

# Triển vọng 2015

## CHÚNG TÔI LẠC QUAN NHƯNG CHỌN LỌC

Trong kịch bản xảy ra với xác suất lớn nhất (base case), chúng tôi dự báo năm 2015, VN-Index sẽ tăng khoảng 14,6% từ mức cuối năm 2014 dựa trên cơ sở đánh giá các yếu tố về cơ bản của kinh tế vĩ mô, doanh nghiệp và quan hệ cung – cầu trên TTCK.

Theo đó, kinh tế vĩ mô năm 2015 và tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết được chúng tôi đánh giá là tiếp tục tích cực, hỗ trợ đà tăng điểm của TTCK.

Tuy nhiên, do tác động của nhiều yếu tố như: số lượng các doanh nghiệp dự kiến IPO và phát hành thêm trong năm 2015 còn rất lớn, tác động của Thông tư 36, lượng cung trên TTCK có thể tăng lên trong khi dòng tiền vào thị trường có thể không tăng tương ứng là nguyên nhân kiềm chế đà tăng trưởng của VN-Index.

Trong bối cảnh dòng tiền hạn chế đó, chúng tôi cho rằng để có hiệu quả, các nhà đầu tư sẽ chọn lọc các cơ hội đầu tư. Dòng tiền sẽ tìm đến các cổ phiếu có các câu chuyện và các yếu tố tạo ra tiềm năng tăng giá cổ phiếu (catalysts). Trong số các ngành trong danh sách lựa chọn của chúng tôi, cổ phiếu của nhóm ngân hàng đầu ngành là tâm điểm của năm 2015. Chúng tôi cho rằng sau mấy năm bị quên lãng, 2015 là năm đánh dấu sự trở lại của nhóm cổ phiếu “vua” này. Ngoài ra, một số cổ phiếu ngành bất động sản, xây dựng, hạ tầng cũng thuộc danh mục ưu tiên của chúng tôi.

### Kinh tế vĩ mô tích cực

- GDP dự báo tiếp tục tăng trưởng 6-6,2%, cao hơn so với mức tăng 2014 5,98%
- Lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp hỗ trợ đầu tư và tiêu dùng
- Hiệu quả đầu tư của nền kinh tế tăng lên với hệ số ICOR đạt mức 5,1 điểm, mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua.
- Khu vực tư nhân và khu vực FDI có dấu hiệu hồi phục song không quá mạnh khi tỷ lệ đầu tư từ các khu vực này chưa tăng nhiều.
- Quá trình tái cơ cấu ngân hàng sẽ được thúc đẩy quyết liệt trong năm 2015 với 6 thương vụ sáp nhập. Cải cách khu vực doanh nghiệp Nhà nước vẫn tiếp tục được đẩy mạnh với hơn 140 doanh nghiệp được cổ phần hóa trong năm 2014 và dự kiến 345 doanh nghiệp sẽ được cổ phần hóa trong năm 2015.

### Tiêu điểm (catalysts)

- 2015 là năm của một loạt các hiệp định thương mại được ký kết giữa Việt Nam và các đối tác quan trọng: Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc, Hiệp định Thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga – Belarus – Kazakhstan, Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU,...
- Chính sách khuyến khích giảm lãi suất cho vay theo Chỉ thị 01
- Đẩy mạnh giải ngân gói tín dụng 30.000 tỷ và bổ sung gói tín dụng bất động sản 50.000 tỷ
- Giá dầu giảm và dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp một mặt giúp nhiều doanh nghiệp giảm được chi phí đầu vào, mặt khác làm tăng thu nhập khả dụng (disposable income) của người dân.

## Ngành và cổ phiếu chúng tôi ưa thích

- **Ngân hàng: thoát đáy và phân hóa**

- Ngân hàng Quân đội (MBB): Định giá hấp dẫn cho một ngân hàng thương mại cổ phần chất lượng tốt và còn nhiều room cho tăng trưởng
- BIDV (BID): Kế hoạch kinh doanh 2015 đầy tham vọng và khả thi
- Vietcombank (VCB): Một ngân hàng hàng đầu

- **Bất động sản: Hậu thuẫn mạnh từ chính sách trong bối cảnh thị trường bất động sản ấm dần lên**

- HUDLAND (HLD): Cơ cấu tài chính lành mạnh, định giá hấp dẫn
- Đất xanh (DXG): Lợi nhuận tăng mạnh nhờ tập trung mảng phát triển dự án

- **Xây dựng – hạ tầng: Cải thiện đầu tư vào cơ sở hạ tầng**

- Tasco (HUT): Đột phá từ quý 4/2014. Nhiều tiềm năng tăng trưởng trung và dài hạn
- Sông Đà 6 (SD6): Lợi suất cổ tức hấp dẫn. Định giá thấp. Ngành có triển vọng
- Sông Đà 10 (SDT): Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá vốn giảm trong năm 2015

- **Vật liệu xây dựng: Hưởng lợi từ thị trường BDS phục hồi, tỷ giá và giá dầu**

- Nhựa Bình Minh (BMP): Hưởng lợi từ giá dầu giảm
- Xi măng Bỉm Sơn (BCC): Hưởng lợi từ tỷ giá

- **Hàng tiêu dùng: Thu nhập khả dụng (disposable income) của người dân tăng và biên lợi nhuận cải thiện**

- Vinamilk (VNM): Biên lợi nhuận tăng nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh
- Thủy sản Sao Ta (FMC): Uy tín sản phẩm chất lượng cao

- **Dệt may: Triển vọng tăng trưởng tốt**

- Đầu tư và Thương mại TNG (TNG): Triển vọng khả quan từ các hiệp định thương mại
- Dệt May Thành Công (TCM): Doanh nghiệp hàng đầu trong một ngành có triển vọng tăng trưởng tốt
- Sợi Thế Kỳ (STK): Đầu tư nhà máy nâng công suất, đón đầu TPP

## Rủi ro

- Tác động của TT36 trong ngắn hạn tiếp tục hạn chế dòng tiền vào thị trường
- Cung cổ phiếu sẽ rất lớn trong năm 2015
- Tình hình thế giới phức tạp và khó lường.

**Cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này**

	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	EPS 2015	EPS growth	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2015
<b>Ngân hàng</b>										
BIDV	BID	48.915	17.400	18.500	6%	1.670	0%	10,24	1,53	10,42
Military Bank	MBB	15.999	13.800	17.700	28%	1.355	8%	6,66	0,95	6,17
Vietcombank	VCB	97.007	36.400	38.500	6%	2.238	31%	22,51	2,24	17,16
Vietinbank	CTG	65.904	17.700	20.200	14%	1.355	10%	14,51	1,21	13,06
<b>Xây dựng – hạ tầng</b>										
Tasco	HUT	1.249,35	13.600	18.500	36%	1.442	-52%	4,5	0,97	12,8
Sông Đà 6	SD6	493,7	14.200	16.400	15%	2.337	14%	6,9	0,96	7,1
Sông Đà 10	SĐT	595,2	14.900	18.100	22%	2.102	4%	7,4	0,78	8,6
<b>Vật liệu xây dựng</b>										
Xi Măng Bim Sơn	BCC	1.674,07	17.500**	19.200	10%	2.601	75%	N/A	1,3	6,73
Xi Măng Hà Tiên	HT1	6.263,65	19.700**	N/A	N/A	N/A	N/A	20,30	1,69	N/A
CMC	CVT	393,6	24.600**	26.600	9,5%	3.562	14%	7,8	1,53	6,9
Nhựa Bình Minh	BMP	3.615,54	79.500**	86.838	9,2%	9.759	17%	8,6	1,97	8,14
<b>Hàng tiêu dùng</b>										
Vinh Hoàn	VHC	3.853,2	41.700	43.500	4,3%	3.936	-14,9%	10,0	2,2	11,1
Hùng Vương	HVG	3.973,2	21.000	26.000	30%	4.626	118%	13,6	1,6	5,6
Sao Ta	FMC	473,9	24.300	30.400	25%	3.360	14,4%	8,3	1,2	9,1
Vinamilk	VNM	104.012	103.000	N/A	N/A	9.807	62%	17,1	5,3	N/A
Cao su Đà Nẵng	DRC	5.026	60.500	60.400	-0,2%	7.797	84%	14,3	3,3	7,7
<b>Dệt may</b>										
Dệt may Thành Công	TCM	1.635	33.300	38.600	15,9%	3.663	8,3%	10,3	2,2	10,5
Đầu tư và Thương Mại TNG	TNG	317,61	19.500	28.000	42,56%	4.283	19%	5,4	1,2	6,5
Sợi Thế Kỳ	STK	1.003,2	24.124*	N/A	N/A	2.719	1,8%	9,0	2,0	N/A

\*: Giá bình quân đầu giá, \*\*: Giá ngày 10/2/2015

Bất động sản	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 10/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	NAV 2015	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2015
Nhà Thủ Đức	TDH	784,74	18.700	26.800	43%	23.841	17,51	0,52	N/A
Vincom	VIC	68.218,63	46.900	Theo dõi	N/A	N/A	17,61	3,64	N/A
Đất Xanh	DXG	1.742,11	17.300	20.966	21%	N/A	12,70	1,40	8,30
Hudland	HLD	432	21.600	27.000	25%	N/A	5,13	0,99	5,05

## MỤC LỤC

<b>TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VÀ TTCK 2015</b> .....	5
Kinh tế Việt Nam: Phục hồi tích cực .....	5
Kinh tế thế giới: Tiếp tục phục hồi dù không đều ở các khu vực .....	9
Các yếu tố ảnh hưởng và triển vọng TTCK năm 2015 .....	13
<b>TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU 2015</b> .....	26
Ngân hàng: Thoát đáy và phân hóa .....	27
Bất Động Sản: Hậu thuẫn mạnh từ chính sách .....	30
Xây dựng-hạ tầng: Cải thiện đầu tư vào cơ sở hạ tầng .....	33
Vật liệu xây dựng: Hưởng lợi từ phục hồi BĐS .....	38
Hàng tiêu dùng: Biên lợi nhuận cải thiện .....	41
Dệt may 2015: Triển vọng tăng trưởng tốt .....	45

## TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VÀ TTCK 2015

### Kinh tế Việt Nam: Phục hồi tích cực

#### Chi tiêu kinh tế vĩ mô 2014 và dự phóng 2015

Chi tiêu kinh tế	2014	2015F
Tăng trưởng GDP	5,98%	6,10%
Mức tăng CPI	1,84%	4,10%
Tỷ giá hối đoái (VND/USD)	21.300	21.500
Thặng dư thương mại (tỷ USD)	2	0,5
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	36	38
Tăng trưởng tín dụng	12,60%	14%
Tăng trưởng sản xuất công nghiệp	7,60%	8%
Lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm	6%	5,50%
Vốn đầu tư FDI (tỷ USD)	12,4	13

Nguồn: Tổng cục thống kê, NHNN và MBS dự phóng.

**Nhìn chung, chúng tôi dự phóng môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam tiếp tục ổn định và cải thiện trong năm 2015.**

**Mức tăng trưởng đã chạm đáy năm 2012 và đang trong xu hướng đi lên bền vững trong các năm 2013 và 2014.**

**Với sự cải thiện của khu vực sản xuất, yếu tố thuận lợi từ mặt bằng lãi suất thấp cộng thêm sự phục hồi của khu vực tư nhân, chúng tôi dự đoán GDP tiếp tục cải thiện trong 2 năm tới.**

#### Tổng quan

**Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục xu hướng phục hồi tích cực năm 2014 với GDP tăng 5,98% so với cùng kỳ, vượt kế hoạch đề ra ở mức 5,8%.** Lạm phát được duy trì ở mức thấp nhất trong vòng nhiều năm là 1,84% tạo điều kiện cho NHNN tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng khiến mặt bằng lãi suất giảm khoảng 1,5 -2% so với cùng kỳ, kích thích đầu tư và tiêu dùng. Tỷ giá USD/VND được duy trì ổn định nhờ thặng dư cán cân thanh toán và dự trữ ngoại hối tăng lên mức kỷ lục là 36 tỷ VNĐ.

Bước sang **năm 2015, triển vọng kinh tế vĩ mô của Việt Nam tiếp tục khả quan** khi mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp hỗ trợ đầu tư và tiêu dùng từ khu vực tư nhân có dấu hiệu phục hồi, tiến trình tái cơ cấu khu vực nhà nước bao gồm các doanh nghiệp nhà nước và đầu tư công được thúc đẩy làm gia tăng hiệu quả của nền kinh tế và đầu tư từ khu vực FDI tiếp tục hứa hẹn sẽ tăng lên với việc một loạt các hiệp định thương mại tự do của Việt Nam và các đối tác như EU, Hàn Quốc và Nga - Belarus được ký kết.

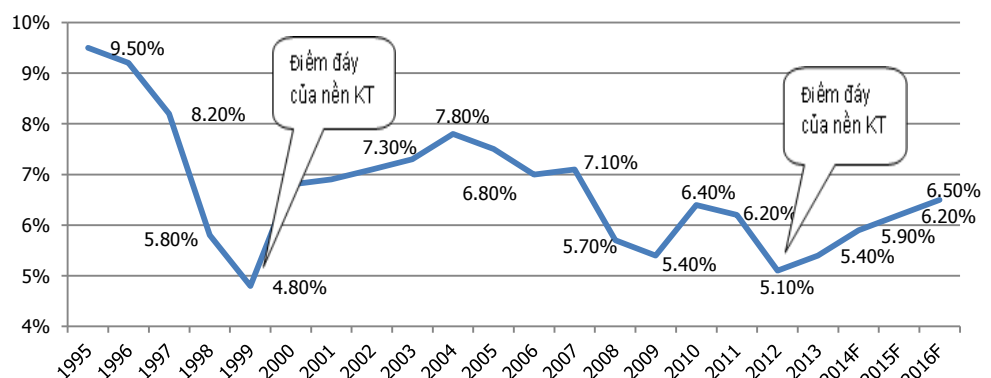
Trong năm 2015, **chúng tôi kỳ vọng GDP sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh hơn với mức tăng từ 6-6,2%**, lạm phát giao động quanh mức 4%, thị trường ngoại hối ổn định với biên độ tăng tỷ giá VND/USD không quá 2%. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ vào khoảng 13-15%, mặt bằng lãi suất có thể sẽ được điều chỉnh giảm thêm khoảng 0,5% để hỗ trợ khu vực doanh nghiệp.

Xét về tổng thể nền kinh tế Việt Nam đã chính thức chạm đáy trong năm 2012 và bắt đầu một xu hướng đi lên từ năm 2013 cho đến nay với tỷ lệ tăng trưởng GDP qua từng năm. Kinh tế vĩ mô cơ bản giữ ổn định với lãi suất cho vay tiếp tục trong xu hướng giảm, tỷ giá ổn định, cán cân thanh toán thặng dư hỗ trợ dự trữ ngoại hối gia tăng.

Sản xuất công nghiệp có dấu hiệu phục hồi dần mặc dù vẫn ở mức thấp. Đầu tư toàn xã hội tăng và duy trì ở mức hợp lý là 31% GDP. Nền kinh tế có dấu hiệu giảm vay nợ và chuyển dịch cơ cấu khi hiệu quả đầu tư tăng lên với chỉ số ICOR đạt 5,1 điểm, giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua.

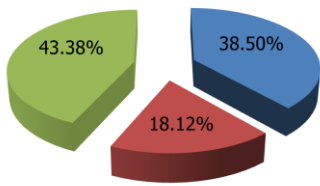
Khu vực nhà tư nhân và khu vực FDI tiếp tục có dấu hiệu phục hồi song không quá mạnh khi tỷ lệ đầu tư từ các khu vực này chưa tăng nhiều. Quá trình tái cơ cấu nền kinh tế đang được thúc đẩy mạnh hơn song vẫn chưa cho thấy sự chuyển biến cơ bản. Quá trình tái cơ cấu khu vực ngân hàng sẽ được thúc đẩy quyết liệt trong năm 2015 khi 6 thương vụ sáp nhập sẽ được diễn ra trong năm 2015. Cải cách khu vực doanh nghiệp nhà nước vẫn tiếp tục được đẩy mạnh với hơn 140 doanh nghiệp được cổ phần hóa trong năm 2014 và dự kiến 345 doanh nghiệp sẽ được cổ phần hóa trong năm sau. Tái cơ cấu đầu tư công chỉ có cải thiện bước đầu khi Chính phủ kiểm soát tốt hơn đầu tư từ nguồn ngân sách với luật đầu tư công được ban hành.

**Tăng trưởng GDP của Việt Nam qua các năm**



Nguồn: MBS tổng hợp

**Tỷ trọng tăng trưởng GDP năm 2014**

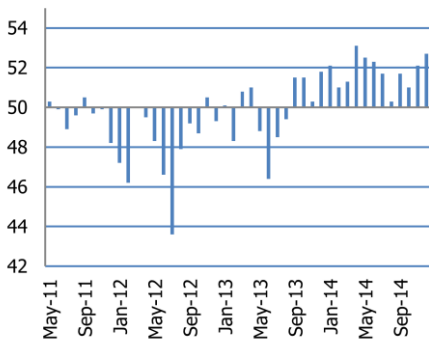


■ Công nghiệp ■ Nông nghiệp ■ Dịch vụ

Nguồn: Tổng cục thống kê

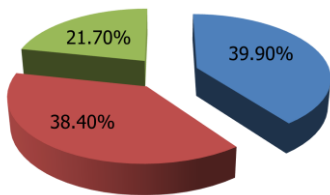
**Tỷ trọng khu vực công nghiệp gia tăng cho thấy sự phục hồi của lĩnh vực sản xuất.**

**Chỉ số PMI các ngành sản xuất**



Nguồn: MBS tổng hợp

**Tỷ trọng vốn đầu tư toàn xã hội**



■ Nhà nước ■ Tư nhân ■ Đầu tư nước ngoài

Nguồn: Tổng cục thống kê

**Đầu tư từ khu vực tư nhân đang dần chiếm tỷ trọng cao hơn cho thấy sự chuyển dịch cơ cấu của nền kinh tế.**

Chính sách tài khóa không còn nhiều dư địa để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế khi thâm hụt ngân sách năm 2014 ở mức cao là 5,3% GDP. Trong năm 2015, thâm hụt ngân sách được định hướng giảm xuống mức 5% GDP, do đó chi tiêu công sẽ khó tăng đáng kể trong năm 2015. Trên thực tế, đầu tư từ nguồn ngân sách nhà nước cả từ ngân sách trung ương và ngân sách địa phương đều hầu như không tăng trong năm 2014.

Chính sách tiền tệ tiếp tục được NHNN điều hành theo định hướng nới lỏng có kiểm soát nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý và kiểm soát lạm phát. Năm 2015, NHNN định hướng tổng phương tiện thanh toán tăng khoảng 16-18%, tín dụng tăng khoảng 13-15%; ổn định tỷ giá (mức điều chỉnh không quá 2%); phân đấu giảm tiếp mặt bằng lãi suất từ 1-1,5%.

**Phân tích các chỉ tiêu kinh tế**

**Tăng trưởng GDP**

GDP năm 2014 trưởng khả quan 5,98% và cải thiện dần theo từng quý (quý 1 tăng 5,06%; quý 2 tăng 5,34%; quý 3 tăng 6,07%; quý 4 tăng 6,96%). Mức tăng trưởng GDP cải thiện rõ nét so với năm 2012 và 2013, xác nhận xu hướng đi lên của nền kinh tế.

Cơ cấu nền kinh tế năm nay tiếp tục theo hướng tích cực cho thấy sự chuyển dịch theo hướng gia tăng tỷ trọng lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ. Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chiếm tỷ trọng 18,12%; khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 38,50%; khu vực dịch vụ chiếm 43,38% (Cơ cấu tương ứng của năm 2013 là: 18,38%; 38,31%; 43,31%).

Đặc biệt khu vực công nghiệp tăng 7,14%, cao hơn nhiều mức tăng 5,43% của năm trước, cho thấy nền sản xuất đã có sự khởi sắc đáng kể. PMI các ngành sản xuất liên tục đứng trên mức 50 điểm trong 17 tháng liên tiếp cho thấy lĩnh vực sản xuất đang mở rộng.

Trong năm 2014, tiêu dùng cuối cùng tăng 6,20% so với năm 2013, đóng góp 4,72 điểm phần trăm vào mức tăng chung (Tiêu dùng cuối cùng của dân cư tăng 6,12%, cao hơn mức tăng 5,18% của năm trước); tích lũy tài sản tăng 8,90%, đóng góp 2,90 điểm phần trăm. Có thể thấy sức cầu của toàn nền kinh tế đã cải thiện khả quan khi mặt bằng lãi suất hạ và các thị trường tài sản (bất động sản, chứng khoán) diễn biến tích cực.

Vốn đầu tư phát triển toàn xã hội bằng 31% GDP, tăng 11,5% so với cùng kỳ. Trong đó, vốn khu vực Nhà nước tăng 10,1%; vốn khu vực tư nhân tăng 13,6%; vốn khu vực nước ngoài tăng 10,5%. Mặc dù khu vực nhà nước vẫn chiếm một tỷ trọng đáng kể trong tổng nguồn vốn đầu tư toàn xã hội song xu hướng cơ hẹp của khu vực này là rõ ràng. Trong năm 2015 với việc đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, khu vực này sẽ tiếp tục giảm tỷ trọng và tạo điều kiện cho khu vực tư nhân (hiệu quả hơn) tăng trưởng.

Trong năm 2014, Luật Đầu tư công đã được Quốc hội thông qua. Theo đó, công tác quản lý đầu tư được đổi mới cơ bản theo kế hoạch trung hạn. Nguồn vốn ngân sách đã được phân bổ tốt hơn, giảm bớt tình trạng đầu tư dàn trải. Chúng tôi nhận thấy, quan điểm điều hành của Chính phủ khá nhất quán khi giảm dần đầu tư công, giảm tỷ trọng và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước, huy động nguồn lực đầu tư phát triển từ khu vực tư.

Chúng tôi tiếp tục đánh giá lạc quan về triển vọng tăng trưởng GDP trong năm 2015 ở mức 6,1% khi mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp, tín dụng được khơi thông nhờ quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, nguồn vốn đầu tư nước ngoài gia tăng khi các hiệp định thương mại tự do được ký kết.

**Lạm phát**

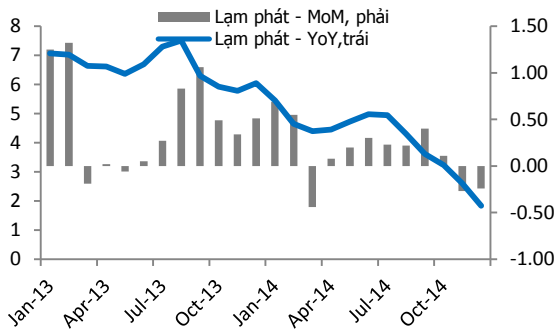
Chỉ số giá tiêu dùng tháng năm 2014 chỉ tăng 1,84% so với năm trước. Đây là năm có chỉ số giá tiêu dùng tăng thấp nhất trong 10 năm trở lại đây. Nguyên nhân lạm phát thấp một mặt là do nhu cầu tiêu dùng trong nước chưa hoàn toàn phục hồi và mặt khác là do giá cả các mặt hàng thiết yếu trên thế giới ổn định và có xu hướng giảm đáng kể nhất là giá dầu thô.

Theo đó, chỉ số giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống vào cuối tháng 12 chỉ tăng 2,61% so với tháng 12/2013, thấp hơn nhiều so với mức tăng 5,08% của cùng kỳ năm trước. Giá xăng, dầu trong nước được điều chỉnh giảm, kéo theo chỉ số giá nhóm hàng nhà ở và vật liệu xây dựng và nhóm giao thông tháng 12 năm nay lần lượt giảm 1,95% và giảm 5,57% so với cùng kỳ năm trước, ngược với xu hướng tăng 5,49% và tăng 2,6% của cùng kỳ năm 2013.

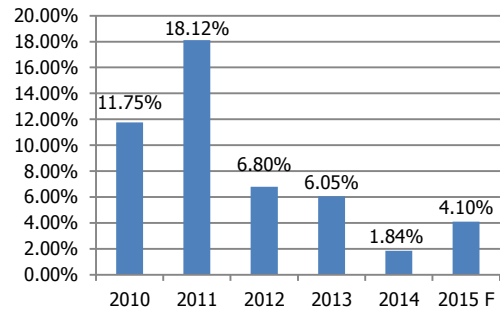
Bên cạnh đó, mặc dù Chính phủ vẫn tiếp tục điều chỉnh tăng giá một số dịch vụ công như điện, y tế, giáo dục... nhằm giảm bớt sự hỗ trợ tài chính từ Nhà nước, song mức độ điều chỉnh thấp hơn so với những năm trước nên không tác động mạnh lên chỉ số giá tiêu dùng cả năm.

Chúng tôi đánh giá đây là điểm sáng của nền kinh tế Việt Nam trong năm nay. Lạm phát thấp hơn và mức tăng trưởng cao hơn cho thấy hiệu năng của nền kinh tế đã có cải thiện hơn mặc dù mức cải thiện là không nhiều. Áp lực lạm phát giảm sẽ có tác dụng làm tăng niềm tin vào hệ thống kinh tế và qua đó thúc đẩy đầu tư trong các năm sau.

