh thu từ kênh điều trị (ETC) của hầu hết các doanh nghiệp dược phẩm giảm đáng kể so với năm 2013.
- Chính sách đầu thầu thuốc vào bệnh viện vẫn chưa giải quyết được vấn đề về giá và chất lượng thuốc cho người bệnh.
- Các doanh nghiệp trong ngành chuyển hướng sang phát triển kênh thương mại (OTC) khiến mức độ cạnh tranh trong kênh này càng trở nên khốc liệt.

TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC NĂM 2015

Thuận lợi:

- Nhu cầu tiêu dùng thuốc ngày càng tăng do người dân Việt Nam đã bắt đầu quan tâm nhiều hơn đến sức khỏe bản thân và gia đình
- Mặt bằng chất lượng thuốc trong kênh OTC của Việt Nam tăng dần do nhận thức và yêu cầu ngày càng cao của người tiêu dùng.
- Nhóm thuốc chất lượng cao và giá hợp lý sẽ là phân khúc cạnh tranh chính trong các năm sắp tới. Nhóm thuốc giá rẻ chất lượng thấp vẫn sẽ chiếm ưu thế trong năm 2015 trong đấu thầu vào bệnh viện.
- Xu hướng nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất từ GMP-WHO do Bộ Y tế Việt Nam chứng nhận lên các tiêu chuẩn quốc tế cao hơn như PIC/S-GMP hoặc EU-GMP, góp phần mở ra triển vọng xuất khẩu và sản xuất nhượng quyền thuốc cho các tập đoàn dược phẩm thế giới tại Việt Nam.
- Xu hướng kết hợp giữa nhà sản xuất, nhà phân phối và nhà bán lẻ nhằm đưa ra mức giá thấp nhất đến người tiêu dùng mà vẫn đảm bảo được chất lượng, nguồn gốc, xuất xứ của dược phẩm.

Khó khăn:

- Thông tư 36 và 37 của Bộ Y tế vẫn tồn tại nhiều bất cập khi chỉ chú trọng đến giá thuốc mà xem nhẹ yếu tố chất lượng và hiệu quả điều trị của thuốc.
- Sự cạnh tranh khốc liệt của nhóm thuốc Ấn Độ, Pakistan, Hàn Quốc trong cả kênh ETC và OTC do ưu thế về giá và mức độ chiết khấu, hoa hồng hấp dẫn...
- Nhiều doanh nghiệp chuyên hoạt động trong kênh ETC chuyển sang phát triển kênh OTC do áp lực từ thông tư 36 và 37 khiến tình hình cạnh tranh trên thị trường OTC ngày càng khốc liệt.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	26/01/2015				2014	2015F	2014	2015F	2014	2015F
IMP	46.000	1.331	60.000	MUA	9,5%	9,5%	3.402	4.101	13,5	11,2
TRA	72.500	1.789	87.000	MUA	9,5%	9,5%	6.164	7.245	11,8	10,0

IMP - MUA
Giá mục tiêu: 60.000 đ/cp

Tăng trưởng doanh thu tăng trưởng mạnh trong kênh OTC (+37%) nhưng suy giảm mạnh trong kênh điều trị (-30%) vì mất thầu tại nhiều khu vực do bất cập trong quy định đấu thầu. Tháng 01/2015, IMP chính thức ký thỏa thuận hợp tác với CTCP Dược phẩm Phano, đơn vị đang sở hữu chuỗi nhà thuốc lớn nhất tại Việt Nam (trên 50 nhà thuốc). Thỏa thuận hợp tác này hứa hẹn sẽ giúp IMP gia tăng doanh thu thông qua kênh bán lẻ của Phano và hoạt động sản xuất các dòng sản phẩm riêng cho Phano. IMP cũng sẽ hoàn thành việc nâng cấp 02 nhà máy kháng sinh tiêm tại Bình Dương lên chuẩn châu Âu EU – GMP vào cuối năm 2015, giúp hồi sinh kênh ETC của IMP trong năm 2016 và mở ra nhiều cơ hội hợp tác sản xuất nhượng quyền mới.

Doanh thu năm 2015 ước đạt 1.050 tỷ đồng (+16,2% yoy), LNST cả năm 2015 ước đạt 119 tỷ đồng.

TRA - MUA
Giá mục tiêu 87.000 đ/cp

Năm 2014 là năm thay đổi sâu rộng toàn bộ chiến lược hoạt động của TRA, khi doanh nghiệp chấp nhận tăng trưởng âm trong 1 năm (doanh thu năm 2014 đạt 1.670 tỷ đồng, giảm 1,2% so với cùng kỳ) để chuyển từ giai đoạn tăng trưởng nóng sang giai đoạn tăng trưởng bền vững thông qua nhóm chiến lược sau:

- ✓ Tái cấu trúc nhóm khách hàng chủ lực, chuyển từ các đầu mối sỉ sang các nhà bán lẻ nhằm tăng độ phủ trên thị trường.
- ✓ Thay đổi chính sách chiết khấu bán hàng, đồng nhất giá bán trên toàn hệ thống, chấm dứt sự nhiễu loạn về giá trên thị trường do tác động của các nhà phân phối.
- ✓ Chấp nhận giảm biên lợi nhuận để đạt được tăng trưởng về doanh thu (doanh thu quý 4/2014 tăng 27% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận lại giảm 34%) thông qua việc

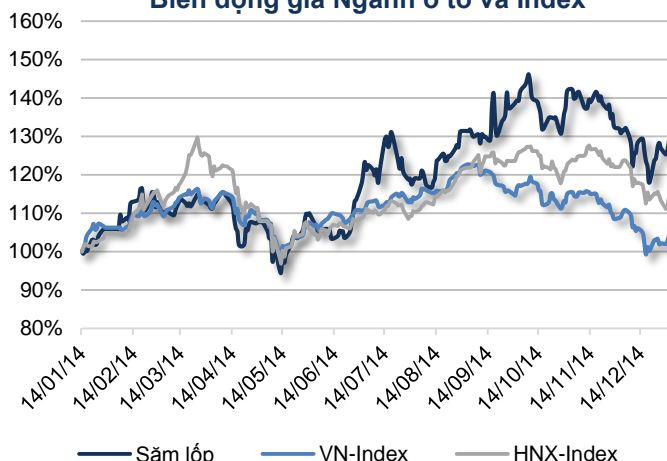
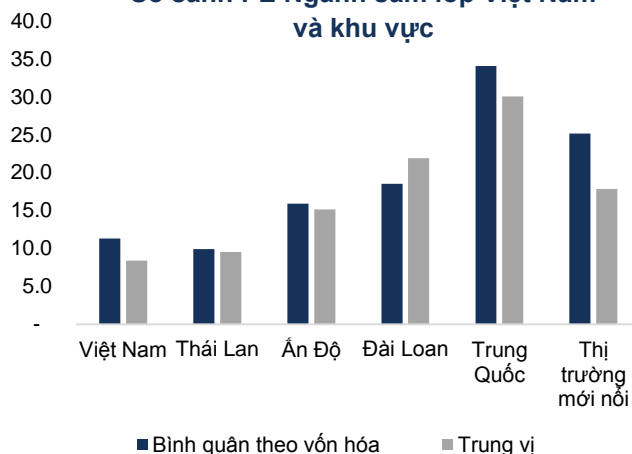
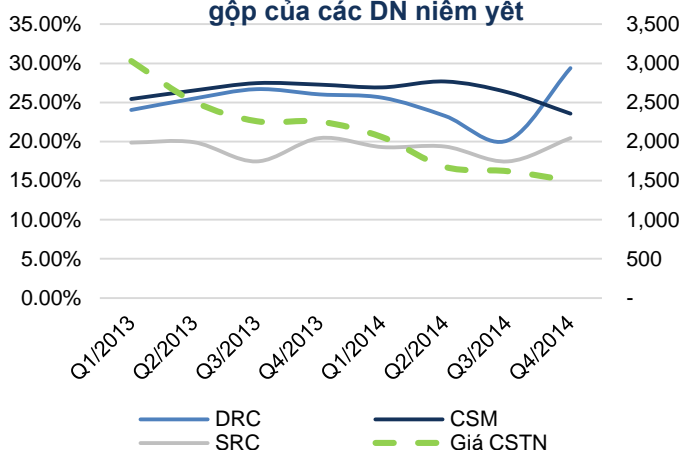
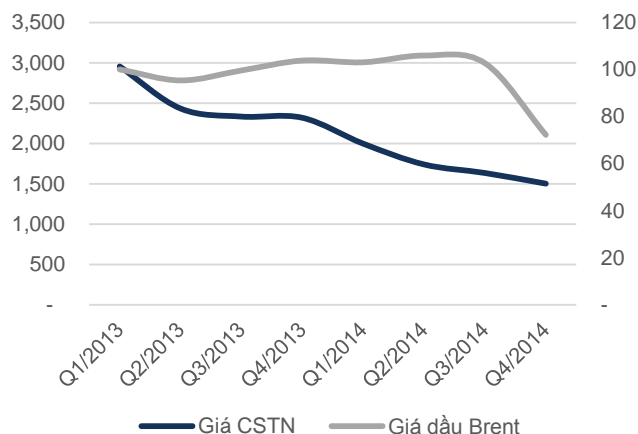
gia tăng chi phí bán hàng, marketing, chiết khấu cho các nhà bán lẻ để tăng độ phủ của sản phẩm

Chúng tôi dự báo năm 2015 là năm hồi phục của TRA với 3 chiến lược trọng tâm:

- Tái cấu trúc mảng marketing, bán hàng, tăng nhận diện thương hiệu và cải thiện mức độ nhận diện thương hiệu của người tiêu dùng. Ông Phan Quốc Công, cựu CEO của CTCP ICP với thương hiệu nổi tiếng X-man, nhiều khả năng sẽ là thủ lĩnh mới của TRA ở mảng này.
- Phát triển và tung ra thị trường dòng sản phẩm chiến lược mới nhằm giảm bớt sự phụ thuộc vào 02 dòng sản phẩm truyền thống là Boganic và Hoạt Huyết Dưỡng Não.
- Tiếp tục kế hoạch mua lượng cổ phần còn lại của Traphaco CNC nhằm hợp nhất hoàn toàn kết quả kinh doanh của Traphaco CNC vào Traphaco.

