



Phục hồi kinh tế dựa trên nền tảng nói lỏng tiền tệ và mở rộng đầu tư công đã thu được những thành công nhất định khi tăng trưởng bình quân giai đoạn 2006 –2010 khoảng 7-7.5%. Một con số đáng tự hào đối với nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Mặc dù vậy, sự tích cực trong tăng trưởng kinh tế chưa đủ bù đắp những hệ lụy nó mang lại như lãi suất tăng cao, sự thiếu ổn định trên thị trường vàng, tiền tệ và đặc biệt là niềm tin VND liên tục bị phá vỡ trong năm 2010 đã tạo nên sức ép lớn cho nền kinh tế trong Quý I/2011. Một chu kỳ tăng giá mới với nhiều điểm tương đồng năm 2010 đã được nhiều chuyên gia dự báo. Đầu tiên, việc NHNN điều chỉnh giảm giá VND thêm 9.3% vào ngày 14/2/2011 đã tạo con sóng ngầm trong giới đầu cơ trên thị trường vàng, USD tự do. Tiếp đến là việc điều chỉnh tăng giá xăng dầu, giá điện trong tháng 3 gây nên sự cộng hưởng khiến cho lạm phát quý I/2011 tăng mạnh 6.12% so với tháng 12/2010 và tiếp tục trở thành vấn đề nhức nhối nhất liên quan đến ổn định vĩ mô. Trong bối cảnh đó, Nghị Quyết số 11/NĐ-CP về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội được ban hành ngày 24/2/2011 đã cho thấy động thái quyết liệt và mạnh mẽ của Chính phủ trong việc tập trung ưu tiên đến mục tiêu ổn định vĩ mô thay vì chú trọng nhiều đến tăng trưởng như những năm trước.

Trên góc độ tích cực, những dấu hiệu ổn định kinh tế có thể sẽ dần xuất hiện trong quý III khi mà sự quyết liệt trong việc ổn định vĩ mô Chính phủ tiếp tục được hiện thực hóa thông qua các chính sách điều tiết vĩ mô trong quý II. Vì vậy, chúng tôi cho rằng TTCK quý II sẽ có nhiều chuyển biến tốt dựa trên yếu tố: i) Sự nâng đỡ luân phiên của nhóm các cổ phiếu lớn đã giúp thị trường ổn định với biên độ hẹp, ii) Thị giá của nhóm các cổ phiếu đầu ngành ở mức khá thấp và tương đương thời điểm cuối năm 2009, iii) Những thông tin xấu nhất của nền kinh tế đã được phản ánh vào thị giá cổ phiếu. Với quan điểm đầu tư dài hạn từ 6 tháng đến 1 năm, chúng tôi tập trung lựa chọn những doanh nghiệp đầu ngành có nền tảng cơ bản và sức bật tốt khi nền kinh tế bắt đầu có những dấu hiệu ổn định. Đặc biệt là những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính mạnh đủ sức duy trì và phát triển hoạt động kinh doanh trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ.

Mục lục:

Tóm tắt Trang 2

Kinh tế vĩ mô Việt Nam Trang 3

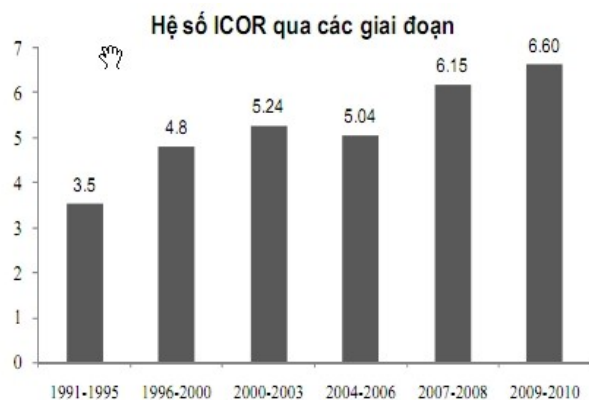
Thị trường chứng khoán Việt Nam Trang 8

Ngành và Cổ phiếu Trang 9

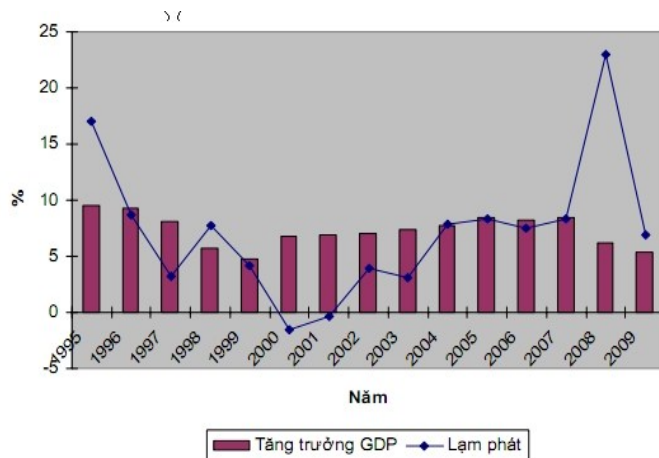
Ngành	Khuyến nghị đầu tư	Cổ phiếu khuyến nghị
Ngân hàng	Trung lập	
Bất động sản	Tăng tỷ trọng	SJS; NTL; TDH; BCI
Cao su tự nhiên	Tăng tỷ trọng	DPR; PHR
Điện năng	Giảm tỷ trọng	
Thép	Giảm tỷ trọng	
Thủy sản	Trung lập	
Vận tải biển & logistic	Trung lập	

Lạm phát - vấn đề gay gắt nhất trong ổn định vĩ mô

Trong giai đoạn 2000 –2007, Việt Nam theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế qua việc nói lỏng tín dụng và mở rộng đầu tư công. Một mặt, giúp nền kinh tế lấy lại được đà tăng trưởng sau những tác động từ cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997 nhưng mặt khác đã tích tụ những mầm mống gây ra lạm phát cao bắt đầu bộc lộ từ giữa năm 2007. Thêm vào đó, suy thoái kinh tế và khủng hoảng tài chính lan rộng kể từ sự sụp đổ của đại gia tài chính Lehman Brother vào tháng 10/2008 đã buộc Chính phủ Việt Nam thực hiện gói kích cầu lên đến 8 tỷ USD trong đó có 4 tỷ USD được thực hiện qua tài trợ lãi suất 4% nhằm đưa các doanh nghiệp trở lại hoạt động sau thời gian dài cầm cự (do sức cầu nền kinh tế nói chung và bên ngoài sụt giảm). Tốc độ tăng trưởng bình quân 7%/năm trong giai đoạn 2006 – 2010 là một kết quả đáng được ghi nhận. Tuy nhiên năng suất lao động tăng ở mức thấp, theo 1 nghiên cứu gần đây, tăng trưởng GDP từ tăng năng suất lao động là 28.94% trong khi từ tăng vốn đầu tư chiếm đến 51.16%. Hiệu quả sử dụng vốn thấp, thể hiện ở hệ số ICOR tăng dần qua các giai đoạn đặc biệt giai đoạn 2006-2010, mức tăng vốn trung bình so với tăng trưởng sản lượng là 6.10 lần.



Nguồn: Tổng cục Thống kê, IMF



Nguồn: TVSI tổng hợp

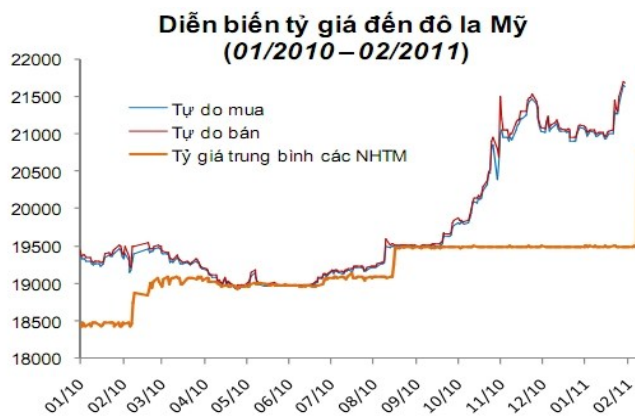
Kinh tế Việt Nam tiếp tục có sự phục hồi khi tốc độ tăng trưởng GDP trong quý I/2011 ước khoảng 5.5 –5.6%, trong đó tăng trưởng sản lượng công nghiệp tăng 14% so với cùng kỳ năm ngoái. Mặc dù vậy, sự tích cực trong tăng trưởng kinh tế chưa đủ bù đắp những hệ lụy nó mang lại như lãi suất tăng cao, sự thiếu ổn định trên thị trường vàng, tiền tệ đã tạo nên sức ép lớn cho nền kinh tế. Một chu kỳ tăng giá mới với nhiều điểm tương đồng năm 2010 đã được các chuyên gia dự báo.

Lạm phát tăng cao trong quý 1: hiệu ứng điều chỉnh tăng tỷ giá cộng hưởng với tăng giá xăng dầu và giá điện.

Ngày 14/02/2011, NHNN tiếp tục nâng tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên 9.3% - mức cao kỷ lục, đồng thời thu hẹp biên độ dao động từ +/-3% xuống +/-1% và đây là lần thứ 4 trong vòng 15 tháng Chính phủ Việt Nam tuyên bố phá giá VND. Như vậy, mức trần tỷ giá mà NHTM có thể giao dịch sẽ tăng 7,2% từ 19,500 lên 20,900 VND/USD. Tiếp đến lộ trình điều chỉnh tăng giá xăng dầu 17.7% từ 24/2, tăng giá điện 15.28% từ 1/3 đã tạo thành chất xúc tác khiến cho lạm phát quý 1 tăng mạnh 6.12% so với tháng 12/2010, đặc biệt trong tháng 3 vượt khỏi quy luật hàng năm khi tăng đến 2.17%.

Trên khía cạnh tích cực, động thái tăng mạnh tỷ giá của NHNN sẽ trấn an tâm lý giới đầu tư thông qua việc thu hẹp khoảng cách tỷ giá chính thức và thị trường tự do đồng thời giảm bớt kỳ vọng phá giá VND trong những quý còn lại. Qua đó, thu hút dòng vốn gián tiếp trở lại Việt Nam và giúp cân thiện mức thâm hụt cán cân thương mại, cho dù hiệu quả thực sự phụ thuộc nhiều vào kết quả thực tế từ những chính sách bình ổn vĩ mô của chính phủ.