**Lạm phát theo tháng năm 2014**



**Lạm phát của Việt Nam qua các năm**



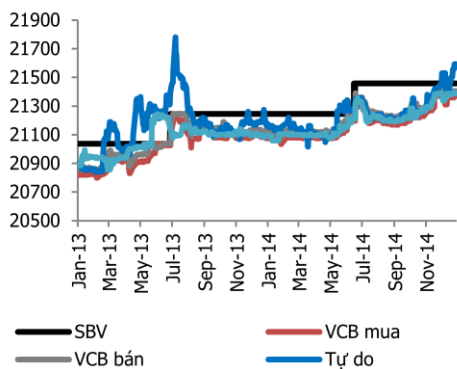
Nguồn: Tổng cục thống kê

Nguồn: Tổng cục thống kê

**Chúng tôi dự báo lạm phát đã chính thức chạm đáy trong năm 2014 và sẽ tăng lên trong năm 2015 song sẽ tiếp tục được duy trì ổn định ở mức thấp khoảng 4%** do giá cả hàng hóa thế giới vẫn khá ổn định, giá cả hàng hóa dịch vụ công có thể sẽ được điều chỉnh tăng trong thời gian tới nhưng với mức độ chậm hơn trong những năm trước đó và chính sách điều hành thận trọng của NHNN.

**Tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán**

**Tỷ giá hối đoái VND/USD qua các năm**



Nguồn: NHNN và MBS tổng hợp

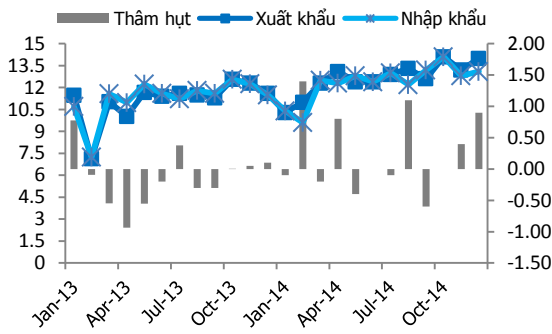
Tỷ giá VND/USD chỉ tăng nhẹ trong năm 2014 và được kỳ vọng sẽ tiếp tục ổn định trong năm 2015 khi cán cân thương mại của Việt Nam liên tục thặng dư khả quan trong các năm 2012, 2013 và 2014. Dự trữ ngoại hối ở mức kỷ lục (36 tỷ USD), tạo điều kiện cho NHNN duy trì một mức tỷ giá VND/USD hợp lý nhằm tạo lập một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định.

Mặc dù lãi suất huy động VND có xu hướng giảm song vẫn cao hơn đáng kể so với lãi suất huy động USD. Trong bối cảnh lạm phát duy trì ở mức thấp người dân có xu hướng bán USD và nắm giữ VND, tạo điều kiện cho NHNN có thêm nhiều dư địa để duy trì mức tỷ giá VND/USD hợp lý.

Trong năm 2015, USD có xu hướng mạnh lên nhờ sự tăng trưởng mạnh của nền kinh tế Mỹ sẽ tạo sức ép lên VND. Do đó, chúng tôi đánh giá NHNN sẽ chọn giải pháp điều chỉnh tăng nhẹ tỷ giá VND/USD nhằm giảm áp lực đồng thời hỗ trợ xuất khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức điều chỉnh sẽ không quá 2%.

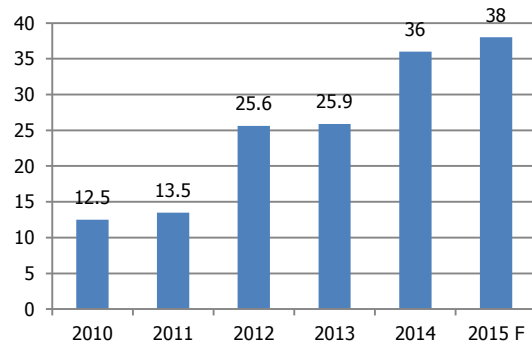
Cán cân thương mại của Việt Nam năm 2014, đánh dấu năm thứ 3 liên tiếp thặng dư với mức thặng dư là 2 tỷ USD. Tuy nhiên trong năm 2015, chúng tôi đánh giá cán thặng dư cân thương mại có khả năng giảm nhẹ khi giá dầu thô (một mặt hàng xuất khẩu chiến lược của Việt Nam) đã giảm mạnh trong thời gian qua. Ngoài ra sự sụt giảm của giá cả hàng hóa toàn cầu cũng ảnh hưởng đến nhiều ngành xuất khẩu khác của Việt Nam như cao su, cà phê ...

**Cán cân thương mại Việt Nam 2014**



Nguồn: MBS tổng hợp

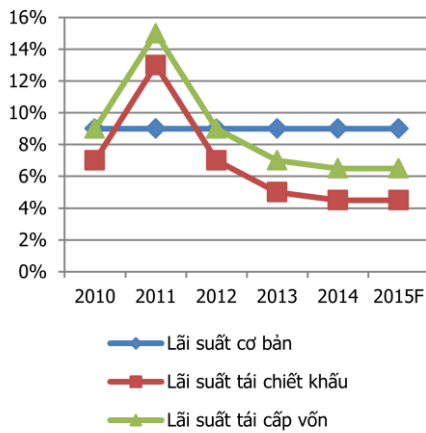
**Dự trữ ngoại hối của Việt Nam qua các năm**



Nguồn: MBS tổng hợp và dự phóng

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam trong năm 2015 sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi dòng vốn đầu tư nước ngoài và kiều hối và xuất khẩu từ khu vực FDI. Trong cả năm 2014, số vốn FDI giải ngân đạt 12,4 tỷ USD, tăng 7,4 % so với cùng kỳ năm và có triển vọng gia tăng trong năm 2015 khi các nhà đầu tư nước ngoài đã có niềm tin hơn với môi trường kinh doanh tại Việt Nam. Hiện tại, Việt Nam cũng đang đàm phán các Hiệp định Thương mại tự do với các nền kinh tế lớn, tạo điều kiện để Việt Nam thu hút mạnh mẽ đầu tư FDI trong thời gian tới.

**Các mức lãi suất điều hành**



Nguồn: NHNN

**Chính sách tiền tệ**

Trong năm 2015, NHNN vẫn kiên định duy trì quan điểm điều hành chính sách tiền tệ đã thực hiện trong các năm 2013 và 2014 đó là chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa nhằm kiểm soát lạm phát theo mục tiêu đề ra (dưới 5%), ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý (6,2%), bảo đảm thanh khoản của các TCTD và nền kinh tế, duy trì ổn định mặt bằng lãi suất, phần đầu tiếp tục giảm mặt bằng lãi suất cho vay trung, dài hạn thêm từ 1%/năm đến 1,5%/năm, hỗ trợ thị trường tài chính trong huy động vốn cho đầu tư phát triển.

Năm 2015, NHNN định hướng tổng phương tiện thanh toán tăng khoảng 16-18%, tín dụng tăng khoảng 13-15%, có điều chỉnh phù hợp với diễn biến tình hình thực tế; ổn định tỷ giá (mức điều chỉnh không quá 2%), thị trường ngoại tệ, thị trường vàng.

Chúng tôi đánh giá NHNN vẫn duy trì quan điểm nới lỏng song có kiểm soát thận trọng đối với chính sách tiền tệ. Chúng tôi cho rằng với áp lực lạm phát thấp trong năm 2015, nhiều khả năng mặt bằng lãi suất có thể giảm thêm 0,5%.

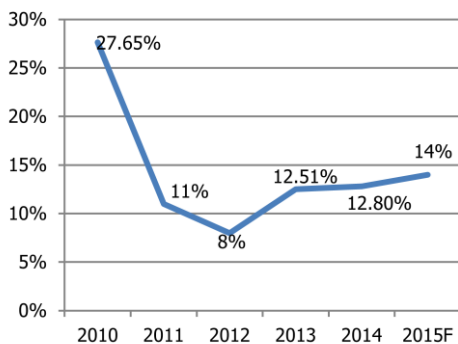
**Chính sách tài khóa**

Bức tranh tài khóa của Việt Nam vẫn trong giai đoạn khá căng thẳng khi thâm hụt ngân sách/GDP liên tục ở mức cao khiến nợ công tăng nhanh. Dự kiến trong năm 2015 mức nợ công/GDP sẽ đạt mức 64%, gần chạm mức trần cho phép của Quốc Hội.

Với định hướng giảm dần thâm hụt ngân sách từ năm 2015 trở đi cộng thêm nguồn thu ngân sách hạn chế, thì dư địa hỗ trợ nền kinh tế của chính sách tài khóa đã không còn. Bên cạnh đó, Chính phủ tiếp tục phải phát hành trái phiếu với khối lượng lớn để thực hiện nghĩa vụ trả lãi và nợ gốc, đồng thời thực hiện các dự án đầu tư theo kế hoạch. Áp lực phát hành trái phiếu chính phủ dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên trong năm 2015 và gây sức ép lên mặt bằng lợi suất trái phiếu. Chúng tôi đánh giá lợi suất trái phiếu Chính Phủ đã chạm đáy trong năm 2014 và sẽ tăng lên trong năm 2015. Điều này sẽ khiến mặt bằng lãi suất sẽ chỉ giảm nhẹ trong năm 2015, mặc dù áp lực lạm phát là thấp.

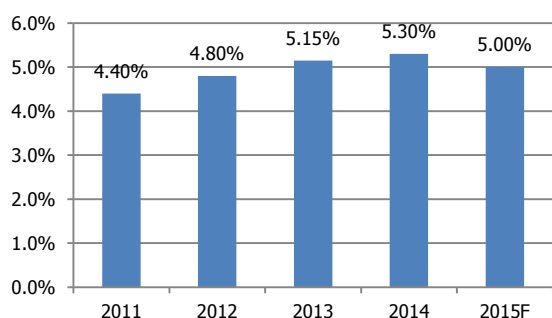
Việc giá dầu thô giảm mạnh cũng sẽ tác động tiêu cực đến nguồn thu ngân sách. Theo đánh giá của chúng tôi giá dầu sẽ giao động quanh mức 50 USD/thùng trong năm 2015 và ngân sách sẽ bị hụt thu khoảng 50.000 tỷ VNĐ. Chính phủ có thể bù đắp một phần hụt thu từ việc tăng thuế nhập khẩu và tiêu thụ xăng dầu song không thể bù đắp hết các tác động tiêu cực lên ngân sách.

**Tăng trưởng tín dụng qua các năm**



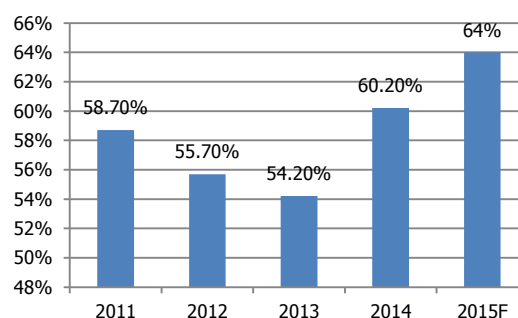


**Thâm hụt ngân sách/GDP qua các năm**



Nguồn: MBS tổng hợp

**Nợ công của Việt Nam/GDP qua các năm**



Nguồn: MBS tổng hợp

## Kinh tế thế giới: Tiếp tục phục hồi dù không đều ở các khu vực

### Tổng quan

Kinh tế thế giới được dự báo sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2015 mặc dù với tốc độ còn chậm và không đồng đều. Theo dự báo của IMF, tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2015-2016 lần lượt vào khoảng 3,5% và 3,7%, cao hơn khoảng 0,2-0,4 điểm % cho mức 3,3% trong năm 2014. Kinh tế Mỹ đang trên đà tăng trưởng cao và tiếp tục là đầu tàu dẫn dắt nền kinh tế thế giới trong năm 2015. Trong khi đó, tăng trưởng chậm của khu vực Châu Âu, Nhật Bản và Trung Quốc sẽ kìm hãm đà tăng chung này.

### Dự báo tăng trưởng kinh tế Thế Giới 2015-2016

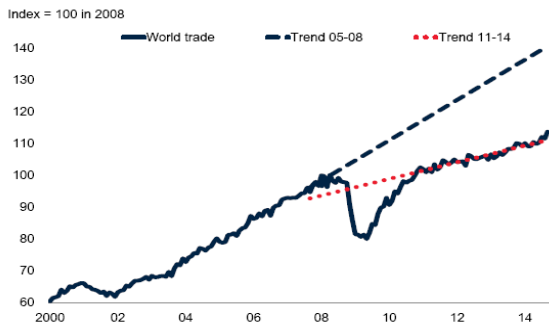
	2013	2014	Dự báo tháng 1/2015		Khác biệt so với dự báo tháng 10/2014	
			2015	2016	2015	2016
<b>Thế giới</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Các nước phát triển</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
Mỹ	2,2	2,4	3,6	3,3	0,5	0,3
Eurozone	-0,5	0,8	1,2	1,4	-0,2	-0,3
Nhật Bản	1,6	0,1	0,6	0,8	-0,2	-0,1
<b>Các nước mới nổi và đang phát triển</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>
Nga	1,3	0,6	-3,0	-1,0	-3,5	-2,5
Trung Quốc	7,8	7,4	6,8	6,3	-0,3	-0,5
Ấn Độ	5,0	5,8	6,3	6,5	-0,1	0,0
ASEAN-5 ( IN, TL, ML, PH, VN)	5,2	4,5	5,2	5,3	-0,2	-0,1

Nguồn: Báo cáo WEO, IMF 1/2015

Thương mại hàng hóa và dịch vụ toàn cầu trong năm nay và năm 2016 dự báo sẽ khởi sắc hơn, tăng khoảng 3,8% và 5,3%, cao hơn so với con số 3,1% của năm 2014 nhờ các nền kinh tế lớn đang dần hồi phục và các thỏa thuận thương mại đa phương mới đang được đàm phán như Hiệp định Đối tác đầu tư và thương mại xuyên Đại Tây Dương (TTIP), Hiệp định đối tác kinh tế toàn diện (RCEP) và Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP)...

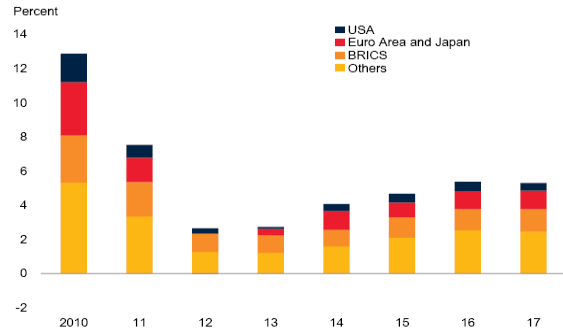
**Tăng trưởng thương mại toàn cầu**

**A. Trade volumes<sup>1</sup>**



**Đóng góp vào tăng trưởng nhập khẩu toàn cầu**

**B. Contributions to global import growth**



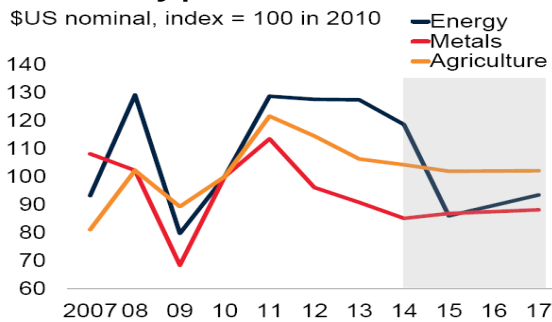
Nguồn: Global economic prospects, World bank, January 2015

Giá cả hầu hết các hàng hóa trên thế giới bao gồm cả năng lượng, nông nghiệp, kim loại, phân bón... đều đạt đỉnh vào năm 2011 và có xu hướng giảm dần. Trong đó, đáng chú ý là giá dầu thô thế giới giảm mạnh khoảng 55% xuống mức thấp nhất trong vòng 4 năm gần đây. Giá cả hàng hóa nông nghiệp, kim loại và kim loại quý cũng giảm lần lượt là 6%, 8% và 9% trong cả năm 2014. Nguồn cung dồi dào, triển vọng tăng trưởng thế giới thấp hơn kỳ vọng và sự lên giá của USD đã dẫn đến sự giảm sút giá cả hàng hóa thế giới. Riêng giá dầu đã chịu ảnh hưởng mạnh mẽ của sản lượng dầu đá phiến tăng mạnh tại Mỹ cùng với quyết định của OPEC về việc không cắt giảm sản lượng dầu.

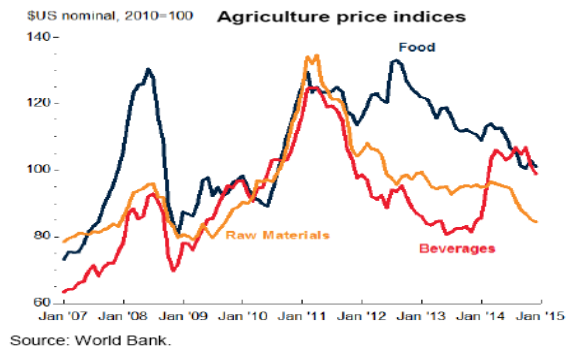
Chúng tôi dự báo sẽ có thể tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2015 và ổn định trong năm 2016. Giá dầu được kỳ vọng sẽ ở mức trung bình là 53 USD/thùng trong năm nay và tăng nhẹ thêm 4 USD/thùng vào năm sau. Ngoài ra, giá hàng hóa nông nghiệp, kim loại được dự báo sẽ giảm khoảng 5% và 5,3% trong năm 2015. Giá cả hàng hóa cơ bản ở mức thấp sẽ giúp cho giá cả tiêu dùng tiếp tục ổn định trong năm 2015.

**Chỉ số giá cả hàng hóa thế giới**

**Commodity prices**



**Chỉ số giá cả hàng hóa nông nghiệp**



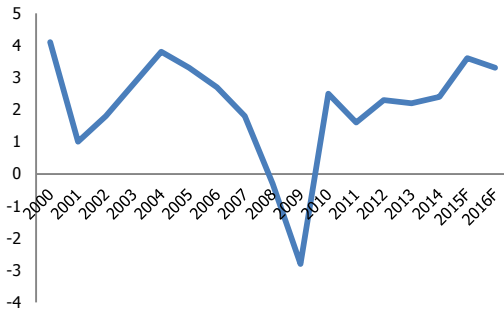
Nguồn: Commodity market outlook, World bank, January 2015

**Diễn biến của các nền kinh tế lớn trên thế giới**

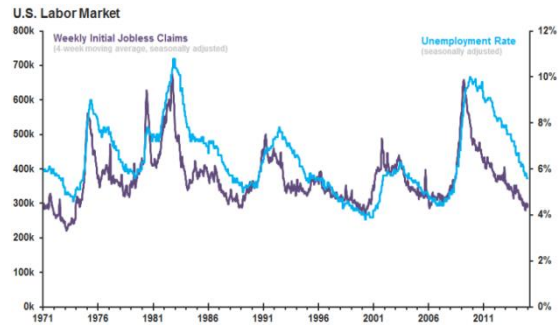
**Kinh tế Mỹ**

Kinh tế Mỹ đã phục hồi bền vững trong năm 2014 với sự cải thiện mạnh mẽ về thị trường lao động, đầu tư tư nhân tăng, thị trường nhà đất hồi phục và lạm phát ở mức thấp. GDP tăng 2,4% trong năm 2014, cao hơn mức 2,2% của năm 2013. Tỷ lệ thất nghiệp đã giảm mạnh từ 6,6% vào cuối năm 2013 xuống còn 5,6% trong năm 2014. Doanh số bán lẻ và giá nhà đất cũng tăng khá nhanh trong năm 2014. Chỉ số PMI ngành sản xuất luôn ở trên 50 điểm trong giai đoạn 2010-2014 cho thấy các điều kiện sản xuất được mở rộng trong thời gian qua.

**Tăng trưởng GDP của Mỹ**



**Tỷ lệ thất nghiệp và số đơn xin trợ cấp thất nghiệp**



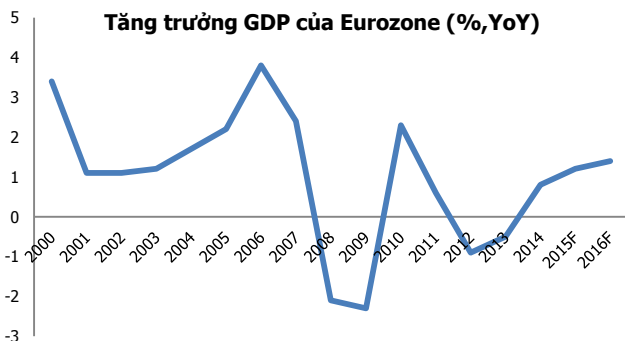
Nguồn: Bloomberg, MBS tổng hợp

Mỹ được kỳ vọng sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2015 với tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế lớn nhất thế giới dự báo đạt 3,6% trong năm nay. Tỷ lệ thất nghiệp được kỳ vọng sẽ giảm nhanh hơn và lạm phát ở mức thấp hơn ngưỡng mục tiêu 2%. Giá năng lượng giảm sẽ khiến thu nhập thực tế của người dân tăng lên và theo đó tiêu dùng được đẩy mạnh, sản xuất gia tăng, thị trường nhà đất phát triển, sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng của cả nền kinh tế trong năm tới.

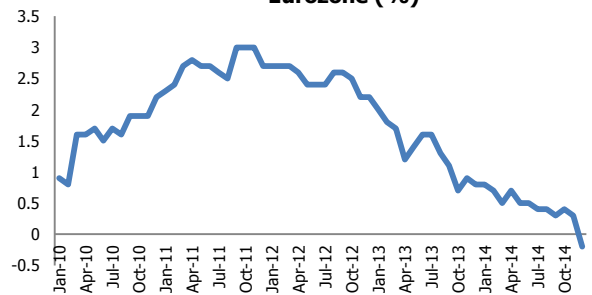
**Kinh tế khu vực đông tiền chung Châu Âu**

Quá trình hồi phục kinh tế diễn ra khá chậm tại khu vực châu Âu với các hậu quả còn lại từ khủng hoảng tài chính như tổng cầu thấp, nợ công cao, tỷ lệ thất nghiệp ở mức cao trên 11%... tiếp tục là những thách thức đối với sự tăng trưởng bền vững của khu vực. Sản lượng công nghiệp và đầu tư ở mức thấp hơn nhiều so với trước khủng hoảng. Tăng trưởng kinh tế thấp và không đồng đều ở các nước. Tăng trưởng GDP chỉ đạt 0,8% trong năm 2014 và dự kiến sẽ tăng nhẹ lần lượt khoảng 1,2% và 1,4% trong năm 2015 và 2016 nhờ sự hỗ trợ từ giá dầu thấp và chính sách tiền tệ nới lỏng.

**Tăng trưởng GDP của Eurozone (% YoY)**



**Tốc độ tăng CPI theo tháng của khu vực Eurozone (%)**

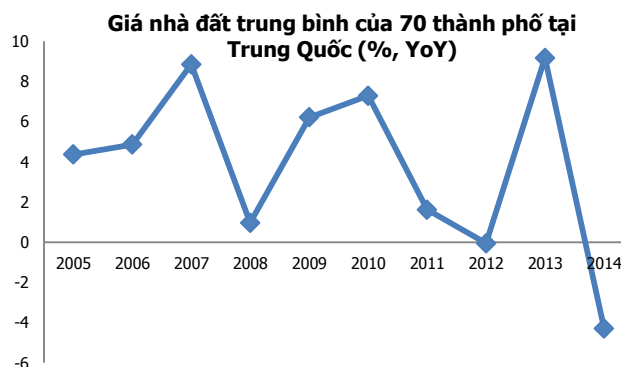
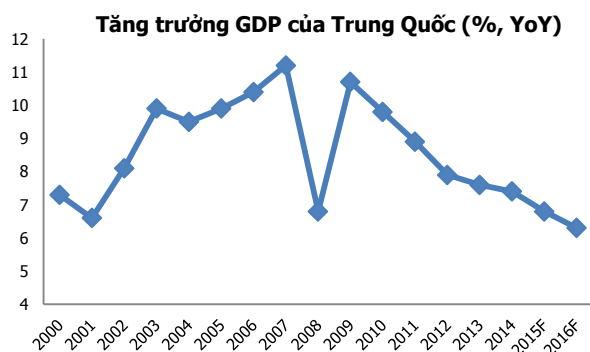


Nguồn: Bloomberg

Lạm phát luôn ở dưới mức mục tiêu gần 2% của Ngân hàng trung ương ECB kể từ đầu năm 2013, thậm chí CPI còn giảm 0,2% vào cuối năm 2014 cho thấy tổng cầu tiêu dùng và đầu tư ở mức thấp do kinh tế chuyển biến chậm. Lạm phát được kỳ vọng sẽ tiếp tục ở mức thấp trong năm 2015 ngay cả khi các gói kích thích kinh tế lớn sắp được bơm ra thời gian tới. Tăng trưởng GDP tại Pháp, Ý, Tây Ban Nha sẽ cải thiện trong năm 2015, đạt lần lượt là 0,9%, 0,4% và 2%. Trong khi đó, kinh tế Đức tăng trưởng chậm lại, giảm từ mức 1,5% trong năm 2014 xuống còn 1,3% trong năm 2015.