Doanh thu năm 2015 ước đạt 1.992 tỷ đồng (+16% yoy), LNST 2015 ước đạt 179 tỷ đồng (+17,5% yoy).

[Trở lại mục lục](#)

Biến động giá Ngành ô tô và Index

So sánh PE Ngành sẫm lớp Việt Nam và khu vực

Biến động giá CSTN và tỷ suất LN gộp của các DN niêm yết

Biến động giá dầu Brent và giá CSTN


Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

TÌNH HÌNH NGÀNH SẼM LỚP NĂM 2014

- Giá cao su tiếp tục xu hướng giảm, so với đầu năm giá giảm gần 30% giúp cho các doanh nghiệp sẫm lớp tiếp tục hưởng lợi.
- DRC và CSM đưa vào vận hành 2 nhà máy Radial toàn thép tạo điểm nhấn mới cho thị trường sẫm lớp trong năm qua với doanh thu tăng trưởng mạnh ở cả 2 công ty.
- Tổng cục Hải quan đã ra Công văn số 10934/TCHQ-TXNK ngày 06/09/2014 yêu cầu Cục hải quan các tỉnh, thành phố thực hiện kiểm tra, rà soát tình trạng nhập khẩu mặt hàng lốp ô tô các loại để thu thập thông tin, tổng hợp để xác định giá trị tính thuế theo quy định của Bộ Tài chính đối với mặt hàng này. Việc làm này tạo tín hiệu tích cực, giúp ngăn chặn tình trạng gian lận thương mại đối với sẫm lớp nhập khẩu từ đó tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh cho doanh nghiệp sẫm lớp nội địa.

TRIỂN VỌNG NGÀNH SẼM Lốp NĂM 2015
Thuận lợi:

- Trong xu hướng giá dầu giảm mạnh, nguồn cung CSTN đang vượt cầu vì vậy giá CSTN được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp. Điều này sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất hưởng lợi và giảm giá thành sản xuất.
- Lãi vay giảm và sản lượng tiêu thụ lốp Radial được dự báo là tăng trưởng tốt sẽ giúp gia tăng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2015 cho các doanh nghiệp sản xuất lốp điển hình là DRC và CSM.
- Quy định về tải trọng xe từ Thông tư 06/GTVT đã dẫn đến lượng xe tải nhập khẩu và tiêu thụ nội địa trong năm 2014 tăng cao. Theo đó, sản lượng lốp ô tô thay thế trên thị trường kỳ vọng sẽ gia tăng trong nửa cuối năm 2015 từ lượng xe tăng thêm trong năm 2014 vừa qua.

Khó khăn:

- Khấu hao tiếp tục là gánh nặng cho cả 2 doanh nghiệp sản xuất lốp là DRC và CSM. Tỷ suất lợi nhuận của CSM có khả năng sẽ giảm trong năm 2015. DRC sẽ chịu tác động ít hơn nhờ sản lượng tiêu thụ gia tăng nhanh hơn so với CSM.
- Cơ cấu sản phẩm lốp ô tô bias (đặc biệt là lốp xe tải) sẽ giảm do sự chuyển dịch sang sử dụng sản phẩm lốp Radial. Điều này sẽ làm giảm doanh thu từ lốp ô tô Bias trong năm 2015 và các năm sau đó.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	29/01/2015	(Tỷ đồng)	(đồng)		2014	2015F	2014	2015F	2014	2015F
DRC	58.500	4.859	65.000	THÊM	3,1%	3,4%	4.237	5.023	13,80	11,65
CSM	43.300	2.913	47.700	THÊM	6,4%	5,5%	4.924	5.027	8,79	8,61

Năm 2015 là năm thứ 2 sau khi nhà máy Radial của DRC và CSM đi vào hoạt động. Sau thời gian này cả 2 đều đã đưa sản phẩm ra thị trường. DRC với lợi thế ra mắt sản phẩm trước, mức tiêu thụ bình quân tháng hiện nay đã lên tới 10.000 lốp/năm trong khi đó CSM chỉ đạt mức 5.500 – 6.000 lốp/năm. Năm 2015 sẽ là thời gian để cả 2 doanh nghiệp này tăng tốc nâng sản lượng tiêu thụ để giảm chi phí sản xuất trên 1 đơn vị sản phẩm và tiến về mức sản lượng hòa vốn của nhà máy Radial.

Bên cạnh đó, mặc dù với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ lốp Radial của cả 2 doanh nghiệp gia tăng trong năm 2015, chúng tôi vẫn đánh giá cao về tình hình tiêu thụ của DRC với mức 115.000 lốp tiêu thụ trong năm nay thì khả năng năm 2015, DRC sẽ vượt mức sản lượng hòa vốn (180.000 lốp) trong khi đó CSM chỉ mới có thể đạt mức tiêu thụ khoảng trên dưới 150.000 lốp (thấp hơn mức hòa vốn GĐ 1 là 200.000 – 205.000 lốp), bên cạnh đó CSM vẫn đang trong quá trình xin các Chứng nhận xuất khẩu cho lốp Radial vì vậy tình hình xuất khẩu phần nào sẽ bị chậm hơn.

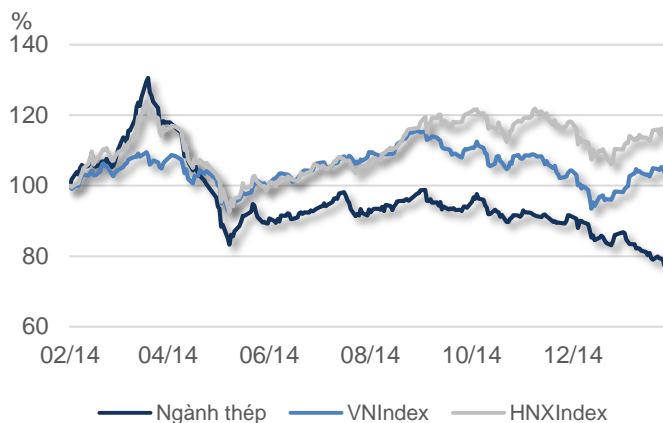
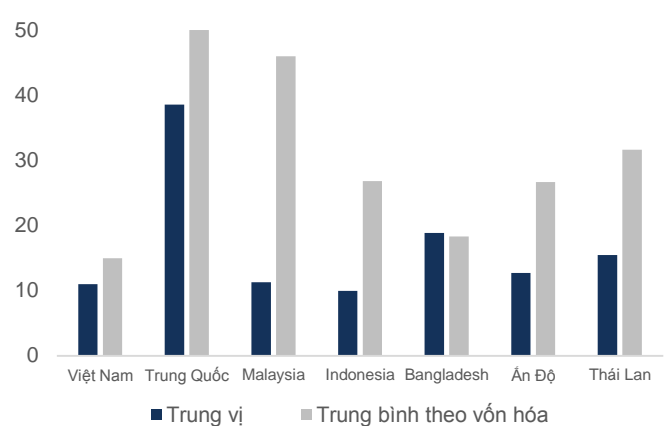
DRC - THÊMGiá mục tiêu: **65.000 đ/cp**

- Doanh thu kinh doanh lớp sẽ tăng trưởng mạnh dựa vào 2 cơ sở: (1) Hoàn thành việc di dời nhà máy lớp Bias, sản lượng tiêu thụ sẽ trở lại bình thường; (2) Sản lượng Radial sẽ gia tăng mạnh sau hơn 1 năm thử nghiệm sản phẩm, đã có đầy đủ các Chứng nhận xuất khẩu sang EU, Mỹ, Nhật ngoài ra công ty còn gia tăng xuất khẩu sang thị trường Myanmar.
- Năm 2015, DRC sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ việc giá CSTN được dự báo là tiếp tục ở mức thấp (quanh 33-36 triệu đồng/tấn). Bên cạnh đó, vừa qua DRC mới thông qua việc vay Ngân hàng Standard Chartered 15 triệu USD với lãi suất thấp hơn để tái cơ cấu nguồn vốn vay tài trợ cho dự án Radial giúp giảm lãi vay cho công ty trong năm 2015 và các năm tới.
- Năm 2015, sản lượng lớp Radial toàn thép dự kiến tăng trưởng lên 75% so với 2013, tương ứng đạt 201.000 lớp nhờ công ty đẩy mạnh xuất khẩu và tiêu thụ tại thị trường nội địa ước tính tăng 43%. Dự kiến sẽ mang về LNTT khoảng 37 tỷ đồng trong năm nay.
- Theo đó, ước tính doanh thu sẽ đạt 3.775 tỷ đồng tăng trưởng 12% so với 2014. LNTT ước tính đạt 535 tỷ đồng, tăng 18% so với 2014. EPS 2015 ước tính đạt 5.023 đ/cp. Với giá hiện tại DRC đang giao dịch tại mức PE trailing là 12x. Khuyến nghị **THÊM** với giá mục tiêu **65.000 đ/cp**.