Tuy nhiên, sự cộng hưởng từ việc tăng mạnh tỷ giá và các đợt điều chỉnh tăng giá xăng dầu, điện diễn ra trong tháng 3/2011 đã trực tiếp làm tăng chi phí đầu vào của nhiều hoạt động sản xuất kinh doanh và dịch vụ. Từ đó, gián tiếp gia tăng sức ép lạm phát chi phí đẩy cuối quý I và nhiều khả năng tiếp tục trong tháng 4.



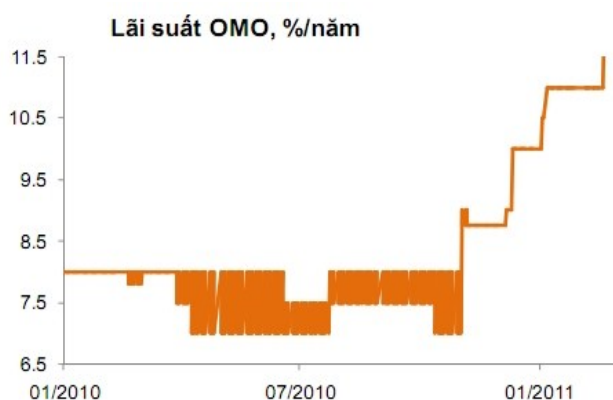
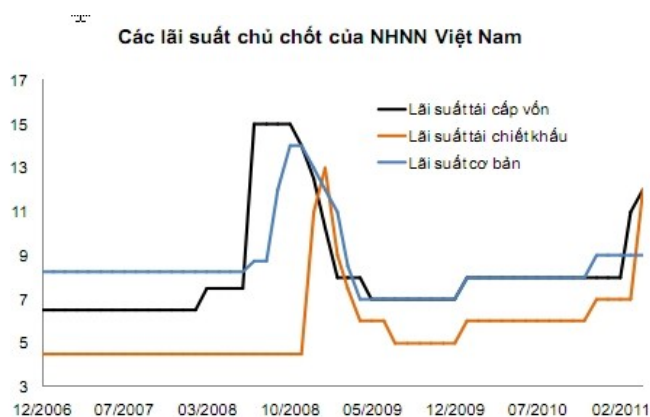
Nguồn: TVSI tổng hợp

Trước tình hình đó, Nghị Quyết số 11/NĐ-CP về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội được ban hành ngày 24/2/2011 đã cho thấy động thái quyết liệt và mạnh mẽ của Chính phủ trong việc bớt tập trung vào mục tiêu tăng trưởng, mọi giải pháp và chính sách đều hướng đến mục tiêu ổn định vĩ mô.

Chính sách tiền tệ thắt chặt, đảm bảo tốc độ tăng trưởng tín dụng dưới 20%, tổng phương tiện thanh toán 15-16% và ưu tiên vốn cho hoạt động SXKD, nông nghiệp, nông thôn, XK, CN hỗ trợ.

Hồi phục kinh tế trên nền tảng nói lỏng tín dụng và mở rộng đầu tư trong giai đoạn 2005-2009 đã để lại những hậu quả khó lường cho kinh tế Việt Nam. Lạm phát tăng cao, thâm hụt kép, dự trữ ngoại hối mỏng, thị trường tiền tệ rối loạn. Và thắt chặt tiền tệ là hệ quả tất yếu.

- *Thắt chặt cung tiền:* Động thái điều chỉnh tăng lên 12% đối với lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt trong thanh toán bù trừ của NHNN từ ngày 8/3/2011 theo Quyết định số 379/QĐ-NHNN; đã phát đi tín hiệu thể hiện tính thống nhất và sự đồng thuận cao trong mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định vĩ mô thông qua giảm mạnh lượng cung tiền M2 trong lưu thông. Đặc biệt, việc tăng mạnh lãi suất chiết khấu thêm 5% lên mức 12% ngoài việc giải quyết tình trạng luồng tiền chạy vòng vòng trong hệ thống ngân hàng xảy ra phổ biến cuối năm 2010; sự cân bằng chênh lệch với lãi suất thị trường mở 12% thì kênh tái chiết khấu giá rẻ hay sự ưu ái nguồn vốn đầu vào đã chính thức được “đóng lại”. Theo đó, cơ hội kinh doanh sẽ được chia đều giữa các doanh nghiệp, lãi suất sẽ dần ổn định. ...



Nguồn: TVSI tổng hợp

- *Tạm dừng các hoạt động giao dịch ngoại hối tự do:* Ngoài việc tạo nên sự gắn kết giữa kinh tế trong nước và kinh tế thế giới thì Đô la hóa trong giai đoạn lạm phát cao đã mang lại nhiều ảnh hưởng tiêu cực cho nền kinh tế Việt Nam. Niềm tin VND bị phá vỡ, sự kỳ vọng phá giá tăng cao gây sức ép thanh khoản lên hệ thống NHTM vào cuối năm 2010.

Trước sự bất ổn đó, quyết tâm chống Đôla hóa và ổn định thị trường trong NQ số 11 được NHNN thực hiện hóa qua việc kiểm soát chặt chẽ hoạt động thu đổi ngoại tệ tự do với sự phối hợp của công an và quản lý thị trường. Theo đó, thị trường ngoại hối tự do ở các thành phố lớn đều ngừng giao dịch từ ngày 7/3. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng động thái cấm giao dịch tự do là tương đối khó khăn khi mà chính sách tỷ giá trong thời gian qua không tạo nhiều dư địa giúp cải thiện dự trữ ngoại hối. Hệ thống NHTM vẫn gặp khó khăn trong việc huy động ngoại tệ nhằm đáp ứng các nhu cầu chính đáng của người dân và doanh nghiệp. Vì vậy thị trường tự do sẽ có nhiều lý do để tồn tại và các hoạt động càng trở nên tinh vi và khó nắm bắt hơn.

Thực hiện chính sách tài khóa thắt chặt, cắt giảm đầu tư công, giảm bội chi ngân sách nhà nước.

Giảm chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng, thắt chặt tín dụng phi sản xuất: Với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng tín dụng năm 2011 đã được điều chỉnh từ 25% xuống dưới 20%. Đồng thời tiếp tục thắt chặt dòng tín dụng bất động sản và chứng khoán. Theo đó, các tổ chức tín dụng phải giảm tốc độ và tỷ trọng dư nợ cho vay khu vực phi sản xuất so với năm 2010 và tính đến hết 31/12/2011 dư nợ tín dụng tối đa cho khu vực này là 16%. Chúng tôi cho rằng, đây là động thái tích cực trong việc tăng cung hàng hóa và giảm lạm phát, tránh tình trạng bong bóng tài sản gây sức ép lớn đến lạm phát. Tuy nhiên, khu vực phi sản xuất đặc biệt là chứng khoán và bất động sản sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn huy động vốn.

Triển vọng quý II/2011

Tiếp tục thắt chặt tiền tệ trong quý II và kết hợp hài hòa với chính sách tài khóa là lựa chọn hợp lý trong giai đoạn lạm phát cao như hiện nay. Qua đó, việc tiếp tục điều chỉnh tăng các mức lãi suất chính sách hoặc dự trữ bắt buộc đều có khả năng xảy ra. Tuy nhiên, thanh khoản hệ thống NHTM chưa có sự cải thiện, cộng thêm những quy định về an toàn từ thông tư 13 và 19 sẽ tiếp tục gây trở ngại về vốn cho hệ thống. Vì vậy chúng tôi cho rằng, khả năng tăng dự trữ bắt buộc sẽ chỉ xảy ra trong trường hợp tín dụng và cung tiền vượt khỏi tầm kiểm soát của Chính phủ và gây ảnh hưởng lớn đến mục tiêu ổn định vĩ mô.

Chống đô la hóa, cải thiện cán cân thương mại và dự trữ ngoại hối tiếp tục là những chủ đề nóng bỏng trong quý II. Chính phủ cần phải có những quyết sách mạnh mẽ hơn trong việc thu hút nguồn ngoại tệ vào hệ thống chính thức nhằm đáp ứng nhu cầu USD của doanh nghiệp và người dân chứ không chỉ dừng lại ở những chính sách ứng phó như nghiêm cấm các giao dịch ngoại hối tự do, thực hiện “kết hối” với các tổng công ty hay tập đoàn lớn...

Tác động đối với các biến số:

- **Tăng trưởng kinh tế:** Với định hướng giảm tổng cầu mạnh mẽ qua chính sách thắt chặt tiền tệ cộng hưởng thêm tổng cung chịu ảnh hưởng đáng kể từ việc gia tăng các chi phí sản xuất. Tốc độ tăng trưởng GDP quý II được dự báo ở mức thấp. Mục tiêu tăng trưởng 7% trong năm 2011 khó hoàn thành
- **Lạm phát:** Quý I, chỉ số CPI tiếp tục tăng cao - 6.12% so với tháng 12/2011. Với sự cộng hưởng trên nhiều khía cạnh, tính mùa vụ trong kỳ nghỉ Tết Âm Lịch trong tháng 1 và tháng 2. Tác động tăng mạnh tỷ giá cùng điều chỉnh tăng giá xăng dầu, điện cuối tháng 2, đầu tháng 3 trong khi lãi suất duy trì mức cao ảnh hưởng tới việc tăng chi phí đầu vào và chi phí tài chính doanh nghiệp từ đó đẩy giá hàng hóa tăng cao. Bất ổn trung đông khiến cho nguồn cung giá dầu sụt giảm trong khi đó khủng hoảng lương thực tiếp tục căng thẳng và chưa có hướng giải quyết. Vì vậy chúng tôi cho rằng sức ép lên từ việc tăng giá hàng hóa cơ bản và lương thực sẽ khiến cho lạm phát quý II tiếp tục duy trì ở mức cao, nhưng sẽ giảm dần về cuối quý
- **Lãi suất:** Mặc dù lãi suất huy động trần 14% đã được luật hóa qua thông tư 02 ngày 3/3/2011 nhưng với chính sách tiền tệ thắt chặt mạnh mẽ từ Nghị Quyết số 11 thì lãi suất trên các thị trường trong quý 2 sẽ tiếp tục ở mức cao và khó có dấu hiệu giảm. Đặc biệt, khi lãi suất có mối quan hệ chặt chẽ với lạm phát và kỳ vọng lạm phát.
- **Tỷ giá:** Trước những động thái mạnh mẽ của chính phủ trong việc quản lý chặt thị trường ngoại hối tự do đồng thời kiểm chế nhập siêu khi ban hành những quy định hạn chế nhập siêu, và đặc biệt, giải ngân FDI và ODA có xu hướng tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng, tỷ giá quý II/2011 sẽ tiếp tục được NHNN điều chỉnh linh hoạt, khả năng tăng tỷ giá chính thức với biên độ lớn là khó xảy ra.



