

The logo consists of the letters 'SSI' in a bold, white, sans-serif font, centered within a red square.

Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

## CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN

### DIỄN BIẾN CHÍNH 2008 & TRIỂN VỌNG 2009

#### Giới thiệu chung

“*Dấu ấn lịch sử*” và “*chưa có tiền lệ*” có lẽ là hai tính từ chính xác nhất để miêu tả diễn biến kinh tế tài chính thế giới cũng như trong nước cho năm 2008. Trong khi hầu hết các thị trường chứng khoán lớn giảm tới 30-40%, VNIndex sụt giảm tới 66% và trở thành thị trường có mức giảm mạnh nhất trong khu vực. Sự sụp đổ của một vài định chế tài chính hàng đầu thế giới, do sự mất giá mạnh của bất động sản và những rủi ro trong chính sách quản lý kinh doanh, đã nhanh chóng lan rộng và ảnh hưởng lên tất cả các nền kinh tế khác trên toàn cầu. Việt Nam sau ba năm liên tiếp có mức tăng trưởng GDP trên 8%, đã kết thúc năm 2008 với mức GDP giảm xuống chỉ còn 6,23%. Chúng tôi dự đoán tốc độ tăng trưởng GDP năm tới sẽ ở mức 5-5,5% do xuất khẩu suy giảm và sức hỗ trợ yếu đi từ nguồn FDI và kiều hối, vốn từng là động lực chủ đạo. Việc thu hút vốn đầu tư từ thị trường nước ngoài sẽ gặp khó khăn, do đó đầu tư trong nước sẽ đóng vai trò lớn trong năm 2009.

Trước bối cảnh kinh tế khó khăn này, chúng tôi quyết định đi sâu vào dự đoán triển vọng 2009 của một số ngành niêm yết chính, thông qua phân tích diễn biến của các ngành này trong năm 2008. Triển vọng hầu hết các ngành đều tương đối ảm đạm: những khó khăn của các công ty trong 2008 sẽ tiếp tục kéo dài sang 2009. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng những công ty có cơ cấu tài sản lành mạnh sẽ vượt qua giai đoạn khó khăn này tốt hơn những công ty đang cạn kiệt nguồn tiền. Thị trường chứng khoán, vì thế, sẽ tiếp tục trầm lắng trong năm 2009. Theo phân tích kỹ thuật, trong kịch bản lạc quan VNIndex sẽ dao động trong khoảng 284-389 điểm; và trong kịch bản bi quan hơn, VN-Index sẽ chạm mức 241 điểm. Tăng trưởng kinh tế suy giảm, tính minh bạch của hệ thống kế toán còn yếu, và tổng mức vốn hóa thị trường thấp sẽ khiến Việt Nam trở thành một điểm đầu tư kém hấp dẫn hơn. Tuy vậy, chúng tôi tin rằng thị trường còn nhiều cơ hội cho những nhà đầu tư với tầm nhìn dài hạn vào Việt Nam.

#### Hà Nội

Địa chỉ 1 C Ngô Quyền  
Quận Hoàn Kiếm Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 3 9 366 321  
Fax : (84-4) 3 9 366 311

#### Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 72 Nguyễn Huệ  
Quận 1 Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại : (84-8) 3 8 242 897  
Fax : (84-8) 3 8 242 997

#### Bộ Phận

Phân tích và Tư vấn đầu tư

[ssiresearch@ssi.com.vn](mailto:ssiresearch@ssi.com.vn)

Lê Lệ Hằng

Giám đốc khối Phân tích và tư  
vấn đầu tư

[hangltl@ssi.com.vn](mailto:hangltl@ssi.com.vn)

## MỤC LỤC

<b>❖ Kinh tế</b>	
Mối tương quan giữa các dòng vốn và sự phát triển kinh tế	Trang 3
<b>❖ Thị trường chứng khoán</b>	
2009: một năm trầm lắng	Trang 8
<b>❖ Chuyên mục ngành</b>	
▪ Ngân hàng	Trang 10
▪ Nguyên Vật Liệu xây dựng (Ống nhựa xây dựng)	Trang 13
▪ Nguyên Vật Liệu xây dựng (Xi măng)	Trang 15
▪ Than	Trang 17
▪ Thực Phẩm (Sữa)	Trang 19
▪ Điện lực	Trang 21
▪ Nông ngư nghiệp (Thủy sản)	Trang 23
▪ Hoá chất nguyên liệu (Cao su tự nhiên)	Trang 25
▪ Dịch vụ và Thiết bị dầu khí	Trang 27
▪ Dược	Trang 29
▪ Thép	Trang 31
▪ Vận tải đường biển và dịch vụ cảng	Trang 33
(*): Phân loại ngành của chúng tôi dựa trên chuẩn ICB, cấp độ 4	
<b>❖ Phân tích kỹ thuật</b>	Trang 37

## KINH TẾ

### MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC DÒNG VỐN VÀ SỰ PHÁT TRIỂN KINH TẾ

2007 là năm cuối trong chuỗi 3 năm Việt Nam liên tục đạt mức tăng trưởng GDP trên 8% kể từ 2005. Không có gì quá ngạc nhiên khi tốc độ tăng trưởng cao này gắn với mức tăng trưởng tín dụng cao (54% trong năm 2007) và dòng vốn dồi dào từ nước ngoài đổ vào. Trong năm 2007, đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), hỗ trợ phát triển (ODA), kiều hối và đầu tư gián tiếp (FPI) đều đạt mức tăng ấn tượng. Điều này đã đặt ra thách thức cho Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong điều hành chính sách tiền tệ, đặc biệt là trong quản lý luồng vốn vào và tỷ giá hối đoái. Cuối năm 2008, mặc dù FDI, ODA và kiều hối vẫn đạt được những kết quả khả quan, FPI bắt đầu giảm sút trong khi tăng trưởng tín dụng chậm lại còn 21-22%. Tăng trưởng GDP năm 2008 đạt 6,23%, báo trước những khó khăn lớn hơn trong năm 2009.

Chúng tôi cho rằng luồng tiền vào bao gồm FDI, ODA và kiều hối đang đối mặt với nguy cơ không tăng trưởng hoặc thậm chí tăng trưởng âm trong năm nay. Rủi ro này đi cùng với thâm hụt thương mại cao khiến cho rủi ro cán cân thanh toán trở thành một trong những thử thách lớn nhất đối với Chính phủ trong năm 2009. Với sự sụt giảm của các nguồn vốn này và khó khăn trong xuất khẩu, Việt Nam sẽ phải dựa rất nhiều vào đầu tư trong nước để đẩy mạnh tăng trưởng. Tăng trưởng GDP năm 2009 theo chúng tôi sẽ thấp hơn năm 2008, nằm trong mức 5-5,5%.

Đối với đầu tư trong nước, đầu tư công sẽ đóng vai trò chủ chốt. Xét về nguồn vốn tài trợ, rủi ro tỷ giá và các rủi ro kinh tế khác khiến cho việc phát hành trái phiếu trong nước sẽ dễ dàng hơn phát hành ở thị trường nước ngoài. Trong hệ thống ngân hàng, rủi ro kinh doanh khiến cho các ngân hàng trở nên thận trọng hơn đối với việc cho vay, mà quan tâm nhiều hơn đến trái phiếu chính phủ - một lựa chọn đầu tư an toàn. Nguồn vốn vay dành cho doanh nghiệp vì thế sẽ có khả năng hạn chế hơn. Cuối cùng, lãi suất cơ bản còn khá cao khi so sánh với mặt bằng lãi suất khu vực và thế giới, tuy nhiên cắt giảm lãi suất sẽ mang lại rủi ro lớn cho tỷ giá hối đoái. Khi những vấn đề trên còn chưa được giải quyết, khó khăn cho các doanh nghiệp ở mức độ vi mô vẫn sẽ rất lớn: ngoài nguy cơ sụt giảm doanh thu, các công ty- đặc biệt là công ty tư nhân- sẽ có khả năng gặp khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn trong năm 2009.

Trong các phần sau đây chúng tôi sẽ trình bày rõ hơn những quan điểm trên đây về sự dịch chuyển của các dòng vốn và những yếu tố chính ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2009.

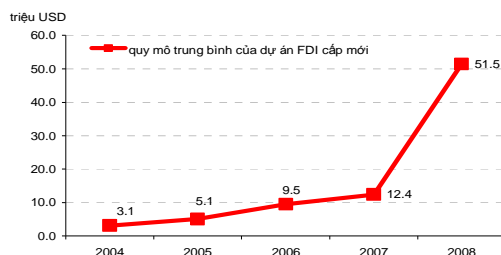
#### ● Tổng quan FDI, ODA và kiều hối năm 2008 và triển vọng 2009

##### ■ FDI: các kỷ lục đến từ đâu?

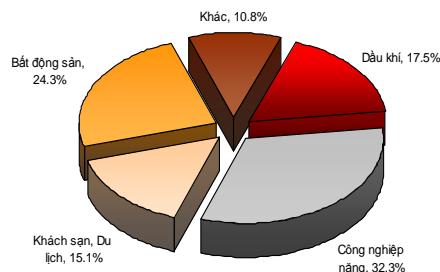
Năm 2008 ghi nhận mức FDI đăng ký và giải ngân cao chưa từng có: 64 tỷ USD đăng ký (tăng 215,27% so với 2007) và 11,5 tỷ USD (tăng 43,75% so với năm ngoái)- kết quả rất ấn tượng khi so với các nước khác trên thế giới. Theo UNCTAD, FDI trên toàn thế giới giảm khoảng 21% trong năm 2008 và sẽ giảm mạnh hơn vào năm 2009. Mặc dù ở các nước đang phát triển, nguồn vốn FDI có khả quan hơn (theo tính toán sơ bộ, nguồn vốn FDI vào các nước này tăng khoảng 4% năm 2008), song chúng tôi cho rằng ảnh hưởng xấu nhất của cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu vẫn còn chưa được bộc lộ. (xem biểu đồ 1 và 2).

Các dự án FDI cấp mới được cam kết năm 2008 có giá trị trung bình rất cao, 51,5 triệu USD/dự án so với mức 12,4 triệu USD/dự án năm 2007, 5 dự án lớn nhất chiếm 54% tổng vốn FDI đăng ký và hầu hết đều được đổ vào các ngành có liên quan tới tài nguyên thiên nhiên như thép, lọc dầu, bất động sản.

Biểu đồ 1: Quy mô trung bình của các dự án FDI cam kết



Biểu đồ 2: Dự án FDI cam kết theo lĩnh vực (2008)



Nguồn: GSO

Xu hướng tăng liên tục không thể kéo dài mãi và những dự án có giá trị quá cao thường có rủi ro không thực hiện được. Nguồn vốn tài trợ cho các dự án FDI phần lớn là vay nợ (trên 70%), và rõ ràng đây không phải là thời điểm tốt để vay nợ với giá trị lớn cho những dự án đòi hỏi thời gian hoàn vốn dài.

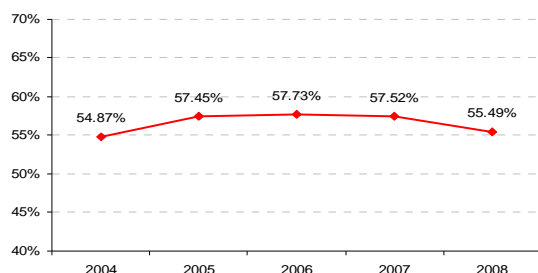
Chúng tôi cũng chú ý đến các mặt khác của ảnh hưởng của FDI đến Việt Nam: những dự án FDI đang được thực hiện. Trong 1 thời gian dài, các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FIEs) không chỉ đóng 1 vai trò quan trọng trong việc tạo việc làm (nhất là các doanh nghiệp may mặc, giày dép) mà còn đóng góp rất lớn vào tổng giá trị xuất khẩu (trên 50% tổng giá trị xuất khẩu- xem biểu đồ bên dưới). Tuy nhiên, từ năm 2008, các công ty đa quốc gia bắt đầu cắt giảm sản xuất trên toàn thế giới trong đó có Việt Nam. Ở thành phố Hồ Chí Minh, 10 doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chủ yếu là may mặc và giày dép đã đóng cửa vào cuối năm 2008. Hậu quả không chỉ dừng ở thất nghiệp mà còn ảnh hưởng đến xuất khẩu sẽ được chúng tôi trình bày rõ hơn ở phần 2.

■ **ODA ảnh hưởng bởi quyết định tạm hoãn giải ngân của Nhật; bức tranh không sáng sủa đối với Đầu tư gián tiếp (FPI) và kiều hối**

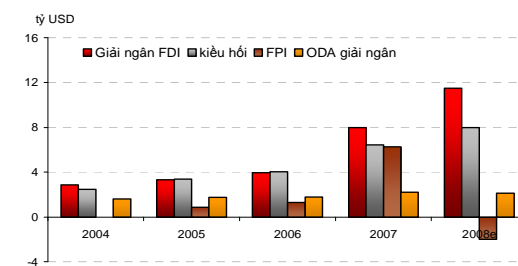
Giải ngân ODA năm 2008 đạt 2,1 tỷ USD, chiếm khoảng 39% số vốn các nhà tài trợ cam kết trong năm. Khoảng trên một phần tư tổng vốn ODA được Nhật Bản tài trợ, nhưng nước này hiện đã tạm ngưng giải ngân vào Việt Nam sau vụ tham nhũng PCI. Nhìn chung, chúng tôi không thấy tín hiệu rõ ràng ODA sẽ tăng trong 2009, vì thế, chúng tôi kỳ vọng ODA sẽ không tăng trưởng hoặc có thể giảm nhẹ trong năm 2009.

Khủng hoảng tài chính toàn cầu đã và đang ảnh hưởng đến túi tiền của doanh nghiệp và người lao động. Sau lần sóng rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài, đến cuối năm 2008, nhà đầu tư nước ngoài còn lại khoảng 2,9 tỷ USD trị giá cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhà đầu tư nước ngoài với độ ngại rủi ro cao hiện có rất nhiều sự lựa chọn nơi đầu tư và Việt Nam chỉ là 1 trong số các lựa chọn đó. Xu hướng bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài là xu hướng chính vào cuối năm 2008 và FPI đã trở thành dòng vốn đi ra trong năm. Tác động đối với thu nhập cũng là vấn đề khi trong một thời gian dài, kiều hối là 1 nguồn tài trợ quan trọng được đóng góp bởi hơn 3 triệu Việt kiều. Với hơn một nửa Việt kiều hiện sống tại Mỹ cùng với làn sóng cắt giảm việc làm trên toàn cầu, chúng tôi cho rằng lượng kiều hối vào Việt Nam có khả năng giảm ít nhất là 20% trong năm 2009.

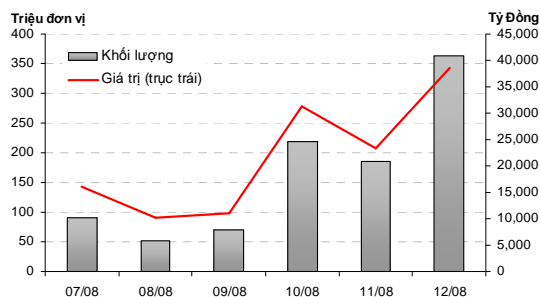
**Biểu đồ 3: Đóng góp của các công ty có vốn đầu tư nước ngoài vào tổng giá trị xuất khẩu**



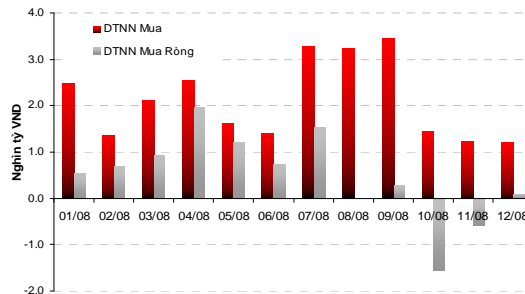
**Biểu đồ 4: FDI, ODA được giải ngân, FPI và kiều hối qua các năm**



**Biểu đồ 5: Hoạt động mua trái phiếu của các tổ chức trong nước**



**Biểu đồ 6: Đầu tư nước ngoài mua/ mua ròng cổ phiếu và trái phiếu trong năm 2008 (Hose)**



Nguồn: GSO, HOSE, HASTC, SSI Research

● **Rủi ro về cán cân thương mại: Xuất khẩu và nhập khẩu trong năm 2009 sẽ giảm, nhưng ở mức độ bao nhiêu?**

Vai trò của xuất khẩu ngày càng trở nên quan trọng trong nền kinh tế, với đóng góp khoảng 60%-70% vào GDP trong những năm gần đây. Tuy nhiên, kinh tế thế giới đã trải qua những biến động to lớn trong năm 2008 và những khó khăn được dự đoán sẽ còn tiếp tục trong những năm tới sẽ khiến cho xuất khẩu của Việt nam sẽ gặp rất nhiều khó khăn. Về nhập khẩu, Việt Nam vẫn phải tiếp tục nhập khẩu máy móc thiết bị, nguyên liệu sản xuất và vì vậy, thâm hụt thương mại sẽ vẫn là chủ đề chính trong những năm tới.

■ **Xuất khẩu:**

Nhìn chung, 2008 là một năm khá thành công của xuất khẩu Việt nam, tổng kim ngạch xuất khẩu ước đạt gần 63 tỉ USD, tăng 30% so với 2007. 10 mặt hàng dẫn đầu về giá trị xuất khẩu đều có sự phát triển đáng ghi nhận như dầu thô tăng 23%, dệt may và giày dép 17%, thủy sản 21%, gạo 95%. Sự tăng trưởng này có được một phần nhờ giá hàng hoá tăng cao trong nửa đầu 2008. Tuy nhiên, xuất khẩu trong nửa cuối năm 2008 lại gặp khó khăn do giá cả hàng hoá giảm mạnh dưới tác động của khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Kết quả là kim ngạch xuất khẩu bắt đầu giảm kể từ tháng 6, trong đó dầu thô và giày dép bị ảnh hưởng nhiều nhất. Sản lượng xuất khẩu của một số mặt hàng như dầu thô, cà phê, cao su, chè đều tăng trưởng âm so với cùng kỳ năm ngoái do nhu cầu giảm sút.

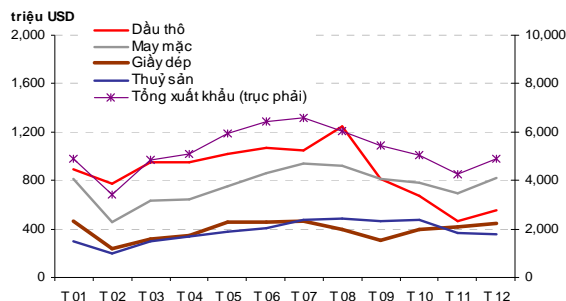
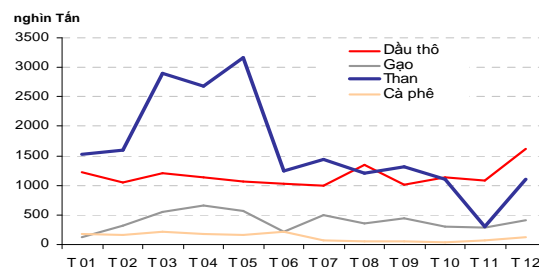
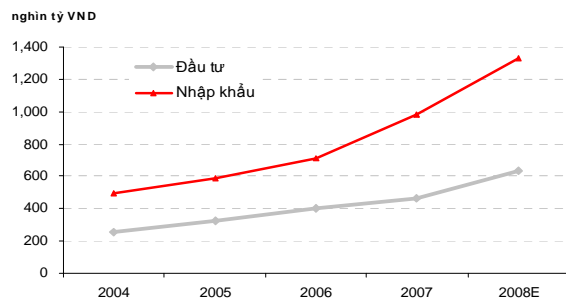
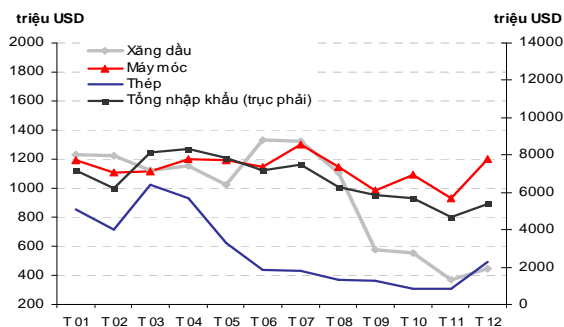
Năm 2009 sẽ là một năm khó khăn đối với xuất khẩu, đặc biệt là trong nửa đầu năm do xu hướng giảm giá của các mặt hàng xuất khẩu bắt đầu từ cuối năm 2008. Về thị trường tiêu thụ, nhu cầu nhập khẩu đặc biệt là đối với nhóm 10 mặt hàng xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam sẽ giảm đáng kể, trong đó phải kể đến nguy cơ sụt giảm nhu cầu tại thị trường Mỹ (chiếm 18,4% tổng giá trị xuất khẩu) và EU (16%). Giá các mặt hàng xuất khẩu được dự đoán vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp. Bộ Công Thương dự báo xuất khẩu dầu thô sẽ giảm 13,7%. Ngoài ra, việc thu hẹp sản xuất của các công ty có vốn đầu tư nước ngoài cũng sẽ ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu. Trong bối cảnh khó khăn như vậy, Bộ Công Thương đặt mục tiêu tăng trưởng 12,7% cho xuất khẩu năm nay, tuy nhiên theo chúng tôi đây là một dự báo quá lạc quan trong bối cảnh hiện tại. Dù vậy, vẫn còn hy vọng cho xuất khẩu của Việt nam. Một số mặt hàng xuất khẩu của Việt nam tuy có giá thấp nhưng lại là những mặt hàng thiết yếu vì thế nhu cầu sẽ ít bị suy giảm kể cả trong tình hình kinh tế khó khăn. Ngoài ra, rất nhiều mặt hàng đã rơi xuống xuống mức giá thấp nhất trong nhiều năm năm trở lại đây, nên chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục giá của những mặt hàng này trong nửa cuối năm 2009. Vì những lý do trên, chúng tôi đã ước tính xuất khẩu năm 2009 sẽ giảm khoảng 15% so với năm 2008

■ **Nhập khẩu:**

Tổng kim ngạch nhập khẩu năm 2008 đạt 80 tỷ USD, tăng 28% so với năm 2007. Trong đó, các công ty trong nước nhập khẩu 51,8 tỷ USD, tăng 26,5% và các công ty có vốn đầu tư nước ngoài nhập khẩu 28,6 tỷ USD, tăng 31,7%. Nếu nhìn sâu hơn, ta có thể thấy máy móc, xăng dầu và thép là những sản phẩm được nhập khẩu nhiều nhất, lần lượt chiếm 17%, 13,5% và 8,1% tổng nhập khẩu của năm 2008. Cùng với xu hướng giảm giá hàng hoá từ cuối năm 2008, giá trị nhập khẩu của các mặt hàng chính cũng đã giảm và kéo theo đó là tổng kim ngạch nhập khẩu.

Có một số nhân tố sẽ làm giảm giá trị nhập khẩu trong năm 2009. Chính phủ sẽ theo dõi chặt chẽ nhập khẩu để kiềm chế nhập siêu. Nhập khẩu một số mặt hàng không thiết yếu như ô tô sẽ bị hạn chế. Nhập khẩu xăng dầu cũng sẽ giảm (ước tính giảm 14,4% về lượng theo ước tính của Bộ Công Thương) do nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ sớm đi vào hoạt động. Cuối cùng, giá xăng dầu, thép, phân bón, nhựa sẽ ở mức thấp cũng sẽ làm giảm giá trị nhập khẩu. Mặt khác, sự liên hệ giữa đầu tư và nhập khẩu rất mật thiết do nhập khẩu được tài trợ phần lớn bởi đầu tư. Theo tính toán của chúng tôi, hệ số tương quan giữa đầu tư và nhập khẩu của Việt nam xấp xỉ bằng 1. Năm 2009, trong khi đầu tư của khối FDI và khối tư nhân có thể không thay đổi, đầu tư công sẽ tăng và làm tăng tổng đầu tư xã hội lên khoảng 10%. Đặc biệt, nhập khẩu máy móc và vật liệu cơ bản sẽ tăng nhờ có gói kích thích kinh tế và các chính sách khuyến khích sản xuất của chính phủ. Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng nhập khẩu năm nay sẽ giảm nhưng ít hơn so với xuất khẩu, khoảng từ -16% đến -12% và do đó, thâm hụt thương mại sẽ rơi vào khoảng 14,8 đến 19 tỷ USD trong năm 2009.