CSM - THÊMGiá mục tiêu: **47.700 đ/cp**

- Doanh thu kinh doanh lớp sẽ cải thiện tốt dựa vào 2 cơ sở: (1) Sản lượng tiêu thụ lớp Radial sẽ tăng mạnh với sản lượng tiêu thụ dự kiến quanh mức 100.000 -150.000 lớp so với mức 26.000 lớp của năm 2014; (2) CSM đã triển khai xong hệ thống bán hàng chuyên nghiệp mới dành cho lớp xe máy và đang triển khai hệ thống này cho lớp xe ô tô nhằm gia tăng sự tiếp cận với thị trường, khách hàng. Điều này giúp cải thiện tốt hơn về tiêu thụ sản phẩm (đúng với nhu cầu của thị trường); quản lý tốt hơn vấn đề tồn kho của công ty nhằm tiết giảm chi phí. Theo đó, ước tính doanh thu 2015 sẽ đạt 3.787 tỷ đồng, tăng trưởng 20% so với 2014.
- Năm 2015 với sản lượng tiêu thụ lớp Radial dự kiến tăng mạnh sẽ giúp cải thiện doanh thu cho công ty tuy nhiên xét về lợi nhuận thì dự án sẽ tiếp tục chưa có lợi nhuận do dự kiến sản lượng tiêu thụ chỉ đạt khoảng 34% công suất giai đoạn 1, chưa đạt mức sản lượng hòa vốn. Vì vậy, tổng LNTT ước đạt 415 tỷ đồng, giảm 2,3% so với năm 2014. Theo đó EPS 2015 ước đạt 4.816 đ/cp.
- **Dự án số 09 Nguyễn Khoái, Quận 4, Tp.HCM:** đã thu được 120 tỷ đồng, còn lại khoảng 105 tỷ đồng sẽ thu tiếp trong 4 quý tiếp theo, hạn chót đến Q1/2016 sẽ thu hết toàn bộ. Tuy nhiên cần phải chờ Novaland hoàn tất xin giấy phép chuyển nhượng dự án lúc đó công ty sẽ ghi nhận lợi nhuận.
- **Dự án số 504 Nguyễn Tất Thành, Quận 4, Tp.HCM:** sẽ rút vốn, thu về khoảng 20 tỷ tiền đền bù và các chi phí liên quan. Công ty đang tiến hành thủ tục, chưa ghi nhận. Tuy nhiên thủ tục vẫn chưa rõ ràng và chưa có cơ sở chắc chắn để ghi nhận vì vậy chúng tôi tạm thời chưa đưa khoản mục này vào KQKD năm nay. Khuyến nghị **THÊM** với giá mục tiêu **47.700 đ/cp**.

Trở lại mục lục

TÌNH HÌNH NGÀNH THÉP NĂM 2014
Diễn biến Ngành năm 2014

So sánh PE Ngành theo khu vực


Nguồn: Bloomberg

Cùng với sự phục hồi của ngành xây dựng, được thể hiện qua giá trị sản xuất ngành năm 2014 ước tính đạt 676 nghìn tỷ đồng, tăng 7,6% so với năm 2013 (theo giá so sánh 2010), ngành thép cũng đã có một năm tăng trưởng tương đối khả quan trong điều kiện cạnh tranh cao.

Sản lượng sản xuất các sản phẩm thép năm 2014 đạt 12,1 triệu tấn, tăng 16,2% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ thép đạt 13,9 triệu tấn, tăng 16,9% so với cùng kỳ.

Các chỉ tiêu ngành thép năm 2014

Chỉ tiêu	Sản lượng 2014 (nghìn tấn)			Tiêu thụ	%YoY	
	Tiêu thụ	Xuất khẩu	Nhập khẩu		Xuất khẩu	Nhập khẩu
Thép dài	5.393	642	445	9,8	10,4	7,0
Thép dẹt	3.536	1.489	5.024	-19,7	21,5	-10,7
Thép khác	4.938	633	5.571	93,6	32,7	84,0
Tổng cộng	13.867	2.764	11.040	16,9	21,0	21,7

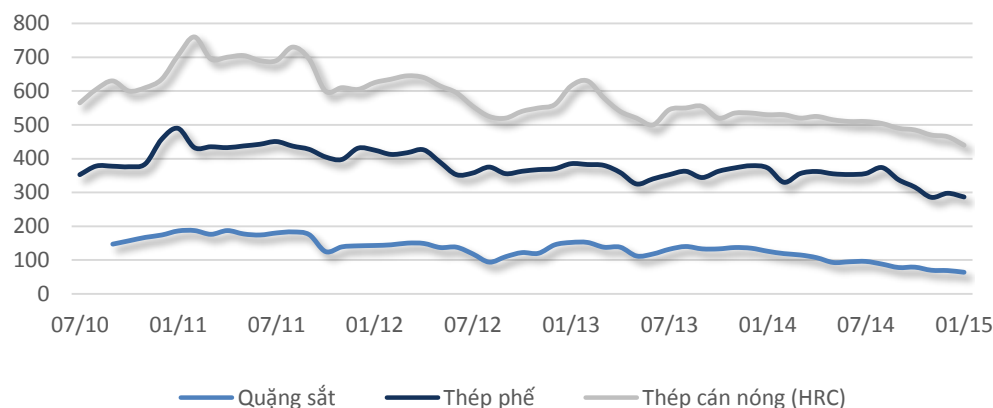
Nguồn: VSA

Giá nguyên liệu đầu vào giảm ảnh hưởng đến hoạt động các doanh nghiệp ngành thép

Năm 2014 chứng kiến sự giảm giá của hầu hết các nguyên vật liệu đầu vào ngành thép như than cốc, quặng sắt, thép phế, HRC, CRC. Trong giai đoạn giá nguyên vật liệu đầu vào giảm biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất và thương mại đều sẽ bị ảnh hưởng do trong điều kiện cạnh tranh cao, giá bán thành phẩm rất nhạy cảm với giá nguyên liệu đầu vào. Do đó, doanh nghiệp sẽ mua nguyên vật liệu ở vùng giá cao và

bán ra thành phẩm với mức giá dựa trên giá nguyên vật liệu đầu vào thấp hơn (do độ trễ về mặt thời gian). Chúng tôi cho rằng lợi thế thương lượng của người mua (nhà phân phối) trong ngành thép khá lớn.

Giá nguyên liệu đầu vào ngành thép (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Nhiều quốc gia điều tra việc bán phá giá đối với thép Việt

Một trong những yếu tố khó khăn đối với thị trường xuất khẩu trong năm 2014 là việc áp thuế chống bán phá giá hoặc kế hoạch điều tra chống bán phá giá đối với thép Việt Nam. Cụ thể, Indonesia – thị trường xuất khẩu thép lớn của Việt Nam áp thuế bán phá giá đối với các sản phẩm tôn mạ, Hoa Kỳ cũng áp thuế sản phẩm ống thép dẫn dầu. Thái Lan, Malaysia, Úc cũng đang điều tra hoặc có kế hoạch điều tra việc bán phá giá.

TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP NĂM 2015

Với những tín hiệu tích cực và tiêu cực đan xen, chúng tôi nhận định trung lập đối với ngành thép năm 2015.

Kỳ vọng từ thị trường bất động sản, xây dựng tiếp tục ấm lên

Năm 2014, bất động sản đứng thứ 2 trong số các lĩnh vực thu hút FDI với số vốn cả cấp mới và tăng thêm đạt 951 triệu USD với 20 dự án (gấp 3 lần năm 2013). Chúng tôi tiếp tục lạc quan về dòng vốn FDI vào khu vực này cũng như tình hình thị trường bất động sản, xây dựng năm 2015 nói chung. Theo đó, ước tính sản lượng sản xuất toàn ngành thép đạt 13,6 triệu tấn, tăng 12,4% so với cùng kỳ.

Cạnh tranh ngành vẫn cao

Với công suất sản xuất thiết kế hiện ở mức cao và lượng thép nhập khẩu ngày càng lớn do tình trạng dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc tăng cường xuất khẩu do hoạt động xây dựng chậm lại, các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam đang đối mặt với sự cạnh tranh rất lớn để duy trì thị phần. Hiện lượng thép hợp kim có chứa nguyên tố Bo nhập từ Trung Quốc (thuế nhập khẩu 0% và được hoàn thuế 9% khi xuất khẩu) ước chiếm đến 10-15% thị trường. Tình trạng hàng giả, hàng lậu phổ biến cũng góp phần tăng sự cạnh tranh.

Thách thức từ Hiệp định VCUFTA

Nga hiện là quốc gia sản xuất phôi thép lớn thứ 5 và xuất khẩu thép lớn thứ 7 thế giới. Mức thuế suất nhập khẩu hiện tại đối với mặt hàng thép từ Nga là 10-15%. Việt Nam hiện nhập thép từ Nga với sản lượng năm 2013 đạt 111 nghìn tấn, tương ứng 72,7 triệu USD. Mặc dù thương mại thép hiện tại giữa 2 quốc gia không lớn, nhưng khi mức thuế giảm về 0% trong điều kiện đồng Rúp liên tục giảm sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro đối với ngành thép Việt Nam vì Nga là nước xuất khẩu thép lớn trên thế giới.

Tiếp tục sự sàng lọc trong ngành

Trong điều kiện cạnh tranh cao và giá nguyên liệu đầu vào liên tục giảm. Năm 2014 chứng kiến sự sàng lọc trong ngành thép khi các doanh nghiệp kinh doanh không hiệu quả và dùng đòn bẩy tài chính quá cao đã có tăng trưởng âm và nghiêm trọng hơn phải ngừng hoạt động sản xuất như Nam Vang, Hữu Liên Á Châu,... Trong khi đó, các doanh nghiệp có quy trình sản xuất khép kín, thương hiệu và hệ thống phân phối liên tục mở rộng thị phần và gia tăng sức ảnh hưởng trong ngành như Hòa Phát, Hoa Sen,... Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn mạnh mẽ hơn trong năm 2015.