Diễn biến:

Mở đầu quý I/2011, TTCK tiếp tục xu hướng tăng trước sự nâng đỡ mạnh mẽ từ các BCs như BVH, MSN, VCB, DPM ...thông qua hoạt động mua ròng của các ETFs và khối ngoại. Tuy nhiên, giới đầu tư tỏ ra lo ngại khi CPI hai tháng đầu năm được công bố với mức tăng khá cao. Áp lực bán gia tăng trên diện rộng khiến cho chỉ số thị trường đảo chiều xu hướng tăng ngắn hạn, trở lại xu hướng giảm dài hạn.

Tiếp đó, sức ép từ chính sách tiền tệ & tài khóa thắt chặt trong tháng 3 đặc biệt là quy định về hạn mức dư nợ tín dụng tối đa 16% trên tổng hạn mức dư nợ đến hết ngày 31/12/2011 đối với lĩnh vực phi sản xuất chủ yếu là chứng khoán và bất động sản đã khiến cho dòng vốn chảy vào TTCK chững lại và suy yếu. Vn-index dao động ngang trong xu hướng giảm điểm và đóng cửa Quý I tại 61.13 điểm gần mức thấp nhất.

Trong khi đó, xu hướng giảm điểm mạnh mẽ liên tục bao trùm sàn Hnx khi chỉ số thị trường lần lượt phá vỡ các mốc hỗ trợ ngắn hạn. Với diễn biến hiện tại, trong quý II Hnx có thể sẽ tìm đến vùng hỗ trợ 83-85 điểm hình thành vào tháng 3 /2009.

Triển vọng:

Mặc dù trên các khía cạnh thống kê và định giá theo P/E và P/B thì TTCK Việt Nam hấp dẫn tương đối so với các thị trường mới nổi trong khu vực. Nhưng rủi ro từ bất ổn vĩ mô trong năm 2011 cùng với việc thiếu nhất quán trong các chính sách điều hành vĩ mô gây ảnh hưởng không tốt đối với quyết định giải ngân vốn của giới đầu tư. Chúng tôi cho rằng, không có nhiều nền tảng giúp TTCK tăng trưởng mạnh trở lại trong quý II khi mà quyết tâm ổn định vĩ mô của chính phủ tiếp tục được hiện thực hóa. Vì vậy, TTCK quý II khá phù hợp với nhà đầu tư giá trị với tầm nhìn trung và dài hạn hơn là nhóm đầu cơ cổ phiếu. Chi tiết lý giải khuyến nghị theo ngành được trình bày trong phần tiếp theo cùng với các thông tin tham khảo đối với các mã cổ phiếu khuyến nghị đầu tư được chúng tôi lựa chọn

Thống kê Ngành

Số công ty	8
Vốn hóa (tỷ VND)	161,328.21

Định giá (lần)

P/E cơ bản	11.0
P/B	2.1
P/Cashflow	3.2

Sức khỏe tài chính (%)

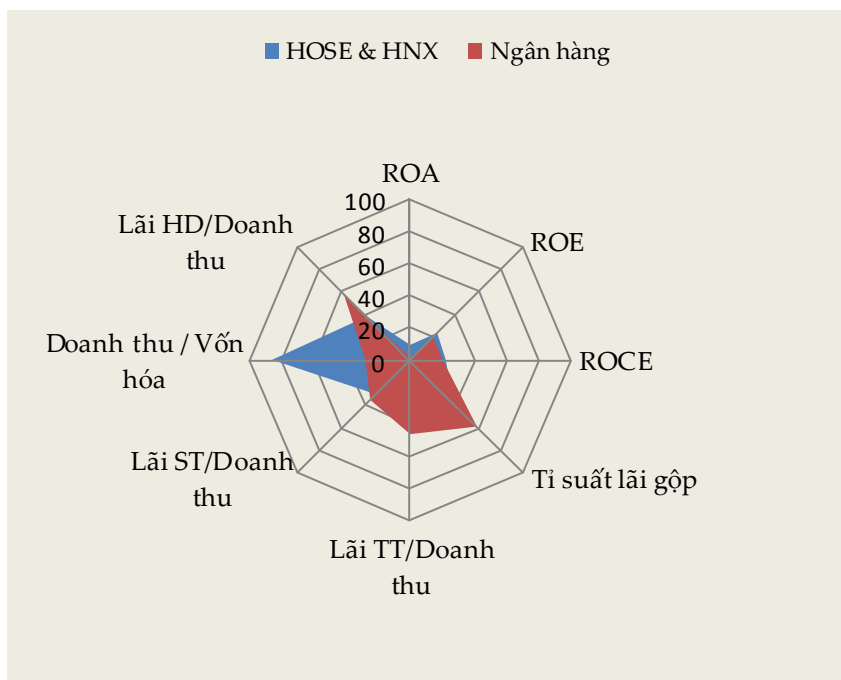
Dư nợ/tiền gửi	0.1
VCSH/Tài sản	0.1
VCSH/Dư nợ	0.1

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ lệ lãi thuần NIM	3.4
Lãi suất cho vay BQ	9.8
Lãi suất huy động BQ	-6.8
Non-interest Income	49.5

Chất lượng tài sản (%)

NPLs/Dư nợ	0.8
Dự phòng/NPLs	1.8



Nguồn: TVSI

Ngân hàng là một trong những ngành chịu ảnh hưởng nhiều nhất từ các chính sách điều tiết của Chính phủ và NHNN trong việc kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô trong những tháng đầu năm. Hầu hết, các nghị quyết, thông tư NHNN ban hành đều gây khó khăn cho hoạt động kinh doanh của khối ngân hàng cả về huy động vốn lẫn cho vay vốn.

Tính thanh khoản trong hệ thống ngân hàng bị co hẹp: Có thể thấy rằng trong 3 tháng đầu năm hoạt động huy động vốn của ngân hàng gặp nhiều trở ngại hơn khi NHNN ban hành thông tư 02 quy định mức trần lãi suất cho vay bằng VNĐ ở mức 14% và thông tư 04 quy định áp dụng mức lãi suất tiền gửi không kỳ hạn cho những tổ chức, cá nhân rút tiền gửi có kỳ hạn trước hạn. Luồng tiền huy động vào ngân hàng bị thu hẹp, đặc biệt gây khó khăn cho các ngân hàng nhỏ và chưa niêm yết, còn các ngân hàng lớn đã niêm yết trên sàn thì chịu ít tác động hơn. Tính từ đầu năm đến nay, NHNN đã hút ròng hơn 24,000 tỷ đồng và liên tiếp hút ròng trong 3 tuần đầu tháng 3 nhằm thực hiện mục tiêu kiểm chế lạm phát tăng cao. Điều này cũng khiến cho các NHTM khó vay vốn hơn trên thị trường mở trong thời gian tới.

Lãi suất cho vay tăng cao làm cho DN khó tiếp cận vốn: Việc NHNN nâng các lãi suất chủ chốt như lãi suất tái chiết khấu, tái cấp vốn lên 12% gián tiếp làm lãi suất cho vay tăng lên trên 20%/năm, doanh nghiệp khó tiếp cận được vốn bằng VNĐ và chuyển sang huy động vốn bằng ngoại tệ với lãi suất thấp hơn. Tuy nhiên, ngày 9/4 NHNN đã có quyết định tăng tỷ lệ DTBB bằng ngoại tệ thêm 2% lên 6% đối với các NHTM trừ Agribank khiến các DN đã khó lại càng khó khăn hơn trong việc huy động vốn phục vụ cho sản xuất kinh doanh.

Quan điểm đầu tư: Theo Tổng cục thống kê CPI tháng 3 tăng 2.17%, quý I tăng 6.12% và nhiều mặt hàng chi phí đầu vào tăng giá như than, xăng dầu vào đầu tháng 4 nên khả năng CPI giảm trong thời gian tới là rất khó. Vì vậy, nhiều biện pháp bình ổn vĩ mô và kiểm soát lạm phát từ phía Chính phủ và NHNN sẽ tác động trực tiếp đến hoạt động của khối ngân hàng. Do đó, cổ phiếu ngành ngân hàng chưa thực sự thích hợp để khuyến nghị đầu tư vào thời điểm này.

Thống kê Ngành

Số công ty	60
Vốn hóa (tỷ VND)	134,017.06

Định giá (lần)

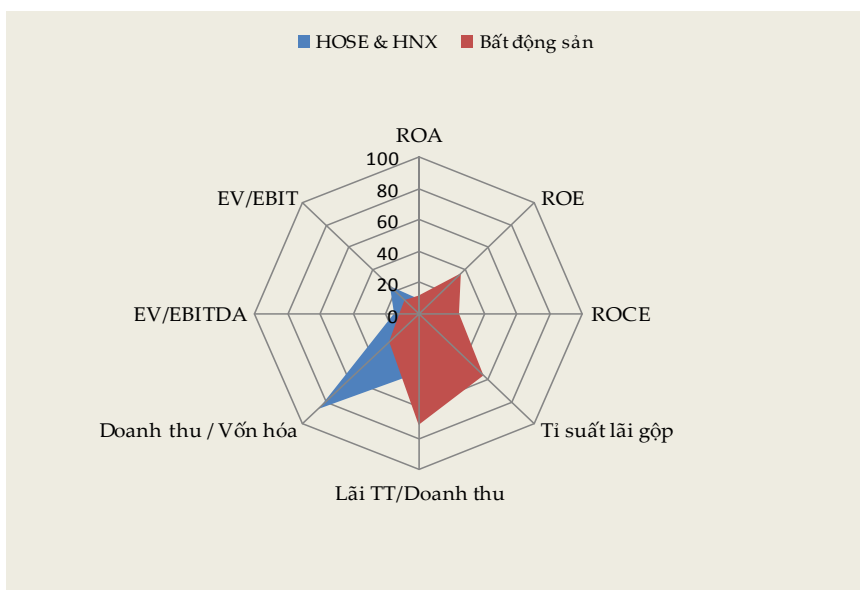
P/E cơ bản	10.09
P/B	3.78
P/Cashflow	15.03

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLD/Nợ NH	2.43
Vay DH/Tổng TS	0.28
Công nợ / VSCH	1.65

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	55.84
Lãi TT/DT	71.07
Lãi ST/DT	55.45



Nguồn: TVSI

Trong những tháng đầu năm 2011, các giao dịch trên hầu hết các phân khúc của thị trường Bất động sản đều chứng về giá cả và lượng giao dịch. Mặc dù vậy, phân khúc đất nền tại những vị trí đẹp đang dần sôi động trở lại nhờ hình thức đầu tư góp vốn khá linh động. Theo đó, người mua có thể vào tên chính chủ mà chỉ cần đóng từ 30% - 50% giá gốc theo hợp đồng của chủ đầu tư.

