



- ◆ **Kinh tế Vĩ mô Việt Nam**
- ◆ **Tình hình thế giới**
- ◆ **Thị trường chứng khoán Việt Nam**
- ◆ **Khuyến nghị đầu tư**

Các biện pháp thực hiện nghiêm ngặt lãi suất bước đầu đã có tác dụng giảm lãi suất đầu ra, đặc biệt là ở các ngân hàng lớn. Tuy nhiên lãi suất cao từ các giai đoạn trước cộng hưởng với sự suy giảm của nền kinh tế đã khiến nền kinh tế bộc lộ thêm những yếu kém nội tại. Một trong số những yếu kém phải kể tới là chất lượng tài sản và năng lực quản lý rủi ro của các ngân hàng. Điều này dẫn tới việc tỉ lệ nợ xấu tăng cao và làm đẩy lên lo ngại rủi ro vỡ nợ hệ thống, thúc đẩy quyết tâm tái cơ cấu hệ thống ngân hàng.

Rủi ro tỷ giá tiếp tục là một mối lo ngại khi mà nhu cầu USD tăng cao do nợ đáo hạn và thanh toán hợp đồng trong khi dự trữ ngoại hối đang có xu hướng giảm. Mặc dù nguồn ngoại tệ trong hệ thống ngân hàng đã có phần dồi dào hơn từ nguồn thu nghiệp vụ xuất khẩu và nguồn kiều hối song diễn biến tỷ giá giai đoạn cuối năm đã phần nào thể hiện sức ép này.

Lạm phát tuy đã giảm tốc và giữ liên tục ở mức dưới 1% mỗi tháng trong các tháng của quý cuối năm, chủ yếu do tổng cầu giảm tương đối mạnh còn tổng cung chỉ tăng nhẹ. Tuy nhiên yếu tố mùa vụ cũng như việc điều chỉnh giá điện, nước sạch... sẽ là sức ép lên lạm phát trong quý đầu tiên của năm 2012.

Nhìn chung năm 2011 có nhiều khó khăn về vĩ mô song đã có sự ổn định tạm thời nhờ các biện pháp kịp thời và kiên quyết của chính phủ và ngân hàng nhà nước. Tuy nhiên ổn định vĩ mô vẫn có khả năng bị đe dọa và năm mới 2012 sẽ còn tiềm ẩn nhiều khó khăn với nền kinh tế nói chung và TTCK nói riêng.

Với quan điểm tương đối thận trọng khi đánh giá tình hình vĩ mô, khuyến nghị quý này của chúng tôi tập trung vào những ngành có hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định, hệ số nợ trong cơ cấu vốn thấp và chi số giá/thu nhập ở mức khá. Những tiêu chí lọc kể trên thể hiện tương đối mức độ quan tâm của NĐT đối với cổ phiếu các ngành này, đồng thời thể hiện khả năng hoạt động tốt và khả năng giảm thiểu rủi ro trước những diễn biến không mấy khả quan của nền kinh tế.

<i>Ngành</i>	<i>Quan điểm đầu tư</i>	<i>Cổ phiếu khuyến nghị</i>
Đường	Tăng tỷ trọng	LSS, STB
Dược phẩm	Tăng tỷ trọng	DHG, OPC
Thép	Giảm tỷ trọng	
Nhựa	Giảm tỷ trọng	

Thực hiện nghiêm trần lãi suất giúp giảm lãi suất đầu ra nhưng có khả năng làm giảm huy động

Chính sách tiền tệ mà đặc biệt là vấn đề lãi suất luôn nhận được sự quan tâm chú ý của các nhà đầu tư bởi có mối liên hệ khá trực tiếp tới sự vận động của thị trường chứng khoán. Việc áp dụng nghiêm trần lãi suất cộng với một số các biện pháp hành chính khác đã có kết quả bước đầu giúp giảm lãi suất đầu ra, mức giảm khá đáng kể ở các ngân hàng lớn. Đơn cử như ngân hàng BIDV đã thông báo giảm lãi suất cho vay xuống còn 14.5-15.5% đối với các khoản vay ngắn hạn và vay tài trợ hàng xuất khẩu. Tuy nhiên kéo theo đó là khả năng giảm lượng vốn huy động do người gửi tiền cảm thấy lãi suất tiết kiệm giảm sức hấp dẫn. Chúng tôi nhận thấy đã có dấu hiệu tăng lãi suất huy động nhưng là cá thể các ngân hàng nhỏ, không phải trên bình diện hệ thống.

Lãi suất cao giai đoạn trước cộng với kinh tế suy thoái đã để lại hệ quả

Lãi suất cao trong quá khứ cộng với việc sản xuất kinh doanh khó khăn và sự sụt giảm của thị trường bất động sản và chứng khoán trong thời gian gần đây đã dẫn tới một số hệ quả đối với nền kinh tế. Có thể thấy rõ nét nhất là trong hệ thống ngân hàng khi mà việc kinh doanh khó khăn đã khiến số lượng các doanh nghiệp không trả được nợ gia tăng, dẫn tới việc nợ xấu gia tăng làm dấy lên lo ngại về rủi ro vỡ nợ hệ thống, thúc đẩy quyết tâm tái cơ cấu NH.

Nợ xấu ngân hàng tăng làm tăng nguy cơ rủi ro hệ thống

Chất lượng tài sản của các ngân hàng vẫn là một mối quan ngại thường trực trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng bất thường trong những năm qua, lãi suất cho vay cao và năng lực quản lý rủi ro của hệ thống ngân hàng tương đối yếu. Theo số liệu chính thức, tỉ lệ nợ xấu (NPL) của hệ thống ngân hàng vào khoảng 2% tính đến cuối năm 2010, và tăng lên 3.4% tính tại thời điểm cuối tháng 11/2011 và được dự báo sẽ còn tăng trong những tháng tới. Một số ước tính bi quan của các tổ chức tài chính thế giới còn cho rằng, trên thực tế nếu tính đúng và đủ thì nợ xấu ngành ngân hàng phải xấp xỉ 10% - một con số đáng báo động.

Thúc đẩy quyết tâm tái cơ cấu hệ thống ngân hàng

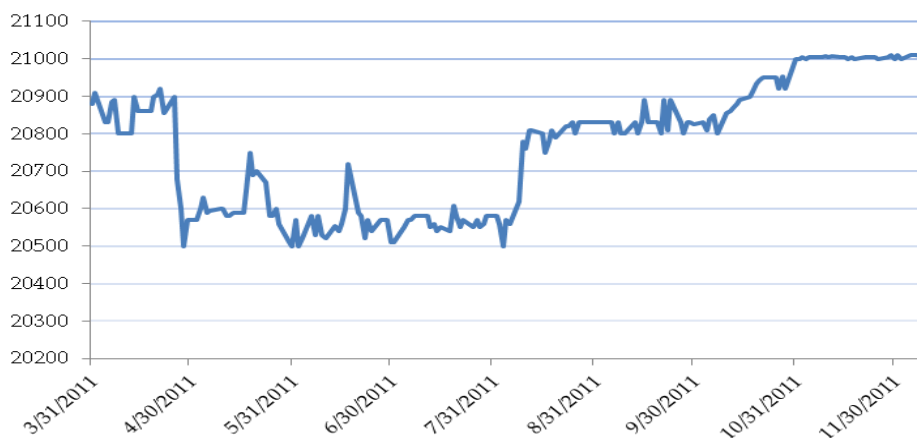
Những bất cập trong hệ thống ngân hàng lộ ra rõ nét hơn khi kinh tế khó khăn đã thúc đẩy quyết tâm tái cơ cấu hệ thống ngân hàng. Vấn đề tái cấu trúc hệ thống ngân hàng là vấn đề bức thiết đã được nhắc tới trong một vài năm trở lại đây nhưng gần đây khi kinh tế gặp khó khăn, các ngân hàng trong hệ thống mới bộc lộ rõ nhiều yếu kém, đặc biệt là trong vấn đề quản trị nợ xấu và quản trị rủi ro thanh khoản Vì đây là một quá trình cần đầu tư lâu dài về cả thời gian và nguồn lực nên khó có thể thấy ngay hiệu quả trong thời gian ngắn. Tái cấu trúc về cơ bản là một chủ trương đúng đắn, có thể tạo ra xáo trộn và hoang mang

trong giai đoạn đầu song nếu định hướng đúng thì về lâu về dài sẽ củng cố làm vững mạnh hơn hệ thống ngân hàng, làm tăng giá trị của ngân hàng mà đại diện là cổ phiếu ngân hàng.

Nhu cầu USD tăng cao do nợ đảo hạn và thanh toán hợp đồng

Chênh lệch khá lớn giữa lãi suất vay USD và VNĐ cộng với kỳ vọng phá giá đồng USD thấp trong ngắn hạn đã khuyến khích các doanh nghiệp lựa chọn vay vốn ngắn hạn bằng USD để giảm chi phí tài chính, từ đó dẫn đến tình trạng mất cân đối giữa tín dụng bằng VNĐ so với USD, đặc biệt là trong giai đoạn quý II và đầu quý III. Sự mất cân đối này khiến cho nhu cầu USD vào cuối năm tăng lên khi các khoản vay này đến hạn trả. Bên cạnh đó nhu cầu USD phục vụ việc thanh toán các hợp đồng và phục vụ nhập khẩu cuối năm của doanh nghiệp tăng cao cũng là một yếu tố tạo áp lực lên tỷ giá. Những vấn đề này đã được chúng tôi nhận diện từ trong các báo cáo trước và diễn biến tỷ giá quý này cũng phần nào phản ánh các vấn đề trên. Đặc biệt trong thời điểm những ngày cuối năm 2011, ghi nhận tỷ giá ngoài ngân hàng đã được giao dịch xung quanh mức 21,500 đồng.