Giá nguyên liệu đầu vào được dự báo tiếp tục giảm

Giá nguyên liệu đầu vào và giá thép năm 2015 được dự báo tiếp tục giảm trong bối cảnh dư cung toàn cầu và giá dầu chưa có dấu hiệu hồi phục. Theo đó, các doanh nghiệp thép sẽ tiếp tục có một năm khó khăn để cùng lúc thực hiện 2 mục tiêu đảm bảo thị phần và duy trì biên lợi nhuận.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	30/01/2015	(tỷ đồng)	(đồng)		2014	2015F	2014	2015F	2014	2015F
HPG	47.800	23.035	54.000	THÊM	3,6%	4,3%	6.525	5.400	8,1	10,0

HPG - **THÊM**

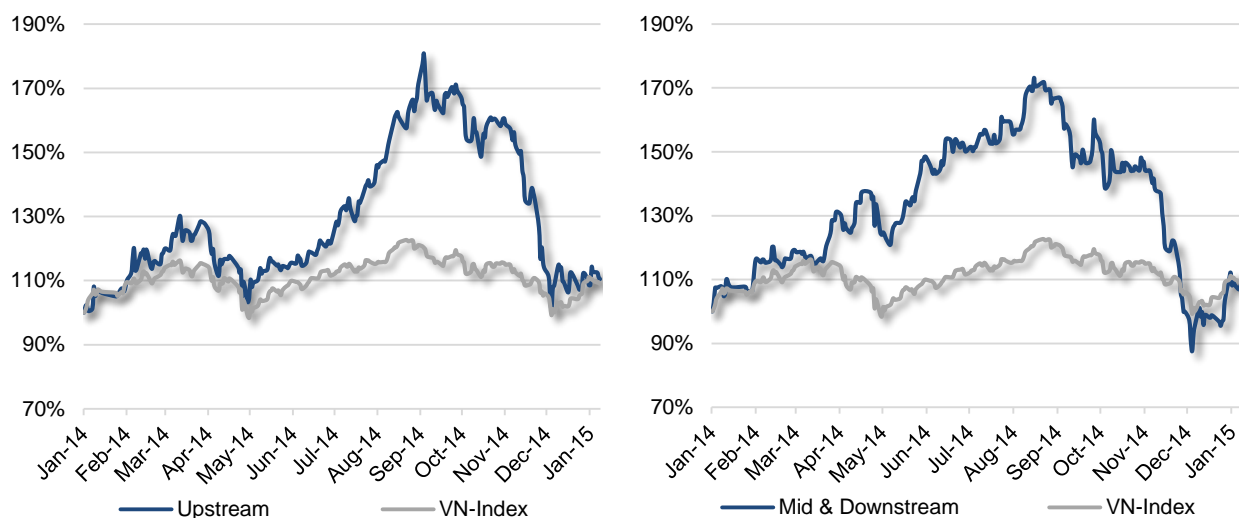
Giá mục tiêu: 54.000 đ/cp

Mặc dù lợi nhuận sau thuế năm 2015 của HPG được dự báo sẽ giảm đáng kể do không tiếp tục ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ mảng bất động sản, chúng tôi vẫn đánh giá khả quan về hoạt động kinh doanh của HPG vì những lý do sau.

- Quy trình sản xuất khép kín với công nghệ BOF có chi phí sản xuất thấp hơn so với công nghệ EAF khoảng 5%.
- Sản lượng tiêu thụ thép dự báo tăng trưởng 20% so với cùng kỳ.
- Thị phần tại miền Trung và miền Nam ngày càng được mở rộng.
- Kỳ vọng cho năm 2016 từ việc đưa vào hoạt động giai đoạn 3 Khu liên hiệp gang thép Kinh Môn – Hải Dương và ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ dự án bất động sản Trương Định.

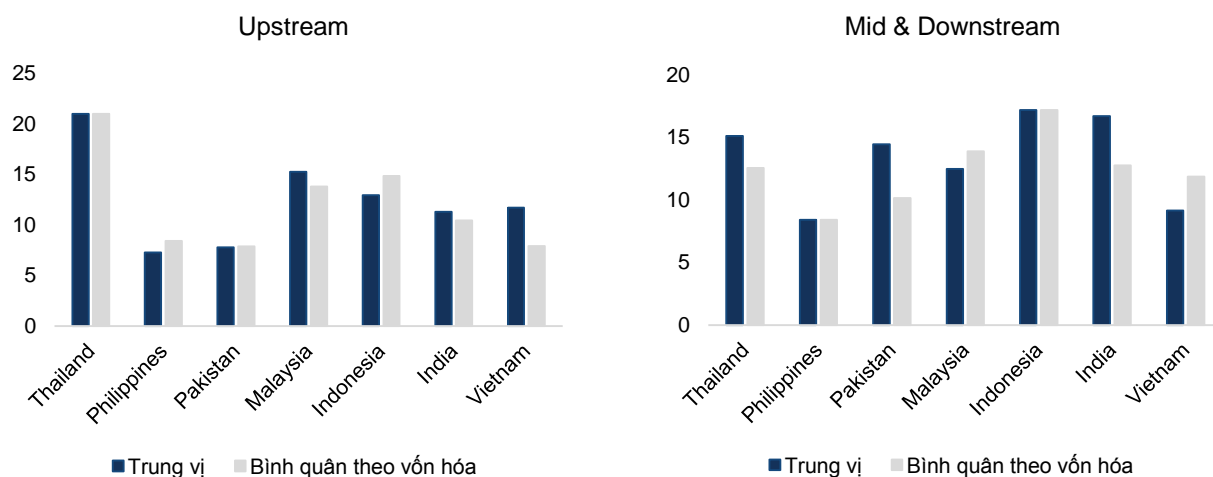
Nhà đầu tư cần quan tâm đến cạnh tranh ngày càng lớn trong ngành. Đặc biệt khi Hiệp định Việt Nam – Liên minh Hải quan có hiệu lực và dự án thép Formosa đi vào hoạt động. Đồng thời, giá nguyên liệu đầu vào liên tục giảm là một rủi ro đối với việc duy trì biên lợi nhuận của công ty.

Trở lại mục lục

Diễn biến các chỉ số ngành và chỉ số chung năm 2014


Upstream-Thượng nguồn: các hoạt động thăm định, phát triển và khai thác dầu khí, một số dịch vụ phụ trợ trong quá trình thăm dò, khai thác như khảo sát địa chấn, khoan giếng, cung cấp thiết bị hoặc kỹ thuật dự án,...

Mid&Down Stream: bao gồm toàn bộ các hoạt động vận chuyển, lưu trữ và phân phối cũng như công nghiệp lọc, hóa dầu để biến các chiết xuất hydrocarbon thành các sản phẩm có thể sử dụng.

So sánh PE ngành giữa Việt Nam và các nước trong khu vực


Nguồn: VAMA, Bloomberg, FPTS tổng hợp

TÌNH HÌNH NGÀNH NĂM 2014

- Năm 2014, công tác tìm kiếm, thăm dò dầu khí tại Việt Nam khá sôi động. Ở trong nước, đã thăm dò, thăm lượng được 31 giếng, trong đó thăm dò 10 giếng, thăm lượng 21 giếng. Đã phát triển khai thác 47 giếng. Ở nước ngoài, đã phát triển khai

thác 17 giếng. Có 9 phát hiện dầu khí mới (8 phát hiện trong nước và 1 ở nước ngoài), đưa 8 mỏ/công trình vào khai thác (7 mỏ trong nước và 1 mỏ nước ngoài), gia tăng trữ lượng dầu khí đạt 48,11 triệu tấn quy đổi tăng khoảng 1% so với cùng kỳ (tương đương 343,64 triệu thùng). Việt Nam sẽ phải đối mặt với việc suy giảm lượng dự trữ dầu do nhu cầu khai thác trong nước tăng nhanh hơn tốc độ thăm dò và khai thác. Do vậy, trong những năm gần đây PVN đang nỗ lực bù đắp cho việc sản lượng dầu thô sụt giảm bằng cách tăng cường thực hiện các hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí. Việc tìm ra những mỏ dầu mới sẽ giúp Việt Nam giữ được trữ lượng dầu khoảng 616 triệu tấn dầu quy đổi đến năm 2018 (tương đương 4,4 tỷ thùng) khi mà trữ lượng dầu có xu hướng giảm về cuối chu kỳ (cuối năm 2022).

- Năm 2014, tổng sản lượng khai thác quỹ dầu đạt mức khả quan với 27,6 triệu tấn sau khi bắt đầu khai thác 8 mỏ dầu mới trong năm 2014, và các mỏ hiện có như Thổ Tráng và Diamond cũng cho sản lượng cao hơn dự kiến, trong đó sản lượng khai thác dầu đạt 17,39 triệu tấn (tương đương 341.000 thùng/ngày), sản lượng khai thác khí đạt 9,77 tỷ m³ tăng 3,5% so với cùng kỳ.
- Năm vừa qua, đánh dấu kỷ lục cho kế hoạch phát triển các nhà máy lọc dầu tại Việt Nam. Việt Nam dự kiến sẽ nâng công suất lọc hóa dầu lên gấp ba lần. Mặc dù, việc xây dựng nhiều nhà máy lọc dầu giúp gia tăng khối lượng dịch vụ đi kèm của các công ty dầu khí tại Việt Nam tuy nhiên tỷ lệ góp vốn vào các dự án lọc dầu của Việt Nam thấp nên không nắm được chủ thể của nhà máy.
- Trong năm 2014, giá dầu giảm sâu không theo quy luật theo đó giá dầu thô đã giảm từ mức 105 USD/thùng vào tháng 7/2014 xuống còn 56 USD/thùng vào cuối năm. Đây là mức giảm trong năm mạnh nhất kể từ năm 2008. Giá dầu giảm đã tác động tiêu cực đến sản xuất, kinh doanh của nhóm các Công ty dầu khí. Hiện chi phí khai thác dầu thô của Việt Nam từ 30-70 USD/thùng thì với mức giá dưới 50 USD/thùng như hiện nay việc sản xuất dầu thô và đầu tư tìm kiếm các trữ lượng dầu thô mới cần phải được tính toán kỹ.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2015

