

# Báo cáo chiến lược

# 2014

## Tôn Minh Phương

Trưởng phòng cao cấp  
[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:phuong.ton@vcsc.com.vn)

## Michel Tosto

Giám đốc Dịch vụ Cổ phiếu & Trái phiếu -  
Khách hàng tổ chức  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

## Chúng tôi lạc quan!

Bất chấp những khó khăn hiện tại giống như các nước khác đang phải đương đầu, chúng tôi cho rằng Việt Nam đang gặp rất nhiều thuận lợi, đặc biệt là so với các thị trường trong khu vực. Nền kinh tế vĩ mô hoàn toàn ổn định, cùng với các công ty đang tăng trưởng, cổ tức cao, định giá hợp lý khiến Việt Nam trở nên hấp dẫn đối với mọi nhà đầu tư.

### Tổng kết tình hình chung

Chúng tôi lạc quan về tình hình Việt Nam năm 2014 vì nhiều lý do, nhưng dưới đây là các lý do mà chúng tôi cho là quan trọng nhất:

**Tăng trưởng lợi nhuận, cổ tức, tăng mức định giá, cổ phiếu giá rẻ** - Tăng trưởng EPS đạt 12% trong khi lợi suất cổ tức đạt 6% và tăng mức định giá 10% (nhờ phần bù rủi ro giảm và đồng nội tệ ổn định) nên chúng tôi đưa ra tỷ lệ hoàn vốn trung bình 28% đối với các mã chúng tôi theo dõi.

**GDP tăng** – Chúng tôi ước tính tăng trưởng GDP năm 2014 đạt 5,7%, cao hơn so với mức 5,4% năm 2013 nhờ chi tiêu vào cơ sở hạ tầng, FDI dồi dào, nền kinh tế thế giới cải thiện, xuất khẩu tăng, sản xuất mạnh và tiêu dùng khởi sắc.

**Tình hình vĩ mô ổn định** – Cán cân thanh toán dương, tiền đồng Việt Nam là đơn vị tiền tệ ổn định thứ hai tại Châu Á trong vòng hai năm qua và lạm phát vừa phải cho thấy nền kinh tế đang ở giai đoạn chuyển mình.

**Nhiều sự kiện sẽ diễn ra** – Tăng room tối đa cho khối ngoại, Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương, cải tổ doanh nghiệp nhà nước, các đợt phát hành lần đầu ra công chúng, VAMC sẽ mua lại nợ xấu – tất cả những điều này sẽ đóng góp vào đà tăng chung, dù chúng tôi chưa đưa các yếu tố trên đây vào diễn biến của chỉ số VNI.

**Các mã chúng tôi khuyến nghị mua** – Dầu khí, cơ sở hạ tầng, dịch vụ cảng, tiện ích, vật liệu cơ bản, BĐS, một số mã công nghiệp. Các mã ngân hàng có thể diễn biến tích cực hơn nếu Thông tư 02 được điều chỉnh. Nhìn chung, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với mã dẫn đầu mỗi ngành.

### Nội dung báo cáo:

- Tổng kết khuyến nghị
- Các yếu tố thúc đẩy thị trường năm 2014 và trong tương lai
- Các mã được khuyến nghị và triển vọng từng ngành
- Phụ lục - Thảo luận về:
  - Tăng room tối đa cho khối ngoại
  - Bội chi ngân sách và chi tiêu vào cơ sở hạ tầng sẽ giúp tăng GDP
  - Các đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng và tư nhân hóa doanh nghiệp
  - Tập trung vào kinh doanh cốt lõi và hợp nhất
  - VAMC – Không hoàn hảo nhưng cần thiết
  - Các quỹ mở và ETF nội địa
  - Đẩy mạnh chương trình nhà ở xã hội và nhà ở cho người thu nhập thấp

## Tổng kết khuyến nghị

	Vốn hóa triệu USD	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	Đánh giá*	Giá MT 12T	
		2013	2014	2015						
<b>Dầu khí</b>										
Khí hóa lỏng Miền Nam	PGS	53	-9%	37%	15%	4,1%	4,5	0,9	MUA	36.000
PP Khí thấp áp DKVN	PGD	72	14%	6%	11%	5,4%	5,5	1,1	MUA	45.600
TCT Khí Việt Nam	GAS	5.940	9%	18%	20%	7,7%	9,7	2,8	OP	73.700
CNG Việt Nam	CNG	42	-18%	35%	-4%	11,0%	5,2	1,9	OP	33.000
Khoan và DV Khoan DK	PVD	788	39%	-5%	-8%	2,5%	9,7	1,2	OP	67.000
Phân bón và HCDK	DPM	741	-12%	-6%	-20%	11,0%	6,3	1,3	MP	45.300
<b>BDS</b>										
ĐTXD Bình Chánh	BCI	66	-48%	10%	NA	5,0%	13,9	0,8	MUA	23.900
Địa ốc Đất Xanh	DXG	30	-13%	0%	NA	NA	7,8	1,0	MUA	15.300
ĐTPT Xây dựng	DIG	86	11%	-3%	NA	NA	63,0	0,8	MP	12.500
Nhà Khang Điền	KDH	29	NA(**)	NA(**)	NA	NA	34,2	0,6	MP	12.600
Đầu tư Nam Long	NLG	77	-1%	46%	NA	NA	44,7	1,3	MP	19.400
Nhà Thủ Đức	TDH	25	-58%	-20%	NA	NA	46,6	0,4	MP	13.100
<b>Thép</b>										
Tập đoàn Hòa Phát	HPG	804	93%	11%	0%	5%	7,9	1,6	OP	45.300
<b>Đa ngành nghề</b>										
Hoàng Anh Gia Lai	HAG	715	95%	10%	186%	0,0%	17,0	1,0	MUA	29.400
Tập đoàn Masan	MSN	2.961	-3%	165%	31%	0,0%	18,5	4,3	MP	89.000
Cơ điện lạnh	REE	345	52%	-30%	3%	5,4%	7,1	1,5	MP	31.500
<b>Hàng tiêu dùng</b>										
Vinamilk	VNM	5.491	22%	12%	15%	2,1%	14,5	4,7	MUA	171.000
Dược Hậu Giang	DHG	347	26%	9%	15%	2,2%	10,7	2,8	MP	124.000
Kinh Đô	KDC	398	31%	2%	2%	4,0%	17,5	1,6	MP	48.000
Vàng bạc Đá quý PN	PNJ	109	-26%	22%	17%	7,5%	9,6	1,6	MP	31.700
<b>Ngân hàng</b>										
Ngân hàng Quân đội	MBB	681	-3%	6%	11%	9,6%	5,2	0,9	MUA	15.300
Ngân hàng Á Châu	ACB	697	75%	9%	9%	4,4%	9,8	1,1	MP	14.240
Vietinbank	CTG	2.520	-21%	0%	8%	0,0%	8,7	1,0	MP	15.300
Eximbank	EIB	735	-47%	13%	9%	4,8%	12,8	1,1	MP	11.860
Vietcombank	VCB	2.924	-3%	11%	8%	4,5%	13,1	1,4	MP	24.380
Sacombank	STB	1.006	105%	1%	10%	4,7%	10,2	1,3	UP	15.000
<b>Cao su tự nhiên</b>										
CS Đồng Phú	DPR	100	-28%	-6%	-11%	7%	4,9	0,9	OP	54.000
CS Tây Ninh	TRC	59	-29%	-8%	-12%	7%	4,6	0,9	OP	50.000
CS Phước Hòa	PHR	112	-40%	-13%	-12%	10%	5,7	1,1	MP	30.000
<b>Phân phối</b>										
Petrosetco	PET	70	-7%	15%	15%	8,0%	7,3	1,1	MP	21.000
<b>Sâm lốp</b>										
CS Miền Nam	CSM	114	23%	10%	22%	0%	7,3	1,5	MP	36.500
CS Đà Nẵng	DRC	158	12%	1%	25%	4,2%	9,5	1,9	MP	39.700
<b>Đường</b>										
Đường Bourbon	SBT	84	-31%	-15%	34%	17%	10,5	1,3	MP	11.700
Mía đường Lam Sơn	LSS	27	15%	-19%	71%	10%	18,0	0,6	MP	12.000
<b>Trung bình</b>			<b>8,3%</b>	<b>5,6%</b>	<b>16,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>14,1</b>	<b>1,4</b>		
<b>Trung bình (không tính NH và BDS)</b>			<b>10,7%</b>	<b>12,3%</b>	<b>18,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>9,7</b>	<b>1,7</b>		

Nguồn: Dự báo của VCSC, 31/12/2013

\* MP = Market Perform – Phù hợp thị trường/Nắm giữ; UP = Underperform – Kém khả quan; OP = Outperform – Khả quan

\*\* NA : Không thống kê do lợi nhuận ròng chuyển từ dương năm 2012 sang âm năm 2013 và dương trở lại trong năm 2014



## Các yếu tố thúc đẩy thị trường năm 2014 và trong tương lai

### Các yếu tố cơ bản – tỷ lệ hoàn vốn 22%, 28% tính cả cổ tức

- **Tăng trưởng lợi nhuận** – Chúng tôi ước tính tăng trưởng EPS bình quân của tất cả các mã chúng tôi theo dõi đạt 12% trong năm 2014 (không tính ngân hàng và BĐS) nhờ tăng trưởng tự nhiên và không phải từ mua lại cổ phiếu.
- **Tăng mức định giá** – Nhờ lạm phát tương đối thấp và tiền đồng Việt Nam là một trong những đơn vị tiền tệ ổn định nhất Châu Á trong hơn hai năm qua, chúng tôi cho rằng phần bù rủi ro sẽ thấp hơn so với thông thường. Thực tế, chúng tôi đã hạ phần bù rủi ro từ 8% xuống 7% trong mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền. Chúng tôi tin vào tăng mức định giá 10%, nâng PE 12 tháng qua của chỉ số VNI từ 12.6 lần lên 13.9 lần, và PE các mã chúng tôi theo dõi (không tính ngân hàng và BĐS) từ 9,7 lần lên 10,7 lần.
- **Cổ tức cao** – Các công ty Việt Nam thường trả cổ tức cao hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực, và chúng tôi cho rằng năm tình hình 2014 sẽ khả quan hơn, đặc biệt là ngành dầu khí vì Chính phủ đang tìm nguồn thu để bù đắp cho bội chi ngân sách. Nếu tính cả cổ tức, tỷ lệ hoàn vốn đạt 17%.
- **Định giá hấp dẫn ngoài nhóm các mã có giá trị vốn hóa lớn** – Khoảng 1/3 trong số trên 700 mã niêm yết có PE nằm giữa 6 lần và 7 lần, giao dịch thấp hơn so với giá trị sổ sách, và nhiều mã có lợi suất cổ tức đạt trên 9%. Một số mã thậm chí còn có tổng lượng tiền mặt ròng gần bằng giá trị vốn hóa.
- **Mua** – Các mã dầu khí, cơ sở hạ tầng, dịch vụ cảng, tiện ích, vật liệu cơ bản, BĐS, một số mã công nghiệp. Các mã ngân hàng có thể diễn biến tích cực hơn nếu Thông tư 02 được điều chỉnh.

### Các yếu tố vĩ mô – Hỗ trợ quan điểm cơ bản của chúng tôi

- **GDP tăng** – Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP đạt 5,7% trong năm 2014, cao hơn so với mức 5,4% năm 2013 nhờ:
  - i) **Chi tiêu vào cơ sở hạ tầng** – Do bội chi ngân sách của Chính phủ tăng.
  - ii) **Xuất khẩu tăng** – Chúng tôi dự báo tăng trưởng xuất khẩu lên gần 20% trong năm 2014 từ mức 15,4% năm 2013. Phần lớn tăng trưởng thuộc về các doanh nghiệp có vốn FDI (chiếm 66%), đặc biệt là trong lĩnh vực điện tử, hiện đạt 30,2 tỷ USD (tương đương 25% kim ngạch xuất khẩu) so với mức 4,2 tỷ USD năm 2011.
  - iii) **FDI dồi dào** – bắt nguồn từ chiến lược Trung Quốc+1 mạnh mẽ hơn bao giờ hết, đặc biệt là từ Nhật Bản, và phần lớn được rót vào sản xuất (61% năm 2007), tăng 10% lên 12,5 tỷ USD trong năm 2013.
  - iv) **Nền kinh tế thế giới phục hồi** – Điều này sẽ hỗ trợ nhu cầu tại nước ngoài và tăng trưởng xuất khẩu.
  - v) **Tiêu dùng tăng** – Dù mức tăng không nhiều với ước tính sơ bộ cho thấy mức lương trung bình chỉ tăng hơn 1%-2% so với lạm phát.
  - vi) **Sản xuất mạnh mẽ** - Chỉ số PMI do HSBC đưa ra tăng mạnh lên 51,8 điểm trong tháng mười hai, cho thấy toàn bộ số vốn FDI đổ vào sản xuất đang mang lại kết quả.



- **Tình hình vĩ mô ổn định** – Tại Diễn đàn Doanh nghiệp Việt Nam gần đây nhất, các thách thức về kinh tế vĩ mô không còn là một vấn đề nữa và các cuộc thảo luận tiếp tục tập trung vào cải cách. Chúng tôi cho rằng trong năm 2014 quản lý kinh tế sẽ tiếp tục theo hướng chặt chẽ. Chúng tôi lạc quan về các điểm sau:
  - i) **Cán cân thanh toán dương** – Nhờ FDI và kiều hối dồi dào, và cán cân thương mại thặng dư nhẹ.
  - ii) **Đồng nội tệ ổn định** – Nhờ cán cân thanh toán thặng dư giúp tăng cường dự trữ ngoại hối. Cũng cần lưu ý là tiền đồng Việt Nam là một trong những đơn vị tiền tệ ổn định nhất châu Á trong hơn hai năm qua, chỉ sau đô-la Hồng Kông và nhân dân tệ.
  - iii) **Lạm phát vừa phải** – Chúng tôi cho rằng chỉ số CPI sẽ tăng nhẹ trong năm 2014, chủ yếu do chi tiêu vào cơ sở hạ tầng và giá cả hàng hóa nguyên liệu tăng, nhưng chúng tôi cho rằng lạm phát có thể được khống chế ở mức 7%, tránh việc tăng đột biến.

### **Các yếu tố mang tính sự kiện – Thúc đẩy hơn nữa**

Có một số yếu tố thúc đẩy mang tính sự kiện, phần lớn là của Chính phủ, có thể làm tác nhân kích thích nền kinh tế và thị trường. Tuy việc thực hiện những biện pháp này không phải bao giờ cũng đúng như dự kiến hay được đảm bảo, nhà đầu tư cũng cần chú ý theo dõi.