**Biểu đồ 7: Mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam (số liệu theo tháng)****Biểu đồ 8: Sản lượng xuất khẩu của một số mặt hàng xuất khẩu****Biểu đồ 9: Hoạt động đầu tư và nhập khẩu của Việt Nam****Biểu đồ 10: Tình hình nhập khẩu của Việt Nam (số liệu theo tháng, 2008)**

Nguồn: GSO;

## ● Một số nhận định

### ■ **Tăng trưởng kinh tế chậm lại:**

Như đã đề cập ở các phần trên, tăng trưởng trong năm 2009 sẽ không dựa nhiều vào hỗ trợ của xuất khẩu hay đầu tư nước ngoài nữa. Mặt khác, tiêu dùng của người dân bắt đầu chậm lại đáng kể kể từ cuối năm 2008. Mặc dù các tháng cuối năm thường là thời kỳ cao điểm của tiêu dùng, tăng trưởng bán lẻ chỉ đạt 6-6,2% trong 4 tháng cuối năm 2008, đưa tăng trưởng bán lẻ của cả năm 2008 xuống còn 6,5%, chỉ bằng một nửa mức tăng trưởng của năm 2007. Xu hướng giảm vẫn sẽ tiếp tục ít nhất là cho đến hết nửa đầu năm 2009 do thu nhập của người tiêu dùng có nguy cơ giảm sút trước triển vọng không sáng sủa của nền kinh tế. Động lực cuối cùng cho sự tăng trưởng sẽ là đầu tư trong nước- mà cụ thể là đầu tư của Chính phủ. Tuy nhiên đầu tư Chính phủ thường lại có hiệu quả không cao. Vì vậy, chúng tôi ước tính tăng trưởng GDP trong năm 2009 đạt 5-5,5%, dựa trên giả định về mức thấp nhất của lãi suất cơ bản trong năm là 5%.

### ■ **Ít cơ hội hơn cho việc đi vay từ bên ngoài**

Trong năm 2008, thâm hụt thương mại hơn 17 tỷ USD của Việt nam đã được bù đắp bởi 21,6 tỷ USD tổng giá trị của vốn FDI, ODA và kiều hối vào Việt Nam. Tuy nhiên, như chúng tôi đã đề cập ở các phần trên, bức tranh năm 2009 sẽ hoàn toàn khác. Đặt một giả thiết là suy thoái kinh tế toàn cầu làm các dòng vốn này giảm đi 40% trong năm 2009, cộng với dự trữ ngoại hối vào khoảng 22 tỷ USD vào tháng 9 năm 2008, thì khả năng thâm hụt thương mại lớn trong năm 2009 sẽ dẫn đến rủi ro về tỷ giá. Rủi ro giảm giá của VND sẽ khiến cho hoạt động vay nước ngoài trở nên khó khăn và đắt đỏ hơn. Xếp hạng tín dụng của S&P đối với Việt Nam hiện tại đang là tiêu cực (negative). Do vậy, khả năng vay nước ngoài sẽ ít nhiều bị hạn chế.

Đối với các ngân hàng trong nước, quy trình giãn nợ, đáo nợ và nguy cơ ghi giảm tài sản khiến cho các ngân hàng trở nên thận trọng hơn. Trong trường hợp này, trái phiếu Chính phủ trở thành kênh đầu tư an toàn được lựa chọn. Trái phiếu Chính phủ có tính hấp dẫn cao hơn đối với các tổ chức trong nước (các ngân hàng) so với các tổ chức nước ngoài. Việc các ngân hàng Việt Nam mua trái phiếu Chính phủ sẽ làm luống tụt dụng đưa ra nền kinh tế hạn chế hơn. Hơn nữa, lãi suất cơ bản vẫn còn ở mức cao, và việc cắt giảm lãi suất đáng kể sẽ dẫn đến rủi ro tỷ giá. (Trong

phương án cơ sở của chúng tôi, lãi suất cơ bản sẽ giảm xuống còn mức thấp nhất là 5% trong nửa đầu năm 2009). Cho đến khi những khó khăn trên được giải quyết, các doanh nghiệp (nhất là các doanh nghiệp tư nhân) sẽ gặp nhiều trở ngại hơn trong việc huy động vốn trong năm 2009.

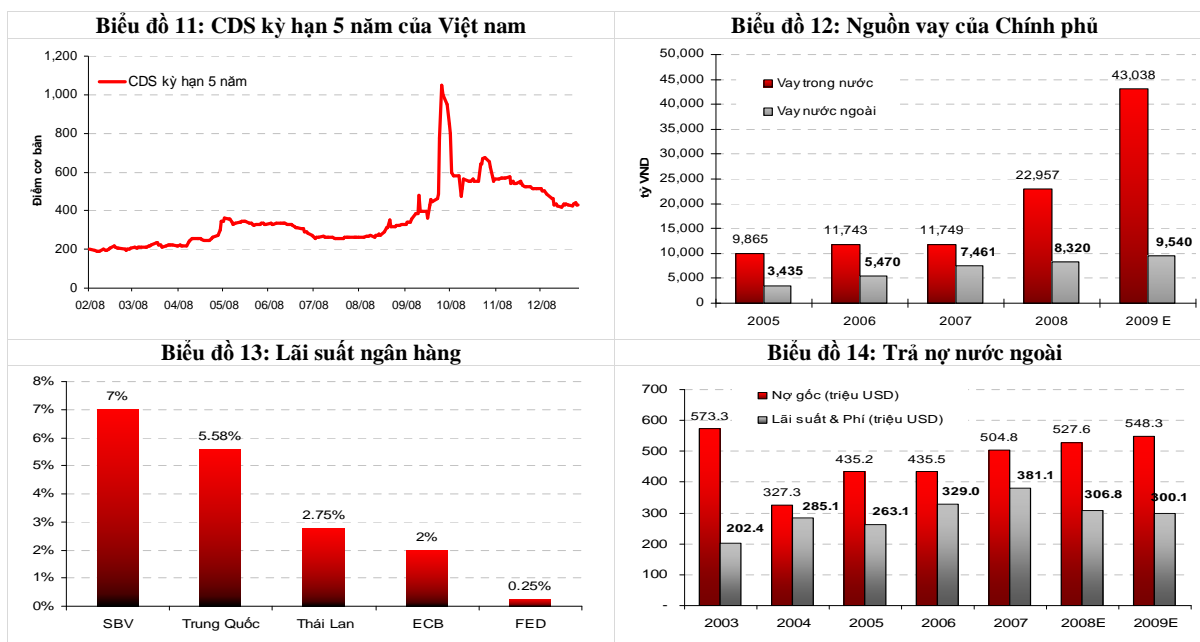
▪ **Giải pháp trong ngắn hạn?**

Với những thách thức trên, chúng tôi cho rằng việc giảm giá VNĐ là cần thiết và nâng cao hiệu quả các dự án đầu tư công là điều kiện quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng. Các ước tính theo phương án cơ sở của chúng tôi cho thấy khả năng VNĐ sẽ giảm giá xuống quanh mức 18.500VNĐ/USD (tỷ giá chính thức) vào cuối năm 2009. Việc VNĐ giảm giá sâu hơn mức này sẽ khiến việc trả nợ nước ngoài của Chính phủ trở nên một gánh nặng, vì vậy đây sẽ không phải là một phương án hợp lý.

**Bảng 1: Tăng trưởng bán lẻ năm 2008**

	3/2008	5/2008	6/2008	8/2008	9/2008	10/2008	11/2008
YoY Tăng trưởng danh nghĩa (%)	29,2	29,7	30,0	30,0	30,1	30,7	30,9
YoY Tăng trưởng thực tế (điều chỉnh theo lạm phát) (%)	13	8,9	8,0	6,4	6	6,1	6,2

Nguồn: Tổng cục thống kê



Nguồn: Reuters, Bộ Tài chính

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

## 2009: MỘT NĂM TRẦM LẶNG

Chỉ trong vòng chưa đầy 18 tháng, hình ảnh thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn đầu phát triển với đà tăng trưởng mạnh mẽ nhất của năm 2006 đã hoàn toàn đảo ngược. Mức giảm 66% của VNIndex trong năm 2008 khiến Việt Nam trở thành thị trường chứng khoán sụt giảm mạnh nhất trong khu vực. Chỉ số giá HASTC cũng giảm 67% xuống còn khoảng 100 điểm. Trong số các ngành chứng tôi thống kê dưới đây trong bảng 1, hầu như tất cả các ngành đều giảm từ 55-80% so với đầu năm. Trong số này, ngành thủy sản ghi nhận mức giảm điểm sâu nhất với 77% còn thán là ngành duy nhất có mức giảm ít hơn VNIndex, trung bình chỉ mất khoảng 30%.

Năm 2008, thị trường chứng khoán phải đối mặt với 2 thách thức lớn. Trong 3 quý đầu năm, Chính phủ đã phải nỗ lực chống lạm phát và thâm hụt thương mại. Thị trường chứng khoán trong giai đoạn này cũng phản ánh những khó khăn của nền kinh tế: chỉ số VNIndex giảm mạnh, lượng vốn huy động qua thị trường chứng khoán cũng giảm từ 75-80% so với năm trước. Thị trường có đợt phục hồi nhẹ trong giai đoạn tháng 6 đến tháng 9 trước khi rơi trở lại vào vòng xoáy giảm điểm của quý trước đó, khi cuộc khủng hoảng tài chính thế giới trở nên trầm trọng hơn. Mức thanh khoản của thị trường giảm mạnh, giá trị giao dịch trung bình trên sàn HOSE chỉ còn 463 tỷ đồng/phiên trong năm 2008, so với mức 767 tỷ đồng/phiên năm 2007. Trong giai đoạn này, một số biện pháp đã được đưa ra nhằm giải cứu thị trường như Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà Nước (SCIC) công bố sẽ dành 5000 tỷ để mua cổ phiếu hỗ trợ thị trường, cũng như biên độ giao dịch của 2 sàn HOSE và HASTC được điều chỉnh xuống 1% và 2% trong một thời gian khá dài. Tuy nhiên, những nỗ lực này đã không thể giúp thị trường phục hồi.

Xét về kết quả kinh doanh, tuy hầu hết các công ty hoàn thành kế hoạch doanh thu của năm 2008, nhưng lợi nhuận của nhiều công ty không được như kỳ vọng do ảnh hưởng từ lãi suất cao, biến động tỷ giá, đầu tư tài chính thua lỗ và giảm giá hàng tồn kho. Các ngành điện và nguyên vật liệu tuy được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá hàng hóa nhưng cũng không đủ bù đắp cho các khoản lỗ và trích lập dự phòng tài chính. Sang năm 2009, rủi ro lãi suất sẽ không lớn nhưng việc thực hiện các khoản đầu tư sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn. Biến động giá cả đầu vào cũng sẽ gây áp lực lớn lên lợi nhuận của các công ty. Nhu cầu tiêu dùng giảm sẽ ảnh hưởng xấu đến các công ty xuất khẩu. Gói kích cầu gần đây của chính phủ chú trọng đầu tư vào cơ sở hạ tầng sẽ tác động tích cực lên các ngành thép và xi măng. Nền kinh tế sẽ tăng trưởng lại vào cuối năm 2009; giá cả hàng hóa sẽ tăng vọt và giá vật liệu cơ bản giảm mạnh tạo điều kiện cho các công ty giảm chi phí đầu vào và tăng lợi nhuận biên. Lợi nhuận của các ngành hàng tiêu dùng, dược phẩm và năng lượng sẽ có nhiều khả năng được duy trì do đây là các ngành phục vụ những nhu cầu tiêu dùng thiết yếu. Trong phần **Chuyên mục ngành**, chúng tôi sẽ điểm lại những nét chính trong năm 2008 và triển vọng năm 2009 của 12 ngành niêm yết chính

Dựa trên kỳ vọng về kết quả kinh doanh của các công ty và tăng trưởng GDP, chúng tôi tin rằng thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục trầm lắng trong năm 2009. Theo phân tích kỹ thuật, nhiều khả năng VNIndex sẽ dao động trong khoảng 241-357 điểm (xem phần Phân tích kỹ thuật ở cuối báo cáo) và ngay cả trong kịch bản tốt nhất, VNIndex cũng không vượt mức 389 điểm. Sự kém minh bạch trong báo cáo tài chính và giá trị vốn hóa thị trường nhỏ, khoảng 13 tỷ USD vào cuối năm 2008, sẽ làm cho thị trường Việt Nam trở nên kém hấp dẫn hơn. Tuy vậy, thị trường mới phát triển như Việt Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn và chúng tôi tin rằng những nhà đầu tư có quan tâm đến thị trường này sẽ nắm lấy cơ hội hiện tại để đầu tư dài hạn.

**Bảng 1: Diễn biến giá một số ngành**

Công ty	Vốn hóa thị trường (Triệu đồng)	Giá tại ngày 28/12/07 (đồng)	Giá tại ngày 31/12/2008	% Thay đổi	% Thay đổi giá trung bình ngành
<b>Bất động sản</b>					-64.31%
TDH	715	125.455	28.700	-77,12%	
SJS	2.206	250.000	54.000	-78,40%	
VIC	8.911	106.946	79.500	-25,66%	
NTL	553	147.000	33.400	-77,28%	
HDC	170	107.000	21.600	-79,81%	
KBC	8.219	127.377	59.900	-52,97%	
VPL	6.600	136.000	66.000	-51,47%	
ITA	3.571	95.274	26.900	-71,77%	
<b>Thép</b>					-58.78%



HPG	6.284	66.433	31.500	-52,58%
VIS	360	63.000	24.000	-61,90%
SMC	232	54.545	20.800	-61,87%
<b>Nguyên vật liệu xây dựng (ống nhựa)</b>				-73.10%
NTP	791	113.900	36.100	-68,31%
BMP	509	137.500	30.400	-77,89%
<b>Xi măng</b>				-63.03%
HT1	1.496	46.300	18.000	-61,12%
BCC	1.071	29.500	11.300	-61,69%
BTS	1.046	32.615	11.000	-66,27%
<b>Vận tải</b>				-68.55%
VNA	296	44.000*	14.800	-66,36%
VSP	830	144.782	52.600	-63,67%
PVT	2.448	53.882	16.700	-69,01%
VIP	616	54.000	10.100	-81,30%
VTO	715	59.500	11.800	-80,17%
GMD	1.390	133.000	30.000	-77,44%
DXP	114	49.000	22.200	-54,69%
VSC	415	103.333*	45.700	-55,77%
<b>Dịch vụ và Thiết bị dầu khí</b>				-47.32%
PVD	10.838	126.666	85.000	-32,89%
PVS	5.270	82.330	31.500	-61,74%
<b>Cao su tự nhiên</b>				-76.60%
DPR	1.220	85.000	30.400	-64,24%
HRC	419	168.000	24.400	-85,48%
TRC	732	122.000	24.300	-80,08%
<b>Điện</b>				-55.76%
VSH	3.822	46.700	28.000	-40,04%
TBC	819	25.400	12.700	-50,00%
SJD	419	33.913	14.300	-57,83%
RHC	66	45.500	20.400	-55,16%
PPC	6.082	59.500	18.700	-68,57%
NLC	74	24.500	14.600	-40,41%
KHP	185	39.900	10.500	-73,68%
HJS	66	27.500	10.900	-60,36%
<b>Thủy sản</b>				-77.56%
ANV	1.266	90.000	18.800	-79,11%
MPC	833	60.000	11.500	-80,83%
AGF	194	83.000	15.000	-81,93%
ACL	183	84.500	20.400	-75,86%
VHC	594	63.500	19.000	-70,08%
<b>Than</b>				-29.03%
NBC	183	73.000	30.000	-58,90%
TC6	280	30.000*	28.000	-6,67%
TCS	210	25.100*	19.700	-21,51%
<b>Ngân hàng</b>				-65.95%
ACB	17.726	77.937	27.900	-64,20%
STB	9.413	56.957	18.400	-67,69%
<b>Sữa</b>				-59.99%
VNM	14.548	166.000	83.000	-50,00%
HNH	96	34.300	10.300	-69,97%

\*Chúng tôi sử dụng giá đóng cửa tại ngày đầu tiên niêm yết, do không có giá tại ngày 28 tháng 12 năm 2007

Ngành: Ngân hàng

Nguyễn Đức Hùng Linh

[linhndh@ssi.com.vn](mailto:linhndh@ssi.com.vn)

## ■ DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

Những biến động của nền kinh tế năm 2008 đã để lại những hậu quả lớn cho ngành ngân hàng. Sau một năm 2007 tăng trưởng mạnh mẽ cả về quy mô lẫn lợi nhuận, trong năm 2008 các ngân hàng Việt Nam đã phải đối mặt với 2 cuộc khủng hoảng liên tiếp. Đầu tiên là nguy cơ lạm phát cao và chính sách thắt chặt tiền tệ vào quý 2 và 3. Tiếp theo là ảnh hưởng của đà suy thoái kinh tế toàn cầu và sự rơi lòng tiền tệ quá nhanh trong quý 4. Hai đợt khủng hoảng này đều có ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận, tăng trưởng và rủi ro hệ thống.

### ● Thu nhập lãi ròng giảm mạnh

- **Lợi nhuận lãi biên bị co hẹp:** Vào đầu năm, để đối phó với lạm phát, NHNN đã thắt chặt chính sách tiền tệ, khiến tính thanh khoản giảm mạnh và lãi suất đã được đẩy lên mức rất cao 18%-19% trong khi lãi suất cho vay bị khống chế ở mức 21%. Mức chênh lệch 2%-3% về lãi suất không đủ để trang trải chi phí hoạt động của ngân hàng vốn đã tăng mạnh trong năm 2007. Kể từ tháng 10/2008, một thách thức khác lại đến sau khi chính phủ thay đổi chính sách từ kiềm chế lạm phát sang hỗ trợ tăng trưởng. Lãi suất cơ bản giảm nhanh trong một thời gian ngắn khiến cho các ngân hàng không đủ thời gian để cơ cấu lại luồng vốn. Người vay tiền nhanh chóng trả nợ trước hạn để vay lại với lãi suất thấp hơn trong khi các khoản tiền gửi vẫn phải trả với lãi suất cao. Tình hình của các ngân hàng vừa và nhỏ còn khó khăn hơn vào tháng 12 khi lãi suất cơ bản lần đầu tiên giảm mạnh từ 10% xuống còn 8,5%, kéo mức lãi suất cho vay xuống chỉ còn 12,75%, thấp hơn cả mức lãi suất huy động vài tuần trước đó.
- **Tăng trưởng tín dụng chậm khiến lợi nhuận từ lãi suy giảm:** Để đối phó với rủi ro tăng cao trong năm 2008, các ngân hàng đã thắt chặt việc cho vay để giảm thiểu rủi ro thanh khoản và nợ xấu. Từ tháng 7/2008, tăng trưởng tín dụng đột ngột giảm xuống 0,7% từ mức 2,95% vào tháng 6. Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức dưới 1% một tháng đến cuối năm trong khi các ngân hàng lại dư thừa thanh khoản. Tăng trưởng tín dụng giảm đồng nghĩa với việc các ngân hàng phải giảm bớt lợi nhuận từ hoạt động truyền thống, chiếm 60%-70% tổng thu nhập của toàn hệ thống. Nếu chỉ dựa vào hoạt động tín dụng, các ngân hàng sẽ khó có lãi. Trong điều kiện như vậy, chỉ những ngân hàng có khả năng xoay sở và phản ứng nhanh mới có lãi trong khi các ngân hàng còn lại sẽ gặp rất nhiều khó khăn.

### ● Lợi nhuận ngoài lãi trở thành cứu cánh cho các ngân hàng

- **Kinh doanh Ngoại hối và Nguồn vốn:** Để đối phó với sự suy giảm của mảng kinh doanh chính, các ngân hàng phải tìm kiếm cơ hội ở những mảng kinh doanh khác và sự biến động mạnh của tỷ giá cũng như lãi suất trong năm đã là một cơ hội hiếm có. Sự sụt giảm nhanh của lãi suất cùng với đà bán mạnh của khối nước ngoài kể từ cuối tháng 10 đã là cơ hội tốt cho các ngân hàng thương mại Việt nam mua vào trái phiếu ở mức giá thấp (lãi suất trái phiếu từ 20% đến 25%) và bán ra ở mức cao (lãi suất trái phiếu dưới 10%). Ngoài ra sự biến động mạnh của tỷ giá vào đầu năm cũng là cơ hội để các ngân hàng có nhiều ngoại tệ tạo lợi nhuận. PG Bank, một ngân hàng nhỏ đã thu được 45,1 tỷ đồng lợi nhuận từ hoạt động ngoại hối trong quý 1, vượt lợi nhuận của cả năm 2007 là 40,9 tỷ đồng.
- **Các dịch vụ liên quan đến vàng:** Trong bối cảnh thị trường chứng khoán và nhà đất đều đi xuống, nhà đầu tư quay sang đầu tư vàng và đây là cơ hội để các ngân hàng tìm kiếm lợi nhuận. Ngân hàng ACB sở hữu một trong những sàn giao dịch vàng đầu tiên và cũng là lớn nhất tại Việt Nam; và đây đã trở thành nguồn thu ổn định và an toàn trong suốt năm của ACB. Ước tính thu nhập từ phí giao dịch của sàn vàng ACB lên tới 1,4 tỷ - 2 tỷ đồng/ ngày. Ngoài ra các khoản vay cho các nhà đầu tư vàng có lãi suất khá cao và gần như không có rủi ro. Tiếp theo thành công của ACB, các ngân hàng như Sacombank, Eximbank, Đông Á, Việt Á, Phương Nam cũng đã mở sang giao dịch vàng trong năm 2008.
- **Tín dụng xuất nhập khẩu:** Hoạt động XNK trong năm 2008 diễn ra rất sôi động. Mặc dù điều này khiến thâm hụt thương mại tăng lên mức cao nhất trong lịch sử, trên 17 tỷ USD, nó cũng mang lại

lợi nhuận cao cho hoạt động tín dụng XNK cho các ngân hàng, đặc biệt là những ngân hàng có vị thế trong lĩnh vực này như Vietcombank và Eximbank. Hai ngân hàng này đã đạt mức lợi nhuận 3.400 tỷ và 1.200 tỷ đồng; và cả 2 đều có mức tăng trưởng lợi nhuận dương trong năm 2008. Eximbank là ngân hàng có mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất so với các ngân hàng khác, 150%.

### ● Tăng trưởng chậm lại

Tính đến hết năm 2008, tổng cung tiền (M2) tăng 16%-17%, thấp hơn mục tiêu đề ra hồi đầu năm là 32%. Tăng trưởng tín dụng trong năm 2008 là 21%-22%, thấp hơn mục tiêu đề ra đầu năm là 30% và thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng trong năm 2007 là 54%. Tăng trưởng tín dụng diễn ra mạnh vào đầu năm khi chính sách tiền tệ chưa bị thắt chặt. Kể từ quý 3, hầu hết các ngân hàng đều có mức tăng trưởng tín dụng âm. Tăng trưởng huy động và cho vay của ngân hàng ACB trong quý 3 so với quý 2 là -18% và -13%, trong khi đó tăng trưởng huy động và tín dụng của Sacombank là -18% và -16%.

### ● Rủi ro trong hệ thống tăng lên

- **Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) và nợ xấu (NPL):** Trong năm 2008, tổng vốn sở hữu của hệ thống ngân hàng tăng 30% từ 125 nghìn tỷ trong năm 2007 lên 162 nghìn tỷ, chủ yếu nhờ vào lợi nhuận giữ lại trong năm 2007 và tăng vốn điều lệ để đạt mức yêu cầu của NHNN là 1.000 tỷ đồng vào cuối năm 2008. Nhờ đó, tỷ lệ an toàn vốn của toàn hệ thống đã tăng lên 9,7% từ 8,9% trong năm 2007. NHNN thông báo mức nợ xấu trong năm 2008 là 43,5 nghìn tỷ đồng, tăng 117,5% so với mức 20 nghìn tỷ đồng trong năm 2007. Đây là mức tăng rất cao nếu xét tỉ lệ tăng 10,5% hay 1.905 nghìn tỷ nợ xấu trong năm 2007. Tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ tín dụng cũng tăng lên 3,5% từ 2% trong năm 2007. Những con số này phản ánh thực trạng về môi trường kinh doanh đang xấu đi, tuy nhiên có thể vẫn chưa phản ánh được đúng thực chất mức nợ xấu trong hệ thống ngân hàng. Một nguyên nhân là do NHNN đã cho phép các ngân hàng thương mại được dẫn nợ, đáo nợ cho các khoản vay không trả đúng hạn nhưng vẫn có khả năng trả nợ trong tương lai (Quyết định 783/2005/QĐ-NHNN). Một lý do khác là các ngân hàng thương mại thường báo cáo số liệu nợ xấu thấp hơn thực tế để bảo vệ uy tín của ngân hàng mình (Báo cáo thanh tra của NHNN).
- **Cho vay bất động sản:** Theo báo cáo của NHNN, tổng dư nợ tín dụng cho bất động sản cuối quý 3 là 115 nghìn tỷ đồng, chiếm 9,15% tổng dư nợ toàn hệ thống. Tại Hà Nội, tổng dư nợ cho BĐS là 24,8 nghìn tỷ đồng, tăng 23,5% so với cuối năm 2007 và chiếm 10% tổng dư nợ tín dụng. Tại Hồ Chí Minh, cho vay BĐS là 61 nghìn tỷ đồng, chiếm 15% tổng dư nợ tín dụng tại khu vực. Mặc dù chính sách tiền tệ đã được nới lỏng và luồng vốn cho vay BĐS đã cải thiện vào cuối năm 2008, suy thoái kinh tế và đà giảm giá BĐS tiếp tục là mối quan ngại lớn cho các khoản đầu tư BĐS và các khoản vay tương ứng.