- Thực tế rất khó khăn để dự đoán giá dầu, và việc đi tìm một chỉ số chuẩn cân bằng cho giá dầu là rất khó để xác định vì nó không ngừng chuyển động do chịu tác động mạnh từ chi phí sản xuất dầu, vốn cũng là một biến số bất ổn. Tuy nhiên, có thể nhận thấy rằng cán cân trên thị trường dầu thô đang có sự thay đổi lớn. Trong đó, cung dầu đang tăng trưởng nhanh hơn nhu cầu tiêu thụ, chủ yếu là bởi sản lượng tăng vọt của Mỹ mà EIA dự đoán ở mức bình quân 9,31 triệu thùng/ngày năm 2015, cao nhất kể từ 1972. Và OPEC đang chấp nhận một thực tế rằng khả năng mà nhóm có thể kiểm soát giá dầu thô dài hạn là có giới hạn. Bức tranh thị trường dầu khí thế giới chuyển sang giai đoạn cạnh tranh trong đó giá dầu được xác định dựa trên chi phí sản xuất biên. Theo đó, mức giá sàn cho dầu mỏ thế giới thuộc về Ả Rập Xê Út và các nước xuất khẩu dầu thô có chi phí thấp khác sẽ luôn khai thác ở mức tối đa và mức giá trần dựa trên chi phí khai thác dầu đá phiến tại Mỹ. Cho năm 2015, theo IEA nhận định giá dầu sẽ còn tiếp diễn đà giảm trong 6 tháng đầu năm 2015 nhưng nhiều khả năng giá dầu sẽ kết thúc năm 2015 ở mức cao hơn đầu năm. Năm 2015 trung bình dự báo giá dầu Brent chỉ đạt 57,58 USD/thùng, giảm so với mức 99,02 USD/thùng của năm 2014.
- Với kịch bản cơ sở giá dầu sẽ đạt trung bình 60 USD/thùng cho năm 2015, chúng tôi ước tính triển vọng hoạt động kinh doanh sắp tới của nhóm các Công ty dầu khí như sau:
- Tác động của giá dầu lên một số công ty lớn nằm trong khâu thượng nguồn (upstream): PVD, PVS, PXS, PVC...Chịu tác động gián tiếp và có độ trễ so với biến

động của giá dầu từ 6-9 tháng. Phần lớn doanh thu và công việc của nhóm công ty này đều nằm trong phần công việc của Tập đoàn dầu khí (PVN) và một phần các công việc phục vụ cho các nhà thầu dầu khí nước ngoài liên doanh, liên kết với PVN nên doanh thu và lợi nhuận của các công ty này phụ thuộc rất nhiều vào kế hoạch sản xuất kinh doanh, phát triển, đầu tư mới các dịch vụ có liên quan chính trong báo cáo hoạt động khai thác thăm dò phát triển mỏ trong nước.

- Trong khi đó, tác động của giá dầu lên một số công ty lớn nằm trong khâu trung và hạ nguồn (midstream và downstream): GAS, PGD, PGS, CNG... Chịu ảnh hưởng trực tiếp theo giá dầu thế giới. Sự biến động liên tục của giá dầu thế giới theo chiều hướng giảm sâu, dẫn đến giá bán các mặt hàng dầu khí bao gồm khí thiên nhiên, LPG...giảm. Nhóm doanh nghiệp này bị động trong xây dựng cơ chế giá bán trên công thức giá mua liên tục được điều chỉnh.
- Trong trường hợp mức giá dầu trung bình giao dịch cho cả năm 2015 thấp hơn mức dự báo của chúng tôi. Dự báo về KQKD cho các công ty Dầu khí sẽ rất tiêu cực so với kịch bản cơ sở (60 USD/thùng) mà chúng tôi đưa ra.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá 30/01/2015	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
					2014	2015F	2014	2015F	2014	2015F
PVD	57.500	1.331	69.300	MUA(*)	3,74%	2,96%	7.841	7.853	8,95	8,82
PVS	26.900	1.789	25.600	THEO DÕI	6,15%	4,46%	3.700	3.200	6,92	8,00
GAS	77.000	2.247	77.300	THEO DÕI	6,88%	3,90%	6.347	5.562	12,19	13,89

Ghi chú: (*) Chúng tôi khuyến nghị chỉ nên xem xét đầu tư khi giá dầu ổn định hơn.

PVD – MUA(*)

Giá mục tiêu: 69.300 đ/cp

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của PVD trong năm 2015 là **17.481 tỷ đồng và 2.376 tỷ đồng**, tương ứng không tăng trưởng về lợi nhuận và **EPS 2015F sẽ đạt 7.853 đ/cp** dựa trên các giả định tương ứng với kịch bản giá dầu trong năm 2015 ở mức 60 USD/thùng. Các cơ sở giả định như sau:

- Trong năm 2015, việc giá dầu giảm giảm mạnh sẽ chưa có tác động đến hoạt động của PVD do các giàn sở hữu (PVD I, PVD II, PVD III; PVD V; PVD 11) đều hoạt động ổn định và cố định giá thuê đến hết năm 2015. Giàn PVD V (TAD) cung cấp cho Biển Đông POC cho đến cuối năm 2016. Tất cả các giàn khoan này đều có mức giá thuê tốt trong khoảng 155.000 – 160.000 USD/ngày đối với giàn Jackup (tự nâng), mức giá 205.000 USD/ngày đối với giàn TAD (giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm). Riêng giàn PVD VI cũng đã ký được hợp đồng thuê giàn trong 2 năm cho PVEP POC và sẽ đi vào hoạt động từ tháng 03/2015 với mức giá tốt từ 150.000 – 155.000 USD/ngày. Tuy nhiên, nếu giá dầu vẫn ở mức 60 USD/thùng hoặc thấp hơn và kéo dài cho đến cuối năm 2015, triển vọng năm 2016 của PVD sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng do các hợp đồng giàn khoan của PVD sẽ điều chỉnh lại theo giá ký hợp đồng mới tương quan với dầu thô, kết quả là tỷ suất lợi nhuận gộp của PVD sẽ giảm đáng kể từ năm 2016, hiện giá thuê giàn trong khu vực đã có sự điều chỉnh về 140.000-

144.000 USD/ngày (tức đã giảm 10% so với mức giá đỉnh gần đây là 155.000-160.000 USD/ngày).

- Năm 2015, các dịch vụ liên quan đến khoan ước tính điều chỉnh giảm khoảng 20% do i. Phần lớn dịch vụ giếng khoan và các dịch vụ khác liên quan đến hoạt động khoan và được yêu cầu kèm theo các dịch vụ khoan; ii. Phụ thuộc vào số ngày làm việc từ giàn khoan thuê ngoài (dễ bị tác động bởi nhu cầu thuê giàn không thường xuyên PVN và các đối tác).

Như vậy, mặc dù việc giá dầu giảm chưa ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của PVD cho đến ít nhất là 1 năm sau (2015). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những tác động quan ngại về giá dầu sẽ chưa thể giúp nhà đầu tư quyết định đầu tư vào PVD vào thời điểm này. Dù mức định giá của chúng tôi đối với cổ phiếu PVD đã vào khung khuyến nghị MUA. Chúng tôi khuyến nghị chỉ nên xem xét đầu tư vào PVD khi giá dầu ổn định hơn.

PVS – THEO DÕI

Giá mục tiêu: 25.600 đ/cp

Chúng tôi cho rằng nếu giá dầu vẫn ở mức thấp (khoảng 60 USD/thùng) trong năm 2015, chúng ta sẽ thấy những thay đổi đáng kể trong cơ cấu các mảng kinh doanh của PVS trong năm 2015 và các năm tiếp theo đối với một số dịch vụ dầu khí. Triển vọng hoạt động kinh doanh trong năm 2015 của PVS dự báo sẽ có nhiều khó khăn khi triển khai các dự án cơ khí mới, đây là mảng đem lại doanh thu và lợi nhuận chủ lực kéo theo sự tăng trưởng của các hoạt động dịch vụ hỗ trợ kỹ thuật dầu khí khác. Ước tính với kịch bản cho giá dầu trong năm 2015 ở mức 60 USD/thùng thì lợi nhuận của PVS giảm khoảng 13,5% và đạt **14.294 tỷ đồng**, tương ứng **EPS 2015F là 3.200 đ/cp**. Các cơ sở giả định sau:

- Tại PVS, từ năm 2013 các dự án ngoài biển (Offshore) trong nước có xu hướng giảm cả về quy mô lẫn số lượng nên hiện không có nhiều các dự án cho mảng hoạt động cơ khí, chế tạo, xây lắp công trình dầu khí trên biển có quy mô trên 500 triệu USD. Trong năm 2015, PVS sẽ tập trung triển khai gói thầu dịch vụ cơ khí trên bờ (Onshore) tại trong nước với tỷ suất lợi nhuận không cao như các dự án ngoài biển.
- Mảng tàu khảo sát địa chấn cũng chịu ảnh hưởng lớn trong tình hình cạnh tranh gay gắt tại thị trường trong và ngoài nước. Bên cạnh đó, việc giá dầu suy giảm cũng tác động đến việc giãn hoặc dừng triển khai công tác khảo sát theo kế hoạch dự kiến ban đầu của các nhà thầu dầu khí.
- Doanh thu và lợi nhuận từ lĩnh vực dịch vụ O&M tăng mạnh trong năm 2014 do phần lớn các dự án cơ khí dầu khí lớn kết thúc trong năm 2013 nên các hạng mục công việc liên quan đến vận chuyển, lắp đặt, đấu nối ngoài khơi tăng mạnh và toàn bộ lợi nhuận từ thực hiện các dự án này trong thời gian qua được quyết toán đầy đủ trong năm. Sang năm 2015, hoạt động này sẽ duy trì ổn định và không có tăng trưởng đột biến.