- **Tăng room tối đa cho khối ngoại** – Chúng tôi cho rằng việc tăng room cho khối ngoại, tuy bị trì hoãn nhưng sẽ được thông qua vào năm 2014. Chúng tôi cho rằng phần room tăng thêm sẽ không đồng nhất đối với tất cả các ngành, và một số ngành có thể sẽ không được tăng room. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này sẽ thúc đẩy các hoạt động M&A tăng mạnh, đặc biệt là đối với các mã có giá trị vốn hóa nhỏ và vừa. Ngoài ra, thị trường vẫn thảo luận về việc cho phép chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết NVDR.
- **Các đợt phát hành lần đầu ra công chúng và bán lại cổ phiếu** – Việc chậm cải tổ doanh nghiệp nhà nước từ lâu đã là điểm yếu của Việt Nam, hạn chế tiềm năng tăng trưởng GDP. Các tuyên bố gần đây cho thấy Chính phủ đã đưa hướng dẫn mạnh mẽ kế hoạch này và chúng tôi cho rằng một phần sẽ được thực hiện. Thực tế, Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) gần đây đã công bố danh sách gồm nhiều doanh nghiệp mà SCIC sẽ thoái vốn (vui lòng xem trang 10). Cũng sẽ có nhiều đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng trong năm 2014-2015.
- **Hiệp định Hợp tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP)** – Hiệp định này thực sự có thể góp phần thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu, đặc biệt là dệt may, vì Việt Nam là một trong những nền kinh tế mở nhất trong khu vực (xuất khẩu chiếm 79% GDP).
- **Gói hỗ trợ BĐS** – Dù chương trình ban đầu còn rất chậm, hiện đã có ý kiến về việc nới lỏng các tiêu chuẩn và đẩy mạnh giải ngân. Ngoài ra, lãi suất cho vay vừa được cắt giảm từ 6% xuống 5%.
- **VAMC, hay “ngân hàng nợ xấu” của Việt Nam** – Đã được thành lập, và nhiều người cho rằng VAMC không hiệu quả khi chỉ hoán đổi nợ xấu bằng trái phiếu của VAMC với giá trị bằng 0 khi đáo hạn. Tuy nhiên, VAMC sẽ cho phép ngân hàng khấu hao lỗ từ việc tăng dự phòng năm 2014 nếu Thông tư 02 được thông qua, và điều này không phải là vấn đề nhỏ.
- **Quỹ mở và ETF của Việt Nam** – Trong khi các quy định cho phép các sản phẩm này vẫn còn trong giai đoạn dự thảo, chúng tôi cho rằng sẽ có một số sản phẩm được đưa ra trong năm 2014 mà trong dài hạn sẽ hướng dòng vốn của nhà đầu tư cá nhân chảy vào cổ phiếu và trái phiếu thay vì vàng, USD và BĐS.
- **Nâng xếp hạng từ thị trường cận biên lên mới nổi** – Đây là một yếu tố thúc đẩy trong dài hạn vì vẫn chưa rõ khi nào MSCI sẽ nâng xếp hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi,

nhưng nếu xảy ra, đây sẽ là một chuyển biến lớn. Chúng tôi cho rằng Việt Nam cần tăng sở hữu tối đa cho khối ngoại trước khi điều này thành hiện thực.

### Các rủi ro chính

- **Lạm phát từ bên ngoài** – Việt Nam dễ chịu tác động của những biến động lớn từ bên ngoài, nhất là các mặt hàng như nhiên liệu và thực phẩm. Vì nền kinh tế thế giới phục hồi, có thể giá hàng hóa sẽ tăng trở lại, gây ra bất ổn về mặt vĩ mô và khiến việc giảm lãi suất khó khăn hơn.
- **Cắt giảm QE** – Tùy theo việc cắt giảm QE được thực hiện thế nào, có lo ngại cho rằng điều này có thể khiến các quỹ ETFs tại Việt Nam (cụ thể là Van Eck Vietnam ETF và DB X-Tracker) sẽ giảm lượng chứng chỉ quỹ vì các khách hàng sẽ chuyển dịch tài sản sang nơi khác, có thể gây ra lực bán mạnh vì ảnh hưởng của các quỹ ETF của Việt Nam khá lớn.
- **Ngân hàng** – NHNN Việt Nam hiện đang xem xét sửa đổi Thông tư 02 về việc buộc các ngân hàng ghi nhận nợ xấu theo tiêu chuẩn quốc tế, trước khi Thông tư có hiệu lực vào ngày 01/06/2014. Chúng tôi cho rằng Thông tư 02, dù nhận được sự ủng hộ, cũng sẽ hạn chế tăng trưởng tín dụng, một điều mà NHNN không trông đợi. Kết quả sửa đổi sẽ mang tính quyết định đối với ngành ngân hàng và nền kinh tế.
- **Các chính sách kinh tế vĩ mô không còn đủ thận trọng** – Việc tăng bội chi ngân sách để đẩy mạnh chi tiêu vào cơ sở hạ tầng được xem là có cơ sở. Việc đẩy mạnh chi tiêu tài khóa hơn nữa, điều có thể xảy ra nếu tăng trưởng GDP không đạt mục tiêu, nhiều khả năng sẽ không hiệu quả và gây ra áp lực về ngân sách và lạm phát.



## Dự báo kinh tế 2014

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	Nguồn
<b>Tăng trưởng so với 2013</b>							
Tăng trưởng GDP	5,4	6,4	6,2	5,2	5,4	5,7	TCTK, VCSC
Tăng trưởng xuất khẩu	(8,9)	26,5	34,2	18,2	15,4	19,0	TCTK, VCSC
Lạm phát	6,5	11,7	18,1	6,8	6,0	7,1	TCTK, VCSC
<b>%</b>							
Khấu hao ngoại hối	0,0	9,1	10,0	2,0	1,0	1,0	NHNN, VCSC
Lãi suất cho vay	16,4	20,5	20,0	14,0	10,5	10,0	NHNN, VCSC
Tỷ lệ thất nghiệp	3,2	2,7	2,0	2,0	2,2	2,0	TCTK, VCSC
<b>Tỷ USD</b>							
GDP	106,0	115,9	135,5	155,8	170,0	200,0	TCTK, VCSC
FDI	10,0	10,0	11,0	10,5	11,5	12,5	Cục ĐTNN, TCTK, VCSC
Dự trữ ngoại hối	16,2	12,4	9,0	23,0	38,0	48,0	NHNN, VCSC
Cán cân thương mại	(12,0)	(12,0)	(8,9)	0,8	0,9	1,5	TCTK, VCSC
<b>% so với GDP</b>							
Xuất khẩu	53,8	62,1	70,8	73,4	78,8	75,4	TCTK, VCSC
FDI	9,4	8,6	8,1	6,7	6,8	6,3	Cục ĐTNN, TCTK, VCSC
Dự trữ ngoại hối	15,3	10,7	6,6	14,8	22,4	25,0	NHNN, VCSC
Bội chi ngân sách	6,9	5,8	4,9	4,8	5,3	5,3	Bộ TC, VCSC
Nợ Chính phủ	41,9	44,6	43,2	43,3	43,7	44,2	Bộ TC, VCSC
Nợ công	52,6	56,3	54,9	55,7	56,2	56,8	Bộ TC, VCSC
Nợ nước ngoài (% so với GNI)	39,0	42,2	41,5	41,1	41,5	41,9	Bộ TC, VCSC

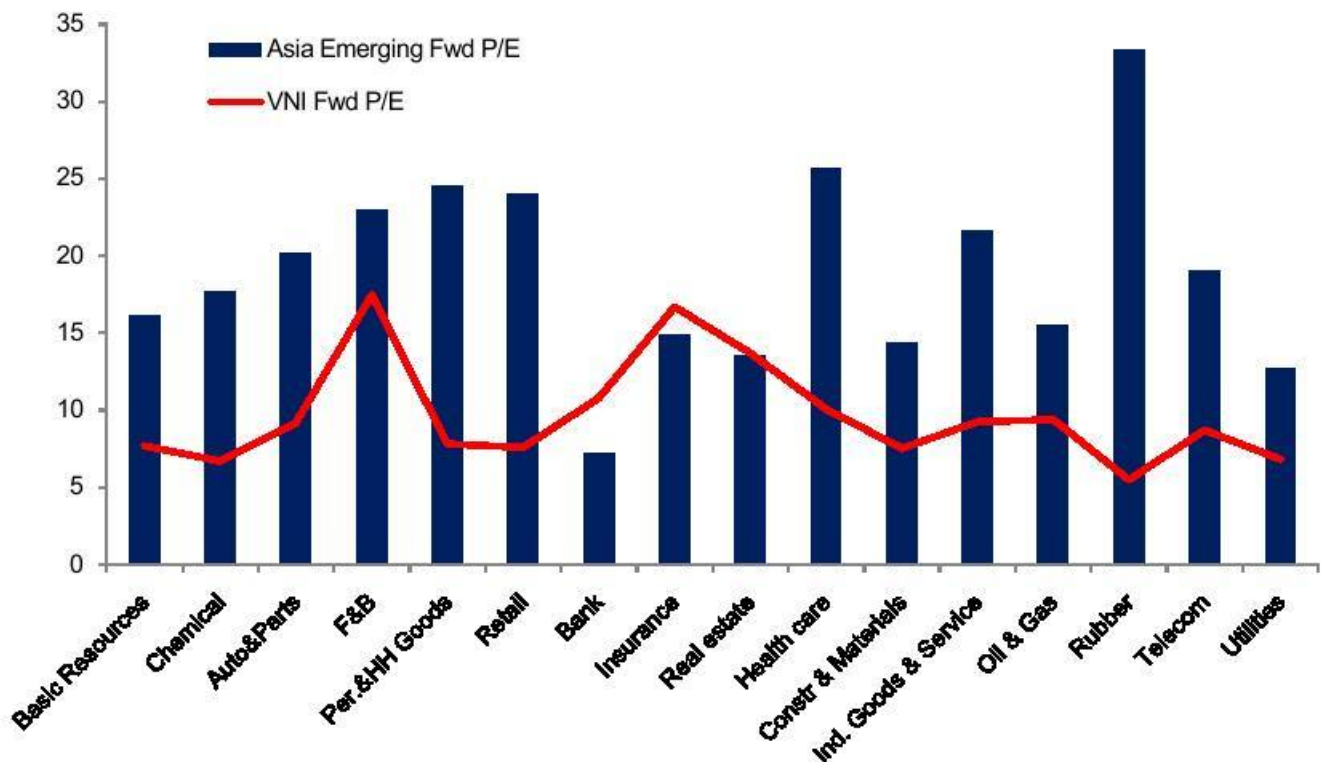
\* Nguồn: Như chú thích trong bảng

**Cổ tức và lãi suất thực cao hơn, PE thấp hơn và tăng trưởng ở mức tốt**

	Lợi suất cổ tức (%)	CPI yoy, T11	Lợi suất TP 10 năm	Lãi suất thực	PE 2013	PE 2014	Tăng trưởng EPS	PB
Pakistan	5,7	10,9	12,8	1,9	9,8	7,8	26,3%	1,8
<b>Việt Nam</b>	<b>4,1</b>	<b>5,8</b>	<b>9,0</b>	<b>3,2</b>	<b>12,6</b>	<b>10,5</b>	<b>19,7%</b>	<b>1,8</b>
Thái Lan	3,4	1,9	4,2	2,3	14,5	11,6	24,7%	2,0
Hong Kong	3,3	4,3	2,3	-2,0	10,6	10,3	2,5%	1,5
Singapore	3,3	2,6	2,6	-0,0	13,6	13,9	-2,3%	1,4
Malaysia	3,3	2,9	3,6	0,7	18,0	16,4	9,8%	2,4
Trung Quốc	2,4	3,0	4,6	1,6	11,1	8,9	24,8%	1,6
Philippines	2,4	3,3	3,2	-0,1	17,4	16,3	7,0%	2,5
Indonesia	2,2	8,3	8,6	0,3	19,6	12,8	53,1%	2,4
Ấn Độ	1,5	11,2	8,9	-2,4	17,9	15,6	14,7%	2,6
Nhật Bản	1,3	1,5	0,7	-0,8	23,5	20,9	12,5%	1,8
Hàn Quốc	1,2	1,2	3,6	2,4	17,0	-	-	1,2

Nguồn: Bloomberg

**Phần lớn các ngành đều có PE dự phóng thấp hơn**



Nguồn: Bloomberg

## Tiền đồng Việt Nam là một trong những đơn vị tiền tệ ổn định nhất trong hai năm qua

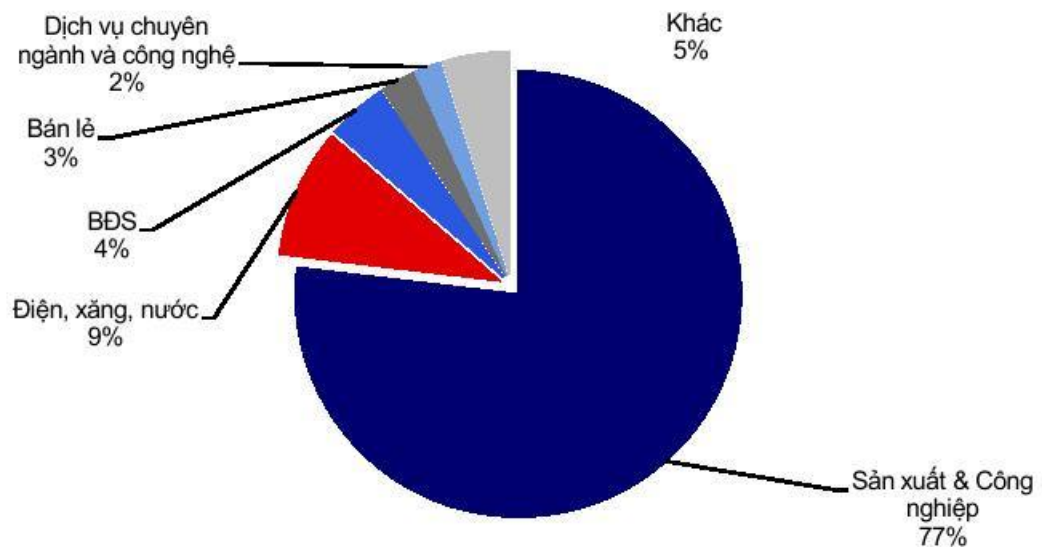
- Mức biến động hàng ngày thấp hơn so với đơn vị tiền tệ của các nước khác, trừ đô-la Hồng Kông và nhân dân tệ.
- Chênh lệch tuyệt đối giữa mức đỉnh và mức đáy thấp hơn so với đồng nội tệ các nước khác, trừ đô-la Hồng Kông.