Tín dụng tiếp tục thắt chặt: Ổn định vĩ mô và kiềm chế lạm phát là thông điệp chính mà Nghị quyết số 11/NQ - CP đưa ra ngày 24/2/2011. Theo đó, van tín dụng đối với lĩnh vực phi tín dụng tiếp tục bị hạn chế dưới 16% tính trên tổng dư nợ tín dụng đến hết 31/12/2011. Vì vậy, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản khó có khả năng phục hồi trong năm 2011.

Lãi suất cho vay tiếp tục ở mức cao: Với diễn biến hiện tại, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay không có khả năng giảm và sẽ ở mức cao do chịu tác động từ chính sách thắt chặt tiền tệ của NHNN trong quý 1. Mới đây nhất là việc tăng lãi suất chiết khấu và tái cấp vốn lên mức 12%/năm. Động thái này gián tiếp tác động mạnh tới chi phí vay vốn của doanh nghiệp.

Phân khúc nhà thu nhập thấp - xu hướng hợp thời: Trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ như hiện nay, việc NH PT&ĐT Việt Nam tiến hành ký kết hợp đồng tín dụng vay vốn ưu đãi và giải ngân cho 5 dự án nhà ở xã hội với số vốn 740,3 tỷ đồng là động thái tích cực. Qua đó nhiều doanh nghiệp đã bắt đầu thâm nhập hoặc tăng cường đầu tư vào lĩnh vực nhà ở dành cho người có thu nhập thấp như một hướng đầu tư an toàn và hứa hẹn nhiều tiềm năng.

Ngành bất động sản - hấp dẫn trong trung và dài hạn: Ngắn hạn thị trường bất động sản sẽ chịu nhiều sức ép về nhu cầu vốn đầu tư khi chính sách điều tiết vĩ mô tiếp tục thắt chặt.

Quan điểm đầu tư

Thị trường BDS trên nhiều phân khúc trong Quý 2 tiếp tục gặp nhiều khó khăn trước chính sách thắt chặt tiền tệ của Chính phủ. Mặc dù vậy, việc giảm mạnh của TTCK trong thời gian vừa qua đã hình thành mặt bằng giá hấp dẫn với mức chi phí cơ hội thấp. Với tầm nhìn trung và dài hạn chúng tôi cho rằng, quý 2 sẽ là thời điểm giải ngân hoặc gia tăng tỷ trọng đối với nhóm doanh nghiệp có quỹ đất sạch lớn với lợi nhuận biên cao.

Cổ phiếu khuyến nghị: SJS, NTL, BCI, TDH

Khuyến nghị: Nên mua



Giá hiện tại: 48,900 VND

Giá mục tiêu: 55,250 VND

Key Stock Statistics

52 - Wk biến động	46.8—89	EPS cơ bản	6,001	Doanh thu 2011	3,000 tỷ
KLGD bình quân 10 ngày	221,158	P/E cơ bản	8.15	LNST 2011	650 tỷ
Giá trị vốn hóa	5,050	P/B	2.22	EPS forward	6,500
Sở hữu NĐTNN	31.9%	Giá trị sổ sách	22,033	Cổ tức dự kiến	

Sức khỏe tài chính

Thanh toán hiện hành	0.4
Nợ dài hạn/VCSH	22.7%
Nợ phải trả/VCSH	74.9%

Hoạt động kinh doanh chính

Tiền thân là doanh nghiệp nhà nước thuộc tổng công ty xây dựng Sông Đà. Sau gần 10 năm hoạt động đến nay SJS đã khẳng định mình trên nhiều lĩnh vực đặc biệt trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản khi chiếm tới 94% doanh thu và 96% lợi nhuận gộp.

Triển vọng đầu tư

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	0.23
Vòng quay HTK	2.99
Vòng quay khoản phải thu	2.79

Quỹ đất lớn với giá đền bù rẻ: Sở hữu 1800 ha đất trong đó khoảng 500 ha đất sạch, các dự án bất động sản của SJS đều có mức chi phí đền bù thu hồi đất rẻ. Điều này giúp cho SJS có được giá vốn hàng bán thấp và lợi nhuận biên gộp duy trì ở mức cao từ 50% -60%.

Nhiều dự án ở vị trí đắc địa tại khu vực phía Bắc và Hà Nội mang lại nguồn doanh thu chính và ổn định cho SJS như KĐT Nam An Khánh, dự án Phố Mới và dự án Văn La— Văn Khê.

Hiệu quả quản lý

ROA	12.8%
ROE	24.2%
DTT/Vốn hóa	21.0%

Hiệu quả kinh doanh cao: Mặc dù hạn chế về vốn để đầu tư tại các dự án lớn nhưng hiệu quả quản lý tốt đã đem lại cho SJS khả năng sinh lời cao so với các CTNY trong ngành với ROA, ROE năm 2010 lần lượt là 12.8% và 24.2%

Quỹ đất đang mở rộng với nhiều dự án lớn ở phía Nam: Hiện nay SJS đang dần mở rộng quỹ đất của mình tại thị trường miền Trung và miền Nam thông qua sự hợp tác với nhiều công ty khác với tổng quỹ đất 97.2ha thuộc các dự án khu văn phòng, nhà ở tại Đà Nẵng, dự án KĐT khép kín Long Tân—Sông Đà tại Đồng Nai, khu nhà ở Sudico-SPM tại Q.9, HCM. Bên cạnh đó SJS vẫn duy trì đầu tư tại thị trường truyền thống phía Bắc như Quảng Ninh, Hưng Yên, Hà Nội với tổng quỹ đất 1,280.87 ha.

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	64.9%
EBITDA/DTT	62.6%
LNST/DTT	62.1%
LNST/DTT	46.5%

Quan điểm đầu tư

Theo quan điểm của chúng tôi, đây là thời điểm thích hợp để đầu tư cổ phiếu SJS trong trung và dài hạn với lý do: Ngoài các lợi thế về triển vọng phát triển của SJS, hiện tại giá cổ phiếu SJS cũng đã giảm về vùng hợp lý, tình hình tài chính cơ bản lành mạnh. Theo phương pháp định giá P/E và kế hoạch 2011 của SJS chúng tôi ước định giá cổ phiếu SJS sẽ vào khoảng 55,250 VND với P/E là 8.5x

Khuyến nghị: Mua



Giá hiện tại: 25,700 VNĐ

Giá mục tiêu: 36,766 VNĐ

Key Stock Statistics

52 - Wk biến động	24.5—63	EPS cơ bản	6,460	Doanh thu 2011	832.44 tỷ VNĐ
KLGD bình quân 10 ngày	121,075	P/E cơ bản	3.98	LNST 2011	179.68 tỷ VNĐ
Giá trị vốn hóa	973.4	P/B	0.71	EPS forward	4,744 VNĐ
Sở hữu NĐTNN	32.6%	Giá trị sổ sách	36,397	Cổ tức dự kiến	20%

Sức khỏe tài chính

Thanh toán hiện hành	2.3
Nợ dài hạn/VCSH	19.6%
Nợ phải trả/VCSH	41.4%

Hoạt động kinh doanh chính

TDH chủ yếu kinh doanh địa ốc, đầu tư phát triển các dự án BĐS, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê; Kinh doanh và khai thác các dịch vụ BĐS, khu dân cư mới và khu công nghiệp. Doanh thu chủ yếu đến từ việc bán các căn hộ chung cư trong dự án chiếm hơn 90% tổng doanh thu.

Triển vọng đầu tư

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	0.24
Vòng quay HTK	0.78
Vòng quay khoản phải thu	0.97

Quyết đất khá với tiềm năng phát triển mạnh: Hiện TDH đang sở hữu hơn 314.73 ha đất với 16 dự án đem lại nguồn thu ổn định cho TDH trong khoảng 7-10 năm tới như dự án Cantavil Premier và Centum Wealth tại TP HCM; dự án phức hợp tại 378 Minh Khai—Hà Nội; Cao ốc phức hợp văn phòng, TM-DV, khách sạn và căn hộ cho thuê tại Lăng Cô—Huế...

Đầu tư dự án BĐS tại Mỹ và Uzbekistan: Là đơn vị đầu tiên mở rộng hợp tác đầu tư ra nước ngoài, TDH sẽ tận dụng được sự hỗ trợ cả về vốn và công nghệ trong việc triển khai các dự án, góp phần đẩy nhanh tiến độ hoàn thành dự án đầu tư.

Hiệu quả quản lý

ROA	11.9%
ROE	19.0%
DTT/Vốn hóa	56.4%

Phát hành thành công 34.81% trái phiếu chuyển đổi góp phần nâng cao năng lực tài chính cho TDH vào việc đầu tư các dự án: Lượng tiền thu được từ đợt chào bán này là 208.87 tỷ đồng đã được TDH phân bổ vào các dự án đã và đang đem lại doanh thu chính cho công ty trong thời gian tới như dự án chung cư TDH—Phước Long, TDH—Phước Bình, dự án phức hợp TDH—Phúc Thịnh Đức.

Quan điểm đầu tư

Với giá bán ở mức trung bình, TDH dễ dàng thu hút được một lượng lớn các khách hàng khu vực miền Nam, không chịu nhiều áp lực chi phí trả lãi khi tỷ lệ nợ ở mức thấp, hiệu quả sinh lời ở mức khá so với các doanh nghiệp cùng ngành. Mức giá cổ phiếu TDH đang giảm xuống gần với mức thấp nhất trong vòng 1 năm qua, hiện tại là cơ hội để NĐT mua vào cổ phiếu này đầu tư. Cũng bằng phương pháp định giá P/E và kế hoạch 2011 của TDH, chúng tôi định giá cổ phiếu TDH vào khoảng 36,766 VNĐ với P/E ở mức 7.75 lần.