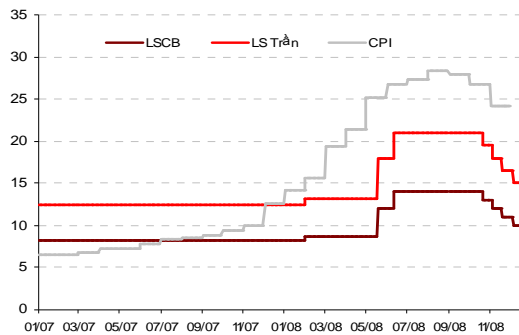
## ❑ TRIỂN VỌNG NĂM 2009

- **Quý 1 và Quý 2 sẽ rất khó khăn,** đặc biệt đối với các ngân hàng vừa và nhỏ. Lý do chính là lãi suất đã bị cắt quá nhanh trong thời gian cuối 2008 và đầu 2009. Điều này khiến lợi nhuận lãi biên giảm xuống rất thấp. Ngoài ra các ngân hàng nhỏ thường phải huy động với lãi suất cao hơn để cạnh tranh với các ngân hàng có tên tuổi, vì vậy những ngân hàng này sẽ bị ảnh hưởng nhiều hơn khi có những thay đổi về chính sách lãi suất.
- **Gói kích thích kinh tế sẽ hỗ trợ tăng trưởng tín dụng:** Gói kích thích kinh tế 17 nghìn tỷ sẽ được sử dụng để bù lãi suất cho các khoản vay ngắn hạn. Đây là tin tốt cho các ngân hàng thương mại để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và cải thiện lợi nhuận từ lãi. Với mức bù lãi suất 4%, gói kích thích kinh tế có thể hỗ trợ được 425 nghìn tỷ đồng vốn vay ngắn hạn, tương đương 34% tổng dư nợ tín dụng vào cuối năm 2008. Tuy nhiên, hiệu quả của gói kích thích kinh tế này vẫn là một dấu hỏi do Việt Nam chưa có kinh nghiệm xử lý các tình huống tương tự và mức độ minh bạch trong quản lý vẫn còn rất hạn chế.
- **Tăng trưởng sẽ không cao mặc dù có gói kích thích kinh tế:** Trong bối cảnh suy thoái kinh tế và sụt giảm nhu cầu tại các thị trường chính của Việt nam, nhu cầu đối với vốn vay sẽ không cao. Ước tính tăng trưởng trong năm 2009 sẽ tương đương so với năm 2008. Tổng cung tiền (M2) sẽ tăng khoảng 18%-20% trong khi tăng trưởng tín dụng sẽ ở khoảng 21%-23%. Các cơ hội hiếm có trong năm 2008

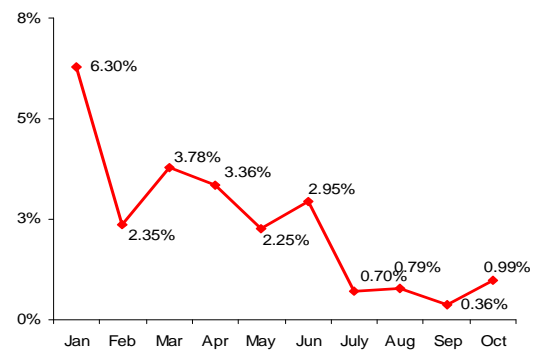
sẽ khó có khả năng lặp lại trong năm 2009 vì vậy tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng sẽ rất thấp. Hầu hết các ngân hàng rất cân trọng trong việc đề ra mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2009, phần lớn đưa ra mức lợi nhuận tương đương với năm 2008.

- **Mối quan ngại về nợ xấu và cho vay BĐS** sẽ tiếp tục trong năm 2009. Tuy nhiên, NHNN vẫn có thể kiểm soát được tình hình. Nhìn lại cuộc khủng hoảng xảy ra vào năm 1997-1998, tình hình thậm chí còn tồi tệ hơn nhưng NHNN đã kiểm soát thành công và dần dần xóa được các khoản nợ xấu. Phần lớn các khoản vay tại Việt nam được đảm bảo bởi tài sản hữu hình hoặc bằng chính BĐS. Các sản phẩm phái sinh liên quan đến BĐS tại Việt nam gần như không có, vì vậy hiệu ứng domino hàng loạt trong hệ thống là khó xảy ra. Chừng nào NHNN duy trì được niềm tin và tính thanh khoản, hệ thống ngân hàng sẽ được an toàn và rất có khả năng NHNN sẽ làm được điều này.

**Biểu đồ 1. LSCB tăng nhanh trong Q2, và giảm mạnh vào Q4**



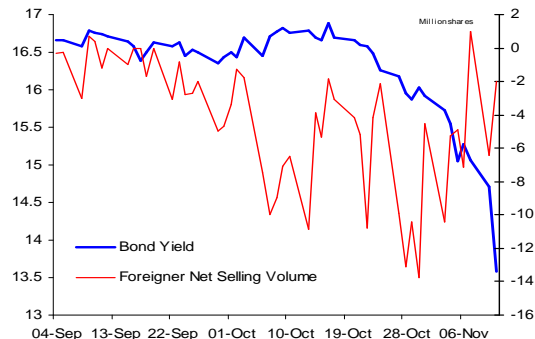
**Biểu đồ 2. Tăng trưởng tín dụng giảm mạnh kể từ tháng 7/2008**



**Biểu đồ 3. Biến động tỷ giá trong năm là cơ hội tốt cho các ngân hàng**



**Biểu đồ 4. NHTM trong nước mua trái phiếu từ các nhà đầu tư nước ngoài với giá rẻ**



Nguồn: TCTK, NHNN, Reuters, Bloomberg, SSI Research

**Ngành: Nguyên Vật Liệu Xây dựng**  
(Ống nhựa xây dựng)

**Nguyễn Thu Huyền**

[huyenntt@ssi.com.vn](mailto:huyenntt@ssi.com.vn)

## ■ DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

### ● **Giá hạt nhựa biến động mạnh tạo nhiều sức ép lên các công ty sản xuất ống nhựa**

Hiện tại, sản xuất nội địa chỉ đáp ứng được 10-15% tổng nhu cầu hạt nhựa cả nước. Với việc phải nhập phần lớn nguyên liệu sản xuất, các công ty trong ngành chịu nhiều rủi ro từ biến động giá hạt nhựa trên thế giới. Mặt hàng này chủ yếu là các chế phẩm gốc dầu nên giá cả biến động sát theo thay đổi của giá dầu thô.

Trong sản xuất ống nhựa xây dựng, các nguyên liệu sản xuất chính là hạt nhựa PVC và HDPE. Tại cuối năm 2007, khi giá dầu thô đang biến động quanh mức 95 USD/thùng, giá hạt PVC và HDPE đang ở mức 1000 USD/tấn và 1500 USD/tấn. Sau đó khi giá dầu tăng mạnh lên mức đỉnh 145 USD/thùng, giá các hạt nhựa này cũng tăng đến 30-50% vào tháng 7/2008. Xu hướng giảm giá sau đó còn nhanh và bất ngờ hơn giai đoạn tăng giá trước đó. Giá dầu gần đây đã chạm mức rất thấp dưới 40 USD/thùng và tương tự, giá hạt PVC và HDPE cũng giảm tới hơn 50% từ mức đỉnh xuống mức gần như thấp nhất trong 5 năm qua. Trong bối cảnh đó, với việc chi phí nguyên liệu chiếm đến 75% tổng giá thành hàng bán, các công ty nhựa nói chung và công ty sản xuất ống nhựa xây dựng nói riêng đã liên tục chịu sức ép từ những biến động rất thất thường của giá hạt nhựa trong suốt 2008. Những công ty không đủ vị thế để chuyển giá thành cao sang người mua thông qua tăng giá bán chứng kiến những suy giảm nghiêm trọng trong tỷ suất lợi nhuận, thậm chí chịu lỗ nặng.

### ● **USD tăng giá mạnh so với VND, lãi suất leo thang và TTCK sụt giảm khiến chi phí tài chính của các công ty trong ngành tăng cao trong nửa đầu năm 2008**

Thông thường các nhà sản xuất lớn trong ngành nhựa như CTCP Nhựa Tiền Phong phải vay nợ ngắn hạn (thường bằng USD) tương đối nhiều để tài trợ cho việc nhập khẩu nguyên liệu nhựa. Với việc lãi suất leo thang và USD tăng giá mạnh so với VND trong nửa đầu năm 2008 khiến các công ty này vừa chịu lỗ từ chênh lệch tỷ giá, vừa chịu gánh nặng lãi vay. Một vài công ty khác còn đầu tư tương đối vào TTCK cũng gánh chịu những khoản lỗ lớn do thị trường giảm sâu. Ví dụ, CTCP Nhựa Bình Minh đã phải trích lập dự phòng đầu tư CK 8 tỷ đồng trong quý II/08.

### ● **Thị trường tiêu thụ: vẫn khá sôi động trong nửa đầu 2008, nhưng bắt đầu chậm lại từ nửa cuối năm do hoạt động xây dựng suy giảm trong bối cảnh kinh tế khó khăn**

Trong nửa đầu năm 2008, hoạt động bán hàng diễn ra khá sôi động tại các công ty sản xuất ống nhựa xây dựng. Ví dụ, chúng tôi ước tính sơ bộ thấy sản lượng bán hàng của Tiền Phong tăng hơn 30% trong cả quý 1 và quý 2 so với cùng kỳ năm trước, một phần do hoạt động đầu cơ diễn ra trong lúc giá cả nguyên vật liệu xây dựng các loại đều tăng nhanh. Chính phủ bắt đầu áp dụng các biện pháp để kiềm hãm nền kinh tế đang phát triển quá nóng, các hoạt động kinh tế chậm dần lại do tín dụng bị thắt chặt, các thị trường tiêu thụ hầu hết đều bị thu hẹp. Thị trường ống nhựa xây dựng cũng bị ảnh hưởng, dẫn đến sản lượng bán hàng giảm sút so với cùng kỳ năm trước. Theo ước tính sơ bộ, chúng tôi thấy sản lượng bán hàng trong 2 quý cuối năm 2008 của Tiền Phong giảm 12-18% so với cùng kỳ năm trước.

### ● **Cập nhật KQKD 2008 của Tiền Phong và Bình Minh: tương đối khả quan**

Sau 3 quý đầu 2008, cả hai công ty gần như đã hoàn thành kế hoạch cho cả năm (hơn 97%), chủ yếu là nhờ khả năng chuyển giá thành sản xuất cao sang người mua, và hoạt động bán hàng rất tốt trong nửa đầu năm. Cả hai đã điều chỉnh tăng giá sản phẩm 3-4 lần, tương ứng với 30-40% trong giai đoạn giá hạt nhựa không ngừng tăng. Nhưng kể từ lúc giá hạt nhựa bắt đầu xu hướng giảm mạnh đến nay, các công ty mới tiến hành giảm giá bán 1 lần (trung bình khoảng 10%) vào đầu tháng 11/08. Nhờ vậy, trong khi khối lượng bán hàng không đạt chỉ tiêu kế hoạch, giá bán cao hơn giúp các công ty này hoàn thành hoặc vượt kế hoạch doanh thu trong năm 2008.

Cụ thể hơn, CTCP Nhựa Tiền Phong đã thông báo kết quả kinh doanh chưa kiểm toán cho 2008. Sau 3 quý đầu với kết quả rất ấn tượng, quý 4 phần nào gây thất vọng với chỉ hơn 10 tỷ LNST, là mức lợi nhuận quý thấp nhất trong 3 năm qua. Nguyên nhân chủ yếu là do quyết định điều chỉnh giảm giá, tăng chiết khấu khiến tỷ suất lợi nhuận giảm cộng với những suy giảm trong sản lượng bán hàng. Dù vậy, tính cho cả năm, kết quả thu được vẫn tương đối khả quan với mức tăng trưởng khoảng hơn 21% cho cả doanh thu thuần và LNST. Đối với Bình Minh, số liệu 2008 chưa kiểm toán cho thấy doanh thu tăng



trường 22% trong khi lợi nhuận gần như không đổi tại mức 97 tỷ đồng (so với 2007), một phần là do nhà máy phía Bắc của công ty mới đi vào hoạt động nên ghi nhận một khoản lỗ khá lớn. Ngoài ra công ty cũng phải trích lập dự phòng cho danh mục đầu tư tài chính của mình.

## TRIỂN VỌNG NĂM 2009

● **Giá nguyên liệu đầu vào: được dự đoán sẽ bớt biến động hơn, xoay quanh mức giá thấp hiện tại**  
Giá hạt nhựa biến động phụ thuộc vào giá dầu thô. Gần đây chúng ta đã chứng kiến giá dầu thô có lúc xuống thấp chỉ còn hơn 30 USD/thùng. Thông tin từ các nền kinh tế chủ chốt đều cho thấy khả năng cuộc suy thoái lớn đang diễn ra sẽ còn kéo dài, cùng với nó là việc quy mô sản xuất bị thu hẹp nghiêm trọng, nhu cầu về dầu thô có lẽ sẽ giữ tại mức thấp như hiện tại trong một thời gian dài tương đối nữa. Do vậy chúng tôi thấy có rất ít động lực để giá dầu và theo đó là giá hạt nhựa có thể phục hồi mạnh. Nhưng mặt khác, giá dầu thô đã rơi quá mạnh và có vẻ đã chạm đáy và bật lên nhẹ, một phần nhờ quyết định cắt sản lượng mạnh của OPEC. Như vậy cũng có ít khả năng giá dầu sẽ tiếp tục giảm mạnh như trước. Tóm lại theo chúng tôi, giá dầu và theo đó giá hạt nhựa sẽ không biến động quá xa mức giá thấp hiện nay trừ khi có những 'cú sốc' mạnh đến thị trường.

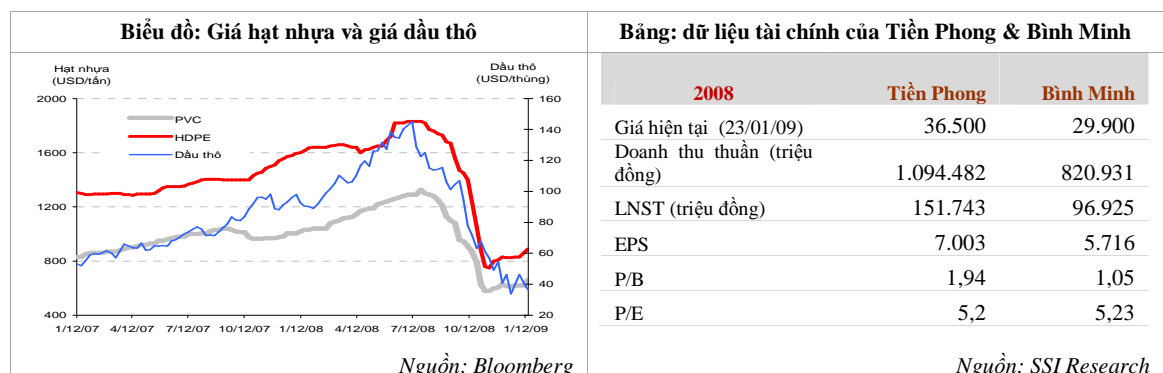
● **Hoạt động sản xuất và thị trường tiêu thụ: nhu cầu suy yếu nhưng các công ty kỳ vọng vẫn duy trì sản lượng sản xuất như 2008**

Nhu cầu cho ống nhựa xây dựng rõ ràng sẽ phụ thuộc vào thị trường các hoạt động xây dựng. Như đã thảo luận phía trên, sản lượng bán hàng của các công ty sản xuất ống nhựa xây dựng bắt đầu sụt giảm từ quý III/08 do hoạt động xây dựng bị đình trệ. Chúng tôi không kỳ vọng tình trạng suy giảm này sẽ phục hồi nhanh vì các khó khăn của nền kinh tế vẫn rất nhiều và các biện pháp kích thích kinh tế của Chính Phủ cần thời gian để phát huy tác dụng.

Mặt khác, ở một khía cạnh tích cực hơn, giá nguyên vật liệu xây dựng đã giảm xuống mức thấp; điều này có thể tạo ra một vài sức hỗ trợ cho hoạt động xây dựng. Đồng thời, trong nỗ lực thúc đẩy các hoạt động kinh tế chính phủ đã thông báo các kế hoạch đầu tư vào các lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng và nhà ở cho một số đối tượng đặc biệt (sinh viên, người nghèo), tạo ra một lượng cầu nhất định cho nguyên vật liệu xây dựng. Như vậy bức tranh về thị trường tiêu thụ hiện ra tương đối đa chiều. Theo chúng tôi, nhiều khả năng nhu cầu nói chung vẫn sẽ sụt giảm và các công ty trong ngành sẽ phải ghi nhận mức tăng trưởng âm nhẹ trong sản lượng bán hàng, tuy vẫn có cơ hội nhỏ cho các công ty lớn giành thị phần từ các công ty nhỏ hơn và duy trì mức sản xuất như năm 2008.

● **Dự báo KQKD 2009**

Chúng tôi cho rằng các công ty như Tiền Phong, Bình Minh sẽ cần tiếp tục giảm giá để phù hợp với xu hướng giảm giá của nguyên liệu đầu vào và thị trường đầu ra đang khó khăn. Các công ty này đang kỳ vọng sẽ duy trì được sản lượng sản xuất của năm 2008, thậm chí có tăng trưởng nhẹ khoảng 5%. Nhưng như đã thảo luận, chúng tôi thấy khả năng lớn hơn là sản xuất sẽ chậm lại trong khoảng 5-10%, cùng với việc giảm giá bán sản phẩm, như vậy suy giảm về doanh thu và lợi nhuận trong năm nay là khó tránh khỏi. Nhìn dài hơn, tiềm năng của ngành vẫn tốt do gắn với xây dựng – là hoạt động cơ bản của nền kinh tế, nên các CP tốt của các công ty hàng đầu trong ngành vẫn có thể là lựa chọn tốt cho hoạt động đầu tư trung và dài hạn.





Ngành: Nguyên Vật Liệu xây dựng  
(Xi măng)

Nguyễn Đức Minh

[minhnd@ssi.com.vn](mailto:minhnd@ssi.com.vn)

## ❑ DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

- **Ảnh hưởng của lạm phát và chênh lệch tỷ giá USD/VND:** Lạm phát cao làm giá nguyên liệu đầu vào tăng cao, cộng thêm giá nhập khẩu clinker trở nên đắt hơn do VND mất giá gây khó khăn cho các công ty xi măng trong quý II năm 2008. Nhu cầu cao trong khi nguồn cung khan hiếm do không đủ clinker để sản xuất đã làm giá xi măng tăng đột biến trong quý II. Ngoài ra, cam kết của chính phủ sẽ không tăng giá xi măng cho đến tháng 6 đã làm tăng lo ngại giá sẽ tăng trong tháng 7, tâm lý lo ngại này khiến cho giới đầu cơ găm hàng, đại lý ép giá và nhu cầu dự trữ để phòng tăng giá cũng tăng cao dẫn đến cơn sốt xi măng diễn ra trong quý II cao điểm nhất là cuối tháng 5 nửa đầu tháng 6. Khan hiếm xi măng chủ yếu xảy ra ở thị trường miền Nam. Giá xi măng Hà Tiên 1 (nhà cung cấp xi măng lớn nhất thị trường miền Nam) bán ở đại lý vào tháng 6 ở mức 1.680.000 VND/ tấn, tăng 52,7% so với tháng 1 và 44,83% so với tháng 4. Tuy giá bán ở đại lý tăng cao, giá xi măng giao tại nhà máy vẫn ổn định theo cam kết bình ổn giá của chính phủ để chống lạm phát. Giá đầu vào tăng cao trong khi giá bán bị khống chế gây rất nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp. Với những nhà máy sản xuất xi măng dựa vào nguồn clinker nhập khẩu, cứ 1 tấn xi măng bán ra, nhà máy phải chịu lỗ từ 60.000 đến 100.000 đồng.
- **Nhu cầu xi măng yếu đi do kinh tế suy giảm:** Từ quý 3 năm 2008, hàng loạt biện pháp nhằm ngăn chặn nền kinh tế tăng trưởng nóng đã gây khó khăn cho ngành công nghiệp xi măng. Sự cắt giảm chi tiêu của chính phủ đã khiến cho một số dự án đầu tư công bị hoãn lại hoặc ngừng hẳn. Chính sách tiền tệ thắt chặt khiến cho khả năng huy động vốn khó khăn. Cộng thêm giá nguyên vật liệu đắt đã làm cho nhu cầu xây dựng giảm sút đáng kể và nhu cầu xi măng theo đó cũng yếu đi trong nửa cuối của năm 2008. Ngược lại với xu hướng tăng giá thường thấy vào cuối năm, giá xi măng trong quý IV năm 2008 lại giảm dần từ đầu quý sau khi tăng nhẹ khoảng 30.000 VND/tấn vào đầu tháng 10. Giá xi măng Hà Tiên 1 giao ở đại lý giảm từ 1.460.000 vào tháng 10 xuống còn 1.420.000 VND/ tấn vào tháng 12. Sản lượng tiêu thụ trong quý 4 đạt ở mức 10.901.947 tấn, chỉ tăng 5,5% so với cùng kỳ năm trước.
- **Tiêu thụ năm 2008:** Tổng sản lượng tiêu thụ năm 2008 đạt 40 triệu tấn, tăng 11,35% so với năm ngoái. Đây là một kết quả khá khả quan nếu so sánh với mức tăng 0,02% của ngành xây dựng. Kết quả này đạt được là do tiêu thụ tốt trong nửa đầu năm, và dấu hiệu của sự chững lại bắt đầu xuất hiện từ tháng sáu.

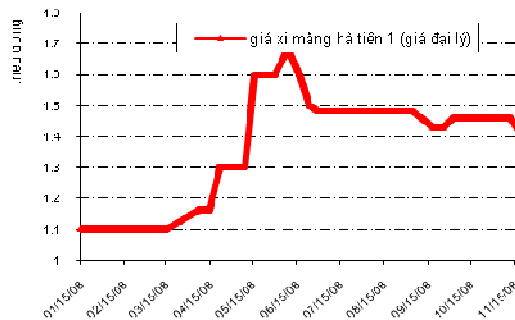
## ❑ TRIỂN VỌNG NĂM 2009

- **Thách thức phía trước do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế và giá nguyên liệu đầu vào:**
  - **Khó khăn từ nền kinh tế và giá nguyên liệu đầu vào:** dưới sự tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế, các công ty xi măng sẽ gặp nhiều khó khăn do nhu cầu suy giảm. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng tiêu thụ trên toàn xã hội năm 2009 sẽ đạt khoảng 41 triệu tấn, trong khi nguồn cung khoảng 46,26 triệu tấn sẽ được bảo đảm với sự hoàn thành của 18 dự án mới. Thừa xi măng sẽ làm cho giá xi măng giảm xuống và sẽ có tác động xấu đến khả năng sinh lời của các công ty xi măng.
  - **Khả năng tăng giá nguyên liệu đầu vào:** Giá than bán cho hộ sản xuất xi măng đang được điều chỉnh. Giá than cám bán cho các công ty xi măng đã tăng từ 500.000 đến 635.000 đồng một tấn vào ngày 16-11-2008, bằng khoảng 79% giá thị trường. Giá bán này sẽ được tăng lên ngang bằng với giá thị trường vào quý II năm 2009. Mặc dù giá than ít khả năng sẽ tăng đúng lộ trình, chúng ta vẫn phải chờ quyết định chính thức từ chính phủ. Giá than tăng sẽ làm chi phí sản xuất tăng từ 30.000 đến 40.000 VND một tấn. Sự tăng giá than sẽ đẩy các công ty xi măng vào tình thế khó khăn hơn. Ngoài ra, giá điện cũng đang có lộ trình tăng giá khoảng 0,4%-0,5%, làm tăng chi phí sản xuất xi măng lên khoảng 6.000 đến 8.000 đồng một tấn, mức tăng cũng không đáng kể.