So với USD	Biến động % hàng ngày từ 01/06/2011			Chênh lệch tuyệt đối mức đáy và mức đỉnh kể từ 01/06/2011		
	Đáy	Đỉnh	Chênh lệch	Đáy	Đỉnh	Chênh lệch
KRW	-2,5%	4,5%	7,0%	1.048	1.212	15,6%
MYR	-2,4%	1,8%	4,2%	2,94	3,33	13,3%
<b>CNY</b>	-1,1%	0,9%	<b>2,0%</b>	6,05	6,48	7,1%
THB	-2,2%	1,3%	3,5%	28,62	33,03	15,4%
PHP	-1,2%	1,6%	2,8%	40,52	44,71	10,3%
IDR	-2,1%	3,0%	5,1%	8.461	12.235	44,6%
<b>VND</b>	-1,1%	1,0%	<b>2,2%</b>	20.419	21.241	<b>4,0%</b>
PKR	-1,2%	1,5%	2,7%	85,54	108,58	26,9%
<b>HKD</b>	-0,1%	0,2%	<b>0,3%</b>	7,75	7,81	<b>0,7%</b>
SGD	-1,4%	2,7%	4,1%	1,20	1,31	9,6%
INR	-2,1%	3,3%	5,4%	44,05	68,15	54,7%
JPY	-3,5%	3,5%	7,0%	75,82	105,39	39,0%

Nguồn: Bloomberg

## FDI tập trung vào sản xuất – Thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu tương lai

FDI đăng ký trong năm 2013 của một số lĩnh vực

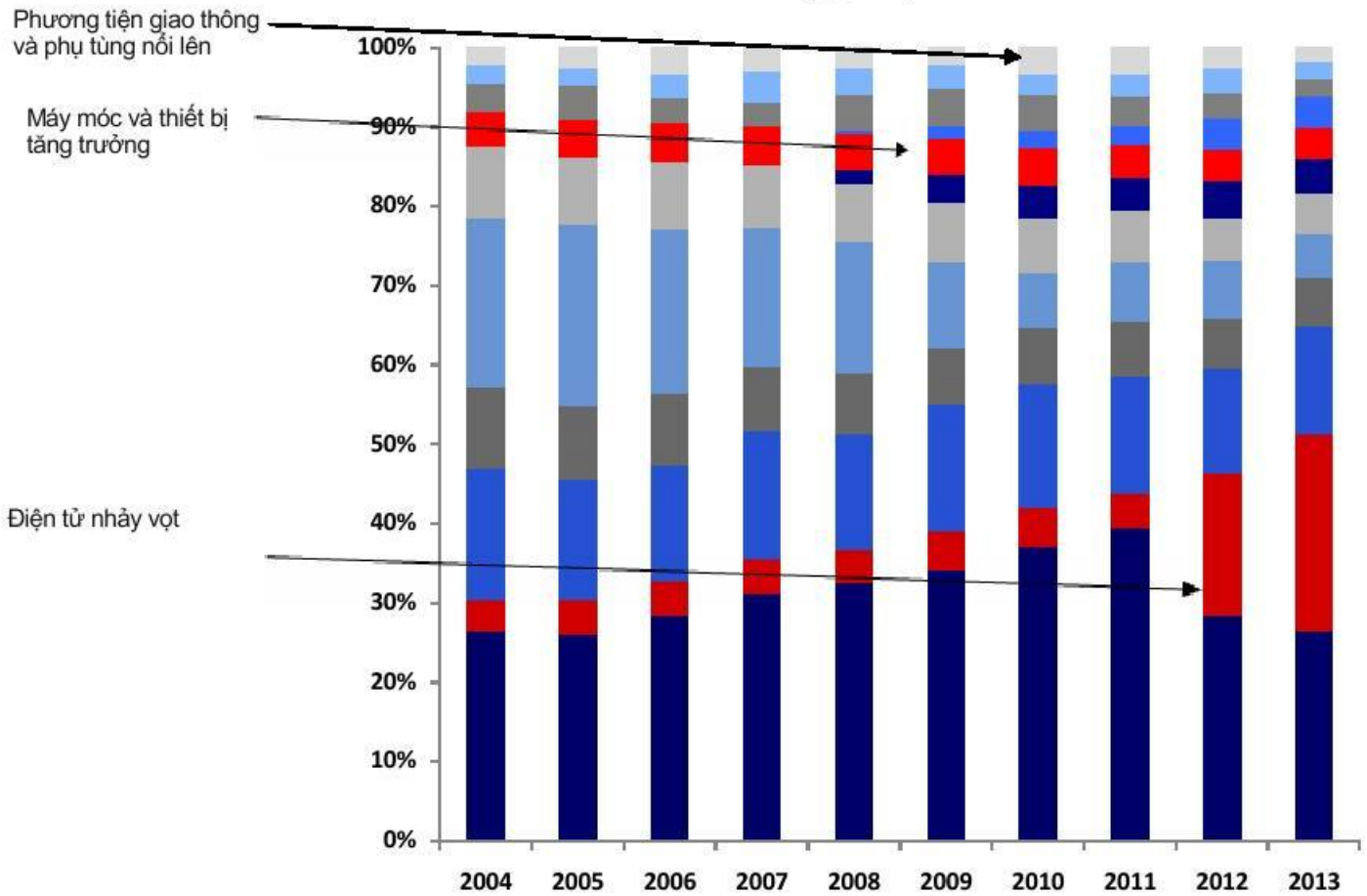


Nguồn: TCTK, VCSC



**Xuất khẩu điện tử tăng mạnh trong năm 2012 cùng với các ngành giá trị gia tăng khác**

**Cơ cấu xuất khẩu 2013 của một số ngành (% tổng kim ngạch)**



	2004/1 2/31	2005/1 2/31	2006/1 2/31	2007/1 2/31	2008/1 2/31	2009/1 2/31	2010/1 2/31	2011/1 2/31	2012/1 2/31	2013/1 2/31
Rubber	2.2%	2.5%	3.2%	2.9%	2.5%	2.1%	3.3%	3.4%	2.5%	1.8%
Coffee	2.4%	2.2%	3.1%	3.9%	3.3%	3.0%	2.5%	2.7%	3.2%	2.0%
Rice	3.6%	4.4%	3.2%	3.1%	4.6%	4.7%	4.5%	3.8%	3.2%	2.3%
Other vehicles and spare parts	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	1.6%	2.1%	2.2%	3.8%	3.8%
Wood products	4.3%	4.7%	4.9%	4.9%	4.5%	4.5%	4.7%	4.1%	4.1%	4.0%
Machinery and equipments	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	3.6%	4.2%	4.3%	4.8%	4.4%
Sea products	8.9%	8.5%	8.4%	7.8%	7.2%	7.4%	7.0%	6.4%	5.3%	5.1%
Crude oil	21.5%	22.8%	20.7%	17.5%	16.6%	10.8%	6.9%	7.6%	7.2%	5.4%
Footwear	10.2%	9.4%	9.0%	8.2%	7.6%	7.1%	7.1%	6.9%	6.4%	6.2%
Textile, garment	16.5%	15.0%	14.7%	16.0%	14.6%	15.9%	15.6%	14.8%	13.1%	13.7%
Electronics, Telephones, PCs & Supplies	4.0%	4.4%	4.3%	4.4%	4.2%	4.8%	4.9%	4.4%	17.9%	24.8%
Others	26.5%	26.1%	28.4%	31.2%	32.6%	34.3%	37.1%	39.5%	28.5%	26.5%

Nguồn: TCTK, VCSC

## Danh sách các doanh nghiệp SCIC cho biết sẽ thoái vốn

Doanh nghiệp	GT Vốn hóa triệu USD	% cổ phần của SCIC	PE 12 tháng qua	PB
BVH	1.219	3,3	24,8	2,2
FPT	614	6,1	8,1	1,9
PPC	378	<5	4,1	1,5
VCG	211	57,8	23,2	0,8
GMD	182	<5	18,2	0,9
BMP	151	29,5	8,1	2,2
VSH	145	24,0	15,3	1,2
NTP	123	37,1	8,3	2,1
TRA	99	26,8	15,4	3,1
DBC	57	12,4	14,3	0,7
TBC	51	24,0	6,8	1,2
DMC	40	34,7	8,5	1,4
NSC	37	11,0	8,4	2,5
DQC	35	13,7	8,8	0,9
HGM	33	31,1	6,4	2,4
SSC	33	18,6	8,5	2,2
SSC	33	18,6	8,5	2,2
RAL	32	20,6	7,0	1,3
AGF	24	8,2	8,6	0,4
HDC	24	11,9	16,6	0,9
RIC	21	N/A	N/A	0,4
TTP	20	<5	12,8	0,8
VNE	20	30,4	243,5	0,6
TH1	19	<5	69,0	1,2
HAI	19	50,0	8,4	1,0
KSB	18	50,1	4,9	0,8
AGM	11	28,2	9,5	0,7
DCL	11	36,4	6,3	0,9
INN	11	18,8	5,8	1,4
INN	11	18,8	5,8	1,4
SGC	9	49,9	8,3	1,7
RDP	9	54,2	8,9	0,9
CMV	8	36,6	7,9	1,1
STG	7	47,7	6,2	1,2
DHT	7	3,2	12,0	1,1
C47	7	26,0	6,6	0,9
VNC	6	30,0	6,3	0,8
LDP	6	31,9	6,5	1,7
LAF	6	23,0	10,2	1,2
QNC	5	17,8	23,8	0,5
VFR	4	N/A	8,8	0,3
SCJ	4	16,4	N/A	0,3
DBT	4	34,9	6,1	0,9
VRC	4	8,5	510,6	0,4
SMA	3	2,5	16,0	0,4
TSC	3	43,7	N/A	0,5
TET	3	28,7	9,8	0,9
FDG	3	20,3	N/A	0,4
MIC	2	27,0	N/A	0,8
VXB	2	49,8	4,2	0,8
QTC	2	53,8	3,3	1,2
DLR	2	<5	N/A	0,6
BED	1	37,2	7,3	0,8
DPC	1	15,1	8,8	0,8
YBC	1	39,9	N/A	1,3
QST	1	<5	6,8	1,0
DNC	1	52,4	N/A	0,7
LBE	1	22,9	5,4	0,7
HST	1	13,0	13,2	0,7
CTV	0	<5	N/A	0,3

Nguồn: SCIC



## Khuyến nghị cổ phiếu và triển vọng các ngành

Chúng tôi cho rằng tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2014 sẽ tiếp tục khả quan. Đối với mỗi ngành, chúng tôi có quan điểm đặc biệt tích cực đối với một hoặc hai doanh nghiệp, vì các doanh nghiệp dẫn đầu có khả năng tiếp cận vốn và nhân lực chất lượng cao tốt hơn hơn, và nhìn chung có kết quả hoạt động tốt hơn so với các công ty khác.

### Tích cực

- **Ngành cơ sở hạ tầng** và các ngành liên quan như **xây dựng, vật liệu cơ bản, BĐS**, nhờ bội chi ngân sách tăng.
- **Ngành tiện ích** (khí đốt, điện, nước) – hỗ trợ sản xuất công nghiệp.
- **Dịch vụ cảng** – Nhờ giải ngân FDI và các hoạt động xuất-nhập khẩu tăng.

### Trung lập

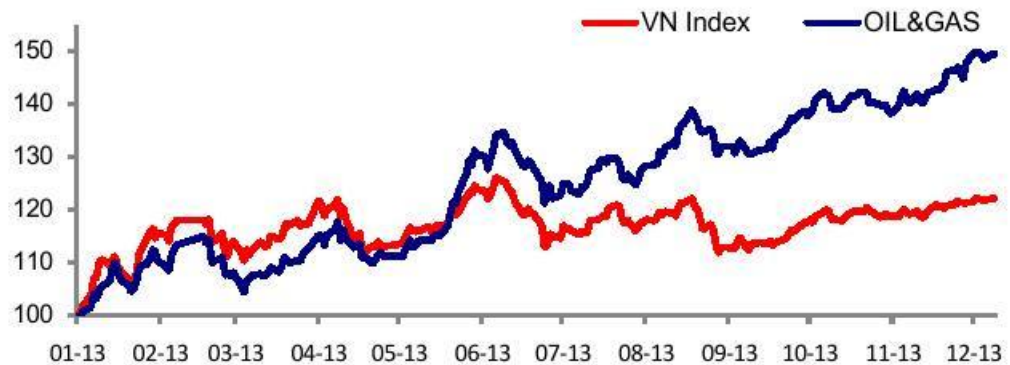
- **Ngành ngân hàng** – Tuy cho rằng biên lợi nhuận lãi vay sẽ ổn định, nợ xấu đã đạt đỉnh và chất lượng tín dụng sẽ cải thiện khi tăng trưởng GDP tăng nhưng chúng tôi lo ngại chi phí dự phòng sẽ tiếp tục tăng mạnh và lợi nhuận của các ngân hàng ít khả năng cải thiện đáng kể trong thời gian tới, nếu Thông tư 02 được thi hành mà không có sửa đổi.
- **Thực phẩm và đồ uống** – Chúng tôi vẫn rất lạc quan về tình hình và triển vọng tăng trưởng của ngành này, nhưng định giá cổ phiếu hiện tại ở mức hợp lý và vì vậy các ngành khác về so sánh tương đối sẽ có diễn biến tích cực hơn.
- **Cao su tự nhiên** – Cổ tức cao và giá cổ phiếu rẻ, dù giá cao su tự nhiên trên thị trường thế giới khó có thể tăng do công suất dư thừa.

### Tránh

- **Ngành đường** – Thặng dư toàn thế giới đồng nghĩa với việc giá đường khó có thể tăng trong một thời gian nữa, tác động tiêu cực đối với tăng trưởng lợi nhuận.

## DẦU KHÍ: Giá bán trung bình và sản lượng tăng

So sánh diễn biến các mã dầu khí và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg (31/12/2013), Điểm gốc = 100

Công ty	Mã	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	KN*	Giá mục tiêu 12T
			2013	2014	2015					
Khí hóa lỏng Miền Nam	PGS	53	-9%	37%	15%	4,1%	4,5	0,9	MUA	36.000
Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam	PGD	72	14%	6%	11%	5,4%	5,5	1,1	MUA	45.600
Tổng Công ty Khí VN	GAS	5.940	9%	18%	20%	7,7%	9,7	2,8	OP	73.700
CNG Việt Nam	CNG	42	-18%	35%	-4%	11,0%	5,2	1,9	OP	33.000
Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí	PVD	788	39%	-5%	-8%	2,5%	9,7	1,2	OP	67.000
Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM	741	-12%	-6%	-20%	11,0%	6,3	1,3	MP	45.300

### Tổng kết tình hình 2013

**Lợi nhuận tăng mạnh, cụ thể là GAS** – CTCP Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS) tăng giá bán trung bình thêm 20% cho các công ty con (PGD, PGS và CNG), 4% cho các nhà máy điện và 2% cho các nhà máy phân đạm, trong khi giá khí đầu vào chỉ tăng 2%. Sản lượng khí khô tiêu thụ tăng 7% lên 7,2BNCM nhờ các nhà máy điện có nhu cầu mạnh.

**Cổ tức bằng tiền mặt tăng** – Chúng tôi cho rằng các công ty dầu khí sẽ tăng cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2013 vì nhìn chung đều dồi dào tiền mặt và công ty mẹ là Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam) cần vốn để đầu tư vào các dự án khác.

	PVD	GAS	PGD	PGS	CNG
ĐHCĐ thông qua cổ tức bằng tiền mặt	1.500	2.000	2.000	1.200	3.500
Dự báo cổ tức bằng tiền mặt	1.500	5.000	2.000	1.200	4.000
Lợi suất cổ tức	2,5%	7,7%	5,7%	4,1%	11,0%

### Triển vọng 2014

Năm 2013, PV Gas đã tăng công suất của đường ống Nam Côn Sơn và PM3/Cà Mau từ 7BNCM lên 7,35BNCM và 2BNCM lên 2,2BNCM để đáp ứng nhu cầu của các nhà máy điện. Tổng công suất đường ống tăng 5% lên 11,55BNCM. Sang năm 2014, chúng tôi cho rằng lượng khí tiêu thụ sẽ đạt 11,72BNCM, trong đó các nhà máy điện chiếm đến 9,05BNCM. Giá bán áp dụng cho các hộ công nghiệp sẽ tăng 10% lên 14,05USD/MMBTU, 4% dành cho các nhà máy điện và 2% cho đạm. Giá khí đầu vào sẽ tăng 2% đối với các bể Cửu Long và Nam Côn Sơn.



## Các khuyến nghị cho năm 2014

**MUA: Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam (PGS)** – Với tỷ lệ cổ phần tại CTCP CNG Việt Nam là 60%, PGS có thể được xem là nhà sản xuất và cung cấp CNG duy nhất tại khu vực Miền Nam và chúng tôi dự báo lợi nhuận của PGS sẽ còn tiếp tục tăng trưởng nhờ cầu tăng. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng năm 2014 sẽ tăng 37% lên 237 tỷ đồng, qua đó PER 2014 dự phóng tương ứng khá thấp là 4,5 lần.

**MUA: CTCP Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam (PGD)** – PGD là nhà cung cấp khí qua đường ống duy nhất cho các nhà máy tại các khu công nghiệp. Công ty có nguồn khí là công ty mẹ PV Gas. Sản phẩm duy nhất của PGD là khí khô. Chúng tôi dự báo giá khí đầu vào từ nay đến năm 2016 sẽ tăng 10%/năm, nhưng PGD sẽ chuyển phần chi phí tăng thêm sang khách hàng. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp (8%) và biên lợi nhuận ròng (4%) đã ở mức đáy và sẽ tăng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ có tỷ lệ tăng trưởng hàng năm là 11% trong vòng 5 năm tới. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2014 sẽ tăng 6% lên 276 tỷ đồng, với PER 2014 tương ứng là 5,5 lần.