### Kinh tế Trung Quốc

Kinh tế Trung Quốc đang trong chiều hướng tăng chậm lại với tăng trưởng GDP trong năm 2014 của nước này đạt 7,4%, là mức thấp nhất trong vòng 24 năm. Chỉ số PMI ngành sản xuất trung bình trong năm qua ở mức 49,6 điểm cho thấy sản xuất đang bị thu hẹp. Tốc độ tăng doanh số bán lẻ chỉ đạt 11,9% trong năm 2014, giảm đáng kể so với mức 13,6% trong năm 2013. Thị trường bất động sản vốn đang suy giảm mạnh với giá nhà đất trung bình tại 70 thành phố đã giảm 4,3% trong năm 2014.



Nguồn: Bloomberg

Trước các dấu hiệu kinh tế tăng trưởng chậm lại, từ tháng 4/2014 đến nay Chính phủ Trung Quốc đã áp dụng một số các chính sách để ổn định kinh tế như nới lỏng chính sách tiền tệ, giảm gánh nặng thuế cho các doanh nghiệp nước này. Đặc biệt gần đây, Trung Quốc liên tục đưa ra nhiều biện pháp để ngăn chặn đà suy giảm của thị trường bất động sản như dỡ bỏ những hạn chế mua nhà, nới lỏng tín dụng cũng như hỗ trợ lãi suất cho người mua. Tuy nhiên, IMF dự báo trong năm nay và năm sau, kinh tế Trung Quốc vẫn tiếp tục tăng chậm lại ở mức lần lượt ở mức 6,8% và 6,3%.

## Các yếu tố ảnh hưởng và triển vọng TTCK năm 2015

Yếu tố ảnh hưởng	Nội dung	Mức độ tác động đến TTCK
<b>Kinh tế vĩ mô</b>	Tăng trưởng GDP	Trung bình
	Chỉ tiêu lạm phát (CPI)	Yếu
	Chỉ tiêu về sản xuất (PMI)	Trung bình
	Chỉ tiêu Lãi suất	Trung bình
<b>Hội nhập quốc tế</b>		
	Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP)	Mạnh
	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU	Trung bình
	Hiệp định Việt Nam – 4 nước Bắc Âu (EFTA)	Trung bình
	Hiệp định Đối tác Kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)	Trung bình
	Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan	Trung bình
	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc	Trung bình
<b>Chính sách điều hành</b>		
	Thông tư 36	Mạnh
	Thông tư 09	Mạnh
	Gói tín dụng BDS 30.000 tỷ và 50.000 tỷ	Mạnh
	Hạ lãi suất	Trung bình
	Xử lý nợ xấu	Trung bình
	Thông tin về các vụ án tiêu cực	Mạnh
<b>Kinh tế, chính trị quốc tế</b>		
	Sự kiện giá dầu	Trung bình
	Fed tăng lãi suất	Mạnh
	QE của châu Âu	Trung bình
	Dòng vốn quốc tế	Mạnh
	Căng thẳng biển Đông	Mạnh
	Xung đột chính trị Đông Âu (Ucraina...), Trung Đông, Biển Hoa Đông...	Trung bình
<b>KQKD của doanh nghiệp và định giá</b>		
	KQKD của doanh nghiệp niêm yết	Mạnh
	PE/PB dự kiến	Trung bình

Năm 2015 khả năng thị trường sẽ tiếp tục được củng cố bởi những yếu tố thuận lợi từ nội tại nền kinh tế đang trên đà hồi phục khả quan và kỳ vọng về các hiệp định thương mại song phương và đa phương. Tuy nhiên vẫn còn không ít khó khăn trong bối cảnh tác động ngắn hạn của chính sách điều hành, tác động từ sự bất ổn định của môi trường kinh tế, chính trị quốc tế. Và một trong những yếu tố quan trọng quyết định tới xu hướng thị trường đó là vai trò và xu hướng của dòng vốn quốc tế. Dự báo thị trường trong năm 2015 sẽ có những đợt sóng hồi phục và suy giảm đan xen nhưng khả năng sẽ không có những cơn sóng kéo dài như đã từng diễn ra trong năm 2014.

## Triển vọng kinh tế vĩ mô lạc quan là nền tảng củng cố cho sự hồi phục của TTCK

Nền kinh tế phục hồi tích cực hơn trong năm 2014 với GDP tăng 5,98% so với cùng kỳ, vượt kế hoạch đề ra ở mức 5,8%. Lạm phát thấp, mặt bằng lãi suất giảm, tỷ giá ổn định. Ngoài ra, cán cân thương mại thặng dư, kiều hối lớn và vốn FDI giải ngân tăng trưởng tốt tiếp tục là động lực thúc đẩy kinh tế cũng như mang lại nguồn dự trữ ngoại hối dồi dào cho Việt Nam. Tuy nhiên, kinh tế vĩ mô vẫn còn những vấn đề tồn đọng như cầu nội địa thấp, tái cấu trúc hệ thống ngân hàng chưa đạt được kết quả như kỳ vọng, nợ xấu cao, lãi suất cho vay giảm chậm, doanh nghiệp vẫn gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn kinh doanh.

Bước sang năm 2015, triển vọng kinh tế vĩ mô của Việt Nam tiếp tục khả quan khi mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp, hỗ trợ đầu tư và tiêu dùng từ khu vực tư nhân có dấu hiệu phục hồi, tiến trình tái cơ cấu khu vực nhà nước bao gồm các doanh nghiệp nhà nước và đầu tư công được thúc đẩy làm gia tăng hiệu quả của nền kinh tế và đầu tư từ khu vực FDI tiếp tục hứa hẹn sẽ tăng lên với việc một loạt các hiệp định thương mại tự do của Việt Nam và các đối tác như EU, Hàn Quốc và Nga - Belarus được ký kết.

Trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng GDP sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh hơn với mức tăng từ 6-6,2%, lạm phát dao động quanh mức 4%, thị trường ngoại hối ổn định với biên độ tăng tỷ giá VND/USD không quá 2%. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ vào khoảng 13-15%, mặt bằng lãi suất có thể sẽ được điều chỉnh giảm thêm khoảng 0,5% để hỗ trợ khu vực doanh nghiệp.

## Tác động ảnh hưởng khi Việt Nam tăng cường hội nhập quốc tế

Tiến trình hội nhập kinh tế Quốc tế là tất yếu và việc Việt Nam sớm tham gia các hiệp định thương mại tự do sẽ giúp các doanh nghiệp có nhiều cơ hội mở rộng thị trường, đồng thời tối ưu hóa hàng hóa nhập khẩu đặc biệt là nguyên liệu cho sản xuất trong nước, giảm phụ thuộc. Bên cạnh những cơ hội, thì rủi ro cạnh tranh và thách thức là không thể tránh khỏi, tuy nhiên điều này sẽ tạo ra môi trường cạnh tranh tích cực, thúc đẩy chính các doanh nghiệp trong nước phải có sự chuyển mình nhằm nắm bắt các cơ hội và tư tin đối mặt với môi trường cạnh tranh Quốc Tế.

Năm 2015 Việt Nam sẽ sớm thực hiện các cam kết theo các Hiệp định mới ký kết:

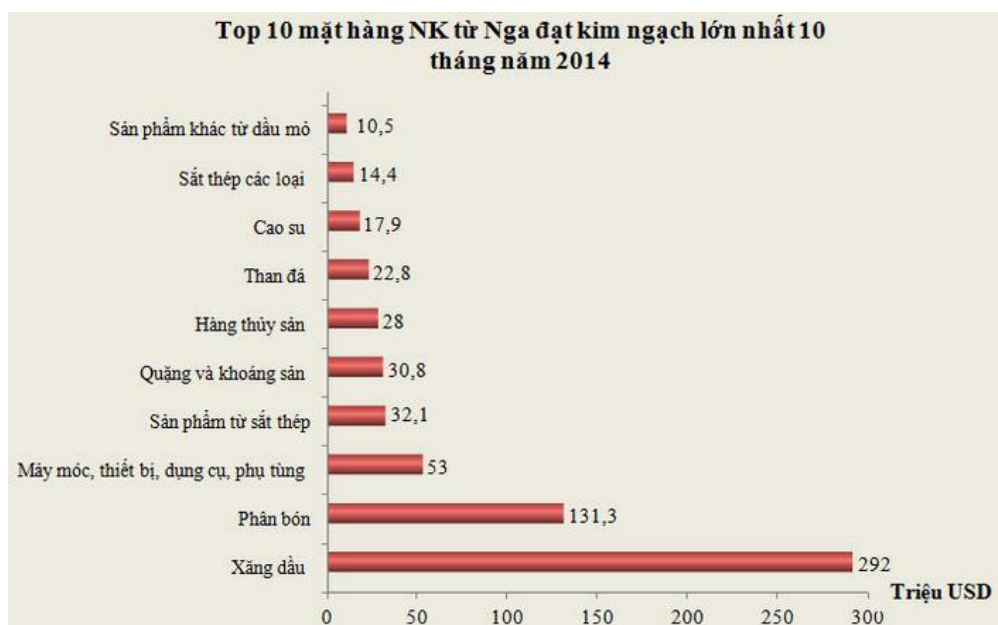
### Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc (VKFTA)



- Ngày 10/12/2014, đại diện Chính phủ Việt Nam và Chính phủ Hàn Quốc đã ký Biên bản thoả thuận về kết thúc đàm phán Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam - Hàn Quốc. Dự kiến hai bên sẽ hoàn thành đàm phán các vấn đề kỹ thuật còn lại và hoàn tất các thủ tục cần thiết trong nước để sớm ký kết Hiệp định trong khoảng đầu năm 2015.

- Phía Hàn Quốc dành cho Việt Nam ưu đãi cắt, giảm thuế quan, tạo cơ hội xuất khẩu mới quan trọng đối với các nhóm hàng nông, thủy sản chủ lực như tôm, cá, hoa quả nhiệt đới và hàng công nghiệp như dệt, may, sản phẩm cơ khí. Đây là cơ hội mở rộng thị trường cho các doanh nghiệp Việt Nam hoạt động trong các ngành này. Bên cạnh đó, Hàn Quốc cũng cam kết dành thêm cơ hội thị trường cho các lĩnh vực dịch vụ, đầu tư của Việt Nam và tăng cường hợp tác kinh tế, hỗ trợ kỹ thuật toàn diện trong nhiều lĩnh vực.
- Phía Việt Nam dành ưu đãi cho Hàn Quốc với các nhóm hàng công nghiệp như nguyên phụ liệu dệt, may, nguyên liệu nhựa, linh kiện điện tử, xe tải và xe con từ 2500 cc trở lên, phụ tùng ô-tô, điện gia dụng, sản phẩm sắt thép, dây cáp điện. Đây là những nhóm hàng không cạnh tranh trực tiếp với sản xuất trong nước, và những ưu đãi này cho phía đối tác sẽ tạo điều kiện nâng cao hiệu quả nhập khẩu, nhất là các nhóm hàng nguyên, phụ liệu phục vụ các ngành sản xuất, xuất khẩu chủ lực như dệt may, giày, dép, điện tử, giảm phụ thuộc vào nhập khẩu từ các Trung Quốc và một số nguồn khác.

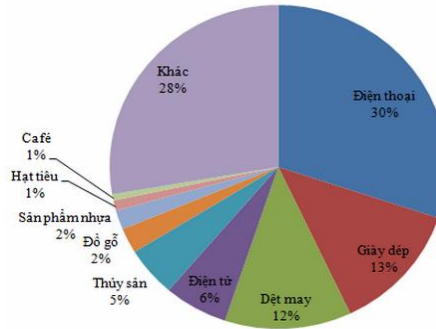
**Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga – Belarus – Kazakhstan (VCUFTA)**



- Ngày 15/12/2014 đã diễn ra Lễ ký kết Tuyên bố chung kết thúc đàm phán Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga-Belarus-Kazakhstan (VCUFTA) đã diễn ra tại Huyện đảo Phú Quốc. Dự kiến hai bên sẽ hoàn thành các vấn đề kỹ thuật còn lại và hoàn tất các thủ tục nội bộ cần thiết để chính thức ký kết Hiệp định trong khoảng đầu năm 2015.
- Phía Liên minh Hải quan đã dành cho Việt Nam ưu đãi thuế quan, tạo cơ hội xuất khẩu mới quan trọng đối với các nhóm hàng Việt Nam có lợi ích cơ bản như nông sản, tất cả các mặt hàng thủy sản và hàng công nghiệp như dệt, may, da giày và đồ gỗ. Đây cũng là cơ hội mở rộng thị trường cho các doanh nghiệp Việt Nam hoạt động trong các ngành này.
- Phía Việt Nam đồng ý mở cửa thị trường có lộ trình cho Liên minh Hải quan đối với một số sản phẩm chăn nuôi, một số mặt hàng công nghiệp gồm máy móc, thiết bị, phương tiện vận tải. Đây đều là những nhóm hàng mà Việt Nam không có thế mạnh và việc mở thị trường nhập khẩu những mặt hàng này sẽ góp phần làm đa dạng hóa thị trường tiêu dùng trong nước, tăng cơ hội lựa chọn các sản phẩm tối ưu cho người tiêu dùng.

**Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (VEFTA)**

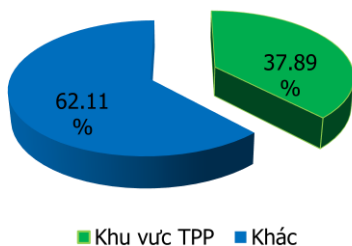
Tỷ trọng hàng xuất khẩu Việt Nam sang EU



- Phiên đàm phán thứ tám Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - Liên minh Châu Âu (EVFTA) đã diễn ra từ ngày 23 đến ngày 27 tháng 6 năm 2014 tại Brúc-xen, Bỉ. Tại phiên này, đàm phán trong tất cả các lĩnh vực đều được ta và EU tiếp tục thúc đẩy mạnh mẽ, đặc biệt là những nội dung hai bên có nhiều lợi ích.
- Ở cấp kỹ thuật, các nhóm tiếp tục thảo luận lời văn tổng hợp trên cơ sở trao đổi sâu và chi tiết quan điểm, cách tiếp cận của mình. Nhiều nhóm đã thu hẹp được đáng kể khoảng cách trong nhiều nội dung cụ thể. Các nhóm đàm phán về thương mại hàng hóa, thương mại dịch vụ, đầu tư và mua sắm Chính phủ cũng tiếp tục thảo luận bản chào mở cửa thị trường và bản yêu cầu về điều chỉnh bản chào trong các lĩnh vực liên quan. Ở cấp Trưởng đoàn, ta và EU cũng dành nhiều thời gian thảo luận chi tiết định hướng xử lý những vấn đề then chốt, phức tạp, có ảnh hưởng trực tiếp đến tiến độ chung của đàm phán với mong muốn tìm kiếm giải pháp phù hợp với năng lực, kỳ vọng của mỗi bên, thống nhất lộ trình xử lý nhằm hướng tới những tiến bộ tích cực trên cơ sở cân bằng lợi ích của cả hai bên.
- Kết thúc phiên đàm phán, hai bên đã đạt được các mục tiêu đề ra từ trước phiên về việc xử lý một số nội dung quan trọng trong đàm phán và có tiến bộ ở các lĩnh vực khác. Ta và EU cũng đã thống nhất được lộ trình làm việc cho đàm phán từ cấp Bộ trưởng đến cấp kỹ thuật trên tinh thần thúc đẩy đàm phán tối đa. EU hiện là đối tác thương mại lớn thứ 2 của Việt Nam và là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Đặc điểm nổi bật trong cơ cấu xuất nhập khẩu giữa Việt Nam và EU là các mặt hàng ít có sự cạnh tranh trực tiếp, có sự bổ xung cho nhau.
- Năm 2013, tổng kim ngạch hai chiều giữa Việt Nam và EU đạt khoảng 33,8 tỷ USD, tăng 16,11% so với năm 2012. Trong đó, xuất khẩu sang EU đạt 24,4 tỷ USD và nhập khẩu từ EU đạt 9,4 tỷ USD. Các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực của ta sang EU là giày dép, dệt may, cà phê, đồ gỗ, hải sản. EU cũng là nhà đầu tư lớn vào Việt Nam. Trong năm 2013, EU có gần 1400 dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam với tổng vốn đăng ký hơn 17 tỷ USD.

**Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP)**

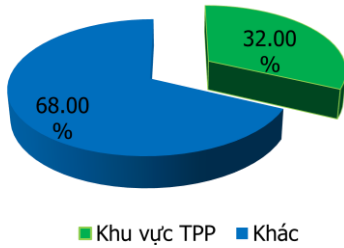
GDP của khu vực TPP với toàn cầu



- Đàm phán Đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP) là một đàm phán thương mại tự do nhiều bên, với mục tiêu thiết lập một khu vực thương mại tự do chung cho các nước đối tác trong khu vực châu Á Thái Bình Dương. Cho đến nay, đã có 12 nước tham gia vào đàm phán TPP (bao gồm New Zealand, Brunei, Chile, Singapore, Australia, Peru, Hoa Kỳ, Malaysia, Việt Nam, Canada, Mexico và Nhật Bản).
- Đàm phán TPP hiện đang là một trong những đàm phán thương mại quan trọng nhất của Việt Nam, bao gồm không chỉ các vấn đề về mở cửa thị trường hàng hóa và dịch vụ mà còn cả những vấn đề phi thương mại. Giữa tháng 12 cơ hội kết thúc đàm phán TPP được nhen nhóm khi các nước TPP thống nhất được về lịch trình đàm phán tiếp theo vào cuối tháng 1, sau đó sẽ là cuộc gặp cấp Bộ trưởng TPP. Đồng thời các nước đã lên kế hoạch rà soát lại các chương đã thống nhất được, sẵn sàng cho kết thúc đàm phán TPP ngay khi có thể.

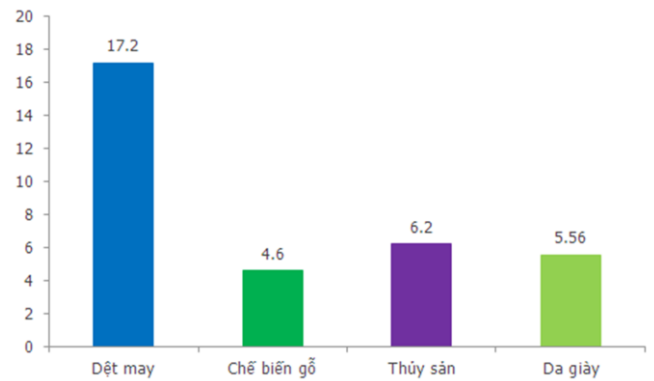
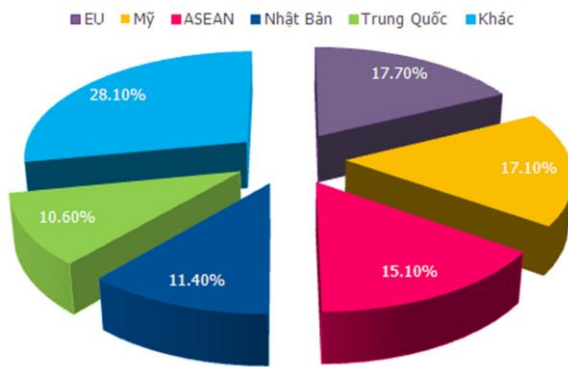


**Thương mại khu vực TPP với toàn cầu**



- Dự kiến vòng đàm phán cấp kỹ thuật sẽ diễn ra từ ngày 26/1 đến 1/2 tại khách sạn Sheraton, thành phố New York, bao gồm các trường đoàn đàm phán và các nhóm đàm phán về Doanh nghiệp nhà nước, Sở hữu trí tuệ, Quy tắc xuất xứ, Dịch vụ tài chính, Đầu tư và các vấn đề pháp lý. Ngoài ra, có thể sẽ có một số cuộc gặp song phương giữa các nước để thảo luận về vấn đề tiếp cận thị trường. Tiếp đó, phiên họp cấp bộ trưởng dự kiến diễn ra vào giữa tháng 3/2015 sẽ giải quyết các vấn đề ở cấp cao hơn, mang tính chính trị nhạy cảm.
- Mặc dù, vẫn còn nhiều vấn đề cần giải quyết để TPP chính thức kết thúc đàm phán, tuy nhiên quan điểm của các bên đều mong muốn quá trình đàm phán và ký kết sẽ chính thức được thực hiện trong năm 2015, và nếu thực tế đúng như kỳ vọng thì rõ ràng Việt Nam sẽ sớm đón nhận những tác động tích cực từ việc gia nhập TPP mặc dù đi đôi với đó là rất nhiều thách thức cho nền kinh tế.

**Tỷ trọng xuất khẩu của Việt Nam vào các nước và các ngành xuất khẩu chủ lực khả năng được hưởng lợi từ TPP**



**Hiệp định Việt Nam – 4 nước Bắc Âu (Thụy Sĩ, Na Uy, Iceland và Liechtenstein) (EFTA)**

Hiện tại, Việt Nam và Khối EFTA (gồm Thụy Sĩ, Na Uy, Iceland và Liechtenstein) đang trong quá trình đàm phán Hiệp định thương mại tự do. Phiên đàm phán thứ 7 vừa diễn ra tại Việt Nam trong tháng 2 năm 2014, hiện tại cả hai bên đang xúc tiến kết nối tiếp tục đàm phán để sớm kết thúc các vấn đề kỹ thuật với kỳ vọng có thể chính thức ký kết trong năm 2015. Hiệp định này được dự báo sẽ giúp khơi thông dòng chảy thương mại giữa Việt Nam và EFTA, tạo hành lang pháp lý cho các doanh nghiệp đầu tư.

**Hiệp định Đối tác Kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)**



- Phiên đàm phán thứ 5 Hiệp định đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP) giữa ASEAN và 6 đối tác (Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản, Newzeland, Australia và Trung Quốc) đã diễn ra từ ngày 21 - 27 tháng 4 năm 2014 tại Singapore, cơ bản các bên tham gia đàm phán đã đạt được thêm sự đồng thuận về việc xác định các vấn đề chủ chốt cần giải quyết.
- Thực hiện RCEP, các quốc gia tham gia sẽ cam kết tự do hóa gần 100% thương mại, thông qua hàng loạt các hiệp định thương mại tự do, chỉ còn lại số ít mặt hàng nhạy cảm cần bảo vệ nhất định. Lĩnh vực dịch vụ và đầu tư cũng sẽ từng bước mở cửa, do đó vấn đề cần giải quyết là sự không đồng đều về mức độ phát triển giữa các nền kinh tế. Hiện 16 quốc gia RCEP đang chiếm 50% dân số, khoảng 1/3 tổng thương mại toàn cầu. Giới phân tích dự tính RCEP sẽ trở thành khu vực mậu dịch tự do lớn nhất thế giới và là một đối trọng đối với Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) hiện đang trong quá trình đàm phán. Dự kiến quá trình đàm phán sẽ kết thúc trong năm 2015.
- Các nước tham gia Hiệp định RCEP là các đối tác kinh tế lớn của Việt Nam, xét cả về giá trị và tỷ trọng thương mại. Theo số liệu năm 2013, thương mại với các nước Đông Á chiếm tới 58,3% tổng giá trị thương mại của Việt Nam. Các nước tham gia Hiệp định RCEP là thị trường xuất khẩu quan trọng của nước ta với tổng giá trị xuất khẩu trên 58 tỷ USD năm 2013, tương đương 44% tổng kim ngạch xuất khẩu, đây cũng là nguồn nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với giá trị 95,824 tỷ USD, chiếm 73% tổng kim ngạch nhập khẩu. Với RCEP, các doanh nghiệp Việt Nam có cơ hội xuất khẩu hàng hóa sang các nước khác và thách thức là hàng hóa các nước khác có thể vào thị trường Việt Nam với thuế suất thấp.

## Các chính sách có ảnh hưởng tới thị trường

### Chính thức áp dụng thông tư 36

Thông tư 36 được ban hành cuối năm 2014 và đây là thời điểm các NHTM đã mạnh tay thực hiện thu hồi các khoản cho vay đầu tư cổ phiếu vượt hạn mức theo quy định của TT36, thực tế thị trường đã liên tục sụt giảm trong cả quý 4/2014, các chỉ số chứng khoán đã sụt giảm rất mạnh vào cuối 2014 với hiện tượng bán đổ sà hàng loạt, biểu hiện của hoạt động thu hồi vốn mạnh và dứt khoát, nên đây là thời điểm thị trường bị tác động mạnh nhất.

Bước sang năm 2015 khi thông tư 36 chính thức áp dụng từ ngày 01/02/2015 là lúc thị trường bị tác động "hậu thông tư 36", có nghĩa là các CTCK sẽ bị suy giảm nguồn vốn để làm margin, trong đó các CTCK lớn có thể khắc phục được phần nào qua việc sử dụng vốn tự có, phát hành trái phiếu hoặc tăng vốn, tuy nhiên về cơ bản nguồn tiền cho dịch vụ margin vẫn là giảm đi đáng kể so với trước đó, còn các CTCK nhỏ sẽ rất khó xoay sở trong việc tìm nguồn vốn mới, và do đó dòng tiền trên TTCK sẽ bị hạn chế.

Để giảm bớt các tác động của TT36 thì giải pháp trước mắt đòi hỏi phải có những nỗ lực từ các CTCK trong việc nâng cao khả năng tài chính thông qua tăng vốn, phát hành trái phiếu và huy động các nguồn vốn bền vững khác nhằm bổ xung vốn cho các dịch vụ tài chính, cải thiện dòng tiền ngắn hạn cho thị trường.