● **Hy vọng từ ngành xây dựng và gói kích cầu của chính phủ:**

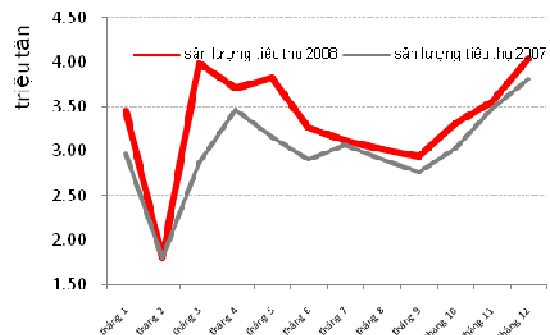
- **Ngành xây dựng có dấu hiệu khởi sắc:** Giá vật liệu xây dựng giảm cùng với lãi suất thấp là những hỗ trợ nhất định cho ngành xây dựng. Giá một số vật liệu xây dựng cơ bản như xi măng, thép, gạch, nhựa đang giảm từ tháng 6 và xu hướng giảm sẽ còn tiếp tục đến năm 2009, giá nguyên vật liệu thấp sẽ là những động lực cho doanh nghiệp quay lại với thị trường bất động sản vốn gặp khó khăn do giá vật liệu đất và kho tiếp cận nguồn vốn. Thêm vào đó, lãi suất liên tục được cắt giảm từ tháng 6 khiến cho việc huy động vốn trở nên dễ dàng hơn. Những điều kiện thuận lợi trên có thể sẽ làm ấm lại ngành xây dựng, đầu ra của ngành xi măng.
- **Tình hình cải thiện với sự can thiệp của chính phủ:** Mặc dù kế hoạch chi tiết cho gói kích cầu vẫn chưa được công bố, dự định đầu tư của chính phủ vào cơ sở hạ tầng sẽ làm tăng nhu cầu xi măng. Ngoài những đầu tư về nhà ở, đáng chú ý nhất là dự án sử dụng đường bê tông xi măng thay cho đường nhựa truyền thống. Dự án sẽ được triển khai ở các vùng biên giới, nông thôn, đường cao tốc, khu vực ngập lụt... sẽ giúp tiêu thụ một lượng đáng kể xi măng bởi vì xi măng là một trong những nguyên liệu chính sản xuất bê tông làm đường, cứ 1 tấn bê tông thì cần từ 350 đến 380 kg xi măng. Khối lượng xi măng cần dùng cho dự án hiện vẫn là một ẩn số cho đến khi kế hoạch cụ thể được công bố vào tháng 2 năm 2009.
- Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng 2009 sẽ là một năm khó khăn cho ngành công nghiệp xi măng. Mặc dù giá nguyên liệu đầu vào ít có khả năng tăng, lợi nhuận của các công ty xi măng vẫn khó có khả năng được cải thiện do nhu cầu yếu. Chúng tôi kỳ vọng gói giải pháp của chính phủ sẽ phát huy tác dụng kể từ quý III năm 2009 và nhu cầu tiêu thụ xi măng cũng sẽ được cải thiện kể từ quý III. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng tiêu thụ xi măng trong nửa đầu năm 2009 vào khoảng 19 triệu tấn, giảm 5,12% so với cùng kỳ 2008. Nhưng vào nửa cuối, sản lượng tiêu thụ sẽ tăng khoảng 10,08% so với cùng kỳ 2008, cả năm 2009 sẽ đạt 2,74% tăng trưởng so với 2008.

**Biểu đồ 1: Giá xi măng Hà Tiên 1 năm 2008**



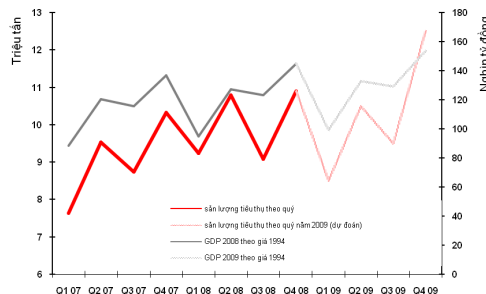
Nguồn: Sở tài chính thành phố Hồ Chí Minh

**Biểu đồ 2: Sản lượng tiêu thụ hàng tháng năm 2007 và 2008**



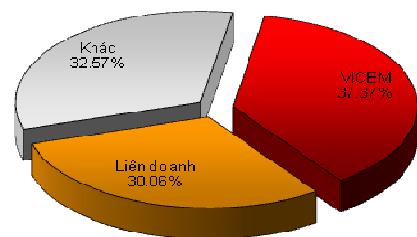
Nguồn: Tổng công ty Công nghiệp Xi măng VN (VICEM), SSI Research, VNCA

**Biểu đồ 3: Tăng trưởng GDP và nhu cầu xi măng**



Nguồn Hiệp hội Xi măng VN (VNCA), Tổng cục Thống kê, SSI research

**Biểu đồ 4: Tiêu thụ xi măng theo nhà sản xuất**



Nguồn: VNCA

Ngành Than

Tô Thùy Linh

[linhtt@ssi.com.vn](mailto:linhtt@ssi.com.vn)

## ❑ DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

- **Sản xuất và tiêu dùng giảm.** Sau một giai đoạn dài liên tục tăng trưởng, năm 2008 đánh dấu sự sụt giảm đầu tiên về sản lượng sản xuất của ngành than Việt Nam, chủ yếu do tiêu dùng sụt giảm cả trong nước và quốc tế. Sản lượng than xuất khẩu giảm 40% so với năm 2007.
- **Tăng giá bán than cho 4 hộ tiêu thụ lớn trong nước.** Do than là nhiên liệu sản xuất cho một số ngành sản xuất quan trọng của Việt Nam (gồm điện, xi măng, phân bón và giấy), chính phủ quản lý chặt chẽ giá than bán cho các hộ này. Thông thường mức giá bán cho 4 hộ này thấp hơn giá thành sản xuất than khá nhiều (từ 38%-79%). Trong suốt các tháng đầu năm 2008, giá bán than được giữ nguyên, đến T11/2008, Bộ Tài Chính đã chấp nhận phương án đăng ký giá bán than mới của Tập Đoàn Than Khoáng Sản Việt Nam (TKV) cho 4 hộ lớn. Đây là một bước tiến trong quá trình chuyển đổi sang cơ chế giá thị trường sắp tới. Theo đó, giá bán than cho ngành điện sẽ tạm thời không đổi, giá than bán cho 3 hộ còn lại sẽ được điều chỉnh tăng trước khi vận hành theo giá thị trường từ Quý 2/2009. Như vậy, kể từ T11/2008, giá than cám bán cho sản xuất xi măng, giấy, phân bón sẽ đảm bảo bù đắp được giá thành, giá than cục bán cho sản xuất phân lân và phân đạm bằng khoảng 81% giá thành sản xuất.
- **Chiến lược phát triển và quy hoạch ngành than.** Trong chiến lược phát triển ngành than Việt Nam được chính phủ phê duyệt vào T7/2008<sup>1</sup>, quan điểm phát triển của ngành là đảm bảo đáp ứng tối đa nhu cầu than trong nước, xuất khẩu hợp lý theo hướng giảm dần xuất khẩu. Tập đoàn Than Khoáng Sản Việt Nam đang hoàn thiện quy hoạch ngành điều chỉnh đề trình Thủ tướng Chính Phủ.
- **Thuế xuất khẩu liên tục được điều chỉnh tăng.** Phù hợp với chiến lược phát triển ngành than, trong năm 2008, Bộ Tài Chính đã hai lần điều chỉnh thuế xuất khẩu than. T4/2008 thuế xuất khẩu được được điều chỉnh từ 10% lên 15% và từ T6/2008 tăng lên 20%.
- **Kết quả kinh doanh của các công ty khai thác than tương đối tốt.** Do các công ty khai thác than hoạt động dưới sự kiểm soát chặt chẽ và hỗ trợ của TKV, kết quả kinh doanh năm 2008 của các công ty tương đối ổn định mặc dù điều kiện hoạt động khá khó khăn. Các công ty đều hoàn thành kế hoạch của cả năm. Tuy nhiên, do tiêu thụ than suy giảm, hầu hết các công ty đều có một lượng hàng tồn kho tương đối lớn vào cuối năm 2008.

## ❑ TRIỂN VỌNG NĂM 2009

- **Giá xuất khẩu giảm, dẫn tới kim ngạch xuất khẩu giảm.** Dưới ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính, ước tính tiêu thụ than năm 2009 sẽ giảm đi. Kế hoạch sản xuất của TKV cho năm 2009 khoảng 35-36 triệu tấn, thấp hơn sản lượng sản xuất 39,8 triệu tấn của năm 2008. Dự kiến giá than xuất khẩu năm 2009 cũng thấp hơn mức giá trung bình của năm 2008, do vậy kim ngạch xuất khẩu than cũng sẽ thấp hơn. Trong quá khứ, lỗ bán than cho các hộ trong nước được bù đắp bởi lợi nhuận từ xuất khẩu than. Tuy nhiên, với triển vọng xuất khẩu than năm 2009 không mạnh thì các công ty khai thác than và các hộ tiêu dùng than trong nước cũng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong năm tới.
- **Thuế xuất khẩu tiếp tục tăng.** Sau hai lần điều chỉnh thuế xuất khẩu than lên 20% năm 2008, Ủy ban Thường vụ Quốc hội vừa quyết định áp dụng khung thuế suất cao hơn cho khoáng sản<sup>2</sup>. Cụ thể, than sẽ có khung thuế suất là 10%-45% kể từ 1/1/2009. Khung thuế suất cao hơn sẽ dẫn tới xuất khẩu khó khăn hơn, và theo đó là những ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty khai thác than và các hộ tiêu dùng than trong nước.
- **Thuế tài nguyên tăng lên.** Thuế tài nguyên (áp dụng đối với hoạt động khai thác tài nguyên) cũng sẽ tăng lên kể từ 1/1/2009 và sẽ nằm trong khoảng 4%-20%<sup>3</sup> (trước kia nằm trong khoảng 1%-3%). Bộ

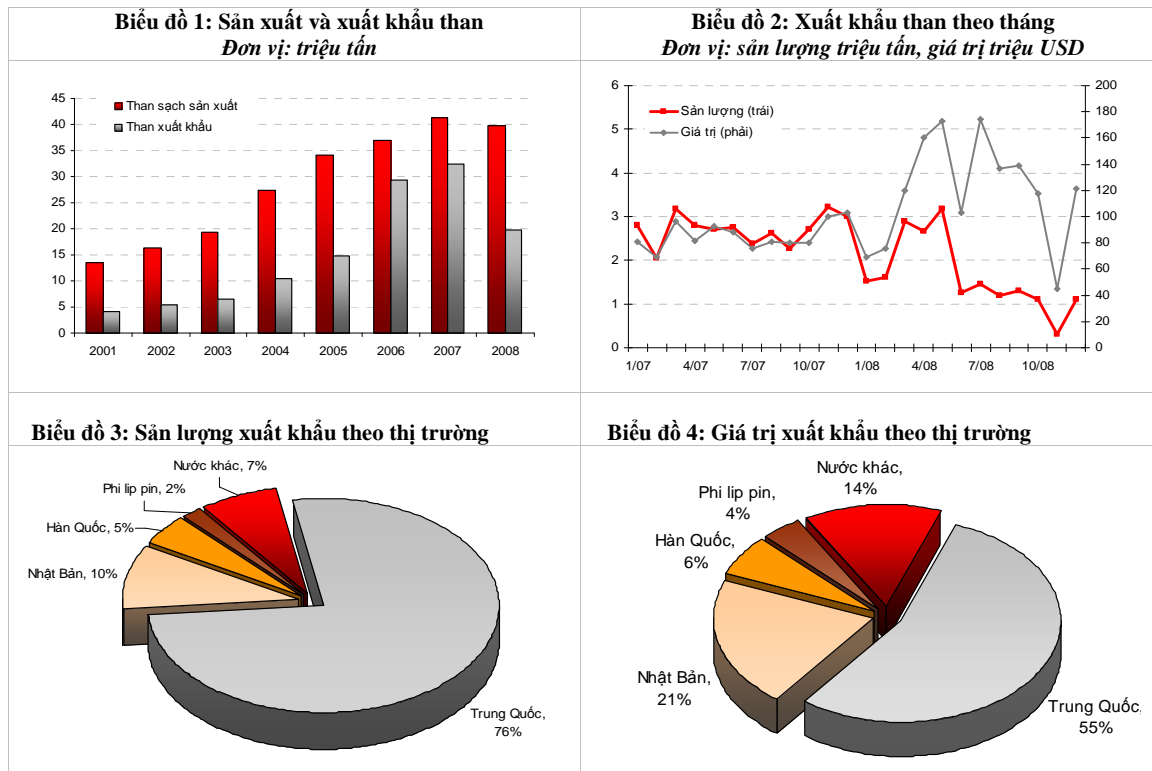
<sup>1</sup> Quyết định 89/2008/QĐ-TTg ngày 7/7/2008 của Thủ tướng Chính phủ

<sup>2</sup> Nghị quyết 710/2008/NQ-UBTVQH12 ngày 22/11/2008 của Ủy ban Thường vụ Quốc hội

<sup>3</sup> Nghị quyết 07/2008/PL-UBTVQH 12 ngày 22/11/2008 của Ủy ban Thường vụ Quốc hội

tài chính đã tạm thời quy định mức thuế suất 4% cho đến khi Chính phủ ban hành Nghị định về vấn đề này. Mặc dù mức thuế suất mới có ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động xuất khẩu của toàn ngành than nói chung, mức thuế này sẽ chỉ gây ảnh hưởng gián tiếp đến tỷ suất lợi nhuận của các công ty khai thác than trong ngành (xem thêm tại ý dưới) do TKV sẽ thay các công ty khai thác trả khoản thuế này.

- **Triển vọng của các công ty khai thác than năm 2009.** Trong năm 2009 triển vọng xuất khẩu than không tốt sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của TKV cũng như làm giảm định mức lợi nhuận của các công ty khai thác. Hiện tại, TKV áp cho các công ty 1 mức % lợi nhuận nhất định. Cụ thể, năm 2008, lợi nhuận trước thuế = 5% \* (chi phí định mức). Kế hoạch ban đầu cho năm 2009 của TKV là giảm mức % lợi nhuận này xuống còn 2%, do vậy sẽ ảnh hưởng rất mạnh đến lợi nhuận của các công ty này. Có khả năng TKV sẽ điều chỉnh tăng mức % lợi nhuận này lên khi các điều kiện trên thị trường tốt hơn, tuy nhiên, điều này chưa chắc chắn sẽ xảy ra.



Nguồn: Vinacomin, Tổng cục Thống kê, Bộ Công Thương, SSIResearch

Ngành: Sữa

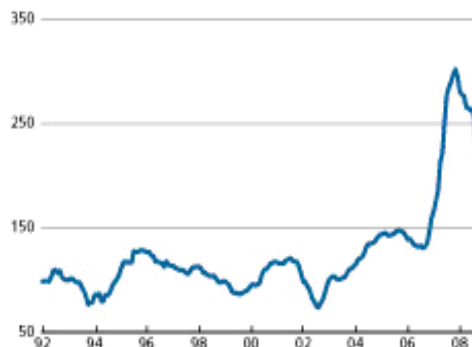
Phạm Phương Linh

[linhpp@ssi.com.vn](mailto:linhpp@ssi.com.vn)

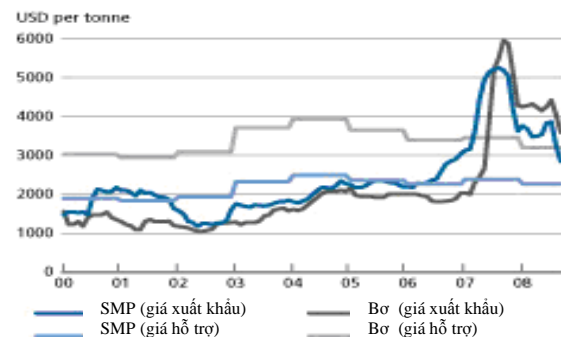
## II DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

- Tăng trưởng doanh số dựa trên tăng giá, không phải tăng sản lượng:** Doanh số thị trường sữa Việt Nam vào thời điểm cuối năm 2008 ước tính đạt mức 800 triệu USD, tăng trưởng khoảng 26% so với năm 2007. Tuy nhiên với tăng trưởng sản lượng tiếp tục duy trì ở mức khiêm tốn khoảng 5-6% mỗi năm, có thể thấy động lực cho sự tăng trưởng mạnh mẽ về quy mô thị trường chủ yếu đến từ yếu tố giá sữa leo thang. Trong năm 2008, giá bán lẻ trung bình của các sản phẩm sữa tăng khoảng 15-20%, trong khi mức tăng ở phân khúc sản phẩm cao cấp lên tới 30-40%. Cho tới cuối quý 3/2008, giá sữa bán lẻ trung bình tại Việt Nam đã ở mức cao nhất trên thế giới (0,82 USD/kg) và vẫn tiếp tục tăng cho tới thời điểm này. Một cách tăng giá gián tiếp phổ biến được nhiều công ty áp dụng là giữ nguyên giá bán nhưng lại giảm dung tích đóng gói sản phẩm.
- Giá sữa nguyên liệu thế giới giảm mạnh, trong khi nguồn cung trong nước còn nhiều hạn chế:** Từ đầu năm 2008, giá sữa nguyên liệu thế giới đã sụt giảm tới gần 60% so với mức giá cao kỉ lục trong năm 2007. Điều này giúp giảm áp lực chi phí cho các doanh nghiệp chế biến sữa vốn phụ thuộc chủ yếu vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Về nguồn cung trong nước, đầu năm 2008 đàn gia súc của ngành đã bị mất đi 30.000 con do thời tiết khắc nghiệt. Trong giai đoạn tháng 7 - tháng 9 năm 2008, tình trạng bất đồng ý kiến về chất lượng và giá thu mua sữa nguyên liệu giữa nông dân nuôi bò và công ty sữa đầu ngành Vinamilk trở nên rất căng thẳng. Đến cuối năm, giá sữa nguyên liệu trong nước đã tăng cao hơn giá nguyên liệu nhập khẩu trong khi chất lượng không bằng. Điều này khiến cho các công ty chế biến sữa ngày càng có xu hướng chuyển sang nhập khẩu sữa nguyên liệu. Hệ quả là sau hàng loạt những nỗ lực hỗ trợ các nhà sản xuất và nông dân nuôi bò sữa của Bộ NN & PTNT, nguồn cung sữa nguyên liệu trong nước năm 2008 vẫn hết sức hạn chế, chỉ đáp ứng được khoảng 22% tổng nhu cầu, không cải thiện nhiều so với mức 20-21% của năm 2007.

Biểu đồ 1: Chỉ số giá sữa quốc tế hàng tháng (1998-2000 = 100)



Biểu đồ 2: Giá sữa bột gầy và giá bơ (tại Châu Âu)



Nguồn: FAO 11/ 2008

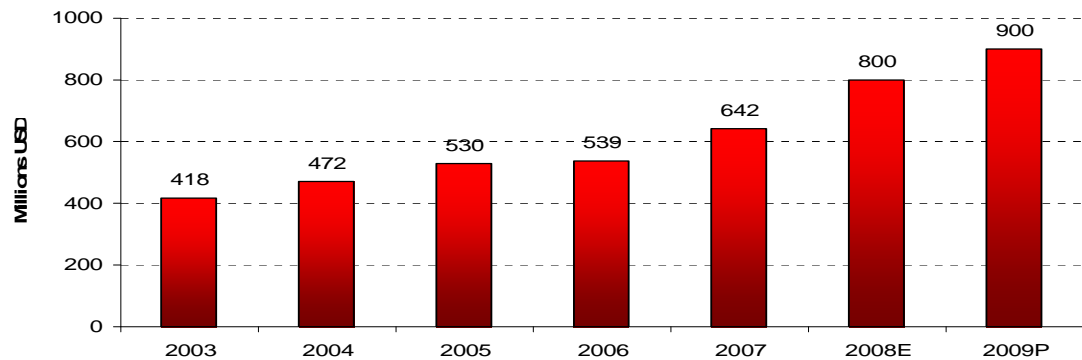
- Cơn bão Melamine:** Vụ bê bối sữa nhiễm độc tố bắt nguồn từ Trung Quốc từ đầu tháng 9/2008 nhưng ảnh hưởng của nó nhanh chóng lan ra toàn cầu và ảnh hưởng mạnh tới các nhà sản xuất sữa Việt Nam. Doanh số trong tháng 9 và tháng 10 sụt giảm tới 30-50% đối với những công ty chịu thiệt hại nặng nhất (Hanoimilk, Ancomilk), và ở mức trung bình 20% cho các doanh nghiệp khác trong ngành. Thị phần của hầu hết các công ty sữa nội đều giảm sút, trừ VNM với doanh số tăng cao đột biến 30-40% trong tháng 10/2008 giúp công ty tăng thị phần trong điều kiện ngành đang khó khăn. Người tiêu dùng Việt Nam cũng chuyển hướng sang các sản phẩm sữa ngoại nhập dù giá đắt hơn, càng tạo điều kiện cho việc tăng giá sữa bán lẻ. Cho tới thời điểm hiện tại, mối lo ngại về sữa nhiễm độc melamine vẫn sẽ ảnh hưởng đến quyết định mua hàng của người tiêu dùng đối với các sản phẩm sữa nội.



## TRIỂN VỌNG NĂM 2009

- Lượng cầu và tiêu dùng:** Tâm lý tiêu dùng sữa âm ảm từ những tháng cuối năm 2008 sẽ tiếp tục tới cuối quý I năm 2009 do tình hình kinh tế khó khăn, mức giá bán lẻ leo thang và dư âm của những kết luận gây tranh cãi từ Bộ y tế về các vấn đề liên quan tới vụ việc melamine. Tiêu dùng sữa trong quý 1/2009 sẽ thấp hơn mức thường lệ khoảng 20%, sau đó sẽ có những biến chuyển tích cực từ cuối tháng 3 do ảnh hưởng của tính mùa vụ, những biến chuyển tích cực trong cơ cấu dân số và văn hóa sử dụng thực phẩm dinh dưỡng của người dân. Tổng doanh thu thị trường sữa năm 2009 ước đạt 900 triệu USD, tương đương mức tăng 12,5% so với 2008 mà động lực chính là tăng giá các sản phẩm ở phân khúc cao cấp.