Diễn biến tỷ giá liên ngân hàng



Nguồn: Reuters

Kiều hối tăng song dự trữ ngoại hối giảm

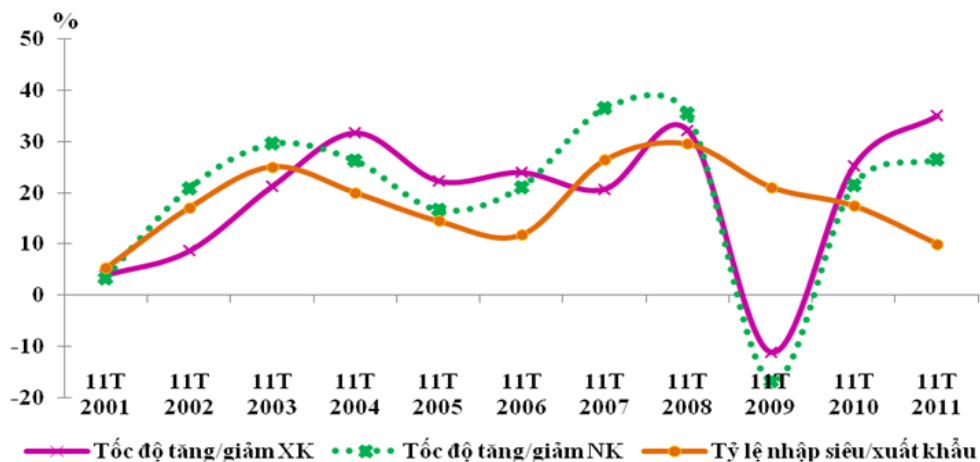
Trong khi đó, nguồn cung ngoại tệ được cấu thành chủ yếu từ nguồn kiều hối, dự trữ ngoại tệ và xuất khẩu ròng cho thấy một số tín hiệu tương đối trái chiều. Theo ước tính của Ngân hàng nhà nước, lượng kiều hối về Việt Nam trong năm nay sẽ đạt khoảng 8.5 tỷ đô la Mỹ. Trong đó, kiều hối quý cuối năm thường chiếm khoảng một phần ba tổng lượng kiều hối cả năm, do vậy nguồn cung USD được bổ sung tương đối. Tuy nhiên việc cho phép nhập khẩu vàng nhằm bình ổn thị trường vàng và việc bơm USD ra thị trường khi tỷ giá có dấu hiệu tăng nóng

nhằm giữ mức tỷ giá VNĐ/USD không tăng quá 1% như cam kết trong thời điểm cuối quý III đầu quý IV nhiều khả năng đã làm giảm đáng kể dự trữ ngoại hối của Việt Nam.

Một điểm sáng trong nguồn cung ngoại tệ cuối năm nằm ở mảng xuất nhập khẩu. Nhập khẩu tăng song xuất khẩu tăng mạnh hơn khiến xuất khẩu ròng tăng so với giai đoạn trước. Theo số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan, tính đến hết tháng 11 năm 2011 tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của cả nước đạt 183,53 tỷ USD, tăng 30,4% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, trị giá hàng hoá xuất khẩu đạt 87,36 tỷ USD, tăng 35% và thực hiện vượt 10% mức kế hoạch năm; trị giá nhập khẩu là 96,17 tỷ USD, tăng 26,5% và vượt 2,9% kế hoạch năm. Cán cân thương mại hàng hoá 11 tháng thâm hụt gần 8,82 tỷ USD, bằng 10,1% kim ngạch xuất khẩu và đặc biệt là tỷ lệ nhập siêu/xuất khẩu thấp nhất kể từ 2002.

Nhập siêu có xu hướng giảm và năm nay có tỉ lệ nhập siêu/xuất siêu thấp nhất kể từ 2002

Thống kê xuất nhập khẩu 11 tháng trong vòng 10 năm qua



Nguồn: Tổng cục Hải quan

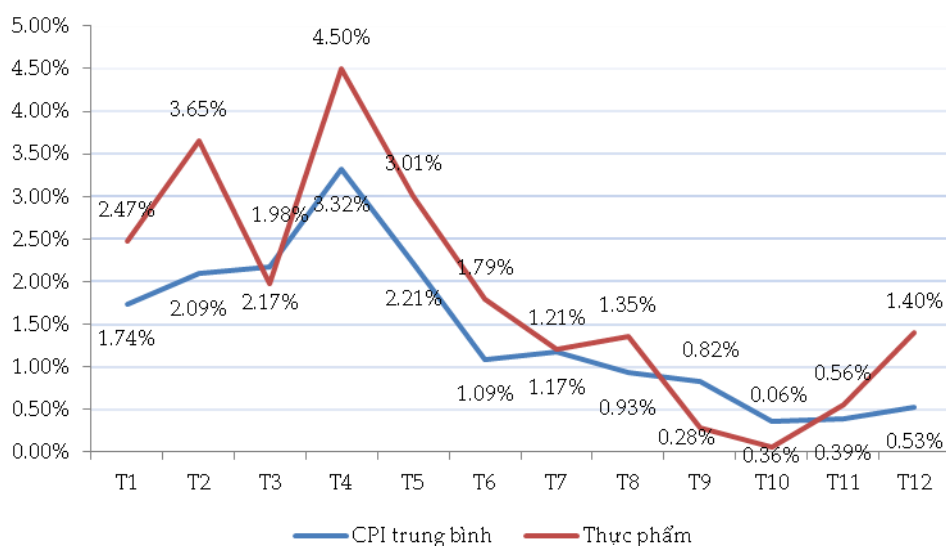
Cấu phần không nhỏ của kim ngạch nhập khẩu là nguyên vật liệu đầu vào phục vụ sản xuất kinh doanh, một yếu tố làm tăng tổng cung. Theo thống kê của tổng cục Hải quan, tổng kim ngạch nhập khẩu 11 tháng năm 2011 của nhóm hàng Máy móc, thiết bị, dụng cụ, phụ tùng là 13,85 tỷ USD, tăng 13,4% so với cùng kỳ 2010 và là nhóm hàng dẫn đầu về kim ngạch nhập khẩu hàng hoá của Việt Nam. Ngoài ra các nhóm hàng khác phục vụ sản xuất như linh kiện, sắt thép, nguyên phụ liệu ngành dệt may, da giày... đều tăng. Thống kê cũng cho thấy kim ngạch nhập khẩu các nhóm hàng này tăng chủ yếu là do giá nhập khẩu tăng. Điều này sẽ làm tăng chi phí sản xuất và được đẩy một phần vào giá bán sản phẩm.

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng

*Tổng cung tăng nhẹ song
tổng cầu giảm khiến lạm
phát giảm tốc*

Tuy tổng cung tăng nhẹ song tổng cầu giảm tương đối là một trong số các lý do khiến lạm phát quý này giảm tốc. Lạm phát theo tháng vào tháng 11 đã giảm xuống 0,39%, từ mức trung bình 1,6% của mười tháng đầu năm 2011. Tuy nhiên tháng cuối quý lạm phát đã tăng trở lại, chủ yếu do nhóm hàng thực phẩm tăng giá vào giai đoạn cận tết.

Tốc độ tăng CPI qua các tháng trong năm 2011

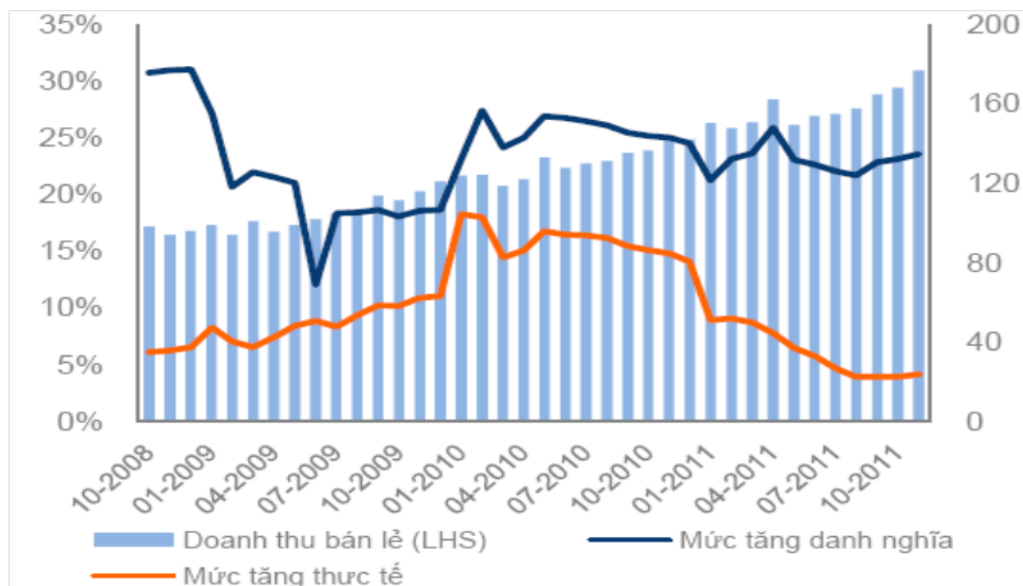


Nguồn: Tổng cục Thống kê

*Tốc độ tăng tổng mức bán
lẻ có xu hướng giảm*

Trong số các yếu tố cấu thành nên tổng cầu thì chi tiêu chính phủ và chi tiêu khu vực tư nhân chiếm tỉ trọng khá lớn (78.83% trong năm 2010, nguồn: Tổng cục Thống kê). Một chỉ số có thể đại diện rõ nét nhất cho mức tiêu dùng của cả khu vực chính phủ và tư nhân là chỉ số tổng mức bán lẻ và dịch vụ. Chỉ số này đại diện cho tiêu dùng đồng thời cũng là một chỉ số đo lường niềm tin của người tiêu dùng. Tính đến cuối tháng 10/2011 thì chỉ số tổng mức bán lẻ và dịch vụ đã tăng 23.1% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên khi chúng tôi loại bỏ yếu tố lạm phát thì mức tăng thực của chỉ số này chỉ là 3.4%, thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ tăng trưởng GDP cùng kỳ (xấp xỉ 6%). Bên cạnh đó, nếu nhìn vào đường biểu diễn theo từng tháng, chúng ta có thể thấy xu hướng giảm với độ dốc ngày càng tăng của đô thị này.

Chỉ số tổng mức bán lẻ



Nguồn: Tổng cục thống kê

Chi tiêu công hầu như không cắt giảm

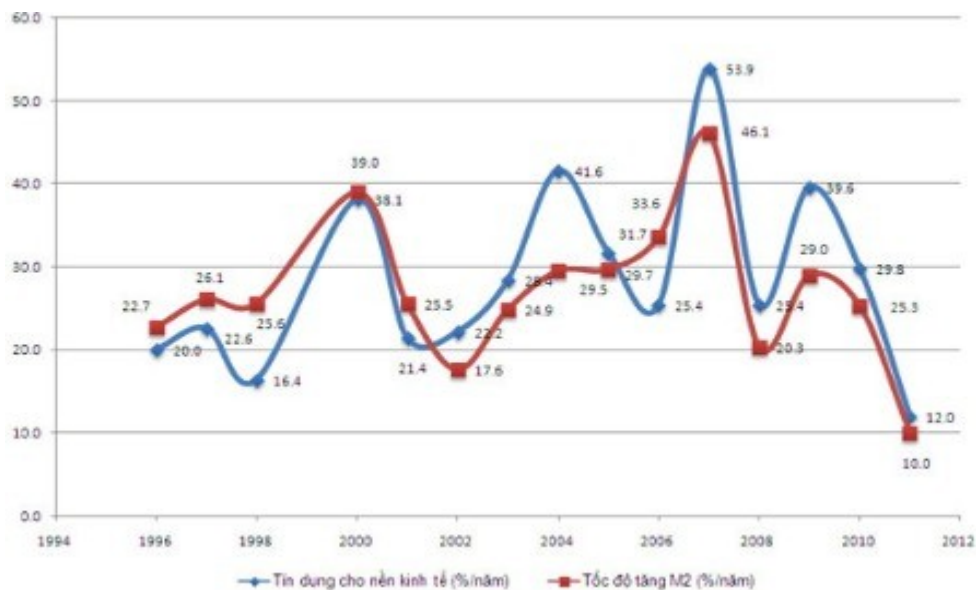
Tuy nhiên điều này chủ yếu phản ánh sự suy giảm tương đối của cầu khu vực tư nhân do chi tiêu chính phủ tuy đã giảm so với cùng kỳ năm ngoái (sau khi loại bỏ tác động của lạm phát) nhưng không đáng kể so với mức đặt ra từ nghị quyết 11. Nghị quyết 11 đã đặt mục tiêu cắt giảm 80 nghìn tỷ đồng bằng cách đình chỉ các dự án đầu tư công không hiệu quả và tạm dừng các dự án chưa thực sự cấp bách. Như vậy, theo tính toán của chúng tôi, nếu việc cắt giảm thực hiện được đúng như chủ trương đã đặt ra, thì chi tiêu chính phủ cho cả năm 2011 sẽ dao động trong khoảng 120-130 nghìn tỷ đồng. Trong khi trên thực tế, thống kê cho tới tháng 11 năm nay, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước đã lên tới 170,6 nghìn tỷ đồng và tăng 8,8% so với cùng kỳ năm 2010 (Nguồn: Tổng cục Thống kê).