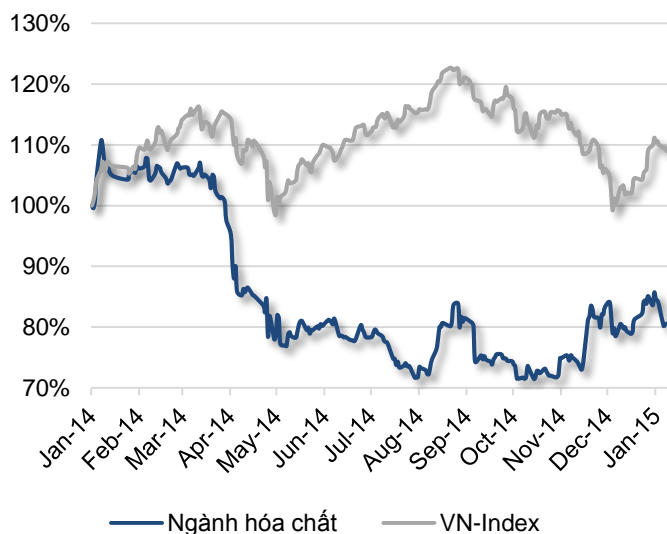
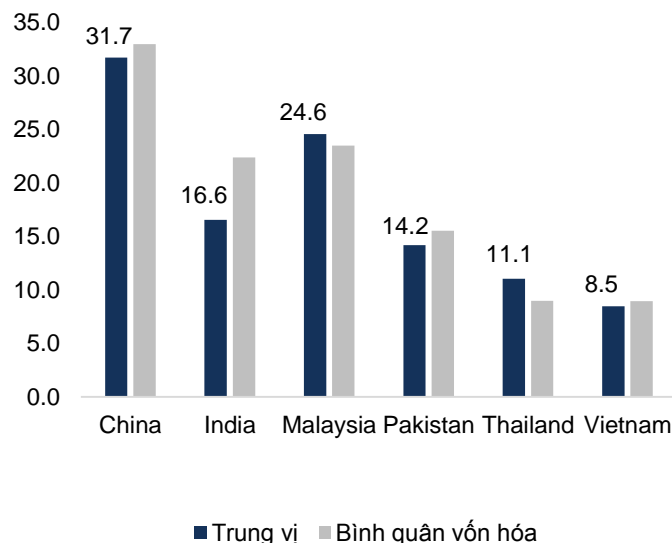
GAS – THEO DÕI

Giá mục tiêu: 77.300 đ/cp

Cho năm 2015, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của GAS sẽ không khả quan so với năm 2014 nếu giá dầu vẫn duy trì ở mức thấp ở mức như hiện nay (đã loại trừ phần thu nhập bất thường khoảng 3.000 tỷ đồng từ EVN). Ước tính với kịch bản cho giá dầu trong năm 2015 được giao dịch ở mức trung bình 60 USD/thùng thì lợi nhuận của GAS giảm 25% so với năm 2014, tương ứng với **doanh thu và LNST lần lượt đạt 62.491 tỷ đồng và 10.539 tỷ đồng**, **EPS 2015F 5.562 đ/cp**. Cơ sở giả định sau:

- Sản lượng cung khí khô vào bờ sẽ tăng nhẹ 3% lên 10,25 tỷ m³ nhờ nhu cầu khí tiêu thụ cho các nhà máy điện vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu trong khi việc có thêm mỏ Thiên Ưng-Đại Hùng và Hàm Rồng-Thái Bình sẽ đi vào hoạt động từ Q.3/2015.
- Kinh doanh khí khô, hoạt động này đóng góp lớn nhất chiếm 67% cơ cấu lợi nhuận gộp của GAS. Có đến 84% sản lượng khí bán cho các nhà máy điện. Trong đó, sản lượng khí trên bao tiêu chiếm khoảng 22% tổng sản lượng cung cấp cho nhà máy điện tại bể Nam Côn Sơn và chiếm khoảng 17% tổng sản lượng cung cấp cho nhà máy điện. Theo lộ trình giá khí trên bao tiêu bán cho các nhà máy điện áp dụng từ 01/01/2014 thì giá khí sẽ dần theo giá thị trường vào đầu năm 2015. Với mức giá dầu Brent còn 60 USD/thùng thì giá bán khí trên bao tiêu chỉ đạt ở mức thấp là 5,01 USD/MMBTU (đã bao gồm phí vận chuyển).
- Kinh doanh LPG là mảng kinh doanh quan trọng thứ 2 của GAS đóng góp khoảng 15% lợi nhuận gộp chỉ đứng sau kinh doanh khí. Mảng hoạt động này chịu tác động trực tiếp theo giá LPG thế giới do tương quan mạnh với giá dầu. Cho năm 2015, ước tính giá LPG chỉ đạt 482 USD/tấn tương quan với giá dầu là 60 USD/thùng.

[Trở lại mục lục](#)

Diễn biến Ngành năm 2014

So sánh PE Ngành theo khu vực


Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

NGÀNH PHÂN BÓN

Tổng quan ngành phân bón 2014

Trong năm 2014, tình trạng cung vượt cầu và xu hướng giảm của giá phân bón tiếp tục diễn ra khi cả nhu cầu và nguồn cung phân bón không có sự thay đổi đáng kể so với năm 2013. Tuy nhiên, đây cũng là năm các quy định của Nhà nước có tác động mạnh mẽ đến hoạt động kinh doanh của các Công ty trong ngành:

- Thông tư 06 về quản lý trọng tải đường bộ ban hành trong tháng 04 đã gây ra tác động lớn đến việc tiêu thụ phân bón của các doanh nghiệp trong ngành khi chi phí vận tải tăng lên đáng kể ảnh hưởng tiêu cực đến việc tiêu thụ phân bón của các Doanh nghiệp.
- Trong tháng 09, Bộ tài chính đã ban hành luật về nâng mức thuế nhập khẩu phân bón đối với mặt hàng Ure từ mức 3% lên 6%, đây là mức thuế trần trong việc tham gia WTO của nước ta. Điều này đã tạo nên rào cản đáng kể đối với phân bón ngoại nhập, dẫn đến lượng phân bón nhập khẩu giảm mạnh so với năm ngoái (sản lượng ure nhập khẩu giảm 68,9%).

Triển vọng ngành 2015

Thuận lợi

- Giá dầu giảm trong năm đã làm giảm chi phí vận tải và một số chi phí khác trong quá trình sản xuất, giúp việc tiêu thụ phân bón trở nên dễ dàng hơn do các Công ty có thêm điều kiện tài chính để hỗ trợ các đại lý.

- Việc Chính phủ nâng mức thuế nhập khẩu từ 3% lên 6% đã mang lại một số lợi thế nhất định cho các doanh nghiệp sản xuất ure so với phân bón nhập khẩu tuy nhiên đây cũng đã là mức trần đối với cam kết khi đàm phán tham gia Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO).

Khó khăn

- Các doanh nghiệp trong ngành tiếp tục đối mặt với tình trạng cạnh tranh khốc liệt đối với lượng phân bón nhập khẩu, hàng nhập khẩu với giá thành rẻ. Trong khi đó Trung Quốc đã thay đổi chính sách thuế đối với mặt hàng phân bón vào thời gian cao điểm làm sản lượng xuất khẩu phân bón của Trung Quốc tăng mạnh làm tăng áp lực đối với thị trường phân bón toàn cầu, trong khi đó Trung Quốc chiếm 50% sản lượng phân bón xuất khẩu của Việt Nam.
- Nhà máy Đạm Ninh Bình và Đạm Hà Bắc dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm nay, dự kiến tổng sản lượng tăng khoảng 17% so với năm 2014, trong khi nhu cầu trong nước vẫn ổn định ở mức 2,2 triệu tấn/năm.
- Quốc hội ban hành luật số 71 về mức thuế VAT mới có ảnh hưởng lớn đến chi phí sản xuất của các công ty trong ngành khi chi phí giá vốn hàng bán tăng mạnh. Mặc dù các công ty trong ngành sẽ chọn phương bán là giảm giá bán thấp hơn mức giảm thuế tuy nhiên điều này cũng ảnh hưởng đến chi phí giá vốn hàng bán của công ty. Vinachem cũng đang trình Quốc Hội để thay đổi về quyết định này, tuy nhiên vẫn chưa có phản hồi.