Biểu đồ 3: Doanh số thị trường sữa Việt Nam 2003 - 2009



Nguồn: VNM, SSIResearch

- Leo thang mức giá bán lẻ:** Trong bối cảnh nguồn cung sữa nguyên liệu toàn cầu suy giảm, nguồn sữa trong nước và từ các quốc gia lân cận cần nhiều thời gian mới có thể phục hồi, các nhà xuất khẩu sữa từ Hà Lan, New Zealand, Hoa Kỳ... sẽ tăng cường xuất khẩu sản phẩm sang Việt Nam. Người tiêu dùng do vậy sẽ phải gánh chịu mức giá cao hơn nhiều trong năm 2009, đặc biệt là với những sản phẩm sữa bột nhập ngoại. Các nhà sản xuất trong nước sẽ liên tục đưa ra những thay đổi nhỏ trong hương vị và bao bì sản phẩm, hoặc điều chế thêm các chất dinh dưỡng trong thành phần sữa (DHA, lysine, can-xi, vitamin B2, kali...) để có thể tăng giá bán sản phẩm. Tiếp đó, các nhà bán buôn bán lẻ phân phối sữa sẽ nhân đó hành động theo và tiếp tục đẩy giá lên. Hiện tượng giá sữa leo thang sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2009 và ước chừng mức tăng giá trung bình các sản phẩm sữa sẽ ở mức 7-9% (15-20% cho các sản phẩm cao cấp).
- Xu hướng tăng cường nhập ngoại sữa nguyên liệu:** Trong bối cảnh thiếu vắng chiến lược phát triển hiệu quả đàn gia súc của ngành, triển vọng nguồn cung ứng trong nước năm 2009 dường như không mấy sáng sủa; lượng nguyên liệu nhập ngoại sẽ tiếp tục đáp ứng tới 83-85% nhu cầu sản xuất. Mặc dù xu hướng giảm giá mạnh đã kéo dài trong suốt 2008, giá sữa nguyên liệu thế giới vẫn đang cao hơn mặt bằng giá năm 2006 và có xu hướng tiếp tục giảm tiếp 15-20% so với đỉnh giá 2007 ít nhất trong suốt nửa đầu 2009. Nếu không tính đến những rủi ro từ chính sách kiểm soát ngoại hối của chính phủ, nói chung các nhà sản xuất sữa nội địa sẽ hưởng lợi lớn từ xu hướng này khi áp lực kiểm soát chi phí sẽ giảm đi nhiều.
- Hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty ngành sữa:** Những vấn đề chính ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận của các công ty trong năm 2009 là: (i) khả năng tăng trưởng xuất khẩu hạn chế (ii) những cam kết thu mua toàn bộ lượng sữa dư thừa ở miền Bắc với mức giá không giảm của các công ty sữa lớn (Vinamilk, Hanoimilk) (iii) chi phí bán hàng tăng mạnh để nỗ lực đẩy mạnh sản lượng bán ở phân khúc sản phẩm giá rẻ và trung bình. Tuy nhiên, do giá nguyên vật liệu chiếm một phần rất lớn trên tổng chi phí (70-80%), lợi ích từ xu hướng giảm giá nguyên liệu sẽ bù đắp hoàn toàn những yếu tố này thậm chí còn có thể giúp cải thiện mức lợi nhuận biên năm 2009 của ngành sữa lên mức 15-16%.



Ngành: Điện

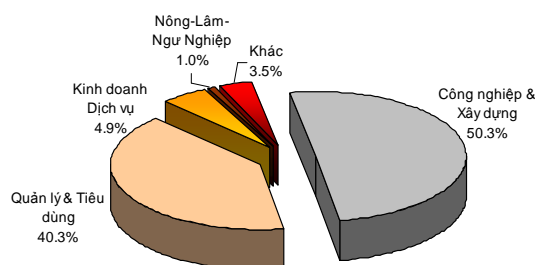
Nguyễn Quỳnh Nga

[nganq@ssi.com.vn](mailto:nganq@ssi.com.vn)

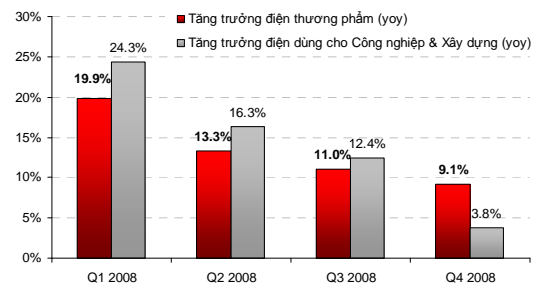
## DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008:

- Cầu vẫn tiếp tục vượt cung:** Mặc dù trong năm 2008 có thêm 2.000 MW nguồn điện được hoà lưới điện quốc gia (trong đó có 852 MW thuộc EVN), nhu cầu phụ tải vẫn tăng cao hơn so với tốc độ tăng nguồn cung. Có những thời điểm đã xảy ra thiếu hụt điện nghiêm trọng nhất là vào thời gian cao điểm tháng 7, tháng 8 do các dự án nguồn điện chậm tiến độ, tỷ lệ tổn thất điện năng cao, và các sự cố xảy ra đối với một số nguồn điện mới được đưa vào hoạt động. Hơn nữa nhu cầu phụ tải tăng cao trong nửa đầu năm 2008 đặc biệt là điện cho công nghiệp và xây dựng (CN&XD) do sản xuất thép và xi măng, hai trong số các hộ tiêu dùng điện lớn, tăng đột biến (Biểu đồ 1). Điện thương phẩm quý I/2008 tăng 19,85% trong đó điện cho CN&XD tăng 24,32%. Tuy nhiên, sự suy giảm trong sản xuất CN&XD đã ảnh hưởng lớn khiến nhu cầu điện thương phẩm giảm trong các tháng cuối năm (Biểu đồ 2).
- Tình hình sản xuất ổn định:** Tổng sản lượng điện năm 2008 ước đạt 74,1 tỷ kWh (tăng 11,09% so với năm 2007). Sản lượng điện thương phẩm đạt 65,93 tỷ kWh, tăng 12,8% so với năm 2007. Các nhà máy điện lớn trong năm 2008 nhìn chung đều có mức sản lượng điện cao hơn so với năm 2007 do điều kiện thời tiết thuận lợi và có điều kiện phát huy được hết công suất nhà máy để đáp ứng nhu cầu phụ tải tăng cao. (Công suất phát và sản lượng điện của các nhà máy điện được huy động theo sự phân bổ của EVN thông qua Trung tâm Điều độ Quốc gia và các Công ty điện lực. Tuy nhiên trong những năm gần đây các nhà máy điện được khuyến khích phát điện hết công suất do tình trạng thiếu điện vẫn diễn ra)
- Các công ty phát điện hầu như không bị tác động bởi biến động giá nguyên liệu đầu vào:** Sự tăng giá nhiên liệu trong năm 2008 đã có ảnh hưởng không đáng kể đến tình hình hoạt động sản xuất của các công ty phát điện do các công ty này bán điện cho EVN thông qua các Hợp đồng Mua bán điện dài hạn (PPA) với mức giá bán xác định. Với các nhà máy nhiệt điện, mức giá bán điện có thể thay đổi nếu có biến động lớn trong chi phí đầu vào như giá than, giá dầu (tuy mức giá cơ bản vẫn được cố định). Vì vậy, rủi ro về giá nhiên liệu đầu vào được chuyển sang cho Tập đoàn EVN. Còn với các nhà máy thủy điện thì chi phí nhiên liệu trong sản xuất là không lớn.

Biểu đồ 1: Cơ cấu tiêu thụ điện năm 2008



Biểu đồ 2: tăng trưởng phụ tải theo quý và tăng trưởng điện thương phẩm cho công nghiệp và xây dựng



Nguồn: Tổng cục thống kê, Bộ Công Thương, EVN

## TRIỂN VỌNG NĂM 2009

- Sản xuất ổn định do việc tiêu thụ điện được đảm bảo:** Mặc dù năm 2009 sẽ là một năm khó khăn cho toàn bộ nền kinh tế, nhu cầu về điện được dự báo là vẫn sẽ tăng trưởng ở mức 13%. Hơn nữa nửa đầu năm 2009 vẫn có rủi ro lớn bị thiếu điện nhất là ở miền Bắc, do đây là mùa khô đối với các nhà máy thủy điện lớn. Các dự án điện nhiều khả năng tiếp tục bị trì hoãn sẽ tạo điều kiện cho các nhà máy điện hiện tại hoạt động hết công suất.

● **Một số thay đổi trong ngành trong năm 2009**

- **Giá bán điện cho EVN của các nhà máy phát điện:** khả năng tăng giá bán lẻ điện trong năm 2009 (dự kiến tăng khoảng 8-9,8%) sẽ làm nhẹ áp lực giảm giá bán của các nhà máy phát điện khi hợp đồng PPA được thoả thuận lại. Hơn nữa, việc USD tăng so với VND cũng sẽ tạo thuận lợi cho các công ty phát điện bán điện cho EVN với mức giá cố định bằng USD.
  - **Việc tham gia vào các dự án điện mới:** Việc tham gia vào các dự án điện sẽ đóng góp vào lợi nhuận của các công ty phát điện trong dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn, các dự án điện trên khó có khả năng tạo lợi nhuận cho các công ty phát điện. (PPC quyết định góp vốn vào Công ty CP Nhiệt Điện Hải Phòng với mức góp là 15% - 20% tương đương 750 tỷ - 1000 tỷ VNĐ. VSH dự định năm 2009 giải ngân khoảng 500 tỷ VNĐ cho dự án Thượng Kon Tum).
  - **Thị trường phát điện cạnh tranh:** Mặc dù đã có kế hoạch thực hiện thị trường phát điện cạnh tranh vào cuối năm 2009 đầu 2010, và khoảng 5-10% sản lượng điện sẽ được bán cho EVN với mức giá cạnh tranh, 90-95% sản lượng điện còn lại sẽ tiếp tục được bán với mức giá được quy định trong hợp đồng PPA. Việc tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh, ở một mức nào đó, sẽ giúp các công ty phát điện chủ động hơn trong việc chào giá (chào giá cao hơn vào mùa cao điểm, và thấp hơn vào mùa thấp điểm) và nhờ vậy kiểm soát chủ động hơn doanh thu và lợi nhuận của mình.
- **Tình hình hoạt động trong năm 2009:** mặc dù một số thay đổi trong ngành có khả năng sẽ diễn ra trong năm 2009, các công ty phát điện vẫn tiếp tục sẽ có một năm hoạt động ổn định và khó có khả năng có tăng trưởng đột biến trong năm 2009. Các công ty phát điện có vốn hoá thị trường lớn cũng không còn quá hấp dẫn, PPC đã có một năm 2008 không mấy thuận lợi do phải ghi nhận một khoản chênh lệch tỷ giá JPY/VND lớn, trong khi chỉ số định giá của VSH đã tương đối cao so với trung bình ngành và toàn thị trường. Các công ty có mức vốn hoá thấp lại có vẻ hấp dẫn hơn. ví dụ NLC với P/B<1 và P/E chỉ 3x.

		Công Suất MW	Giá (22/1/ 2009)	Vốn hoá (tỷ đồng)	PE 4 quý gần nhất	PB hiện tại	Tỷ suất LNST 2008E	ROA	ROE
<b>VSH**</b>	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn-Sông Hình	136	28.100	3.864	9,52	1,77	74,4%	15,6%	18,0%
<b>TBC**</b>	CTCP Thủy điện Thác Bà	120	13.400	851	6,99	1,09	63,5%	18,4%	19,8%
<b>SJD**</b>	CTCP Thủy điện Cần Đơn	77,6	13.800	413	5,98	1,07	26,8%	5,9%	17,8%
<b>RHC**</b>	CTCP Thủy điện Ry Ninh II	8,1	21.500	69	4,93	1,10	36,8%	11,2%	22,1%
<b>HJS*</b>	CTCP Thủy điện Nậm Mu	12	11.000	66	8,22	0,88	23,6%	2,2%	10,6%
<b>NLC**</b>	CTCP Thủy điện Nà Loi	9,3	14.800	74	2,68	0,92	45,0%	14,5%	23,2%
<b>SEB</b>	CTCP Đầu tư và Phát triển điện Miền Trung	28	14.100	176	9,51	n.a	n.a	n.a	n.a
<b>PPC*</b>	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	1040	18.300	5.952	6,80	1,34	-13,7%	âm	âm

Nguồn: BCTC các công ty, SSI Research

\* Ước tính 2008

\*\* BCTC 2008 chưa kiểm toán

Ngành Thủy Sản

Tô Thùy Linh

[linhtt@ssi.com.vn](mailto:linhtt@ssi.com.vn)

Năm 2008 là năm nhiều thử thách đối với ngành thủy sản Việt Nam. Khủng hoảng tài chính toàn cầu đã dẫn tới khó khăn chồng chất cho các công ty trong ngành suốt từ đầu năm 2008. Tuy nhiên bất chấp những khó khăn này, ngành thủy sản vẫn đạt được tăng trưởng khá tốt, 21% về giá trị và 34% về sản lượng xuất khẩu. Sau quý đầu tiên chỉ đạt kết quả thấp, ngành thủy sản đã phục hồi mạnh mẽ vào Quý 2 và Quý 3. Năm 2008 kim ngạch xuất khẩu của ngành đạt 4,5 tỷ USD, vượt kế hoạch 4,25 tỷ USD đặt ra. Trong hai lĩnh vực xuất khẩu chính thì ngành cá đạt kết quả tốt hơn ngành tôm. Trong khi ngành cá đạt tăng trưởng rất mạnh (47% về giá trị và 64% về sản lượng) thì tăng trưởng xuất khẩu tôm thấp hơn rất nhiều (18% về sản lượng và chỉ đạt 8% về giá trị)\*. Cả hai ngành này đều có dấu hiệu suy giảm doanh thu xuất khẩu vào Quý 4/2008.

**Những khó khăn vẫn còn phía trước báo hiệu triển vọng năm 2009 sẽ kém hơn.**

## ■ DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

- **Biến động nguyên liệu cho sản xuất.** Năm 2008 thị trường cá nguyên liệu trải qua nhiều biến động rất lớn. Ảnh hưởng của đồng USD giảm giá trong Quý I, lạm phát cao và lãi suất cao vào đầu năm dẫn tới biến động giá cá nguyên liệu mạnh vào Quý II và thậm chí khả năng thiếu cá nguyên liệu vào các tháng tới. Các công ty xuất khẩu, nhận doanh thu bán hàng bằng USD không thể chuyển sang VND do thiếu hụt tiền đồng trong hệ thống ngân hàng hoặc phải đổi sang VND với tỷ suất rất thấp. Vay VND để mua nguyên liệu vào thời điểm đó cũng dẫn tới chi phí lớn do lãi suất quá cao. Thiếu tiền đồng, các công ty phải tìm cách mua nguyên liệu với giá thấp hơn. Về phía cung, lạm phát cao dẫn tới chi phí nuôi cá tăng cao. Nhiều nông dân bỏ nuôi do lỗ. Giá cá nguyên liệu, do vậy giảm vào Quý I sau đó lại tăng mạnh (khi nông dân bỏ nuôi) vào Q2 trước khi bình ổn lại vào cuối năm. Ước tính khoảng 30-50% số ao nuôi bị bỏ không. Thiếu nguyên liệu cá sẽ là một vấn đề trong năm 2009.
- **Thay đổi thói quen tiêu dùng của khách hàng.** Khủng hoảng tài chính đã chuyển thói quen tiêu dùng của khách hàng từ sản phẩm có chất lượng cao với giá cao, sang những sản phẩm có giá trị thấp hơn. Thay đổi này là rõ ràng nhất đối với ngành tôm. Người tiêu dùng chuyển từ tôm cỡ to, đắt hơn sang mua tôm cỡ nhỏ hơn, rẻ hơn. Trong khi sản lượng xuất khẩu tăng 18% năm 2008, giá trị xuất khẩu chỉ tăng 8%, phản ánh sự thay đổi trong thói quen tiêu dùng này.
- **Khả năng thanh toán tiền của khách hàng yếu hơn.** Nếu trong năm 2007, khả năng thanh toán của khách hàng không phải là điều đáng ngại, thì năm 2008 tất cả các công ty xuất khẩu của Việt Nam đều cần trọng hơn rất nhiều trong lựa chọn bạn hàng. Các nhà nhập khẩu phải đối mặt với hạn chế tín dụng và tiêu dùng suy giảm, do vậy khả năng thanh toán cũng kém hơn. Trong bối cảnh này, các công ty lớn có lợi thế hơn, với khả năng tốt hơn trong lựa chọn bạn hàng và đàm phán để yêu cầu bên mua thanh toán một phần trước khi giao hàng.
- **Biến động thị trường cá tra, basa Nga.** Xét về thị trường xuất khẩu, ngành cá chịu nhiều biến động hơn ngành tôm, đặc biệt trong năm 2008 với những biến động bất ngờ ở thị trường Nga. Vào đầu năm, cánh cửa vào thị trường Nga dường như rộng mở hơn với Việt Nam khi Nga cho phép thêm nhiều công ty xuất khẩu vào Nga, tạo ra bước tăng trưởng mạnh tại thị trường này vào Q2 và Q3, tiến tới đạt 30% tổng xuất khẩu cá đi toàn thế giới. Đây cũng chính là yếu tố quyết định sự phục hồi của ngành cá đã nói đến ở phía trên. Tuy nhiên, thị trường Nga bắt đầu quay lưng lại với Việt Nam khi tạm ngưng nhập khẩu từ 4 công ty lớn trong ngành vào T7/2008 và sau đó tạm ngưng nhập khẩu từ tất cả các công ty vào cuối năm và chưa có dấu hiệu sẽ mở cửa trở lại.
- **Tình hình hoạt động các công ty thủy sản.** Ước tính lợi nhuận của hầu hết các công ty đều bị giảm hoặc chỉ tăng rất nhẹ trong năm 2008. Lợi nhuận bị ảnh hưởng do nhiều yếu tố, trong đó có lãi suất cao (dẫn tới chi phí lãi vay lớn), lỗ chênh lệch tỷ giá (do biến động tỷ giá vào đầu năm), tiêu thụ yếu đi dẫn tới giá bán giảm trong khi chi phí tăng dẫn đến tỷ suất lợi nhuận giảm. Ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính trở nên rõ nét hơn vào Quý IV do xuất khẩu giảm (nhu cầu giảm) và nhiều công ty buộc phải xuất khẩu lỗ để giảm bớt gánh nặng về chi phí lưu kho. Chúng tôi cho rằng các công ty còn có thể phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho vào cuối năm.

\* Theo số liệu VASEP

\*\* Theo Bộ Nông Nghiệp và Phát triển Nông thôn

## TRIỂN VỌNG NĂM 2009

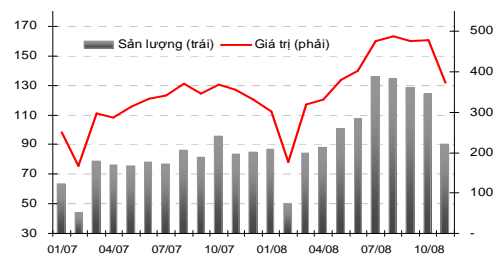
### ● Ngành cá

- **Ảnh hưởng của thị trường Nga.** Nga luôn được coi là thị trường xuất khẩu dễ tính nhưng nhiều biến động và rủi ro hơn các thị trường khác. Việc Nga đóng cửa với thị trường Việt Nam vào cuối năm 2008 có ảnh hưởng lớn đối với ngành, lưu ý thị trường Nga (cùng với tăng trưởng mạnh ở thị trường Ucraina) đã tạo nên sự phục hồi của ngành trong năm 2008. Nếu xuất khẩu vào Nga chiếm 17% xuất khẩu toàn ngành vào đầu năm thì đến T7/2008 thị phần này là 30%. Các công ty có tỷ lệ xuất khẩu vào Nga cao sẽ chịu ảnh hưởng nhiều nhất trong khi các công ty khác sẽ chịu ảnh hưởng nhẹ hơn. Hiện chưa rõ lúc nào thị trường Nga sẽ mở lại, nhưng chúng tôi cho rằng có khả năng thị trường này sẽ mở lại vào Q2/09. Như vậy Q1 sẽ là quý có kết quả kinh doanh kém của ngành, tuy nhiên ảnh hưởng lên kết quả cả năm sẽ không quá lớn vì một khi được mở trở lại, chúng tôi tin rằng thị trường này sẽ có sự phục hồi mạnh.
- **Vẫn có khả năng tăng trưởng, nhưng rất khiêm tốn.** Cá tra, basa nằm trong nhóm thực phẩm cơ bản và có giá rẻ. Tuy cuộc khủng hoảng tài chính chắc chắn sẽ làm giảm tiêu dùng nói chung, chúng tôi vẫn tin tưởng vào nhu cầu cho sản phẩm này. Chúng tôi cho rằng sẽ có tăng trưởng nhẹ vào năm 2009 và tăng trưởng sẽ vào cuối năm. Nếu thị trường Nga không mở lại như dự đoán, suy giảm cả ngành là nhiều khả năng. Như đã nói ở trên, thiếu hụt cá nguyên liệu là một vấn đề vào đầu năm nhưng chúng tôi nghĩ rằng đây chỉ là tạm thời do nông dân sẽ quay lại nuôi một khi giá cá nguyên liệu bắt đầu tăng lại.

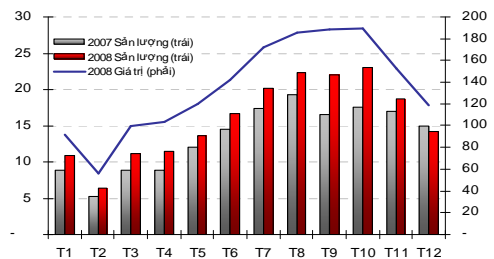
### ● Ngành tôm

- **Giảm doanh thu và thay đổi thói quen tiêu dùng vẫn tiếp tục.** Do người tiêu dùng chuyển sang sử dụng tôm cỡ nhỏ, doanh thu bán tôm cỡ lớn sẽ tiếp tục suy giảm. Theo chúng tôi nhu cầu đối với tôm cỡ nhỏ và sản phẩm giá trị gia tăng vẫn cao. Tuy sẽ khó có tăng trưởng, chúng tôi không cho rằng sẽ có sự giảm mạnh của ngành. Nhìn chung, ngành tôm sẽ có xu hướng đi xuống vào năm 2009. Doanh thu Q1 sẽ yếu một phần do ảnh hưởng mùa vụ, và một phần do thiếu nguyên liệu nhưng sẽ bắt đầu tốt hơn vào Q2 và Q3 trước khi giảm lại vào Q4.
- **Được phép nuôi tôm chân trắng – mốc phát triển lớn.** Vào T1/2008, Bộ nông nghiệp và phát triển nông thôn đã quyết định cho phép nuôi tôm chân trắng ở các tỉnh miền Nam sau một thời gian dài không cho phép do nhiều quan ngại trong đó có dịch bệnh. Ngành tôm Việt Nam do vậy chịu nhiều bất lợi so với các nước xuất khẩu tôm khác trên thế giới. Quyết định này sẽ có ảnh hưởng tích cực đến triển vọng dài hạn của ngành tôm Việt Nam.

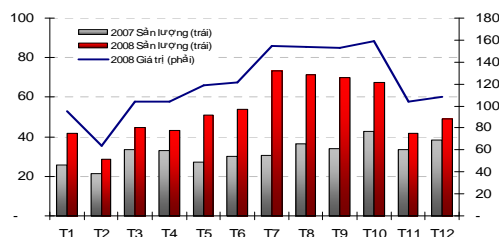
Biểu đồ 1: Xuất khẩu thủy sản



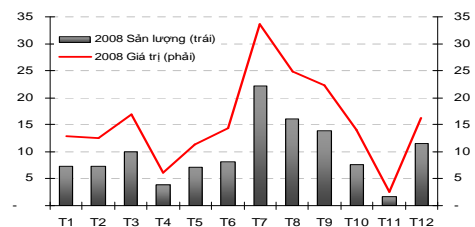
Biểu đồ 2: Xuất khẩu tôm



Biểu đồ 3: Xuất khẩu cá tra, basa



Biểu đồ 4: Biến động thị trường cá tra, basa Nga



Nguồn: VASEP, SSI Research. Đơn vị: Sản lượng Nghìn tấn, Giá trị Triệu USD

2008 là một năm rất đáng nhớ của ngành Cao Su Tự Nhiên (CSTN) với giá mù CSTN trên thế giới có lẽ đã trải qua một năm biến động mạnh nhất từ trước đến nay. Dưới đây chúng tôi sẽ điểm qua những diễn biến chính của ngành trong năm qua, cũng như đưa ra một vài bình luận về KQKD của các công ty tiêu biểu đã niêm yết trong ngành và triển vọng cho năm nay 2009.

## ❖ DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

### ● Xu hướng giá mù CSTN: tăng mạnh và vững ở mức cao trong suốt 9 tháng đầu năm, sau đó bắt đầu ‘rơi tự do’

Trong suốt 9 tháng đầu năm, giá mù CSTN tăng tốc rất nhanh, có lúc đạt mức cao nhất trong vòng 30 năm gần đây và trụ khá vững ngay cả khi đã vào mùa sản lượng cao của ngành (giá đạt mức đỉnh vào khoảng giữa tháng 6, sau giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao.) Nhưng từ cuối tháng 9, giá mù CSTN bắt đầu xu hướng ‘rơi tự do’ trong bối cảnh nhu cầu giảm mạnh do tác động của suy thoái kinh tế trên thế giới. Ví dụ, sản xuất săm lốp (chiếm khoảng 60% tổng tiêu thụ CSTN) đã giảm tới 40% vào giai đoạn cuối năm 2008 tại Trung Quốc. Theo đó, giá mù CSTN RSS3 của Thái Lan từ mức đỉnh (hơn 3,37 USD/kg) đã giảm hơn 65% (còn hơn 1 USD/kg) vào giữa tháng 12. Tương tự, giá mù CSTN xuất khẩu của Việt Nam trong tháng 12 có lúc xuống chỉ còn 1/3 mức đỉnh đạt trong tháng 6 (18 triệu đồng/tấn so với 57 triệu đồng/tấn) (Nguồn: Vinachem).