Tốc độ tăng cung tiền chậm lại cũng là một nguyên nhân kiềm giữ lạm phát

Tốc độ tăng cung tiền chậm lại cũng là một nguyên nhân đáng kể kiềm giữ lạm phát quý này. Trong năm 2011, Ngân hàng nhà nước (NHNN) đề ra mục tiêu tăng trưởng tín dụng dưới 20% và tăng tổng phương tiện thanh toán dưới 16%, trong đó sử dụng công cụ điều hành chủ yếu là công cụ lãi suất. Trong Thông cáo báo chí về điều hành chính sách tiền tệ năm 2011, định hướng và giải pháp điều hành 2012, NHNN đưa ra ước tính tăng trưởng tín dụng và M2 cho cả năm lần lượt là 12% và 10%. So với năm 2010 khi tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đạt mức 32,4% và tăng trưởng M2 là 33,3% thì kết quả năm 2011 đã cho thấy nỗ lực của các cơ quan hoạch định chính sách tiền tệ nhằm kiềm chế lạm phát và trên thực tế lạm phát đã giảm tốc từ quý III

và giảm đáng kể trong quý IV.

Tăng trưởng tín dụng và tổng phương tiện thanh toán 15 năm qua



Nguồn: VnEconomy

Năm 2011 có nhiều khó khăn về vĩ mô

Nhìn chung năm 2011 có nhiều khó khăn về vĩ mô, trong đó các yếu tố chính như tỉ giá, lạm phát, lãi suất đều có những thời điểm biến động theo chiều hướng bất lợi. Trong khi đó nền kinh tế Việt Nam lại đang dần bộc lộ những dấu hiệu bất ổn cần giải quyết như cơ cấu kinh tế không bền vững, hiệu quả đầu tư thấp, khả năng cạnh tranh yếu... Đặc biệt trong nửa đầu năm nay, vấn đề lạm phát đe dọa tới đời sống nhân dân nói riêng và sự phát triển bền vững của nền kinh tế nói chung đã khiến chính phủ phải có sự chọn lựa giữa hai mục tiêu là kiềm chế lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Đặt mục tiêu kiềm chế lạm phát lên hàng đầu, chính phủ đã chọn giải pháp thắt chặt tiền tệ nhằm làm giảm cung tiền, đây cũng là một phân nguyên nhân đẩy lãi suất tăng cao trong giai đoạn này.

Song đã có sự ổn định tạm thời

Tuy nhiên, đến giai đoạn cuối quý III và quý IV thì lãi suất đã có một số dấu hiệu giảm nhiệt và thanh khoản thị trường liên ngân hàng cũng đã bớt căng thẳng. Bên cạnh đó, bức tranh tỉ giá trong quý II và quý III cũng cho thấy tỉ giá đã dần ổn định, không còn trong trạng thái quá nóng như giai đoạn đầu năm. Có thể nói nghị quyết 11 và các quyết sách khác của chính phủ và NHNN đã phần nào có tác dụng. Song sự ổn định tạm thời của các yếu tố vĩ mô vẫn còn khá mong manh và nguy cơ bất ổn vĩ mô vẫn còn hiện hữu trong thời gian tới.

Dự báo

Lạm phát sẽ tăng trong quý tới

+ Lạm phát: chúng tôi dự báo lạm phát quý tới sẽ tăng so với quý này do yếu tố mùa vụ và việc tăng giá điện thêm 5%. EVN thông báo tăng giá vào ngày 19/12, tức là sau thời điểm Tổng cục Thống kê lấy số liệu tính CPI tháng 12. Như vậy lạm phát của năm 2011 sẽ không bị ảnh hưởng nhưng chắc chắn sẽ để lại hệ quả trong giai đoạn đầu năm 2012. Tuy nhiên lạm phát cả năm có khả năng giảm so với 2011 do mục tiêu hạn chế tăng trưởng cung tiền. Chính phủ đã đặt mục tiêu đưa lạm phát năm 2012 xuống 9% song chúng tôi cho rằng ngay lập tức giảm lạm phát xuống còn một nửa so với năm 2011 là không thực sự khả thi. Theo dự đoán của chúng tôi, lạm phát năm 2012 sẽ vẫn ở mức hai con số và dao động trong khoảng 12-13%.

Tỷ giá chịu nhiều sức ép

+ Tỷ giá chịu sức ép từ các yếu tố kể trên và sẽ là yếu tố vĩ mô chịu nhiều áp lực nhất trong quý tới. Mặc dù nguồn ngoại tệ trong hệ thống ngân hàng đã có phần dồi dào hơn từ nguồn thu nghiệp vụ xuất khẩu và nguồn kiều hối. Song trong khi tín dụng VNĐ tăng 10.2% trong năm 2011 thì tín dụng USD lại tăng xấp xỉ gấp đôi với 18.7% (ước tính của Ngân hàng nhà nước), trong đó tín dụng ngoại tệ được giải ngân chủ yếu từ trong vòng 8 tháng đầu năm. Như vậy sức ép lên cầu USD để trả nợ đáo hạn vào cuối năm là tương đối lớn. Chúng tôi không loại trừ khả năng sẽ tiếp tục có một đợt phá giá tiền đồng vào sau tết Nguyên đán.

Lãi suất giảm nhẹ

+ Lãi suất: có khả năng sẽ giảm nhẹ trong quý sau do có độ trễ từ yếu tố lạm phát giảm giai đoạn quý III và quý IV (độ trễ thường rơi vào khoảng từ ba tới sáu tháng). Bên cạnh đó, Ngân hàng nhà nước đã hé mở khả năng tiếp tục giảm trần huy động trong thời gian tới. Chúng tôi kỳ vọng vào đà giảm của lãi suất trên bình diện toàn hệ thống (đặc biệt là tại các ngân hàng nhóm II) hơn là chỉ tập trung vào các ngân hàng lớn như hiện nay.

Tăng trưởng GDP chậm lại

+ Tăng trưởng GDP: Trong khi quý IV thường là quý có tốc độ tăng trưởng GDP cao nhất trong bốn quý thì ngược lại tốc độ tăng trưởng GDP thường giảm sút trong quý I. Bên cạnh đó các tín hiệu như số lượng doanh nghiệp giải thể tính đến cuối tháng 11 tăng gần 22% so với cùng kỳ năm ngoái hay tổng mức bán lẻ có xu hướng giảm... khiến chúng tôi không mấy lạc quan trong việc dự báo GDP quý tới nói riêng và năm 2012 nói chung. Với tiêu chí thận trọng, chúng tôi cho rằng tăng trưởng GDP quý tiếp theo sẽ xấp xỉ 5.5% so với cùng kỳ năm trước và tăng trưởng cả năm sẽ đạt mức khoảng 6%

Trong những năm gần đây, các biến động của kinh tế Việt Nam có mối tương quan khá chặt chẽ với biến động kinh tế thế giới. TTCK Việt Nam vì thế mà cũng bị ảnh hưởng không chỉ từ nền kinh tế Việt Nam mà còn cả những thay đổi của kinh tế thế giới. Quý này tiếp tục ghi nhận những diễn biến không mấy khả quan từ các nền kinh tế lớn toàn cầu.

Hàng loạt ngân hàng lớn & các nền kinh tế tại Châu Âu và Mỹ bị hạ xếp hạng tín dụng

Các tổ chức xếp hạng lớn trên thế giới như Fitch, Moddy, Credit ... đã hạ xếp hạng tín dụng của nhiều nền kinh tế thuộc Eurozone, điều này cho thấy sức khỏe của khối này đang suy giảm nhanh chóng. Những nước bị hạ xếp hạng tín dụng có thể kể đến như Bồ Đào Nha, Hungary, Slovenia, Bỉ, Pháp,....Nhiều ngân hàng lớn thuộc khối EU cũng bị đánh giá hạ. Ngành bảo hiểm cũng không tránh khỏi kết cục trên. Theo cảnh báo của Fitch, không còn nhiều thời gian cho các nước nếu không đưa ra các biện pháp ứng phó kịp thời. Trong quý I năm 2012 tới đây, Fitch sẽ thực hiện đánh giá lại một loạt các nước thuộc khối này. Đây cũng như là lời cảnh tỉnh với Khối EU nếu không đoàn kết trong vấn đề giải quyết khủng hoảng nợ thì nguy cơ tan rã EU là có thật và khủng hoảng nợ không chỉ xảy ra trong nội bộ EU mà còn có thể làm lung lay hệ thống tài chính toàn cầu.

Cảnh báo tình hình các ngân hàng thuộc khối EU đang vay quá nhiều tiền từ ECB

Trước tình hình đó Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã bơm khoản tiền kỷ lục là 641 tỷ USD với lãi suất 1% trong 3 năm cho các ngân hàng thuộc khối Eurozone để các ngân hàng có đủ tiền mặt hoạt động và các DN có thể vay vốn kinh doanh, tránh khủng hoảng tín dụng. Châu Âu cũng cung cấp thêm 195 tỷ USD cho IMF để hỗ trợ cho thị trường trái phiếu đang suy yếu. Theo nhận định từ các chuyên gia, hiện Châu Âu đang thu hút và nắm giữ nhiều tiền hơn là đưa ra các biện pháp cắt giảm ngân sách để đối phó với khủng hoảng nợ. Nhiều chuyên gia lo ngại thiếu hụt tín dụng trong năm tới sẽ kéo tình trạng suy giảm kinh tế trở nên tồi tệ hơn.

Kinh tế thế giới suy thoái có khả năng ảnh hưởng tới xuất khẩu của Việt Nam

Do tình hình kinh tế thế giới khó khăn, nên có khá nhiều quan ngại đối với việc xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam năm 2012 vào hai thị trường lớn là Mỹ & EU sẽ không được thuận lợi như năm 2011. Những mặt hàng chủ lực xuất khẩu vào Mỹ & EU bao gồm: dệt may, thủy sản, giày dép, cà phê, ... Trong đó xuất khẩu cà phê 6 tháng đầu năm nay vào hai thị trường này chiếm hơn 51% tổng kim ngạch, xuất khẩu giày dép các loại trong 2 quý đầu năm 2011 cũng chiếm gần 70% tổng kim ngạch xuất khẩu mặt hàng này.