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	41.2%
EBITDA/DTT	66.4%
LNST/DTT	58.8%
LNST/DTT	44.5%

Khuyến nghị: Nên mua



Giá hiện tại: 27,100 VNĐ

Giá mục tiêu: 32,158 VNĐ

Key Stock Statistics

52 - Wk biến động	23 – 53	EPS cơ bản	4,583	Doanh thu 2011	1,290 tỷ
KLGD bình quân 10 ngày	351,280	P/E cơ bản	5.7	LNTT 2011	442.7 tỷ
Giá trị vốn hóa	1,958.4	P/B	1.1	LNST 2011	332.025 tỷ
Sở hữu NĐTNN	28.19%	Giá trị sổ sách	23,970	EPS forward	4,594 VNĐ

Sức khỏe tài chính

Thanh toán hiện hành	3.4
Nợ dài hạn/VCSH	28.1%
Nợ phải trả/VCSH	44.1%

Hoạt động kinh doanh chính

Doanh thu chín của BCI đến từ việc đầu tư xây dựng kinh doanh nhà ở, đất ở, căn hộ cao tầng tại các khu dân cư chiếm hơn 90% tổng doanh thu; Đầu tư xây dựng và kinh doanh dịch vụ tại các khu công nghiệp chiếm tỷ lệ nhỏ khoảng 5%, còn lại là đến từ việc môi giới và các dịch vụ khác.

Triển vọng đầu tư

- Sở hữu quỹ đất lớn hơn 820 ha trong đó quỹ đất sạch khoảng 480ha với giá đầu tư ban đầu khá thấp sẽ góp phần hạn chế chi phí giá vốn, tăng doanh thu và lợi nhuận cho BCI
- Các dự án đều nằm ở vị trí thuận lợi, nhiều dân cư sinh sống, các khu công nghiệp nên các căn hộ dự án khả năng chào bán thành công rất cao thông qua sàn giao dịch BĐS của BCI.
- Các dự án đang kinh doanh không vướng phải rào cản nghị định 69 của Chính phủ sẽ làm giảm bớt chi phí đền bù, nộp thuế cho BCI.
- Trong năm 2011, BCI gia tăng hoạt động đầu tư vào các dự án trọng điểm như KDC Phong Phú 4 (84ha), KDC Phong Phú 2 (133ha), KDC 11A (16ha), KĐT Tân Tạo (320ha), An Lạc Plaza (18 tầng – 280 căn hộ)...thuộc phân khúc có thu nhập trung bình có tiềm năng tăng trưởng tốt.

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	0.21
Vòng quay HTK	0.18
Vòng quay khoản phải thu	2.48

Hiệu quả quản lý

ROA	8.3%
ROE	19.5%
DTT/Vốn hóa	42.4%

Quan điểm đầu tư

Mặc dù hiệu quả hoạt động không cao, nhưng chất lượng bán hàng của BCI khá tốt, khả năng thu hồi tiền từ khách hàng tốt. Doanh thu tăng trưởng trung bình hàng năm khoảng 30-35%, chỉ tiêu tài chính đều phản ánh tình hình hoạt động của BCI ổn định; tiềm năng tăng trưởng dài hạn của BCI cao với quỹ đất khổng lồ tập trung tại phân khúc căn hộ, nhà ở tại khu vực đông dân cư. Hiện tại, giá cổ phiếu BCI về vùng thấp, tính thanh khoản cao phù hợp để đầu tư trung và dài hạn. Theo ước tính của chúng tôi, giá cổ phiếu BCI có khả năng tăng lên mức 32,158 VNĐ.

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	51.4%
EBITDA/DTT	48.5%
LNTT/DTT	46.6%
LNST/DTT	35.6%

Khuyến nghị: Mua



Giá hiện tại: 57,500 VNĐ

Giá mục tiêu: 81,081 VNĐ

Key Stock Statistics

52 -Wk biến động	55—88.5	EPS cơ bản	18,303	Doanh thu 2011	1900 tỷ
KLGD bình quân 10 ngày	172,716	P/E cơ bản	3.22	LNTT 2011	788 tỷ
Giá trị vốn hóa	1,792.69	P/B	1.90	EPS forward	18,018
Sở hữu NĐTNN	22.67%	Giá trị sổ sách	31,070	Cổ tức dự kiến	> 25%

Sức khỏe tài chính

Thanh toán ngắn hạn	1.8
Nợ dài hạn/VCSH	0.0%
Nợ phải trả/ VCSH	1.1%

Hoạt động kinh doanh chính

Nhà Từ Liêm hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng đô thị, tổ chức kinh doanh nhà, kinh doanh bất động sản. Trong đó mảng đem lại doanh thu lớn nhất cho NTL là mảng kinh doanh bất động sản với tỷ lệ khoảng 80% đến chủ yếu từ hai dự án Trạm Trôi và Dịch Vọng, còn lại là doanh thu đến từ mảng xây lắp và dịch vụ khác.

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	0.64
Vòng quay HTK	0.79
Vòng quay khoản phải thu	4.23

Triển vọng đầu tư

Không chịu ảnh hưởng lớn từ biến động lãi suất: Tỷ lệ nợ của NTL ở mức cực kỳ thấp so với các công ty trong ngành sẽ giúp NTL không phải chịu gánh nặng trả lãi trong thời điểm nền kinh tế đang trong quá trình phục hồi sau khủng hoảng khi lãi suất cho vay ở mức cao nên tỷ suất lợi nhuận ở mức cao từ 40 –56%.

Hiệu quả quản lý

ROA	34.3%
ROE	75.3%
DTT/Vốn hóa	76.1%

Tình hình tài chính lành mạnh: Tiến độ thi công dự án của NTL khá nhanh so với các công ty trong ngành, không chịu rủi ro từ lãi vay, với chất lượng dự án đảm bảo ổn định từ các dự án Trạm Trôi, Dịch Vọng khách hàng luôn thực hiện tốt nghĩa vụ thanh toán đối với NTL, hiệu quả sinh lời từ vốn chủ rất cao trên 75%.

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	54.3%
EBITDA/DTT	56.1%
LNTT/DTT	56.0%
LNST/DTT	41.6%

Hai dự án mới không chịu ảnh hưởng từ nghị định 69 của Chính phủ: NTL đã có quyền sử dụng đất với hai dự án mới là Tây Hồ—Hoài Đức (100ha) và Hòa Sơn—Hòa Bình (32ha) nên nghị định 69 sẽ không tác động đến việc thực hiện hai dự án này trong tương lai.

Quan điểm đầu tư

Nghị định 71 có thể gây chậm tiến độ bán hàng của NTL dù công ty đã có kế hoạch bán 7.3ha còn lại của dự án Trạm Trôi trong 3 năm tới song nhiều khả năng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của NTL vẫn sẽ chậm lại. Chính bởi lý do này đã làm giảm mức hấp dẫn của NTL xuống, nhưng xét về tính ổn định cũng như khả năng sinh lời ới tình hình tài chính lành mạnh thì cổ phiếu NTL vẫn thích hợp để đầu tư ngắn hạn khi cổ phiếu NTL vẫn giữ mức thanh khoản cao và giá đã giảm tương đối trong vòng 1 năm trở lại đây. Giá cổ phiếu NTL được chúng tôi đánh giá ở mức 81,081 VNĐ với P/E là 4.5x.

Thống kê Ngành

Số công ty	12
Vốn hóa (tỷ VND)	9,920.65

Định giá (lần)

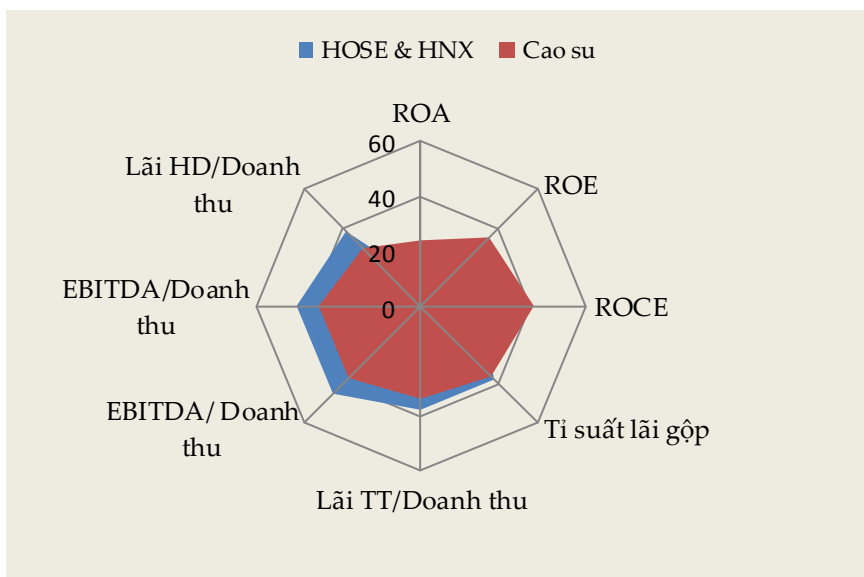
P/E cơ bản	6.88
P/B	2.17
P/Cashflow	79.84

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLD/Nợ NH	1.85
Vay DH/Tổng TS	0.04
Công nợ / VSCH	0.53

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	36.25
Lãi TT/ DT	33.72
Lãi ST/DT	28.96



Nguồn: TVSI

Mặc dù quý I đầu năm các công ty xuất khẩu gặp khó khăn trong việc khai thác sản lượng do vườn cây bước vào mùa rụng lá và không cho mùa song doanh thu vẫn không sụt giảm nhờ xuất khẩu từ nguồn dự trữ và giá cao su thế giới ở mức cao. Tuy nhiên kim ngạch xuất khẩu cao su của các doanh nghiệp Việt Nam giảm do kỳ nghỉ Tết kéo dài. Trong quý I, các công ty xuất khẩu cao su tự nhiên được hưởng khá nhiều ưu đãi như:

Chính sách nói rộng tỷ giá: Việt Nam có đến 80% sản lượng cao su tự nhiên được xuất khẩu. Do đó việc nói rộng tỷ giá thêm 9.3% từ đầu năm có tác động tích cực đến ngành sản xuất Cao su tự nhiên.