### Chính thức áp dụng quy định về phân loại nợ theo thông tư 09/2014/TT-NHNN

Thông tư 09/2014/TT-NHNN là Thông tư sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư 02/2013/TT-NHNN ngày 21/01/2013 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quy định về phân loại tài sản có, mức trích, phương pháp trích lập dự phòng rủi ro và việc sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Thông tư này có hiệu lực từ ngày 01/06/2014, tuy nhiên các quy định cụ thể về phân loại nợ theo thông tư này bắt đầu có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2015 (khoản 1 điều 9).

Theo đó, các NHTM phải thực hiện công tác phân loại theo đúng hướng dẫn của thông tư 09, theo hướng chặt chẽ hơn. Do đó nhiều khả năng các kết quả phân loại này sẽ tác động trực tiếp tới các tổ chức tín dụng, nợ xấu tăng lên và phần trích lập dự phòng rủi ro cũng tăng theo, điều này có thể khiến lợi nhuận của các NHTM bị ảnh hưởng theo hướng giảm xuống. Thực tế này càng khiến các NHTM chặt chẽ hơn trong việc đưa vốn ra nền kinh tế, doanh nghiệp càng gặp những hạn chế trong việc tiếp cận nguồn vốn ngân hàng cho sản xuất kinh doanh. Ngoài ra về mặt thị trường, các tác động này cùng với những quy định mới của TT36 sẽ càng khiến các NHTM hạn chế hoạt động cho vay đầu tư cổ phiếu.

**Đẩy mạnh cổ phần hóa DNNN, hoàn thành thoái vốn ngoài ngành**

Theo kế hoạch sắp xếp, cổ phần hóa đã được phê duyệt thì trong giai đoạn 2014 - 2015 cả nước sẽ thực hiện cổ phần hóa 432 doanh nghiệp, nhưng sau khi rà soát, tiếp tục bổ sung danh mục doanh nghiệp phải cổ phần hóa tới thời điểm này thì lên tới 532 doanh nghiệp Nhà nước cần cổ phần hóa. Đây thực sự là một con số lớn trong phần còn lại chỉ là 1 năm 2015, điều này có thể phần nào sẽ ảnh hưởng đến TTCK khi lượng cổ phiếu cổ phần hóa lớn sẽ tạo áp lực hút bớt dòng tiền trên thị trường niêm yết vốn đã bị hạn chế bởi TT36.

Trong giai đoạn 2014 - 2015, các Tập đoàn, Tổng công ty nhà nước tiếp tục thực hiện thoái vốn đầu tư vào 5 lĩnh vực nhạy cảm (chứng khoán, tài chính ngân hàng, bảo hiểm, bất động sản, quỹ đầu tư) và ngoài ngành nghề sản xuất kinh doanh chính theo đề án tái cơ cấu đã được phê duyệt. Giá trị các khoản đầu tư vào 5 lĩnh vực nhạy cảm của các Tập đoàn, Tổng công ty nhà nước phải thực hiện thoái vốn trong giai đoạn 2014 - 2015 là 22.504 tỷ đồng. Trong 10 tháng năm 2014, các Tập đoàn, Tổng công ty thoái vốn ước đạt 2.415 tỷ đồng, tăng gấp 2,5 lần so với thực hiện năm 2013 (965 tỷ đồng). Như vậy, lượng vốn cần thoái trong năm 2015 vẫn là khá lớn, cho thấy những áp lực không nhỏ phải hoàn thành kế hoạch của các Tập đoàn, Tổng công ty nhà nước và áp lực đối với thị trường tài chính trong năm 2015.

**Tăng giá điện**

Trong thời gian qua đã có nhiều phương án tăng giá điện được EVN đệ trình lên Bộ Công Thương, Bộ này cho biết vẫn đang xem xét phương án tăng giá điện của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), trước mắt từ nay đến Tết Nguyên đán Ất Mùi chưa tăng giá điện. Tuy nhiên, phương án được cho là có nhiều khả năng sẽ xảy ra là giá điện sẽ tăng khoảng 9,5% sau Tết Nguyên Đán. Có thể nói đây là mức tăng khá và sẽ có tác động đến nền kinh tế, đặc biệt là những doanh nghiệp sản xuất sử dụng nhiều điện năng. Các tác động tiêu cực này sẽ phần nào làm giảm bớt các tác động tích cực từ việc giá xăng dầu giảm nếu đánh giá trên góc độ tổng thể nền kinh tế.

**Chính sách nới room cho khôi ngoại**

Có thể nói, những kỳ vọng nới room trong năm 2014 đã không thành hiện thực và là một trong những điều khiến không ít nhà đầu tư nước ngoài thất vọng, và trong lần trả lời báo chí gần đây, Chủ tịch UBCKNN (SSC) Vũ Bằng cho biết dự kiến sẽ điều chỉnh kế hoạch nâng sở hữu của NĐTNN ở một số ngành từ 49% lên 60% và đề xuất mới sẽ được trình lên Chính phủ vào tháng 10/2015. Thực tế này cho thấy khả năng quyết định nới room khó có thể được phê duyệt chính thức trong năm 2015, đa số lãnh đạo các quỹ đầu tư đều tin rằng phải ít nhất đến năm 2016 thì việc nới room mới có thể trở thành hiện thực.

**Khuyến khích giảm lãi suất cho vay**

Nội dung Chỉ thị số 01 đề cập đến việc thực hiện điều hành chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa, nhằm kiểm soát lạm phát theo mục tiêu đề ra (dưới 5%), ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý (6,2%), bảo đảm thanh khoản của các TCTD và nền kinh tế, duy trì ổn định mặt bằng lãi suất, phấn đấu tiếp tục giảm mặt bằng lãi suất cho vay trung, dài hạn thêm 1 - 1,5%/năm, hỗ trợ thị trường tài chính trong huy động vốn cho đầu tư phát triển.

Với định hướng chính sách theo chỉ thị 01, NHNN cũng có những cam kết điều hành theo hướng đảm bảo thực hiện chỉ thị nêu trên, do đó khả năng giảm dần mặt bằng lãi suất cho vay trong năm 2015 sẽ được thực hiện nhất quán, điều này sẽ có tác động tích cực tới nền kinh tế, doanh nghiệp có cơ hội tiếp cận nguồn vốn với lãi suất thấp hơn, qua đó giúp doanh nghiệp giảm chi phí sản xuất, nâng cao hiệu quả kinh doanh, qua đó gián tiếp giúp thị trường chứng khoán phát triển với nền tảng cơ bản từ doanh nghiệp có chuyển biến tích cực.

**Đẩy mạnh giải ngân gói tín dụng 30.000 tỷ và bổ xung gói tín dụng bất động sản 50.000 tỷ**

Gói 30.000 tỷ đồng là gói tín dụng có ưu đãi của Nhà nước theo đề xuất của Ngân hàng Nhà nước và Bộ Xây dựng dành cho nhóm đối tượng được ưu tiên theo quy định nhằm giải quyết khó khăn về nhà ở. Chính phủ tái cấp vốn có bù lãi suất cho các ngân hàng thương mại tham

gia giải ngân gói tín dụng này và hiện nay đang cho vay ở mức 5%/năm. Kể từ khi ra đời gói tín dụng này đã gặp nhiều khó khăn trong khâu thực hiện. Tuy nhiên với nỗ lực của các bộ ngành liên quan trong việc mở rộng đối tượng được vay, giảm lãi suất vay, kéo dài thời gian cho vay và mở rộng các NHTM được tham gia đã phần nào kích thích giải ngân trong thời gian gần đây với 15 NHTM tham gia tích cực. Thống kê cho thấy 10.000 tỷ đã được giải ngân trong đó 6.000 tỷ dành cho người vay mua nhà.

Trong tháng đầu năm 2015, NHNN cũng chủ trì kêu gọi các NHTM đưa ra gói tín dụng bất động sản 50.000 tỷ đồng, đây hoàn toàn là một gói tín dụng thương mại thông thường, Ngân hàng Nhà nước đóng vai trò chỉ đạo hướng dẫn về mặt nghiệp vụ, Nhà nước gần như không phải can thiệp, không có cấp vốn hay bù lãi suất hoặc khoanh vùng đối tượng tham gia. Về cơ bản, tính cam kết và hỗ trợ từ NHNN cho gói tín dụng này không được như gói 30.000 tỷ, tuy nhiên việc đưa ra thêm các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản và tạo điều kiện để các thành viên thị trường cả người mua, người bán và ngân hàng hỗ trợ vốn được cho là động thái tích cực của các cơ quan quản lý, và thị trường đang chờ đợi những động thái cụ thể từ các NHTM.

**Một số chính sách và giải pháp khác theo định hướng của UBCKNN**

Triển khai một bước căn bản các điều kiện cho hoạt động của TTCK phái sinh, thực thi hiệu quả các cam kết quốc tế và các giải pháp nâng hạng TTCK. UBCKNN cũng đã đưa ra nhiều nhóm giải pháp như nhóm giải pháp nâng cao, đa dạng hóa sản phẩm, nhóm giải pháp kích cầu khơi thông dòng vốn trong và ngoài nước, nhóm giải pháp thúc đẩy tái cấu trúc hệ thống tổ chức kinh doanh, nhóm giải pháp hiện đại hóa tổ chức TTCK... Các chính sách này về cơ bản sẽ tạo điều kiện phát triển thị trường dài hạn, và có thể trong năm 2015 những tác động từ các hoạt động này đến thị trường sẽ chưa biểu hiện rõ nét.

**Tác động ảnh hưởng của bối cảnh kinh tế - chính trị quốc tế**

Có thể nói rằng các tác động từ kinh tế - chính trị quốc tế đã có những ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp tới diễn biến kinh tế vĩ mô và TTCK Việt Nam trong năm 2014. Dự báo trong năm 2015 một số tác động từ diễn biến này vẫn là các yếu tố thách thức & rủi ro tiềm tàng với kinh tế và TTCK.

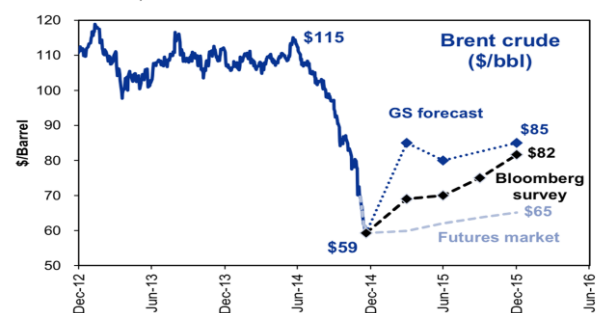
**Sự kiện giá dầu:** Giá dầu thô trên thị trường thế giới đã giảm 58,5% kể từ mức cao nhất 107,42 USD/thùng trong năm 2014 về mức 44,53 USD/thùng vào thời điểm cuối tháng 01/2015. Nhiều quốc gia xuất khẩu dầu mỏ lao đao vì giá dầu ở mức thấp. Chắc chắn giá dầu thấp sẽ ảnh hưởng không nhỏ tới việc thu ngân sách của Việt Nam. Theo số liệu Bộ Kế hoạch và Đầu tư tính toán khi giá dầu giảm ở mức 60USD/thùng, ngân sách sẽ hụt thu 1.500 tỷ đồng; nếu 50USD/thùng, ngân sách hụt thu 9.500 tỷ đồng và nếu 40USD/thùng, ngân sách sẽ hụt thu 11.500 tỷ đồng (khi giá dầu 40USD/thùng thì PVN phải giảm sản lượng khai thác từ 1,8 đến 2 triệu tấn dầu).

Tuy nhiên, về tổng thể, giá dầu thô thấp lại có thể tạo ra môi trường thuận lợi cho quá trình phục hồi kinh tế. Trong đó, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia dự báo, với diễn biến giá dầu như trên thì giá cả trong nước và thế giới sẽ giảm. Lạm phát trong năm 2015 có thể giảm khoảng 1,1 điểm phần trăm so với lạm phát bình quân năm 2014 và đạt khoảng 3%.

**Diễn biến giá dầu WTI và dự báo của giới phân tích**



Exhibit 2: Forecasters expect more of a rebound in oil than the market does as of December 18, 2014



Source: Bloomberg, Factset, and Goldman Sachs Global Investment Research.

Dư cung toàn cầu là lý do chính khiến giá dầu giảm 46% trong năm 2014. Tuy nhiên, hiện đã xuất hiện một vài dấu hiệu cho thấy giá dầu bắt đầu ổn định. Giá dầu đã có tín hiệu tạo đáy và hồi phục trở lại trong những phiên đầu tháng 02/2015 khi giàn khoan đang hoạt động của Mỹ giảm xuống thấp nhất 3 năm và nhiều công ty dầu mỏ đang giảm đầu tư cũng như chi phí. Tuy nhiên, việc dư cung ngắn hạn khi lượng tồn kho của Mỹ đang ở mức cao và OPEC quyết định không giảm sản lượng có thể vẫn tạo áp lực lớn với triển vọng hồi phục của giá dầu trong ngắn hạn.

Với kịch bản tích cực, trong trường hợp giá dầu hồi phục như dự báo của Bloomberg và Goldman Sachs, khả năng giá dầu sẽ hồi phục về ngưỡng 70USD-85USD/thùng vào giữa và cuối 2015. Điều này sẽ có tác động tích cực tới diễn biến phục hồi của ngành dầu khí nói chung và nhóm cổ phiếu dầu khí và TTCK nói riêng trong năm 2015.

**Sự kiện Fed tăng lãi suất**

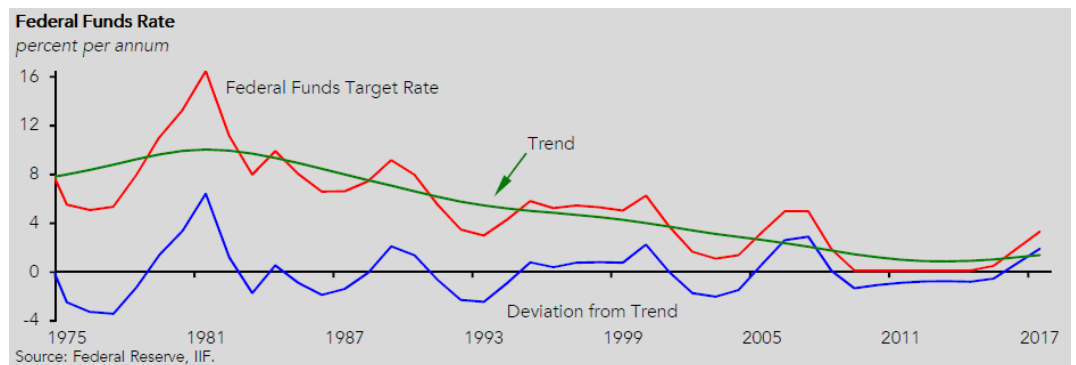
Sau khi chấm dứt gói QE3 vào cuối tháng 10/2014, phần lớn giới phân tích dự báo rằng, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) sẽ tăng lãi suất vào giữa năm 2015 sau khi kết thúc chương trình kích thích. Nếu diễn biến này diễn ra, khả năng ảnh hưởng đầu tiên sẽ là sự chuyển dịch dòng vốn rút khỏi các thị trường mới nổi và thị trường biên. Trong đó, thị trường chứng khoán Mỹ và toàn cầu có thể rơi vào nhịp sụt giảm kéo dài khi Fed tăng lãi suất lần đầu tiên nhất là khi các chỉ số chứng khoán của Mỹ đang giao dịch trong vùng đỉnh sau thời gian dài nổi lộng tiền tệ. Đây là một trong những rủi ro hiện hữu với TTCK toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng.

**Tác động của việc tăng lãi suất với Chỉ số Dow Jones**

DJIA Performance During Major Fed Tightening Cycles Since 1973																
Before Tightening					First Action			After Tightening								
1 Year Before	6 Months Before	3 Months Before	1 Month Before	Date	Rate	Dow	1 Month After	3 Months After	6 Months After	1 Year After						
911.12	12.6%	914.96	12.1%	1027.25	-0.2%	15-Jan-73	5.00	1025.59	973.13	-5.1%	956.73	-6.7%	888.55	-13.4%	843.09	-17.8%
968.92	-11.4%	944.73	-9.1%	898.66	-4.4%	30-Aug-77	5.75	858.89	847.11	-1.4%	829.70	-3.4%	746.45	-13.1%	880.72	2.5%
3416.74	13.3%	3552.05	9.0%	3624.98	6.8%	4-Feb-94	3.25	3871.42	3832.3	-1.0%	3697.75	-4.5%	3765.79	-2.7%	3928.64	1.5%
9048.67	22.3%	9184.27	20.5%	9832.51	12.5%	1-Jul-99	5.00	11066.42	10645.96	-3.8%	10273.00	-7.2%	11357.51	2.6%	10447.89	-5.6%
8985.44	15.9%	10450.00	-0.3%	10329.63	0.8%	29-Jun-04	1.25	10413.43	10,129.24	-2.7%	10,136.24	-2.7%	10829.19	4.0%	10374.48	-0.4%
Avg	10.5%	Avg	6.4%	Avg	5.4%				Avg	-2.8%	Avg	-4.9%	Avg	-4.5%	Avg	-3.9%

Before and after periods in the table above refer to first action date by the Fed in a tightening cycle. The percent change is the change in the Dow in that time period using the first Fed action as a reference point. In the table above, the date of the first action in the cycle is always the reference point. For example, for the 12 months before the first Fed rate increase on 15 Jan 73 the Dow moved up 12.6% between 15 Jan 72 and 15 Jan 73, 12.1% between 15 Jul 72 and 15 Jan 73, 11.3% between 15 Oct 72 and 15 Jan 73, and so on. The after periods work the same way. Source: StockTradersAlmanac.com. All rights reserved.

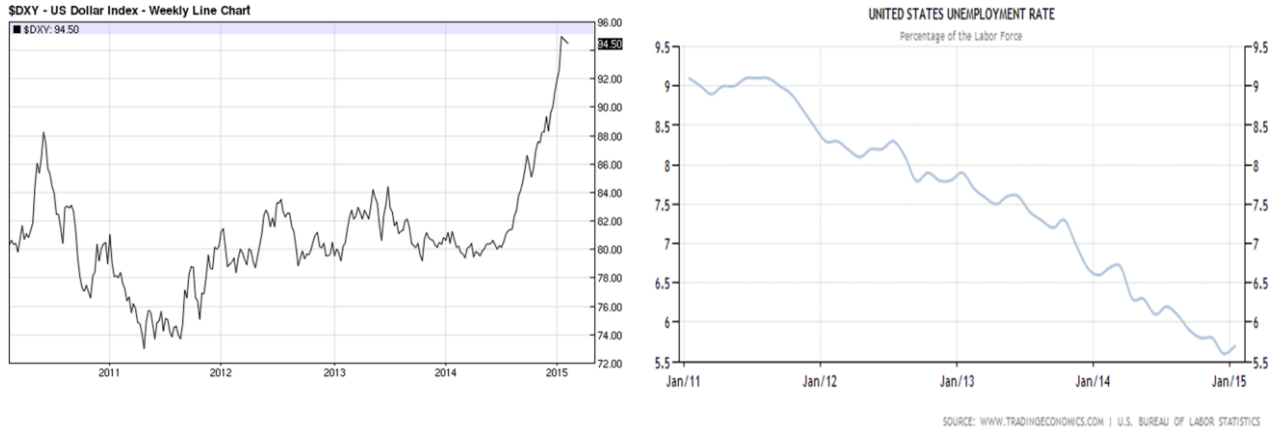
Tuy nhiên, trong cuộc họp chính sách của Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Fed) ngày 29/1/2015 thông báo Fed vẫn "kiên nhẫn" trong việc quyết định thời điểm nâng lãi suất cơ bản lần đầu tiên kể từ năm 2006. Các nhà hoạch định chính sách của Fed vẫn lo ngại về mức tăng lương chậm của người lao động và nhiều người đang làm việc bán thời gian vẫn chưa tìm được việc làm toàn thời gian, dù nền kinh tế Mỹ đã hồi phục từ tình trạng suy thoái nặng năm 2008. Việc nâng lãi suất cơ bản sẽ ảnh hưởng đến lãi suất thương mại mà các doanh nghiệp và người tiêu dùng phải trả cho các khoản vay.



Trong khi đó, đồng USD liên tục tăng mạnh mẽ sẽ kìm hãm áp lực lạm phát tại Mỹ, cản trở kế hoạch nâng lãi suất của Fed. Fed không còn sử dụng cụm "một khoảng thời gian hợp lý" trong việc nâng lãi suất nữa, mà thay vào đó nhấn mạnh "nếu lạm phát tiếp tục dưới mức mục tiêu 2%". Mặc dù thời điểm tăng lãi suất của Fed không còn quá phụ thuộc vào tỷ lệ lạm phát như trước nữa nhưng lạm phát chỉ là một trong nhiều những yếu tố được xem

xét đến. Tỷ lệ thất nghiệp đang ở mức thấp nhất trong 6 năm qua (5.6%), khi nền kinh tế này đã tạo ra 252,000 việc làm vào tháng trước. Lạm phát của Mỹ đã kéo dài 31 tháng liên tiếp nằm dưới ngưỡng 2%. Kỳ vọng lạm phát trong 5 năm tới chỉ vào khoảng 1,76%. Giá dầu giảm sâu cũng khiến tỷ lệ lạm phát vẫn duy trì ở mức thấp do đó giới phân tích cho rằng Fed sẽ chưa tăng lãi suất ít nhất trong 6 tháng tới.

**Diễn biến chỉ số Dollar index và thất nghiệp Mỹ**



**Gói QE của châu Âu**

Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) vừa tuyên bố sẽ bơm ít nhất 1,1 nghìn tỷ EUR, tương đương 1,3 nghìn tỷ USD vào nền kinh tế Eurozone, gói QE này có thể thấy là cao hơn nhiều so với dự báo trước đó. Điều này dự báo sẽ tác động tích cực tới TTCK châu Âu & Mỹ nói chung và TTCK Việt Nam có thể được hưởng lợi từ xu hướng nới lỏng tiền tệ mới này.

Trong quy mô các gói QE từng được công bố gần đây nhất như gói QE của Mỹ với giá trị 4,5 nghìn tỷ USD, gói QE của Anh với giá trị 375 tỷ Bảng, QE của Nhật Bản với giá trị 125 nghìn tỷ Yen. Gói QE của ECB hiện tại sẽ bơm ít nhất 1,1 nghìn tỷ Eur (tương đương 1,3 nghìn tỷ USD) hiện tại đứng thứ 3 sau Mỹ và Nhật. Con số này có thể mới chỉ là giai đoạn ban đầu của chương trình QE và thực tế có thể sẽ lớn hơn nhiều. Với các gói QE đã từng diễn ra tại Mỹ, Anh và Nhật, việc bơm tiền vào nền kinh tế đã khiến các tài sản tài chính tăng giá mạnh mẽ trong đó TTCK của các nước này liên tục tăng trưởng mạnh mẽ sau giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu. Trong đó, không chỉ TTCK Mỹ, Anh, Nhật tăng trưởng mạnh mà dòng tiền giá rẻ này còn chảy đến các thị trường khác như Emerging Market hay frontier Market khiến thị trường chứng khoán toàn cầu nhìn chung hồi phục khá tốt sau khủng hoảng.

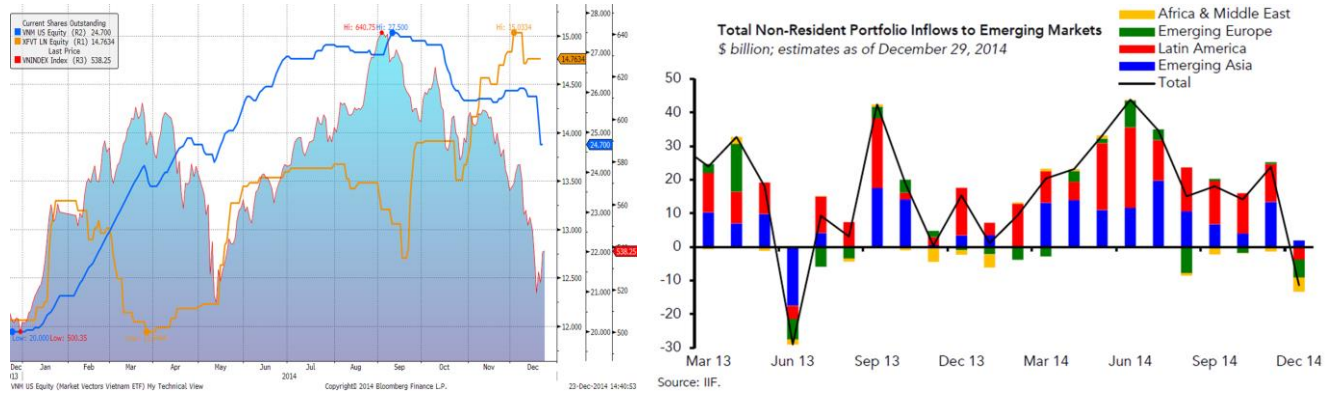
Hiện tại gói QE tại Mỹ đã chấm dứt và chỉ còn Nhật Bản và tiến tới là ECB, với quy mô như công bố khả năng thị trường chứng khoán châu Âu, Mỹ, và châu Á có thể tiếp tục được hưởng lợi khi dòng tiền giá rẻ này được bơm ra thị trường. Khả năng dòng vốn có thể thông qua các quỹ đầu tư, các quỹ ETF như DB X-TRACKERS DBX FTSE VIETNAM ETF là quỹ ETF được giao dịch trên sàn London vào thị trường chứng khoán Việt Nam hỗ trợ cho thị trường trong năm 2015.