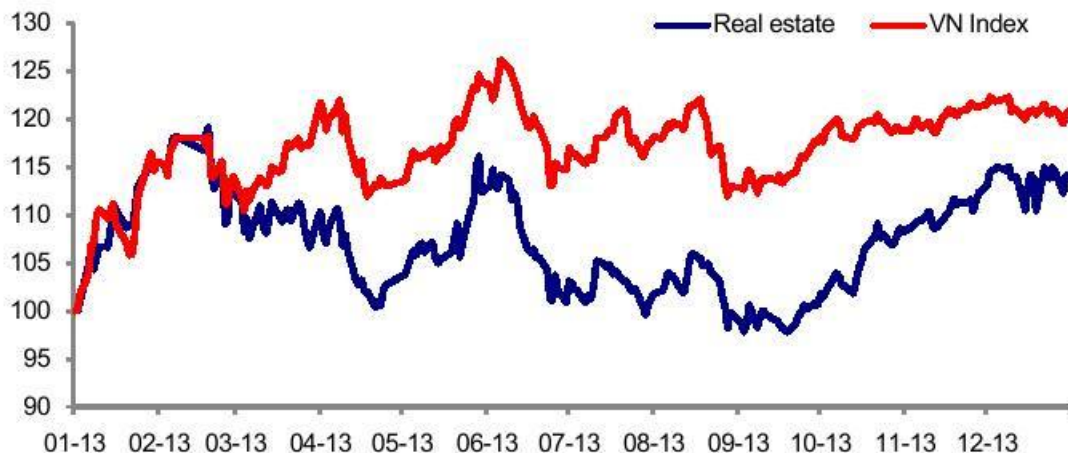
**KHẢ QUAN: CTCP Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS)** – GAS là công ty lớn nhất được niêm yết trong gia đình quốc doanh PetroVietnam và là nhà cung cấp khí khô duy nhất. Công ty đã góp phần vào sản xuất 45% lượng điện và 80% lượng phân bón của cả nước. GAS hiện đang giao dịch tại PER lần lượt là 10,6 lần và 9,0 lần dựa trên dự báo EPS 2013 và 2014 của chúng tôi (không tính lợi nhuận bất thường). Với vị thế độc quyền, cổ phiếu GAS hiện có mức PE hấp dẫn, thấp hơn 37% so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Hơn nữa, GAS có ROE 39%, cao hơn nhiều so với mức bình quân của các công ty cùng ngành là 16,5%. Chúng tôi cho rằng cổ tức sẽ đạt mức 5.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 7,7%), trong đó 3.000 đồng/cổ phiếu đã được thông qua.

**KHẢ QUAN: CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD)** – Với thị phần lên đến 50%, PVD là công ty Việt Nam duy nhất hoạt động trong ngành dịch vụ khoan dầu khí. Công ty có một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm TAD (tỷ lệ sở hữu 62%), ba giàn khoan tự nâng và một giàn khoan trên đất liền. Ngoài ra, PVD sẽ có năm giàn khoan cho thuê hoạt động trong năm 2014, có biên lợi nhuận ròng 3%-5%. Năm 2013, PVD đạt tăng trưởng lợi nhuận đầy ấn tượng là 38% nhờ đi vào sử dụng giàn khoan TAD. Tuy nhiên, nếu không có giàn khoan mới, chúng tôi cho rằng lợi nhuận năm 2014 sẽ đi ngang. PVD hiện đang giao dịch lại mức khá hấp dẫn là 9,7 lần EPS 2014 theo ước tính của chúng tôi.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG/NĂM GIỮ: CTCP Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM)** – Dù giá u-rê thế giới giảm khiến chúng tôi cho rằng EPS năm 2013 giảm 12% và sang năm 2014 sẽ giảm tiếp 6%, DPM trả cổ tức khá cao với lợi suất cổ tức lên đến 11%. Nhờ không có nợ với chi phí đầu tư XDCB không đáng kể và vị thế dòng tiền dương trước khi trả cổ tức, DPM có cân bằng tiền mặt là 4.800 tỷ đồng (khoảng 3 lần tổng lượng tiền để cổ tức theo tỷ lệ trả cổ tức hiện nay). DPM sẽ tiếp tục là một cổ phiếu dành cho cổ tức, đặc biệt là khi Chính phủ tìm cách tăng cổ tức để tài trợ cho các dự án dầu khí và bù đắp cho thâm hụt ngân sách.

## BDS: Phục hồi sau dư cung

So sánh diễn biến các mã BDS và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg (31/12/2013), Điểm gốc = 100

Công ty	Mã	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	KN*	Giá mục tiêu 12T
			2013	2014	2015					
Xây dựng Bình Chánh	BCI	66	-48%	10%	NA	5,0%	13,9	0,8	MUA	23.900
Địa ốc Đất Xanh	DXG	30	-13%	0%	NA	NA	7,8	1,0	MUA	15.300
Đầu tư Phát triển XD	DIG	86	11%	-3%	NA	NA	63,0	0,8	MP	12.500
Nhà Khang Điền	KDH	29	NA(**)	NA(**)	NA	NA	34,2	0,6	MP	12.600
Đầu tư Nam Long	NLG	77	-1%	46%	NA	NA	44,7	1,3	MP	19.400
Nhà Thủ Đức	TDH	25	-58%	-20%	NA	NA	46,6	0,4	MP	13.100

### Tổng kết tình hình 2013

**Phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp LÀ câu chuyện của năm** – Đây hiện là phân khúc đáng để đầu tư vào nhất nhờ cung và cầu cân bằng và các chính sách hỗ trợ của Chính phủ dành cho khách hàng mua nhà. BĐS được xem là “nhà ở cho người thu nhập thấp” nếu giá bán là 15 triệu đồng/m<sup>2</sup> hoặc thấp hơn. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên xem xét các chủ đầu tư tại phân khúc này.

**Khối lượng giao dịch cải thiện, đặc biệt là tại TP. HCM** – Nhờ các khách hàng mua nhà có nhu cầu thực tin rằng giá bán đang chạm đáy. Khối lượng giao dịch cải thiện mạnh so với cùng kỳ trong ba quý đầu của năm 2013, lần lượt tăng 25%, 59% và 52%, trong đó căn hộ hạng C chiếm đến 60%-70%. Bộ Xây dựng cũng báo cáo so với Quý 1/2013, BĐS tồn kho Quý 3/2013 giảm 21%.

**Gói hỗ trợ chưa thành công như mong đợi** – Vào giữa năm 2013, Chính phủ đã cho biết sẽ đưa ra gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng (1,4 tỷ USD) nhằm hỗ trợ thị trường BĐS. Thông tin này tỏ ra hấp dẫn, nhưng tính đến ngày 30/11/2013, năm ngân hàng thương mại nhà nước tham gia chương trình (Agribank, VietinBank, Vietcombank, BIDV và Ngân hàng MHB) tổng cộng mới chỉ cam kết 5% tổng giá trị gói hỗ trợ cho các cá nhân (33%) và một số chủ đầu tư (66%). Trong số giá trị cam kết, mới 30% được giải ngân cho các cá nhân (66%) và năm chủ đầu tư (33%). BIDV và Vietcombank mỗi ngân hàng chiếm 33% giá trị giải ngân cho khách hàng cá nhân, trong khi chỉ có 3 ngân hàng là BIDV, VietinBank và Agribank giải ngân cho chủ đầu tư.



## Triển vọng 2014

Chúng tôi dự báo tình hình BĐS năm 2014 sẽ cải thiện nhờ giá cả ổn định, khách hàng tiếp cận tín dụng dễ dàng hơn và Chính phủ tiếp tục hỗ trợ. BĐS hạng C vẫn sẽ là phân khúc tích cực nhất, nhưng BĐS hạng B (giá bán trung bình 20 triệu đồng/m<sup>2</sup>) có thể sẽ khởi sắc nếu người dân tin tưởng hơn vào tăng trưởng kinh tế.

**Giá BĐS sẽ ổn định trong năm 2014** – Chúng tôi cho rằng giá BĐS hiện đang chạm đáy vì các lý do sau. Thứ nhất, nếu tiếp tục giảm giá, nhiều chủ đầu tư sẽ buộc phải bán sản phẩm thấp hơn so với chi phí. Thứ hai, số dự án được mua lại bởi các chủ đầu tư có tình hình tài chính lành mạnh và nhân cơ hội này nhảy vào thị trường sẽ làm dịu bớt áp lực giảm giá. Thứ ba, lợi suất cho thuê hiện dao động trong khoảng 5%-8%, và dần thu hút nhà đầu tư quay lại BĐS. Tại phân khúc cao cấp, việc giảm giá BĐS có xu hướng dưới hình thức thay đổi định vị sản phẩm (giảm tiện ích, chất lượng xây dựng, giảm diện tích sản phẩm, v.v.) thay vì giảm giá thuần túy.

**Tín dụng cho khách hàng mua nhà có thể tăng nhờ tín dụng ngân hàng cải thiện** – Với việc nhiệm vụ của VAMC là mua lại nợ xấu từ ngân hàng, chúng tôi cho rằng điều này sẽ khuyến khích các ngân hàng cho vay nhiều hơn. Thực tế, chúng tôi nhận thấy các ngân hàng hiện đang cho cá nhân vay nhiều hơn so với doanh nghiệp – đây cũng là một tín hiệu tích cực về cân bằng cung – cầu.

**Nới lỏng các chính sách của Chính phủ** - Chính phủ đang tìm cách nới lỏng điều kiện đối với việc sở hữu BĐS tại Việt Nam dành cho người nước ngoài, dù vẫn chưa thông qua quy định nào tới thời điểm này. Ngoài ra, Thông tư hướng dẫn Nghị định 11/2013/NĐ-CP, cho phép bán lại đất nền mà không cần xây thô, sẽ giúp rút ngắn quy trình chuyển nhượng BĐS và giảm bớt gánh nặng tài chính của việc xây thô.

**Chi tiêu tài khóa vào cơ sở hạ tầng dự kiến sẽ tăng trong năm 2014** – Điều này sẽ gián tiếp hỗ trợ BĐS bằng cách giúp hệ thống giao thông tiếp cận BĐS dễ dàng hơn. Chính phủ đã chính thức nâng bội chi ngân sách năm 2014 từ 4,8% lên 5,3% GDP. Ngoài ra, Chính phủ còn dự định sẽ tăng tỷ lệ đầu tư/GDP lên 32% và chi khoảng 170.000 tỷ đồng vào đầu tư công chỉ riêng trong năm 2014.

**Đẩy nhanh tốc độ giải ngân gói hỗ trợ tín dụng 30.000 tỷ đồng dành cho nhà ở cho người thu nhập thấp** – NHNN gần đây đã ban hành Quyết định 21/QĐ-NHNN, theo đó lãi suất cho vay trong khuôn khổ gói hỗ trợ tín dụng 30.000 tỷ đồng cho nhà ở xã hội và nhà ở cho người thu nhập thấp sẽ giảm xuống 5% trong năm 2014, thấp hơn 1% so với năm 2013. Ngoài ra, Nghị định 188/2013/NĐ-CP cũng rút ngắn thời hạn hạn chế chuyển nhượng, theo đó thời hạn khách hàng mua nhà ở xã hội không được bán lại cho người mua không đủ tiêu chuẩn sẽ giảm từ 10 năm xuống 5 năm. Các đề xuất hiện tại nhằm tạo điều kiện hơn nữa cho gói hỗ trợ bao gồm:

- Gia hạn cho các khoản vay từ 10 năm như hiện nay lên 15 năm hoặc hơn nữa;
- Giảm yêu cầu vốn đối ứng từ 20% xuống 10% cho những người mua nhà đáp ứng các điều kiện, và
- Cho phép sử dụng các căn hộ hình thành trong tương lai làm tài sản bảo đảm.

## Các khuyến nghị cho năm 2014

**MUA: CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (BCI)** – Chúng tôi lạc quan về tính linh hoạt về tài chính của BCI (tỷ lệ nợ/CSH là 0,3) và giá trị của quỹ đất lớn dành cho nhà ở (470ha) chủ yếu nằm tại TP. HCM (Quận Bình Chánh và Bình Tân). Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư đã không đánh giá đúng mức quỹ đất của BCI vì trong thời gian qua công ty không cung cấp nhiều thông tin về việc phát triển dự án.

**MUA: Công ty Cổ phần Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)** – DXG là một trong số ít các chủ đầu tư ban đầu làm công ty môi giới (và dẫn đầu thị trường này). Chúng tôi đánh giá cao đội ngũ bán hàng hiệu quả và kinh nghiệm thị trường của DXG. Chúng tôi cũng đánh giá cao việc công ty không có nợ. DXG hiện đang huy động vốn để tài trợ cho kế hoạch mở rộng, cụ thể là việc phát triển dự án và quỹ đất tại TP. HCM và Hà Nội. Ban lãnh đạo cho rằng thị trường năm 2015 sẽ phục hồi mạnh.

**KHẢ QUAN: CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)** – NLG là một chủ đầu tư hàng đầu và các dòng sản phẩm mang thương hiệu E-home của NLG nằm trong số những sản phẩm tốt nhất thuộc phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp. Tuy nhiên, chúng tôi cảm thấy không khả quan về dự án quy mô lớn tại Long An của NLG với diện tích lên đến 355ha và thị giá cổ phiếu tương đối kém hấp dẫn.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG/NĂM GIỮ: Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIG)** – Công ty sở hữu quỹ đất lên đến 2.100ha để phát triển biệt thự và BĐS du lịch tại vùng ven TP. HCM. Giá trị quỹ đất sẽ tăng đáng kể khi thị trường phục hồi mạnh nhờ nhu cầu của những người đầu cơ và các khách hàng mua nhà lần thứ hai, nhưng không phải hiện nay.

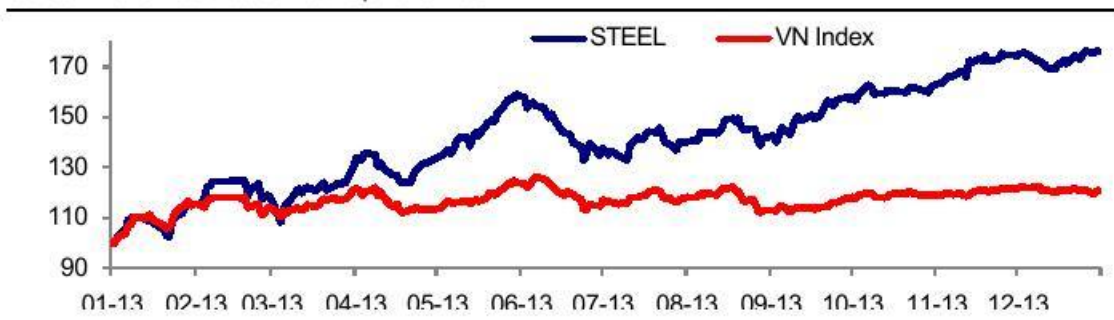
**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG/NĂM GIỮ: CTCP Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Điền (KDH)** – Về các dự án, KDH là một chủ đầu tư tiềm năng với quỹ đất 68ha có vị trí đắc địa tại Quận 9, được dùng để phát triển nhà phố trung cấp. Tuy nhiên, chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu cao do tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do thấp và do Sàn GDCK có thể hạn chế giao dịch cổ phiếu KDH sau khi công ty lỗ hai năm liên tiếp. Điều này có nghĩa là cổ phiếu KDH sẽ chỉ được giao dịch 15 phút mỗi ngày cho đến khi công ty có thể chứng minh khả năng có lãi trở lại.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG/ NĂM GIỮ: CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức (TDH)** – TDH sở hữu quỹ đất khiêm tốn (20ha). Công ty cũng không tỏ ra tích cực với việc phát triển dự án hay gom đất. Ban lãnh đạo hiện đang chuyển dịch sang kinh doanh nông sản, mà chúng tôi đánh giá là không hấp dẫn.