Là một trong những quốc gia được tham gia vào nhiệm vụ bình ổn giá cao su thế giới: VN được mời gia nhập Consortium cao su quốc tế (IRCO) cùng Thái Lan, Indonesia, Malaysia với mục đích bình ổn giá. Đây là một tín hiệu đáng mừng vì IRCO nếu có sự tham gia của Việt Nam sẽ chiếm đến 80% lượng cao su tự nhiên toàn thế giới.

Giá cao su thế giới ở xu hướng tăng: Mặc dù cầu về cao su giảm trong ngắn hạn do Trung Quốc ngừng mua cao su thiên nhiên dự trữ và thảm họa động đất sóng thần xảy ra tại Nhật Bản nhưng theo đánh giá của Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên ANRPC ảnh hưởng này là không đáng kể. Hơn nữa cầu về cao su năm 2011 vẫn ở mức cao (26.1 triệu tấn, cao hơn năm 2010 khoảng 6.97%) trong khi nguồn cung từ nước xuất khẩu cao su có sản lượng lớn nhất thế giới là Thái Lan bị thu hẹp do gặp thiên tai vào cuối tháng 3 sẽ là nguyên nhân chính khiến giá cao su thế giới sẽ còn tiếp tục tăng trong thời gian tới.

Những thuận lợi trong quý I vẫn tác động tích cực tới giá xuất khẩu và đem lại doanh thu, lợi nhuận cao cho các doanh nghiệp xuất khẩu cao su tự nhiên của Việt Nam.

Quan điểm đầu tư:

Quý II là quý cao điểm khai thác cao su của các Doanh nghiệp Việt Nam. Chính vì vậy, cộng với thuận lợi do chính sách nói rộng tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước, và giá đầu đang không ngừng tăng, thì quý 2 năm nay được đánh giá là khá thuận lợi đối với các DN sản xuất cao su tự nhiên của Việt Nam. Chúng tôi sẽ căn cứ vào tỷ lệ D/E, các chỉ số sinh lợi như EPS, ROE, ROA, chỉ tiêu định giá như P/E, P/B... và đặc biệt tình trạng các vườn cây cho mùa của Doanh nghiệp (diện tích, khả năng mở rộng, năng suất cao su, tuổi của vườn cây...) để chọn ra những Doanh nghiệp đáng quan tâm trong quý II này. Dựa trên các tiêu chí đó, chúng tôi cho rằng DPR và PHR là những Cổ phiếu đáng được chú ý.

Khuyến nghị: Nên mua



Giá hiện tại: 59,500 VND

Giá mục tiêu: 66,200 VND

Key Stock Statistics

52 -Wk biến động	54.7—69.5	EPS pha loãng	9.384	Doanh thu 2011	-
KLGD bình quân 10 ngày	5,431	P/E pha loãng	6.341	LNTT 2011	281.25 tỷ
Giá trị vốn hóa	2,558.50 tỷ	P/B	28.560	EPS forward	6,541
Sở hữu NĐTNN	32.28%	Giá trị sổ sách	2.083		

Diện tích trồng cao su (ha)	10,038
Năng suất (tấn/ha)	2.21
Dividend yield	2.52%

Sức khỏe tài chính

Thanh toán ngắn hạn	1.95
Nợ dài hạn/VCSH	2.99%
Nợ phải trả/ VCSH	34.27%

Đánh giá hoạt động

Vòng quay TTS	0.70
Vòng quay HTK	8.21
Kỳ thu tiền bình quân	10.23

Hiệu quả quản lý

ROA	27.04%
ROE	37.70%
DTT/Vốn hóa	40.20%

Đánh giá lợi nhuận

Tỷ lệ lãi gộp	45.01%
EBITDA/DTT	45.43%
LNTT/DTT	42.29%
LNST/DTT	38.41%

Hoạt động kinh doanh chính

Sản xuất, chế biến và xuất khẩu cao su thiên nhiên, doanh thu chính chủ yếu đến từ mảng xuất khẩu cao su, chiếm 90% tổng doanh thu, thu nhập còn lại đến từ việc thanh lý cây cao su.

Triển vọng đầu tư

- Lợi thế về diện tích vườn cây với độ tuổi cây trẻ: DPR có diện tích vườn cây cao su hơn 10,000 ha với tuổi đời còn khá trẻ, diện tích cây trồng trong độ tuổi khai thác từ 11—15 năm chiếm 32% tổng diện tích vườn cây. Năng suất khai thác hiện nay lớn nhất trong tập đoàn Cao su Việt Nam (2.21 tấn/ha) đảm bảo cho khả năng khai thác của DPR luôn ổn định trong khoảng từ 3-5 năm tới.
- Chiến lược phát triển theo chiều rộng: Hiện DPR đang mở rộng diện tích vườn cây sang vùng Đắk Nông và biên giới Campuchia khoảng 8,000 ha và đã thực hiện được 50%. Dự kiến 2014 sẽ đưa vào thu hoạch, nâng cả sản lượng và doanh thu của DPR lên trong xu hướng giá cao su ngày càng tăng cao do cầu lớn.
- Hoạt động kinh doanh hiệu quả: DPR đã đạt 46% lợi nhuận kế hoạch năm 2011 chỉ trong 2 tháng đầu năm, do giá cao su thế giới thuận lợi. EPS hiện ở mức cao nhất trong các Doanh nghiệp cao su thiên nhiên niêm yết.
- Được hưởng ưu đãi về thuế: Hiện nay công ty đang được hưởng ưu đãi về thuế TNDN của công ty mẹ trong giai đoạn 2010 - 2013 là 7.5%/năm, 2014 - 2017 là 15%/năm.

Quan điểm đầu tư

Hiện giá đã về vùng thấp, với P/E, P/B thấp hơn so với thị trường. Các chỉ số tài chính của công ty, về cơ bản là tốt, thích hợp để đầu tư trong cả ngắn hạn và dài hạn. Dựa theo phương pháp định giá P/E và kế hoạch năm 2011 của DPR, chúng tôi định giá cổ phiếu DPR vào mức 66,200 đồng với P/E trung bình ngành 7.x.

Khuyến nghị: Nên mua



Giá hiện tại: 33,700 VNĐ

Giá mục tiêu: 39,565 VNĐ

Key Stock Statistics

52 -Wk biến động	32.2—40.1	EPS pha loãng	6.231	Doanh thu kế hoạch	466.31 tỷ
KLGD bình quân 10 ngày	60,670	P/E pha loãng	5.408	Lợi nhuận kế hoạch	5.83 tỷ
Giá trị vốn hóa	2,70 tỷ	P/B	15.798	EPS forward	5,831
Sở hữu NĐTNN	22.78%	Giá trị sổ sách	2.133		

Diện tích trồng cao su (ha)	15,800
Năng suất (tấn/ha)	2.04
Dividend yield	8.90%

Hoạt động kinh doanh chính

Sản xuất, chế biến và xuất khẩu cao su thiên nhiên, doanh thu từ hoạt động chính chiếm 98% tổng doanh thu.

Triển vọng đầu tư

Sức khỏe tài chính	
Thanh toán ngắn hạn	0.93
Nợ dài hạn/VCSH	3.94%
Nợ phải trả/VCSH	78.23%

Là một trong 5 đơn vị có quy mô vườn cây và sản lượng khai thác lớn nhất toàn ngành:

Diện tích vườn cây cao su 15,800 ha, năng suất đứng thứ 2 sau DPR với 2.04 tấn/ha. Công ty đang mở rộng diện tích rừng cây sang khu vực Campuchia, mỗi năm trồng khoảng 800 ha cây mới nhằm bổ sung nguồn khai thác, thay thế cho tuổi cây đã quá già, không thể cho mùa.

Đánh giá hoạt động	
Vòng quay TTS	0.97
Vòng quay HTK	8.44
Kỳ thu tiền bình quân	6.76

Lợi thế về giá bán trung bình: Mặc dù vườn cây cao su của PHR đã vào giai đoạn thanh lý hầu hết, sản lượng giảm trong 2-3 năm trở lại đây, nhưng nhờ lợi thế về giá bán trung bình thường cao hơn các doanh nghiệp khác như TRC, DPR, HRC từ 1-2 triệu đồng/tấn nên doanh thu của PHR vẫn duy trì ổn định ở mức cao.

Tài chính lành mạnh, hiệu quả sinh lời cao: Doanh thu tăng trưởng trung bình hàng năm vào mức...%, sử dụng tốt nguồn dự trữ để phục vụ cho hoạt động kinh doanh của năm sau, đặc biệt trong mùa thay lá tháng 2, đảm bảo doanh thu không có nhiều đột biến. ROE ở mức cao nhất trong các doanh nghiệp cao su niêm yết trên sàn năm 2010—41.11%.

Hiệu quả quản lý	
ROA	24.06%
ROE	41.11%
DTT/Vốn hóa	75.32%

Tiềm năng từ các dự án đầu tư: PHR đang đầu tư vào 1 dự án trồng cây cao su trong kế hoạch tái canh và trồng mới, dự kiến sản lượng sẽ có nhiều đột biến trong 5 năm tới.

Đánh giá lợi nhuận	
Tỷ lệ lãi gộp	34.95%
EBITDA/DTT	36.00%
LNTT/DTT	32.59%
LNST/DTT	24.78%

Không phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc: giúp công ty chủ động hơn trong vấn đề tiêu thụ cũng như giá bán, PHR chỉ bán một phần không đáng kể vào thị trường này (không tính bán cho các công ty thương mại sau đó bán vào thị trường Trung Quốc).