CƠ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	30/01/2015	(Tỷ đồng)	(đồng)		2014F	2015F	2014	2015F	2014	2015F
DPM	30.900	11.740	33.900	THÊM	8,09%	-	2.888	3.100	10,7	10,9

DPM – THÊM

Giá mục tiêu: 33.900 đ/cp

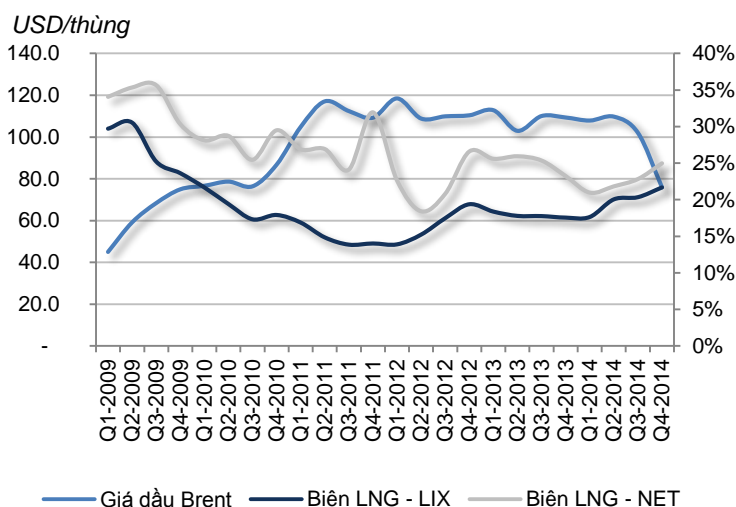
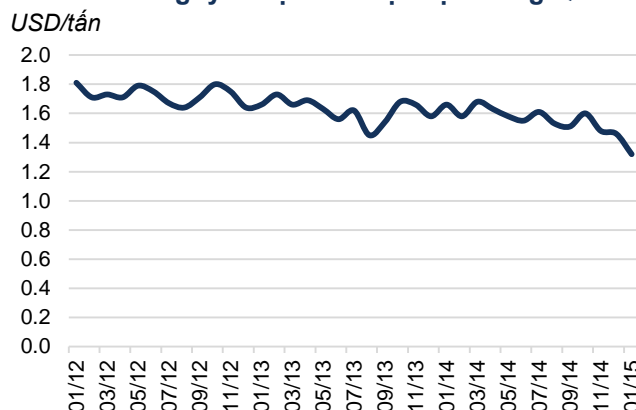
DPM là công ty hoạt động với vị thế đứng đầu trong ngành phân bón với sản phẩm chủ lực là Đạm Phú Mỹ. Thị trường phân bón trong nước đang diễn ra trong sự cạnh tranh gay gắt với tình trạng cung vượt cầu trong khi nguồn cung trong nước không ngừng tăng lên. Mục tiêu hiện tại của DPM là giữ thị phần khoảng 40% cả nước và chuẩn bị thị trường cho các sản phẩm mới là NPK và các sản phẩm hóa chất như: NH₃, UFC85...tuy nhiên từ 2017 trở đi các dự án này mới đi vào hoạt động.

Giá dầu giảm tác động tích cực đến KQKD của công ty. Giá khí đầu vào hiện chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất phân bón của DPM nên việc giá khí dầu khí trên thị trường giảm mạnh đã mang lại tác động tích cực đối với hoạt động kinh doanh của công ty. Trong năm 2015, dựa trên giá dầu Brent bình quân ở mức 70 USD/thùng, giá khí đầu vào của DPM sau khi tăng tariff tăng từ 0,63 lên 0,92 USD/MMBTU là 5,48 USD/MMBTU, giảm 19,2% (yoy) so với mức bình quân 6,74 USD/MMBTU năm 2014 (giá dầu Brent bình quân 2014 là 97 USD/thùng). Đây được xem như là yếu tố tích cực tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Về ảnh hưởng tiêu cực:

- **Chịu ảnh hưởng tiêu cực từ luật thuế mới.** Trong năm 2015, tương tự như các công ty khác trong ngành, công ty cũng sẽ chịu tác động từ luật thuế số 71, khi ước tính mức thiệt hại là khoảng 400 tỷ đồng. Tuy nhiên giá dầu giảm tác động tích cực đến hoạt động kinh doanh của công ty khi.
- **Kế hoạch bảo trì nhà máy.** Trong năm nay, công ty cũng có kế hoạch bảo trì nhà máy 30 ngày nên sản lượng phân bón tiêu thụ sẽ giảm khoảng 5% so với năm 2014.
- **Giá bán dự kiến sẽ giảm từ 8-11%.** Do Luật số 71 về quy định phân bón không thuộc diện chịu thuế VAT (so với mức 5% trước đây) nên sẽ tác động tiêu cực đối với các công ty trong ngành phân bón do không được hoàn thuế VAT đầu vào (bình quân 5-7% tùy công ty). Đối với tác động của luật thuế mới, chúng tôi chia ra 2 trường hợp: **(1).** DPM sẽ giảm giá 5% đúng bằng với mức thuế giảm; **(2).** DPM sẽ chia sẻ khó khăn với khách hàng khi chỉ giảm giá bán 2%. Thêm vào đó trong năm 2015, theo dự báo của Worldbank, giá ure sẽ giảm khoảng 6%. Như vậy dựa trên các kịch bản giá này, giá phân bón DPM sẽ giảm khoảng 8%-11%.

Nhận định. Trong năm 2015, chúng tôi dự báo DPM sẽ đạt từ 1.090-1.217 tỷ đồng LNST, tương ứng EPS đạt từ **2.900-3.200 đ/cp**. Bằng phương pháp định giá DCF, giá mục tiêu năm 2015 của DPM là **33.900 đ/cp**, cao hơn 10.4% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THÊM** đối với cổ phiếu này. Ngoài ra, DPM là công ty hoạt động trong ngành tương đối ổn định, có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đều đặn, với mức chi trả cổ tức là 25%, với tỷ lệ cổ tức trên cổ phần là 8,3% là mức chi trả hấp dẫn so với lãi suất ngân hàng.

NGÀNH GIẶT TẮY
Giá dầu và biên LNG các công ty giặt tẩy

Giá nguyên liệu LAB tại thị trường Qatar


Nguồn: FPTTS tổng hợp

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu	Giá	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ suất cổ tức		EPS		PER	
	30/01/2015	(Tỷ đồng)	(đồng)		2014F	2015F	2014	2015F	2014	2015F
NET	26.000	439,9	-	THEO DÕI	-	-	2.873	-	9,0	-
LIX	32.500	734,4	-	THEO DÕI	4,62%	-	3.739	-	8,7	-
DGC	35.200	1.095,4	-	THEO DÕI	7,10%	-	4.511	-	7,8	-

NET, LIX – THEO DÕI

Về đặc điểm thị trường: P&G và Unilever là một hai doanh nghiệp dẫn đầu thị trường với 90% thị phần tại Việt Nam. Cũng do cấu trúc thị trường độc quyền nhóm nên giá bán lẻ hiện nay hầu như Unilever và P&G dẫn dắt và quyết định, nên giá bán của doanh nghiệp trong nước hầu như phụ thuộc và thấp hơn so với các thương hiệu này. Mặc dù doanh thu các doanh nghiệp trong ngành đều tăng trưởng tốt qua các năm với tốc độ bình quân giai đoạn 2010 – 2014 lần lượt là 13% và 14% đối với NET và LIX nhưng áp lực cạnh tranh đã buộc các doanh nghiệp phải tốn rất nhiều chi phí cho hoạt động quảng cáo và tiếp thị bán hàng nên làm lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp cải thiện hầu như không đáng kể. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế bình quân -13% và 3% lần lượt đối với NET và LIX trong giai đoạn 2010-2014.

Tác động tích cực từ giá dầu: Giá dầu giảm sẽ tạo nên tác động tích cực với KQKD của công ty khi giá nguyên liệu đầu vào LAS của LIX chiếm khoảng 37% về giá trị thành phẩm và chiết xuất từ dầu mỏ nên biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ được cải thiện khi giá dầu tiếp tục duy trì ở mức thấp. Trong năm 2014, giá nguyên liệu LAB trên thị trường thế giới đã giảm 3% khi giá dầu Brent giảm bình quân 9,1%. Với dự báo giá dầu ở mức 57 USD/thùng (dự báo của WB), giảm 43% so với mức bình quân 98,9 USD/thùng trong năm 2014, điều này kỳ vọng sẽ tạo ra sự cải thiện về biên lợi nhuận gộp đối với các công ty trong ngành.

Về rủi ro đầu tư: Rủi ro cạnh tranh là vấn đề cần được quan tâm đối với lĩnh vực hoạt động của công ty khi chi phí bán hàng của LIX và NET luôn tăng cao qua các năm và luôn vượt quá biên lợi nhuận của công ty.

DGC – THEO DÕI

Mặc dù là công ty hoạt động trong ngành chất tẩy rửa tương tự như LIX và NET nhưng đây không phải ngành chủ chốt đối với DGC. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng của công ty trong năm sau khi có những bước đi cải thiện trong hoạt động kinh doanh chính của mình là mảng sản xuất phốt pho vàng.

Về hoạt động kinh doanh chính: DGC hoạt động với 2 mảng kinh doanh chính: (1) Mảng này đóng góp bình quân 80% doanh thu, biên lợi nhuận gộp bình quân 18%, (2) Mảng kinh doanh bột giặt đóng góp từ 10%-15% cơ cấu doanh thu của Công ty. Tuy nhiên mảng bột giặt đang sụt giảm mạnh qua các năm do cạnh tranh rất cao, lợi nhuận rất thấp. Mảng bột giặt công ty doanh thu cao tuy nhiên chi phí bán hàng rất lớn nên có khả năng sẽ ngừng sản xuất. Hiện tại công ty đang hoạt động ở mức cầm chừng.

Về thị trường tiêu thụ sản phẩm hóa chất: Công ty chủ yếu xuất khẩu axit photphoric đi từ photpho vàng, tùy từng thời điểm sẽ xuất khẩu axit photphoric hay phốt pho vàng.

Thị trường tiêu thụ rất đa dạng như: Ấn Độ, Hàn Quốc, Châu Âu nhưng chủ yếu là các khách hàng lớn nước ngoài tại Ấn Độ và Nhật Bản. Photpho vàng tiêu thụ trong nước rất ít, nhưng chủ yếu lại sản xuất ra axit photphoric, sau đó cũng xuất khẩu.

Về kế hoạch phát triển vùng nguyên liệu mới: Về sau đến khoảng cuối 2015 thì DGC có khả năng hoàn toàn tự cung tự cấp apatit do Công ty đã được Thủ tướng đã cấp phép thăm dò, đánh giá trữ lượng để làm mỏ mới ở Lào Cai. Đây là khai trường 25 của chủ yếu khai thác quặng Apatit loại I và III đủ cho công ty sử dụng trong khoảng 20-30 năm.