Giá vàng trong quý giảm tương đối mạnh

Giá vàng thế giới vừa có đợt giảm mạnh trong những tuần cuối tháng 12 vừa qua do các quỹ đầu tư vàng bán ra 1 lượng lớn để chốt lời. Đơn cử như SPDR – quỹ đầu tư vàng tín thác lớn nhất thế giới chỉ trong 3 tuần đầu của tháng 12 đã bán ra gần 44 tấn vàng. Hiện giá vàng đang dao động xung quanh mức 1.610 USD/ounce. So với đầu năm, giá vàng vẫn tăng hơn khoảng 13%. Mặc dù vàng thế giới biến động mạnh, nhưng giá vàng Việt Nam có chiều hướng biến động ít hơn và vẫn đang duy trì ở mức cao, hiện đang dao động trong khoảng 43–44 triệu đồng/lượng. Người dân vẫn đang phải mua vàng với giá cao hơn vàng Thế giới từ 2–2,5 triệu đồng/lượng. Nguyên nhân là do xu hướng của vàng Việt Nam & Vàng Thế giới đang khá tách biệt nhau, một phần cũng có lẽ bởi các biện pháp bình ổn giá đã bị hao mòn tác dụng, thị trường đang cần những biện pháp mới

Giá vàng 1 năm qua



Nguồn: goldprice.net

Năm 2011 nên kinh tế tài chính thế giới có khá nhiều khó khăn

Năm 2011 khép lại với khá nhiều biến động trong lĩnh vực tài chính. Từ chiến dịch chiếm giữ phố Wall bùng nổ tại Mỹ và lan rộng ra các nước châu Mỹ và châu Á, đến sự suy giảm của khối đồng tiền chung Châu Âu kéo lùi sự phát triển kinh tế toàn cầu. Tình hình nợ công tại khu vực này đang có chiều hướng nhen nhóm và sẽ tiếp tục là vấn đề nổi cộm trong năm sau. Giá vàng thế giới cũng biến động mạnh với mức cao nhất là 1.923,7 USD/ounce tăng tới 30% so với đầu năm. Với sự biến động mạnh mẽ, vàng cũng không còn là một kênh đầu tư an toàn nữa. Có thể nói suy thoái kinh tế đang lan dần trên quy mô toàn cầu và thị trường tài chính thế giới đang và sẽ chịu ảnh hưởng tương đối lớn từ những biến động này.



HOSE



HNX



Diễn biến:

Quý này cả hai sàn đều có mức giảm đáng kể

Trong báo cáo quý trước, chúng tôi đã nhận định rằng đà đi xuống từ cuối quý III của thị trường chứng khoán sẽ tiếp diễn trong quý IV do môi trường vĩ mô và sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp vẫn còn nhiều khó khăn. Và trên thực tế, giao dịch trên hai sàn chứng khoán trong quý vừa qua đã tiếp tục lao dốc, thậm chí cả hai chỉ số đã có mức giảm đáng kể.

Sàn Hồ Chí Minh đi xuống xen lẫn một số đợt tăng do chỉ số bị bóp méo

Trên sàn Hồ Chí Minh, xu hướng của VN—index quý IV vẫn là đi xuống và trong quý, chỉ số đã về mức điểm thấp nhất trong vòng 2 năm 8 tháng, kể từ tháng 5 năm 2008. Mặc dù có xen kẽ những những đợt tăng nhẹ song chủ yếu là các phiên xanh vỏ đỏ lòng (chỉ số tăng nhờ một nhóm nhỏ các cổ phiếu vốn hóa lớn nâng đỡ trong khi đó hầu hết các mã trên sàn lại mang sắc đỏ). Điều này không chỉ mới bắt đầu từ quý IV mà đã xảy ra trong một thời gian dài trước đó. Với tình trạng bị bóp méo như vậy nên VN—index hầu như không còn phản ánh đúng thực chất diễn biến mặt bằng giá cổ phiếu trên sàn.

Sàn Hà Nội xu hướng giảm rõ ràng hơn

Sàn Hà Nội cũng xen kẽ các phiên tăng điểm song biên độ khá nhỏ khiến chiều đi xuống của HNX—index rõ ràng hơn. Và mức giảm của chỉ số đại diện khá thực chất giá trị đã mất của các cổ phiếu trên sàn này. Các mốc đáy lịch sử liên tiếp được lập khi mà gần như không còn yếu tố nào đủ lực để nâng đỡ thị trường. Ngay cả yếu tố lạm phát vốn được các nhà đầu tư quan tâm thì thông tin tốc độ tăng chỉ số CPI đều

đứng ở mức thấp dưới 1% qua các tháng trong quý cũng chỉ giúp thị trường có một vài phiên phục hồi nhẹ.

Thanh khoản cả hai sàn đều ở mức thấp

Có thể thấy, mặc dù thị trường đã xuống những vùng đáy thấp, đồng nghĩa với việc giá cổ phiếu trên sàn đã ở mức hấp dẫn song dòng tiền vào bắt đáy vẫn chưa thực sự mặn mà, hơn thế thanh khoản trên cả hai sàn lại còn sụt giảm nhiều so với quý trước đó. Trung bình mỗi phiên sàn Hồ Chí Minh chỉ có xấp xỉ 32.3 triệu đơn vị được chuyển nhượng, ứng với 518.1 tỷ đồng giá trị giao dịch, giảm 6.0% về thanh khoản và 12.9% về giá trị chuyển nhượng so với quý 3. Những con số này ở sàn Hà Nội là 29.7 triệu đơn vị mỗi phiên, trị giá 279.3 tỷ đồng giá trị giao dịch, giảm lần lượt là 17.8% và 29.5%.

Một phần do các doanh nghiệp vẫn có kết quả kém khả quan

Diễn biến này trước hết xuất phát từ kết quả kinh doanh quý 3 không mấy khả quan của các doanh nghiệp, cụ thể, trong số 678 doanh nghiệp niêm yết công bố kết quả kinh doanh quý 3 thì đã có tới 105 doanh nghiệp báo cáo lỗ. Đi kèm với đó là nhiều doanh nghiệp đã điều chỉnh kế hoạch kinh doanh của mình để không bị mang tiếng xấu là “vỡ kế hoạch”. Lãi suất mặc dù có xu hướng ổn định hơn và có dấu hiệu hạ nhiệt song vẫn là cản trở lớn đối với việc tiếp cận vốn Ngân hàng của các doanh nghiệp, gây bất lợi đến hoạt động SXKD.

Thông kê cả năm, VN-index để mất 1/4 trong khi HNX giảm tới 1/2 số điểm.

Kết thúc năm 2011, chỉ số VN-index đã giảm khoảng 27.53%, từ mức 484.66 điểm phiên cuối năm 2010 xuống 351.55 điểm, trong khi HNX-index liên tục lao dốc về vùng đáy thấp nhất trong lịch sử giao dịch của sàn Hà Nội với mức giảm cùng kỳ lên tới 48.6%, từ mức 114.24 điểm xuống 58.74 điểm, tức là để mất gần một nửa số điểm. Cùng với sự sụt giảm về điểm số, dòng tiền vào kênh chứng khoán trong năm 2011 cũng giảm mạnh đáng kể. Điều này phần nào được phản ánh qua giá trị giao dịch thực hiện trên cả hai sàn trong năm vừa qua. Năm 2011, tổng giá trị giao dịch thực hiện trên cả hai sàn là 251.8 nghìn tỷ đồng, trung bình mỗi phiên là 505.7 tỷ đồng, thấp hơn rất nhiều so với mức 590.2 nghìn tỷ đồng hay 1.2 nghìn tỷ đồng mỗi phiên của năm 2010. Dòng tiền yếu còn thể hiện qua lượng cầu sụt giảm, từ mức xấp xỉ 68 triệu đơn vị mỗi phiên xuống mức 42.8 triệu đơn vị mỗi phiên trong năm 2011, tương ứng giảm 29.1%.

Triển vọng:

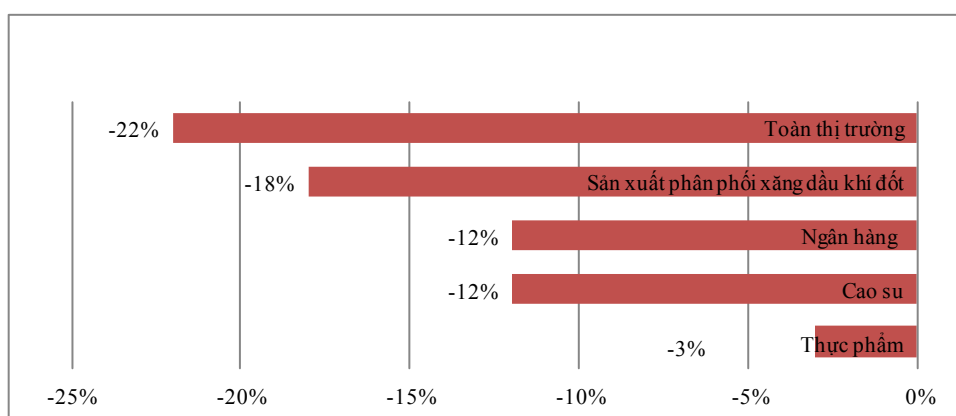
TTCK quý tiếp theo vẫn chưa có nhiều triển vọng khởi sắc.

Như chúng tôi đã đề cập tới trong phần triển vọng về vĩ mô, có thể nói quý tiếp theo vẫn còn tồn tại rất nhiều khó khăn và áp lực về mặt vĩ mô, do đó khó có khả năng TTCK được nâng đỡ bởi các yếu tố này. Bên cạnh đó việc thị trường liên tục đi xuống và niềm tin suy giảm khiến nhà đầu tư gần như không có nhiều cơ hội kiếm lời trong ngắn hạn. Thanh khoản suy yếu (thể hiện qua khối lượng và giá trị khớp lệnh), lực cầu giảm sút (thể hiện ở khối lượng đặt mua) cũng mang lại những tín hiệu không thực sự lạc quan. Điểm sáng được coi là dấu hiệu tích cực trên TTCK trong quý vừa qua là việc khối ngoại đẩy mạnh mua ròng trên sàn Hà Nội vào những ngày cuối quý, đặc biệt tập trung giải ngân vào các cổ phiếu Blue Chips trên sàn này khi mà giá các cổ phiếu đã xuống mức khá thấp. Mặc dù chưa thể khẳng định chắc chắn rằng đây chỉ là động thái lướt sóng của giới đầu tư ngoại hay là thực sự họ đã quay trở lại thì trường hay không song điều này cũng phần nào cho thấy TTCK Việt Nam vẫn nhận được sự quan tâm chú ý đáng kể.

Mức sụt giảm của nhóm các cổ phiếu khuyến nghị quý trước nhỏ hơn mức sụt giảm chung của toàn thị trường

Báo cáo chiến lược quý trước chúng tôi có đưa ra khuyến nghị tăng tỷ trọng cho ba ngành là sản xuất và phân phối dầu khí, ngân hàng, chế biến thực phẩm và khuyến nghị bán đối với ngành cao su. Biểu đồ bên cho thấy trong quý bốn vừa qua, mức sụt giảm của các nhóm cổ phiếu này đều nhỏ hơn so với mức sụt giảm chung của toàn thị trường. Trong đó nhóm ngành sản xuất, phân phối xăng dầu khí đốt có mức giảm lớn nhất và ngành thực phẩm là ngành có mức sụt giảm giá nhỏ nhất.

Mức giảm giá bình quân trong quý IV/2011



Nguồn: TVSI

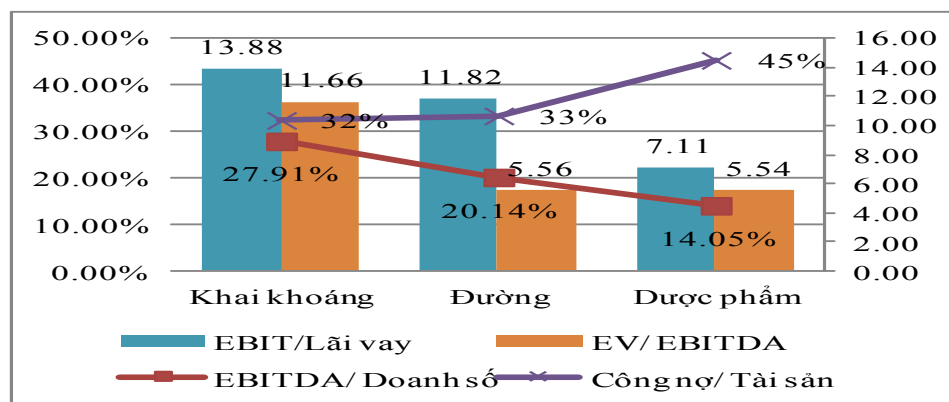
Các tiêu chí xem xét ngành được tập trung vào hoạt động cốt lõi ổn định, hệ số nợ thấp và chỉ số giá/thu nhập ở mức khá

Theo như những nhận định vĩ mô của chúng tôi thì lạm phát trong những tháng đầu năm 2012 có thể sẽ vẫn tiếp tục tái diễn, xu hướng diễn biến của lãi suất khó có thể dự báo được. Do đó những ngành có hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định, hệ số nợ trong cơ cấu vốn thấp và chỉ số giá/thu nhập ở mức khá là những tiêu chí mà chúng tôi lựa chọn cho khuyến nghị trong quý này. Các chỉ tiêu tài chính được lựa chọn bao gồm: EBITDA/Doanh thu; Nợ/Tổng tài sản và EV/EBITDA. Chúng tôi cũng sử dụng EBITDA (lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao) thay vì EBIT (lợi nhuận trước thuế và lãi vay) khi tính toán những chỉ tiêu trên để đánh giá lợi nhuận trong giai đoạn khó khăn như hiện nay bởi nó cho biết được phần lợi nhuận thực tế doanh nghiệp có thể thu về sau khi chi trả các chi phí biến đổi. EBITDA không bị ảnh hưởng bởi các chi phí cố định từ sự khác biệt trong chính sách khấu hao cũng như cơ cấu vốn của các công ty. Chỉ tiêu EV(giá trị doanh nghiệp)/EBITDA cho biết nhà đầu tư đang sẵn sàng trả bao nhiêu tiền cho một đồng lợi nhuận thu về trong năm. Trong khi diễn biến thị trường đang không được tốt như hiện nay, những ngành nào có EV/EBITDA cao điều đó chứng tỏ ngành đó đang thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư trên sàn nhiều

hơn, sự kỳ vọng vào ngành đó lớn hơn so với những ngành khác. Dựa trên những tiêu chí này chúng tôi phân chia các ngành trên sàn làm bốn nhóm với những khuyến nghị mua, bán, nắm giữ và nhóm chưa đưa ra khuyến nghị.

Nhóm thứ nhất là những ngành như khai khoáng, đường, dược phẩm. Những ngành này hiện đang có tỷ suất lợi nhuận trước thuế, khấu hao và lãi cao nhất trên thị trường, nợ trong cơ cấu vốn ở mức thấp, EBIT/lãi vay lớn hơn nhiều so với mức bình quân chung của thị trường. Do đó rủi ro về tài chính sẽ được giảm thiểu đáng kể. Cổ phiếu ngành dược được coi như là cổ phiếu phòng vệ an toàn trước những biến động chung của thị trường trong khi ngành sản xuất đường là nguyên liệu cho nhiều ngành sản xuất trong nước khác như sản xuất sữa, bánh kẹo... Ngành khai khoáng là một trong những ngành nhận được sự kỳ vọng của nhà đầu tư bởi tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh luôn cao hơn so với mức bình quân chung của thị trường.

Nhóm một bao gồm các ngành cơ bản tốt như khai khoáng, đường, dược phẩm



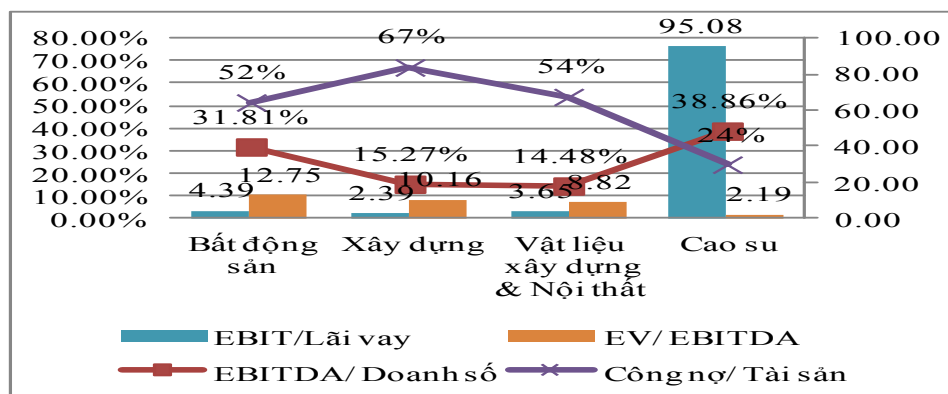
Ghi chú:

* Các chỉ tiêu trung bình ngành được tính dựa trên bình quân giản đơn sau khi loại bỏ các yếu tố ngoại lai

Nhóm thứ hai được khuyến nghị nắm giữ gồm BDS, xây dựng & nội thất và cao su

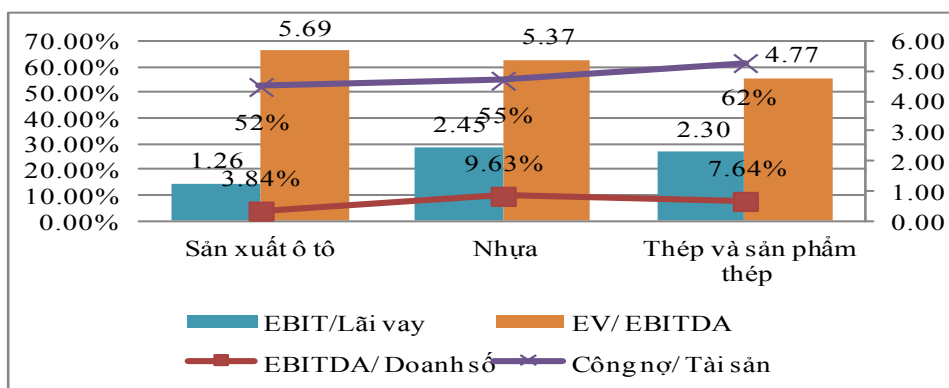
Nhóm thứ hai là nhóm các ngành mà chúng tôi đưa ra khuyến nghị nắm giữ như bất động sản, xây dựng & nội thất và cao su. Mặc dù hiện nay chưa phải là thời điểm thuận lợi cho ngành bất động sản, xây dựng và vật liệu xây dựng (không bao gồm sản xuất và kinh doanh thép) do những khó khăn trong nền kinh tế khiến cho cầu giảm và chi phí tài chính khá lớn. Tuy nhiên xét về dài hạn đây sẽ vẫn là những ngành vẫn còn có tiềm năng tăng trưởng khi nhu cầu thực ở những thành phố lớn như Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh vẫn còn ở mức cao. Mặc dù ngành cao su là ngành có hệ số nợ thấp và chủ yếu là nợ ngắn hạn nên chi phí lãi vay không đáng kể, lợi nhuận biên của ngành cũng khá tốt. Nhưng chỉ tiêu EV/EBITDA của ngành đang ở mức tương đối thấp so với những ngành khác chúng tôi nhà đầu tư đang chưa sẵn sàng trả lãi cao cho mỗi đồng lợi nhuận doanh

nghiệp thu về. Điều này có thể lý giải được do giá cổ phiếu của ngành cao su tương đối ổn định và ít biến động nên khiến cho phần lớn các nhà đầu tư ngắn hạn của Việt Nam không ưa thích. Tuy nhiên với những lợi thế về xuất khẩu, thời điểm cuối năm sẽ là lúc lợi nhuận của cổ phiếu ngành cao su thường đạt mức cao nhất và cổ tức của cả năm 2011 sẽ được trả vào năm 2012 do đó nhà đầu tư có thể cân nhắc việc tiếp tục nắm giữ trong quý tới.

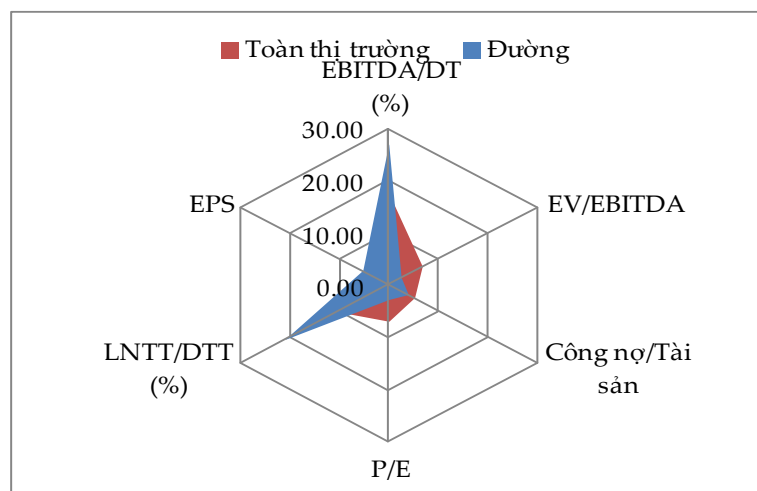


Nhóm thứ ba là những ngành được chúng tôi đưa vào khuyến nghị bán như sản xuất ô tô, nhựa và sản xuất, phân phối các sản phẩm từ thép. Lý do chúng tôi đưa ra khuyến nghị bán đối với cổ phiếu của những ngành này đó là do tỷ suất lợi nhuận EBITDA/Doanh thu thấp hơn tương đối khi so với những ngành khác hiện nay đang có cổ phiếu niêm yết trên TTCK, thêm vào đó hệ số nợ cao trong khi tỷ số bao phủ lãi vay EBIT/lãi vay đang ở mức thấp khiến cho rủi ro tài chính của các ngành cao hơn so với những ngành khác. Mức giá mà thị trường đang trả cho những ngành này đang cao hơn mức giá cho những cổ phiếu có độ an toàn và khả năng sinh lời khác trên thị trường. Do đó nhà đầu tư cần phải cân nhắc khi tiếp tục nắm giữ những cổ phiếu thuộc ngành này. Nhóm cuối cùng là những ngành còn lại mà các chỉ tiêu cơ bản chưa đủ để đưa ra kết luận nên chúng tôi tạm thời chưa đưa ra khuyến nghị.

Nhóm thứ ba là các ngành được khuyến nghị bán như sản xuất ô tô, nhựa, thép...



Thông kê Ngành	
Số công ty	25
Vốn hóa TB (tỷ VND)	5,042.40
Định giá (lần)	
P/E pha loãng	7.13
P/B	1.31
Sức khỏe tài chính (lần)	
TSNH/Nợ Ngắn hạn	2.27
Vay và nợ DH/Tổng TS	0.07
Vốn vay/VSCH	0.90
Đánh giá lợi nhuận	
Tỷ lệ lãi gộp	21.6%
LNTT/DTT	12.7%
LNST/DTT	10.9%



Nguồn: TVSI

Ngành đường là một trong số ít những ngành có cổ phiếu niêm yết trên TTCK Việt Nam hiện nay có tỷ suất sinh lợi cao, hệ số nợ thấp và thu hút được sự chú ý của các nhà đầu tư trên thị trường. Một số các nhà máy có tỷ suất lợi nhuận EBITDA/doanh thu tương đối tốt nhờ việc sở hữu các dây chuyền sản xuất tiên tiến và hiện đại như SBT... Hiện nay nguồn cung trong nước không đáp ứng đủ tiêu dùng bởi đường vừa là sản phẩm tiêu thụ vừa là nguyên liệu cho một số ngành chế biến thực phẩm khác như bánh kẹo, sữa... Do đó hàng năm bộ Công thương vẫn phải cấp thêm hạn ngạch cho các doanh nghiệp nhập khẩu, như vậy có thể thấy đầu ra sản phẩm của ngành thuận lợi hơn nhiều ngành khác trong điều kiện kinh tế đang khó khăn như hiện nay.

Một điểm tích cực khác đối với cổ phiếu trong ngành đó là phần lớn các công ty thuộc ngành có hệ số nợ tương đối thấp do đó rủi ro về tài chính sẽ ít hơn so với các ngành khác. Mùa vụ sản xuất mía là từ khoảng tháng mười năm trước đến tháng tư năm sau, các tháng còn lại không có mía nguyên liệu để sản xuất sẽ tiêu thụ lượng hàng hóa trong kho. Như vậy trong quý IV 2011 và quý I năm 2012 các doanh nghiệp ngành mía đường sẽ không bị thiếu hụt nguồn cung sản phẩm. Mùa vụ cuối năm và tết Nguyên đán cũng là thời điểm mà sản lượng tiêu thụ bánh kẹo lớn nhất trong năm nên đây cũng là thời điểm lợi nhuận của các công ty trong ngành mía đường đạt được mức cao nhất. Cổ phiếu ngành đường cũng là một trong những cổ phiếu có mức độ giữ giá tương đối tốt trong thời gian qua khi mức sụt giảm giá trong vòng một năm chỉ xấp xỉ 15% thấp hơn sự sụt giảm của Vnindex. Lợi nhuận sau thuế cho mỗi cổ phiếu (EPS) trung bình đạt mức tương đối khá là 7,000 VNĐ, tỷ suất cổ tức trên giá trung bình 15% xấp xỉ tương đương với lãi suất tiền gửi ngân hàng. Với sự ổn định trong hoạt động, rủi ro tài chính không đáng kể, cổ phiếu ngành đường là một trong số những ngành đáng để quan tâm trong thời gian tới. Trong số sáu cổ phiếu thuộc ngành niêm yết trên sàn hiện nay thì có ba cổ phiếu có chỉ số cơ bản tương đối tốt là SBT, LSS và KTS, tuy nhiên cổ phiếu KTS có tính thanh khoản tương đối thấp nên chúng tôi sẽ chỉ đề cập đến hai cổ phiếu có thanh khoản tốt hơn ở phần sau là LSS và SBT.

Khuyến nghị: Nên mua



Giá hiện tại: 20,300 VND

Giá mục tiêu: 25,500 VND

Các tiêu chí cơ bản (04/01/2012)

52 -Wk biến động	17.30 - 27.20	EPS cơ bản	8.049	Doanh thu 2011	1,566.00
KLGD bình quân 10 ngày	33,225	P/E cơ bản	2.45	LNST 2011	450.00
Giá trị vốn hóa	985.00	P/B	0.78	% thực hiện KHLN	88.4%
Sở hữu NĐTNN	14.0%	Giá trị sổ sách	25.260	Cổ tức KH 2011	25%

Sức khỏe tài chính

Thanh toán ngắn hạn	3.25
Vốn vay/ Vốn CSH	0.25
Công nợ/ Vốn CSH	0.57

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	1.04
Vòng quay HTK	3.06
Vòng quay khoản phải thu	16.16

Hiệu quả quản lý

ROA	32.8%
ROE	21.2%
DTT/Vốn hóa	202.5%

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	32.3%
EBITDA/DTT	28.2%
LNST/DTT	27.2%
LNST/DTT	20.6%

Hoạt động kinh doanh chính

LSS là một trong những công ty lâu năm trong ngành sản xuất mía đường tại Việt Nam. Năm 2011 khép lại khá thuận lợi khi doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ trong quý ba đã tăng đến 81,83% so với năm 2010 do nhu cầu sản phẩm đường và mật ri tăng cao và giá bán sản phẩm tăng từ 5% - 10%. LSS có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu ổn định và xấp xỉ 30%/năm, các khoản nợ phải trả lãi không đáng kể.

Triển vọng đầu tư

LSS đang xây dựng kế hoạch lợi nhuận năm 2012 với mức tăng trưởng lợi nhuận 28% so với cùng kỳ năm 2010 (đạt mức 600 tỷ đồng) nhưng cũng kèm với đó là kế hoạch tăng vốn từ 500 tỷ đồng lên 850 tỷ đồng. LSS đang có lợi thế hơn những công ty đường khác trong ngành đó là công ty đã và đang xây dựng được cho mình một vùng nguyên liệu ổn định, đảm bảo quyền lợi cho người nông dân nên có mối quan hệ mật thiết với họ tránh được tình trạng bị tranh cướp nguyên liệu trong mùa vụ sản xuất. Chiến lược công ty xây dựng đến năm 2020 sẽ trở thành tập đoàn nông—công nghiệp, thương mại, dịch vụ, du lịch và bất động sản trong đó trụ cột sẽ là Đường— Điện—Cồn nhiên liệu sinh học và Du lịch. Lý do để LSS phải đầu tư vào bất động sản đó là bởi nếu như không có diện tích thuộc quyền sở hữu của mình thì sự bất ổn về nguồn nguyên liệu có thể đến vào bất cứ lúc nào, 30 năm làm mía của công ty có được sự tăng trưởng bền vững cũng là nhờ có nguồn nguyên liệu ổn định. Thêm vào đó khi sở hữu diện tích của mình LSS sẽ xây dựng mô hình du lịch sinh thái như Braxin hay Châu Phi hiện nay đang làm. Về dự án trồng cao su là sự hoán đổi với tỉnh Thanh Hóa (theo đề nghị của LSS), theo đó 4,000—5,000ha đất thấp sẽ được trồng mía để tạo điều kiện giảm bớt chi phí, tăng năng suất, công ty đã chọn trồng cây cao su vào diện tích đất đồi này. Mức giá khuyến nghị cho cổ phiếu LSS là 25,500 VND

Khuyến nghị: Nên mua



Giá hiện tại: 12,100 VNĐ

Giá mục tiêu: 16,000 VNĐ

Các tiêu chí cơ bản (04/01/2012)

52 -Wk biến động	8.75 - 12.71	EPS cơ bản	3.568	Doanh thu 2011	1,600.00
KLGD bình quân 10 ngày	118,177	P/E cơ bản	3.36	LNST 2011	400.00
Giá trị vốn hóa	1,574.79	P/B	0.88	% thực hiện KHLN	107.2%
Sở hữu NĐTNN	5.8%	Giá trị sổ sách	13.620	Cổ tức KH 2011	20%

Hoạt động kinh doanh chính

Sức khỏe tài chính

Thanh toán ngắn hạn	3.13
Vốn vay/ Vốn CSH	0.09
Công nợ/ Vốn CSH	0.16

SBT hiện nay đang là một trong số hai công ty có sản lượng sản xuất đường lớn nhất cả nước cùng với LSS. SBT cũng là công ty có quy mô vốn điều lệ lớn nhất trong số các cổ phiếu thuộc ngành hiện đang niêm yết. Công ty cũng sở hữu dây chuyền sản xuất lớn và hiện đại nhất trong ngành nhờ đó mà công ty luôn đạt suất sinh lời vượt trội so với các công ty khác, tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu ở mức dẫn đầu. Hệ số nợ trong cơ cấu vốn của SBT chỉ chiếm 14% nên chi phí lãi vay không đáng kể. SBT dự kiến kế hoạch cổ tức cho năm nay ở mức 20% (trên mệnh giá cổ phiếu) và tỷ suất cổ tức xấp xỉ 17%.

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	0.78
Vòng quay HTK	2.73
Vòng quay khoản phải thu	15.09

Triển vọng đầu tư

SBT cũng đang thực hiện xây dựng vùng nguyên liệu mía cho mình ở Tây Ninh và Bình Phước... Ngày 25/11/2011 vừa qua SBT đã khởi công xây dựng dự án xây dựng Trung tâm thương mại – Văn phòng – Khách sạn và Căn hộ Espace Bourbon Tây Ninh trên khi đất Quân y viên cũ thuộc phường 2, thị xã Tây Ninh trên diện tích rộng 14,743m². Giai đoạn một, SBT dự kiến có mức tổng đầu tư khoảng 3000 tỷ đồng và dự kiến sẽ hoàn thành trong vòng hai năm. Trước những diễn biến bất lợi của thị trường chứng khoán, SBT cũng đã lên kế hoạch mua lại hơn 3,3 triệu cổ phiếu quỹ nhằm bình ổn giá, tăng cường quyền lợi cho cổ đông. Như vậy nếu như mua thành công 3,3 triệu cổ phiếu này thì số lượng cổ phiếu quỹ mà công ty nắm giữ sẽ lên tới mức 14 triệu. SBT hiện đang là cổ phiếu ngành mía đường có mức thanh khoản tốt nhất trên thị trường hiện nay với mức giao dịch bình quân ngày xấp xỉ 80,000 triệu cổ phiếu. Cổ phiếu SBT cũng là cổ phiếu có mức giữ giá tương đối tốt khi mới chỉ giảm 5% trong vòng ba tháng trở lại đây

Hiệu quả quản lý

ROA	26.6%
ROE	21.3%
DTT/Vốn hóa	112.1%

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	30.5%
EBITDA/DTT	35.7%
LNST/DTT	29.0%
LNST/DTT	27.4%

Khuyến nghị đầu tư

Giá khuyến nghị chúng tôi đưa ra đối với cổ phiếu SBT là 16,000 VNĐ.

Thống kê Ngành

Số công ty	5
Vốn hóa (tỷ VND)	4740.68

Định giá (lần)

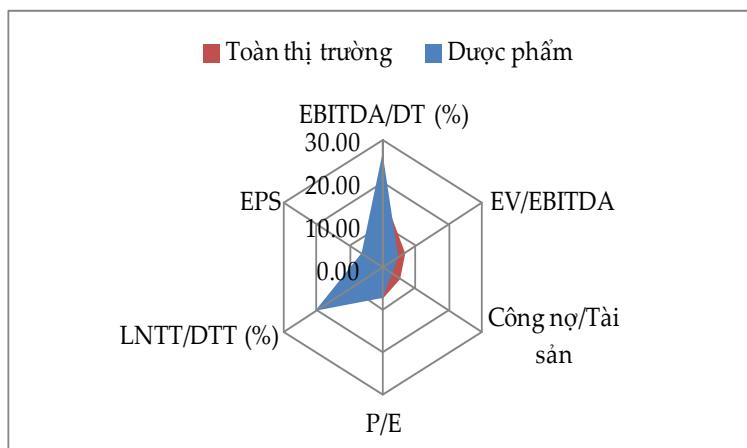
P/E cơ bản	7.35
P/B	2.29

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLĐ/ Nợ ngắn hạn	2.69
Vốn vay/Tổng TS	0.11
Vốn vay/VSCH	0.17

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	43.71%
Lãi TT/DT	20.76%
Lãi ST/DT	17.10%



Nguồn: TVSI

Ngành Dược là ngành có tốc độ phát triển tương đối ổn định. Tốc độ phát triển (dựa trên giá trị sản xuất) của ngành này trong những năm trở lại đây đều đạt từ 16-18% nhờ nhu cầu về thuốc ngày càng tăng. Bên cạnh đó, tỷ trọng sản xuất và khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước đã được cải thiện đáng kể.

Một điểm đáng chú ý của ngành Dược đó là sản phẩm của ngành này thuộc nhóm sản phẩm thiết yếu, nhu cầu luôn được duy trì tăng trưởng ở mức cao và ít bị biến động lớn ngay cả khi kinh tế suy thoái. Ngoài ra ngành Dược còn được hưởng lợi từ sự bảo hộ của nhà nước như một nhóm ngành thiết yếu quan trọng và góp phần phục vụ an sinh xã hội.

Bên cạnh việc được hưởng lợi trực tiếp từ quá trình tăng trưởng chung của nền kinh tế thì ngành Dược còn có địa tăng trưởng tương đối cao do xuất phát điểm của các doanh nghiệp trong ngành tương đối thấp và lượng tiêu thụ bình quân đầu người còn khá thấp so với các quốc gia khác. Chi tiêu tiền thuốc đầu người của Việt Nam đứng cuối cùng trong nhóm thị trường dược phẩm mới nổi (tiêu biểu là Thái Lan, Ukraine, Pakistan...)

Cổ phiếu của các doanh nghiệp ngành Dược thường là các cổ phiếu phòng thủ do ít biến động với biên độ lớn theo thị trường. Trong điều kiện thị trường tốt, ít nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu ngành Dược do tính đầu cơ không cao. Cổ phiếu của các công ty ngành này chủ yếu phù hợp đối với nhà đầu tư giá trị, nắm giữ trung dài hạn do dòng tiền tương đối ổn định và có cổ tức tương đối cao. Tuy nhiên trong giai đoạn thị trường tương đối ảm đạm như thời điểm hiện nay, chúng tôi khuyến nghị việc cân nhắc đầu tư vào các doanh nghiệp ngành này.

Quan điểm đầu tư: Trong nhóm ngành Dược, nhà đầu tư nên tập trung vào các công ty thiên về sản xuất hơn là phân phối với các dòng sản phẩm có chất lượng cao và có nhiều hàm lượng nghiên cứu, đặc biệt là các thuốc đặc trị có khả năng thay thế thuốc ngoại nhập. Đây sẽ là các công ty có sức cạnh tranh đáng kể và có địa tăng trưởng cao và mức lợi nhuận biên tốt trong tương quan với toàn ngành.

Khuyến nghị: Nên mua



Giá hiện tại: 56,500 VND

Giá mục tiêu: 63,280 VND

Các tiêu chí cơ bản (04/01/2012)

52 -Wk biến động	51.86 - 122.18	EPS cơ bản	6.825	Doanh thu 2011	2,240.00
KLGD bình quân 10 ngày	14,697	P/E cơ bản	8.06	LNST 2011	380.00
Giá trị vốn hóa	3,584.15	P/B	2.67	% thực hiện KHLN	109.3%
Sở hữu NĐTNN	48.8%	Giá trị sổ sách	20.570	Cổ tức KH 2011	20%

Hoạt động kinh doanh chính

Sức khỏe tài chính

Thanh toán ngắn hạn	2.91
Vốn vay/ Vốn CSH	0.01
Công nợ/ Vốn CSH	0.41

DHG là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực dược phẩm ở Việt Nam cả về sản xuất lẫn phân phối. Sản phẩm của DHG đều do công ty tự phân phối, đặc biệt công ty có mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước. Trong năm qua, các sản phẩm chính của DHG như nhóm các sản phẩm kháng sinh, giảm đau— hạ sốt, tai mũi họng... đều có kết quả kinh doanh tốt.

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	1.24
Vòng quay HTK	2.67
Vòng quay khoản phải thu	8.05

Triển vọng đầu tư

Một vài năm trước, DHG giữ lượng tiền mặt rất lớn để đảm bảo nhu cầu thanh toán do vậy công ty có nguồn lãi cố định từ tiền gửi tương đối lớn. Tuy nhiên, DHG đã chuyển hướng đẩy mạnh đầu tư khá nhiều trong thời gian gần đây, lượng tiền này sẽ giảm dần song đổi lại là khả năng tăng trưởng tương đối tốt trong tương lai gần. Trong năm 2011, dự án xường nang mềm mới đã hoàn thành cùng với việc tập trung cải thiện một cách hiệu quả cơ cấu sản phẩm đã khiến DHG có kết quả kinh doanh tương đối tốt, bất chấp môi trường kinh doanh không thật sự thuận lợi. DHG đã khẳng định được vị thế của mình không chỉ đối với hoạt động sản xuất kinh doanh mà trên thị trường chứng khoán cũng luôn là một blue chip được các nhà đầu tư nước ngoài ưa thích. Room của DHG gần như luôn kín với tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài lên tới xấp xỉ 49%.

Hiệu quả quản lý

ROA	34.0%
ROE	23.0%
DTT/Vốn hóa	66.7%

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	49.3%
EBITDA/DTT	23.3%
LNST/DTT	21.4%
LNST/DTT	18.7%

Quan điểm đầu tư

DHG là doanh nghiệp đứng đầu ngành Dược về quy mô và hiệu quả hoạt động, có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ở mức cao so với doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi cho rằng DHG xứng đáng là một cơ hội đầu tư tốt trước những diễn biến xấu của thị trường. Mức giá khuyến nghị cho cổ phiếu DHG theo phương pháp P/E là 63,280 VND.

Khuyến nghị: Nên mua



Giá hiện tại: 28,500 VNĐ

Giá mục tiêu: 32,720 VNĐ

Các tiêu chí cơ bản (04/1/2012)

52 -Wk biến động	19.16 - 29.00	EPS cơ bản	4.096	Doanh thu 2011	340.00
KLGD bình quân 10 ngày	15,949	P/E cơ bản	6.74	LNST 2011	59.00
Giá trị vốn hóa	339.06	P/B	1.09	% thực hiện KHLN	86.9%
Sở hữu NĐTNN	6.1%	Giá trị sổ sách	25.400	Cổ tức KH 2011	25%

Hoạt động kinh doanh chính

Sức khỏe tài chính

Thanh toán ngắn hạn	3.88
Vốn vay/ Vốn CSH	0.29
Công nợ/ Vốn CSH	0.43

OPC là công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất dược phẩm, tập trung vào các sản phẩm đông dược. Sản phẩm chủ lực gồm kim tiền thảo OPC, linh chi OPC, Mimoso, ... Ngoài ra OPC cũng độc quyền sản xuất nguyên phụ liệu Ethanol cho các doanh nghiệp dược khác. Địa bàn hoạt động của OPC chủ yếu tập trung ở khu vực thành phố Hồ Chí Minh và miền Đông Nam Bộ. Hệ thống phân phối của OPC đa phần là tập trung vào kênh phân phối gián tiếp tại các nhà thuốc, bệnh viện y học cổ truyền và trung tâm y tế.

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	0.89
Vòng quay HTK	1.43
Vòng quay khoản phải thu	9.20

Triển vọng đầu tư

Ban lãnh đạo OPC có chủ trương giữ khả năng thanh toán ở mức khá tốt với tỷ suất thanh toán hiện thời qua các quý luôn ở mức xấp xỉ 4 lần. Bên cạnh đó, OPC cũng không sử dụng nhiều đòn bẩy nợ, đặc biệt là nợ dài hạn. Trong bối cảnh hiện tại, khi thị trường trong nước và toàn cầu đang suy thoái thì cơ cấu nguồn vốn của OPC giúp công ty chủ động nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh, tránh được quá nhiều rủi ro về vay nợ, giảm thiểu chi phí lãi vay đồng thời có khả năng huy động nợ vay cao.

Hiệu quả quản lý

ROA	16.4%
ROE	11.6%
DTT/Vốn hóa	108.8%

Kết quả kinh doanh của OPC cũng rất ổn định qua các quý và gần như không bị biến động kể cả trong giai đoạn môi trường kinh doanh khó khăn như hiện nay. Bên cạnh việc ổn định đầu ra, OPC còn kiểm soát tương đối tốt chi phí đầu vào do OPC có thể chủ động hơn các doanh nghiệp tây dược khác về nguồn nguyên phụ liệu do vậy không bị ảnh hưởng bởi việc tăng giá nguyên phụ liệu như các doanh nghiệp tây dược trong ngành.

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	51.8%
EBITDA/DTT	21.7%
LNST/DTT	16.5%
LNST/DTT	13.0%

Quan điểm đầu tư

Khả năng duy trì và tăng trưởng kết quả kinh doanh trong môi trường hiện tại và khả năng thực hiện kế hoạch cổ tức cao là những điểm mạnh mà chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cân nhắc đối với cổ phiếu OPC. Mức giá khuyến nghị cho cổ phiếu OPC theo phương pháp P/E là 32,720 VNĐ.

Thống kê Ngành

Số công ty	20
Vốn hóa (tỷ VND)	11059.94

Định giá (lần)

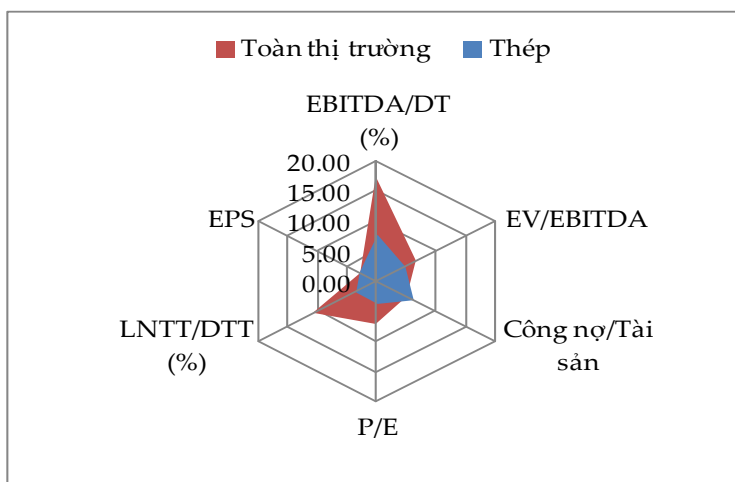
P/E cơ bản	3.70
P/B	0.66

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLĐ/ Nợ ngắn hạn	1.37
Vốn vay/Tổng TS	0.39
Vốn vay/VSCH	1.32

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	9.50%
Lãi TT/ DT	3.65%
Lãi ST/DT	3.03%



Nguồn: TVSI

Ngành thép là một trong những ngành có tốc độ giảm giá lớn so với các ngành khác khi trung bình các cổ phiếu trong ngành có mức sụt giảm xấp xỉ 60% so với đầu năm 2011, còn trong ba tháng gần đây nhất mức sụt giảm cũng lên tới 30%. Ngay từ đầu năm các doanh nghiệp trong ngành đã nhìn thấy trước những khó khăn sẽ phải đối mặt trong năm nên đã dè dặt trong việc đặt kế hoạch doanh thu, lợi nhuận năm nay thấp hơn hoặc chỉ ngang bằng so với năm ngoái nhưng kế hoạch thận trọng đó cũng có nhiều khả năng không thực hiện được. Sự đóng băng của thị trường bất động sản cùng với cắt giảm trong đầu tư công đã ảnh hưởng không nhỏ đến thị trường tiêu thụ thép trong nước. Chỉ có một vài các công ty trong ngành có khả năng xuất khẩu sản phẩm ra nước ngoài như VIS, VGS, HPG...nhưng doanh thu từ thị trường này cũng chiếm một tỷ trọng tương đối nhỏ. Đối với các doanh nghiệp sản xuất thép tỷ lệ chi phí cố định (khấu hao và lãi vay) trong cơ cấu chi phí sản xuất tương đối lớn (xấp xỉ 7-8% so với doanh thu) nên doanh thu sụt giảm sẽ ảnh hưởng rất nhiều đến lợi nhuận của các công ty này. Các công ty chỉ kinh doanh thương mại thì tỷ lệ này có thấp hơn song kết quả kinh doanh cũng không vì thế mà khả quan hơn.

Sang năm mới 2012, có ba nguyên nhân để dự báo cho kết quả kinh doanh của cả ngành khó có thể cải thiện được. Thứ nhất, đó là hệ số nợ của ngành này hiện đang ở mức cao khiến cho việc huy động thêm vốn của các công ty trong ngành sẽ trở nên khó khăn hơn khi mà tốc độ tăng trưởng tín dụng năm sau được dự báo là sẽ còn thấp hơn năm nay. Lãi suất sẽ vẫn là gánh nặng đối với các doanh nghiệp trong năm tới. Thứ hai, giá điện sang năm 2012 sẽ tăng thêm khoảng 5%, điện chiếm khoảng 5% đến 7% chi phí giá thành sản xuất như vậy có thể thấy chi phí sản xuất của ngành sẽ bị đội lên thêm. Tuy nhiên ảnh hưởng của yếu tố thứ hai này sẽ ảnh hưởng đến nhóm kinh doanh thương mại nhiều hơn nhóm vừa sản xuất vừa kinh doanh bởi sẽ khó đẩy chi phí vào giá bán hơn. Tỷ giá sẽ là vấn đề đáng phải lưu tâm, bởi một số công ty sản xuất thép trên sàn vẫn phải nhập khẩu nguyên liệu từ nước ngoài như HSG, POM, DTL..., không có nguồn thu ngoại tệ nếu như VNĐ lại tiếp tục phá giá trong năm 2012 sẽ thêm một nhân tố nữa tạo thêm sức ép cho hoạt động của ngành.

Thống kê Ngành

Số công ty	6
Vốn hóa (tỷ VND)	494.23

Định giá (lần)

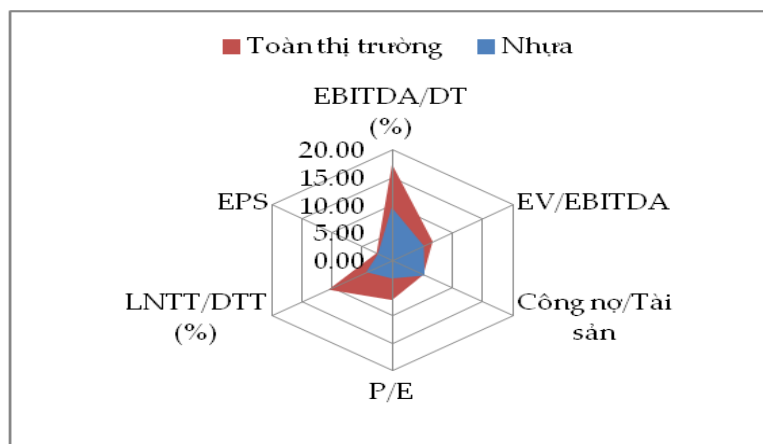
P/E cơ bản	3.28
P/B	0.44

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLĐ/ Nợ ngắn hạn	1.80
Vốn vay/Tổng TS	0.42
Vốn vay/VSCH	1.15

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	13.58%
Lãi TT/DT	4.21%
Lãi ST/DT	3.41%



Nguồn: TVSI

Ngành Nhựa là một ngành có tốc độ tăng trưởng tương đối khả quan song sản xuất chủ yếu dựa trên công nghệ lạc hậu, hàm lượng chất xám thấp, giá trị gia tăng không nhiều. Điều này khiến biên lợi nhuận của các công ty trong ngành chưa thực sự hấp dẫn.

Một điểm đáng lo ngại đó là việc ngành Nhựa phụ thuộc xấp xỉ 80% nguyên phụ liệu nhập khẩu khiến vấn đề tỷ giá có tác động tương đối lớn tới hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty thuộc ngành này. Với quan điểm tỷ giá đang chịu sức ép lớn và có khả năng phá giá vào quý tiếp theo, chúng tôi đánh giá đây là một tín hiệu tiêu cực đối với ngành Nhựa nói chung và các công ty thuộc ngành Nhựa niêm yết trên sàn chứng khoán nói riêng.

Ngoài ra, tốc độ tiêu thụ của các sản phẩm ngành Nhựa cũng phụ thuộc tương đối lớn vào các ngành sản xuất sản phẩm tiêu dùng cuối cùng như Thực phẩm, Xây dựng, Thiết bị điện tử, Ô tô... trong khi bản thân các ngành này cũng đang gặp khá nhiều khó khăn trong việc tiêu thụ đầu ra giữa bối cảnh kinh tế khó khăn như hiện nay.

Một đặc điểm của ngành Nhựa đó là các công ty trong ngành thường xuyên phải sử dụng và huy động nguồn vốn lưu động lớn do phải nhập sẵn hạt nhựa với thời gian lưu kho dài (trung bình là 90-100 ngày). Điều này khiến cho việc quay vòng vốn không nhanh do vốn tồn đọng và kéo theo hiệu suất giảm đáng kể. Bên cạnh đó tỷ lệ vay ngắn hạn cao kết hợp với khả năng quay vòng vốn chậm khiến rủi ro thanh toán của các công ty ngành này tương đối lớn.

Quan điểm đầu tư: Giai đoạn này khá nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn và trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Ngoài ra, hiện tại các doanh nghiệp niêm yết ngành Nhựa cũng đang được chiết khấu với mức khá hấp dẫn. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định rủi ro tỷ giá và rủi ro thanh toán là hai rủi ro tương đối lớn trước mắt đối với các doanh nghiệp thuộc ngành Nhựa. Do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị Giảm tỷ trọng cho các doanh nghiệp ngành này.



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Trưởng phòng: ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Nhóm chiến lược thị trường:

Hà Việt Hà	Phụ trách nhóm
Lê Thùy Ngọc Khanh	Chuyên viên phân tích
Đào Thị Thu Huyền	Chuyên viên phân tích
Hoa Thị Hà Hải	Chuyên viên phân tích

Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

- [Tin tức](#)**
Thông tin cập nhật trên Trung tâm phân tích
Bản tin chứng khoán hàng ngày
- [Báo cáo phân tích](#)**
Báo cáo phân tích công ty
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo Chiến lược đầu tư
- [Báo cáo thống kê](#)**
Thống kê giao dịch cuối ngày
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất
- [Hội thảo](#)**
Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở chính:

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội
Website: www.tvsi.com.vn

ĐT: (04) 37280921
Email: contact@tvsi.com.vn

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1
ĐT: (08) 38386868
Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm, HN

23 Phan Chu Trinh, Q. Hoàn Kiếm
ĐT: (04) 39332233
Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5
ĐT: (08) 38306547
Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ
ĐT: (031) 3757556
Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung, Tp. Đà Nẵng
ĐT: (0511) 3752282
Fax: (0511) 3752283

Chi nhánh Nha Trang

Số 78 đường Lý Thánh Tôn, Tp Nha Trang,
Tỉnh Khánh Hòa
ĐT: (058) 3816 868 /3815 666
Fax: (058) 3828 279

Chi nhánh Vĩnh Long

11-11A,B,C Phạm Thái Bường, TX Vĩnh
Long,
ĐT: 070 3853 533
Fax: 070 3853 535

Chi nhánh Mỹ Đình, HN

58 Trần Thái Tông, Cầu Giấy
ĐT: (04) 3792 5181/37925183
Fax: (04) 3792 5180