Quan điểm đầu tư

PHR là cổ phiếu có tính thanh khoản cao, các chỉ tiêu cơ bản tốt, tiềm năng phát triển ổn định thích hợp cho chiến lược đầu tư trung và dài hạn trong xu hướng giá cao su thế giới đang tăng do cầu tăng. Dự báo giá PHR sẽ khoảng 39,565 VNĐ theo phương pháp định giá P/E, P/B và kế hoạch 2011 của PHR, với P/E trung bình 7.x, P/B trung bình 1.95

Thống kê Ngành

Số công ty	15
Vốn hóa (tỷ VND)	9,371

Định giá (lần)

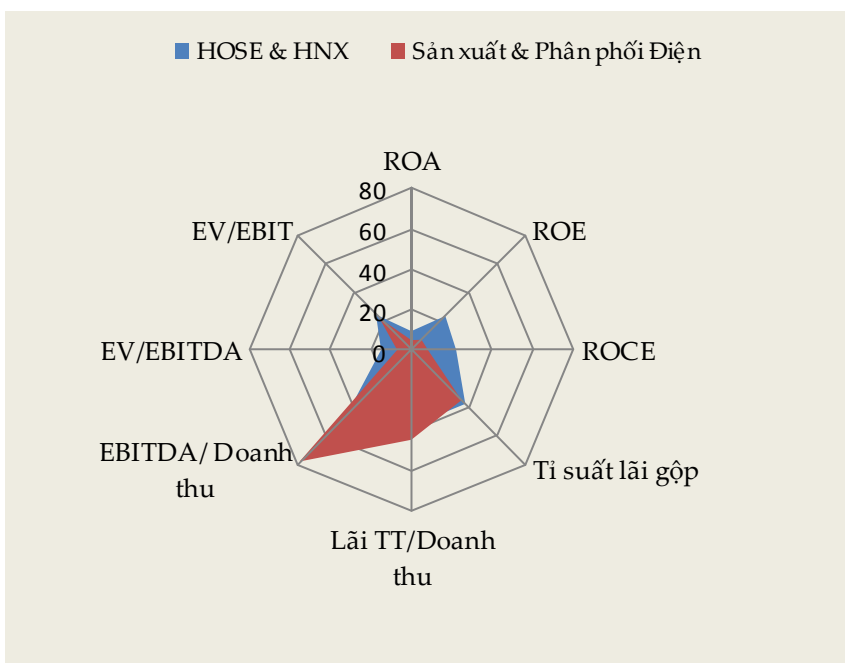
P/E cơ bản	8.93
P/B	0.80

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLD/Nợ NH	3.85
Vay DH/Tổng TS	0.22
Công nợ / VSCH	1.04

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	39.33
Lãi TT/DT	90.11
Lãi ST/DT	87.87
ROA	8.23
ROE	14.78



Nguồn: TVSI

Thị trường điện trong ba tháng đầu năm đối mặt với nhiều khó khăn do thời tiết không thuận lợi. Hạn hán diễn ra khá sớm, các doanh nghiệp sản xuất điện không đáp ứng được 100% công suất nên xuất hiện tình trạng cắt điện luân phiên ngay từ đầu năm nhằm đảm bảo điện có thể cung ứng cho sản xuất và tiêu dùng trong những tháng cao điểm trong năm.

Việc giá bán lẻ điện sinh hoạt tăng 15.28% từ 1/3 không có tác động nhiều đến doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất điện do cơ chế mua bán điện giữa các doanh nghiệp và EVN. Theo đó, giá bán điện cho EVN sẽ được điều chỉnh theo sự tăng lên của chi phí đầu vào. Đặc biệt trong quý I/2011, các doanh nghiệp sản xuất điện — chủ yếu là nhiệt điện sẽ gặp khó khăn nhiều hơn khi TKV quyết định tăng giá bán than cho sản xuất điện thêm 5% từ đầu tháng 3/2011, chi phí đầu vào tăng sẽ khiến các doanh nghiệp nhiệt điện khó đạt được mức lợi nhuận đề ra.

Dự báo trong những tháng hè cao điểm, tình trạng hạn hán vẫn diễn ra cùng với việc giá xăng dầu tăng trong tháng 2, và có thể sẽ được điều chỉnh tăng tiếp nếu giá dầu thế giới cứ tiếp tục tăng như hiện nay sẽ gây nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất điện, kết quả kinh doanh trong quý II dự báo sẽ không cao.

Khuyến nghị đầu tư:

Mặc dù giá điện được điều chỉnh tăng 15.28% song điều này không gây ảnh hưởng đến kết quả lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành điện. Hơn nữa, trong quý II, các doanh nghiệp ngành điện phải đối mặt với nhiều khó khăn mới từ cả yếu tố khách quan và chủ quan như thời tiết, giá than đầu vào tăng, giá xăng dầu tăng trong khi giá bán lại chưa được điều chỉnh sẽ làm cho cổ phiếu ngành điện không thực sự hấp dẫn để đầu tư trong ngắn và trung hạn.

Thông kê Ngành

Số công ty	14
Vốn hóa (tỷ VND)	10,397.85

Định giá (lần)

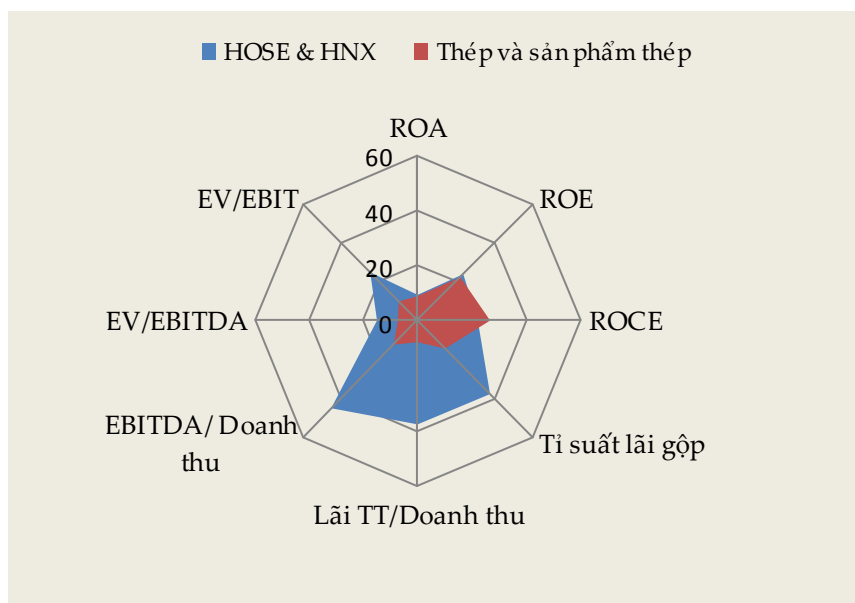
P/E cơ bản	10.38
P/B	1.03

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLD/Nợ NH	1.23
Vay DH/Tổng TS	0.06
Công nợ / VSCH	2.12

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	0.11
Lãi TT/DT	0.04
Lãi ST/DT	0.04
ROA	0.05
ROE	0.14



Nguồn: TVSI

Trong quý I đầu năm thị trường thép trong nước không có nhiều biến động nhưng giá thép xây dựng liên tục tăng cao do 3 yếu tố: **(i)** Giá bán quặng sắt và than đá trên thị trường quốc tế tăng cao khiến giá phôi thép nhập khẩu tăng; **(ii)** Tỷ giá VNĐ/USD tăng thêm 9.3% khiến DN khó tiếp cận vốn phải mua USD trên thị trường tự do; **(iii)** giá xăng dầu, giá điện tăng từ đầu tháng 3/2011 cũng đội thêm chi phí đầu vào khi điện chiếm khoảng 5-6% giá thành sản xuất thép.

Ba yếu tố trên vừa là nguyên nhân làm tăng giá thép xây dựng vừa là những khó khăn mà doanh nghiệp ngành thép phải đối mặt trong những tháng tới khi tác động của chúng dần dần có tác dụng. Trong quý II, giá cả trong ngành sẽ không có nhiều đột biến, doanh nghiệp trong ngành sẽ khó có được lợi nhuận khả quan bởi những lý do sau:

Chi phí đầu vào tăng cao do tỷ giá tăng, giá xăng dầu, giá điện tăng tác động vào chi phí sản xuất trong những tháng tới. Đặc biệt, giá dầu thế giới đang tăng cao do bất ổn chính trị tại Trung Đông, thảm họa tại Nhật Bản nhiều khả năng sẽ khiến các doanh nghiệp xăng dầu trong nước tiếp tục điều chỉnh tăng giá bán. Qua đó, tác động tiếp đến chi phí đầu vào của doanh nghiệp sản xuất thép.

Nhu cầu thép giảm bởi việc cắt giảm chi tiêu công theo nghị quyết 11/NQ-CP và giá thép nhập khẩu từ Trung Quốc đang rẻ hơn 600-700 nghìn đồng/tấn sẽ làm gia tăng áp lực cạnh tranh đối với các DN sản xuất thép trong nước. Từ đó, giá cả các mặt hàng thép khó có khả năng tăng trong những tháng tới.

CPI quý I ở mức 6.12%, để kiềm chế lạm phát, chính sách tiền tệ vẫn được thắt chặt, lãi suất khó có thể giảm trong thời gian tới sẽ làm gia tăng khó khăn cho các doanh nghiệp thép vì chi phí tài chính sẽ tăng.

Quan điểm đầu tư: Vì doanh nghiệp ngành thép có khá nhiều yếu tố không thuận lợi trong những tháng tiếp theo nên chúng tôi đánh giá cổ phiếu ngành thép chưa thực sự hấp dẫn để đầu tư. NĐT nên đứng ngoài quan sát và không nên gia tăng tỷ trọng cổ phiếu ngành thép trong danh mục đầu tư.