## Thép: Còn nhiều tiềm năng

So sánh diễn biến các mã thép và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg (31/12/2013), Điểm gốc = 100

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	KN*	Giá mục tiêu 12T	
		2013	2014	2015						
Thép Hòa Phát	HPG	804	93%	11%	0%	5%	7,9	1,6	OP	45.300

### Tổng kết tình hình 2013

Ngành thép Việt Nam chứng kiến nhiều hiện tượng khó lý giải trong năm 2013. Sản lượng bán ra 10 tháng đầu năm tăng 2,6% sau khi đạt mức thấp trong năm 2012 và giá bán trung bình giảm 8% tính từ đầu năm. Tuy nhiên, tới thời điểm hiện tại tại KQLN của ba công ty sản xuất thép xây dựng lớn nhất có sự chênh lệch rõ ràng:

- POM (thị phần 16,1%) lỗ 11,9 triệu USD trong khi 9 tháng đầu năm 2012 lãi 0,4 triệu USD, với biên lợi nhuận gộp giảm từ 4% xuống 2%.
- HPG (thị phần 14,8%) đã có một năm đầy thành công với lợi nhuận tăng 78% và biên lợi nhuận gộp tăng từ 4% lên 18%.
- Tisco (thị phần 11,5%) có KQLN không đổi với lợi nhuận giảm không đáng kể (0,5 tỷ đồng) so với năm 2012.

Sự chênh lệch giữa các KQLN này là do sự khác biệt về công nghệ và hiệu suất của các nhà máy dù cả ba công ty này đều hưởng lợi từ việc chi phí lãi vay giảm đáng kể. Về mặt hiệu quả hoạt động và kiểm soát chi phí, HPG dẫn đầu.

### Triển vọng 2014

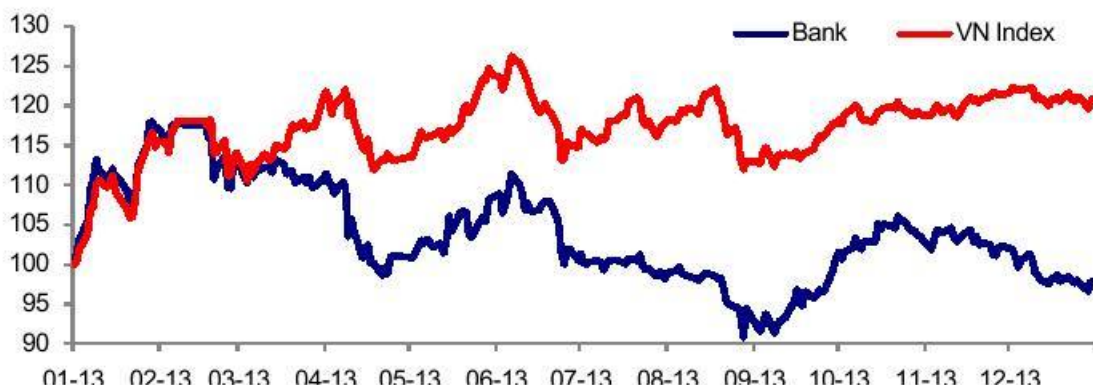
Năm 2014 sẽ là một năm quan trọng của ngành thép, do cầu BDS chỉ mới phục hồi nhẹ nhưng 2014 được kỳ vọng sẽ tốt hơn. Tuy nhiên, công suất dư thừa nhiều khả năng sẽ hạn chế giá bán trung bình và biên lợi nhuận. Thực tế, HPG hiện đang theo đuổi chính sách hạ giá bán trung bình để duy trì thị phần trong năm 2014. Trong môi trường cạnh tranh như vậy, chỉ có các công ty mạnh mới trụ vững được và HPG là một trong số đó.

### Các khuyến nghị cho năm 2014

**KHẢ QUAN: CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)** – HPG là công ty thép có biên lợi nhuận ròng cao nhất (12,2%) tại Việt Nam. Chúng tôi đánh giá cao cổ phiếu HPG trong năm 2014 vì Giai đoạn 2 của nhà máy BOF đã giúp công suất tăng 76% trong khi quy trình sản xuất khép kín của HPG cho phép công ty hạ giá bán trung bình mà vẫn có biên lợi nhuận cao. Chúng tôi cho rằng HPG sẽ có khả năng tăng thị phần khi các đối thủ chính của công ty đang chịu lỗ. HPG cũng sẽ ghi nhận 400 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án BDS Mandarin Garden.

## Ngân hàng: Việc áp dụng Thông tư 02 chưa rõ ràng

So sánh diễn biến các mã ngân hàng và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg (31/12/2013), Điểm gốc = 100

Ngân hàng	Mã	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	KN*	Giá mục tiêu 12T
			2013	2014	2015					
Ngân hàng Quân đội	MBB	681	-3%	6%	11%	9,6%	5,2	0,9	MUA	15.300
Ngân hàng Á Châu	ACB	697	75%	9%	9%	4,4%	9,8	1,1	MP	14.240
VietinBank	CTG	2,520	-21%	0%	8%	0,0%	8,7	1,0	MP	15.300
Eximbank	EIB	735	-47%	13%	9%	4,8%	12,8	1,1	MP	11.860
Vietcombank	VCB	2,924	-3%	11%	8%	4,5%	13,1	1,4	MP	24.380
Sacombank	STB	1,006	105%	1%	10%	4,7%	10,2	1,3	UP	15.000

### Tổng kết tình hình 2013

**NHNN hạ lãi suất điều hành từ 9% xuống 7%** và yêu cầu các ngân hàng cắt giảm lãi suất cho vay xuống còn tối đa 15%. Kết quả là lãi suất cho vay và huy động giảm 2/3 so với đầu năm 2012 và trở về mức năm 2005-2006. Lãi suất cho vay hiện nay dành cho các lĩnh vực được ưu tiên (nông nghiệp, xuất khẩu, các doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp công nghệ cao và các ngành công nghiệp phụ trợ) hiện là 7%-9% và dành cho sản xuất là 9%-11,5%. Các khoản vay có lãi suất dưới 10% hiện chiếm 29% tổng dư nợ tín dụng, trong khi các khoản vay có lãi suất từ 10%-15% chiếm 63%. Các khoản vay có lãi suất trên 15% chiếm 8%.

#### Thu nhập ròng từ lãi (NII) của các ngân hàng giảm do:

- Nợ xấu tăng mạnh;
- Lãi suất giảm mạnh, trong đó lãi suất cho vay giảm mạnh hơn lãi suất huy động;
- Tăng trưởng tín dụng thấp do thận trọng trong việc cho vay;
- Cơ cấu tài sản sinh lời có sự dịch chuyển về phía các tài sản có lợi suất thấp, đặc biệt là trái phiếu Chính phủ.
- Cầu và lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đều yếu, ảnh hưởng đặc biệt là đối với các ngân hàng tích cực tham gia các hoạt động liên ngân hàng như EIB, ACB và MBB.

### Triển vọng 2014

**Tất cả đều phụ thuộc vào Thông tư 02** – Về cơ bản, các ngân hàng đều đang trong quá trình phục hồi: nợ xấu, dù chưa được công bố đầy đủ, nhiều khả năng đã đạt đỉnh, lãi suất ổn định (nhờ vậy biên lợi nhuận từ lãi vay cũng ổn định) và các quy định nghiêm ngặt hơn được áp dụng. Tuy nhiên, lợi nhuận của các ngân hàng trong tương lai hoàn toàn phụ thuộc vào việc Thông tư 02, có hiệu lực từ ngày 01/06/2014, sẽ được thực hiện nghiêm ngặt đến đâu.



Thông tư 02 có phạm vi bao quát rộng, trong đó điểm quan trọng nhất là bắt buộc ghi nhận nợ xấu đúng thông lệ quốc tế, do đó tăng mạnh chi phí dự phòng. VAMC sẽ ít nhiều giúp hạn chế tác động của tăng dự phòng đối với lợi nhuận năm 2014, với việc các ngân hàng buộc phải bán nợ xấu cho đến khi tỷ lệ nợ xấu xuống dưới 3%, nhưng điều này sẽ làm giảm lợi nhuận trong vòng 5 năm khấu hao trái phiếu VAMC (giả định tỷ lệ thu hồi nợ là 0%). Chúng tôi cho rằng khả năng cao Thông tư 02 sẽ được áp dụng, nhưng sẽ có điều chỉnh theo hướng nới lỏng, dù một số ngân hàng gây áp lực không thực hiện thông tư này. Ở mặt tích cực, stress test của chúng tôi cho thấy trong số sáu ngân hàng lớn nhất đã được niêm yết, không ngân hàng nào cần tăng vốn ngay cả nếu Thông tư 02 được áp dụng không sửa đổi.

### Các khuyến nghị cho năm 2014

**MUA: NHTM Cổ phần Quân đội (Military Bank, MBB)** – MBB được chúng tôi đánh giá cao nhất nhờ hoạt động kinh doanh bền vững, lợi nhuận sau thuế cao và cổ tức hấp dẫn. Chúng tôi dự báo NPAT của ngân hàng này tăng 8% trong năm 2013 và 11% trong năm 2014 nhờ i) tín dụng tăng trưởng mạnh, ii) nguồn thu nhập ngoài lãi từ phí dịch vụ và thu nhập từ trái phiếu ổn định và thu hồi nợ xấu. MBB đang giao dịch ở mức PB năm 2014 là 0,9 lần, thấp hơn 20% so với các ngân hàng khác do lo ngại có thể hơi quá mức về nguy cơ bị pha loãng.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: NHTM cổ phần Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank, VCB)**  
Chúng tôi đánh giá cao VCB vì ngân hàng này có nhiều khách hàng doanh nghiệp và có vị trí dẫn đầu trong ngành dịch vụ ngân hàng. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ở mức khiêm tốn, cùng với việc giá cổ phiếu VCB tăng vào thời gian gần đây khiến giá cổ phiếu này tỏ ra cao so với các ngân hàng khác với mức PBR năm 2014 là 1,4 lần.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: NHTM Cổ phần Công thương VN (Vietinbank, CTG)** – CTG có nhiều khách hàng doanh nghiệp, nhờ đó có biên lợi nhuận lãi vay cao nhưng đồng thời gia tăng áp lực lên chất lượng tài sản. Tổng giá trị nợ xấu đã được xóa chiếm gần 30% lợi nhuận hoạt động trước dự phòng. Dòng tiền mặt 734 triệu USD từ đối tác chiến lược Nhật Bản trong năm 2013 nhằm mua lại 20% cổ phần của VCB có tác động hỗ trợ biên lợi nhuận nhưng đồng thời lại khiến ROE giảm từ mức trung bình 21% trong giai đoạn 2008-2012 xuống còn 12% trong giai đoạn 2013-2017. CTG hiện đang giao dịch ở mức PB năm 2014 là 1,0 lần.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: NHTM Cổ phần Á Châu (ACB)** – ACB đang hồi phục từ giai đoạn khó khăn 2010-2012 khi lợi nhuận của ngân hàng này giảm sút do hoạt động kinh doanh vàng. Chúng tôi vẫn cho rằng ACB là một trong những ngân hàng có chiến lược kinh doanh tốt trong ngành, mặc dù việc giá cổ phiếu giảm trên thị trường và khả năng sinh lời thấp làm giảm tính hấp dẫn của ACB. Hiện ACB đang giao dịch ở mức PB năm 2014 là 1,1 lần.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: NHTM Cổ phần XNK Việt Nam (Eximbank, EIB)** – EIB có tỷ lệ tài sản lớn ở mức lợi suất thấp như hoạt động cho vay liên ngân hàng (chiếm 33% tài sản sinh lợi) và các khoản đầu tư (chiếm 8% tài sản sinh lợi) khiến biên lợi nhuận của ngân hàng ngày giảm. Ngoài ra, tỷ lệ dự phòng/nợ xấu ở mức thấp là 55% có khả năng buộc EIB tăng chi phí dự phòng trong năm 2014 nếu NHNN triển khai các quy định nghiêm ngặt hơn trong vấn đề phân loại nợ. Chúng tôi dự báo ROE của EIB sẽ giữ nguyên mức trung bình 9,2% trong giai đoạn năm 2013-2017. EIB hiện đang giao dịch ở mức PB năm 2014 là 1,1 lần.

**KÉM KHẢ QUAN: NHTM Cổ phần Sài Gòn Thương Tín (Sacombank, STB)** – STB có lợi thế cạnh tranh so với các ngân hàng khác nhờ vào lượng khách hàng bán lẻ dồi dào và không tham gia nhiều vào thị trường liên ngân hàng hiện đang trầm lắng. Tuy nhiên, việc một cổ đông chiến lược lớn ở nước ngoài thoái vốn và gần đây STB được một nhóm đầu tư tư nhân mua lại khiến chúng tôi lo ngại. Do đó, việc tìm được một đối tác chiến lược nước ngoài mới sẽ là nhân tố thúc đẩy cho sự phát triển của ngân hàng này. Hiện STB giao dịch ở PB năm 2014 là 1,3 lần.



## Thực phẩm & Đồ uống: Cạnh tranh gia tăng

So sánh diễn biến các mã thực phẩm và đồ uống và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg (31/12/2013), Góc = 100

Công ty	Mã	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	KN*	Giá mục tiêu 12T
			2013	2014	2015					
Vinamilk	VNM	5.491	22%	12%	15%	2,1%	14,5	4,7	MUA	171.000
CTCP Tập đoàn Masan	MSN	2.961	-3%	165%	31%	0,0%	18,5	4,3	MP	89.000
Kinh Đô	KDC	398	31%	2%	2%	4,0%	17,5	1,6	MP	48.000

### Tình hình năm 2013

Triển vọng kinh tế ít khả quan khiến người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu, trong đó có hàng tiêu dùng, có tác động đến tất cả các doanh nghiệp tại Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng hữu cơ của ngành này dao động từ 3% (bánh kẹo) đến 12% (sữa).

Sản xuất bánh kẹo là lĩnh vực mà CTCP Kinh Đô (KDC) tỏ ra vượt trội. Trong các phân khúc, sản xuất kẹo không hoàn thành chỉ tiêu do sản lượng chỉ tăng 3%. Tuy nhiên, KDC vẫn chiếm ưu thế tại phân khúc bánh trung thu với thị phần 68% và sản lượng tăng ấn tượng 8% trong năm 2013. Tình hình kinh doanh bánh mì và bánh quy vẫn giữ tích cực với sản lượng tăng 10%.

Thị trường nước chấm và mì ăn liền đang bão hòa với tăng trưởng sản lượng đạt trung bình đạt 7% trong năm 2013. CTCP Thực phẩm Masan (Masan Food) vẫn chiếm lĩnh thị trường với 70% thị trường nước chấm và thị phần mì ăn liền tăng lên 30% nhờ tung ra thành công sản phẩm mì Sagami trong năm 2013.

Sữa bột vẫn là ngành có nhiều triển vọng nhất với sản lượng tăng trưởng 12%, mang lại thuận lợi lớn cho Vinamilk. Chúng tôi dự báo doanh thu của VNM sẽ tăng trưởng 20,1%, trong đó tăng trưởng sản lượng đạt 15%.