**Xu hướng dòng vốn quốc tế**

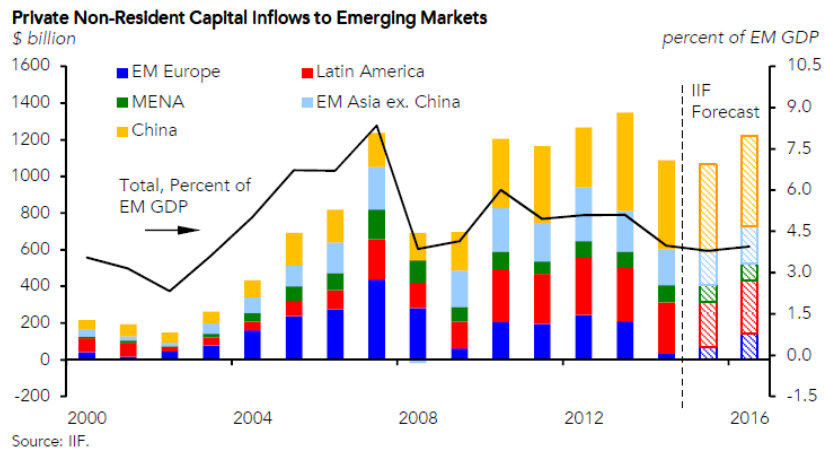
Những tác động ảnh hưởng từ Fed cũng như các sự kiện kinh tế chính trị lớn trên thế giới đã và đang tác động khá mạnh tới xu hướng dòng vốn quốc tế trong đó có Việt Nam. Trong những năm gần đây, không thể không phủ nhận vai trò của NĐTNN trên TTCK khi dòng vốn ngoại chỉ chiếm khoảng 10% nhưng tính định hướng xu hướng và dòng tiền là rất rõ. Trong đó, NĐTNN đẩy mạnh mua bán vào đầu năm 2014 và phần nhiều do tác động mua vào mạnh của hai quỹ ETF khiến thị trường hồi phục rất tốt. Tuy nhiên, sau đó áp lực bán ròn mạnh kể từ tháng 9 do việc rút vốn của NĐTNN và các quỹ ETF khi Mỹ rút gói QE trong khi Eurozone và Nhật bản rơi vào suy thoái khiến thị trường chứng khoán Việt Nam diễn ra nhịp giảm khá mạnh.

Về mặt tổng thể, NĐTNN vẫn mua ròng trong năm 2014 nhưng mức độ mua ròng giảm đi đáng kể khi họ chỉ mua ròng 3.747 tỷ đồng, giảm 44% so với năm 2013 và thấp nhất trong vòng 3 năm trở lại đây. Trong đó, vai trò định hướng của các quỹ ETF vẫn chiếm phần lớn khi lượng mua ròng của các quỹ này đang chiếm hơn 60% lượng giao dịch ròng của khối ngoại tại Việt Nam.

**Diễn biến dòng vốn hai quỹ ETF tại Việt Nam và dòng vốn vào thị trường mới nổi**



Theo báo cáo của IFF, do lo ngại Fed tăng lãi suất trong thời điểm đầu năm 2015 đã khiến NĐTNN rút vốn mạnh khỏi thị trường Emerging market trong đó đặc biệt mạnh tại Nga do ảnh hưởng từ cuộc xung đột Nga-Ucraina. Trong đó, vốn rút ròng khỏi trái phiếu khỏi thị trường mới nổi trong tháng 12/2014 là -7,8 tỷ USD và cổ phiếu là -3,7 tỷ USD. Tuy nhiên, khu vực Emerging Asia chỉ bị giảm quy mô ròng chứ chưa bị rút. Dòng vốn vào thị trường mới nổi giảm từ mức cao nhất 1,35 nghìn tỷ USD trong năm 2013 xuống dưới 1,1 nghìn tỷ USD trong năm 2014.



Theo dự báo triển vọng dòng vốn đầu tư vào thị trường mới nổi của IFF, năm 2015 sẽ là một năm khó khăn đối với dòng vốn vào thị trường mới nổi khi dự báo dòng tiền sẽ tiếp tục trong xu hướng giảm do bị ảnh hưởng bởi kỳ vọng khi Fed có thể bắt đầu tăng lãi suất, tăng trưởng của Emerging market còn mờ nhạt, sự không chắc chắn của thị trường dầu mỏ và những rủi ro về chính trị.

Diễn biến này cũng thể hiện một cách rõ nét tới dòng vốn vào TTCK Việt Nam trong tháng 1 khi lượng mua ròng 196 tỷ giảm 88,7% so với cùng kỳ năm ngoái là 1.729 tỷ đồng. Do đó, khả năng dòng vốn ngoại vào thị trường Việt Nam năm nay có thể sẽ giảm đi đáng kể so với năm ngoái và đây là một trong những yếu tố ảnh hưởng tới dòng tiền vào TTCK trong năm 2015.

## Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết

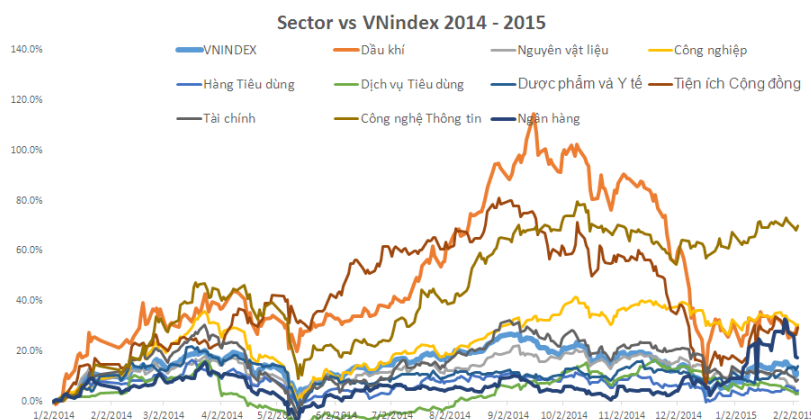
Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2014 của doanh nghiệp niêm yết tiếp tục tăng trưởng so với cùng kỳ cho thấy hoạt động kinh doanh của phần lớn doanh nghiệp đang trong quá trình hồi phục cùng với diễn biến hồi phục chung của nền kinh tế. Mặt bằng lãi suất thấp cùng với lạm phát được kiểm chế và giá nguyên liệu đầu vào như xăng dầu giảm là một trong những yếu tố hỗ trợ đáng kể cho tín hiệu hồi phục này. Theo số liệu lũy kế tính tới quý 3/2014, tổng doanh thu của các công ty niêm yết tăng 11,4%, và lợi nhuận tăng trưởng 5,2% so với cùng kỳ năm ngoái.

Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ở các ngành, các lĩnh vực mang tính chu kỳ cao đang có mức hồi phục mạnh hơn so với các ngành khác khi kinh tế hồi phục. Trong đó, ngành xây dựng và vật liệu tăng trưởng cao nhất với mức tăng 936% so với cùng kỳ, thứ hai là Tài nguyên cơ bản với mức tăng 158% so với cùng kỳ, thứ 3 là hàng hóa và dịch vụ công nghiệp tăng trưởng 66% so với cùng kỳ.

STT	Tên	LN Kế hoạch 2014	% hoàn thành kế hoạch	Lợi nhuận ròng		Tăng trưởng Lợi nhuận
				9T/2013	9T/2014	
			%	Tỷ VND	Tỷ VND	%
1	Bán lẻ	400,04	6,12	266,3	306,46	0,01
2	Bảo hiểm	2.006,29	6,08	1.471,45	1.693,82	2,04
3	Bất động sản	8.992,10	30,4	6.653,45	5.737,75	32,82
4	Công nghệ Thông tin	918,47	8,87	1.279,78	1.802,78	65,85
5	Dầu khí	2.736,67	5,67	2.457,25	3.392,31	5,3
6	Dịch vụ tài chính	1.716,06	21,27	1.007,67	1.908,97	61,58
7	Điện, nước & xăng dầu khí đốt	10.242,93	28,5	13.047,65	11.317,57	5,32
8	Du lịch và Giải trí	490,53	8,67	225,43	262,25	4,74
9	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	3.858,53	81,72	2.427,34	3.166,04	66,17
10	Hàng cá nhân & Gia dụng	1.142,39	17,01	770,3	1.049,13	11,61
11	Hóa chất	2.705,23	26,75	3.394,46	2.204,35	6,18
12	Ô tô và phụ tùng	793,66	10,23	693,28	730,9	6,56
13	Tài nguyên Cơ bản	4.294,30	32,16	1.759,33	3.394,26	158,02
14	Thực phẩm và đồ uống	12.913,66	38,32	7.542,01	7.215,16	48,42
15	Truyền thông	120,71	16,36	114,4	107	-1,46
16	Xây dựng và Vật liệu	4.526,85	164,55	-1,8	2.353,23	936,46
17	Y tế	1.324,96	12,22	935,67	1.042,10	6,79
18	Ngân hàng	22.787,95	6,01	17.484,39	17.026,88	0,92
<b>Toàn thị trường</b>		<b>81.971,32</b>	<b>78,90%</b>	<b>61.528,35</b>	<b>64.710,97</b>	<b>5,20%</b>

Nguồn: Stockpro

Kết quả kinh doanh là một trong những yếu tố tác động tích cực tới diễn biến các nhóm ngành trên TTCK trong năm vừa qua nổi lên các ngành như: Dầu khí, Tiềm ích cộng đồng, công nghệ thông tin...



Tuy nhiên đến giai đoạn đầu 2015, chúng tôi nhận thấy diễn biến tích cực từ nhóm cổ phiếu Ngân hàng sau quá trình tái cơ cấu trong những năm gần đây. Do đó, chúng tôi cho rằng những ngành mang tính chu kỳ cao, trải qua quá trình tái cơ cấu và phục hồi cũng nền kinh tế sẽ có những chuyển biến tốt trong năm 2015 như: Ngân hàng, bất động sản, Xây dựng và vật liệu xây dựng, Ô tô và phụ tùng, Dệt May...



## Kịch bản thị trường chứng khoán trong năm 2015

### Kịch bản TTCK năm 2015

Kịch bản	Các căn cứ	Dao động của chỉ số
<b>Kịch bản lạc quan (Xác suất 30%)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kinh tế toàn cầu tiếp tục hồi phục tại những nền kinh tế lớn như Mỹ, Eurozone, Nhật bản và Trung Quốc.</li> <li>▪ Fed khả năng sẽ kéo lùi thời gian tăng lãi suất về cuối năm hoặc lâu hơn.</li> <li>▪ GDP Việt Nam tăng trưởng ở trên mức 6,2% nhờ mặt bằng lãi suất thấp và sự phục hồi của thị trường tài sản. Nợ xấu được giải quyết phần lớn.</li> <li>▪ Kinh tế và thị trường BĐS tiếp tục được hỗ trợ bởi các chính sách khơi thông dòng vốn như các gói hỗ trợ BĐS, hỗ trợ lãi suất, nới room và tạo điều kiện tốt hơn cho NĐTNN...</li> <li>▪ Tăng trưởng tín dụng được khơi thông và đạt mức 13%-15%</li> <li>▪ Việc Việt Nam tham gia ký kết các hiệp định thương mại như TPP, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc, Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga – Belarus – Kazakhstan (VCUFTA), Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (VEFTA)... sẽ giúp gia tăng cơ hội đón các dòng vốn FDI và FII mới vào Việt Nam.</li> <li>▪ Dòng vốn ngoại gia tăng trở lại thị trường chứng khoán.</li> <li>▪ Không có cú sốc nào đáng kể trên thế giới và trong nước</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>VN-Index dự kiến đạt mức cao nhất trong năm dao động từ 660-680 điểm, HN-Index đạt mức cao nhất năm dao động từ 90-95 điểm</b></li> <li>▪ Giá trị giao dịch trung bình 02 sàn khoảng 3.200 tỷ/phiên, trong đó: HSX đạt 2.300 tỷ, HNX đạt 900 tỷ.</li> <li>▪ Số lượng cổ phiếu giao dịch trên 02 sàn là 210 triệu CP/phiên, trong đó: HSX đạt 125 triệu CP/phiên, HNX đạt 85 triệu CP/phiên.</li> </ul>
<b>Kịch bản trung bình (Xác suất 50%)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kinh tế toàn cầu tiếp tục hồi phục chậm tại những nền kinh tế lớn như Mỹ, Eurozone, Nhật bản và Trung Quốc.</li> <li>▪ Fed khả năng sẽ tăng lãi suất vào quý 2/2015.</li> <li>▪ GDP Việt Nam tăng trưởng ở mức 5,9%-6,1% nhờ mặt bằng lãi suất thấp và sự phục hồi của thị trường tài sản. Nợ xấu được giải quyết phần lớn.</li> <li>▪ Kinh tế và thị trường BĐS tiếp tục được hỗ trợ bởi các chính sách khơi thông dòng vốn như các gói hỗ trợ BĐS, hỗ trợ lãi suất, nới room và tạo điều kiện tốt hơn cho NĐTNN...</li> <li>▪ Tăng trưởng tín dụng chỉ đạt mức 11%-14%</li> <li>▪ Việc Việt Nam tham gia ký kết các hiệp định thương mại như TPP, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc, Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga – Belarus – Kazakhstan (VCUFTA), Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (VEFTA)... diễn ra chậm hơn dự kiến.</li> <li>▪ Dòng vốn ngoại vào TTCK duy trì ở mức trung bình</li> <li>▪ Không có cú sốc nào đáng kể trên thế giới và trong nước</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>VN-Index dự kiến đạt mức cao nhất trong năm dao động từ 610-630 điểm, HNX-Index đạt mức cao nhất trong năm dao động từ 88-90 điểm</b></li> <li>▪ Giá trị giao dịch trung bình 02 sàn khoảng 3.000 tỷ/phiên, trong đó: HSX đạt 2.200 tỷ, HNX đạt 800 tỷ.</li> <li>▪ Số lượng cổ phiếu giao dịch trên 02 sàn là 200 triệu CP/phiên, trong đó: HSX đạt 130 triệu CP/phiên, HNX đạt 70 triệu CP/phiên.</li> </ul>
<b>Kịch bản kém lạc quan (Xác suất 20%)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kinh tế toàn cầu tiếp tục hồi phục chậm tại Mỹ. Trong đó, Eurozone tiếp tục đối mặt với suy thoái, Nhật bản giảm phát và Trung Quốc suy giảm do đối mặt với bong bóng tài sản</li> <li>▪ Fed khả năng sẽ tăng lãi suất vào quý 2/2015.</li> <li>▪ GDP Việt Nam tăng trưởng chậm mức 5,6%-5,8% do ảnh hưởng từ kinh tế thế giới</li> <li>▪ Kinh tế và thị trường BĐS hồi phục chậm chạp trở lại</li> <li>▪ Tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức thấp chỉ đạt mức 9%-12%</li> <li>▪ Việc Việt Nam tham gia ký kết các hiệp định thương mại như TPP, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc, Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga – Belarus – Kazakhstan (VCUFTA), Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (VEFTA)... diễn ra chậm hơn dự kiến và chưa thể hiện hiệu quả nào đáng kể</li> <li>▪ Dòng vốn ngoại vào TTCK tiếp tục sụt giảm so với năm trước</li> <li>▪ Diễn biến chính trị, kinh tế thế giới và trong nước có thể đối mặt với một vài cú sốc trong năm.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>VN-Index dự kiến kết thúc năm dao động từ 545-555 điểm. HNX-Index dự kiến kết thúc năm giao động từ 70-75 điểm</b></li> <li>▪ Giá trị giao dịch trung bình 02 sàn khoảng 2.500 tỷ/ phiên, trong đó: HSX đạt 1.850 tỷ, HNX đạt 650 tỷ.</li> <li>▪ Số lượng cổ phiếu giao dịch trên 02 sàn là 150 triệu CP/phiên, trong đó: HSX đạt 90 triệu CP/phiên, HNX đạt 60 triệu CP/phiên.</li> </ul>

## TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU 2015

Mặc dù quan điểm chủ đạo của chúng tôi trong năm 2015 là lạc quan với đầu tư cổ phiếu, việc tìm ý tưởng đầu tư cụ thể là một thách thức sau 3 năm thị trường đã đi lên từ đáy, mặt bằng chung của các cổ phiếu hiện không còn rẻ. Trên nền tảng vĩ mô và thị trường chứng khoán như đã phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng dòng tiền sẽ tìm đến các ngành, nhóm cổ phiếu có các câu chuyện cụ thể trong năm 2015. Bên cạnh cổ phiếu bất động sản, xây dựng, hạ tầng, cổ phiếu của nhóm ngân hàng đầu ngành (VCB, BID, CTG và MBB) đang và sẽ tiếp tục là tâm điểm quan trọng nhất trong năm 2015 sau mấy năm không được thị trường chú ý. Tuy nhiên ngay cả trong ngành tâm điểm là ngân hàng, ngoại trừ MBB có mức định giá còn rất hấp dẫn, thì những cổ phiếu ngân hàng mà chúng tôi ưa thích trong năm nay như VCB, BID, CTG hiện cũng không còn ở mức giá rất hấp dẫn nữa. Trong bối cảnh đó, cơ hội đầu tư sẽ thực sự xuất hiện khi thị trường có những nhịp điều chỉnh và mặt bằng giá ở mức thấp hơn hiện tại. Mặc dù không thật sự thích cụm từ "Chờ mua giá rẻ", đó là chiến lược được chúng tôi lựa chọn trong năm 2015.

Ngành	Tiêu điểm	Cổ phiếu ưa thích
Ngân hàng	Thoát đáy và phân hóa	MBB, BID, VCB, CTG
Bất động sản	Hậu thuẫn mạnh từ chính sách	HLD, DXG, VIC, TDH
Xây dựng – hạ tầng	Chu kì kinh tế đi lên	HUT, SD6, SDT
Vật liệu xây dựng	Hưởng lợi từ phục hồi thị trường bất động sản	BMP, BCC
Hàng tiêu dùng	Thu nhập khả dụng tăng + giá đầu vào giảm	VNM, FMC
Dệt may	Hưởng lợi từ các hiệp định thương mại	TNG, TCM, STK

## Ngân hàng: Thoát đáy và phân hóa

Ngân hàng	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	EPS 2015	EPS growth	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2015
BIDV	BID	48.915	17.400	18.500	6%	1.670	0%	10,24	1,53	10,42
Military Bank	MBB	15.999	13.800	17.700	28%	1.355	8%	6,66	0,95	6,17
Vietcombank	VCB	97.007	36.400	38.500	6%	2.238	31%	22,51	2,24	17,16
Vietinbank	CTG	65.904	17.700	20.200	14%	1.355	10%	14,51	1,21	13,06

### Giai đoạn khó khăn nhất đã qua

**Nợ xấu được kiểm soát tốt:** có sự chênh lệch khá lớn giữa Ngân hàng Nhà nước, của các tổ chức quốc tế như Moody, Fitch, IMF về số liệu nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam. Nhưng không thể phủ nhận rằng nợ xấu năm 2014 đã được kiểm soát tốt hơn rất nhiều so với năm 2013 và 2012. Theo số liệu của Thủ Tướng Nguyễn Tấn Dũng trả lời chất vấn các đại biểu Quốc Hội, tỷ lệ nợ xấu ước tính cuối năm 2014 còn khoảng 3,7-4,2%, giảm mạnh so với con số 5,4% tháng 9/2014, và 17% của tháng 9/2012. Mục tiêu của năm 2015 là đưa tỷ lệ nợ xấu giảm về mức 3% tổng dự nợ. Đến hết năm 2014, Công ty quản lý tài sản của các TCTD (VAMC) đã mua gần 95 nghìn tỷ đồng nợ xấu và đang từng bước xử lý theo quy định; trong đó đã bán, thu hồi được gần 4 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Năm 2015, VAMC tiếp tục mua nợ theo mục tiêu đặt ra để đến 2016, đưa tổng doanh số mua lên mức 200 nghìn tỷ đồng. Sau đó, VAMC mới thực sự bắt tay xử lý nợ xấu đã mua.

**Thanh khoản toàn hệ thống ngân hàng được cải thiện:** Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) của toàn hệ thống ngân hàng đã giảm về 83,43% tại cuối tháng 10/2014, so với đỉnh 110% vào quý 2/2011. Lần đầu tiên sau 4 năm, tỷ lệ này đã tiệm cận với mức trung bình của 4 quốc gia trong khu vực là Indonesia, Malaysia, Philippines và Thái Lan. Nhờ những tín hiệu vĩ mô tích cực và thanh khoản hệ thống ngân hàng được cải thiện, hãng xếp hạng tín nhiệm Moody's đã nâng triển vọng hệ thống ngân hàng Việt Nam từ tiêu cực lên ổn định vào cuối năm 2014. Hạ đôn bẫy thành công là bước đi đầu tiên để tiến tới một hệ thống ngân hàng lành mạnh và an toàn hơn. Sau quá trình này, ngành ngân hàng sẽ có sự phân hóa mạnh. Cơ hội bứt phá không dành cho tất cả các ngân hàng trong ngành, tuy nhiên, về tổng quát có thể kết luận giai đoạn khó khăn nhất của ngành ngân hàng đã đi qua.

### Loan-to-Deposit Ratio



Nguồn: IMF

### Năm 2015-Tái cấu trúc và phân hóa

**Hoạt động ngân hàng trong năm 2015 đặt trọng tâm vào xử lý nợ xấu và tiếp tục tái cơ cấu các ngân hàng,** đó là quan điểm định hướng của NHNN. Nếu năm 2013-2014, việc thực hiện tái cơ cấu các ngân hàng là tự giác thì đến năm 2015 việc tái cơ cấu sẽ là bắt buộc. Dự kiến sẽ có 6 thương vụ hợp nhất, sáp nhập giữa các ngân hàng trong năm 2015.

Để xây dựng một hệ thống ngân hàng tinh gọn và lành mạnh, chúng tôi cho rằng việc sáp nhập các ngân hàng nhỏ để giảm số lượng, tăng chất lượng là hành động bắt buộc. Điều này sẽ có lợi cho toàn hệ thống ngân hàng trong dài hạn, nhưng lại gây cản trở quá trình bút phá của một số ngân hàng, vì phải giải bài toán chất lượng tài sản của ngân hàng nhỏ được sáp nhập vào.

**Định hướng tăng trưởng tín dụng của NHNN trong năm 2015 là 13-15%, cao hơn so với định hướng 12-14% đặt ra cho năm 2014.** Một số ngân hàng lớn đã lên kế hoạch kinh doanh cho năm 2015, trong đó BID và VCB đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng 16%, MBB là 15-17%, CTG là 17%. trên 80% doanh thu của các ngân hàng đến từ hoạt động tín dụng. Vì vậy ngân hàng muốn hồi phục và tăng trưởng đầu tiên phải đảm bảo tăng trưởng tín dụng tốt và ổn định. Định hướng của NHNN, cũng như các kế hoạch lạc quan của một số ngân hàng lớn là tín hiệu cho thấy hệ thống ngân hàng sẽ có 1 năm 2015 tăng trưởng tín dụng khả quan.

### Quan điểm đầu tư

**“Phân hóa” là từ khóa nổi bật chúng tôi dùng để dự đoán cho diễn biến các cổ phiếu ngân hàng trong năm 2015.** Tuy bức tranh chung của ngành ngân hàng đã sáng tỏ hơn, nhưng không phải tất cả các ngân hàng đều tận dụng được cơ hội này để bút phá. Nhóm ngân hàng đã thực hiện xong việc hạ đòn bẩy, có thanh khoản dồi dào, chất lượng tài sản tốt và đã trích lập dự phòng đủ lớn cho nợ xấu sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng. Chúng tôi tin rằng VCB, MBB, BID và CTG đã phần nào đáp ứng đủ các tiêu chí này.

### MBB (Mua)-Còn nhiều dư địa cho tăng trưởng

Chúng tôi dự phóng năm 2015 MBB sẽ đạt lợi nhuận trước thuế là 3.497 tỷ đồng, tương đương với EPS là 2.238đ, P/E dự phóng 6,17x. MBB vừa công bố kết quả kinh doanh năm 2014 khả quan với tăng trưởng tín dụng đạt 15,7%, tỷ lệ nợ xấu là 2,73%, và EPS đạt 2.073 đồng. **Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB dựa vào 4 tiêu điểm sau** (1) MBB có lợi thế từ khách hàng doanh nghiệp nhà nước, (2) Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng rủi ro của MBB sẽ giảm mạnh trong những năm tới, (3) Dư địa tăng trưởng của MBB là rất lớn nhờ tỷ lệ Cho vay/huy động còn rất thấp và nhờ sự tăng trưởng của mảng bán lẻ, (4) Định giá cổ phiếu MBB đang ở mức hấp dẫn so với trung bình ngành.

Áp dụng Thông tư 36 từ ngày 01/02/2015, hai cổ đông lớn của MBB là Vietcombank (VCB) và Ngân hàng Hàng hải Việt Nam (MaritimeBank) sẽ phải thoái vốn trong vòng 12 tháng để giảm sở hữu lần lượt từ 9,6% và 9,9% xuống dưới 5%. Điều này sẽ khiến áp lực cung cổ phiếu MBB có thể sẽ tăng mạnh. Bên cạnh đó, MBB thường phát hành cổ phiếu thưởng cho công nhân viên (ESOP) cũng là một lý do khiến các nhà đầu tư quan ngại về nguồn cung ngắn hạn của cổ phiếu MBB.