Thông kê Ngành

Số công ty	26
Vốn hóa (tỷ VND)	10,076.99

Định giá (lần)

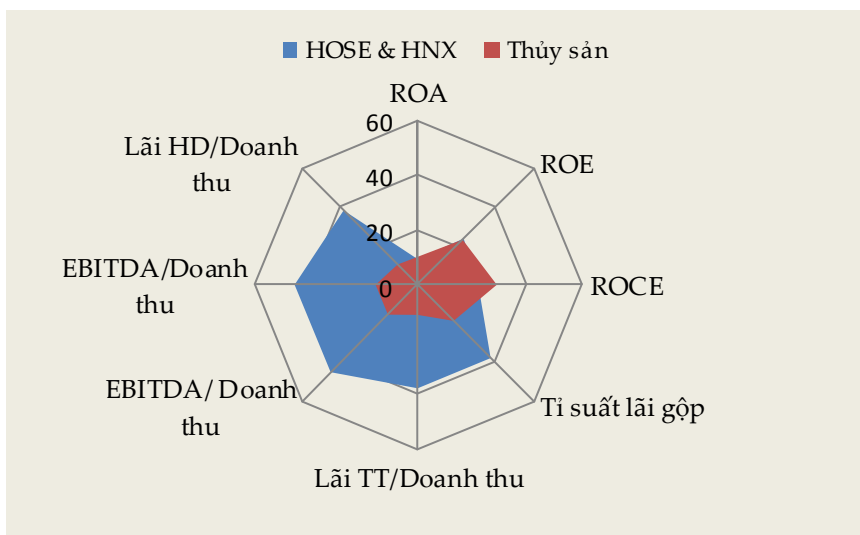
P/E cơ bản	6.33
P/B	1.11
P/Cashflow	-0.27

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLD/Nợ NH	1.74
Vay DH/Tổng TS	0.07
Công nợ / VSCH	1.45

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	18.62
Lãi TT/DT	10.98
Lãi ST/DT	9.44



Nguồn: TVSI

Thủy sản Việt Nam trong quý I/2011 tiếp tục có sự phục hồi mạnh mẽ, theo ước tính sơ bộ kim ngạch xuất khẩu thủy sản trong quý I/2011 đạt 1.1 tỷ USD, tăng 23% so với quý I/2010 và đây là lần đầu tiên kim ngạch xuất khẩu thủy sản trong quý I vượt 1 tỷ USD. Chúng tôi lạc quan về triển vọng của ngành thủy sản trong quý II/2011.

Phá giá VND - cơ hội và thách thức: Quý I đang dần qua đi với nhiều cơ hội và thách thức đối với thủy sản Việt Nam. Việc Ngân hàng nhà nước Việt Nam tiếp tục phá giá VND thêm 9% trong tháng 2 nhằm khuyến khích xuất khẩu qua đó tạo đà thuận lợi cho thủy sản Việt nam cạnh tranh trên thị trường thế giới. Tuy nhiên, động thái này lại gián tiếp tác động đến nguồn cung nguyên liệu cho hoạt động xuất khẩu thủy sản khi mà nguyên liệu để chế biến thức ăn chăn nuôi và thuốc thú y chủ yếu được nhập khẩu từ bên ngoài.

Tôm - khó khăn với sóng thần tại Nhật Bản: Theo Vasep, thiên tai này đã khiến toàn bộ giao dịch thủy sản với thị trường Nhật bị đứt quãng. Như vậy, xuất khẩu tôm trong 6 tháng đầu năm sẽ gặp nhiều khó khăn hơn khi nhu cầu thủy sản của người dân giảm sút, các mặt hàng cao cấp sẽ nhường chỗ cho các sản phẩm tiện lợi và đồ hộp. (Thị trường Nhật đứng thứ 3 và chiếm 17.8% kim ngạch xuất khẩu thủy sản năm 2010 trong đó Tôm chiếm 27% kim ngạch xuất khẩu vào Nhật Bản).

Thủy sản Việt Nam - rủi ro về đảm bảo số lượng và chất lượng nguyên vật liệu: Khả năng chủ động về nguồn nguyên liệu cho hoạt động xuất khẩu của hầu hết các doanh nghiệp ở mức thấp đặc biệt là những doanh nghiệp xuất khẩu tôm đông lạnh. Trong thời gian qua, giá xuất khẩu tăng mạnh trong khi nguồn cung tiếp tục khan hiếm đã khiến nhiều doanh nghiệp sử dụng thủy sản nhiễm tạp chất để đảm bảo doanh số xuất khẩu. Riêng 2 tháng đầu năm 2011 đã có 9000 tấn thủy sản bị trả lại do phát hiện nhiễm tạp chất.

Áp lực từ chính sách thương mại: Với lợi thế về giá cả, thủy sản Việt Nam dễ dàng xâm nhập vào các thị trường khó tính trên thế giới. Nhằm bảo hộ cho hoạt động sản xuất các rào cản thương mại, rào cản kỹ thuật của các nước được áp dụng mạnh hơn trong khi các rào cản cũ tiếp tục được duy trì.

Quan điểm đầu tư: Với diễn biến không thuận lợi về nguồn nguyên liệu cũng như việc tiếp cận nguồn vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn luân chuyển khi lãi suất ngân hàng tăng lên 18-19%. Chúng tôi cho rằng quý 2 chưa phải là thời điểm tốt để đầu tư các cổ phiếu ngành thủy sản.

Thông kê Ngành

Số công ty	8
Vốn hóa (tỷ VND)	5,291.29

Định giá (lần)

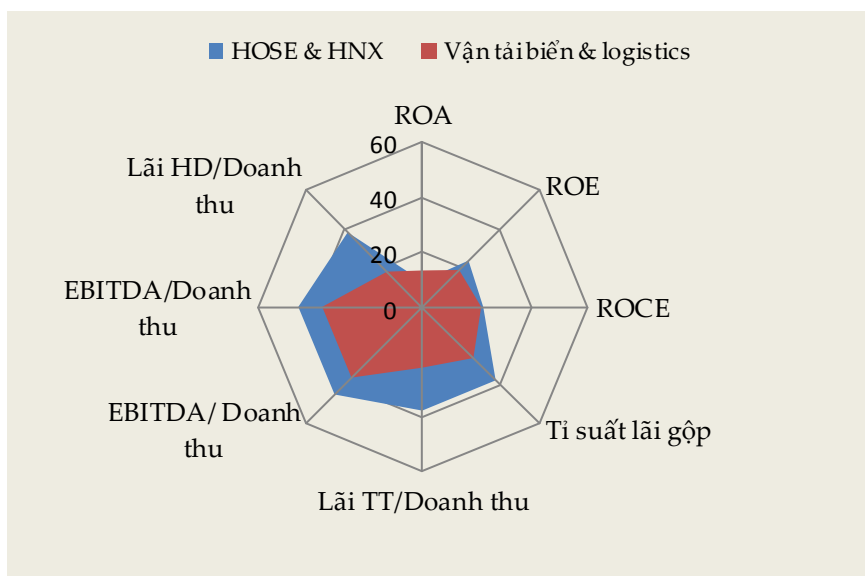
P/E cơ bản	8.22
P/B	1.11
P/Cashflow	6.73

Sức khỏe tài chính (lần)

TSLD/Nợ NH	2.67
Vay DH/Tổng TS	0.25
Công nợ / VSCH	0.56

Đánh giá lợi nhuận (%)

Tỷ suất lãi gộp	26.31
Lãi TT/DT	22.11
Lãi ST/DT	19.24



Nguồn: TVSI

Kinh tế thế giới tiếp tục có những bất ổn mới, chiến sự tại Lybia, động đất và sóng thần tại Nhật Bản trong quý I/2011 tiếp tục là những trở ngại trên giai đoạn phục hồi chậm của ngành vận tải biển & logistics của Việt Nam. Tuy nhiên, nhu cầu vận tải biển nội địa đang cho thấy nhiều dấu hiệu tích cực. Giá cước vận tải biển không ngừng tăng lên đặc biệt là tuyến Hải Phòng - TP. Hồ Chí Minh, tính đến đầu tháng 3/2011 giá cước đã tăng gấp 1.5 - 1.7 lần lên 6 triệu đồng /container 20 feet 7 triệu đồng/container 40 feet. Theo một số khảo sát sơ bộ thì nhu cầu vận chuyển Bắc - Nam và ngược lại đã tăng từ 200-300% chỉ trong vòng tháng 2/2010.

Mặc dù vậy, chính sách điều hành vĩ mô trong quý I cũng sẽ gây ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành.

Chi phí tài chính tiếp tục tăng cao: Các doanh nghiệp trong ngành luôn duy trì một tỷ nợ vay bằng ngoại tệ ở mức cao để đáp ứng nhu cầu thương mại quốc tế. Vì vậy, trước những bất ổn vĩ mô đặc biệt là sự rối loạn tỷ giá trong giai đoạn vừa qua đã khiến nhiều doanh nghiệp rơi vào tình trạng khó khăn khi phải cố gắng duy trì hoạt động với mức cước ngang với mức hòa vốn để bù đắp các chi phí liên quan.

Doanh thu và lợi nhuận quý I ở mức thấp: Chiến sự tại Lybia khiến cho giá xăng dầu tăng lên 100\$/thùng cùng với đó là sự điều chỉnh tăng giá xăng dầu, điện lần lượt thêm gần 24% và 17.7% của Bộ tài chính từ cuối tháng 2 và trong tháng 3. Qua đó, trực tiếp đẩy chi phí sản xuất các doanh nghiệp trong ngành tăng lên. Ngoài ra, theo chu kỳ kinh doanh nhu cầu vận tải thường tăng cao vào quý 3 & 4 hàng năm. Vì vậy chúng tôi cho rằng, kết quả kinh doanh quý I của các doanh nghiệp ở mức khá thấp và chưa có nhiều dấu hiệu khả quan trong quý II.

Quan điểm đầu tư: Vận tải biển và logistics là ngành có quan hệ mật thiết với sự tăng trưởng nền kinh tế. Vì vậy trong bối cảnh chính phủ coi trọng ổn định vĩ mô hơi tăng trưởng kinh tế thì chúng tôi cho rằng quý II chưa phải là thời điểm thích hợp đầu tư những cổ phiếu trong ngành. Mặc dù thị giá của nhiều doanh nghiệp hiện tại ở mức hấp dẫn.



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

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

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

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

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Nhóm chiến lược thị trường

Hoàng Tuấn Anh (trưởng nhóm)

Email: anhht@tvs.com.vn

Phan Hoàng Diệu

Email: dieuph@tvs.com.vn

Nguyễn Thị Minh Thư

Email: thunm@tvs.com.vn

Mức khuyến nghị (*)

	$\leq -30\%$	Bán với khối lượng lớn
	$-10\% - 30\%$	Nên bán
	$-10\% - 10\%$	Cầm giữ
	$10\% - 30\%$	Nên mua
	$\geq 30\%$	Mua với khối lượng lớn

Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

- Báo cáo thường xuyên**
 - Thông tin cập nhật website hàng ngày
 - Morning Briefing
 - Thống kê giao dịch cuối ngày
 - Thống kê giao dịch tuần
 - Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
 - Lịch sự kiện theo tháng
- Báo cáo phân tích**
 - Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
 - Báo cáo phân tích ngành
 - Báo cáo phân tích công ty
- Báo cáo thống kê**
 - EPS Flash Report
 - Investment Tool
 - Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất
- Sản phẩm giao dịch**
 - I-trade Home
 - I-trade Pro
- Hội thảo**
 - Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283