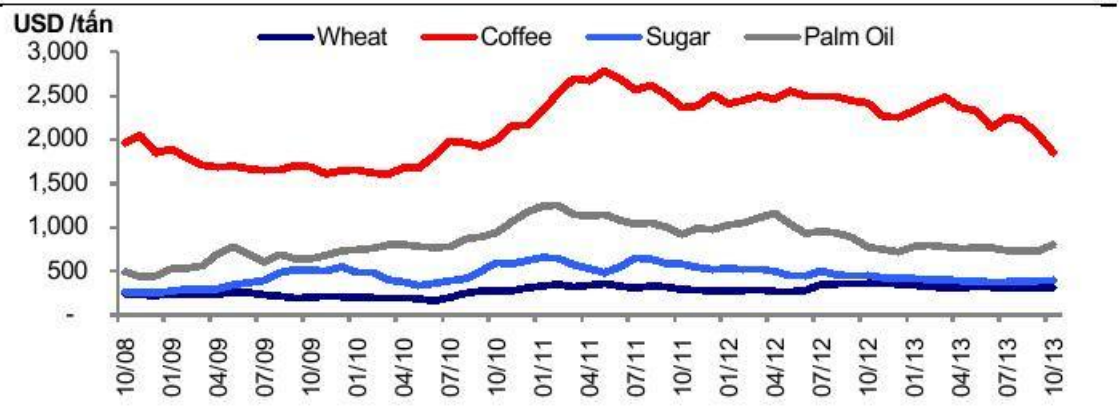
### Cạnh tranh và tiếp thị

Dù VNM thống lĩnh thị trường sữa, nhưng chúng tôi vẫn nhận thấy sức ép cạnh tranh ngày càng tăng từ các công ty trong nước khác như CTCP Sữa Ba Vi (Ba Vi Milk), CTCP sữa TH (TH Milk) và Công ty bò sữa Long Thành (Lothamilk). Những công ty này đang cải thiện mẫu



mã và hương vị để nắm bắt được nhu cầu ngày càng tăng trong thị trường sữa tươi tiệt trùng và sữa chua. Để giành được thị phần, các công ty này phải tăng cường chi phí cho hoạt động tiếp thị, buộc VNM cũng phải làm tương tự. Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng của VNM sẽ tăng từ 8,8% trong năm 2012 lên 9,7% trong năm 2013, còn chi phí bán hàng của CTCP Thực phẩm Masan sẽ tăng từ 12,8% trong năm 2012 lên 17,5% trong năm 2013. Các công ty khác cũng đang tìm cách thâm nhập các phân khúc sản phẩm mới để tăng trưởng. Ví dụ, hiện nay CTCP Kinh Đô muốn thâm nhập thị trường mì ăn liền trong khi Masan dự kiến thâm nhập thị trường nước giải khát. Nhận thấy quyết tâm của các công ty này trong việc tham gia vào các thị trường mới, chúng tôi cho rằng cạnh tranh sẽ gay gắt và chỉ những công ty lớn mạnh mới có khả năng trụ lại.

**Giá hàng hóa**



Nguồn: Bloomberg

Giá nguyên liệu thấp, cơ cấu sản phẩm cao cấp hơn và các nỗ lực tái cấu trúc tổ ra hiệu quả nhìn chung đã giúp biên lợi nhuận các công ty tăng. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ đạt mức cao nhất trong vòng 4 năm qua là 36%, còn biên lợi nhuận của KDC đạt đỉnh 44,9%. Trong suốt năm 2013, giá nguyên liệu giữ duy trì tại mức tương đối thấp so với các năm qua. Giá đường là 400 USD/tấn (giảm 23% so với mức đỉnh), cà phê đạt 1.800 USD/tấn (giảm 18% so với cùng kỳ năm trước) và dầu cọ là 800 USD/tấn (giảm 30% so với mức đỉnh). Tình hình sang năm 2014 có thể sẽ thay đổi, nên cần theo dõi chặt biên lợi nhuận.

Chúng tôi cho rằng các công ty sẽ tập trung hơn nữa vào chiến lược và sản phẩm để tăng tính hiệu quả. Ví dụ, KDC đã cắt giảm những mặt hàng kém hiệu quả và tập trung vào những mặt hàng có biên lợi nhuận cao. Công ty cũng áp dụng chiến lược sử dụng nhãn hàng chéo để tận dụng vị thế của nhãn hàng mạnh và tối ưu hóa hiệu quả chi phí tiếp thị. Vinamilk tập trung vào các dòng sản phẩm cao cấp như sữa nước được tăng cường hàm lượng dinh dưỡng, sữa bột đặc chế cho người cao tuổi và các khách hàng quan tâm đến các sản phẩm tốt cho sức khỏe. Công ty cũng tăng tính độc lập về nguồn nguyên liệu thông qua việc đầu tư vào các trang trại bò sữa. Cuối cùng, VNM đã cải thiện hệ thống hậu cần và kho bãi. CTCP Thực phẩm Masan tung ra sản phẩm mì phân khúc trung cấp với nhãn hàng Sagami và sản phẩm cháo ăn sáng B'fast.

**Triển vọng 2014**

Song song với việc nền kinh tế dần hồi phục, sức mua của người tiêu dùng cũng sẽ tăng trở lại. Còn một bộ phận lớn khách hàng trong các phân khúc sản phẩm và khu vực vẫn chưa được đáp ứng đúng mức, vì vậy chúng tôi vẫn cho rằng triển vọng dài hạn là tích cực. Tuy

nhiên, giá nguyên liệu thấp sẽ không còn là thuận lợi giúp biên lợi nhuận tăng. Chúng tôi cho rằng sức tiêu thụ trong năm 2013 sẽ cải thiện nhờ mức lương trung bình tăng hơn so với lạm phát, mặc dù chỉ ở khoảng 1% hoặc 2%. Tình hình cạnh tranh vẫn tiếp tục khốc liệt cho đến khi những nhà vô địch được nhận diện.

## Các khuyến nghị cho năm 2014

**MUA: Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM)** – Chúng tôi dự báo sản lượng năm 2014 của VNM sẽ tiếp tục tăng 11,7% và doanh thu tăng 17,8%, nhưng việc tăng chi phí nguyên liệu, tiếp thị và định vị sản phẩm nhằm mở rộng thị phần của các sản phẩm có biên lợi nhuận cao trước mắt sẽ khiến biên lợi nhuận gộp giảm.

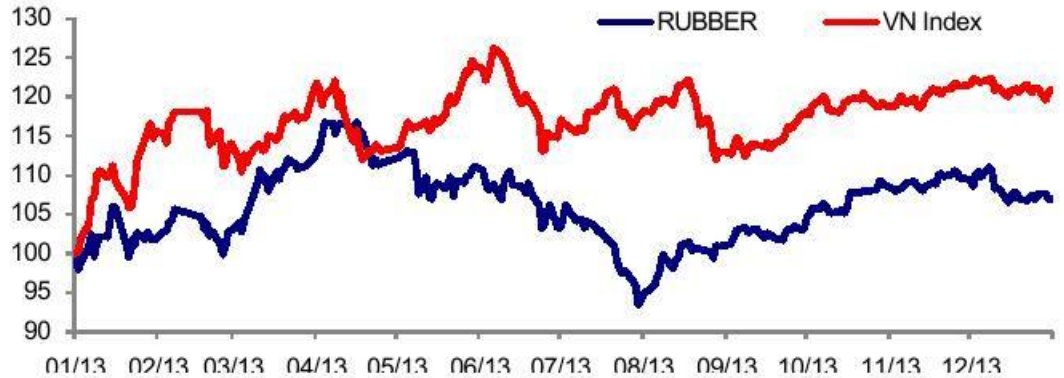
**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: CTCP Tập đoàn Ma San (MSN)** – Masan đã tung ra thành công sản phẩm mì ăn liền phân khúc trung cấp Sagami và sản phẩm cháo ăn sáng B'fast. Masan cho biết Sagami giúp công ty tăng thị phần mì ăn liền từ 20% lên 30% và dự kiến sẽ tăng lên 40% trong năm 2014. Chi phí nghiên cứu & phát triển và chi phí tung ra sản phẩm mới tăng từ 13,4% doanh thu thuần trong năm 2012 lên 17,6% trong 9 tháng đầu năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng chi phí này sẽ giảm xuống mức thông thường 12,5% trong 3 năm tới vì MSN đã đầu tư mạnh để xây dựng nền tảng cho việc tung ra các sản phẩm khác trong tương lai. Do thị trường mì ăn liền và nước chấm đang bão hòa nên MSN cần thâm nhập các thị trường mới. Thị trường nước giải khát, ước tính trị giá 2,5 tỷ USD và tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) ước đạt 17,6% trong giai đoạn 2007-2012, là phân khúc phù hợp đối với MSN, mặc dù công ty cho biết sẽ tập trung vào mặt hàng cà phê, trà và các sản phẩm nước giải khát không cồn chuyên biệt. Mỏ Núi Pháo sẽ hoạt động với công suất tối đa trong năm 2014 và mang lại 299 triệu USD doanh thu, chiếm 28,9%, và 147 triệu USD EBITDA, đóng góp 29,8%. Điều này khiến chúng tôi tăng EPS pro-forma năm 2014 lên 4.583 đồng/cổ phiếu (tăng 165,2% so với ước tính EPS năm 2013 của chúng tôi). Tại mức giá hiện tại 82,500 đồng/cổ phiếu, MSN đang giao dịch ở mức EPS pro-forma năm 2014 là 18 lần.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: CTCP Kinh Đô (KDC)** – Trong năm 2013, KDC tận dụng việc giá các nguyên liệu như bột, đường, v.v giảm nhằm tập trung vào các sản phẩm có khả năng sinh lời cao hơn và cải thiện hiệu quả hoạt động hậu cần. Tuy nhiên, giá nguyên liệu khó có khả năng giảm trong năm 2014 và tình hình cạnh tranh sẽ tăng cao. Do đó, biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ hạ xuống mức thông thường 41%. Hiện tại, KDC đang giao dịch ở mức EPS năm 2014 theo như chúng tôi ước tính là 18 lần.



## Cao su tự nhiên: Trả cổ tức cao, đang ở đáy chu kỳ

So sánh diễn biến các mã cao su và chỉ số VNI



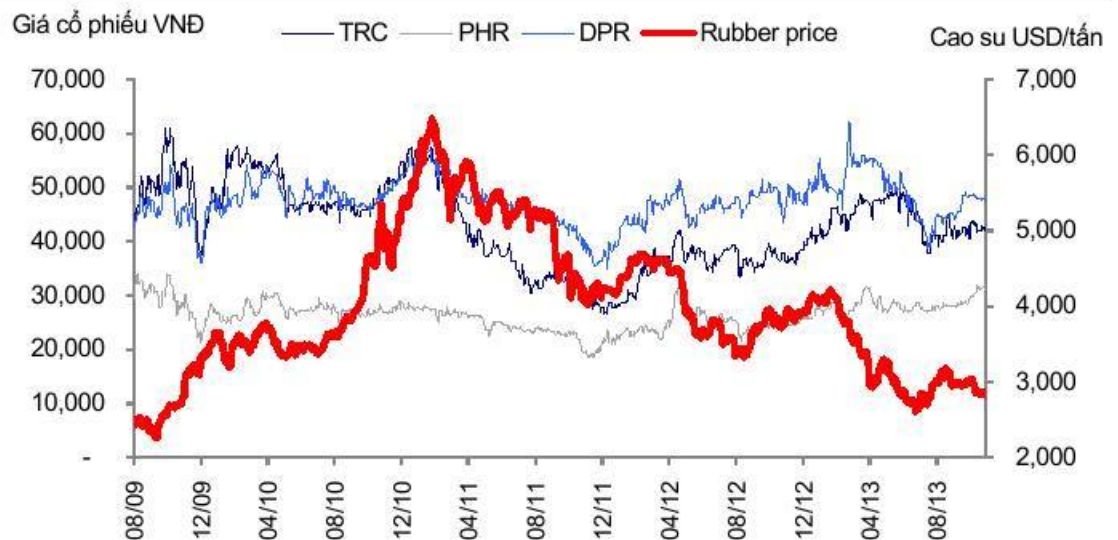
Nguồn: Bloomberg (31/12/2013), Góc = 100

Công ty	Mã	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	KN*	Giá mục tiêu 12T
			2013	2014	2015					
Đồng Phú	DPR	100	-28%	-6%	-11%	7%	4,9	0,9	OP	54.000
Tây Ninh	TRC	59	-29%	-8%	-12%	7%	4,6	0,9	OP	50.000
Phước Hòa	PHR	112	-40%	-13%	-12%	10%	5,7	1,1	MP	30.000

### Tổng kết tình hình 2013

**Trả cổ tức hấp dẫn dù giá cao su tự nhiên giảm** – Giá cao su giảm 22% tính từ đầu năm 2013, khiến lợi nhuận ròng của các công ty cao su niêm yết giảm 50%. Tuy nhiên, giá cổ phiếu hầu như không tương quan với giá cao su (xem hình bên dưới) và mặc dù lợi nhuận giảm, các công ty cao su vẫn có thể trả cổ tức ở mức hấp dẫn là 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 7-10%) nhờ nợ thấp và vốn lưu động được sử dụng hiệu quả. Chúng tôi tin rằng mức trả cổ tức hiện tại vẫn sẽ ổn định mặc dù tồn tại rủi ro giá cao su tiếp tục giảm.

Giá cao su giảm 22% tính từ đầu năm 2013 trong khi giá cổ phiếu đi ngang



Nguồn: Bloomberg

## Triển vọng 2014

Tổ chức Nghiên cứu Cao su Thế giới (IRSG) dự báo thị trường cao su tự nhiên sẽ thặng dư 450.000 tấn trong năm 2014, có thể gây thêm áp lực lên giá cao su hiện nay. Giá cao su tự nhiên hiện cũng thấp hơn giá dầu thô; cho thấy có khả năng giá cao su có thể được điều chỉnh tăng để thu hẹp khoảng cách này. Tuy nhiên, IRSG không có dự báo về giá cao su.

## Các khuyến nghị cho năm 2014

Chúng tôi đánh giá cao CTCP Cao su Phước Hòa (PHR), CTCP Cao su Đồng Phú (DPR) và CTCP Cao su Tây Ninh (TRC). Những công ty này có diện tích trồng cao su lớn nhất, có khả năng sinh lời cao nhất và có cơ cấu tài chính lành mạnh nhất trong số các công ty cao su tự nhiên được niêm yết. Cả ba đều là công ty con của VRG.

**Cổ tức hấp dẫn** – Tuy giá cao su giảm 26% trong hai năm qua nhưng tỷ lệ trả cổ tức vẫn duy trì tại mức 30-50%, lợi suất 6%-10% liên tục trong 5 năm qua. Các công ty cao su không có nợ, giá cổ phiếu vì vậy khá rẻ với mức PER trung bình là 5,0 lần so với mức trung bình của ngành là 6,7 lần trong khu vực. Có khả năng cổ tức sẽ tăng nếu giá cao su tự nhiên tăng, như đã xảy ra hồi năm 2011 và 2012 khi giá cao su tăng trung bình lần lượt đạt 4.500 USD/tấn và 3.300 USD/tấn (gần gấp đôi giá hiện tại là 2.400 USD/tấn). Khi đó, DPR đã tăng cổ tức lên 5.000 đồng/cổ phiếu và 4.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 14%). Chúng tôi cũng dự báo các công ty sẽ có mức tăng trưởng hữu cơ cao hơn một khi hoàn tất việc mở rộng đồn điền trồng cao su ở Campuchia.

**KHẢ QUAN: CTCP Cao su Đồng Phú (DPR)** – Diện tích trồng cây cao su ở độ tuổi khai thác tốt nhất (11-25 năm) của DPR có tỷ lệ cao nhất, do đó công ty có lợi suất lớn nhất.

**KHẢ QUAN: CTCP Cao su Tây Ninh (TRC)** – TRC có mức PER là 5,1 lần, mức thấp nhất trong số các công ty cao su.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: CTCP Cao su Phước Hòa (PHR)** – Sản lượng cao su của PHR sẽ tăng nhờ các đồn điền của công ty ở Campuchia đi vào khai thác sớm nhất là vào năm 2016. PHR cũng có lợi suất cổ tức hấp dẫn 10% liên tục trong 10 năm qua. Tuy nhiên giá cổ phiếu PHR đã tăng 20% tính từ đầu năm trong khi giá cổ phiếu của các công ty cao su khác vẫn chưa tăng.



## Sản xuất săm lốp: Giá cổ phiếu đã hợp lý

So sánh diễn biến các mã săm lốp và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg (31/12/2013), Điểm gốc = 100

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	KN*	Giá mục tiêu 12T	
		2013	2014	2015						
Casumina	CSM	114	23%	10%	22%	0%	7,3	1,5	MP	36.500
Cao su Đà Nẵng	DRC	158	12%	1%	25%	4,2%	9,5	1,9	MP	39.700

### Tổng kết tình hình 2013

Ngành sản xuất săm lốp có một năm thuận lợi với tăng trưởng lợi nhuận ròng trong 9 tháng đầu năm đạt 33,8%, mặc dù doanh thu giảm nhẹ 3,2%. Giá cao su (chiếm một nửa chi phí sản xuất lốp xe) giảm là yếu tố giúp mang lại kết quả này. Giá cao su giảm 20,6% so với cùng kỳ năm 2012 và giúp biên lợi nhuận gộp của các công ty tăng từ 20% lên 25%. Trong khi nhu cầu lốp bias đã đạt đỉnh, các nhà máy sản xuất lốp radial của cả hai công ty hiện chỉ đang chạy thử, vì vậy doanh thu tăng trưởng thấp.

### Triển vọng 2014

Chúng tôi dự đoán giá cao su sẽ tiếp tục thấp và nhòe vậ, biên lợi nhuận sẽ duy trì ở mức cao. Trong năm 2014, nhà máy sản xuất lốp radial sẽ đi vào hoạt động, với lợi nhuận không đáng kể do chi phí lãi vay và chi phí khấu hao tăng, và sản lượng dưới mức tối ưu. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận tổng hợp từ nhà máy sản xuất lốp bias và nhà máy lốp radial sẽ giảm trong năm 2014, cho thấy có tăng trưởng doanh thu nhưng lợi nhuận tăng không đáng kể.

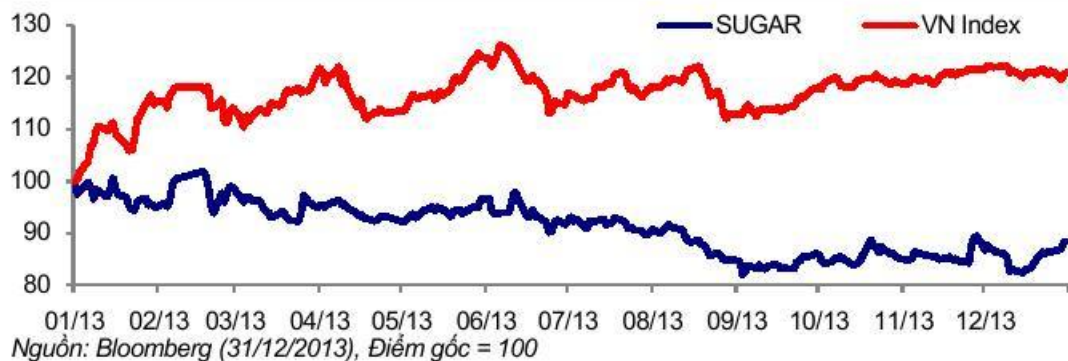
### Các khuyến nghị cho năm 2014

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC)** – Lợi nhuận của nhà máy sản xuất lốp radial mới không đáng kể do sản lượng thấp, chi phí lãi vay và chi phí khấu hao tăng khiến biên lợi nhuận gộp ở mức thấp trong năm đầu tiên. Nhà máy lốp bias, đang hoạt động với biên lợi nhuận tối ưu, sẽ được di dời ra khỏi thành phố nên DRC dự kiến sản lượng sẽ giảm 100.000 lốp trong năm 2014. Quan trọng hơn, giá cao su đã chạm đáy nên khả năng tăng lợi nhuận bị hạn chế, và lợi nhuận sẽ mang rủi ro giảm nhiều hơn. Với các lý do này, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2014 chỉ đạt 11,5%. DRC hiện đang giao dịch ở mức PER dự phóng là 9,5 lần, phù hợp với PER mục tiêu chúng tôi đưa ra là 10 lần.

**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG: CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam (CSM)** – CSM đặt mục tiêu bán 175.000 lốp radial trong năm 2014, so với sản lượng hòa vốn là 157.000 lốp. Ngoài ra, trong năm đầu tiên nhà máy sản xuất lốp radial đi vào hoạt động, công ty cũng dự báo biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 15% so với biên lợi nhuận hiện tại là 26,5%. Do đó chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng của công ty trong năm 2014 chỉ tăng 10%. Hiện tại CSM đang giao dịch ở mức PER là 7,3 lần mức EPS năm 2014 là 5.272 đồng/cổ phiếu, phù hợp với PER mục tiêu mà chúng tôi đưa ra là 8,0 lần.

## Ngành mía đường: Không hề ngọt

So sánh diễn biến các mã mía đường và chỉ số VNI

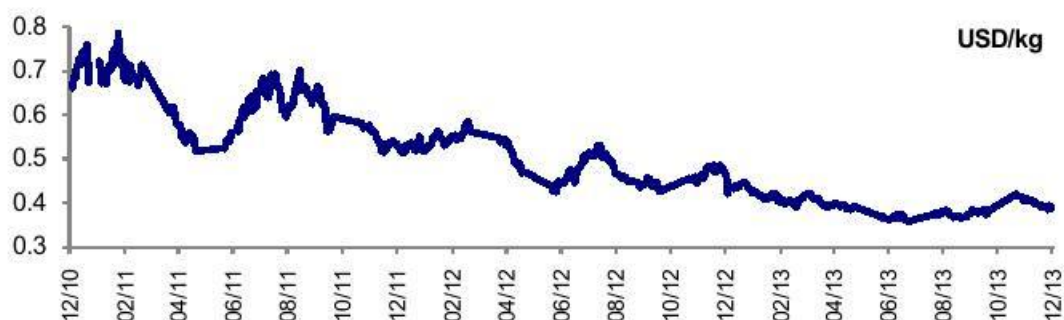


Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			LS cổ tức	PE dự phóng	PB dự phóng	KN*	Giá mục tiêu 12T	
		2013	2014	2015						
Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh	SBT	84	-31%	-15%	34%	17%	10,5	1,3	MP	11.700
Mía đường Lam Sơn	LSS	27	15%	-19%	71%	10%	18,0	0,6	MP	12.000

### Tổng kết tình hình 2013

Ngành đường thế giới lại trải qua một năm thặng dư. Tình trạng dư thừa đường cũng xảy ra tại Việt Nam khiến giá đường giảm 15% tính từ đầu năm. Do đó, lợi nhuận ròng của các công ty đường giảm gần 50% so với năm 2012, khiến giá cổ phiếu của các công ty mía đường giảm theo. Nếu giá đường tiếp tục thấp, chúng tôi tin rằng CTCP Mía đường Lam Sơn (LSS) và CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh (SBT) có thể sẽ xem xét lại chính sách trả cổ tức (đã được HĐQT thông qua) do tỷ lệ thanh toán cổ tức sẽ vượt 100%. Chúng tôi dự báo cổ tức sẽ giảm.

Giá đường thô số 11



Nguồn: Bloomberg

### Triển vọng 2014

Tổ chức Đường Thế giới (ISO) dự báo năm 2014, cả thế giới sẽ dư thừa khoảng 4,5 triệu tấn đường. Hiện chưa có số liệu về nguồn cung đường tại Việt Nam trong năm 2014, nhưng chúng tôi cho rằng khả năng dư thừa là rất cao do lượng đường tồn kho theo ghi nhận là 500.000 tấn. Ngoài ra, quyết định xuất khẩu đường tồn kho có thể sẽ không mang lại hiệu quả do giá đường trong nước cao hơn 20%-30% so với giá thế giới.

### Các khuyến nghị cho năm 2014

Giá đường là yếu tố chính quyết định lợi nhuận đối với giá cổ phiếu. Vì giá đường nhiều khả năng sẽ còn thấp, nên chúng tôi vẫn không đánh giá cao ngành này.



## Phụ lục

### Tăng room tối đa cho khối ngoại (FOL)

**Dự thảo có thể được thông qua trong thời gian tới** – Chính phủ cho biết trên báo chí Thủ tướng có thể sẽ thông qua dự thảo gần đây nhất trong thời gian tới. Vẫn còn một số vấn đề cần thảo luận nhưng chúng tôi tin rằng mọi việc sẽ sớm được hoàn tất. Nội dung của đề xuất là tăng room tối đa cho khối ngoại lên 60% (cổ phiếu có quyền biểu quyết).

**Việc thi hành mang tính quyết định** – Các điều luật không thể được thi hành nếu không có các văn bản hướng dẫn. Tin vui là hiện đã có một dự thảo để hướng dẫn các doanh nghiệp và cơ quan có thẩm quyền thực hiện quy trình tăng room tối đa cho khối ngoại. Điều này sẽ góp phần giảm bớt thời gian chờ đợi, nhưng chúng tôi lưu ý rằng dự thảo có thể còn được sửa đổi, do đó đòi hỏi thời gian. Chúng tôi không biết quy trình áp dụng sẽ như thế nào và hy vọng quy trình này sẽ đơn giản.

**Các doanh nghiệp phải tự mình nộp đơn xin tăng room tối đa cho khối ngoại** – Ngay cả nếu được thông qua ngay lập tức, đề xuất quy định các doanh nghiệp phải tự mình nộp đơn xin tăng room tối đa cho khối ngoại, điều này đòi hỏi nghị quyết của ĐHCĐ, và sau đó cần được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) và Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Không phải doanh nghiệp nào cũng muốn tăng room tối đa cho khối ngoại.

**SCIC không muốn bán VNM, DHG, VNR, CTCP Viễn thông FPT** - Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước (SCIC) cho biết sẽ không bán những công ty trên, bao gồm CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM), CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG), Tổng Công ty Cổ phần Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (VNR) và CTCP Viễn thông FPT, vì những công ty này “tăng trưởng vượt trội và trả cổ tức hấp dẫn”. Tuy các công ty này có thể tăng room tối đa cho khối ngoại, nhưng chúng tôi cho rằng điều này ít khả năng xảy ra trong ngắn hạn.

**Thuận lợi trong dài hạn cho các thương vụ M&A** – Chúng tôi cho rằng tác động chính của việc tăng room tối đa cho khối ngoại được thể hiện ở chỗ có thể mở đường cho các thương vụ M&A đối với những doanh nghiệp có ý định bán cổ phần chi phối cho khối ngoại, đặc biệt là ở các công ty có vốn hóa vừa và nhỏ. Chúng tôi cũng cho rằng khó có doanh nghiệp nào sẽ tăng room tối đa cho khối ngoại mà không cân nhắc xem bên nào sẽ có thể thu tóm mình trước khi nộp đơn.

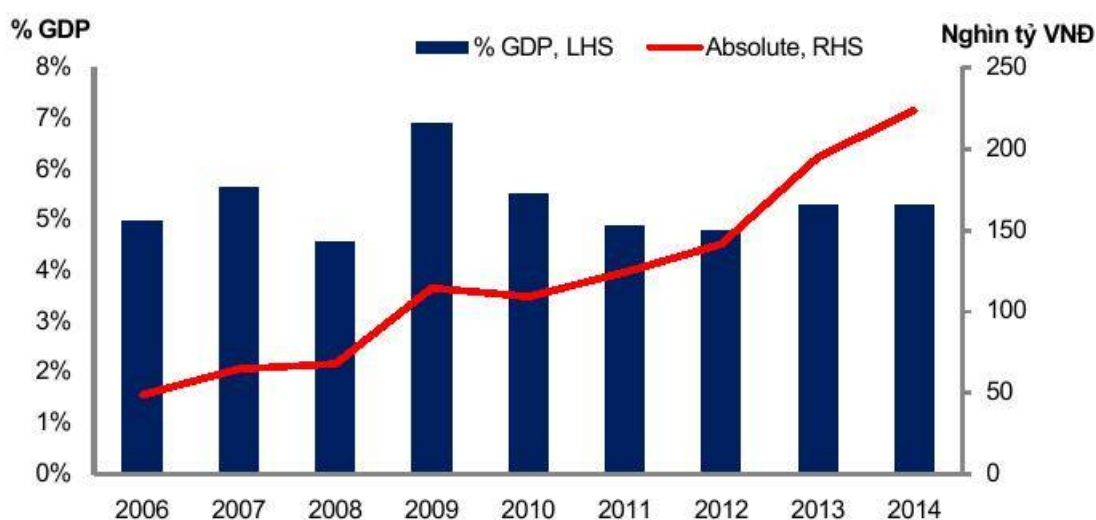
**Hạn chế đối với một số lĩnh vực** – Ví dụ, các doanh nghiệp không thể xin tăng room tối đa cho khối ngoại nếu các doanh nghiệp này hoạt động trong a) các ngành mà Chính phủ giới hạn sở hữu nước ngoài (như bán lẻ, ngân hàng, viễn thông, quốc phòng, v.v) hoặc b) việc tăng room tối đa cho khối ngoại là trái với các quy định đối với các ngành đặc thù hoặc bất kỳ thỏa thuận quốc tế nào mà Việt Nam là nước thành viên (như WTO).

**Trở thành doanh nghiệp thuộc sở hữu nước ngoài** – Nếu một doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của nước ngoài vượt 50%, về mặt pháp lý doanh nghiệp này có thể được xem là doanh nghiệp nước ngoài thay vì doanh nghiệp trong nước. Điều này có thể đặt ra nhiều thách thức lớn cho các doanh nghiệp tham gia vào các hoạt động kinh doanh trong đó sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài bị hạn chế. Từ lâu đây đã là một kẽ hở trong hệ thống luật pháp của Việt Nam, và nhìn chung, trước đây dẫn đến tình trạng các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của nước ngoài trên 50% phải ngừng hoạt động trong những lĩnh vực bị giới hạn đối với nhà đầu tư nước ngoài. Chúng tôi hy vọng các quy định hướng dẫn sẽ giải quyết vấn đề này.

## Bội chi ngân sách và chi tiêu vào cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy GDP

**Nhân tố thúc đẩy tăng trưởng trực tiếp đối với ngành cơ sở hạ tầng và gián tiếp đối với các ngành xây dựng, vật liệu xây dựng và bất động sản** – Do tăng trưởng GDP vẫn thấp hơn so với mục tiêu chính thức, Chính phủ quyết định sử dụng chính sách tài khóa để thúc đẩy hơn nữa tăng trưởng năm 2014. Tại kỳ họp Quốc hội tháng mười một, bội chi ngân sách năm 2013 và 2014 được điều chỉnh tăng từ 4,8% lên 5,3% GDP (tức tăng 18.000 tỷ đồng, tương đương 0,9 tỷ USD trong năm 2013). Khoản tăng bội chi ngân sách này sẽ được dùng cho việc phát triển cơ sở hạ tầng.

Hình 4: Bội chi ngân sách



Nguồn: TCTK, VCSC

**Việc giảm thuế có tác động tích cực đến lợi nhuận sau thuế** – Bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/01/2014, mức thuế doanh nghiệp giảm từ 25% xuống 22%, và sẽ tiếp tục giảm xuống 20% từ ngày 01/01/2016. Điều này sẽ làm giảm nguồn thu từ thuế của Chính phủ khoảng 22.200 tỷ đồng (tương đương 1,1 tỷ USD) mỗi năm trong giai đoạn 2014-2016, nhưng sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp.

**Chi tiêu được hỗ trợ nhờ phát hành trái phiếu, lợi suất trái phiếu có thể chịu áp lực** – Sẽ có thêm khoảng 170.000 tỷ đồng (8,1 tỷ USD) trái phiếu Chính phủ được phát hành trong giai đoạn 2014-2016 để hỗ trợ kế hoạch chi tiêu, bên cạnh lượng trái phiếu trị giá 75.000 tỷ đồng đã được thông qua cho giai đoạn 2012-2015.