### ● Cập nhật KQKD 2008 của Đồng Phú, Tây Ninh và Hoà Bình: tương đối khả quan

Cả ba công ty trên đã thông báo kết quả kinh doanh chưa kiểm toán của năm 2008. Mặc dù điều kiện thị trường hết sức ảm đạm về cuối năm, mức giá bán rất cao trong 3 quý đầu năm giúp các công ty vẫn đạt mức doanh thu tốt cho cả năm. Cụ thể, CTCP cao su Hoà Bình đạt mức doanh thu xấp xỉ năm ngoái, nhưng LNST lại bị giảm khá mạnh. Lý do chủ yếu là do thu nhập từ hoạt động tài chính suy giảm mạnh, trong khi công ty lại phải trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư tài chính. CTCP cao su Đồng Phú có KQKD tốt hơn của Hoà Bình, với doanh thu và LNST tăng nhẹ 3% và 2% so với 2007. Mức tăng trưởng như vậy là khá khiêm tốn trong bối cảnh mức giá bán trung bình của 2008 cao hơn 2007 tương đối nhiều (15-20%), do công ty cũng chịu khoản lỗ từ trích lập dự phòng cho đầu tư chứng khoán. Cuối cùng, CTCP cao su Tây Ninh dường như đạt kết quả tốt nhất, với mức tăng trưởng doanh thu và LNST lần lượt đạt 12% và 13% trong 2008.

## ❖ TRIỂN VỌNG NĂM 2009

### ● Xu hướng giá CSTN trong 2009: được dự đoán thấp hơn nhiều mức trung bình của 2008

Với cuộc khủng hoảng nặng nề của ngành công nghiệp ô tô trên thế giới, hoạt động sản xuất săm lốp ô tô cũng sẽ bị thu hẹp mạnh. Các hãng ô tô hàng đầu như Toyota, Honda, GM, Chrysler... đang cắt giảm sản xuất mạnh mẽ do khó khăn từ thị trường tiêu thụ: tiêu thụ xe hơi tại Mỹ trong tháng 12/08 giảm đến 36%. Các chuyên gia trong ngành đang dự báo tiêu thụ sẽ tiếp tục giảm 20% hoặc nhiều hơn ở các thị trường Mỹ và Châu Âu (Nguồn: CNNMoney, DailyTribune). Do vậy nhu cầu cho CSTN nhiều khả năng sẽ tiếp tục xu thế yếu cho tới khi các hoạt động kinh tế phục hồi, một quá trình được dự báo là sẽ cần ít nhất một năm nữa. Như vậy mức giá bán trung bình mà các nhà sản xuất CSTN có thể kỳ vọng cho 2009 sẽ thấp hơn nhiều mức đạt trong năm 2008. Nhiều công ty trong ngành đang xây dựng kế hoạch SXKD cho năm nay sử dụng mức giá trung bình chỉ bằng một nửa mức đạt được năm 2008.

Tuy nhiên, giá CSTN có vẻ đã chạm đáy. Sau khi chạm mức rất thấp hơn 1 USD/kg vào giữa tháng 12/08, giá CSTN RSS3 đã phục hồi nhẹ lên mức 1,4-1,5 USD/kg vào đầu tháng 1/09. Sự hồi phục này chủ yếu bắt nguồn từ sự phục hồi của giá dầu và thông báo cắt giảm sản lượng từ các nước xuất khẩu CSTN lớn nhất. Ngoài ra, nguồn cung CSTN của thế giới cũng đã bước vào giai đoạn khan hiếm hơn do mùa khô tại các nước sản xuất chính. Một lý do khác để giá CSTN sẽ không giảm mạnh nữa là các thành viên của ủy ban Cao su quốc tế ba bên (ITRC) là Thái Lan, Indonesia và Malaysia đã đồng thuận không bán mù CSTN tại giá thấp hơn 1,35 USD/kg kể từ tháng 1/09. Hiệp hội cao su Việt Nam cũng đã bày tỏ sự tán thành các biện pháp này của ITRC. Tổng hợp các yếu tố, chúng tôi cho rằng giá CSTN sẽ dao động xung quanh mức hiện tại trong 2 quý đầu năm. Sau đó, nếu nhu cầu không có dấu hiệu được cải thiện, mức giá có thể trở nên nhẹ do nguồn cung tăng lên, nhưng mức giảm (nếu xảy ra) sẽ không quá lớn.



### ● Dự báo KQKD 2009: tăng trưởng âm

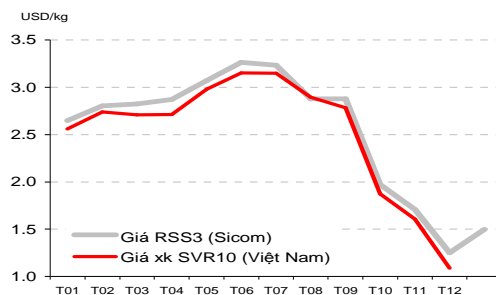
Do sản lượng khai thác của các công ty trong ngành thường không biến động mạnh qua các năm, kết quả kinh doanh của các công ty trong ngành phụ thuộc chủ yếu vào xu hướng giá bán của mủ CSTN. Nếu giá bán trung bình trong năm nay chỉ đạt mức thấp như các công ty trong ngành đang sử dụng làm kế hoạch kinh doanh là 20 triệu đồng/tấn (so với mức khoảng 40 triệu/tấn của 2008), doanh thu và lợi nhuận của các công ty trong ngành có thể giảm mạnh ở mức 50-60% trong 2009. Dù vậy, triển vọng năm 2009 có thể không quá tệ như vừa giả định, với việc giá CSTN dường như đã chạm đáy và phục hồi nhẹ như bình luận ở trên.

## ▣ ĐỊNH GIÁ: P/E 08 hợp lý, nhưng P/E 09 kém hấp dẫn hơn nhiều

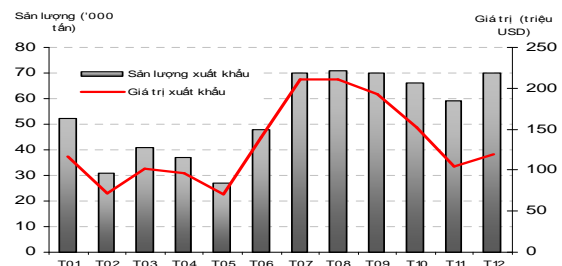
- Tại giá hiện tại (ngày 23/1/09) và LNST của 2008, các CP đã niêm yết trong ngành (TRC, HRC và DPR) đang giao dịch tại các mức P/E trong khoảng 3,5x - 5,2x, là những mức khá hợp lý. Tuy vậy, nếu giả sử mức giá bán trung bình của 2009 chỉ bằng ½ mức của năm 2008, P/E 2009 của các công ty này trở nên kém hấp dẫn hơn nhiều, tại các mức trong khoảng 9,3x - 13,7x. Như đã nói, KQKD của các công ty trong ngành phụ thuộc rất nhiều vào giá bán mủ CSTN, giá CP của các công ty cũng thường theo sát thông tin về thay đổi của giá CSTN trên thế giới. Vì vậy chúng ta cần theo dõi để nhìn ra những tín hiệu rõ ràng hơn cho khả năng phục hồi vững của giá CSTN bên cạnh các yếu tố cơ bản khác trong quá trình quyết định đầu tư vào CP ngành này. Dù sao cũng cần nhắc lại là các công ty trong ngành vốn có những đặc điểm khá tích cực như: nhiều tiền mặt, ít vay nợ, tỷ suất lợi nhuận thuần cao (30-40%), tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao (tỷ lệ cổ tức/giá 2008 10% hoặc cao hơn) và nguy cơ chịu lỗ từ HĐSXKD thấp (các chi phí sản xuất chính biến động theo doanh thu). Với những đặc điểm này, chúng tôi cho rằng các CP tốt trong ngành vẫn xứng đáng để được xem xét cho hoạt động đầu tư trung và dài hạn.

### Phụ lục

**Biểu đồ 1: Giá trung bình theo tháng của CSTN**



**Biểu đồ 2: Sản lượng và giá trị xuất khẩu CSTN của Việt Nam**



Nguồn: GSO, Reuters, Hiệp hội cao su Việt Nam

**Bảng 1: Dữ liệu cập nhật của các công ty tiêu biểu đã niêm yết trong ngành CSTN**

2008	Giá hiện tại (23/01/09)	Vốn hoá TT (tỷ đồng)	Doanh thu thuần (triệu đồng)	LNST (triệu đồng)	P/E	P/B	ROA	ROE
<b>Đồng Phú</b>	30.700	1.228	726.358	236.251	5,2	1,9	23%	35%
<b>Tây Ninh</b>	23.400	702	548.834	200.680	3,5	1,4	30%	40%
<b>Hoà Bình</b>	23.600	405	289.976	88.025	4,6	1,3	23%	27%

Nguồn: Báo cáo tài chính chưa kiểm toán 2008 của công ty, SSI Research



Ngành: Dịch vụ và thiết bị dầu khí

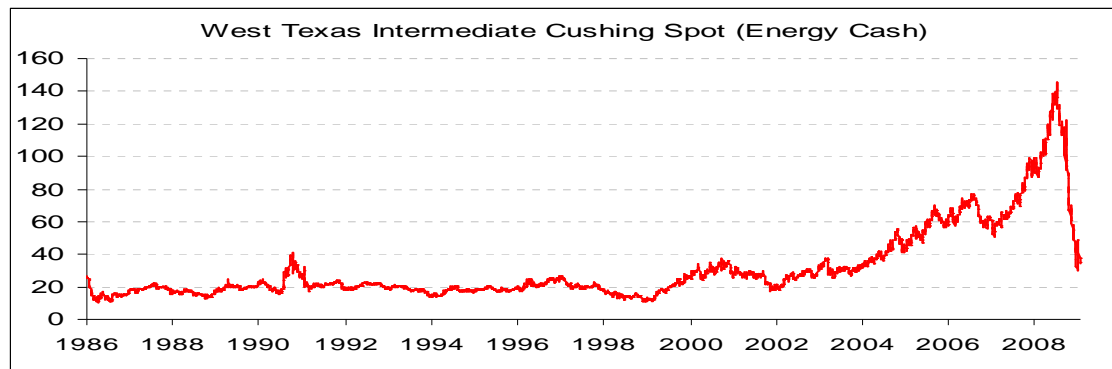
Nguyễn Hồng Dung

[dzungnh@ssi.com.vn](mailto:dzungnh@ssi.com.vn)

## DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

- Tác động của việc giảm giá dầu lên ngành Dịch vụ và Thiết bị Dầu khí không quá lớn trong năm 2008

**Biểu đồ 1:** Giá dầu đạt mức cao nhất vào ngày 3 tháng 7, đạt 145,3 USD/thùng trước khi giảm xuống đáy 30 USD/thùng vào ngày 23 tháng 12, giảm 86% trong vòng 6 tháng



Nguồn: Reuters

- 10 tháng đầu năm 2008 chứng kiến những thay đổi không đáng kể**, khi phần lớn các công ty thăm dò và khai thác (E&P) đưa ra kế hoạch đầu tư năm (capex) dựa trên giá dầu trung bình của năm 2007, thậm chí là giá của năm 2006 (khoảng 50-70 USD/thùng); thêm vào đó, những hợp đồng thuê lại thường là các hợp đồng dài hạn nên tác động của việc sụt giảm giá dầu thô sẽ chưa thể hiện ngay trong ngành dịch vụ. Giấy phép khai thác chỉ có hiệu lực trong một thời gian nhất định, cũng như các chi phí nhân công và chi phí cố định là rất lớn, vì thế việc ngưng sản xuất không có lợi về mặt kinh tế.
- Vào 2 tháng cuối năm 2008, Ngành Dịch vụ dầu khí bắt đầu chao đảo**, khi giá dầu giảm xuống dưới 50 USD/thùng. Trong giai đoạn này các công ty đã bắt đầu cắt giảm nhân công, và những hợp đồng mới bị trì hoãn, thậm chí bị hủy. Mặc dù giá thuê giàn khoan chưa giảm nhiều nhưng số lượng giàn khoan đang hoạt động lại giảm một cách đáng kể, báo hiệu sự sụt giảm của hoạt động thăm dò và khai thác (E&P). Nếu như giá dầu vẫn duy trì ở mức thấp trong năm 2009, các công ty sẽ phải đối mặt với khả năng các điều khoản hợp đồng hiện tại bị đàm phán lại.

**Bảng 1: Ảnh hưởng của thế giới đến Ngành Dịch vụ và Thiết bị Dầu khí của Việt Nam, được minh họa bằng những hoạt động của Công ty khoan dầu khí Petro Việt Nam**

- Trong quý 2/2008, PVD đã ký thêm hợp đồng cho giàn khoan số 1 với mức phí khá cao (225.000 USD/ngày so với mức trung bình của thị trường 180.000 USD/ngày), tuy nhiên thời hạn hợp đồng chỉ là 3 tháng. Hợp đồng sẽ kéo dài từ tháng 4/2009- 7/2009.
- Trong quý 4/2008, giàn khoan số 2 của PVD (hiện đang được đóng tại Keppel Fels, Singapore) cũng đã trúng thầu nhờ những tính tăng ưu việt của giàn. Tuy nhiên, điều khoản của hợp đồng cũng như ngày hiệu lực hợp đồng vẫn chưa được tiết lộ. Khả năng bên thuê (Premier Oil) sẽ phải hoãn lại thời điểm khoan, và giá cũng chưa thống nhất được do giá thuê giàn sẽ còn có thể tiếp tục giảm trong thời gian tới.
- Nếu như trung bình giá dầu duy trì mức 50 USD/thùng trong năm 2009, phí khoan của giàn khoan jack-up của PVD sẽ vào khoảng 150.000 USD/ngày hoặc thậm chí thấp hơn, và mức này cũng thấp hơn 30% so với mức phí hiện tại. Chi phí vận hành cũng như phí trả cho chuyên gia giảm chậm hơn tốc độ giảm phí thuê giàn, khiến cho khả năng sinh lời của công ty sẽ thấp hơn dự kiến. Trong năm 2009, PVD sẽ nhận hai giàn khoan mới vào quý 3.

- **Dịch vụ dầu khí còn bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng tín dụng toàn cầu và chính sách thắt chặt tiền tệ của Việt Nam.**
  - **Ba nguyên nhân khiến cho các công ty trong ngành cần có các khoản đầu tư tài sản cố định lớn trong năm 2008:** Thứ nhất, giá dầu cao dẫn đến nhu cầu về dịch vụ dầu khí tăng mạnh, chưa kể sản lượng khai thác dầu Việt Nam đang giảm dẫn đến các hoạt động thăm dò khai thác càng được triển khai mạnh trong năm 2007-2008. Thứ hai, những công ty trong ngành (PVD, PVS) lần lượt cổ phần hoá vào năm 2005 và 2006, và được chủ động hơn trong việc quản lý vốn và chiến lược đầu tư. Cuối cùng, ngành dịch vụ dầu khí sẽ mở cửa hoàn toàn cho các nhà cung cấp nước ngoài vào năm 2010, theo thoả thuận WTO. Mặc dù cả 2 công ty nêu trên có lợi thế hơn so với các đối thủ cạnh tranh về mạng lưới khách hàng (do tất cả các công ty khai thác và thăm dò dầu khí tại Việt Nam đều do PetroVietnam giữ 51% vốn), nhưng sự cạnh tranh về giá cả và chất lượng dịch vụ sẽ không dễ dàng. Vì thế, việc đầu tư nhanh chóng vào vào công nghệ và kỹ thuật có vẻ như là chính sách khôn ngoan trong giai đoạn 2007-2010. Tuy nhiên, các công ty đều gặp khó khăn trong năm 2008 về nguồn vốn đầu tư do các chính sách thắt chặt tiền tệ khiến tín dụng khan hiếm, và lãi suất tăng rất cao.
  - **PVD đã trải qua một năm khó khăn:** PVD đặt mua hai giàn khoan jack-up năm 2007 sử dụng 70% vốn từ vay nợ và 30% vốn tự có. Các giàn khoan này dự kiến sẽ được giao trong quý 4/09. Tuy nhiên, trong bối cảnh VN index giảm 70% so với mức đỉnh, việc huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán trở nên khó khăn hơn rất nhiều. Vay vốn từ ngân hàng trong nước cũng như ngoài nước đều gặp nhiều trở ngại do tác động của khủng hoảng tín dụng toàn cầu và chính sách thắt chặt tiền tệ ở Việt Nam nhằm mục tiêu kiềm chế lạm phát. PVD đã phải vay ngắn hạn để trả nợ cho Keppel Fels. Tuy nhiên, tình hình đã sáng sủa hơn vào cuối năm 2008, và PVD đã thu xếp được vốn tự có thông qua sáp nhập PVD và PVDInvest, cũng như hoàn thành vay vốn tín dụng mặc dù lãi suất tương đối cao so với trước đây (LIBOR +3%).
  - **PVS đã phải cắt giảm vốn đầu tư vào tài sản cố định:** PVS dự kiến đầu tư 6.000 tỷ đồng vào những cảng mới, mở rộng cảng, đội tàu, đầu tư tàu FSO và một số dự án khác. Đến quý 2, PVS giảm kế hoạch xuống còn 4.000 tỷ và đến cuối năm 2008, đầu tư có khả năng giảm xuống còn 3.000 tỷ. Vào ngày 18/11/2008, PVS phát hành thêm cổ phiếu cho nhà đầu tư với mức giá 10.000 VND/CP với tỷ lệ 10:7. Hợp đồng vốn vay cho dự án tàu mới cũng được thực hiện vào cuối năm.

## ▣ TRIỂN VỌNG NĂM 2009

- **Từ cả góc độ phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật, giá dầu thô rất khó có khả năng tăng mạnh trở lại.** Dù vậy giá dầu cũng được cho là đang ở mức đáy. Giá thấp nhất được ghi nhận ở mức 30,3 USD/thùng vào ngày 23/12/2008, nhưng trong 6 tuần tuần trở lại đây, mức đáy này vẫn chưa bị phá vỡ. Ngoài ra, OPEC lên kế hoạch cắt giảm sản lượng dầu khoảng 2,2 triệu thùng/ngày từ 1/1/2009. Chúng tôi tin rằng giá dầu trung bình trong 2009 sẽ khó có khả năng vượt mức 50 USD/thùng. Với mức giá này, PetroVietnam ước tính giá trị xuất khẩu dầu thô năm 2009 sẽ giảm khoảng 55%.
- **Đến tháng 6 năm 2009, nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đi vào hoạt động và dự tính sẽ đưa ra thị trường sản phẩm xăng A92.** Nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ cung cấp trên 1/3 nhu cầu xăng trong nước. Dung Quất cũng sẽ mang lại lợi nhuận cho PVS do PVS hiện có một cảng đặt ở Dung Quất (PVS cũng cung cấp một số dịch vụ nhỏ cho nhà máy lọc dầu, tuy rằng dịch vụ này không mang lại nhiều doanh thu). Dịch vụ có lợi nhuận biên cao nhất, dịch vụ cung cấp tàu chứa FPSO, vẫn chưa có bước tiến gì đáng kể trong năm 2008, do các dự án liên doanh với đối tác của Malaysia đều bị chậm lại vì thiếu vốn, và cũng chưa phải là nguồn thu lời nhiều của PVS trong năm 2009. PVS đặt mục tiêu 341 tỷ VND doanh thu năm 2009 (giảm hơn 10% so với năm 2008), P/E 2009 sẽ vào khoảng 13x. Theo chúng tôi, mức PE này vẫn tương đối cao.
- **Dịch vụ và thiết bị dầu khí sẽ vẫn là một ngành tương đối hấp dẫn ở Việt Nam, mặc dù thời kỳ hoàng kim đã qua.** 2009 sẽ là năm thử thách cho ngành trong bối cảnh giá dầu vẫn duy trì ở mức dưới 50 USD/thùng. Nhu cầu về dịch vụ dầu khí ở Việt Nam vẫn cao nhưng giá dịch vụ sẽ giảm đáng kể, giảm khoảng 30%.

## DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

- Nhu cầu về thuốc tiếp tục tăng cao, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sản xuất chậm lại:** Những khó khăn về kinh tế đã không ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu thụ thuốc tại Việt Nam. Tổng giá trị tiền thuốc sử dụng tăng trưởng mạnh ở mức 25% năm 2008 so với 2007, chi tiêu thuốc trên đầu người đạt 16,45USD/người, tăng 23% - đều là mức tăng trưởng cao nhất kể từ 2002. Nhận thức về các vấn đề liên quan đến sức khỏe của người dân ngày càng nâng cao là một yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng của ngành dược.

Sản xuất trong nước tăng trưởng 19,1% về giá trị, như thường lệ, cao hơn mức tăng trưởng của thuốc nhập khẩu là 13,9%, tuy nhiên mức tăng trưởng này là thấp nhất kể từ 2003. Tăng trưởng sản xuất chậm lại có nguyên nhân từ các khó khăn trong nửa đầu 2008: chi phí đầu vào tăng cao trong khi giá bán không tăng theo chỉ thị của Chính phủ nhằm kiềm chế lạm phát. Quá trình xin tăng giá thuốc chỉ bắt đầu từ tháng 7/2008 với điều kiện là các nhà sản xuất/phân phối phải chứng minh được mức tăng là hợp lý. Trong khi giá nhập khẩu một số hoạt chất tăng tới 2-3 lần, chỉ số giá của nhóm hàng Thuốc và dịch vụ y tế chỉ tăng 8,12% vào cuối tháng 9/2008 so với cuối năm 2007. Không có gì ngạc nhiên khi tỷ suất lợi nhuận của các công ty dược đã bị giảm và một số đã xem xét hoặc tiến hành cắt giảm sản xuất trong quý 2 và quý 3/2008. Xu hướng này chỉ dừng lại ở quý 4/2008 khi giá dầu giảm dẫn tới giá đầu vào của các công ty sản xuất dược cũng bắt đầu giảm theo.

Biến động tỷ giá cũng là yếu tố khiến chi phí nhập khẩu nguyên liệu đầu vào bị đẩy lên (chỉ tính trong tháng 6/2008 thì có lúc VND đã mất giá đến 12% trên thị trường tự do so với đầu năm) – đây là một nguyên nhân khiến cho chi phí tài chính của các công ty dược đều tăng cao trong quý 2/2008.

- Giai đoạn đầu tư vào chất lượng và quảng bá sản phẩm**

Do cạnh tranh ngày càng gay gắt, các công ty dược hiện đang tập trung cạnh tranh và tăng thị phần bằng yếu tố chất lượng sản phẩm, thông qua một số cách như:

- Cải tiến chất lượng sản phẩm đạt mức ngang hoặc có tác dụng tốt hơn một loại thuốc tương tự nhập khẩu từ nước ngoài, nhất là các loại thuốc của nước ngoài đã tạo được thị phần tại thị trường Việt Nam.
  - Chủ động nghiên cứu, mở rộng sản xuất các sản phẩm mới: bao gồm các loại thuốc thuộc ‘thể hệ mới’ hoặc là thuốc cũ dưới dạng bào chế mới.
  - Hợp tác với các đối tác nước ngoài để cải tiến Quy trình sản xuất chuẩn (SOP), như vậy có thể vừa tăng được chất lượng sản phẩm và tìm kiếm cơ hội sản xuất các loại thuốc được bảo hộ về bản quyền ngay sau khi thời hạn bảo hộ chấm dứt.
  - Tập trung hơn vào các hoạt động quảng bá sản phẩm. Tuy nhiên, theo quy định của luật thuế Thu nhập doanh nghiệp, các doanh nghiệp không được chi cho các hoạt động quảng cáo khuyến mãi quá 10% giá thành. Vì hoạt động quảng cáo khuyến mãi sẽ có tác dụng lên thúc đẩy bán hàng trong thời gian dài hơn là 1 năm, nên quy định này cũng đặt các doanh nghiệp trong nước ở một tình huống khó hơn là các đối thủ cạnh tranh từ nước ngoài, vốn rất mạnh tay trong hoạt động quảng cáo tiếp thị sản phẩm.