### BID (Khả quan) - Kế hoạch kinh doanh năm 2015 đầy tham vọng

Chúng tôi dự phóng năm 2015 BID sẽ đạt lợi nhuận trước thuế là 6.925 tỷ đồng, tương đương với EPS là 1.670đ, P/E dự phóng 10,2x. **Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN đối với triển vọng tăng trưởng của BID dựa vào 4 tiêu điểm sau** (1) Nguồn thu từ tín dụng tăng nhờ tăng trưởng tín dụng tốt và NIM tăng so với năm 2014, (2) Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng rủi ro của BID sẽ giảm mạnh trong những năm tới, (3) BID có chất lượng tài sản minh bạch hơn so với trung bình ngành, (4) Ngành ngân hàng đã có nhiều tín hiệu hồi phục tích cực.

BID là ngân hàng đầu tiên đặt kế hoạch kinh doanh ấn tượng với lợi nhuận trước thuế tăng trưởng 25%. Những năm gần đây, các kế hoạch kinh doanh của BID rất lạc quan, và BID cũng thường đạt vượt mức kế hoạch đặt ra. Đó là cơ sở để chúng tôi tin rằng BID đã có sự chuẩn bị sẵn sàng để hoàn thành kế hoạch kinh doanh đầy tham vọng trong năm 2015. Tuy nhiên BID sẽ khó có thể hoàn thành được kế hoạch trên nếu Ngân hàng thực hiện kế hoạch tăng chi phí dự phòng năm 2015 lên 8.100 tỷ. Dự kiến quý 3 năm 2015, BID sẽ phát hành 8.000 tỷ đồng cho cổ đông chiến lược, nhằm nâng tỷ lệ an toàn vốn CAR lên trên 10%.

## **VCB (Khả quan) - ngân hàng tuyệt vời ở mức giá hợp lý**

Những năm gần đây, VCB luôn được đánh giá là ngân hàng tốt nhất ngành ở các tiêu chí chất lượng tài sản cao, chính sách quản trị rủi ro thận trọng, các chỉ số hoạt động ấn tượng, và đã trích lập một lượng lớn dự phòng nợ xấu. Chúng tôi dự phóng năm 2015 VCB sẽ đạt lợi nhuận trước thuế là 7.458 tỷ đồng, tăng 31% so với năm 2014, tương đương với EPS là 2.121đ, P/E dự phóng 17x và P/B là 2x. Về hoạt động kinh doanh, chúng tôi tin rằng VCB sẽ là ngân hàng đầu tiên trong ngành có khả năng bứt phá mạnh trong năm 2015. Với vị thế ngân hàng tốt nhất ngành, chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VCB trong dài hạn. Tuy nhiên, định giá P/E và P/B hiện tại của cổ phiếu VCB đã ở mức hợp lý, và không còn quá rẻ.

## **CTG (Khả quan) - sẽ là cổ phiếu có ảnh hưởng lớn thứ 6 đến VN-Index**

Xếp sau VCB, MBB và BID, nhưng CTG cũng thuộc nhóm các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và đã sớm mạnh tay trích lập dự phòng nợ xấu. Khi áp lực nợ xấu đã giảm so với những năm trước, lợi nhuận từ tín dụng tăng trở lại, chúng tôi tin rằng CTG sẽ hoàn thành vượt mức kế hoạch kinh doanh của năm 2015. Câu chuyện nóng nhất của CTG năm 2015 là việc niêm yết bổ sung 2,4 tỷ cổ phiếu Vietinbank thuộc sở hữu nhà nước. Sau khi niêm yết bổ sung số cổ phiếu trên, CTG sẽ là cổ phiếu có ảnh hưởng lớn thứ 6 đến VN-Index, và chắc chắn cổ phiếu này sẽ được các nhà đầu tư cá nhân, tổ chức, đặc biệt là các quỹ ETF quan tâm nhiều hơn.

## Bất Động Sản: Hậu thuẫn mạnh từ chính sách

Bất động sản	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	NAV 2015	LTM P/E	LTM P/B	P/E 2015
CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức	TDH	784,74	18.700	26.800	43%	23.841	17,51	0,52	N/A
CTCP Tập đoàn Vincom	VIC	68.218,63	46.900	Theo dõi	N/A	N/A	17,61	3,64	N/A
CTCP Dịch vụ & Xây dựng Địa Ốc Đất Xanh	DXG	1.742,11	17.300	20.966	21%	N/A	12,7	1,4	8,3
CTCP Đầu tư & Phát triển Bất động sản Hudland	HLD	432	21.600	27.000	25%	N/A	5,13	0,99	5,05

### Chính sách và pháp lý: Yếu tố tiên quyết tác động tích cực tới thị trường Bất động sản năm 2015

**Chỉ thị số 01/CT-NHNN** từ Ngân hàng Nhà nước được ban hành với mục tiêu được nêu rõ phần đầu hạ mặt bằng lãi suất cho vay trung dài hạn thêm từ 1%/năm đến 1,5%/năm, hỗ trợ thị trường tài chính trong huy động vốn cho đầu tư phát triển. Mặt bằng lãi suất thấp có tác dụng tích cực kép đến thị trường, không chỉ có tác dụng thúc đẩy thanh khoản bởi nhu cầu vay mua nhà gia tăng mà còn giúp cho kênh đầu tư bất động sản trở nên hấp dẫn hơn so với kênh gửi tiết kiệm.

**Thông tư 36/2014 của NHNN** quy định giảm hệ số rủi ro đối với các khoản tín dụng Bất động sản từ 250% xuống còn 150% và tăng tỷ lệ vốn ngân hàng lên 60% cho vay trung dài hạn

**Thông tư 32/TT-NHNN** có hiệu lực từ 25/11/2014 đã nới lỏng điều kiện được vay vốn gói tín dụng 30.000 tỷ đồng dành cho nhà ở xã hội

**Gói tín dụng 50.000 tỷ đồng** cho nhà ở thương mại đang trong quá trình dự thảo với lãi suất cho vay ổn định 7%/năm và thời hạn cho vay 10 năm.

**Dự thảo Luật Nhà ở sửa đổi và Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi.** Chính sách nới lỏng điều kiện sở hữu bất động sản cho người nước ngoài và Việt Kiều đã được Quốc hội thông qua và sẽ có hiệu lực từ ngày 01/07/2015; điều 16 trong luật kinh doanh BĐS sửa đổi quy định về bảo lãnh cho khách hàng thông qua ngân hàng trong trường hợp chủ đầu tư không bàn giao bất động sản đúng thời hạn sẽ tạo niềm tin hơn cho khách hàng; việc cho phép dùng nhà ở hình thành trong tương lai làm tài sản đảm bảo.

**Giảm thuế đối với một số dự án nhà ở thương mại.** Luật thuế GTGT sửa đổi có hiệu lực từ ngày 1/4/2014, áp dụng chính sách giảm 50% thuế GTGT cho các hoạt động mua bán tại một số dự án nhà ở thương mại. Tiêu chuẩn để được giảm thuế là dự án phải hoàn thành, có giá bán dưới 15 triệu VND/m<sup>2</sup> và diện tích thương mại dưới 70m<sup>2</sup>.

**Chính sách cho chủ đầu tư bán đất nền sau khi hoàn thành cơ sở hạ tầng.** Thông tư liên tịch số 20 giữa Bộ Xây Dựng và Bộ Tư pháp hiệu lực từ ngày 5/1/2014 cho phép chủ đầu tư tại các dự án đô thị không cần phải bán nhà mà có thể bán đất nền cho người dân tự xây nhà ở.

### Thị trường: Tiếp tục trong giai đoạn hồi phục

**Vốn FDI đầu tư vào ngành BDS dự kiến tiếp tục tăng trưởng khả quan.** Đặc biệt với nhiều chính sách nới lỏng và minh bạch hơn đối với thị trường Bất động sản, cơ cấu nguồn vốn FDI trong năm 2015 sẽ có sự đa dạng hóa hơn. Bên cạnh đó, sự phát triển chậm lại và khủng hoảng tại các khu vực khác trên thế giới có thể khiến dòng vốn hút mạnh hơn vào thị trường Việt Nam

**Phục hồi nhưng phân hóa tại các phân khúc bất động sản, chủ đầu tư và đối tượng khách hàng**

*Phân khúc căn hộ, bán lẻ* tiếp tục ghi nhận những dấu hiệu tích cực về cả khối lượng giao dịch và giá cả, tỷ lệ hấp thụ tại các dự án ngay trong quá trình làm móng cũng sẽ ở mức cao trong năm 2015. Xu hướng giá tăng trở lại sẽ kích thích những nhu cầu thực đang còn ngần ngại; *Phân khúc văn phòng* sẽ tiếp tục đối mặt với tình trạng dư cung trong năm 2015 do một lượng lớn dự án văn phòng đang trong quá trình hoàn thiện, đặc biệt tại khu vực Hà Nội. Thị

trường sẽ vận động theo hướng có lợi cho khách thuê. Tuy nhiên sự hồi phục kinh tế có thể giúp cho giá thuê khó giảm sâu; *Phân khúc biệt thự liền kề* sẽ có sự phân hóa mạnh khi nhu cầu tăng cao ở khu vực TP.HCM, trong khi tại Hà Nội tình hình hoạt động sẽ tiếp tục trầm lắng. Tại các khu vực khác như Đà Nẵng, Vũng Tàu có thể có sự tăng trưởng nhẹ nhờ chính sách nới lỏng điều kiện sở hữu bất động sản cho người nước ngoài và Việt Kiều.

Các chủ đầu tư có thương hiệu sẽ tạo lập niềm tin tốt cho khách hàng, theo đó khả năng tiêu thụ sản phẩm cũng tốt trong khi một số chủ đầu tư khác chưa có thương hiệu thì việc bán hàng sẽ khó khăn hơn

Đối tượng khách hàng với tỷ lệ khách hàng phân khúc trung cấp cao.

### **Hoạt động M&A Bất động sản diễn ra mạnh mẽ vào nửa cuối năm**

Những dự án mà chủ đầu tư không đủ năng lực tài chính triển khai, có vị trí đẹp có thể sẽ là đối tượng sản phẩm của các chủ đầu tư khác có năng lực trong nước hoặc chủ đầu tư nước ngoài.

## **Quan điểm đầu tư**

**Chúng tôi cho rằng với những chính sách hỗ trợ quyết liệt từ chính phủ nhằm khơi thông dòng vốn chảy vào thị trường Bất động sản, thị trường Bất động sản năm 2015 sẽ ghi nhận sự phục hồi rõ nét chứ không chỉ dừng ở mức độ dấu hiệu.** Năm 2015 tiếp tục là năm giao dịch sôi động đối với dòng bất động sản trung cấp và đánh dấu nấc thang hồi phục mới đối với phân khúc biệt thự liền kề. Do đó các công ty có thương hiệu uy tín, sở hữu những dự án giao dịch tại những phân khúc trên sẽ có những lợi thế nhất định. Đặc biệt chúng tôi đánh giá cao luật nhà ở và kinh doanh BĐS sửa đổi với các chính sách thông thoáng hơn cho đối tượng người nước ngoài sẽ tạo một luồng sinh khí mới cho các dự án BĐS đang dở khó triển khai do vướng mắc vấn đề tài chính bắt đầu từ nửa cuối năm nay. Do đó những công ty có quỹ đất lớn nhưng vướng mắc vốn triển khai sẽ có những câu chuyện mới trong năm 2015. Sự phân hóa rõ rệt sẽ diễn ra trong năm 2015 khi giao dịch thuận lợi tại các chủ đầu tư có uy tín trong khi các chủ đầu tư khác sẽ gặp khó khăn hơn. Sự gia tăng về nguồn cung đặc biệt tại phân khúc căn hộ trung cấp do các chủ đầu tư ít có thương hiệu thực hiện có thể khiến rủi ro dư cung lặp lại, theo đó có thể sẽ xuất hiện các giao dịch M&A Bất động sản sôi động trong năm 2015.

### **TDH (Khả quan): Sở hữu quỹ đất sạch lớn nhưng đầu tư dàn trải**

TDH là công ty sở hữu quỹ đất lớn tọa lạc tại các vị trí đặc địa tại các thành phố lớn như TP HCM, Hà Nội, Huế, Đà Lạt, Long An, trong đó chủ yếu là đất sạch (25 ha) giá vốn thấp và có thể triển khai phát triển được ngay. Điểm yếu của TDH chính là việc phát triển các dự án dàn trải, không tập trung phát triển tập trung lần lượt từng dự án, do đó khi thị trường BĐS khó khăn, TDH bị động vốn dẫn đến cả khó khăn hoạt động kinh doanh lẫn khó khăn tài chính. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng với tiềm lực quỹ đất lớn cùng với sự hồi phục của thị trường BĐS, hoạt động kinh doanh của TDH sẽ ghi nhận những chuyển biến tích cực đồng thời các dự án đang dở thiếu vốn triển khai của công ty có thể huy động vốn bằng hình thức liên kết liên doanh với các đối tác nước ngoài khi Luật nhà ở và Luật kinh doanh BĐS mới với chính sách thông thoáng hơn đối với cá nhân và tổ chức nước ngoài. Cổ phiếu TDH được định giá ở mức 26.800 đồng/cp cho mục đích đầu tư trung hạn, cao hơn 49% so với mức giá hiện tại 18.000 đồng/cp ngày 03/02/2015.

### **VIC (theo dõi): Thương hiệu bất động sản hàng đầu**

VIC là cổ phiếu đầu ngành bất động sản tại Việt Nam với hàng loạt dự án được triển khai từ Bắc đến Nam. Các dự án của VIC luôn có tỷ lệ lấp đầy lớn và hiệu quả bán hàng tốt. Thương hiệu Vingroup chính là sự đảm bảo cho thành công của mọi dự án mà VIC tham gia. Sự thành công của dự án Royal City và Times City đã thay đổi bộ mặt của VIC sau giai đoạn đầu với thị trường bất động sản ảm đạm. Các dự án mới tiếp tục được mở bán và đi vào hoạt động: Vinhomes Central Park, Vinpearl Premium đảm bảo dòng tiền ổn định để VIC trả nợ cũng như thực hiện thêm các dự án khác. Năm 2015, VIC sẽ đẩy mạnh gia nhập thị trường bán lẻ sau hàng loạt thương vụ M&A. Số lượng cổ phiếu của VIC tăng lên đáng kể trong năm 2014 khi VIC phải thực hiện phát hành thêm nhằm chuyển đổi trái phiếu quốc tế. Do đó, cổ phiếu cổ phiếu VIC bị

pha loãng, EPS giảm đáng kể. Với mức giá đóng cửa ngày 05/02/2015 là 46.800 đồng/cp, VIC đang giao dịch ở mức P/E 14,3 lần, thấp hơn P/E trung bình ngành là 15,95 lần.

### **DXG (Khả quan) – Lợi nhuận tăng mạnh nhờ tập trung vào phát triển dự án**

DXG có lợi thế cạnh tranh lớn ở các mảng môi giới và đầu tư thứ cấp, nhờ kinh nghiệm lâu năm trong ngành và mạng lưới bán hàng rộng lớn, năng lực bán hàng tốt. Hai mảng này sẽ tăng trưởng tốt và ổn định trong những năm tới. Tuy chưa có nhiều kinh nghiệm ở mảng phát triển dự án, nhưng DXG đã có kế hoạch phát triển rõ ràng, với những bước đi vững chắc. DXG nhắm vào phân khúc nhà phố, chung cư trung cấp ở TPHCM và Hà Nội. DXG đã chuẩn bị tốt quỹ đất, tiềm lực tài chính và dự án gối đầu cho kế hoạch kinh doanh 3-5 năm tới. Với P/E và P/B năm 2014 ở mức 12,1x và 1,3x (theo giá cổ phiếu DXG ngày 06/02/2015), định giá của DXG không còn ở mức rẻ, và rủi ro pha loãng cổ phiếu khi DXG tiến hành tăng vốn mạnh cho cổ đông chiến lược với giá 10.000đ/cp là những quan ngại của chúng tôi đối với DXG. Tuy nhiên, DXG có những lợi thế cạnh tranh rõ rệt ở các mảng kinh doanh của mình. Công ty có chiến lược kinh doanh rõ ràng và cụ thể, đã chuẩn bị sẵn sàng quỹ đất và các dự án gối đầu, đảm bảo doanh thu và lợi nhuận ổn định trong 3 năm tới. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế năm 2015 của DXG đạt 260 tỷ đồng, tương đương với EPS đạt 2.077đ và P/E 2015 là 8.2x. Chúng tôi tin rằng DXG là một cổ phiếu bất động sản đáng để cân nhắc đầu tư trong năm 2015.



## Xây dựng hạ tầng: Cải thiện đầu tư vào cơ sở hạ tầng

Công ty	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	EPS 2015	EPS growth	LTM P/E	LTM P/B	P/E 2015
CTCP Tasco	HUT	1.249,35	13.600	18.500	36%	1.442	-52%	4,5	0,97	12,8
CTCP Sông Đà 6	SD6	493,7	14.200	16.400	15%	2.337	14%	6,9	0,96	7,1
CTCP Sông Đà 10	SDT	595,2	14.900	18.100	22%	2.102	4%	7,4	0,78	8,6
CTCP Xây dựng số 1	VC1	126,1	17.500	N/A	N/A	N/A	N/A	10,7	0,53	N/A
CTCP Xây dựng số 2	VC2	178,0	15.000	N/A	N/A	N/A	N/A	10,1	0,64	N/A
CTCP Xây dựng số 7	VC7	63,0	8.500	N/A	N/A	N/A	N/A	13,26	0,56	N/A
CTCP Vinaconex 25	VCC	114,0	19.000	N/A	N/A	N/A	N/A	6,15	1,12	N/A

**Thị trường bất động sản tiếp tục hồi phục, tạo điều kiện cho lĩnh vực hoạt động xây lắp phát triển.** Hệ thống chính sách pháp lý trong lĩnh vực bất động sản phát huy tác dụng và có hiệu lực từ cuối năm 2014, tác động mạnh mẽ đến sự hồi phục của thị trường bất động sản năm 2015, như: thông tư 36/2014 của NHNN quy định về giảm hệ số rủi ro đối với các khoản tín dụng bất động sản, thông tư 32/TT-NHNN về nới lỏng điều kiện vay vốn gói tín dụng 30.000 tỷ đồng...

### Tác động tích cực từ các chính sách vĩ mô:

- **Mặt bằng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục được điều chỉnh giảm.** Tính đến thời điểm hiện tại, lãi suất cho vay đang ở mức thấp nhất trong 10 năm trở lại đây, dao động quanh mức 10%. Theo Chỉ thị số 01/CT-NHNN ban hành ngày 27/01/2015, lãi suất trung và dài hạn phần đầu giảm thêm từ 1-1,5%/năm trong năm 2015. Việc giảm lãi suất cho vay sẽ giúp các DN hoạt động trong lĩnh vực xây lắp giảm bớt chi phí do các khoản nợ từ ngân hàng của các DN này là khá lớn.
- **Tín dụng dự kiến tăng 13-15%, tạo điều kiện thuận lợi cho DN tiếp cận nguồn vốn tín dụng phục vụ hoạt động kinh doanh.** Với đặc thù kinh doanh đòi hỏi nguồn vốn lớn trong hoạt động xây lắp, tín dụng được nới lỏng hỗ trợ các DN tiếp tục triển khai các dự án dở dang cũng như đấu thầu những dự án mới.
- **Luật đấu thầu 2013 có hiệu lực từ 01/07/2014** hướng dẫn đấu thầu về xây dựng môi trường minh bạch, cạnh tranh cho hoạt động đấu thầu xây dựng, tạo cơ hội cho nhà thầu trong nước cạnh tranh với các nhà thầu quốc tế tại các gói thầu lớn.
- **Chính sách của Nhà nước trong lĩnh vực đầu tư công phát huy tác dụng.** Luật Đầu tư công số 49/2014/QH13 thông qua ngày 18/06/2014 có hiệu lực từ ngày 01/01/2015 góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư, đảm bảo các chương trình dự án khi được phê duyệt sẽ được bố trí đủ vốn để hoàn thành, khắc phục tình trạng đầu tư dàn trải, manh mún, tạo minh bạch trong phân bổ nguồn lực nhà nước.
- Sự ra đời của mô hình trong quan hệ đối tác công tư (PPP) trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng được đánh giá là cần thiết nhằm giải quyết vấn đề về kinh phí, đặc biệt trong giai đoạn ngân sách nhà nước có khả năng bị cắt giảm như hiện nay. Thực tế cho thấy quan hệ hợp tác công – tư đang được thực hiện tại nhiều nước trên thế giới, bao gồm: Mỹ, Úc, Canada, Anh,...

**Kết cấu hạ tầng nước ta còn trong tình trạng yếu kém, qui mô nhỏ bé, hầu hết chưa đạt yêu cầu kỹ thuật, năng lực hạn chế, chưa tạo được kết nối liên hoàn,** nhất là về giao thông vận tải chưa có đường cao tốc theo đúng tiêu chuẩn; mạng đường đô thị ở các thành phố lớn, các khu vực phát triển chưa được qui hoạch kết nối với mạng giao thông chung của quốc gia. So với các nước tiên tiến khác trong khu vực, hệ thống kết cấu hạ tầng giao thông Việt Nam ở dưới mức trung bình. Do đó, đầu tư các dự án hạ tầng sẽ được đẩy mạnh, qua đó tạo ra nguồn công việc dồi dào trong lĩnh vực này.

Một số nghiên cứu chỉ ra rằng mỗi USD đầu tư vào cơ sở hạ tầng sẽ tạo ra khoảng 0,05-0,25USD, tương đương với mức tăng trưởng từ 5-25%. Bà Nguyễn Thị Thu Hà, Phó phòng PPP, Bộ Kế hoạch đầu tư cho biết hằng năm Việt Nam cần tới 40 tỷ USD đầu tư cho phát triển cơ

sở hạ tầng nhưng thực tế hiện mới chỉ đáp ứng được 8 tỷ USD, như vậy Việt Nam đang thiếu hụt một khoản rất lớn cho lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng.

**Nhu cầu đầu tư phát triển hạ tầng đường bộ 2015-2020 là hơn 230.000 tỷ đồng.** Năm 2015, Chính phủ sẽ kết hợp triển khai mới 54 dự án hạ tầng giao thông cũng như đẩy mạnh tiến độ nhiều dự án cầu đường quan trọng như Quốc lộ 1A mở rộng tuyến cao tốc Bến Lức - Long Thành, Đà Nẵng - Quảng Ngãi, Hà Nội - Hải Phòng, tuyến đường sắt Cát Linh - Hà Đông, tuyến metro số 1 Suối Tiên - Bến Thành....

**Tiếp tục khai thác và thi công các Dự án thủy điện, phần đầu đến 2017 sẽ khai thác hết nguồn thủy điện, kể cả thủy điện nhỏ,** theo Quy hoạch phát triển Điện lưới Quốc gia giai đoạn 2011-2020.

**Lĩnh vực kết cấu hạ tầng có sức hút lớn đối với các nhà đầu tư nước ngoài.** Thống kê từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư tại báo cáo về 25 năm thu hút dòng vốn FDI (tính tới 6/2013) cho thấy trong tổng số hơn 218 tỷ USD vốn FDI đăng ký vào Việt Nam trong hơn 25 năm qua, lĩnh vực công nghiệp xây dựng chiếm tới gần 60%.

**Ứng dụng mô hình Thông tin xây dựng (BIM)** trong lĩnh vực công nghiệp xây dựng sẽ đóng vai trò trong việc giúp các chuyên gia kiến trúc và xây dựng tăng cường hợp tác bằng cách chia sẻ các mô hình thông minh, giúp chuyển đổi cách thức thiết kế và quản lý các dự án. Nhờ ưu điểm mà BIM đem lại, lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng được Công ty Autodesk đánh giá là sẽ khả quan trong tương lai gần.

## Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2015 khi các chính sách ban hành của Nhà nước bắt đầu có hiệu lực và phát huy tác dụng. Mặt khác, với sự phục hồi của nền kinh tế trong nước cũng như sự ấm lên của thị trường bất động sản, chúng tôi kỳ vọng thị trường xây lắp nói chung và ngành xây dựng cơ sở hạ tầng nói riêng sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm nay. Cổ phiếu ưa thích trong năm bao gồm: HUT, SD6, SDT.

## HUT (Mua): Đột phá từ quý 4/2014

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HUT của Công ty Cổ phần Tasco, với mức giá mục tiêu **18.500 đồng/cổ phiếu (cao hơn 36% so với mức giá hiện tại là 13.600 đồng/cổ phiếu ngày 06/02/2015)**. Việc hoạch toán lợi nhuận Dự án BT39 trong năm 2015 và mức lợi nhuận dự phóng lớn từ Dự án Khu nhà ở sinh thái tại xã Xuân Phương, Nam Từ Liêm, Hà Nội, giúp Tasco có thể đảm bảo mức lợi nhuận lớn trong các năm tiếp theo. Ngoài các yếu tố đột biến trên, chúng tôi cho rằng, vị thế số 1 trong ngành đầu tư xây dựng hạ tầng giao thông miền Bắc (trong số các doanh nghiệp niêm yết) sẽ giúp Tasco tiếp tục tăng trưởng tốt trong các năm tới, là yếu tố thuận lợi cho nhà đầu tư muốn nắm giữ dài hạn cổ phiếu HUT.

## Nhóm cổ phiếu Sông Đà

**Trong tương lai, các đơn vị Sông Đà sẽ là đơn vị chính được giao thầu thi công xây lắp các nhà máy điện hạt nhân đầu tiên tại Việt Nam.** Mặc dù giá trị sản lượng các công trình thủy điện hiện đang giảm dần do không có nhiều dự án mới nhưng với năng lực và kinh nghiệm chuyên môn trong lĩnh vực thủy điện, các Công ty Sông Đà sẽ là đơn vị chủ lực trong việc thi công xây lắp các nhà máy điện hạt nhân đầu tiên của Việt Nam.

**Mặt bằng lãi suất ở mức thấp,** làm giảm bớt gánh nặng lãi vay do đặc thù vay nợ lớn.

**Tỷ lệ cổ tức/thị giá đều ở mức khá hấp dẫn (SD6: 10,8%, SDT: 8,1%)** tại các thành viên Sông Đà và chi trả cổ tức khá đều đặn kể cả trong những giai đoạn khó khăn.

**Hầu hết các công ty trong dòng Sông Đà đang giao dịch tại mức PE và PB khá hấp dẫn so với ngành.**

## SD6 (Khả quan) – Tỷ lệ cổ tức/thị giá hấp dẫn 10,8%

Kinh tế và thị trường Bất động sản hồi phục, hệ thống hạ tầng Việt Nam còn kém phát triển, mặt bằng lãi suất ở mức thấp là những yếu tố vĩ mô hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của ngành xây lắp nói chung và SD6 nói riêng. Tuy nhiên đặc thù SD6 hoạt động chính ở mảng xây lắp thủy điện, gây quan ngại đến giá trị sản lượng các công trình thủy điện những năm tới, đồng thời năng lực thi công khi SD6 chuyển sang các lĩnh vực xây lắp khác cũng cần có thời gian để thích ứng. Chúng tôi đánh giá SD6 là doanh nghiệp ổn định và được quản trị hiệu quả so với các doanh nghiệp cùng ngành mặc dù triển vọng tăng trưởng của công ty ở mức trung bình. Do đó, **SD6 thích hợp để đầu tư hưởng cổ tức khi thị giá xuống thấp. Giá mục tiêu theo phương pháp định giá PE là 16.400 đồng/CP, cao hơn 15% so với mức giá hiện tại 14.200 đồng ngày 06/02/2015.**

## SĐT (Mua) – Giá vốn 2015 giảm, biên lợi nhuận cải thiện

Chúng tôi khuyến nghị MUA đôi với cổ phiếu CTCP Sông Đà 10 (Mã: SĐT) với mức định giá trên cơ sở thận trọng 18.100 đồng/CP, tương ứng tiềm năng tăng giá 22% so với giá 14.900 đồng ngày 06/02/2015 trên cơ sở (1) dự án thủy điện Huội Quảng, Lai Châu tiếp tục ghi nhận doanh thu trong năm 2015; (2) biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh xây lắp năm 2015 tăng nhẹ, đạt 18%; (3) tỷ lệ chi trả cổ tức 2015 dự kiến 1.200 đồng/cp.

## Nhóm cổ phiếu VC

Thị trường bất động sản hồi phục, nhu cầu xây dựng tăng cao sẽ thúc đẩy thương hiệu Vinaconex trở lại trên thị trường xây dựng, nâng cao khả năng tìm kiếm thêm được các hợp đồng xây lắp dựa trên danh tiếng và năng lực thi công của Vinaconex.

Tình hình tài chính được cải thiện, chỉ số nợ vay/tổng tài sản và nợ vay/VCSH nhìn chung giảm đáng kể.

Mặt bằng lãi suất ở mức thấp, làm giảm bớt gánh nặng lãi vay.

## VC1 – Tỷ lệ cổ tức/thị giá hấp dẫn

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư THEO DÕI cổ phiếu VC1 trên cơ sở hoạt động của VC1 về cơ bản có bước tiến triển khi tỷ trọng dư nợ giảm xuống ở mức thấp so với năm 2013 (Nợ vay/Tổng tài sản và Nợ vay/VCSH giảm xuống 1,18% và 3,05% từ mức 9,8% và 29,71% năm 2013), tuy nhiên số lượng dự án ít do đó gây quan ngại về các dự án gối đầu của công ty.

### Tiêu điểm (key catalysts)

- **Dự án Cao Xanh – Hà Khánh** có thể triển khai phân lô bán nền khi đầu tư xong hạ tầng. Dự án có diện tích 10.000 m<sup>2</sup>. Doanh thu từ bất động sản của VC1 sẽ tăng lên sau khi dự án Vinaconex 1 không còn ghi nhận doanh thu đáng kể.
- **Thị trường bất động sản hồi phục**, nhu cầu xây dựng tăng cao sẽ giúp VC1 tìm kiếm thêm được các hợp đồng xây lắp dựa trên danh tiếng và năng lực thi công của Vinaconex.
- **Tỷ lệ cổ tức/thị giá hấp dẫn:** VC1 dự tính chi trả cổ tức bằng tiền tỷ lệ 16% trong năm 2014 với ngày GDKHQ 24/02/2015, theo đó tỷ lệ cổ tức/thị giá ở mức 9,14% tương đối hấp dẫn.

### Rủi ro

- **VC1 ít yếu tố đột biến.** VC1 hoạt động ổn định với các dự án thi công đều nhưng VC1 khó đột phá khi hoạt động kinh doanh cốt lõi ít yếu tố đột biến.
- **Thanh khoản cổ phiếu thấp.** Thanh khoản hiện tại của cổ phiếu VC1 rất thấp.

## VC2 – Kỳ vọng tăng trưởng nhờ hồi phục từ thị trường BĐS

### Quan điểm đầu tư

**Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư THEO DÕI cổ phiếu VC2.** Hoạt động kinh doanh được cải thiện so với năm 2014. VC2 sở hữu khá nhiều dự án BĐS tuy nhiên trong giai đoạn dở dang do khó khăn chung thị trường bất động sản những năm trước.

### Tiêu điểm (key catalysts)

- **Hiệu quả kinh doanh được cải thiện.** Mặc dù lỗ 2,6 tỷ đồng trong quý 4/2014 nhưng VC2 vẫn ghi nhận lãi sau thuế 16,9 tỷ đồng, vượt 10% kế hoạch năm. ROE và ROA năm 2014 lần lượt đạt 6,25% và 1,09%, tăng khá mạnh so với mức 4,39% và 0,83% năm 2013.
- **Dự án Khu đô thị mới Kim Văn, Kim Lũ (Golden Silk)** đang trong giai đoạn cuối GPMB để đầu tư hạ tầng. Dự án Golden Silk dự kiến sẽ mang lại lợi nhuận cho VC2 trong 2-3 năm tới.
- **VC2 có nhiều dự án bất động sản**, hạ tầng đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư: Dự án BT Long Biên, dự án tuyến đường BT 24m Quang Minh, dự án khu nhà ở sinh thái Vinaconex 2...

### Rủi ro

- **Thanh khoản cổ phiếu thấp.** Thanh khoản hiện nay của cổ phiếu VC2 rất thấp

## VC7 – Cải thiện tình hình tài chính

### Quan điểm đầu tư

**Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư THEO DÕI cổ phiếu VC7.**

### Tiêu điểm (key catalysts)

- **Kinh doanh năm 2014 tiến triển tốt nhờ dự án bất động sản.** Dự án khu nhà ở để bán tại Hồ Tùng Mậu, Từ Liêm, Hà Nội có 02 chung cư cao tầng. Đối với tòa chung cư 1A (27 tầng nổi + 2 tầng hầm), VC7 đã xây dựng đến tầng 20, đã bán được 82 căn hộ. Năm 2014 đưa vào sử dụng và VC7 hạch toán doanh thu từ dự án này. Block nhà 2A (27 tầng nổi + 2 tầng hầm, 350 căn hộ, 02 tầng thương mại). Hiện nay block 2A chưa mở bán căn hộ. Đây sẽ là dự án đảm bảo dòng tiền cho VC7 trong 2-3 năm tới. Dự án Công trình hỗn hợp, văn phòng làm việc, dịch vụ và nhà ở (27 tầng nổi + 2 tầng hầm, 264 căn hộ và 3 tầng thương mại) tại 34 Cầu Diễn, Hà Nội đã hoàn thiện và bàn giao. Nhờ đó, doanh thu năm 2014 của VC7 tăng gần gấp 2 lần so với năm 2013 dẫn tới các chỉ số tài chính được cải thiện.
- **Tình hình tài chính được cải thiện.** Với dòng tiền thu về từ bán căn hộ các dự án, VC7 đã cải thiện đáng kể tình hình tài chính. Chỉ số Nợ vay/Tổng tài sản và Nợ vay/VCSH giảm mạnh về 9,42% và 33,34% từ mức 31,88% và 140,78%.

### Rủi ro

- **Thanh khoản cổ phiếu thấp.** Thanh khoản hiện nay của cổ phiếu VC7 thấp.
- **Không còn dự án bất động sản lớn.** Ngoài 02 dự án bất động sản tại Hồ Tùng Mậu và Cầu Diễn, VC7 không còn dự án lớn nào. Do đó, gây quan ngại về triển vọng dài hạn của VC7.

## VCC – Tỷ lệ cổ tức/thị giá hấp dẫn

### Quan điểm đầu tư

**Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư THEO DÕI cổ phiếu VCC.**

### Tiêu điểm (key catalysts)

- **Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định.** Giai đoạn 2011-2013, mặc dù thị trường bất động sản trong nước đóng băng, tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh xây lắp nhưng VCC vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững và vượt kế hoạch đề ra. Năm 2014, tỷ lệ sinh lời ROA và ROE đều ở mức cao so với các công ty trong ngành, lần lượt đạt 3,4% và 20,3%.
- **Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cao**, duy trì ở mức 18% trên mệnh giá trong 3 năm trở lại đây. Tỷ lệ cổ tức trên thị giá ở mức hấp dẫn 9,5%.

- **Phân khúc thị trường tiềm năng.** VCC hoạt động chủ yếu trong khu vực miền Trung và Tây Nguyên – khu vực được Nhà nước tạo điều kiện ưu đãi, thuận lợi trong đầu tư dự án và công trình xây dựng. Vì vậy, cơ hội kinh doanh tạo ra cho VCC là rất lớn. VCC liên tiếp trúng thầu các công trình trọng điểm: Cục Hải quan Quảng Ngãi, Trụ sở làm việc Viện Kiểm sát Nhân dân Phú Ninh, thủy điện sông Ba Hạ, Quảng trường tỉnh Quảng Ngãi...
- **Các Dự án thực hiện trong 2014 tiếp tục đem lại doanh thu và lợi nhuận trong 2015:** Khu phức hợp Văn phòng FPT (giá trị gói thầu 110 tỷ đồng), Cục Hải Quan Gia Lai (60 tỷ đồng), Trụ sở BHXH Quảng Nam (37,5 tỷ đồng), Dự án đô thị mới Điện Nam – Điện Ngọc...

#### **Rủi ro**

- **Thanh khoản cổ phiếu thấp.** Thanh khoản hiện nay của cổ phiếu VCC thấp.

## Vật liệu xây dựng: Hưởng lợi từ phục hồi BĐS

Bất động sản	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	EPS 2015	EPS growth	LTM P/E	LTM P/B	P/E 2015
CTCP Xi măng Bim Sơn	BCC	1.674,07	17.500	19.200	10%	2.601	75%	N/A	1,3	6,73
CTCP Xi măng Hà Tiên 1	HT1	6.263,65	19.700	N/A	N/A	N/A	N/A	20,30	1,69	N/A
CTCP CMC	CVT	393,6	24.600	26.600	9,5%	3.562	14%	7,8	1,53	6,9
CTCP Nhựa Bình Minh	BMP	3.683,76	81.000	86.838	9,2%	9.759	17%	8,6	1,97	8,14

### Triển vọng tích cực nhờ nhu cầu tiếp tục gia tăng

**Vốn FDI đầu tư dự kiến tiếp tục tăng trưởng khả quan.** Vốn đầu tư FDI trực tiếp và gián tiếp vào khu vực sản xuất sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu nguyên vật liệu xây dựng nhất là việc xây dựng các nhà máy, các khu công nghiệp, hệ thống kho vận.

**Các dự án hạ tầng được thúc đẩy triển khai** theo quyết định 163 của chính phủ.

**Sự phục hồi mạnh mẽ từ thị trường Bất động sản.** Các chính sách hỗ trợ thúc đẩy thị trường Bất động sản của chính phủ sẽ kích thích nhu cầu mua sắm Bất động sản. Theo đó các chủ đầu tư sẽ gia tăng nguồn cung nhất là tại phân khúc căn hộ trung cấp, kéo theo nhu cầu nguyên vật liệu xây dựng gia tăng.

### Hưởng sự hỗ trợ chính sách

**Rào cản gia nhập ngành lớn.** Các dự án xi măng trong nước không còn được chính phủ bảo lãnh nên việc gia nhập ngành đầu tư các dự án xi măng sẽ khó khăn hơn trước. Quyết định số 1469/QĐ – TTg của thủ tướng chính phủ ban hành ngày 22/08/2014 về quy hoạch tổng thể ngành VLXD đến năm 2020 với chỉ thị chỉ chấp thuận các dự án đầu tư sản xuất có công suất trên 6 triệu m<sup>2</sup>/năm đối với ngành Gạch ốp lát. Theo đó cán cân cung – cầu sẽ cân bằng hơn.

**Mặt bằng lãi suất ở mức thấp** giúp các doanh nghiệp vật liệu xây dựng giảm áp lực lãi vay, đặc biệt là các doanh nghiệp xi măng vốn có dự nợ vay khá cao.

### Ngành gạch: Triển vọng tăng trưởng thấp

**Áp lực cạnh tranh từ gạch Trung Quốc.** Với năng lực sản xuất trung bình 400 triệu m<sup>2</sup>/năm nhưng Việt Nam hàng năm vẫn nhập khẩu rất lớn gạch từ Trung Quốc (giá trị nhập khẩu khoảng 100 triệu USD năm 2012). Gạch nhập từ Trung Quốc có giá rẻ hơn 15.000 – 50.000 đồng/m<sup>2</sup> so với gạch Việt Nam, đặc biệt là phân khúc gạch có khổ nhỏ với công nghệ đầu tư thấp.

**Hiệp định thương mại ASEAN (ATIGA) và ASEAN+3 sẽ khiến ngành gạch đối mặt thêm thách thức từ các đối thủ trong khu vực.** Với lộ trình giảm thuế nhập khẩu, tất cả các mặt hàng khá nhanh (hầu hết về 0-5% vào năm 2018), ngành sản xuất gạch sẽ phải đối mặt thêm thách thức từ những đối thủ trong khu vực Đông Nam Á, đặc biệt là Thái Lan.

**Sự phục hồi của thị trường bất động sản là một điểm tích cực duy nhất đối với ngành sản xuất gạch.** Nhu cầu tiêu thụ gạch trong nước sẽ gia tăng khi thị trường bất động sản phục hồi và thêm nhiều dự án được khởi công xây dựng, nhưng ngành gạch sẽ phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt từ gạch Trung Quốc, Thái Lan (phân khúc thấp, trung bình) và gạch Italy, Tây Ban Nha (phân khúc cao cấp).

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá triển vọng tiêu cực đối với ngành gạch Việt Nam. Ngành sản xuất và kinh doanh gạch tại Việt Nam đang gặp phải rất nhiều thách thức. Thách thức đến từ chính trong nội tại doanh nghiệp khi công nghệ chỉ được đầu tư mức trung bình, khả năng kiểm soát hàng tồn kho yếu. Do đó, khi có sự xuất hiện của gạch nhập khẩu, đặc biệt là gạch Trung Quốc có giá bán thấp hơn khiến doanh nghiệp gạch Việt Nam càng lún sâu vào khó khăn. Trong xu thế hội nhập quốc tế, những Hiệp định thương mại song phương, đa phương càng khiến doanh nghiệp gạch Việt Nam trở nên yếu thế hơn. Triển vọng ngắn hạn (năm 2015) không sáng sủa nhưng về dài hạn giai đoạn 2017 – 2018, triển vọng ngành gạch còn tiêu

cực hơn khi các mức thuế suất nhập khẩu về mức rất thấp theo Hiệp định thương mại ASEAN và ASEAN+3.

## CVT (Phù hợp thị trường)

Tổng công suất sản xuất của CVT sau giai đoạn đầu tư tính đến năm 2016 có thể đạt tới 13 triệu tới 15 triệu m<sup>2</sup>/năm. Chúng tôi cho rằng CVT đã lựa chọn thời điểm đầu tư khá tốt khi đón đầu sự hồi phục của thị trường Bất động sản, theo đó triển vọng tiêu thụ sản phẩm trong những năm tới sẽ rất khả quan. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư về áp lực cạnh tranh ngành khá cao, CVT sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức từ các đối thủ cạnh tranh. Kết quả định giá cổ phiếu CVT ở mức 26.600 đồng/cp, cao hơn 8% so với giá ngày 09/02/2015 24.600 đồng/cp, cổ phiếu CVT hiện đang giao dịch với mức giá phù hợp thị trường, do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu CVT.

## Ngành Xi măng: Cơ hội nhiều hơn thách thức

### Hưởng sự hỗ trợ từ chính sách

Các dự án xi măng trong nước không còn được chính phủ bảo lãnh nên việc gia nhập ngành đầu tư các dự án xi măng sẽ khó khăn hơn trước. Chỉ những doanh nghiệp có đầy đủ năng lực tài chính mới có thể gia nhập => như vậy nguồn cung xi măng được dự đoán sẽ giảm dần trong khi nhu cầu xi măng lại tăng lên khi Thị trường BĐS hồi phục => bảo đảm cân bằng cán cân cung cầu.

Mặt bằng lãi suất trong năm 2015 được dự kiến tiếp tục ở mức thấp, các doanh nghiệp xi măng thường phải vay nợ rất lớn, do đó chi phí tài chính có thể được tiết giảm.

Đề án phát triển công nghệ cao trong sản xuất xi măng. Theo đó các doanh nghiệp có công suất dưới 2,500 tấn clinker/ngày sẽ không được cấp phép đầu tư xây dựng. Phát triển đầu tư hệ thống thiết bị tận dụng nhiệt khí thải để phát điện => tiết giảm chi phí, mở rộng biên lợi nhuận. Đặc biệt đối với ngành xi măng, tỷ lệ chi phí điện trên giá thành chiếm khá lớn 18%, giá điện được dự đoán tăng 9,5% có thể tác động tăng giá vốn 1,7%.

**Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ xi măng.** Nhu cầu tiêu thụ xi măng nội địa được dự đoán sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2015 khi thị trường BĐS hồi phục rõ nét.

**Áp lực cạnh tranh cao.** Đối với hoạt động xuất khẩu, năm 2014, sản lượng xi măng xuất khẩu gia tăng mạnh do các nước xuất khẩu lớn xi măng như Trung Quốc, Thái Lan, Indonesia không tăng nguồn cung. Do đó, khả năng sang năm 2015 thị trường xuất khẩu của các doanh nghiệp sẽ khó khăn hơn nếu các nước trên gia tăng nguồn cung xuất khẩu. Trong khi đó, trên cơ sở tăng trưởng ngành xây dựng 7%/năm, dự đoán tổng dư cung toàn ngành khoảng 7,7 triệu tấn năm 2015.

## Quan điểm đầu tư

Ngành xi măng năm 2015 sẽ hưởng lợi mạnh từ sự phục hồi của thị trường BĐS và diễn biến tỷ giá theo chiều hướng có lợi. Con đường xuất khẩu của các doanh nghiệp xi măng cũng rộng mở hơn so với những năm trước. Theo bộ Xây dựng, tăng trưởng tiêu thụ xi măng năm 2015 sẽ ở con số 7% và có thể còn cao hơn. Tuy nhiên bên cạnh những cơ hội, ngành xi măng cũng phải đối diện với những thách thức không nhỏ, giá điện được đề xuất tăng 9,5% năm 2015 trong khi giá điện chiếm tới 15% - 18% giá thành cùng với quy định hạn chế trọng tải xe chở xi măng khiến cho chi phí vận chuyển vốn chiếm 30% giá thành tiếp tục tăng cao là những yếu tố tiêu cực cho hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp xi măng năm 2015.

## BCC (Khả quan): Hưởng lợi từ tỷ giá

Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của BCC trong năm 2015 sẽ tiến triển khả quan nhờ hưởng lợi tỷ giá đối với khoản vay nợ EUR khi đồng EUR tiếp tục yếu đi và kết thúc phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá từ giai đoạn đầu xây dựng nhà máy. Đồng thời sản lượng tiêu thụ xi măng được dự đoán tăng trưởng khả quan nhờ hưởng lợi từ sự phục hồi thị trường Bất động sản. Kết quả định giá cổ phiếu BCC dựa trên phương pháp so sánh tại 19.200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 12% so với giá thị trường ngày 10/02/2015 17.000 đồng/cổ phiếu.

---

**Ngành nhựa xây dựng: Hưởng lợi từ giá dầu giảm**

**BMP (Mua) – Hưởng lợi từ giá dầu giảm**

Chúng tôi cho rằng BMP là cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt và phù hợp cho đầu tư dài hạn. Giá dầu giảm sẽ là lợi thế để BMP tăng mạnh doanh thu và lợi nhuận trong năm 2015. BMP hiện đang giao dịch tại mức giá ngày 10/02/2015 79.500 đồng. Tại mức giá này với kịch bản giá dầu giao động trong biên độ 50 USD – 60 USD/thùng trong năm 2015, tương ứng P/E 2015 ở mức 8,14 lần, tương đối hấp dẫn so với mức P/E ngành 13,4 lần.



## Hàng tiêu dùng: Biên lợi nhuận cải thiện

### Thủy sản: Chất lượng quyết định sự tồn tại

Doanh nghiệp	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	EPS 2015	EPS growth	LTM P/E	LTM P/B	P/E 2015
CTCP Vinh Hoàn	VHC	3.853,20	41.700	43.500	4,30%	3,936	-14,90%	10	2,2	11,1
CTCP Hùng Vương	HVG	3.973,20	21	26	30%	4,626	118%	13,6	1,6	5,6
CTCP Thực Phẩm Sao Ta	FMC	473,9	24,3	30,4	25%	3,36	14,40%	8,3	1,2	9,1

### Triển vọng ngành 2015

**Kinh tế Mỹ được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2015 với tốc độ ước tính khoảng 3%.** Đây là một tín hiệu khả quan cho thấy nhu cầu nhập khẩu tôm có thể sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2015, đặc biệt là khi sản phẩm này được biết đến như mặt hàng hải sản được tiêu thụ nhiều nhất ở Mỹ. Đối với các doanh nghiệp Việt Nam, đây là một cơ hội để mở rộng thị phần khi mà Việt Nam đã được chứng minh là quốc gia hưởng lợi nhiều nhất khi tiêu thụ tôm ở Mỹ tăng.

**Thái Lan không còn được hưởng ưu đãi thuế ở thị trường EU.** Từ năm 2015 trở đi, mức thuế được áp dụng lên sản phẩm tôm nguyên liệu Thái Lan sẽ được nâng từ 4,2% lên 12%.

**Sản lượng xuất khẩu cá tra nhiều khả năng sẽ không tăng trưởng đáng kể trong năm 2015, nhưng giá bán có thể sẽ tăng.** Điều này chủ yếu là do các rào cản từ Nghị Định 36. Trên thực tế, do một bộ phận lớn doanh nghiệp cá tra có thể sẽ gặp khó khăn trong việc tuân thủ các tiêu chuẩn nên sản lượng xuất khẩu của toàn ngành được dự kiến có thể sẽ không tăng. Tuy nhiên, các công ty có dây chuyền sản xuất đạt các tiêu chuẩn quốc tế có thể sẽ được hưởng lợi từ các lỗ hổng thị phần để lái từ những doanh nghiệp không đạt chuẩn của Nghị Định 36.

### Quan điểm đầu tư

Ngành tôm được kì vọng sẽ tiếp tục là xương sống cho sự phát triển của toàn ngành thủy sản Việt Nam trong năm 2015 nhờ sự kiểm soát khá hiệu quả dịch bệnh EMS cũng như là sự phát triển tích cực của nền kinh tế thế giới. Trong khi đó, do vướng phải những rào cản của Nghị Định 36 về cải cách ngành cá tra, nhiều doanh nghiệp sẽ không thể xuất khẩu ra thị trường thế giới, khiến cho doanh thu toàn ngành cá tra có thể bị hạn chế, nếu không phải là giảm sút. Tuy nhiên, tính sàng lọc của Nghị Định 36 lại là cơ hội đối với các công ty có chất lượng tốt để chiếm lĩnh thị phần. Do đó, chúng tôi kì vọng một sự phát triển tích cực ở các doanh nghiệp chế biến tôm và những doanh nghiệp đầu ngành cá tra.

### VHC (Phù hợp thị trường): Phát triển trên nền tảng vững chắc

**Chúng tôi đánh giá cổ phiếu VHC của Công ty Cổ phần Vinh Hoàn là ở mức phù hợp thị trường, với mức giá mục tiêu 43.500 đồng/ cổ phiếu, tương ứng với mức tăng trưởng khoảng 4,3% so với giá hiện tại.** Trong năm 2014, VHC sẽ ghi nhận một khoảng lợi nhuận tài chính đột biến đến từ thương vụ chuyển nhượng nhà máy thức ăn Vinh Hoàn 2. Ngoài ra, doanh nghiệp này còn cân nhắc thoái vốn khỏi nhà máy gạo để tập trung mở rộng thị phần cá tra fillet truyền thống cũng như phát triển các sản phẩm giá trị gia tăng, bắt đầu bằng collagen, nhằm tối đa hóa giá trị nguồn nguyên liệu và gia tăng thu nhập. Sự thay đổi này được kì vọng sẽ cải thiện biên lợi nhuận của công ty, là một cơ hội tốt cho các nhà đầu tư muốn nắm giữ dài hạn cổ phiếu VHC.

### HVG (Mua): Đón đầu cơ hội từ hội nhập

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HVG của Công ty Cổ phần Hùng Vương, với giá mục tiêu 26.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng khoảng 30% so với giá hiện tại.** Trong năm 2015, doanh nghiệp này đặt mục tiêu sẽ hoàn tất việc nâng cấp công suất chế biến thức ăn lên 1 – 1,2 triệu tấn/năm. Điều này được tin là sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của công ty khi mà chi phí nguyên liệu được dự báo sẽ tiếp tục giảm

5 -10% do tác động từ giá dầu giảm. Ngoài ra, để đón đầu những cơ hội mới đến từ Nghị Định 36 cũng như những hiệp ước thương mại giữa Việt Nam và các nước, HVG đang gấp rút triển khai nâng cao năng lực sản xuất thêm 30%. Những hoạt động này được tin là sẽ giúp công ty duy trì được mức tăng trưởng mạnh như hiện nay trong vài năm tới. Do đó, cổ phiếu HVG có thể được xem như là một hội tốt để đầu tư dài hạn.

### **FMC (Khả quan) –**

**Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu FMC của Công ty Cổ Phần Thủy Sản Sao Ta, với giá mục tiêu 30.400 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng khoảng 25% so với giá hiện tại.** Trong năm 2015, khi nhà máy mới được đưa vào vận hành, năng lực sản xuất của FMC sẽ tăng thêm khoảng 19,4%. Đây là cơ sở để doanh nghiệp này có thể tận dụng được các điều kiện thuận lợi của ngành tôm Việt Nam trong năm 2015, đặc biệt là khi Việt Nam đã được chứng minh là quốc hưởng lợi nhiều nhất khi nhu cầu tiêu thụ tôm ở Mỹ gia tăng. Là một doanh nghiệp uy tín với các sản phẩm chất lượng cao, FMC nhiều khả năng sẽ đạt được một sự phát triển mạnh mẽ trong năm 2015. Do đó, FMC có thể được xem như là một cơ hội đầu tư tốt ít nhất là trong trung hạn.

## Sữa: Giá nguyên liệu giảm đảm bảo lợi nhuận

Doanh nghiệp	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	EPS 2015	EPS growth	LTM P/E	LTM P/B	P/E 2015
CTCP Sữa Việt Nam	VNM	104.012	103.000	N/A	N/A	9.807	62%	17.1	5.3	N/A

### Triển vọng ngành 2015

**Sữa nguyên liệu có thể sẽ chưa quay lại mức giá bình quân 2008 – 2014 trước năm 2016.** Liên quan đến triển vọng giá bột sữa nguyên kem (WMP), gần đây, Ngân Hàng Trung Ương New Zealand đưa ra dự báo rằng giá WMP có thể sẽ tăng 44% từ mức giá USD 2.229/tấn (11/12/2014) trước đầu năm 2016, tương ứng với giá bán khoảng USD 3.200/tấn. Chúng tôi cho rằng quan điểm này là thận trọng nếu so sánh với mức giá WMP trung bình trong khoảng thời gian 2008 – 2014 là USD 3.573/tấn. Hơn nữa, nhận định này là phù hợp với sự sụt giảm mạnh của khối lượng tiêu thụ toàn cầu khi mà lượng hàng tồn kho lớn ở Trung Quốc được ước tính cần khoảng 6 tháng để giải quyết, trong khi lệnh cấm nhập khẩu từ nước tiêu thụ bột sữa lớn thứ 2 thế giới là Nga đến tháng 8 mới hết hiệu lực.

**Nhu cầu cho các sản phẩm sữa vẫn còn cao.** Khi nhận thức về sức khỏe của người dân được cải thiện thì nhu cầu về các sản phẩm dinh dưỡng như là sữa sẽ tăng. Trong 5 năm gần đây, lượng sữa tiêu thụ đã tăng mạnh với CAGR khoảng 16%. Theo các số liệu của Bộ Công Thương, đến năm 2013, lượng tiêu thụ sữa đầu người ở Việt Nam đã đạt 18l. Mức tiêu thụ này vẫn còn thấp nếu so sánh với mức tiêu thụ trong năm 2012 ở Thái Lan (34l), Trung Quốc (34l), Anh (112l) và nhiều quốc gia khác. Do đó tiềm năng tăng trưởng về nhu cầu sữa còn khá lớn.

### Quan điểm đầu tư

Trong bối cảnh nguồn cung sữa nguyên liệu vẫn đang thiếu hụt trầm trọng và phải chịu một sự phụ thuộc lớn vào nhập ngoại thì một sự sụt giảm mạnh về giá bột sữa thế giới sẽ làm giảm đáng kể chi phí sản xuất của các doanh nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên, sự tăng trưởng của ngành sữa đang có dấu hiệu chậm lại trong khi sự cạnh tranh lại đang gia tăng nhanh chóng. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội để các doanh nghiệp chế biến sữa đầu tư vào các dự án marketing để nâng cao tính cạnh tranh. Trong đó, những công ty đã chứng tỏ được năng lực phát triển thị trường của mình có thể được kì vọng sẽ sử dụng hiệu quả những khoảng đầu tư này.

### VNM: Biên lợi nhuận tăng, nhờ giá đầu vào giảm

Trong năm 2015, VNM đã đạt được một số thỏa thuận nhằm chốt giá sữa ở mức thấp khiến cho biên lợi nhuận của doanh nghiệp này được cải thiện. Tuy nhiên, do sự cạnh tranh đang gia tăng nhanh chóng cùng với sự phát triển đang có dấu hiệu chậm lại của ngành sữa, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu của VNM trong các năm tiếp theo sẽ dao động trong khoảng 10 – 15%. Dù vậy, tính tự chủ về nguồn nguyên liệu đang được đầu tư mạnh mẽ, hứa hẹn sẽ làm giảm sự phụ thuộc vào nguồn cung nước ngoài, qua đó giữ được biên lợi nhuận hiện tại. Do đó, VNM là một cổ phiếu đáng để cân nhắc nắm giữ trong dài hạn.

## Săm lốp: Lương đầu cơ hội

Doanh nghiệp	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	EPS 2015	EPS growth	LTM P/E	LTM P/B	P/E 2015
CTCP Cao Su Đà Nẵng	DRC	5.026	60.500	60.400	-0,2%	7.797	84%	14,3	3,3	7,7

### Triển vọng ngành 2015

**Giá dầu giảm giúp tiết kiệm chi phí sản xuất trong khi thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ săm lốp.** Do khoảng 40% nguyên liệu sử dụng trong sản xuất săm lốp như than đen, cao su tổng hợp, sợi nylon, đều có nguồn gốc từ dầu mỏ nên một sự suy giảm mạnh của giá dầu sẽ giúp cho các doanh nghiệp sản xuất săm lốp tiết kiệm được một lượng lớn chi phí đầu vào. Mặt khác, khi giá xăng dầu giảm, nhu cầu đi lại sẽ tăng. Điều này đồng nghĩa với việc quãng đường di chuyển trên đầu người sẽ cao hơn. Sản lượng tiêu thụ săm lốp do đó được kì vọng sẽ tăng khi giá dầu thô giảm.

**Giá cao su tự nhiên thấp đóng góp tích cực cho sự gia tăng biên lợi nhuận.** Mặc dù đã có một số dấu hiệu tích cực cho thấy ngành cao su có thể phục hồi trong thời gian tới; tuy nhiên giá cao su được kì vọng sẽ cần ít nhất 3 năm để quay lại mức giá xấp xỉ 3.000 USD/tấn trong năm 2013. Do cao su chiếm khoảng 44% giá trị nguyên vật liệu đầu vào, mức giá thấp của mặt hàng cao su tự nhiên sẽ giúp duy trì chi phí sản xuất của các công ty săm lốp ở mức tương đối thấp.

**Thông tư 06 về quy định tải trọng xe và khổ giới hạn đường bộ sẽ thúc đẩy nhu cầu về săm lốp.** Trước khi Thông tư 06 ra đời, đa số các hãng vận tải đều chờ hàng vượt tải trọng. Nay với một lượng hàng lưu thông nhất định, các doanh nghiệp vận tải phải sử dụng nhiều xe hơn. Nhu cầu tiêu thụ săm lốp theo đó cũng gia tăng.

**Sự tăng trưởng nhu cầu xe ô tô sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ săm lốp.** Do sự gia tăng thu nhập của người dân Việt Nam cũng như lộ trình giảm thuế nhập khẩu theo các hiệp định thương mại như ATIGA hay TPP mà nhu cầu tiêu thụ xe ô tô nhiều khả năng sẽ tăng được dự báo sẽ tăng đáng kể trong các năm tới. Thực tế, nếu so với các quốc gia lân cận thì tỷ lệ sở hữu xe tại Việt Nam là khá thấp. Nếu tỷ lệ xe ô tô/1.000 người ở Việt Nam đạt khoảng 17,8 thì tỷ lệ này ở Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Philipines đạt lần lượt khoảng 77,7, 48,3, 341 và 30. Như vậy, tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ ô tô là đáng kể.

### Quan điểm đầu tư

Trong năm 2015, ngành săm lốp được dự báo sẽ có được nhiều điều kiện thuận lợi để phát triển. Đầu tiên phải kể đến là sự tiết kiệm đáng kể chi phí sản xuất nhờ giá cả những nguyên vật liệu như dầu mỏ và cao su giảm mạnh. Thứ hai, giá dầu giảm cùng với những chính sách mới quy định về tải trọng sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu vận tải, qua đó nâng cao sức tiêu thụ săm lốp. Tuy nhiên, sự cạnh tranh trong ngành săm lốp đang ngày càng khốc liệt với sự hiện diện ngày càng tăng của các sản phẩm mang thương hiệu nước ngoài. Mặc dù thị trường lốp radial vẫn đang là cơ hội cho các nhà sản xuất Việt Nam; tuy nhiên đây vẫn đang là sản phẩm khá mới mẻ cần thêm thời gian để chứng tỏ khả năng sinh lợi. Do đó, chúng tôi cho rằng những công ty đã chứng tỏ được tính hiệu quả trong quá trình hoạt động là những khoản đầu tư tốt, ít nhất là trong trung hạn.

### DRC (Khả quan): Giá dầu giảm dọn đường cho sự trở lại của người tiên phong

**Chúng tôi đánh giá Khả quan đối với cổ phiếu DRC của Công ty Cổ Phần Cao Su Đà Nẵng, với giá mục tiêu 60.400 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng trưởng khoảng 15% so với giá hiện tại.** Trong năm 2014, khi dự án xây dựng nhà máy lốp radial được hoàn tất, năng lực sản xuất của DRC sẽ tăng thêm 300.000 lốp radial/năm. Đây là cơ sở để kì vọng DRC có thể lấy lại vị thế của một công ty hoạt động hiệu quả nhất trong số ba doanh nghiệp săm lốp trực thuộc Tập Đoàn Hóa Chất Việt Nam. Ngoài ra, giá cả nguyên vật liệu đang có chiều hướng đi xuống sẽ giúp cho biên lợi nhuận được cải thiện. Do đó, trong bối cảnh giá dầu mỏ và cao su được dự báo sẽ không có những sự phục hồi đáng kể trong ngắn hạn, DRC sẽ là một cơ hội đầu tư tốt ít nhất là trong trung hạn.

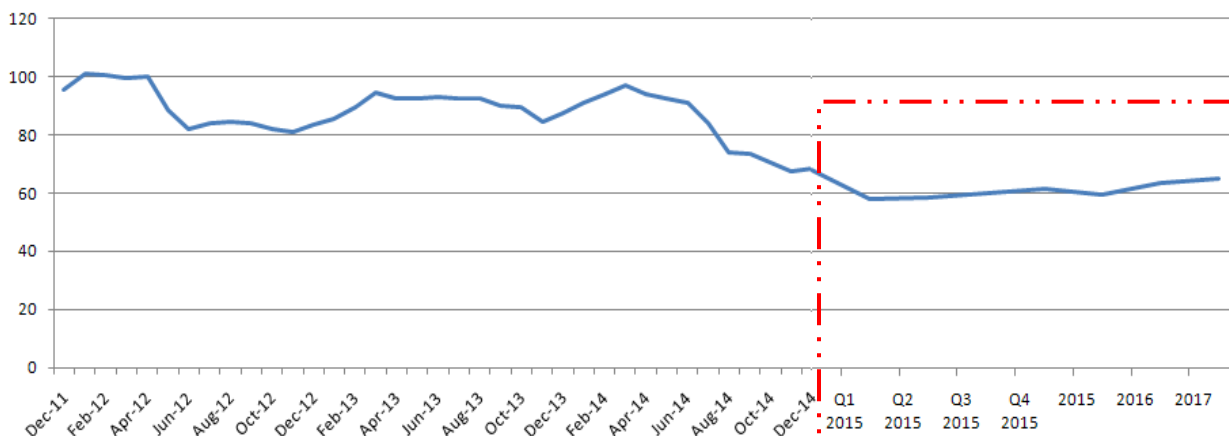
## Đệt may 2015: Triển vọng tăng trưởng tốt

Công ty	Mã cp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 06/02/2015	Giá mục tiêu (12 tháng)	Upside %	EPS 2015	EPS growth	LTM P/E	LTM P/B	P/E 2015
CTCP Đệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công	TCM	1.635	33.300	38.600	15,9%	3.663	8,3%	10,3	2,2	10,5
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG	317,61	19.500	28.000	42,56%	4.283	19%	5,4	1,2	6,5
CTCP Sợi thế kỷ	STK	1.003,2	24.124	N/A	N/A	2.719	1,8%	9,0	2,0	N/A

### Triển vọng 2015

- **Hiệp định thương mại tự do (FTA) với Liên minh châu Âu (EVFTA), Hàn Quốc (VKFTA) và Liên minh Hải quan Belarus – Kazakhstan – Nga (VCUFTA) sẽ chính thức ký kết trong đầu năm 2015.** Việc đàm phán thành công các Hiệp định FTA với EU, Nga và Hàn Quốc sẽ làm giảm mức thuế quan xuống còn 0%, nhờ đó làm tăng giá trị kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam vào các thị trường này.
- **Giá bông thế giới dự kiến tiếp tục giảm trong năm 2015.** Theo dự báo của Ủy ban tư vấn bông quốc tế (ICAC), giá bông thế giới sẽ tiếp tục giảm do nhu cầu nhập khẩu giảm (lượng tiêu thụ ước đạt 24,4 triệu tấn) trong khi sản lượng sản xuất (ước tính 26,05 triệu tấn) và tồn kho tại Trung Quốc cao (9,7 triệu tấn).

#### Diễn biến giá bông thế giới và dự kiến 2015 – 2017



Nguồn: Bloomberg

- **Lượng FDI đầu tư vào lĩnh vực dệt may lớn.** Thông tin từ Hiệp hội Dệt may Việt Nam (Vitas) cho biết mặc dù số lượng doanh nghiệp FDI ngành dệt may ít nhưng có quy mô lớn. Việc nhà đầu tư nước ngoài ồ ạt đổ vốn vào Việt Nam là nhằm đón đầu Hiệp định đối tác kinh tế chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP) trong tương lai gần.

Các nhà đầu tư Nhật tăng đầu tư vào vùng sản xuất nguyên phụ liệu trong ngành dệt may tại Việt Nam đã tạo điều kiện cho ngành dệt may Việt Nam tận dụng được lợi thế về quy tắc xuất xứ và từng bước đáp ứng được tiêu chuẩn về kỹ thuật và môi trường khi xuất khẩu sang Nhật Bản.

- **Triển vọng xuất khẩu dệt may năm 2015 được dự báo tăng trưởng tốt.** Ông Lê Tiến Trường, Tổng Giám đốc Tập đoàn Dệt may Việt Nam cho biết nhờ các Hiệp định được ký kết trong năm 2015 (EVFTA, VKFTA, VCUFTA) và kỳ vọng Hiệp định TPP, kim ngạch xuất khẩu vào châu Âu, Hàn Quốc, Liên minh Hải quan Nga – Belarus – Kazakhstan, và Mỹ sẽ được cải thiện đáng kể nhờ ưu đãi thuế suất giảm xuống 0%.
- **Việt Nam nằm trong top 5 xuất khẩu dệt may thế giới.** Với tốc độ tăng trưởng trung bình 14,5%/năm giai đoạn 2008-2013, Việt Nam được đánh giá là một trong những

quốc gia có tốc độ tăng trưởng ngành dệt may cao nhất thế giới. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, 11 tháng đầu năm 2014 kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may đạt 18,9 tỷ USD, tăng 16,7% so với cùng kỳ 2013, trong đó lớn nhất là Hoa Kỳ (8,85 tỷ USD), Nhật Bản (2,38 tỷ USD) và Hàn Quốc (1,96 tỷ USD). Dự kiến cả năm 2014, kim ngạch xuất khẩu dệt may đạt gần 24 tỷ USD, tăng 20% so với 2013.

## Quan điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng triển vọng xuất khẩu của ngành dệt may Việt Nam trong năm 2015 là khá sáng sủa khi các Hiệp định EVFTA, VKFTA và VCUFTA được ký kết. Hiện nay, thị trường EU mới chỉ chiếm khoảng 1% tổng giá trị nhập khẩu hàng dệt may. Việc giảm thuế từ 12% xuống còn 0% sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp Việt Nam mở rộng quy mô và giá trị xuất khẩu sang thị trường này.

Tại thị trường Nga, thuế quan áp dụng cho hàng dệt may chính ngạch của Việt Nam rất cao và được tính theo trọng lượng của sản phẩm. Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam và Liên minh Hải quan (Nga, Belarus, Kazakhstan) được ký kết vào đầu năm 2015 sẽ cải thiện đáng kể chính sách thuế, hải quan và tạo sức hấp dẫn lớn với doanh nghiệp.

## TCM (Khả quan) – Tốc độ tăng trưởng nhanh chóng

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu TCM. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2015 dự kiến đạt tương ứng 2.773 tỷ đồng và 180 tỷ đồng.

### Tiêu điểm (key catalysts)

**Chi phí nguyên liệu thấp đã giúp mở rộng biên lợi nhuận hoạt động.** Giá cotton đã chạm mức thấp 5 năm. Có 1 số lý do để kỳ vọng rằng xu hướng này sẽ tiếp tục tiếp diễn trong năm 2015. Do hơn 60% giá vốn hàng bán của công ty bắt nguồn từ nguyên liệu (chủ yếu là cotton và hóa chất), việc giảm mạnh chi phí sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận của công ty.

**TCM là công ty niêm yết duy nhất có dây chuyền sản xuất đáp ứng được nguyên tắc xuất xứ tính từ sợi trở đi.** Đây là bước đệm cho bất kỳ doanh nghiệp nào ở VN hưởng lợi từ chính sách miễn thuế khi xuất khẩu sản phẩm của họ sang các nước thành viên.

**Sự hỗ trợ đáng kể từ Tập đoàn E-Land** đã tạo điều kiện cho TCM tiếp thu các công nghệ mới và thâm nhập vào thị trường Hàn Quốc với các sản phẩm có lợi nhuận cao.

**Tiếp tục đầu tư vào các nhà máy mới để nâng cao năng suất.** Hiện tại, TCM đang tiến hành kế hoạch xây dựng thêm 2 nhà máy may, 1 nhà máy dệt và 1 nhà máy nhuộm. Trong Q2.2015, sau khi nhà máy may mới đầu tiên với công suất khoảng 10 triệu sản phẩm đi vào hoạt động, năng suất của công ty được ước tính sẽ tăng thêm 3 triệu sản phẩm.

## TNG (Mua) – Triển vọng khả quan từ các Hiệp định thương mại

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TNG, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 dự kiến đạt tương ứng 1.789 tỷ đồng và 109 tỷ đồng.

### Tiêu điểm (key catalysts)

**Hưởng lợi từ Hiệp định EVFTA và VKFTA:** Ngoài Mỹ, Nhật và khu vực Bắc Mỹ, doanh thu từ thị trường xuất khẩu EU và Hàn Quốc chiếm tương ứng 21% và 7% tổng doanh thu toàn Công ty. Trường hợp TNG đáp ứng đủ tiêu chuẩn về xuất xứ của 2 Hiệp định này, lợi nhuận sẽ tăng lên đáng kể do thuế suất giảm từ 12% xuống còn 0%.

**Đơn hàng chảy mạnh về Việt Nam nhờ các FTA:** Đại diện Công ty TNG cho biết, từ tháng 10/2014, Công ty đã gặp gỡ và thực hiện đàm phán với các đối tác nhằm xác nhận số lượng đơn

hàng xuất khẩu trong năm 2015. TNG dự kiến lợi nhuận 2015 đạt 111 tỷ đồng, tăng mạnh 109% so với thực hiện 2014.

**Tiết kiệm chi phí nhờ ứng dụng hệ thống quản trị doanh nghiệp ERP:** Nhờ hệ thống này, TNG dễ dàng kiểm soát hệ thống sản xuất, phân phối và doanh số tiêu thụ hằng ngày. Chi phí quản lý vì thế sẽ giảm đáng kể.

**Nguồn khách hàng lớn và ổn định:** Là một trong những Công ty có năng lực sản xuất may lớn nhất miền Bắc, TNG thiết lập được mối quan hệ đối tác lâu dài với một số nhãn hiệu nổi tiếng trên thế giới, như: Mango, Columbia, Decathlon, Levi's, C&A, GAP...

## **STK (Khả quan) – Đầu tư nhà máy tăng công suất, đón đầu TPP**

### **Quan điểm đầu tư**

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu STK dựa vào 3 luận điểm sau: (1) ngành dệt may sẽ được hưởng nhiều ưu đãi khi các Hiệp định thương mại tự do được ký kết, (2) triển vọng tăng trưởng dài hạn khả quan của doanh nghiệp, (3) định giá của STK hiện đang thấp và hấp dẫn.

### **Tiêu điểm (key catalysts)**

**Nhu cầu sợi trong nước tăng nhờ quy định xuất xứ NVL trong các Hiệp định thương mại tự do:** Thời gian gần đây, nhiều doanh nghiệp dệt may của Trung Quốc, Đài Loan, Hồng Kông đã đầu tư xây nhà máy sợi, dệt, nhuộm ở Việt Nam để đón đầu TPP. Khi các dự án này hoạt động, nhu cầu sợi trong nước tăng lên là cơ hội để STK mở rộng thị phần trong nước.

**Triển vọng tăng trưởng dài hạn khả quan:** sản phẩm của STK là sợi dài Polyester, được sử dụng trong ngành dệt may cho các sản phẩm giày dép, quần áo, và trong công nghiệp cho các sản phẩm lốp xe, dây an toàn. Tổng tiêu thụ sợi dài polyester toàn cầu tăng trung bình 9%/năm trong giai đoạn 2005-2013. Năm 2013, 85% doanh thu của STK đến từ xuất khẩu sản phẩm sang các thị trường Thái Lan, Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản và Thổ Nhĩ Kỳ. Hiện nay chỉ có 5 doanh nghiệp sản xuất sợi dài polyester ở Việt Nam, trong đó công suất của STK chiếm khoảng 20% tổng công suất của 5 doanh nghiệp này. Môi trường cạnh tranh thuận lợi làm tăng triển vọng dài hạn của STK.

**Định giá thấp và hấp dẫn:** với mức giá khởi điểm bán đầu giá là 18.000 đồng/cổ phiếu, STK giao dịch ở P/E dự phóng 2014 là 6,7 lần, thấp hơn so với P/E trung bình của các công ty niêm yết cùng ngành là 8,4 lần. Chúng tôi cho rằng giá khởi điểm của STK hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng và những lợi thế của STK như đã phân tích ở trên.

**Liên hệ:**

**Trần Hoàng Sơn**

Email:

[son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:son.tranhoang@mbs.com.vn)

**Phạm Thiên Quang**

Email:

[quang.phamthien@mbs.com.vn](mailto:quang.phamthien@mbs.com.vn)

**Đỗ Bảo Ngọc**

Email:

[ngoc1.dobao@mbs.com.vn](mailto:ngoc1.dobao@mbs.com.vn)

**Hoàng Công Tuấn**

Email:

[tuan.hoangcong@mbs.com.vn](mailto:tuan.hoangcong@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
-----------------	---

MUA	>=20%
-----	-------

KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
----------	----------------

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
--------------------	------------------

KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
--------------	-------------------

BÁN	<= -20%
-----	---------

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.