**Chi tiêu cũng được hỗ trợ nhờ cổ tức cải thiện** – Để bù cho việc nguồn thu ngân sách giảm, Chính phủ sẽ yêu cầu các doanh nghiệp nhà nước tăng cổ tức. Các cổ phiếu như DPM, GAS, than và cao su tự nhiên là những cổ phiếu đáng quan tâm và hiện có lợi suất đã khá hấp dẫn từ 7%-10%.



## Các đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng và cổ phần hóa

**Các doanh nghiệp nhà nước kim hãm nền kinh tế** – Các doanh nghiệp nhà nước là một trong những nguyên nhân chính gây ra những xáo động về kinh tế. Việc thiếu minh bạch và hoạt động kém hiệu quả kim hãm tiềm năng tăng trưởng kinh tế. Phiên họp của Chính phủ vào thời gian gần đây đã tái khẳng định vai trò trung tâm của khối doanh nghiệp nhà nước trong sự phát triển kinh tế của Việt Nam được quy định trong Hiến Pháp. Mặc dù vậy, Việt Nam đã giảm số doanh nghiệp hoàn toàn thuộc sở hữu nhà nước từ 20.000 xuống 1.200 trong hai thập kỷ qua (một số ít được bán lại cho các nhà đầu tư, trong khi phần lớn bị giải thể). Tuy nhiên, những doanh nghiệp nhà nước có tầm ảnh hưởng lớn nhất vẫn do Chính phủ nắm giữ hoặc chỉ được cổ phần hóa một phần. Theo Thứ trưởng Bộ Tài chính Trương Chí Trung, các doanh nghiệp nhà nước vẫn chỉ đóng góp 40% GDP trong khi tiêu thụ đến 50% ngân sách, chiếm 60% tín dụng ngân hàng và một nửa nợ quốc gia.

**Quyết tâm khởi động lại chương trình tư nhân hóa** – Việc tư nhân hóa các doanh nghiệp nhà nước hiện chỉ có 32 doanh nghiệp được bán hoặc giải thể trong năm 2012 và 100 doanh nghiệp trong năm 2013. Tuy nhiên, Chính phủ hiện tỏ rõ quyết tâm khởi động lại kế hoạch tư nhân hóa và tuyên bố đến năm 2015 sẽ bán 500 doanh nghiệp nhà nước, bao gồm một phần cổ phần tại các ngân hàng Vietcombank, BIDV, Vietinbank và MHB. Chính phủ cũng ban hành Nghị định số 151 cho phép công ty đầu tư của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) bán cổ phiếu với giá thấp hơn mệnh giá, đây là một trở ngại nghiêm trọng trong việc bán các công ty làm ăn yếu kém.

**Mục tiêu đến năm 2015 còn 100 doanh nghiệp nhà nước** – Chính phủ đặt mục tiêu giảm số doanh nghiệp nhà nước trong danh mục đầu tư của SCIC từ 380 như hiện nay xuống còn dưới 100 công ty vào năm 2015. Danh sách đầy đủ 376 công ty sẽ được bán đã được công bố, và trong báo cáo này chúng tôi cũng đã làm một bảng tóm tắt những công ty đã được niêm yết trong số này tại trang 10 (những công ty còn lại là những công ty hiện chưa được niêm yết). SCIC cho biết sẽ không bán cổ phần tại CTCP Sữa Việt Nam (VNM), CTCP Dược Hậu Giang (DHG), Tổng Công ty Cổ phần Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (VNR) và CTCP Viễn thông FPT Telecom. SCIC sẽ thoái vốn khỏi các công ty lớn như Tập đoàn Bảo Việt (BVH), CTCP FPT (FPT), CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex, VCG).

**Cần tiền mặt cho ngân sách nhà nước** – Sắp tới, Chính phủ sẽ buộc phải thoái vốn hoặc tiến hành phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng để tăng lượng tiền mặt cho ngân sách, nhưng cũng để đầu tư vào các lĩnh vực then chốt mà Chính phủ sẽ vẫn nắm giữ cổ phần, như thăm dò và khai thác dầu khí.

**Tiếp tục các đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng** – Dựa trên những nhân tố trên, chúng tôi dự báo thị trường cổ phiếu được phát hành lần đầu ra công chúng sẽ sôi động hơn trong năm 2014 và 2015, căn cứ vào việc ngày càng nhiều công ty tìm đến với chúng tôi. Việc IPO doanh nghiệp nhà nước thường kéo dài từ hai năm trở lên, do đó cần phải kiên nhẫn, nhưng hoạt động này trên thực tế đang diễn ra. Một trường hợp cụ thể là Tổng Công ty Hàng Không Việt Nam (Vietnam Airlines). Tổng công ty này cho biết có ý định tiến hành IPO trong năm 2014, và các sự kiện cũng rất được mong đợi khác bao gồm IPO của CTCP Hàng không VietJet, Tổng công ty Viglacera, Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex) và sự kiện sắp được niêm yết của Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV).

**Lạc quan về tiến độ** – Chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng Việt Nam vẫn chủ trương cải cách từng bước một hơn là thực hiện những thay đổi lớn đột ngột. Tuy vậy, đây là lần đầu tiên sau một thời gian dài chúng tôi cảm thấy lạc quan về mong muốn cải cách, đặc biệt là khi tăng trưởng GDP của Việt Nam không đạt mục tiêu chính thức và Chính phủ cần huy động tiền mặt để đầu tư vào các lĩnh vực ưu tiên.



## Tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi và hoạt động hợp nhất hóa

**Mô hình đa ngành nghề không còn được ưa chuộng** – Từ trước đến nay, cách duy nhất để trở thành một doanh nhân có tên tuổi là xây dựng một đế chế đa ngành nghề. Tuy nhiên, ngày nay nhiều người nhận ra rằng tập trung vào một (hoặc hai) hoạt động kinh doanh cốt lõi là cách hiệu quả nhất để phát triển bền vững và tạo ra lợi nhuận. Chính phủ cũng theo mô hình này và giới hạn các doanh nghiệp nhà nước trong việc tham gia các lĩnh vực ngoài ngành, đặc biệt là kể từ khi vấn đề nợ xấu bắt đầu xuất hiện trong giai đoạn 2011-2012. Hiện nay, các doanh nghiệp nhà nước bị buộc phải dần thoái vốn khỏi những hoạt động kinh doanh không phải là cốt lõi, mà chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra, đặc biệt là nhờ đã có văn bản luật mới cho phép các doanh nghiệp nhà nước bán tài sản dưới giá vốn, điều mà trước đây bị xem là bất hợp pháp.

**Dự báo sẽ còn nhiều hoạt động hợp nhất** - Các doanh nghiệp lớn mạnh đã và đang tận dụng tình hình khó khăn để thu hút nhân lực chất lượng cao, thương lượng được các hợp đồng mua nguyên vật liệu tốt hơn, tái huy động vốn với chi phí thấp hơn hoặc giảm giá bán sản phẩm loại bỏ đối thủ. Chúng tôi cho rằng việc hợp nhất sẽ tiếp tục diễn ra ở nhiều ngành do các công ty trước đây tồn tại nhờ vay vốn lãi suất thấp trong những năm bùng nổ tín dụng sẽ dần bị loại khỏi cuộc chơi.

## VAMC – Giải pháp chưa hoàn hảo nhưng cần thiết

**Thông tin cơ bản về VAMC** – Chính phủ đã thành lập Công ty quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng (VAMC) vào tháng 07/2013 nhằm giải quyết tình trạng nợ xấu nghiêm trọng trong hệ thống ngân hàng. Theo kế hoạch, VAMC sẽ mua nợ xấu tại mệnh giá trừ đi chi phí dự phòng, sử dụng trái phiếu do VAMC phát hành có kỳ hạn 5 năm với lãi coupon 0% và giá trị đáo hạn bằng không (trừ khi một phần nợ xấu được thu hồi). VAMC dự kiến sẽ mua 30.000 - 35.000 tỷ đồng (tương đương 1,4 - 1,7 tỷ USD) nợ xấu năm 2013, 100.000 - 150.000 tỷ đồng (tương đương 4,7 – 7,1 tỷ USD) năm 2014, và số còn lại trong năm 2016.

**Lợi ích chủ yếu là về mặt kế toán** – Do không có tiền mặt mà chỉ là hợp đồng hoán đổi, VAMC chỉ cho phép các ngân hàng khấu hao nợ xấu trong thời hạn 5 năm. Lợi ích còn lại là một phần giá trị trái phiếu do VAMC phát hành có thể được dùng làm tài sản thế chấp để vay NHNN. Khi Thông tư 02 bắt đầu có hiệu lực ngày 01/06/2014 theo kế hoạch, buộc ngân hàng phải ghi nhận nợ xấu đúng theo mức thực tế (hiện nay nợ xấu đang được ghi nhận thấp hơn rất nhiều), thì lượng nợ xấu và chi phí dự phòng sẽ tăng mạnh, làm giảm rất nhiều lợi nhuận của ngân hàng. Để giải quyết tình trạng này, VAMC sẽ mua lại phần lớn lượng nợ xấu tăng thêm, điều này cho phép các ngân hàng khấu hao các khoản lỗ trong vòng 5 năm. Như vậy về bản chất, cơ chế này cho phép kéo dài thời gian các ngân hàng giải quyết vấn đề nợ xấu.

## Các quỹ mở và ETF của Việt Nam

**Điểm khởi đầu** – Tính đến ngày 01/01/2014, Việt Nam đã có 10 quỹ mở (OEF) được cấp phép hoạt động, trong đó có 7 quỹ được thành lập năm 2013 và 3 quỹ được chuyển đổi từ các quỹ đóng. Ngoài ra cũng có 3 quỹ mở chuyên đầu tư trái phiếu và 7 quỹ cân bằng. Tính đến nay, chưa có quỹ ETF nào trong nước được cấp phép hoạt động tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng quỹ ETF đầu tiên của Việt Nam có thể sẽ chính thức đi vào hoạt động trong sáu tháng cuối 2014. Để chuẩn bị cho việc thành lập các quỹ ETF, UBCKNN đang xem xét thảo luận dự luật về vấn đề vay và cho vay chứng khoán, nếu được thông qua sẽ là cơ chế chính thức đầu tiên cho phép vay và cho vay chứng khoán ở Việt Nam. Bên cạnh đó, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán có khả năng sẽ hoàn tất nghiên cứu về tính khả thi của việc cho phép các trung tâm thanh toán bù trừ (CCP) và các dịch vụ khác, bao gồm những dịch vụ theo nhu cầu của các đại lý chuyển nhượng chứng khoán của ETF và OEF.



#### Thách thức trước mắt –

- Thanh khoản thấp so với các loại tài sản khác, khiến các nhà đầu tư không quan tâm nhiều đến các quỹ OEF.
- Các quỹ ETF và OEF cần chứng minh kết quả trong dài hạn trước khi có thể thu hút nguồn vốn lớn. Do đó, các nhà quản lý quỹ tỏ ra khá thận trọng trong việc đầu tư.
- Công tác phổ biến về lợi ích của các quỹ OEF và ETF là nhân tố quan trọng và điều này cần nhiều thời gian, vì vậy chúng tôi cho rằng tiến độ sẽ diễn ra chậm.
- Hầu hết các quỹ OEF mới thành lập đều có nguồn vốn huy động từ các nhà đầu tư khởi tạo và cho đến nay số vốn này khá khiêm tốn, trung bình khoảng 2,4 triệu USD.
- Khi được thành lập, các quỹ ETF có khả năng sẽ tiêu diệt mô hình quỹ OEF nhờ có thanh khoản tốt hơn (do các quỹ ETF sẽ được niêm yết) và có phí quản lý quỹ thấp.

#### Lợi ích dài hạn –

- Hướng nguồn vốn của nhà đầu tư cá nhân ra khỏi các kênh đầu tư mang tính đầu cơ (như cổ phiếu riêng lẻ, tiền tệ và vàng) để chuyển sang thị trường chứng khoán.
- Thanh khoản thị trường cải thiện và các thành phần tham gia thị trường sẽ dần chuyển dịch về phía các tổ chức.
- Cho phép các nhà đầu tư nước ngoài mua đến 100% cổ phần các quỹ OEF và ETF và gián tiếp sở hữu cổ phần ở các doanh nghiệp 100% vốn đầu tư nước ngoài.
- Tạo tiền đề cho việc thành lập các loại quỹ khác, như quỹ hưu trí, hiện vẫn chưa xuất hiện ở Việt Nam.

Tóm lại, mặc dù các quỹ OEF và ETF có tiềm năng dài hạn cho thị trường vốn ở Việt Nam, nhưng ảnh hưởng ngắn hạn của các quỹ này là không đáng kể.

## Tăng tốc chương trình hỗ trợ mua nhà ở xã hội và nhà ở cho người thu nhập thấp

**Gói hỗ trợ chưa thành công như mong đợi** – Vào giữa năm 2013, Chính phủ đã cho biết sẽ đưa ra gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng (1,4 tỷ USD) nhằm hỗ trợ thị trường BĐS. Thông tin này tỏ ra hấp dẫn, nhưng tính đến ngày 30/11/2013, năm ngân hàng thương mại nhà nước tham gia chương trình (Agribank, VietinBank, Vietcombank, BIDV và Ngân hàng MHB) tổng cộng mới chỉ cam kết 5% tổng giá trị gói hỗ trợ cho các cá nhân (33%) và một số chủ đầu tư (66%). Trong số giá trị cam kết, 30% được giải ngân cho các cá nhân (66%) và năm chủ đầu tư (33%). BIDV và Vietcombank mỗi ngân hàng chiếm 33% giá trị giải ngân cho khách hàng cá nhân, trong khi chỉ có BIDV, VietinBank và Agribank giải ngân cho chủ đầu tư.

**Phức tạp và không mấy hấp dẫn về mặt kinh tế** - Rõ ràng là cho đến nay chương trình vẫn chưa thành công. Chương trình không mấy hấp dẫn đối với các chủ đầu tư do các tiêu chí nhà ở xã hội và nhà ở cho người thu nhập thấp đều quá thấp, do đó biên lợi nhuận gần như không có. Còn đối với các cá nhân, các tiêu chí đánh giá các trường hợp có thể cho vay quá nghiêm ngặt, vì vậy các cá nhân đủ tiêu chuẩn cho vay thường là những người có khả năng thanh toán thấp. Ngoài ra, các thủ tục đăng ký vay cũng quá phức tạp.

**Năm 2014 có thể khả quan hơn** – Chúng tôi cho rằng chương trình hỗ trợ tín dụng sẽ tăng tốc trong năm 2014 vì Chính phủ đã nỗ lực khiến chương trình trở nên hợp lý hơn về mặt kinh tế và đơn giản hóa các quy trình. Cụ thể: i) mở rộng diện tích căn hộ đạt tiêu chuẩn lên trên 70m<sup>2</sup>, ii) gia hạn cho các khoản vay từ 10 năm lên 15-20 năm, iii) cho phép thế chấp tài sản đang trong quá trình thi công thay vì chỉ các căn hộ đã được xây xong.



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Tôn Minh Phương và Michel Tosto, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Trường phòng cao cấp

Tôn Minh Phương, ext 146  
[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:phuong.ton@vcsc.com.vn)

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Ngô Bích Vân, ext 130

**CV cao cấp**, Nguyễn Thế Anh, ext 194

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**Chuyên viên**, Đặng Văn Pháp, ext 143

**Chuyên viên**, Doãn Hải Phương, ext 171

**Chuyên viên**, Văn Đình Vỹ, ext 120

**Chuyên viên**, Dương Mỹ Thanh, ext 173

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng Môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.