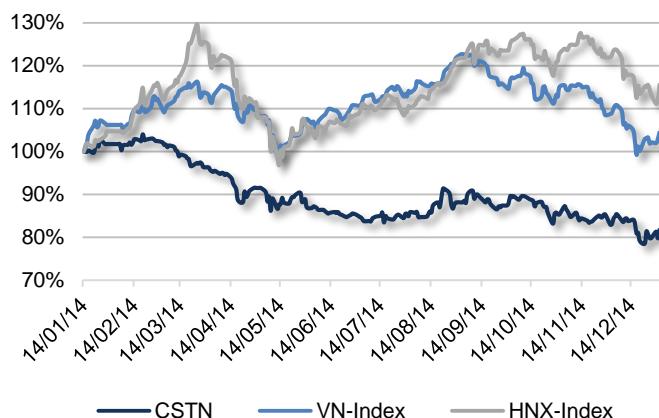
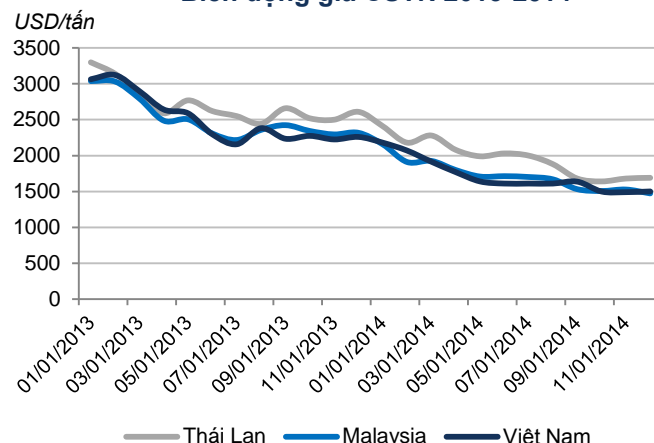
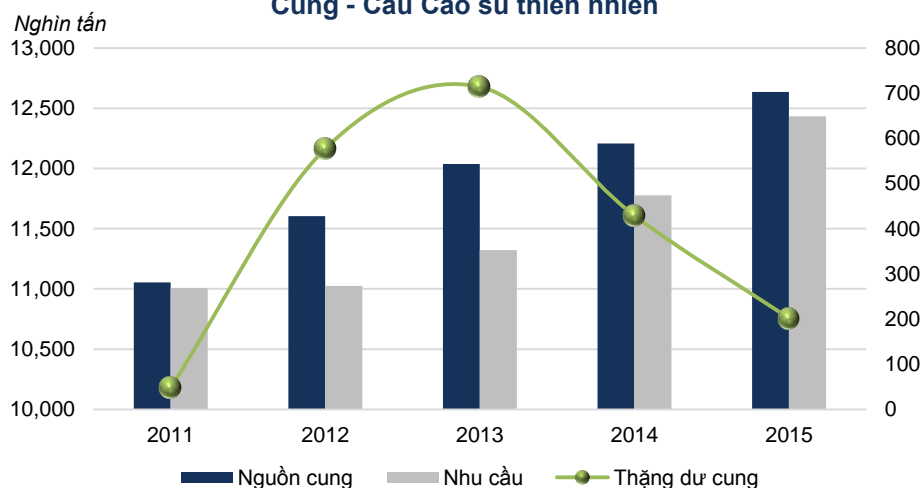
Về kế hoạch nâng công suất nhà máy: Công suất thiết kế photpho vàng khoảng 18.000 tấn, và thực tế công ty đang sản xuất ở mức 22.000 tấn/năm. Công ty có kế hoạch xây thêm 2 lò mới, và sẽ xây dựng trong năm 2015 nhằm nâng công suất lên gấp đôi.

Về KQKD 2014: KQKD năm nay không khả quan như các năm trước chủ yếu là do giá photpho vàng trên thế giới giảm mạnh. Trong 9T-2014, DGC đã đạt 1.206 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 7,2% (yoy) và 106,5 tỷ đồng LNST, giảm 28% (yoy) và EPS đạt 3.200 đ/cp.

Nhận định:

- **Về mặt tích cực:** Trong năm 2015, công ty sẽ có thêm sản phẩm mới là phân lân supephot phát kép. Ngoài ra, cuối năm 2015 công ty sẽ có quyền khai thác tại mỏ apatit mới tăng cường khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào. Trong năm nay, công ty cũng sẽ nâng công suất nhà máy lên gấp đôi, dự kiến sang 2016 mới đưa vào hoạt động.
- **Rủi ro đầu tư:** Giá hóa chất trên thị trường thế giới giảm mạnh cũng là một trong những rủi ro đối với kết quả kinh doanh của công ty.

[Trở lại mục lục](#)

Biến động chỉ số Ngành CSTN và Index

Biến động giá CSTN 2013-2014

Cung - Cầu Cao su thiên nhiên


Nguồn: Bloomberg, , IRSG, FPTS tổng hợp

TÌNH HÌNH NGÀNH CSTN NĂM 2014

- Giá cao su thiên nhiên sụt giảm mạnh (30-33% tùy sản phẩm) làm ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết.
- Toàn Ngành sản lượng xuất khẩu giảm 0,6% nhưng giá trị xuất khẩu giảm đến 28,1% so với mức thực hiện năm 2013.
- Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 111/2014/TT-BT giảm thuế xuất khẩu CSTN xuống còn 0%. Miễn thuế TNCN cho cá nhân, hộ gia đình kinh doanh trồng cao su. Đây là biện pháp giúp chia sẻ khó khăn cho các doanh nghiệp trong Ngành nói chung và các doanh nghiệp niêm yết nói riêng trong hoạt động kinh doanh và xuất khẩu CSTN.

TRIỂN VỌNG NGÀNH CSTN NĂM 2015**Thuận lợi**

- Thái Lan vừa thông qua việc chi ngân sách 284 triệu USD nhằm tăng tiêu thụ CSTN trong nước và chi 181 triệu USD cho việc duy trì kho dự trữ để trợ giá cao su cho Ngành.
- Cả 3 quốc gia Thái Lan, Malaysia và Indonesia đã ngồi lại với nhau thống nhất sẽ giữ giá CSTN quanh mức 1.500 USD/tấn, không cho giảm xuống nữa và dự kiến trong 18 tháng tới sẽ thành lập sàn giao dịch mặt hàng này giúp tạo thanh khoản và trợ giá cho CSTN.

Khó khăn

Giá CSTN dự báo sẽ tiếp tục chịu áp lực và khó có sự phục hồi mạnh trong năm 2015 bởi các lý do sau:

- Giá dầu vừa qua giảm mạnh và chưa thấy khả năng phục hồi. Trong khi đó giá CSTN có xu hướng biến động đồng biến với giá dầu.
- Trung Quốc – thị trường xuất khẩu CSTN lớn nhất của Việt Nam (chiếm 43-45% giá trị xuất khẩu) đang đối mặt với việc kinh tế tăng trưởng chậm, cụ thể là chỉ số PMI giảm xuống mức thấp nhất trong 6 tháng qua. Đặc biệt là vừa qua Trung Quốc vừa ra quy định tăng thuế nhập khẩu CSTN từ 117 - 194 USD/tấn lên mức 258 USD/tấn (tăng 33 -121%) tùy từng mặt hàng. Điều này sẽ là rào cản rất khó khăn cho các doanh nghiệp trong Ngành. *(Đối với các doanh nghiệp niêm yết, hầu như không có xuất khẩu trực tiếp qua Trung Quốc mà chỉ bị ảnh hưởng gián tiếp với mức độ nhẹ thông qua hoạt động Ủy thác xuất khẩu cho Tập đoàn như sau: PHR (3% doanh thu); DPR (4% doanh thu); TRC (12% doanh thu)).*
- Chênh lệch cung-cầu dự báo tiếp tục ở mức cao khoảng 418.000 tấn trong năm 2015. Theo The Rubber Economist Ltd. thì trữ lượng lưu kho trong năm 2015 sẽ lên mức 4,33 triệu tấn (tăng 14% so với 2014).

Theo chúng tôi các biện pháp mà 3 quốc gia Thái Lan, Malaysia và Indonesia đang thực hiện là rất tích cực tuy nhiên đây chỉ là những biện pháp kỹ thuật nhằm trợ giá cho CSTN. Trong khi đó, trước tình hình giá dầu đã giảm mạnh và xoay quanh mức thấp như hiện nay; các nền kinh tế lớn như Trung Quốc, Nhật đang khó khăn sẽ tiếp tục gây áp lực lớn lên nhu cầu tiêu thụ CSTN. Vì vậy, các biện pháp trên chỉ có tính chất hỗ trợ và có thể kìm hãm không cho giá CSTN giảm mạnh nữa và rất khó giúp cho giá CSTN phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ trở lại.

Đánh giá về nhu cầu tiêu thụ CSTN trong nước: việc tăng công suất của nhà máy Găng tay VRG Khải Hoàn (từ 1,2 tỷ chiếc lên 3,2 tỷ chiếc); DRC và CSM gia tăng sản lượng sản xuất lốp Radial; Kumho Tires mở rộng công suất nhà máy từ 3,15 triệu lốp/năm lên 6,3 triệu lốp/năm; nhà máy Bridgestone đưa vào hoạt động nhà máy lốp công suất khoảng 5,8 triệu lốp/năm (giai đoạn 1). Với năng lực sản xuất tăng thêm từ các nhà máy này thì nhu cầu tiêu thụ CSTN nội địa có khả năng tăng thêm khoảng 433.000 tấn/năm. Điều này giúp tăng thanh khoản cho CSTN trong nước khi mà mức tiêu thụ nội địa vẫn còn chiếm tỷ trọng thấp trong tổng sản lượng sản xuất (15-17%).

Khuyến nghị đầu tư: Kém khả quan

[Trở lại mục lục](#)

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào trong danh mục khuyến nghị.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, Bến Thành Time Square
136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1,
Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888