- Quy định áp dụng tiêu chuẩn Thực hành tốt (GPs) nâng cao rào cản gia nhập thị trường và khả năng diễn ra hoạt động Mua bán – Sáp nhập (M&A)** Với việc các tiêu chuẩn Thực hành tốt (GPs) bắt đầu có hiệu lực (xem Thời hạn bên dưới), các doanh nghiệp được không đạt tiêu chuẩn này sẽ lựa chọn (1) chuyển tính chất kinh doanh (ví dụ chuyển từ sản xuất sang phân phối); (2) sáp nhập hoặc hợp nhất với một công ty có tiềm lực công nghệ và tài chính mạnh hơn nhờ vậy có thể được công ty này hỗ trợ nâng cấp dây chuyền sản xuất lên đáp ứng tiêu chuẩn GPs hoặc (3) đóng cửa. Một ví dụ là IMP đã đầu tư vào Dược An Giang và Dược Sóc Trăng (25,5% vốn điều lệ của các công ty này) và giúp các công ty này nâng cấp đạt tiêu chuẩn GMP. Đồng thời IMP cũng chuyển các công ty này sản xuất các sản phẩm vốn là thế mạnh truyền thống của họ.

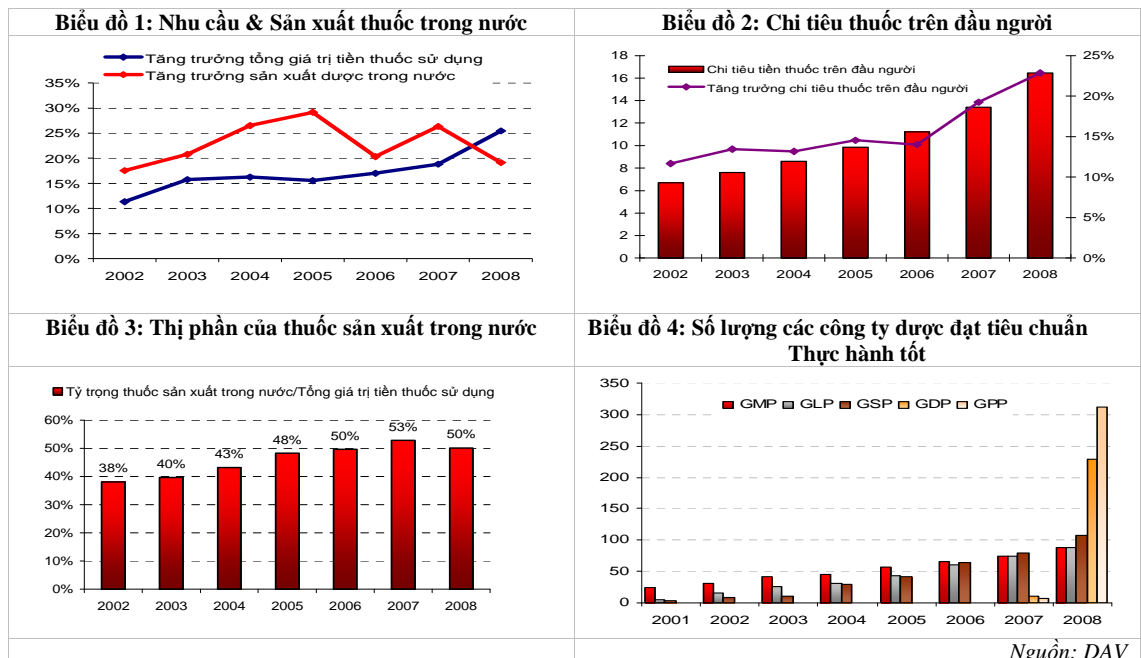
**Bảng1: Thời hạn áp dụng tiêu chuẩn Thực hành tốt**

Thời hạn áp dụng tiêu chuẩn GMP-WHO cho nhà sản xuất tân dược	01/07/2008
Thời hạn áp dụng tiêu chuẩn GMP-WHO cho nhà sản xuất đông dược	01/01/2011
Thời hạn áp dụng GSP	01/07/2008

Việc áp dụng tiêu chuẩn GPs cùng với mức cạnh tranh cao sẽ là hai rào cản gia nhập thị trường lớn đối với ngành Dược. (Một dây chuyền đạt tiêu chuẩn GMP phải đầu tư ít nhất là 30 tỷ VND). Cuối năm 2008, có 89 nhà sản xuất đạt GMP-WHO – tăng 15 công ty so với cuối 2007.

## TRIỂN VỌNG 2009

- Mức tăng trưởng vẫn tốt:** Chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng của các công ty Dược vẫn rất lớn mặc dù có những khó khăn chung của nền kinh tế, chủ yếu do chi tiêu sử dụng thuốc trên GDP theo đầu người vẫn rất thấp - dưới 2%. Dự báo ngành Dược vẫn giữ được mức tăng trưởng trung bình trong 6 năm qua ở mức 18% trong năm 2009. Chi phí sản xuất trong năm 2009 sẽ giảm nhờ xu hướng giá dầu giảm so với 2008.
- Đầu tư cơ bản tiếp tục tăng:** Như đã nói đến ở xu hướng 2008, ngành dược đang trong giai đoạn đầu tư vào chất lượng. Một số công ty dược niêm yết đã hoãn kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất đến cuối 2009, hy vọng có thể được lợi từ xu hướng lãi suất giảm. Theo quan sát của chúng tôi, các công ty dược niêm yết hầu hết đều có dự án đầu tư nhà xưởng mới bắt đầu hoạt động từ cuối 2008 cho tới 2010, làm tổng công suất thiết kế của các công ty tăng đáng kể.
- Quy định mở cửa thị trường theo WTO bắt đầu có hiệu lực; Hoạt động mua bán & Sáp nhập sẽ sôi động hơn:** Kể từ 1/1/2009, quy định mở cửa thị trường theo WTO bắt đầu có hiệu lực, theo đó các công ty nước ngoài bắt đầu có quyền xuất nhập khẩu thuốc. Việc mở cửa thị trường này sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp nước ngoài, ít nhất là có thể giảm bớt chi phí xuất nhập khẩu ủy thác. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng ảnh hưởng thực chất sẽ không lớn, do quyền được phân phối vẫn thuộc về các doanh nghiệp trong nước. Các công ty Dược nước ngoài lớn vẫn phải dựa vào các đối tác trong nước để phát triển thị trường. Đây chính là một nguyên nhân thúc đẩy cho xu hướng M&A tiếp tục sôi động trong năm 2009 vì các công ty nước ngoài sẽ xem xét việc mua lại các doanh nghiệp trong nước để mở rộng mạng lưới phân phối, bên cạnh tác động của quy định Thực hành tốt có hiệu lực.
- Các công ty dược sẽ được lợi từ xu hướng giá dầu giảm trong năm 2009:** Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện tốt hơn 2008 trong khi mức độ cạnh tranh cao trong ngành khiến cho chi phí bán hàng của các công ty dược rất khó giảm. Ngoài ra biến động tỷ giá tiếp tục là một rủi ro của năm 2009 do các công ty sản xuất tân dược phải phụ thuộc đến 90% từ nguyên liệu nhập khẩu.



Ngành Thép

Hoàng Việt Phương

[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

## DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

- **Các chính sách về ngành thép thay đổi liên tục:** Thép nằm trong 14 nhóm hàng hóa cơ bản, thuộc phạm vi điều tiết của chính phủ. Bên cạnh đó, tín dụng cấp cho ngành thép thường chiếm khoảng 10-15% tổng tín dụng cho toàn nền kinh tế, đòi hỏi Chính phủ cần có những biện pháp điều hành thận trọng để hỗ trợ tích cực cho ngành sản xuất này
  - Trong nửa đầu năm 2008, ngành thép chủ yếu chịu tác động từ những biện pháp kiềm chế lạm phát của chính phủ: giá thép bị chặn không được tăng trong nửa đầu 2008. Bên cạnh đó, việc chính phủ quyết định trì hoãn các dự án cơ sở hạ tầng trong quý 2/2008 đã dẫn tới việc xuất khẩu thép và phôi thép tăng trong quý 2 khi mức giá đang cao.
  - Mặt khác trong nửa sau năm 2008, ngành thép lại được chính phủ hỗ trợ kích cầu. Trong tháng 12, thuế suất nhập khẩu thép tăng với mục đích bảo hộ nền sản xuất trong nước khỏi áp lực từ các sản phẩm nhập, chủ yếu từ Trung Quốc.
- **Lợi nhuận cao trong nửa đầu năm 2008:** Các công ty thép nội địa đã trải qua một khoảng thời gian tăng trưởng mạnh trong quý nửa đầu 2008 xét cả về doanh thu và tỷ suất lợi nhuận, đây là kết quả thời kỳ phát triển hưng thịnh của ngành bất động sản năm 2007 và cũng do giá thép toàn cầu tăng mạnh. Mức tồn kho cao và tăng trưởng lợi nhuận biên mạnh mẽ của cả nhà phân phối và nhà sản xuất là xu thế chủ đạo của thời kỳ này.
- **Mức cầu thấp trong suốt nửa sau năm 2008:** Bên cạnh việc trì hoãn các dự án cơ sở hạ tầng công từ cuối quý 2/2008, ngành bất động sản trì trệ đã khiến cầu tiêu dùng thép suy giảm mạnh mẽ từ mức trung bình 300-350 ngàn tấn mỗi tháng xuống 100 ngàn tấn mỗi tháng trong giai đoạn 8/2008 – 10/2008. Hệ quả là trong năm 2008, thép xây dựng đã tăng trưởng âm -8% về sản lượng: 4,1 triệu tấn tiêu thụ so với mức 4,4 triệu tấn năm 2007.
- **Lượng hàng tồn kho bắt đầu giảm khi lãi suất cho vay tăng rất cao suốt quý 3/2008, lỗ giảm giá hàng tồn kho hạch toán vào quý 4/2008:** Lượng cầu thấp đã khiến giá giảm trầm trọng (*thép xây dựng giảm từ mức giá đỉnh vào tháng 7 rớt tới 50% xuống mức đáy vào tháng 11*). Vốn lưu động của các công ty thép được tài trợ bởi nợ ngắn hạn khiến các công ty buộc phải bán giải tỏa hàng tồn kho để trả nợ ngân hàng, bất kể việc giá thép đang giảm mạnh. Hầu hết các công ty thép đã phải hạch toán lỗ giảm giá hàng tồn kho vào quý 4/2008.
- **Đợt phục hồi nhẹ của giá thép từ tháng 11 với những chính sách thuế ưu đãi có hiệu lực:** Các nhà phân phối lại bắt đầu tích trữ hàng hóa, được hỗ trợ bởi lãi suất cho vay giảm dần. Mức tiêu thụ thép đã tăng dần từ tháng 11.

## TRIỂN VỌNG 2009

- 2009 sẽ là một năm khó khăn cho ngành thép. Tốc độ tăng trưởng sản lượng thép tiêu thụ sẽ ở khoảng 2-5%, trong bối cảnh GDP tăng trưởng 6%. Giá nguyên vật liệu đầu vào thấp hơn cùng với sự cân bằng cung-cầu nội địa đối với mặt hàng thép xây dựng, chưa kể đến lượng cung từ các nhà sản xuất nước ngoài, sẽ dẫn tới giá thép năm 2009 sẽ không tăng nhiều so với mức giá hiện tại.
- Hệ quả là các công ty thép trong 2009 sẽ đối mặt với sản lượng suy giảm và do đó sẽ phải tăng cường các hoạt động khuyến mại. Chi phí bán hàng cao, sản lượng và giá giảm sẽ khiến lợi nhuận biên giảm so với mặt bằng 2008. Mặt khác, lãi suất giảm sẽ làm giảm chi phí tài chính.



▪ **Các rủi ro chính với ngành thép**

- Gói kích cầu 1 tỷ USD (17.000 tỷ đồng): Mặc dù chi tiết về các loại dự án được hỗ trợ chưa rõ ràng, phần lớn gói kích cầu này được kỳ vọng là sẽ tập trung vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Ở mức giá 750USD/tấn, hiện tại của 1000 tỷ đồng sẽ tăng lượng tiêu thụ thép xây dựng thêm 76.200 tấn. Đây là một nguồn kích cầu quan trọng, trên cơ sở dự báo của Bộ Công thương về lượng thép tiêu thụ năm 2009 đạt 10,5 triệu tấn trong đó một nửa sẽ là thép xây dựng.
- Mức giá thép và các vật liệu xây dựng khác theo chúng tôi sẽ là nhân tố hỗ trợ tích cực cho các hoạt động xây dựng tăng trưởng trở lại. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất giảm cũng sẽ giúp ngành bất động sản thoát khỏi tình trạng đóng băng vào cuối năm 2009.

**Bảng: Sản lượng sản xuất và tiêu dùng nội địa, 11 tháng năm 2008**

Tấn	Sản Xuất			Tiêu dùng				Lượng tồn kho	Tăng trưởng hàng tháng
	Tháng 11/2008	11 tháng 2008	Trung bình mỗi tháng	Tháng 11/2008	11 tháng 2008	Trung bình mỗi tháng	Mức tiêu thụ và sản xuất trong tháng 11	Tháng 11/2008	Tháng 11/2008
Tổng Cộng	236.993	2.948.991	268.090	382.630	2.837.713	257.974	161%	194.691	271%
Thép nội địa	115.159	1.062.960	96.633	175.790	1.005.754	91.432	153%	73.666	353%
Liên doanh với Tổng công ty thép	51.731	711.260	64.660	84.639	680.542	61.867	164%	52.834	249%
Khác	70.103	1.174.771	106.797	122.201	1.151.417	104.674	174%	68.191	213%

Nguồn: VSA. Đơn vị: tấn



Ngành: **Vận tải đường biển và dịch vụ cảng**

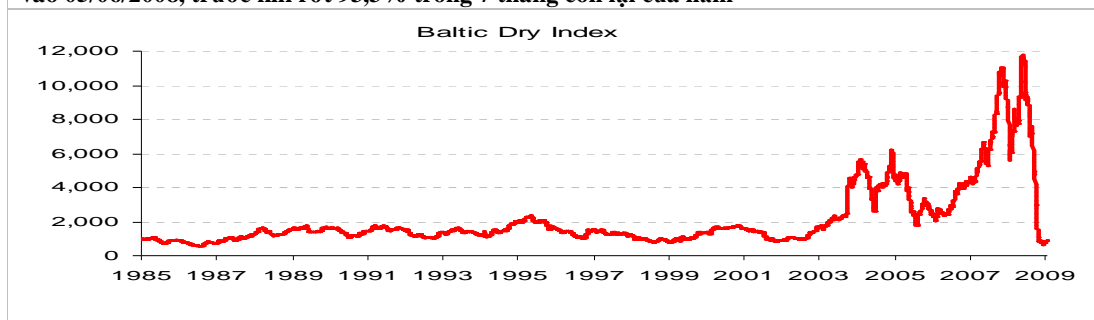
Nguyễn Hồng Dung

[dzungnh@ssi.com.vn](mailto:dzungnh@ssi.com.vn)

## DIỄN BIẾN CHÍNH NĂM 2008

- **Vận chuyển hàng khô:** Sau khi tăng rất mạnh trong 6 tháng đầu năm, giá cước đã gần như rơi tự do xuống mức thấp nhất trong 15 năm qua (xem biểu đồ 1). Biến động nhu cầu của thị trường Trung Quốc và xu hướng đầu cơ hàng hóa trong 6 tháng đầu năm là hai trong số các nguyên nhân dẫn đến tình trạng này

**Biểu đồ 1: Index Baltic (Giá cước hàng khô) tăng 260% trong 17 tháng từ Tháng 1/2007 tới đỉnh cao vào 05/06/2008, trước khi rớt 93,3% trong 7 tháng còn lại của năm**



Nguồn: Reuters

Nhu cầu vật liệu xây dựng ngày một tăng của Trung Quốc trong 5 năm qua đã là động lực thúc đẩy cho ngành vận tải hàng khô phát triển mạnh trong những năm gần đây. Một ví dụ, là cầu quặng sắt từ Trung Quốc tăng trung bình 28%/năm trong giai đoạn 2002-2007, và Trung Quốc chiếm tới hơn 50% tổng sức mua quặng sắt trên toàn thế giới. Song song với nhu cầu thực cho xây dựng từ TQ, các hoạt động đầu cơ cũng diễn ra sôi nổi, dẫn đến tổng nhu cầu cho sắt thép, nguyên vật liệu xây dựng đều tăng rất mạnh. Vận chuyển hàng rời đã có một giai đoạn thực sự hoàng kim với sức cầu tăng vọt trong khi nguồn cung (tàu) lại giới hạn. Giá tàu vì thế cũng đội lên theo, và những công ty vận tải biển lớn đều tranh thủ bán tàu nhằm thu lợi và trẻ hóa đội tàu.

Thị trường vận tải đảo chiều bắt đầu từ tháng 6/2008, khi các nhà đầu cơ phải đối mặt với khủng hoảng tín dụng đã không thể thực hiện các hợp đồng kỳ hạn ký trước đây; và nhu cầu cho nguyên vật liệu hàng hóa từ TQ cũng giảm dần. Giá cước giảm mà không gặp một ngưỡng kháng cự nào trong giai đoạn này.

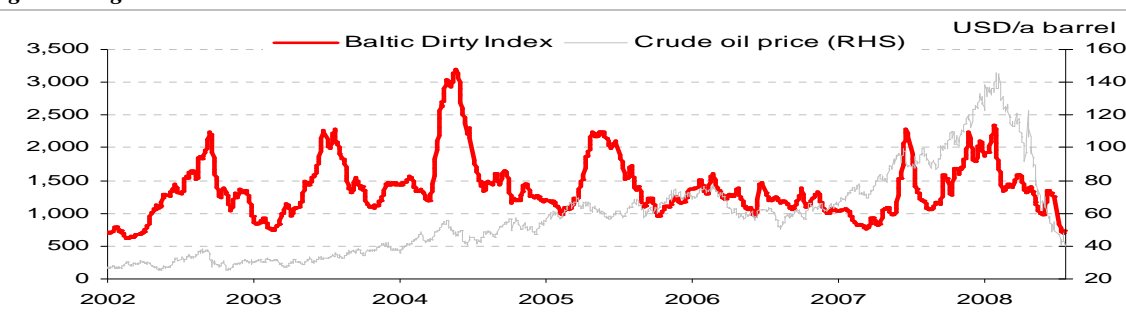
Ngành vận tải biển Việt Nam cũng bị ảnh hưởng không nhỏ bởi sự đảo chiều này. Ảnh hưởng trực tiếp phải kể đến các công ty vận chuyển tuyến quốc tế như Vosco, Shinpetrol, Gemadept, Vitranschart v.v. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng lên từng công ty là khác nhau. Một ví dụ, Shinpetro, cước tàu rơi từ 70.000 USD/ ngày xuống còn 9000 USD/ngày cho một con tàu Panamax trên 60.000 tấn (DWT); nên đã quyết định đem đội tàu Panamax đi bảo hành sớm. Gemadept chủ yếu vận chuyển hàng công-ten-nơ, chạy các tuyến nội địa, Campuchia, Singapore vv nên bị ảnh hưởng ít hơn. Các công ty đồng thời cũng bị ảnh hưởng gián tiếp, khi trong năm 2007-2008 đều đầu tư để mua thêm tàu, tranh thủ cơ hội giá cước đang lên.

- **Vận chuyển hàng lỏng (xăng dầu và dầu thô) bị ảnh hưởng mạnh bởi giá dầu thô rớt quá thấp (biểu đồ 2).**

Nhu cầu cho xăng dầu ổn định hơn so với nhu cầu cho nguyên vật liệu hàng hóa, vì thế mức biến động của cước chở hàng lỏng không nghiêm trọng như cước hàng khô (biểu đồ 2). Hiện Việt Nam chỉ có PVT (Tổng công ty vận tải dầu khí VN) vận chuyển dầu thô và bị ảnh hưởng trực tiếp bởi cước vận chuyển giá dầu giảm mạnh. Hai công ty vận chuyển hàng lỏng còn lại trong danh sách các công ty

niêm yết (VIP & VITACO), đều bị ảnh hưởng nhẹ, do giá xăng dầu trong nước vẫn ở mức cao và nhu cầu xăng dầu vẫn không suy giảm đáng kể. Tuy nhiên, năm 2008 lại là năm PVT có mức tăng trưởng lợi nhuận và doanh thu rất mạnh, do công ty mua thêm tàu và được hưởng lợi nhiều từ giá cước cao trong năm: Doanh thu tăng từ 313 tỷ (2007) lên 1100 tỷ trong năm 2008; và lợi nhuận trước thuế tăng từ 26 tỷ lên 100 tỷ đồng. Nhưng cũng cần lưu ý là ROE và ROA của PVT sẽ bị giảm đáng kể do tổng tài sản tăng lên, và công ty cũng đã tăng gấp đôi lượng cổ phiếu niêm yết vào cuối năm 2008 sau đợt phát hành thêm.

**Biểu đồ 2: Index Baltic- Cước vận tải hàng lỏng, giảm 62,9% trong 5 tháng cuối năm 2008, theo sát sự sụt giảm của giá dầu thô**



Nguồn: Reuters

### ● Đầu tư mua tàu tăng mạnh trong cả hai ngành vận tải hàng lỏng và hàng khô

Hầu hết các công ty lựa chọn chiến lược đầu tư mạnh để nâng cấp cơ sở hạ tầng trong năm 2008, do tiềm lực tài chính mạnh (nhờ thu được nguồn thặng dư lớn trong cổ phần hóa và tranh thủ phát hành thêm khi thị trường chứng khoán đang nóng cũng như các khoản vay nợ đã ký kết từ đầu năm 2008). Tất cả các công ty trong ngành đều có xu hướng đầu tư như hai công ty trong ví dụ dưới đây.

#### **Hoạt động đầu tư của Vosco và PVT, hai trong số các công ty lớn nhất trong lĩnh vực vận tải hàng rời và hàng lỏng**

Nguồn: Website công ty

##### **VOSCO:**

- ✓ Cuối năm 2008, khi giá tàu đã giảm xuống rất thấp từ 50% đến 60% so với giá trước đó, Vosco đầu tư 03 tàu: 01 tàu container Fortune Navigator tại Philippines, sức chở 561 TEU (cuối tháng 11 năm 2008); 01 tàu container Fortune Freighter sức chở 560 TEU tại Hàn Quốc (đầu tháng 12); 01 tàu hàng rời cỡ lớn Vosco Star trọng tải 46.671 DWT tại Mỹ, nâng tổng trọng tải đội tàu Công ty lên 545.350 DWT.
- ✓ Trong năm 2008, công ty cũng đã bán 2 tàu hàng rời 30 tuổi loại 6.500 DWT
- ✓ Theo kế hoạch đóng mới 32 tàu trong nước của Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam đã được Chính phủ phê duyệt, Công ty tiếp tục thực hiện 02 dự án đóng mới tàu 22.500 DWT chuyển từ năm 2007 sang. Tàu BV-08 đã được đặt hàng vào tháng 11/2008, dự kiến bàn giao vào tháng 5/2009 và tàu BV-09 được đặt hàng vào tháng 12/2008, bàn giao vào tháng 7/2009.

##### **PVT:**

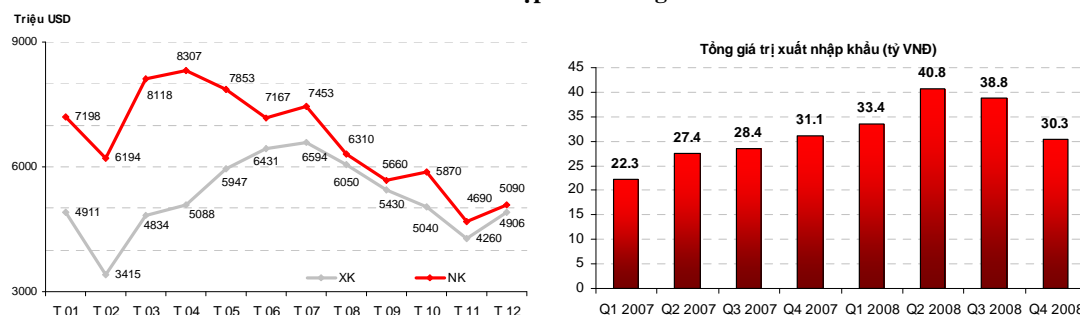
- ✓ Trong năm 2008: PVT mua 2 tàu chở dầu sản phẩm: Tanker Dolphin, trọng tải 45.888DWT (được bàn giao giữa tháng 6 năm 2008) và tanker Dragon, trọng tải 8.700 DWT (được bàn giao giữa tháng 8 năm 2008). Hai tàu chở dầu mới này được công ty tiến hành mua để vận chuyển dầu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất bắt đầu từ quý 2 năm 2009, nhà máy lọc dầu Long Sơn và Nghi Sơn vào năm 2013.
- ✓ Tháng 11 năm 2008, PVTrans Petro, Công ty Cổ phần Vận tải xăng dầu Phương Nam (PVTrans Petro – công ty con của PVTrans) đã ký hợp đồng mua tàu chở dầu sản phẩm Chem Tulip có trọng tải 33.425 DWT. Ngoài ra, Công ty CP Vận tải Dầu khí Thái Bình Dương (PVTrans Pacific) đơn vị thành viên của Tổng công ty PVTrans đã ký hợp đồng mua tàu dầu thô Alframax, trọng tải 105.177 DWT.

Một bất lợi cho các công ty đầu tư mạnh trong năm 2007-2008 là giá trị tàu cũng giảm mạnh, song song với việc giá cước giảm. Bối cảnh ngành (nhu cầu & giá cước đều rất thấp; thừa tàu) sẽ khó có thể thay đổi trong một vài năm tới. Giá trị những con tàu mới mua của các công ty vận tải đang giảm tới hơn 50%, tuy nhiên sự thay đổi này sẽ không phản ánh vào giá trị sổ sách kế toán do các công ty vẫn hạch toán theo nguyên giá tại thời điểm mua vào.

- **Trong nước, ngành vận tải được hưởng lợi nhiều từ nền kinh tế tăng trưởng nóng trong nửa đầu năm, và bị ảnh hưởng nặng nề vào giai đoạn cuối năm, do các chính sách kiểm chế lạm phát, như thắt chặt tín dụng, thay đổi chính sách xuất khẩu gạo và than; hạn chế nhập khẩu**

Các hoạt động giao thương đường biển đã phát triển mạnh mẽ sau khi Việt Nam gia nhập WTO, cùng với giá hàng hóa (commodities) rất cao, dẫn đến tổng giá trị xuất nhập khẩu tăng gần 50% trong 6 tháng đầu năm 2008, so với cùng kỳ 2007. Trung bình, quý III và quý IV của năm 2008 vẫn cao hơn mức trung bình của năm 2007.

**Biểu đồ 3& 4: Xuất nhập khẩu hàng hoá năm 2008**

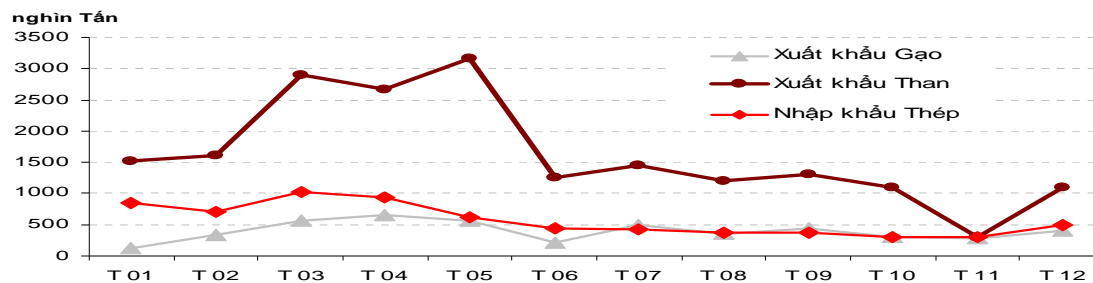


Nguồn: Tổng cục thống kê

Các công ty vận hành cảng như GMD, Viconship, Cảng Đoạn Xá (DXP) hoạt động hết công suất trong 9 tháng đầu năm nhờ có tăng trưởng mạnh trong xuất nhập khẩu. Vosco, Vinaship và Vitranschart nằm trong số những công ty được hưởng lợi nhất nhờ việc vận chuyển hàng hóa cho các doanh nghiệp nhà nước như Tập đoàn Công nghiệp Than Khoáng sản Việt Nam (Vinacomin), Tổng công ty lương thực thực phẩm (Vinafood).

Trong tháng 6 năm 2008, để kiểm chế lạm phát, chính phủ đã đưa ra một số chính sách nhằm hạn chế nhập khẩu và quản lý chặt chẽ hơn xuất khẩu gạo và than; dẫn đến tổng kim ngạch xuất khẩu gạo, than, và nhập khẩu đều giảm đáng kể. Các ngân hàng cũng thu hẹp hoạt động cho vay bằng việc tăng lãi suất và hạn chế định mức cho vay. Chính sách này cũng đã có tác động đến hoạt động nhập khẩu (do các doanh nghiệp không đi vay để mua hàng và thực hiện hợp đồng với đối tác).

**Biểu đồ 5: Tác động của chính sách xuất-nhập khẩu đối với hoạt động xuất nhập khẩu than, gạo và thép**



Nguồn: Tổng cục thống kê

## TRIỂN VỌNG NĂM 2009

- **Đối với các công ty vận tải hàng khô:** năm 2009 sẽ là năm rất khó khăn đối với các công ty vận tải hàng khô. Suy thoái kinh tế thế giới và trong nước sẽ làm sụt giảm nhu cầu vận tải ít nhất cho đến hết năm 2009. Cước vận tải quốc tế xuống mức thấp nhất kể từ 15 năm trở lại đây. Hơn nữa, Việt Nam có đội tàu già với độ tuổi trung bình của tàu 15 năm, vì vậy Việt Nam đang mất dần khả năng cạnh tranh so với các nước khác trong lĩnh vực vận tải hàng khô. Những công ty phụ thuộc nhiều vào nhu cầu vận tải thế giới (Shinpetrol) hay phụ thuộc nhiều vào nợ vay (Nosco) sẽ trải qua 1 năm khó khăn nếu như nhu cầu không được cải thiện trong năm 2009.
- **Đối với các công ty vận tải hàng lỏng: (PVT, VIP và VTO).** Năm 2009, khi nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động, nhu cầu nhập khẩu dầu thô sẽ giảm (trung bình năm 2009 lượng nhập khẩu sẽ giảm 15%). Ngoài ra giá xăng bán lẻ trong nước cũng sẽ tiếp tục hạ, vì vậy, chúng tôi tin rằng giá cước vận chuyển xăng dầu cho VITACO và VIPCO sẽ giảm tới 20% trong năm 2009. Đối với tổng công ty vận tải dầu khí PVT, do năm 2008 là một năm bội thu, năm 2009 PVT có nhiều khả năng sẽ có mức tăng trưởng âm, mặc dù PVT sẽ là đơn vị vận chuyển chính từ nhà máy lọc dầu Dung Quất về các địa phương.
- **Đối với các công ty vận hành cảng như GMD, VSC và DXP:** Mặc dù nhu cầu sẽ giảm trong khoảng 6-9 tháng đầu năm và chỉ có thể tăng nhẹ vào cuối năm 2009, các công ty này có tình hình tài chính và cơ sở hạ tầng tốt. Những công ty này sẽ nằm trong số các công ty được lợi nhiều nhất khi nền kinh tế được cải thiện.

**Bảng: Danh sách các công ty thuộc ngành vận tải**

Tên viết tắt (Mã)	Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Sàn	Doanh thu (tỷ đồng) 9 tháng 2008	Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng) 9 tháng 2008
<b>Vận tải hàng khô</b>					
Vosco	CTCP Vận tải Biển Việt Nam	1400,0	OTC	2791,0*	368,0*
Vinaship (VNA)	CTCP vận tải biển Vinaship	200,0	HOSE	694,3	76,4
Nosco	CTCP Vận tải Biển Bắc	64,0	OTC	707,5	70,6**
Vitranschart	CTCP Vận Tải và Thuê Tàu Biển Việt Nam	400,0	Sẽ được niêm yết HOSE	1745,0	210,0
Shinpetrol (VSP)	CTCP Đầu tư và Vận tải Dầu Khí Vinashin	158,7	HASTC	1600,5*	294,9* (lợi nhuận sau thuế)
<b>Vận tải hàng lỏng</b>					
PVTrans (PVT)	Tổng CTCP Vận tải dầu khí	720,0	HOSE	1103,0***	101,9***
VIPCO (VIP)	CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO	598,1	HOSE	1250*	77,87* (lợi nhuận sau thuế)
VITACO (VTO)	CTCP Vận tải xăng dầu VITACO	600,0	HOSE	543,9	40,5
<b>Vận hành cảng</b>					
GMD	CTCP Gemadept	475,0	HOSE	1410,0	-117,2
DXP	CTCP Cảng Đoạn Xá	52,5	HOSE	101,0*	32,0*
VSC	CTCP Container Việt Nam	80,4	HOSE	312,8*	117,6*
Cảng Đình Vũ	CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	100,0	OTC	108,6	

\*: DT và LNTT năm 2008 (thay vì DT và LNTT 9 tháng năm 2008)

\*\*: LNST (thay vì LNTT như đối với các công ty khác)

\*\*\*: DT và LNTT 11 tháng năm 2008

Nguồn: Website công ty, HOSE, HASTC

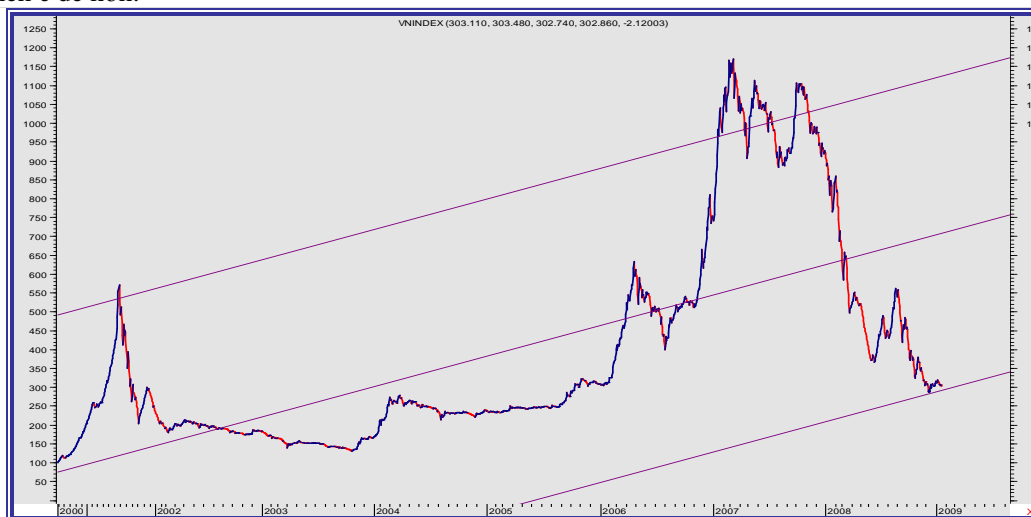
## Phân tích kỹ thuật VN Index

Phạm Minh Quân

[quanpm@ssi.com.vn](mailto:quanpm@ssi.com.vn)

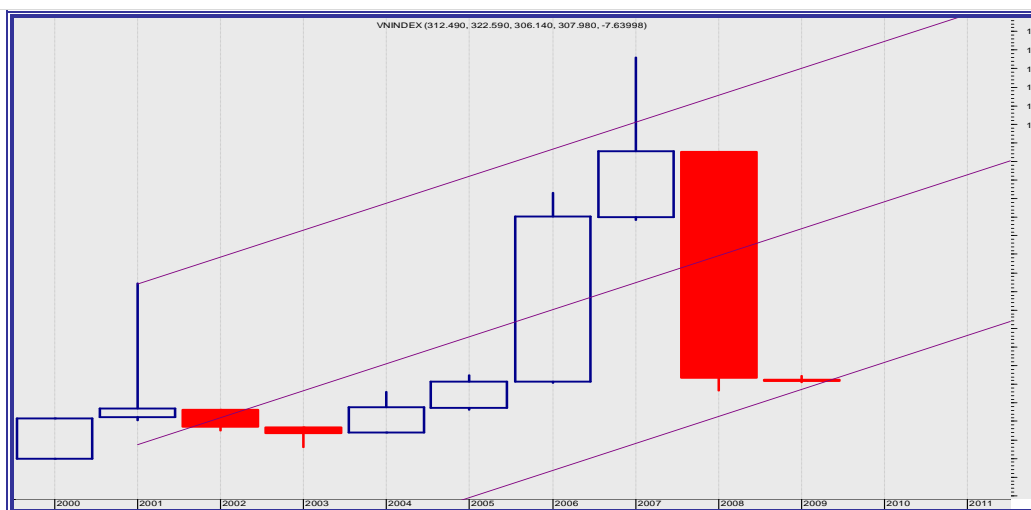
Thị trường chứng khoán Việt nam đã trải qua hơn 08 năm phát triển với nhiều thăng trầm, cùng với quá trình phát triển của thị trường tài chính nói chung cũng như của các công ty niêm yết. Trong suốt giai đoạn 2006-2007 thị trường đã khởi sắc trên nền tảng niềm tin vững vàng và kỳ vọng của các nhà đầu tư vào tiềm năng tăng trưởng của nền kinh tế, đặc biệt với sự kiện Việt Nam gia nhập WTO. Điều ngược lại đã xảy ra trong năm 2008, khi nền kinh tế sau giai đoạn phát triển quá nóng bắt đầu bộc lộ nhiều vấn đề vĩ mô nghiêm trọng khiến các nhà đầu tư trở nên e dè hơn.

**Biểu đồ 1:** VNIndex trong suốt 8 năm 2000-2008



**Biểu đồ 2:** Biểu đồ candle Stick theo năm với đường kênh dài hạn.

“Thình quá tất sẽ suy” là quy luật đằng sau những vận động của thị trường. VNI đã trải qua 4 năm tăng trưởng mạnh và mức sụt giảm sâu trong năm 2008 đã lấy đi toàn bộ mức tăng trưởng của giai đoạn 2006-2007”



### Kịch bản nào cho thị trường chứng khoán năm 2009?

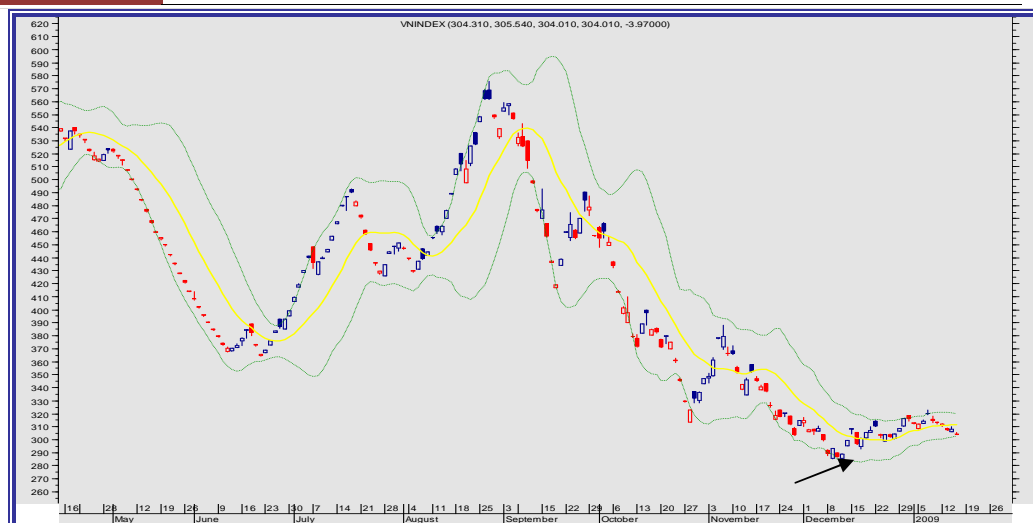
Ngày 11 tháng 12 năm 2008, Vn-Index chạm mức thấp nhất trong năm ở 284,06 điểm, liệu đây có phải là đáy của thị trường trong năm 2008 và 2009 hay không ? Chúng tôi cho rằng những nhà đầu tư khôn ngoan luôn hành động phù hợp với xu hướng vận động của thị trường dựa trên các kịch bản đã dự tính để mức sinh lời có thể không phải là cao nhất nhưng độ rủi ro là thấp nhất ứng với từng mức lợi nhuận kỳ vọng. Vn-index đã vận động trong một đường kênh xu thế dài hạn kéo dài hơn 8 năm qua, hiện tại chỉ số này đang tiệm cận đường biên dưới của kênh xu thế. Vậy đường kênh xu thế dài hạn này có bị phá vỡ không? Liệu “trong nguy có cơ”?

Chúng ta cùng đi tìm kịch bản cho thị trường chứng khoán năm 2009. Chúng tôi đã sử dụng Island Reversal, Gann Fan, Elliot Wave và một vài chỉ báo khác để đi tới các kết luận và khuyến nghị cuối cùng.



**Biểu đồ3:**

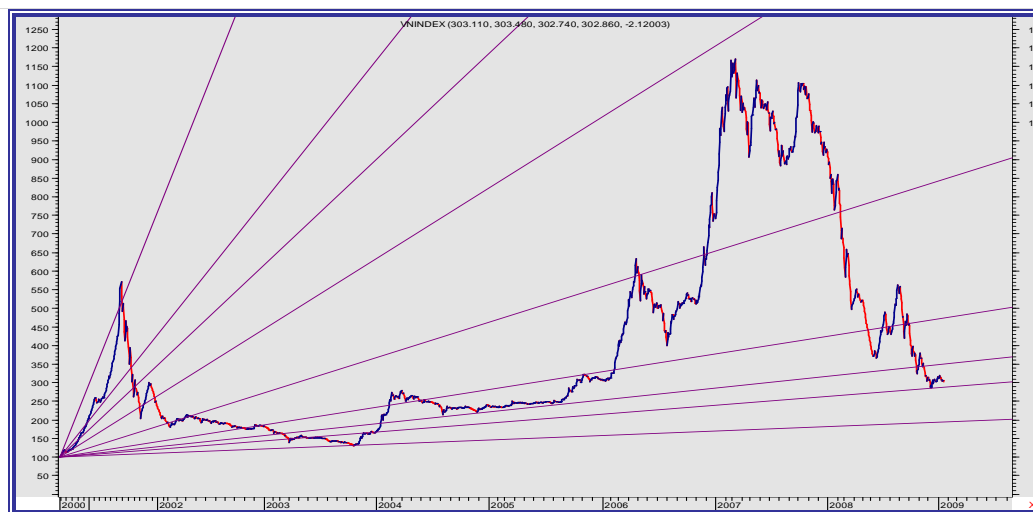
Một mẫu hình Island Reversal đã xuất hiện trong khoảng từ ngày 8 - 11 tháng 12 năm 2008. Đây là tín hiệu cho sóng hồi phục ngắn hạn kéo dài khoảng 1-3 tháng.

**Biểu đồ4:**

Vùng 284 -300 được hỗ trợ khá vững bởi đường Middle của kênh giảm giá dài hạn.

**Biểu đồ5:**

Sử dụng Gann Fan cho chu kỳ vận động dài hạn từ tháng 7 năm 2000, chúng ta thấy Vn-Index đang được nâng đỡ tại vùng này.



Cuối cùng sử dụng bộ tích hợp tính sóng Elliott cùng các ngưỡng hỗ trợ, kháng cự trung và dài hạn chúng tôi có thể đưa ra các kịch bản cho 2009 như sau:

● **Kịch bản 1: 284,06 điểm là đáy của thị trường**

Thị trường chứng khoán thế giới và kinh tế toàn cầu có những bước ổn định và thị trường chứng khoán Việt nam xác nhận đáy là 284,06 điểm. Sử dụng tổng hợp các công cụ phân tích kỹ thuật chúng tôi cho rằng Vn-Index sẽ vận động trong khoảng từ 284 - 389 điểm trong năm 2009.

● **Kịch bản 2: Đáy 284,06 điểm bị phá vỡ**

Đây là trường hợp thị trường chứng khoán thế giới và kinh tế toàn cầu suy giảm và thị trường chứng khoán Việt nam tiếp tục đón nhận những tin xấu từ vĩ mô cũng như tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Đối với kịch bản việc thị trường đã từng có giai đoạn tích lũy ở xung quanh vùng 241- 250 điểm khá dài từ tháng 3 năm 2005 cho đến tháng 8 năm 2005 sẽ là một yếu tố nâng đỡ thị trường trong tương lai ở quanh mức này, mức 250 điểm cũng trùng với mức hoàn giá 86,1% tính theo Fibonacci Retracement trong khoảng giữa đỉnh 1.170,67 điểm và điểm khởi đầu 100 điểm của thị trường chứng khoán Việt nam. Như vậy chúng tôi cho rằng với kịch bản này Vn-Index sẽ vận động trong khoảng từ 241 -357 điểm trong năm 2009.

**Kết luận & Khuyến nghị**

*Theo chúng tôi thị trường chứng khoán Việt nam năm 2009 sẽ khó có sự tăng trưởng nào mang tính chất đột phá. Năm 2009 sẽ là một năm để thị trường hình thành đáy tích lũy và là tiền đề cho sự phát triển của các năm 2010 và 2011. Các hoạt động đầu tư tích lũy cho trung và dài hạn sẽ là những hoạt động chủ đạo của thị trường. Tuy nhiên thị trường sẽ vẫn luôn tiềm ẩn những cơ hội cho các nhà đầu tư ngắn hạn và lướt sóng. Các nhà đầu tư có thể căn cứ vào hai kịch bản để đưa ra những chiến lược cụ thể cho danh mục đầu tư của mình. Dự báo cho năm 2009, chúng tôi nghiêng về phía quan điểm của kịch bản 2 – VNIndex sẽ biến động trong khoảng 241 -357 điểm trong năm 2009.*

*Những khó khăn và sụt giảm mạnh nhất của thị trường chứng khoán Việt nam đã qua đi cùng năm 2008 với giá của các cổ phiếu hầu hết đều đã điều chỉnh giảm từ 50-80% giá trị. Năm 2009 sẽ là cơ hội lớn cho các nhà đầu tư trung và dài hạn. Chúng tôi không phủ nhận những khó khăn trước mắt còn có thể kéo dài, nhưng các chu kỳ suy thoái, bình ổn và tăng trưởng sẽ vẫn luôn diễn ra, bởi vậy “Nếu bạn thực sự muốn có một mùa màng bội thu, hơn lúc nào khác hãy bắt tay ngay vào kế hoạch gieo những hạt giống tốt nhất và hãy chăm sóc cho chúng thật cẩn thận”, đây cũng là kim chỉ nam cho các nhà đầu tư.*



Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

## CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN (SSI)

### KHÔI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

### Khôi Phân tích và Tư vấn đầu tư

■ <b>Giám đốc Khôi</b>	<b>Lê Lệ Hằng</b>	<a href="mailto:hangl@ssi.com.vn">hangl@ssi.com.vn</a>
■ Trưởng BP Phân tích Đầu tư	Nguyễn Hồng Dung	<a href="mailto:dzungnh@ssi.com.vn">dzungnh@ssi.com.vn</a>
■ Trưởng BP Tư vấn Đầu tư	Nguyễn Đức Hùng Linh	<a href="mailto:linhndh@ssi.com.vn">linhndh@ssi.com.vn</a>
■ Phó Trưởng Bộ Phận	Hoàng Việt Phương	<a href="mailto:phuonghv@ssi.com.vn">phuonghv@ssi.com.vn</a>
■ Phụ Trách Dự án	Phạm Minh Quân	<a href="mailto:quanpm@ssi.com.vn">quanpm@ssi.com.vn</a>
■ Chuyên Viên Cấp Cao	Tô Thùy Linh	<a href="mailto:linhtt@ssi.com.vn">linhtt@ssi.com.vn</a>
■ Chuyên Viên Cấp Cao	Nguyễn Thu Huyền	<a href="mailto:huyenntt@ssi.com.vn">huyenntt@ssi.com.vn</a>
■ Chuyên Viên Thị Trường	Lương Thanh Xuân	<a href="mailto:xuanltt@ssi.com.vn">xuanltt@ssi.com.vn</a>
■ Chuyên Viên Phân Tích	Nguyễn Quỳnh Nga	<a href="mailto:nganq@ssi.com.vn">nganq@ssi.com.vn</a>
■ Chuyên Viên Phân Tích	Phạm Phương Linh	<a href="mailto:linhpp@ssi.com.vn">linhpp@ssi.com.vn</a>
■ Chuyên Viên Phân Tích	Nguyễn Đức Minh	<a href="mailto:minhnd@ssi.com.vn">minhnd@ssi.com.vn</a>
■ Trợ lý Khôi	Phan Linh Châu	<a href="mailto:chaupl@ssi.com.vn">chaupl@ssi.com.vn</a>

#### Chi nhánh Hà Nội

Toà nhà 1C Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm  
Hà nội, Việt nam  
Tel : 84-4-39366321 ; Fax : 84-4-39366319

#### Trụ sở chính

72 Nguyễn Huệ, Quận 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
Tel : 84-8-38242897 ; Fax : 84-8-38247409

© 2009 Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần Bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI