



Báo cáo
TRIỂN VỌNG
NGÀNH
Cập nhật Quý IV/ 2015

NỘI DUNG

I. DIỄN BIẾN CÁC NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU TRONG QUÝ III NĂM 2015	2
1. Tóm tắt diễn biến các Ngành trong Quý III 2015	2
2. So sánh tăng trưởng Ngành và VNIndex 9 tháng 2015	3
3. Top các Cổ phiếu của 9 tháng 2015	5
4. Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	6
II. CẬP NHẬT THÔNG TIN VĨ MÔ	8
1. Các thông tin Vĩ mô có ảnh hưởng lớn trong Quý III 2015.....	8
2. Tóm tắt các chính sách và thông tin ảnh hưởng	9
III. CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH QUÝ IV NĂM 2015.....	11
IV. TRIỂN VỌNG CÁC NGÀNH.....	15
TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG	15
TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN	19
TRIỂN VỌNG NGÀNH XÂY DỰNG	22
TRIỂN VỌNG NGÀNH XI MĂNG	24
TRIỂN VỌNG NGÀNH CÔNG NGHỆ	26
TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG BIỂN.....	28
TRIỂN VỌNG NGÀNH BẢO HIỂM	30
TRIỂN VỌNG NGÀNH DỆT MAY.....	32
TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN	34
TRIỂN VỌNG NGÀNH SẮM LỚP.....	37
TRIỂN VỌNG NGÀNH NHỰA	39
TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỠC	41
TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP	43
TRIỂN VỌNG NGÀNH THỦY SẢN	46
TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ	48
TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN	51
TRIỂN VỌNG NGÀNH MÍA ĐƯỜNG	54
TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬN TẢI BIỂN	56
TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN	57

I. DIỄN BIẾN CÁC NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU TRONG QUÝ III NĂM 2015

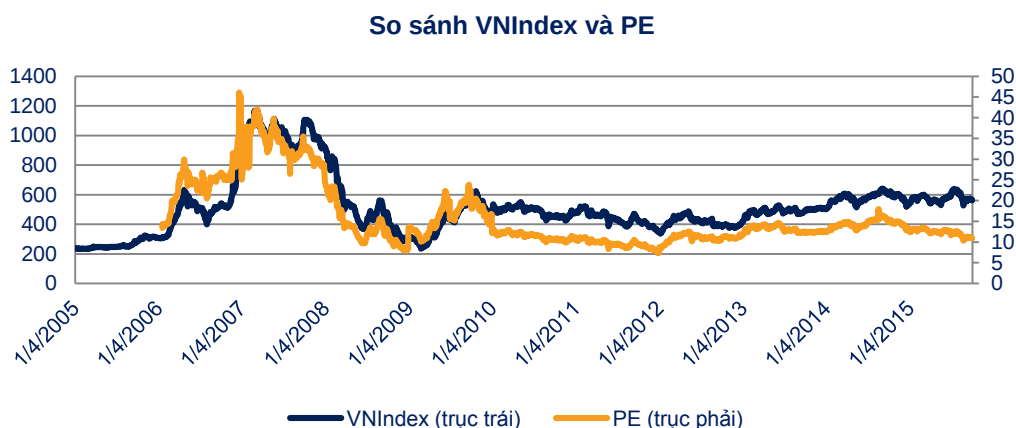
1. Tóm tắt diễn biến các Ngành trong Quý III 2015

Quý 3 2015, thị trường diễn biến phức tạp, ngành Ngân hàng vẫn giữ vai trò dẫn dắt Index nhưng tầm ảnh hưởng đã giảm so với 6T đầu năm. Thị trường chứng khoán trong Q3 chứng kiến sự điều chỉnh mạnh mẽ do ảnh hưởng của các thông tin vĩ mô quốc tế đặc biệt là từ Trung Quốc. Tính chung trong 9 tháng, VN-Index có mức tăng 3,1% và HNX-Index giảm 6% so với đầu năm. Tuy nhiên, nếu xét việc điều chỉnh tỷ giá VND/USD trong hai ngày 12/08/2015 (nới biên độ tỷ giá từ 1% lên 2%) và ngày 19/08/2015 (phá giá thêm 1% và nới biên độ từ 2% lên 3%) thì VN-Index sẽ giảm 2% và HNX-Index giảm 11% nếu quy đổi theo USD.

Trong Chiến lược đầu tư Ngành các quý trước, chúng tôi luôn đề cao vai trò của ngành Ngân hàng với VNIndex. Diễn biến trong Q3, ngành Ngân hàng vẫn đóng vai trò dẫn dắt Index nhưng tầm ảnh hưởng đã giảm so với 6T đầu năm do tác động chủ yếu đến từ việc NĐTNN bán ròng trong quý 3. Tỷ trọng vốn hóa của 9 cổ phiếu ngân hàng niêm yết giảm 1,1% so với cuối tháng 6 xuống còn 28,4%, trong khi KQKD Q3 được dự báo sẽ khả quan với VCB, MBB, BID, CTG và có thể tiêu cực với STB, EIB và SHB.

PE các ngành của thị trường Việt Nam đang ở mức tương đối thấp so với các thị trường tại khu vực châu Á mới nổi. Chúng tôi cho rằng PE của VN-Index và HNX-Index đang là 11x và 9x, ở mức tương đối thấp khi so sánh với nhóm các nước thuộc khu vực Asean và Trung Quốc (PE trung vị = 16,47) trong khi Việt Nam hiện đang là một trong số ít những nước thu hút được dòng vốn của NĐTNN tại thị trường châu Á. Tính trong 9T2015, khối ngoại mua ròng khoảng 163 triệu USD tại TT Việt Nam, tuy nhiên giảm 27,3% so với cùng kỳ 2014. Các thông tin vĩ mô quốc tế như FED chuẩn bị tăng lãi suất, Trung Quốc điều chỉnh tỷ giá,... đã tác động tương đối lớn tới dòng tiền khối ngoại.

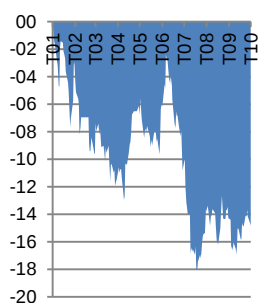
Xét chung các ngành của Việt Nam, diễn biến PE và VNIndex đang có mức chênh nhau xa nhất qua các năm cho thấy tốc độ tăng trưởng của giá đang chậm hơn đáng kể so với tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận doanh nghiệp.



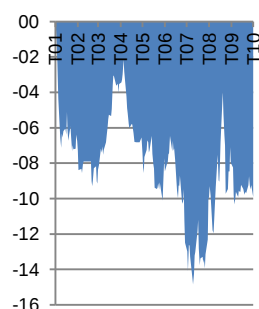
Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

2. So sánh tăng trưởng Ngành và VNIndex 9 tháng 2015

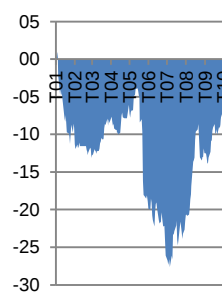
Ngành Dầu khí



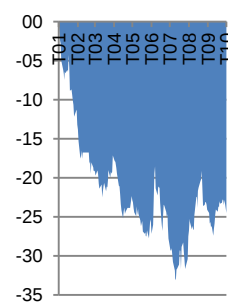
Ngành Bất động sản



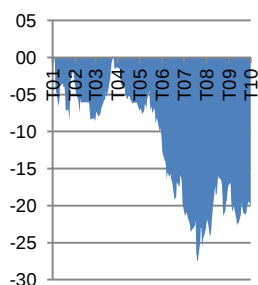
Ngành Phân bón



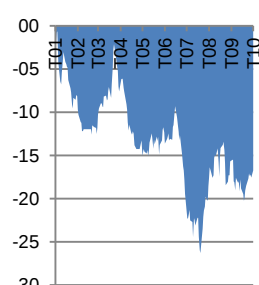
Ngành Thép



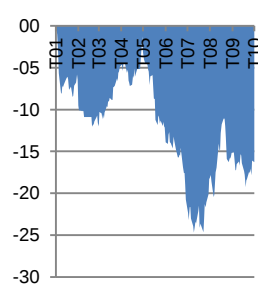
Ngành Sắt thép



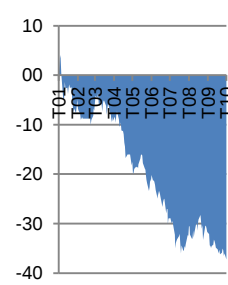
Ngành Thủy sản



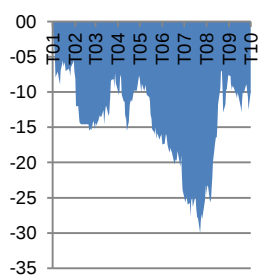
Ngành Điện



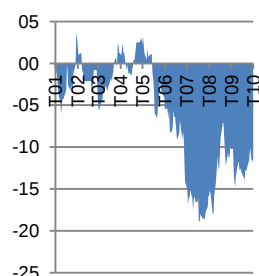
Ngành Vận tải biển



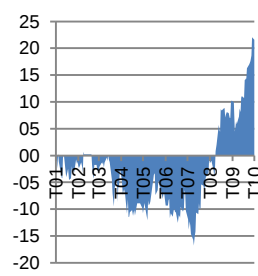
Ngành Cao su



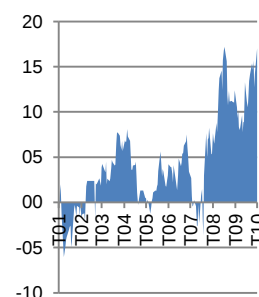
Ngành Dược



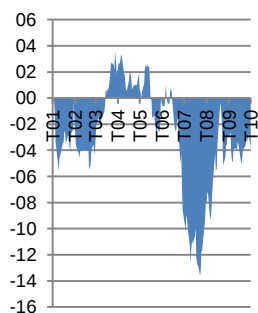
Ngành Nhựa



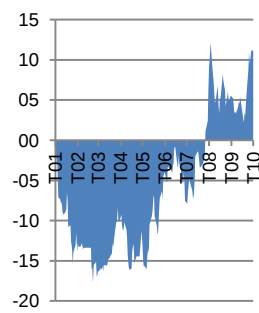
Ngành Dệt may



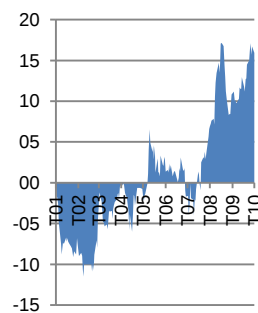
Ngành Xây dựng



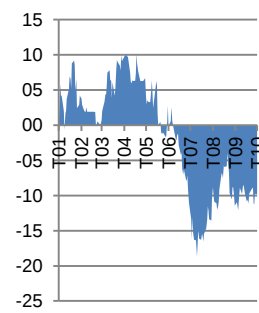
Ngành Mía đường



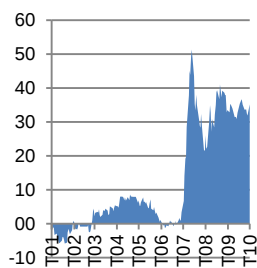
Ngành Cảng biển



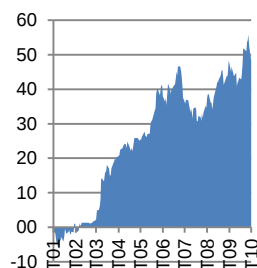
Ngành Xi măng



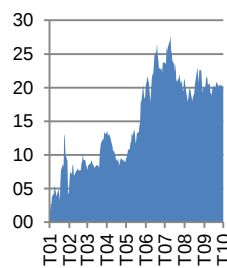
Ngành Bảo hiểm



Ngành CNTT

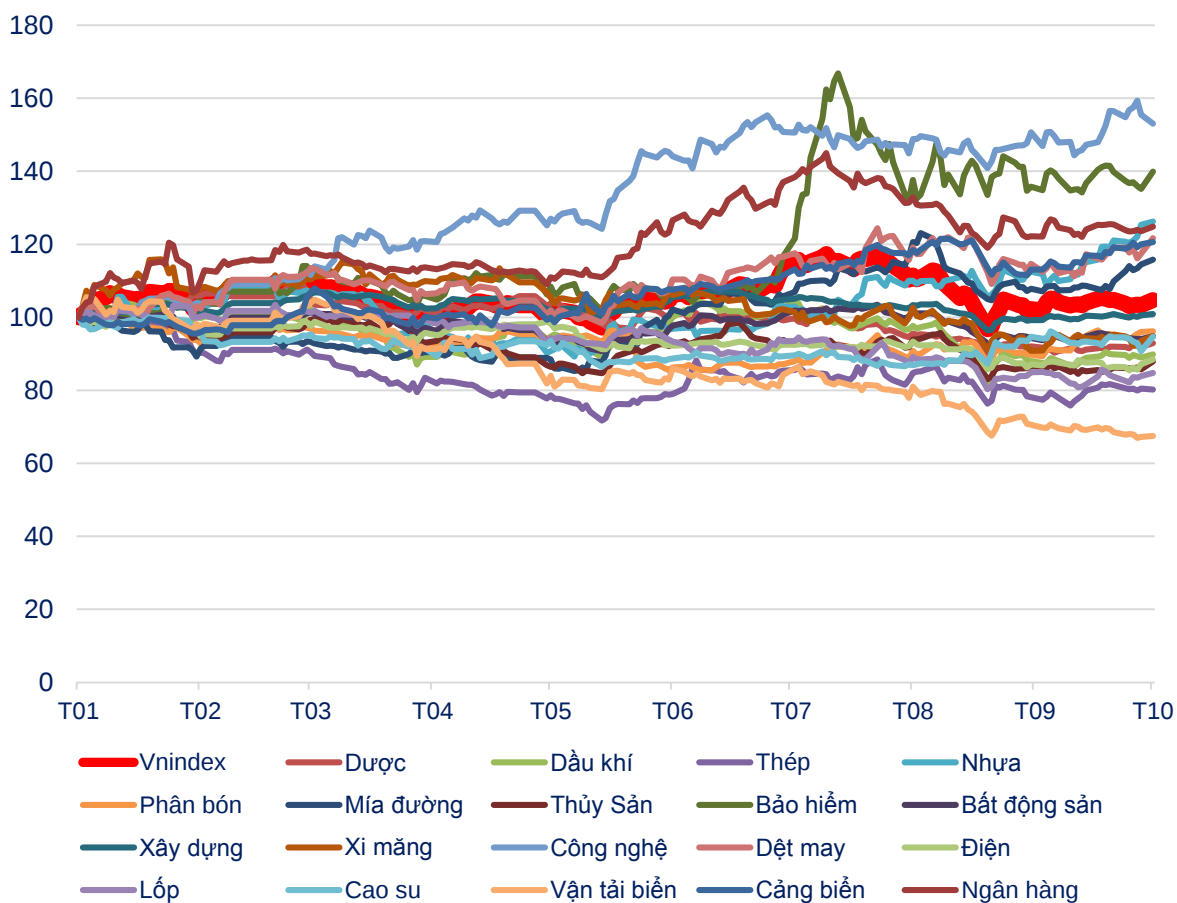


Ngành Ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Diễn biến VNIndex và các Ngành



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

3. Top các Cổ phiếu của 9 tháng 2015

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/12/2014	Thay đổi giá trong 9T	Index pt
BID	12.200	+ 11.568	+18.9
VCB	31.900	+11.000	+16.8
VNM	79.500	+20.416	+13.5
CTG	13.800	+5.800	+8.0
BVH	32.000	+14.500	+5.5

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/12/2014	Thay đổi giá trong 9T	Index pt
GAS	70.500	-24.700	-25.4
PVD	56.000	-21.887	-3.9
MSN	83.800	-9.000	-3.5
KDC	49.900	-25.100	-3.5
HAG	22.100	-7.300	-3.1

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX (Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá 30/09/15	%Chg
TMT	16.600	44.000	165
ITD	8.000	15.900	96
BID	12.200	23.700	92
SHI	7.200	13.000	80
BIC	13.300	22.700	70

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX (Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá 30/09/15	%Chg
KSS	5.400	1.000	-81
KTB	5.100	1.300	-74
PTK	4.100	1.100	-73
JVC	17.500	4.800	-72
GTT	4.000	1.300	-67

TOP 5 CP CÓ KL và GTGD NHIỀU NHẤT VN-INDEX			
CK	KLGD BQ / phiên	CK	GTGD BQ / phiên
FLC	11.337.828	FLC	99.540.862.637
OGC	4.269.332	CII	94.027.461.538
CII	4.113.320	SSI	79.914.351.648
HAI	4.038.432	FIT	55.141.307.253
FIT	3.907.205	CTG	48.685.357.143

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/12/2014	Thay đổi giá trong 9T	Index pt
ACB	15.400	+4.000	+2.2
PHP*	16.000	+7.800	+1.4
VCS	27.100	+13.100	+0.4
PLC	26.100	+8.400	+0.3
CHP	14.300	+4.200	+0.5

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/12/2014	Thay đổi giá trong 9T	Index pt
OCH	25.100	-19.800	-2.4
PVS	26.100	-6.100	-1.6
SHB	7.400	-870	-0.4
PVX	4.800	-1.900	-0.4
KLS	7.200	-3.300	-0,4

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX (Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá 30/09/15	%Chg
CEO	11.600	16.700	44
TNG	19.200	26.800	39
IVS	12.700	16.700	41
ACB	15.300	19.400	27
CVT	19.600	22.600	15

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX (Giá > 10,000 đồng)			
CK	Giá đầu năm	Giá 30/09/15	%Chg
ITQ	30.885	8.400	-72
KLF	10.000	4.200	-58
BII	12.545	6.800	-45
VMI	31.083	17.200	-44
VIX	13.979	8.100	-28

TOP 5 CP CÓ KL và GTGD NHIỀU NHẤT HNX			
CK	KLGD BQ / phiên	CK	GTGD BQ / phiên
KLF	5.571.153	KLF	90.875.356.429
SHB	3.528.354	PVS	38.370.144.170
SCR	2.807.831	SCR	28.522.019.775
PVX	1.976.112	SHB	26.029.929.236
PVS	1.528.705	HUT	19.080.206.099

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

4. Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

Ngành	Mã CK	DT 2014 (tỷ đ)	LN 2014 (tỷ đ)	DT 2015 (tỷ đ)	LN 2015 (tỷ đ)	EPS 2015	P/E F	P/B F	Giá đóng cửa 31/12/14	Giá đóng cửa 30/09/15	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
Ngân hàng	VCB*	N/A	5,876	N/A	4,664	1,750	24.51	2.51	31,200	42,900	37.50%	50,000
	BID*	N/A	4,948	N/A	5,724	2,036	11.64	2.13	11,500	23,700	106.09%	24,900
	CTG*	N/A	5,712	N/A	5,690	1,528	12.83	1.534	13,100	19,600	49.62%	22,200
	MBB*	N/A	2,476	N/A	2,554	2,070	7.24	1.01	12,300	15,000	21.95%	16,600
	ACB*	N/A	952	N/A	1,014	1,131	17.15	1.41	14,800	19,400	31.08%	22,600
BĐS	VIC*	27,727	3,776	35,671	4,649	3,196	14.00	5.42	37,900	41,700	10.03%	53,000
	DXG*	523	168	716	258	2,562	6.50	2.43	14,000	17,800	27.14%	17,000
	KBC	1,069	326	2,182	615	1,293	12.92	1.13	15,900	12,600	-20.75%	N/A
	KDH	631	102	1,252	202	1,600	14.06	1.22	20,200	21,600	6.93%	25,100
Xây dựng	LCG	1,266	(12)	1,467	45	593	11.47	0.52	8,500	6,800	-20.00%	11,400
	HBC*	3,518	69	5,300	180	2,414	7.04	1.16	10,700	17,000	58.88%	21,401
	CMS*	391	16	435	28	1,615	6.32	0.82	10,100	10,200	0.99%	13,793
	HUT*	2,762	259	2,316	145	1,129	9.65	0.97	12,700	10,900	-14.20%	N/A
Xi măng	BCC*	4,336	162	4,700	238	1,989	6.54	0.73	14,700	13,000	-11.60%	20,254
	HT1	6,758	309	7,363	650	1,636	13.45	1.61	17,400	22,000	26.44%	24,939
	BTS	2,930	122	2,901	171	1,259	7.07	0.81	7,600	8,900	17.11%	10,665
Công nghệ	FPT*	32,645	2,079	39,600	2,359	4,659	9.55	2.05	40,100	44,500	10.97%	56,186
	CMG	3,265	118	3,093	155	1,800	7.89	1.19	8,900	14,200	59.55%	15,668
	ITD*	448	20	540	33	1,795	8.86	1.05	8,100	15,900	96.30%	17,357
	HIG*	503	5	575	11	506	11.06	0.32	4,000	5,600	40.00%	N/A
Cảng biển	VSC*	909	248	901	270	6,500	9.30	1.60	40,500	60,500	49.38%	N/A
	HAH*	430	131	504	135	5,800	6.90	1.70	N/A	38,100	N/A	N/A
	GMD*	3,696	531	3,320	380	3,270	10.60	0.70	28,900	34,200	18.34%	N/A
Bảo hiểm	PTI	1,718	67	2,300	118	1,405	14.00	0.84	15,600	19,700	26.3%	N/A
	BIC	1,220	107	1,305	123	1,049	21.40	1.27	15,600	22,400	77.70%	N/A
	PGI	2,124	88	2,533	92	1,049	13.8	0.94	10,200	14,500	42.2%	N/A
Dệt may	TCM*	2,594	168	2,675	173	4,110	8.30	2.06	32,000	36,700	14.69%	39,600

	TNG*	1,382	53	1,722	75	3,899	7.50	1.30	19,500	26,800	37.44%	29,400
	STK	1,457	106	1,722	177	2,778	6.50	1.08	N/A	30,900	N/A	N/A
Điện	NT2	7,065	1,591	7,411	865	2,999	8.30	1.41	18,500	24,900	35.00%	29,514
	CHP	626	213	681	306	2,322	8.05	1.36	13,700	18,700	37.00%	20,781
	SJD	391	183	434	207	4,157	6.21	1.11	28,700	25,800	-10.00%	30,941
	SHP	596	216	632	226	2,417	7.74	1.39	18,900	18,700	-1.00%	20,600
Săm lốp	DRC*	3,251	353	3,565	395	4,012	11.54	2.89	48,500	46,300	-4.54%	49,000
	CSM*	3,178	331	3,437	312	3,853	N/A	N/A	36,700	28,600	-22.07%	N/A
Nhựa	BMP*	2,416	377	2,807	552	12,139	9.14	2.51	70,500	111,000	57.45%	120,900
	NTP*	2,998	325	3,399	378	6,105	7.47	1.85	47,100	45,600	-3.18%	54,300
Dược	TRA	1,650	146	1,860	190	7,700	10.52	2.53	73,000	81,000	10.96%	86,000
	IMP	897	86	1,050	130	4,492	9.55	1.24	41,800	42,900	4.63%	50,000
Thép	NKG*	5,835	76	7,642	117	2,717	5.01	0.94	12,400	13,600	9.68%	19,105
	HSG*	14,990	410	16,500	612	6,072	6.72	1.50	45,800	40,800	-10.92%	49,396
	HPG*	25,525	3,250	22,500	3,270	4,432	6.86	1.64	34,500	30,400	-11.88%	36,475
Thủy sản	FMC*	2,900	63	3,655	75	3,750	6.70	1.20	20,100	25,300	25.90%	30,100
	VHC*	6,300	463	7,270	320	3,463	10.60	1.60	36,900	36,700	-0.50%	44,850
Dầu khí	PXS*	1,666	124	1,882	130	2,600	8.00	1.52	17,800	15,200	-14.60%	20,800
	PVS*	31,373	1,765	28,227	1,466	3,163	8.00	1.07	25,700	20,800	-19.10%	25,300
	CNG	1,086	112	1,013	117	4,328	7.49	1.70	28,900	29,600	2.40%	32,426
	PGS	7,484	191	6,293	191	2,881	8.31	1.00	19,200	19,100	0.50%	23,934
	PGD	6,965	165	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	29,700	43,000	N/A	N/A
Phân bón	DPM	8,980	1,129	8,540	1,354	3,418	9.90	1.42	29,300	31,200	6.50%	33,838
Mía đường	LSS	1,958	120	2,001	132	1,256	N/A	N/A	30,000	38,200	27.30%	N/A
	SBT	1,962	121	2,050	180	1,242	N/A	N/A	12,900	13,700	6.20%	N/A
	NHS	1,086	46	1,500	63	830	N/A	N/A	12,500	15,000	20.00%	N/A
Trung bình											18.28%	

Nguồn: BSC tổng hợp

Tổng hợp các cổ phiếu BSC đã khuyến nghị và lưu ý, mức tăng trung bình trong 9T2015 đạt 18,28%, cao hơn mức tăng của VNIndex (chỉ có 3,1%). Trong đó, tổng cộng có 6 cổ phiếu có mức tăng trên 50% và 14 cổ phiếu có mức tăng trưởng trên 30%, các cổ phiếu này thuộc về nhóm ngành Ngân hàng, Xây dựng, Công nghệ, Cảng biển, Bảo hiểm, Dệt may, Điện. Đây đều là những ngành BSC đã nhận định Khả quan trong các báo cáo trước.

Các mã cổ phiếu BSC đã bổ sung thêm từ báo cáo Triển vọng Ngành Q3/2015 là ITD, HIG, VSC, HAH, GMD, PTI, BIC, PGI (mức tăng trung bình trong Q3 là 11,19%) và bổ sung thêm CMS, UNI trong báo cáo này. Nếu loại bỏ những cổ phiếu trên, danh mục lưu ý còn lại của BSC đạt mức tăng 14,16% trong 9T2015.

II. CẬP NHẬT THÔNG TIN VĨ MÔ

1. Các thông tin Vĩ mô có ảnh hưởng lớn trong Quý III 2015

Quý 3 chứng kiến sự tác động mạnh mẽ của chính sách vĩ mô quốc tế lên toàn bộ nền kinh tế Thế giới và Việt Nam cũng không nằm ngoài tầm ảnh hưởng. Chúng tôi cho rằng 2 yếu tố vĩ mô chính có tác động ảnh hưởng lớn tới thị trường tài chính Việt Nam trong Quý 3 là **(1)** Chính sách tiền tệ của Trung Quốc và Việt Nam và **(2)** Việc tiếp tục trì hoãn tăng lãi suất của FED. Cụ thể như sau:

(1) Chính sách tiền tệ của Trung Quốc và Việt Nam

Tài chính vĩ mô Trung Quốc biến động mạnh

- **Khả năng sẽ tiếp tục phá giá đồng RMB:** Ngày 11/08/2015 Trung Quốc chính thức phá giá đồng RMB, tính tới thời điểm hiện tại, Trung Quốc đã điều chỉnh tỷ giá giảm 4,69%. Tỷ giá RMB/USD đạt mức cao nhất là 6,51 ngày 25/08 sau đó điều chỉnh về mức 6,36 ngày 30/09. Tuy nhiên theo nhận định của UBS, đồng RMB vẫn cao hơn giá trị thực từ 5 – 10%. UBS dự báo RMB sẽ tiếp tục tăng lên mức 6,5 RMB đổi 1 USD, đồng thời tăng dự báo RMB thời điểm cuối năm 2016 từ mức 6,6 RMB/USD lên thành 6,8 RMB/USD. ANZ cũng đồng quan điểm dự báo cho năm 2015 và dự báo tỷ giá cho năm 2017 sẽ là 6,85 RMB/USD.
- **Lãi suất chuẩn cho vay của Trung Quốc ở mức thấp nhất trong lịch sử:** Ngày 25/08/2015, PBOC đã hạ lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay kỳ hạn 1 năm thêm 0.25%, xuống mức 4.6%. Việc hạ lãi suất sẽ giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí lãi vay tuy nhiên lại khiến dòng vốn đầu tư tiếp tục rút khỏi Trung Quốc.
- **Dự trữ ngoại hối tại thời điểm tháng 8/2015 giảm 10,37% so với cùng kỳ 2014.** Tính đến hết tháng 8/2015, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đạt 3.557,38 tỷ USD, giảm 10,37% so với số dự trữ tại tháng 8/2014 (đây là thời điểm dự trữ USD cao nhất trong lịch sử của Trung Quốc, ở mức ~ 3.969 tỷ USD). Mặc dù Trung Quốc là nước có lượng dự trữ ngoại hối cao nhất thế giới nhưng việc sử dụng nguồn dự trữ này để bảo vệ đồng tiền trong khi dòng vốn đầu tư đang dần rút khỏi thị trường, cho thấy Trung Quốc sẽ phải đối mặt với nhiều khó khăn trong giai đoạn sắp tới.

NHNN Việt Nam điều chỉnh chính sách tỷ giá và lãi suất nhằm bình ổn thị trường

- **Điều chỉnh tăng tỷ giá VND/USD:** Trước những biến động mạnh do sự giảm giá của đồng RMB, NHNN đã điều chỉnh tỷ giá trong hai ngày là 12/08/2015 (nới biên độ tỷ giá từ 1% lên 2%) và ngày 19/08/2015 (phá giá thêm 1% và nới biên độ từ 2% lên 3%). Tổng cộng biên độ có thể tăng tối đa so với mức tỷ giá trước điều chỉnh có thể lên tới ~ 5%.
- **Giảm lãi suất tiền gửi USD với tổ chức và cá nhân.** NHNN ban hành quyết định số 1938/QĐ-NHNN ngày 25/09/2015, quy định (1) Mức lãi suất áp dụng đối với tiền gửi của tổ chức (trừ tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài) là 0%/năm (mức cũ là 0,25%/năm) và (2) Mức lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi của cá nhân là 0,25%/năm (mức cũ là 0,75%/năm). Việc điều chỉnh này nhằm ngăn chặn tình trạng găm giữ ngoại tệ đang có xu hướng gia tăng gần đây.

Nhận định: Với mức điều hành tỷ như hiện nay tại Trung Quốc và Việt Nam, so sánh với thời điểm đầu năm, VND đang được giao dịch ở mức rẻ hơn so với RMB (lấy trung gian so sánh là đồng USD). Chúng tôi cho rằng những ngành sau đây sẽ hưởng lợi **Tích cực** là **Thủy sản - Dệt may** (triển vọng Xuất khẩu) và **Dầu khí - Công nghệ** (doanh thu bằng USD). NĐT có thể tham khảo thêm **Nhận định tăng tỷ giá và chính sách của NHNN 2015 & Ảnh hưởng đến các nhóm ngành** ngày 19/08/2015 của BSC.

(2) Việc tăng lãi suất của FED tiếp tục được trì hoãn

Sau cuộc họp của FOMC diễn ra vào 16 – 17/09/2015, FED vẫn giữ nguyên lãi suất gần 0% ít nhất cho đến tháng 11/2015 do chưa đạt mục tiêu về tỷ lệ thất nghiệp và mục tiêu lạm phát 2%. Theo thống kê của chúng tôi, từ tháng 03/2010 đến tháng 12/2014, trong các khoảng thời gian trống QE và thu hẹp QE, một số ngành phản ứng tốt hơn thị trường gồm: CNTT, Cảng biển, BĐS, Bảo hiểm, Ngân hàng, VLXD và Xuất bản; đa số những ngành này đều nằm trong nhận định Khả quan của BSC trong các báo cáo triển vọng Ngành từ đầu năm tới nay (tham khảo thêm tại báo cáo vĩ mô **Nhà đầu tư nên làm gì khi FED tăng lãi suất**).

2. Tóm tắt các chính sách và thông tin ảnh hưởng

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng Đến 30/09/2015
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
1	Luật Nhà ở sửa đổi	1/7/2015	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Thông tư 32 của NHNN thúc đẩy giải ngân gói 30.000 tỷ	25/11/2014	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
3	Luật đầu tư công số 49/2014/QH2013	1/1/2015	Tích cực	Mạnh	Không ảnh hưởng
4	Thông tư 36/2014/TT-NHNN	1/2/2015	Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
5	Khoản 3 Điều 8 và khoản 1 Điều 9 của TT02/2013/TT-NHNN (được lùi thời gian áp dụng theo TT09/2014/TT-NHNN)	1/1/2015	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng mạnh
6	Kiểm soát tỷ giá VND/USD		Tiêu cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng mạnh
7	Tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
8	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
9	Tăng GDP, FDI, PMI, ODA, kiều hối, tăng trưởng tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
10	Nghị định 60 – Nới room NĐT nước ngoài	1/9/2015	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
11	Luật Đầu tư	1/7/2015	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng mạnh
2	ECB họp hằng tháng (EUR mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng

4	Thông tin tiêu cực từ Nga (đồng Rub mất giá, cô lập kinh tế...)		Tiêu cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
5	Bong bóng TTCK và Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
6	Diễn biến giá dầu	Tiêu cực ngắn hạn	Tích cực dài hạn	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng mạnh
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	ACFTA – Thông tư 166/2014/TT-BTC	1/1/2015	Trung lập	Mạnh	Đã ảnh hưởng
2	FTA Việt Nam - Liên minh hải quan	5/2015	Tích cực	Trung bình	Đã ký kết
3	FTA Việt Nam - Hàn Quốc	5/2015	Tích cực	Trung bình	Đã ký kết
4	Hiệp định TPP (*)	Kỳ vọng 2015	Tích cực	Mạnh	Đang đàm phán
5	FTA Việt Nam - EU	2015	Tích cực	Mạnh	Đàm phán thành công
6	Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC)	2015	Tích cực	Mạnh	Chưa thực hiện
7	RCEP ASEAN + 6	2015	Tích cực	Mạnh	Đang đàm phán

Nguồn: BSC tổng hợp

(*) Ghi chú: Hiệp định TPP đã được hoàn thành đàm phán vào ngày 05/10/2015.

III. CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH QUÝ IV NĂM 2015

Năm 2015 đã trở thành năm có nhiều biến động nhất kể từ khi chúng tôi thực hiện báo cáo phân tích triển vọng ngành năm 2012. Rủi ro Trung Quốc được đề cập trong báo cáo Quý trước đã diễn ra và tác động mạnh đến triển vọng toàn cầu. Tính từ đầu năm đến hết quý III, tính trung bình TTCK các Quốc gia Phát triển đã giảm tới 6,2%, TTCK các quốc gia mới nổi giảm 17,2%, chưa tính đến giá hàng hóa lao dốc và thị trường tiền tệ chao đảo. Trong bối cảnh đó chỉ số chính VNindex vẫn tăng 3,1% (VND) và giảm 2% (USD), do vậy nhà đầu tư ở Việt Nam vẫn đang ở một vị thế tốt hơn so với Nhà đầu tư trên các TTCK Mới nổi vào lúc này. Ngoài ra, tác động của chính sách TTCK lớn nhất và được trông đợi nhất là nghị định 60 nói room cũng không mạnh mẽ như kỳ vọng ban đầu, nhóm cổ phiếu nói room không có tăng trưởng đột biến ngoại trừ một số trường hợp như CTD, BMP,...

Tuy nhiên khi xét đến diễn biến trong 9 tháng qua, chúng tôi nhận thấy dù TTCK chung vẫn tăng điểm, nhưng mức độ phân hóa ngành tăng cao nhất từ trước đến nay. Trong khi nhóm ngành BSC vẫn Bullish từ đầu năm gồm Ngân hàng, Công nghệ, Bảo hiểm, Cảng biển,... đã tăng outperform xa Vnindex, thì các nhóm ngành vận tải biển, thép, cao su tự nhiên,... vẫn tiếp tục khó khăn và underperform sâu. Chúng tôi nhận ra hơn lúc nào hết với nhiều biến số thế giới, trong nước đang thay đổi, việc lựa chọn nhóm ngành, cổ phiếu phù hợp tiếp tục là thách thức đối với không chỉ nhà đầu tư cá nhân. Để đưa ra nhận định chúng tôi đánh giá lại TT trên các điểm (1) 5 chủ đề đầu tư được xác định từ đầu năm (2) so sánh các chỉ tiêu định giá của Việt Nam so với khu vực và (3) tính chu kỳ và kỳ vọng một số chính sách

(1) Đánh giá lại 5 chủ đề đầu tư

Đối với quan điểm đầu tư ngành quý IV/2015, chúng tôi tiếp tục theo đuổi việc đánh giá các yếu tố Vĩ mô, thị trường và ngành được theo dõi từ đầu năm trong các báo cáo. Chúng tôi theo sát các chủ đề đầu tư, được đề cập trong **Báo cáo phân tích triển vọng ngành 2015** và **báo cáo cập nhật ngành Q1** và **báo cáo cập nhật ngành Q2**. Chúng tôi tiếp tục đánh giá cao ảnh hưởng của 4/5 chủ đề đầu tư này đối với việc lựa chọn ngành và cổ phiếu quý IV/2015.

- **“Thứ nhất, Sự phục hồi của Kinh tế Vĩ mô trở nên rõ ràng hơn”.** Tiếp tục diễn biến tốt và tác động mạnh đến những ngành nhạy với chu kỳ kinh tế như **ngân hàng, bảo hiểm, bất động sản**.
- **“Thứ hai, Bất động sản ấm trở lại, thanh khoản tăng vọt.”** Đà phục hồi đang tiếp diễn của ngành bất động sản đã kéo theo sự tăng trưởng của nhóm **Xây dựng và Vật liệu xây dựng**.
- **“Thứ ba, giá năng lượng giảm và giá điện tăng”.** Giá dầu vẫn đang ở vùng thấp, cùng với giá nguyên vật liệu nói chung đã hỗ trợ KQKD của các doanh nghiệp **nhựa, vận tải, phân bón** và gián tiếp đến các doanh nghiệp **tiêu dùng**.
- **“Thứ tư, ECB và JCB nói lòng tiền tệ EUR và JPY cùng giảm giá”.** Chủ đề này đã diễn biến xấu đi như lo ngại của chúng tôi trong báo cáo trước. Do vậy nhà đầu tư nên quan sát kỹ diễn biến của tỷ giá trước khi đầu tư vào các ngành có dư nợ ngoại tệ lớn như **xi măng, điện**.
- **“Thứ năm, Các hiệp định thương mại tự do (FTA)”.** Như kỳ vọng đây là thông tin tích cực lớn nhất trong quý III với FTA với EU, Hàn Quốc và TPP. Những ngành có kim ngạch xuất khẩu lớn sẽ nhận ảnh hưởng tích cực từ các FTA: **dệt may, thủy sản, da giày, thương mại ô tô**,... trong khi áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng tại các ngành như: **thép, phân bón, mía đường**,... Nhóm ngành

được chúng tôi đánh sẽ hưởng lợi gián tiếp là: **vận tải biển, cảng biển, khu công nghiệp, logistic**. Chúng tôi xin lưu ý tác động của TPP cũng như đa số các FTA là hai chiều, và có mức độ khác nhau với từng nhóm ngành, nhà đầu tư có thể tham khảo thêm **Báo cáo Đàm phán TPP và tác động các ngành của BSC**.

(2) Nhiều nhóm ngành của Việt Nam đang rất hấp dẫn so với khu vực

Chúng tôi xét chỉ tiêu P/E của TTCK Đông Nam Á theo một số nhóm ngành chính, và nhận ra không chỉ Vnindex mà đa số các ngành đều đang được chiết khấu khá xa so với khu vực. Tiêu biểu như nhóm CNTT, Viễn thông, Dịch vụ tiện ích (điện, nước), xây dựng,... Trong đó, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm lạc quan nhất với CNTT, Vật liệu xây dựng, Cảng biển. CNTT và Viễn thông (BSC đã nhấn mạnh trong báo cáo triển vọng Ngành Q3) có PE lớn nhất tại TT Trung Quốc đồng thời được giao dịch với mức PE trung vị trong khu vực lần lượt là 15,21 và 21,14, mức khá cao so với PE của ngành này tại thị trường Việt Nam.

So sánh PE giữa Việt Nam và một số nước thuộc khu vực châu Á mới nổi							
Các chỉ tiêu	Vietnam	Trung vị PE của các nước còn lại	Thailand	Malaysia	Indonesia	Philippines	Trung Quốc (Shanghai; Shenzhen)
Dòng vốn ngoại trong 9T2015 (triệu USD)	163		(3,072)		(884)	(873)	(475,070)
PE 30 09 2015	8.35	16.47	16.47	12.97	13.01	17.08	49.20
Tài nguyên cơ bản	8.62	10.83	12.07	10.83	9.04	7.21	50.88
Hóa chất	6.10	15.82	15.25	15.82	10.89	24.40	47.55
Hàng hóa tiêu dùng	9.05	16.88	16.47	14.50	17.66	16.88	40.59
Dịch vụ tiêu dùng	10.59	20.68	27.53	14.64	16.46	20.68	43.05
Ngân hàng	12.71	10.07	8.83	10.07	12.92	12.48	6.37
Dịch vụ tài chính	11.07	12.57	10.34	9.95	12.57	24.37	16.81
Bảo hiểm	13.24	11.05	11.05	14.21	6.08	N/A	11.04
Bất động sản	11.16	13.03	13.03	8.22	10.39	18.39	30.37
Chăm sóc sức khỏe	8.08	30.88	31.08	24.44	15.94	30.88	49.95
Xây dựng & Vật liệu	7.82	16.17	20.05	10.78	13.92	16.17	39.33
Hàng hóa & Dịch vụ Công nghiệp	7.75	17.39	18.62	11.93	11.08	17.39	59.98
Dầu khí	7.01	12.82	15.53	10.02	5.17	12.82	58.44
Công nghệ	8.66	15.21	14.86	15.21	14.42	30.48	76.99
Viễn thông	10.23	21.14	18.24	21.14	35.42	20.56	101.69
Dịch vụ tiện ích	7.66	14.63	14.63	11.31	6.98	14.65	26.05

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

(3) Chu kỳ kinh doanh và kỳ vọng các hiệp định thương mại

KQKD sẽ ghi nhận tích cực trong Q4 do vào mùa hoạt động chính của năm. Quý 4 thường tạo tâm lý lạc quan cho NĐT khi là thời điểm ghi nhận KQKD chủ yếu trong năm của đa số các ngành, và thể hiện rõ nét với ngành **BDS, Xây dựng, VLXD (Xi măng, gạch), CNTT – Viễn thông và Cảng biển**. Do đó chúng tôi căn cứ trên các chỉ tiêu như KQKD Q4 tăng trưởng tốt, triển vọng ngành, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trung dài hạn và doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh để làm căn cứ lựa chọn cổ phiếu khuyến nghị.

“Việt Nam sẽ trở thành một trong những quốc gia mở nhất về hiệp định thương mại”. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng các Hiệp định đã ký kết chính thức như FTA Việt Nam – Hàn Quốc, FTA Việt Nam – Liên minh kinh tế Á Âu, triển vọng lạc quan từ FTA Việt Nam – EU và TPP sẽ dần phát huy tác động, góp phần đẩy mạnh nền kinh tế Việt Nam trong các năm tới. Chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng này sẽ dần bộc lộ rõ nét từ năm 2016 – 2017. Chúng tôi cho rằng Cảng biển là ngành sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ các Hiệp định thương mại này. Chúng tôi cũng lưu ý đến bên cạnh TPP, FTA Hàn Quốc, FTA EU; có 2 vấn đề ít được nhắc đến nhưng sẽ tác động mạnh đến Việt Nam trong thời gian tới gồm AEC và RCEP.

- **Cộng đồng Kinh tế Asean (AEC).** AEC là cộng đồng kinh tế ASEAN bao gồm chính thức 10 nước tham gia: Campuchia, Thái Lan, Brunei, Indonesia, Lào, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore và Việt Nam. Chính thức thành lập từ ngày 31/12/2015, thực hiện kể từ ngày 1/1/2016, AEC sẽ là một nền kinh tế cho phép tự do lưu chuyển hàng hóa, dịch vụ, vốn đầu tư...
- **Hiệp định đối tác kinh tế toàn diện RCEP ASEAN+6** (là FTA giữa ASEAN và Nhật Bản, Hàn Quốc, Australia, New Zealand, Ấn Độ, Trung Quốc) cũng được đặt mục tiêu kết thúc đàm phán vào cuối năm 2015. Chúng tôi cho rằng nếu Hiệp định được hoàn thành đàm phán cũng sẽ có tác động tích cực đến tâm lý NĐT do RCEP là khu vực kinh tế lớn, chiếm tới 47% dân số và 28% GDP của toàn cầu. Bên cạnh đó, các nước tham gia RCEP chiếm 40% tổng kim ngạch xuất khẩu và hơn 70% tổng kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam.

Cần nhắc các yếu tố vĩ mô, thị trường, các rủi ro bên ngoài và nội tại kinh tế Việt Nam theo chu kỳ, chúng tôi nhận định triển vọng ngành quý IV/2015 như sau:

- **Khả quan:** Tiếp tục nhận định khả quan với các ngành **Ngân hàng, Bảo hiểm, Bất động sản, Xây dựng, VLXD (xi măng, gạch), CNTT – Viễn thông, dệt may, điện và Cảng biển**. Trong đó xét theo nhóm vốn hóa lớn, **Bất động sản** được kỳ vọng sẽ tăng vai trò với TTCK đặc biệt từ năm 2016 như nhóm **Ngân hàng** trước đây. Xét theo sự hấp dẫn về các yếu tố cơ bản, **ngành cảng biển** và **CNTT** vẫn là lựa chọn số một của chúng tôi.
- **Trung lập:** Chúng tôi đánh giá những ngành sau vẫn đang đan xen tốt xấu và do vậy cơ hội đầu tư nếu có là rất chọn lọc trong nhóm cổ phiếu có cơ bản tốt, gồm có: **Săm lốp, nhựa, thép, thủy sản, dầu khí, đường và phân bón**. Chúng tôi cũng nhận thấy **Nhựa** (phân khúc nhựa xây dựng), **mía đường** và **Phân bón** đã khởi sắc hơn. Bên cạnh đó nhóm **săm lốp** đang cho thấy thách thức vẫn còn lớn và chúng tôi hạ triển vọng từ Khả quan xuống Trung lập.
- **Kém khả quan:** Chúng tôi khá lo ngại về việc các hiệp định FTA với các đối tác phát triển sẽ đặc biệt có tác động đến thị trường được Việt Nam, và hạ tỷ trọng của ngành **được phẩm** từ trung lập xuống kém khả quan. Bên cạnh đó **Vận tải biển** và **cao su tự nhiên** vẫn tiếp tục kém khả quan.

Chi tiết đánh giá Triển vọng các Ngành được trình bày trong mục IV.

Tóm tắt cập nhật Triển vọng Ngành Quý IV 2015

STT	Phân Ngành	Nhận định Quý IV 2015	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Diễn biến ngành trong 9T
1	Ngân hàng	Khả quan	VCB, BID, MBB, CTG, ACB	24.8%
2	Bất động sản	Khả quan	VIC, DXG, KBC, KDH	-5.3%
3	Xây dựng	Khả quan	LCG, HBC, CMS, HUT	0.8%
4	Xi măng	Khả quan	HT1, BCC, BTS	-5.2%
5	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG, ITD, HIG	53.0%
6	Cảng biển	Khả quan	VSC, HAH, GMD	20.6%
7	Bảo hiểm	Khả quan	PTI, BIC, PGI	39.8%
8	Dệt may	Khả quan	TCM, TNG, STK	21.7%
9	Điện	Khả quan	NT2, CHP, SJD, SHP	88.4%
10	Săm lốp	Trung lập	DRC, CSM	-15.3%
11	Nhựa	Trung lập	BMP, NTP	26.2%
12	Dược	Kém khả quan	TRA, IMP	-7.0%
13	Thép	Trung lập	NKG, HSG, HPG	-19.1%
14	Thủy sản	Trung lập	FMC, VHC	-12.0%
15	Dầu khí	Trung lập	PXS, PVS, CNG, PGS, PGD	-10.0%
16	Phân bón	Trung lập	DPM	-3.9%
17	Mía đường	Trung lập	LSS, SBT, NHS	15.0%
18	Vận tải biển	Kém khả quan		-33.6%
19	Cao su tự nhiên	Kém khả quan		-5.3%

Nguồn: BSC dự báo và ước tính

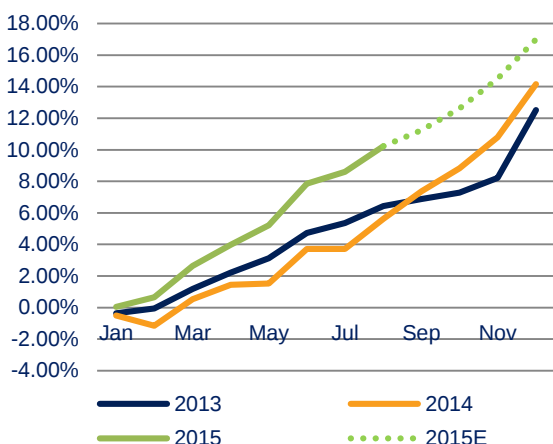
IV. TRIỂN VỌNG CÁC NGÀNH

TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

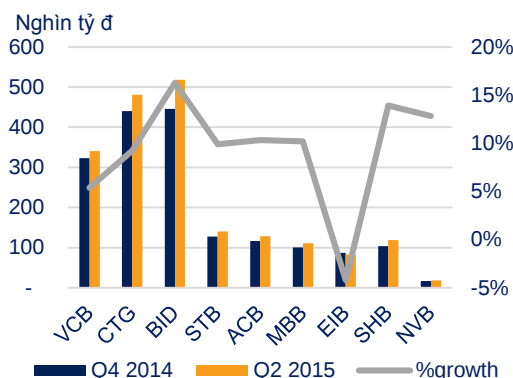
I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Tín dụng tăng trưởng tích cực, tăng 10,78%, tính đến ngày 21/09/2015, mức tăng cao nhất kể từ năm 2011. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng huy động vốn đã chậm lại, thấp hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng và đạt 8,9%.

Hình 1: Tăng trưởng tín dụng



Hình 2: Dư nợ cho vay và tăng trưởng dư nợ cho vay của các NH niêm yết Q2/2015



Nguồn: SBV, BCTC các NH niêm yết, BSC ước tính

Tỷ lệ nợ xấu tăng, phản ánh thực chất hơn chất lượng tín dụng của các TCTD. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo triển vọng ngành 2/2015 và quý 3/2015, tỷ lệ nợ xấu tăng trong 2 quý đầu năm, đạt 3,72% vào cuối tháng 6/2015 (cuối năm 2014 là 3,25%) do (1) tác động của quy định phân loại nợ thống nhất theo CIC, (2) kết hợp phân loại nợ theo phương pháp định tính và phương pháp định lượng; (3) chấm dứt việc cơ cấu lại nợ, giữ nguyên nhóm nợ từ 1/4/2015. Chúng tôi đánh giá, tỷ lệ nợ xấu hiện tại theo báo cáo của các TCTD đã trở về thực chất hơn, về gần với kết quả phân loại nợ theo giám sát của NHNN. Tỷ lệ nợ xấu cuối tháng 8/2015 giảm về còn 3,21%.

Bảng 1: Tỷ lệ nợ xấu của các TCTD

Tỷ lệ nợ xấu	Giám sát của NHNN	Báo cáo của các TCTD
12/2014	4.83%	3.25%
01/2015	4.55%	3.49%
02/2015	4.75%	3.59%

Bảng 2: Ước tính tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2015¹

Tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2015		Tốc độ tăng trưởng tín dụng				
		13%	14%	15%	16%	17%
Dư nợ gốc VAMC dự kiến mua	80,000	2.49%	2.47%	2.45%	2.43%	2.41%
	85,000	2.38%	2.36%	2.34%	2.32%	2.30%

¹ Ước tính dựa trên tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2014 theo giám sát của NHNN, chưa tính đến nợ xấu phát sinh mới theo giám sát của NHNN trong năm 2015.

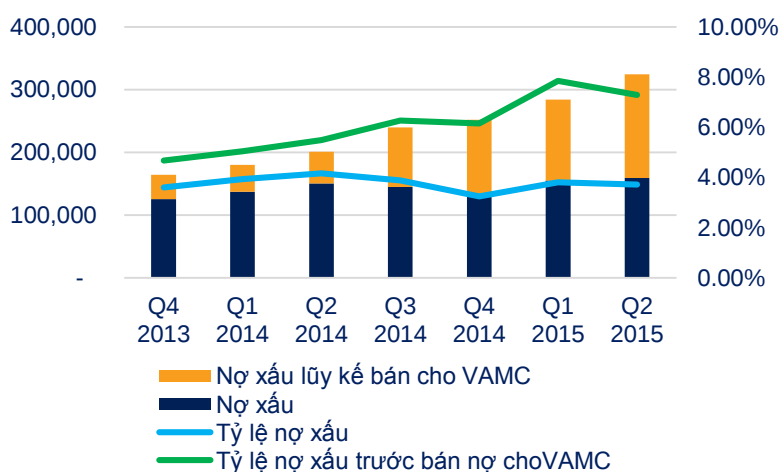
03/2015	3.81%	3.81%
06/2015	N/A	3.72%
08/2015	N/A	3.21%

trong năm 2015	90,000	2.27%	2.25%	2.23%	2.21%	2.19%
	95,000	2.16%	2.14%	2.12%	2.10%	2.08%
	100,000	2.05%	2.03%	2.01%	1.99%	1.98%

Nguồn: SBV, BSC ước tính

Đẩy mạnh bán nợ cho VAMC. Tính đến ngày 15/9/2015, các TCTD đã bán hơn 82 nghìn tỷ đồng nợ xấu cho VAMC, nâng tổng số nợ xấu lũy kế đã bán cho VAMC lên tới 205 nghìn tỷ đồng. 30/9/2015 là hạn chót các TCTD phải hoàn thành bán 100% số nợ xấu đã ấn định cho VAMC. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ đưa nợ xấu toàn hệ thống cuối năm 2015 về dưới mức mục tiêu 3% của NHNN. Tuy nhiên, điều này cũng sẽ làm tăng mạnh chi phí dự phòng rủi ro của các ngân hàng từ năm 2016. Một số ngân hàng có số dư nợ lũy kế bán cho VAMC lớn là BID (12 nghìn tỷ đồng), STB (6 nghìn tỷ đồng) và EIB (5 nghìn tỷ đồng).

Hình 3: Tỷ lệ nợ xấu trước và sau bán nợ cho VAMC



Nguồn: SBV, BSC tổng hợp

Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo tiếp tục tăng do (1) nợ xấu tăng; (2) trích lập dự phòng rủi ro trái phiếu đặc biệt bán cho VAMC. Trong đó, chúng tôi cho rằng, tốc độ tăng chi phí trích lập dự phòng rủi ro của VCB, MBB có thể sẽ thấp nhất trong số các NHTM niêm yết nhờ phân loại nợ chặt chẽ, tỷ lệ bao nợ xấu cao. Một số ngân hàng có thể tăng mạnh chi phí trích lập dự phòng trong thời gian tới là STB, EIB, SHB và NVB.

Kết quả kinh doanh 6T2015 phân hóa. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2015, tổng dư nợ tín dụng của 8 ngân hàng niêm yết tăng cao, đạt 1.923 nghìn tỷ đồng, (tăng 10,11% so với đầu năm 2015). Các ngân hàng đẩy mạnh trích lập dự phòng, tổng chi phí trích lập dự phòng đạt 12.237 tỷ đồng (+31,54% yoy). Tổng LNST của 8 ngân hàng niêm yết đạt 11.965 tỷ đồng (+8,32% yoy). Một số ngân hàng có kết quả kinh doanh tăng mạnh so với cùng kỳ là BID (+28,66% yoy), VCB (+10,33% yoy) và MBB (+8,05% yoy). Trong khi đó, một số ngân hàng có kết quả kinh doanh suy giảm là EIB (-14,16% yoy), STB (-7,12% yoy), SHB (-5,63% yoy) và ACB (-0,47% yoy), chủ yếu do chi phí trích lập dự phòng cao.

Bảng 3: KQKD quý 2/2015 của các NHTM CP niêm yết

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB
Quy mô								
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	45,657	54,595	35,232	17,766	12,342	18,959	10,480	14,487
Tổng tài sản (tỷ đồng)	576.530	685.747	724.762	200.489	189.496	210.777	177.392	130.159
Tăng trưởng (so với đầu năm)								
Tăng trưởng tài sản	-0.08%	3.72%	11.44%	5.63%	5.50%	5.13%	10.12%	-23.00%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	5.38%	9.25%	16.28%	10.22%	10.34%	9.91%	13.94%	-4.21%
Tăng trưởng huy động vốn	5.34%	4.84%	14.56%	-2.04%	3.62%	10.75%	42.08%	-23.04%
Hiệu quả kinh doanh								
LN trước trích lập DP	6.497	6.415	6.715	3.016	1.222	2.223	727	733
% yoy	23.65%	14.75%	20.40%	14.14%	0.86%	15.24%	12.12%	-14.67%
Chi phí DPRR TD	3.346	2.536	3.565	1.188	491	698	247	166
LNST (tỷ đồng)	2.453	3.027	2.485	1.429	571	1.180	379	442
% yoy	10.33%	0.29%	28.66%	8.05%	-0.47%	-7.12%	-5.63%	-14.16%
NIM	2.60%	3.14%	2.81%	3.80%	3.05%	4.08%	2.28%	2.34%
EPS (đồng/cp)	2.076	1.536	1.907	2.170	1.050	1.857	830	(14)
ROA	0.89%	0.89%	0.85%	1.30%	0.52%	1.09%	0.50%	-0.01%
ROE	10.69%	10.62%	16.11%	15.62%	7.71%	11.77%	7.37%	-0.12%
An toàn vốn								
VCSH/TTS	7.95%	7.96%	4.90%	8.55%	6.51%	8.99%	6.11%	11.13%
Chất lượng tài sản								
Tỷ lệ nợ xấu	2.48%	1.45%	2.80%	2.04%	1.69%	1.21%	2.48%	2.09%
Tỷ lệ cho vay/TTS	59.10%	70.08%	71.51%	70.18%	67.73%	52.59%	47.06%	91.12%

Nguồn: BCTC các NH niêm yết

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành ngân hàng, đây vẫn là ngành sẽ ảnh hưởng lớn nhất đến Vnindex. Tăng trưởng tín dụng được dự báo tiếp tục khả quan nhờ (1) kinh tế hồi phục, (2) lãi suất cho vay thấp, (3) nới trần sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn từ 30% lên 60%. Thêm vào đó với việc các NHTM đẩy mạnh trích lập và bán nợ xấu, tỷ lệ nợ xấu cuối năm có thể đạt mục tiêu dưới 3%.

Chúng tôi cũng lưu ý, việc sáp nhập PNB (nợ xấu cao và không rõ ràng) vào STB sẽ làm tăng mạnh chi phí trích lập dự phòng và kéo giảm chỉ tiêu sinh lời của STB. Ngoài ra, sự kiện BID dự kiến niêm yết hơn 300 triệu cổ phiếu chuyển đổi với MHB và niêm yết 270 triệu cổ phiếu phát hành cho cổ đông hiện hữu vào khoảng đầu tháng 11; CTG sáp nhập PGbank có thể sẽ tác động tiêu cực đến diễn biến giá các cổ phiếu này trong ngắn hạn. MBB phát hành riêng lẻ thành công 406 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư trong nước sẽ làm hở room nước ngoài hơn 40 triệu cổ phiếu từ 08/10/2015.

Xét về nhóm cổ phiếu thì bên cạnh Top 3 NHTM đã tăng mạnh so với đầu năm gồm VCB, BID, CTG, chúng tôi cho rằng cần lưu ý thêm nhóm top các NHTMCP lớn đang niêm yết còn lại như ACB, MBB,...

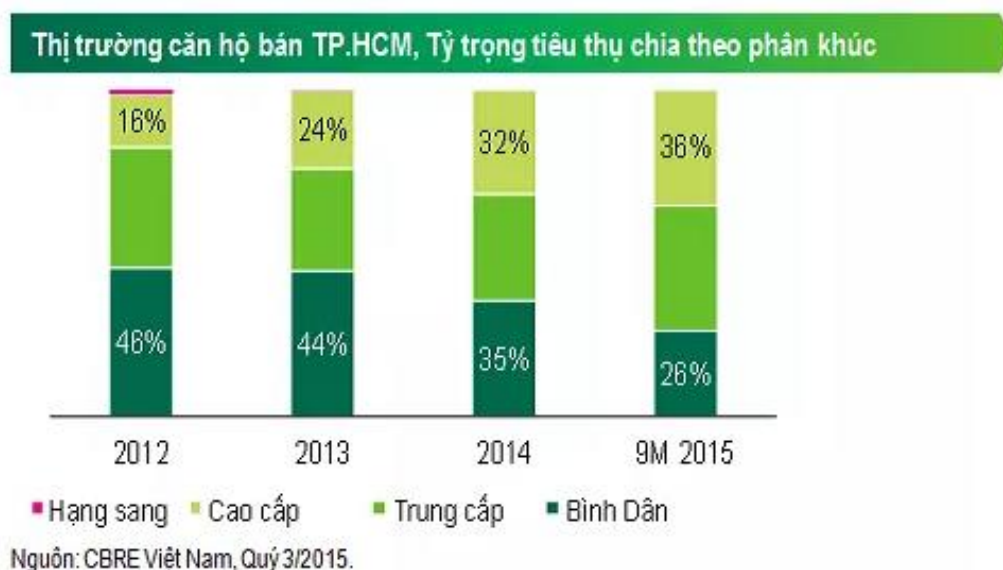
Mã	LNST 2014 (tỷ đ)	LNST 2015F (tỷ đ)	EPS 2015F	P/E FW	P/B FW	Giá ngày 31.12.2014	Giá ngày 30.09.2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
VCB*	5,876	4.664	1.750	24.51	2.51	31,200	42,900	37.5%	50.000
BID*	4,948	5,724	2,036	11.64	2.13	11,500	23,700	106.09%	24.900
CTG*	5,712	5,690	1,528	12.83	1.534	13,100	19,600	49.62%	22.200
MBB*	2,476	2,554	2,070	7.24	1.01	12,300	15,000	21.95%	16,600
ACB*	952	1,014	1,131	17.15	1.41	14,800	19,400	31.08%	22,600

Nguồn: BSC dự báo, () là những mã có giá điều chỉnh*

TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

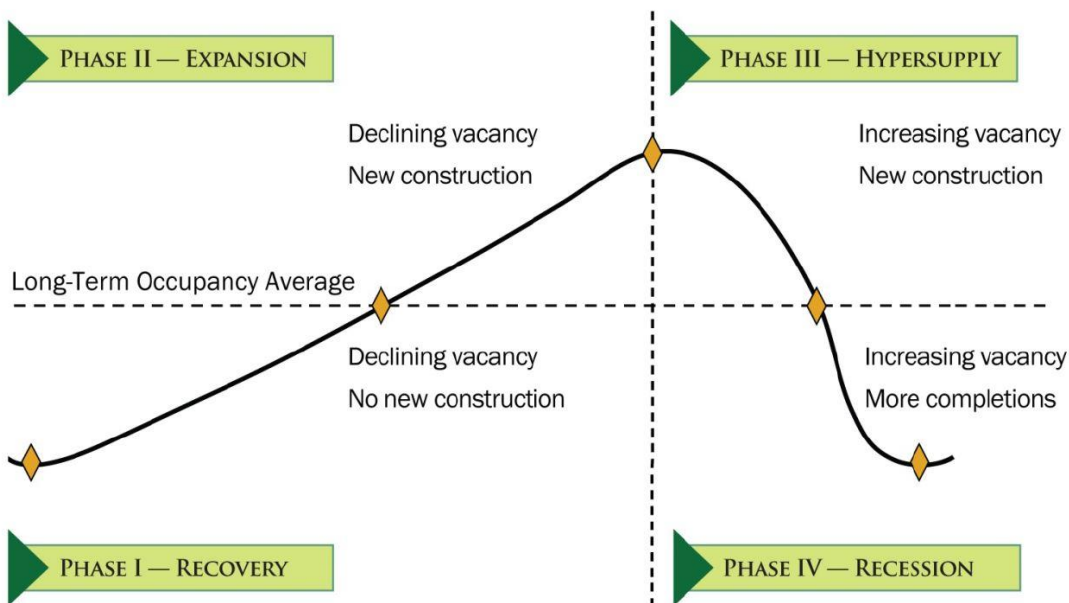
Thị trường bất động sản tiếp tục diễn biến tích cực trong Q3: (1) Tại Hà Nội, có khoảng 6.880 căn hộ đã bán (+154% yoy) trong khi đó tại Tp. HCM là 7.682 căn (+88% yoy), tăng trưởng chủ yếu tập trung vào phân khúc trung cấp và cao cấp; (2) Giá bán ổn định tại tất cả các phân khúc.



Nguồn: CBRE

Dấu hiệu bong bóng thị trường chưa xuất hiện, thị trường chủ yếu đang hấp thụ lại lượng tồn kho của các năm trước: Chu kỳ của thị trường bất động sản thường trải qua 4 giai đoạn: Phục Hồi (Không có xây dựng mới, tỷ lệ tiêu thụ thấp), Mở rộng (Tỷ lệ tiêu thụ tăng nhanh, giá bắt đầu tăng, các dự án mới được triển khai xây dựng), Nguồn cung tăng mạnh (giá tiếp tục tăng nhưng tốc độ giảm dần), Suy thoái (Cạnh tranh gay gắt hơn, tốc độ bán hàng chậm, giá bán bắt đầu giảm nhanh). Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản Việt Nam đang ở giai đoạn 2 (mở rộng), mặc dù lượng căn hộ bán ra tăng mạnh nhưng phần lớn đây là lượng hàng tồn kho của các doanh nghiệp trong các năm trước, giá bán chỉ tăng nhẹ từ 3%-5% tại 1 số dự án. Do quá trình xây dựng các dự án mới thường kéo dài trung bình từ 2-5 năm nên sự ổn định của thị trường dự báo sẽ tiếp tục diễn ra trong thời gian tới. Bên cạnh đó các tín hiệu chính cho bong bóng diễn ra vẫn chưa xuất hiện (Hàng tồn kho tăng mạnh, tốc độ bán hàng giảm nhanh, lãi suất tăng).

Market Cycle Quadrants



Source: Mueller, *Real Estate Finance*, 1995.

Dòng vốn ngoại đang có xu hướng tập trung vào các dự án bất động sản ở Tp. Hồ Chí Minh với các dự án lớn tại khu vực Thủ Thiêm như Khu phức hợp thành phố Đế Vương (1,2 tỷ USD), Thủ Thiêm Smart Complex. Bên cạnh việc đầu tư trực tiếp, các DNNN cũng tăng cường việc góp vốn vào các doanh nghiệp bất động sản như: Creed Group đầu tư 200 triệu USD vào An Gia, Gamuda land đầu tư 64 triệu USD vào Sacomreal.

Nghị định, thông tư hướng dẫn thi hành về việc mua và sở hữu bất động sản cho người nước ngoài vẫn đang trong giai đoạn triển khai. Chúng tôi cho rằng khi có các hướng dẫn cụ thể, ảnh hưởng lên thị trường bất động sản cũng không quá lớn và chỉ tập trung ở phân khúc cao cấp và bất động sản nghỉ dưỡng. Các dự án ở khu vực trung tâm, có mức sinh lợi tốt (8%-10%/năm) cũng sẽ thu hút nhu cầu mua và cho thuê do hiện tại mức sinh lợi ở bất động sản Việt Nam đang cao hơn một số nước trong khu vực như Hàn Quốc, Nhật Bản, Singapore,...

KQKD 6 tháng khả quan tại các doanh nghiệp bất động sản ở cả 2 khu vực Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Đối với VIC, KQKD sụt giảm chỉ mang tính chất tạm thời do độ trễ trong việc ghi nhận doanh thu-lợi nhuận khi điểm rơi các dự án trọng điểm sẽ vào năm 2016. Tốc độ bán hàng tại các dự án lớn của VIC như Vinhomes Central Park, TimesCity – Park Hill vẫn diễn ra rất tốt, lũy kế 7 tháng doanh số bán hàng đạt khoảng 40.000 tỷ và dự báo có thể đạt 60.000 tỷ trong cả năm (cao hơn đáng kể so với kế hoạch 45.000 tỷ đề ra đầu năm). Theo dõi khoản mục người mua trả tiền trước (khách hàng ứng trước tiền mua bất động sản nhưng doanh nghiệp chưa ghi nhận doanh thu do chưa bàn giao nhà), có thể thấy các dự án bất động sản tiếp tục thu hút được dòng tiền của người mua và KQKD 2016 dự báo sẽ tăng trưởng tốt khi các doanh nghiệp bàn giao nhà và ghi nhận doanh thu.

Mã	DT 6T/2015 (tỷ đồng)	LN 6T/2015 (tỷ đồng)	DT 6T 2014 (tỷ)	LN 6 T 2014 (tỷ)	% Tăng (giảm) DT	% Tăng (giảm) LN
VIC	12433	717.2	13869	1934	-10%	-63%
DXG	383.9	202.4	210.3	66.9	83%	203%
KDH	481.9	101.5	86	40.5	460%	151%
CEO	299.2	65.5	100.8	14.1	197%	365%
SJS	205.6	39.6	46.7	17.9	340%	121%

Nguồn: BSC tổng hợp

Người mua trả tiền trước (tỷ đồng)			
	6T/2015	6T/2014	% Tăng (giảm)
VIC	6349	3299	92%
DXG	617.1	234.2	163%
KDH	186.9	77.8	140%
CEO	33.9	0.11	30718%
SJS	128.7	65.7	96%

Nguồn: BSC tổng hợp

Triển vọng Q4: Tốc độ bán hàng dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng khả quan nhờ sự tăng trưởng của tín dụng bất động sản. Bên cạnh đó, trong bối cảnh tỷ giá tăng mạnh và tình hình kinh tế thế giới biến động, các nhà đầu tư sẽ có xu hướng tìm đến các tài sản an toàn như bất động sản.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành bất động sản, bảo lưu quan điểm cho rằng đây sẽ tiếp tục là ngành có khả năng dẫn dắt VNindex cùng với ngành Ngân hàng. Với việc giao dịch bất động sản tăng mạnh trong 9 tháng cùng với độ trễ trong việc ghi nhận doanh thu, KQKD của nhiều doanh nghiệp bất động sản sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2016. Bên cạnh đó, xét về góc độ chu kỳ thị trường bất động sản, đây là thời điểm tốt để đầu tư vào các doanh nghiệp bất động sản do thị trường vẫn đang ở giai đoạn đầu của sự tăng trưởng, việc tiêu thụ sản phẩm sẽ tiếp tục thuận lợi trong 2-3 năm tới trước khi 1 lượng cung mới được tăng thêm và áp lực cạnh tranh trở nên lớn hơn. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với KBC tiếp tục duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với các mã: **VIC, KDH** và lưu ý thêm một số cổ phiếu dự báo sẽ có KQKD khả quan như: **CEO, UNI, ITC, BCI**.

Mã CK	DT 2014	LN 2014	DT 2015	LN 2015	EPS 2015	P/E F	P/B F	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/Giảm	Giá mục tiêu
VIC*	27,727	3776	35,671	4649	3,196	14	5.42	37,900	41,700	10.03%	53,000
DXG*	523	168	716	258	2,562	6.5	2.43	14,000	17,800	27.14%	17,000
KBC	1,069	326	2,182	615	1,293	12.92	1.13	15,900	12,600	-20.75%	N/A
KDH	631	102	1,252	202	1,600	14.06	1.22	20,200	21,600	6.93%	25,100
UNI	26.58	0.92	86.91	18.92	1,334	8.62	0.97	7,900	11,500	45.57%	14,488

Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH XÂY DỰNG

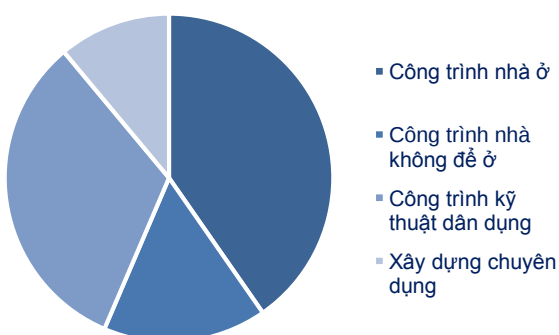
I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Ngành Xây dựng vẫn diễn biến khả quan như nhận định của chúng tôi trong báo cáo Triển vọng Ngành 2015 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của ngành BĐS. Trong Q3 2015, một số vấn đề đáng lưu ý của ngành Xây dựng bao gồm: **(1)** Giá trị sản xuất xây dựng tiếp tục tăng trưởng tốt, **(2)** NĐ 59/2015/NĐ-CP chính thức có hiệu lực và **(3)** Ngân hàng nhà nước tăng cường kiểm soát rủi ro trong hoạt động cấp tín dụng đối với các dự án BOT, BT giao thông.

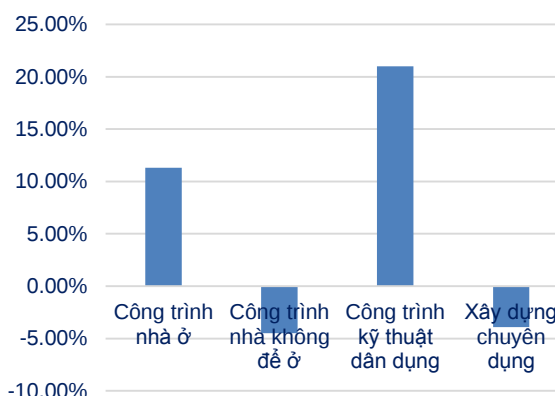
Giá trị sản xuất xây dựng có mức tăng trưởng mạnh. Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, giá trị sản xuất xây dựng 9T ước đạt 660,9 nghìn tỷ đồng (theo giá hiện hành) và đạt 524,4 nghìn tỷ đồng (theo giá so sánh 2010) tăng 9,3% so với cùng kỳ 2014. Chúng tôi đánh giá đây là mức tăng mạnh khi so sánh với mức tăng của 6T chỉ có 6,8% và tăng trưởng GDP trong 9T2015 là 6,5%. Đóng góp chủ yếu cho sự tăng trưởng trong 9T đến từ các công trình nhà ở (+11,3%yoy) và công trình kỹ thuật dân dụng (+21%yoy).

Vốn đầu tư toàn xã hội trong 9T2015 theo giá hiện hành ước đạt 909,5 nghìn tỷ đồng (+8,5%yoy), bằng 31,9% GDP. Trong đó nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng tới 10,1%, đạt 209 nghìn tỷ đồng.

Giá trị sản xuất xây dựng 9T2015



Tăng trưởng so với cùng kỳ 2014 (theo giá so sánh 2010)



Nguồn: GSO, BSC tổng hợp

Nghị định 59/2015/NĐ-CP có hiệu lực từ 05/08/2015 góp phần siết chặt công tác quản lý dự án đầu tư xây dựng. Nghị định giải quyết 02 vấn đề chính là **(1)** Nâng cao trách nhiệm và quyền hạn của cơ quan quản lý Nhà nước như quản lý chặt chẽ các dự án sử dụng vốn ngân sách Nhà nước, ngoài ra, đa phần các dự án sẽ được Nhà nước quản lý về chủ trương đầu tư, quy mô, chi phí, an toàn cộng đồng, an ninh quốc phòng,... **(2)** Siết chặt trình tự đầu tư xây dựng từ công tác lập báo cáo nghiên cứu, thẩm định phê duyệt đến quyết toán hợp đồng, bảo hành công trình xây dựng. Chúng tôi cho rằng những quy định này sẽ góp phần tăng cường công tác quản lý vốn của nhà nước, hạn chế lãng phí, đồng thời đảm bảo chất lượng, tiến độ của các dự án đầu tư.

Việc ban hành chỉ thị số 05/CT-NHNN có thể sẽ làm giảm giá trị xây dựng của ngành Giao thông. Thời gian qua, các dự án hạ tầng giao thông đang được đẩy mạnh, trong đó phần lớn nguồn vốn được tài

trợ bởi ngân hàng thương mại trong nước. Do xu hướng này đang gia tăng cùng với đặc thù dự án có thời gian thu hồi vốn kéo dài, NHNN đã ra chỉ thị 05/CT-NHNN nhằm quản lý chặt chẽ việc cho vay các dự án hạ tầng giao thông. Việc ban hành quy định mới này sẽ giúp hạn chế rủi ro cho hệ thống tài chính và toàn bộ nền kinh tế nhưng sẽ làm giảm giá trị xây dựng hạ tầng giao thông trong thời gian tới.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đã duy trì nhận định **Khả quan** với ngành Xây dựng trong Q4/2015 do triển vọng tăng trưởng khi bước vào mùa xây dựng. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **Mua trung và dài hạn** với LCG, HBC.

Bổ sung thêm khuyến nghị Mua với CMS, chúng tôi cho rằng 2015 là điểm rơi các dự án đang thực hiện trong nước, đồng thời là điểm khởi đầu cho các hợp đồng lớn tại cả Việt Nam và nước ngoài của CMS. Bên cạnh đó, CMS đã liên danh cùng S55 đấu thầu gói thầu thi công dự án thủy điện Đa Nhim mở rộng với giá trị khoảng 600 tỷ đồng, dự kiến tháng 10/2015 sẽ có kết quả, nếu trúng thầu sẽ khởi công vào tháng 12/2015.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F2015	P/B F2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
LCG	1,266	(12)	1,467	45	593	11.47	0.52	8,500	6,800	-20.0%	11,400
HBC*	3,518	69	5,300	180	2,414	7.04	1.16	10,700	17,000	58.88%	21,401
CMS*	391	16	435	28	1,615	6.32	0.82	10,100	10,200	0.99%	13,793
HUT*	2,762	259	2,316	145	1,129	9.65	0.97	12,700	10,900	-14.2%	

Nguồn: BSC dự báo, () là những mã có giá điều chỉnh*

TRIỂN VỌNG NGÀNH XI MĂNG

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Trong 9 tháng 2015, Sản xuất và tiêu thụ xi măng diễn biến Tích cực nhờ sự phục hồi của ngành Bất Động Sản và Xây dựng. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh Q3 của các doanh nghiệp có vay nợ ngoại tệ sẽ bị ảnh hưởng tương đối lớn do diễn biến bất lợi của tỷ giá trong tháng 8.

Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt, tuy nhiên thị trường xuất khẩu đang bị đe dọa bởi Trung Quốc.

Theo Vụ Vật liệu Xây dựng, sản lượng tiêu thụ Xi măng clinker trong 8T2015 đạt 46,92 triệu tấn, trong đó, tiêu thụ trong nước là 36,02 triệu tấn (+9,65%yoy) và xuất khẩu là 10,90 triệu tấn (+12,60%yoy). Tăng trưởng tiêu thụ trong nước đến từ sự phục hồi mạnh mẽ của ngành Bất động sản với số lượng giao dịch BĐS thành công trong 8T2015 là 25.250 giao dịch tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh trong khi con số của cả năm 2014 là 21.800 giao dịch.

Đối với thị trường xuất khẩu, tăng trưởng trong 8T2015 được đóng góp chủ yếu bởi sản lượng xuất khẩu trong tháng 8 với 1,25 triệu tấn (tăng 27% yoy). Từ đầu năm 2015 đến nay, thị trường xuất khẩu đang bị cạnh tranh gay gắt bởi Trung Quốc do cầu nội địa Trung Quốc đang có xu hướng giảm trong khi Trung Quốc là nước có năng lực sản xuất xi măng lớn nhất Thế giới (2,5 tỷ tấn / năm). Bên cạnh đó, cầu xi măng tại Bangladesh (thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam) đang thu hẹp cũng làm chững lại tốc độ tăng trưởng của xi măng xuất khẩu.

KQKD Q3 của các doanh nghiệp có vay nợ ngoại tệ sẽ chịu ảnh hưởng do biến động tỷ giá bất lợi.

Chúng tôi ước tính chi phí tài chính của các doanh nghiệp HT1, BCC và BTS sẽ tăng lên đáng kể do phải chịu lỗ chênh lệch tỷ giá trong Q3. Ước tính lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện của HT1, BCC và BTS trong Q3 lần lượt khoảng 87 tỷ đồng, 50,3 tỷ đồng và 45 tỷ đồng (tạm ước tính theo tỷ giá bán của VCB ngày 30/06/2015 và 29/09/2015).

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi vẫn tiếp tục nhận định **KHẢ QUAN** với ngành Xi măng trong Q4 2015 do đây là thời điểm bước vào mùa Xây dựng, doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp VLXD sẽ được cải thiện, ngoài ra chúng tôi cho rằng tỷ giá VND/EUR sẽ không tăng quá mốc 31/12/2014 do đó các doanh nghiệp xi măng sẽ tránh được lỗ tỷ giá. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **Mua trung và dài hạn** với HT1, BCC và BTS. Cụ thể:

(1) HT1: Sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa tăng mạnh, theo số liệu của HHXM, tính đến ngày 18/09/2015, tiêu thụ xi măng của HT1 đạt 3,74 triệu tấn (+21,50%yoy). Nếu tình hình thuận lợi, HT1 ước tính sản lượng tiêu thụ cả năm có thể vượt 5 triệu tấn (ở điều kiện bình thường, năng lực nghiền xi măng của HT1 khoảng 6,5 triệu tấn). Ước tính EPS 2015 (chỉ tính hoạt động cốt lõi) có thể đạt 1.636 đồng sau khi đã trừ đi quỹ khen thưởng phúc lợi giả định.

(2) BCC: Tiêu thụ 9T2015 ước đạt 2.76 triệu tấn xi măng và 311 nghìn tấn clinker, tổng cộng tăng ~3-4%yoy. Chúng tôi ước tính EPS 2015 (chỉ tính hoạt động cốt lõi) có thể đạt 1.989 đồng sau khi đã trừ đi quỹ khen thưởng phúc lợi giả định.

(3) BTS: theo số liệu HHXM, sản lượng tiêu thụ tính đến 18/09/2015 của BTS đạt 1,74 triệu tấn (+18%yoy). Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt do BTS đẩy mạnh tiêu thụ xi măng rời thời gian qua. Ước tính EPS 2015 (chỉ tính hoạt động cốt lõi) có thể đạt 1.259 đồng sau khi đã trừ đi quỹ khen thưởng phúc lợi giả định.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/06/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
BCC*	4,336	162	4,700	238	1,989	6.54	0.73	14,700	13,000	-11.6%	20,254
HT1	6,758	309	7,363	650	1,636	13.45	1.61	17,400	22,000	26.44%	24,939
BTS	2,930	122	2,901	171	1,259	7.07	0.81	7,600	8,900	17.11%	10,665

Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH CÔNG NGHỆ

I. THỰC TRẠNG

Mức độ thâm nhập Internet tại Việt Nam đang ở mức trung bình trong khu vực Asean và còn nhiều tiềm năng phát triển. Theo báo cáo 2015 của We are social, tính đến tháng 3 2015, số người sử dụng Internet tại Việt Nam khoảng 41 triệu người (+13% so với tháng 1/2014), tương ứng mức độ thâm nhập 45%. Đây là mức trung bình so với khu vực Đông Nam Á (44%) và cao hơn so với trung bình toàn cầu (42%). So sánh với các nước trong khu vực, Việt Nam có dân số đứng thứ 3 chỉ sau Indonesia và Philippines, trong khi mức độ thâm nhập Internet đang thấp hơn nhiều so với Thái Lan, Singapore, Malaysia và Brunei – những nước có tỷ lệ đô thị hóa cao hơn Việt Nam (tỷ lệ đô thị hóa trung bình ở nhóm các nước này là ~ 71%).

Theo đánh giá của WB, Việt Nam là một trong những nước có tốc độ đô thị hóa cao nhất Đông Nam Á, tỷ lệ đô thị hóa tăng từ mức 19% (1986) lên gần 34% (2013). Dự kiến đến năm 2020 tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam sẽ đạt 45%. Do đó chúng tôi cho rằng Việt Nam còn nhiều tiềm năng để khai thác và phát triển Internet đồng thời cũng là cơ hội để đẩy mạnh ngành CNTT – Viễn thông trong các năm tới.

Đơn vị tính: triệu	Tổng dân số	Số người sử dụng Internet (1)	Mức độ thâm nhập	Tăng trưởng so với T01 2014	Số người sử dụng mạng xã hội (2)	Mức độ thâm nhập	Tăng trưởng so với T01 2014	Số thuê bao di động (3)	Mức độ thâm nhập	Tăng trưởng so với T01 2014	Xếp hạng ATTT mạng châu Á TBD
Việt Nam	90.7	41	45%	13%	30	33%	50%	128.3	141%	-4%	10
Thái Lan	64.9	35	54%	47%	34	52%	42%	97	149%	15%	7
Indonesia	255.5	72.70	28%	0%	74	29%	19%	308.2	121%	9%	5
Singapore	5.47	4.45	81%	12%	5	91%	56%	8.3	152%	3%	4
Malaysia	30.51	20.14	66%	5%	17	56%	9%	41.8	137%	1%	8
Philippines	101.1	44.2	44%	18%	42	42%	24%	114.6	113%	7%	9
Brunei	0.393	0.319	81%	29%	0.26	66%	0%	0.495	126%	5%	8
Campuchia	15.41	3.8	25%	414%	2.4	16%	100%	24.2	157%	27%	15
Lào	6.8	0.85	13%	20%	0.68	10%	62%	7	103%	8%	17
Myanmar	51.42	2.6	5%	346%	3.8	7%	206%	13.3	26%	144%	8
Trung vị khu vực ASEAN			44%	19%		37%	46%		131%	8%	

Nguồn: Báo cáo 2015 của We are social, ITU report

Chính sách thuế ưu đãi cho doanh nghiệp CNTT có thể được xem xét trong thời gian tới. Hiện tại chính sách ưu đãi thuế cho doanh nghiệp CNTT đang thấp hơn chính sách ưu đãi trong giai đoạn 2001 – 2008 do áp dụng Luật thuế thu nhập doanh nghiệp, Luật thuế thu nhập cá nhân hiện hành. Ủy ban quốc gia về Ứng dụng CNTT đang xem xét đề xuất những điểm cần điều chỉnh liên quan đến ưu đãi thuế cho doanh nghiệp cũng như người làm CNTT trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng nếu mức thuế ưu đãi được tăng lên sẽ góp phần đáng kể trong việc cải thiện KQKD của các doanh nghiệp trong ngành.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì nhận định **KHẢ QUAN** với ngành Công nghệ thông tin – Viễn thông trong Q4 2015 do:

- (1) Các doanh nghiệp trong nước đặc biệt là khối tài chính đang tích cực đầu tư cho phát triển công nghệ, đối với cơ quan nhà nước, chính phủ cũng cho phép được thuê ngoài dịch vụ CNTT; qua đó trước hết sẽ tạo động lực tăng trưởng cho lĩnh vực Tích hợp hệ thống (Intergrated System).
- (2) Lĩnh vực Xuất khẩu phần mềm đang được đẩy mạnh với các khách hàng là Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc (FPT, CMG)
- (3) Tiềm năng tăng trưởng lớn ở mảng Telecom với việc chuẩn bị đưa tuyến trực quốc tế APG vào hoạt động (2016 – FPT, CMG) và triển khai xây dựng tuyến trực truyền trong nước (CMG).
- (4) Phần lớn doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp CNTT – Viễn thông sẽ được ghi nhận trong Q4/2015 và Q1/2016 (với những doanh nghiệp có năm tài chính kết thúc 31/03 như CMG, ITD).

Khuyến nghị Mua Trung và Dài hạn với cổ phiếu FPT, CMG, ITD và Theo dõi cổ phiếu HIG.

- (1) **FPT**: Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt với DTT 8T2015 đạt 25.977 tỷ đồng (+24%yoy), LNST đạt 1.483 tỷ đồng (+10%yoy), tuy nhiên tốc độ tăng trưởng DT và LN giảm tương đối so với những tháng đầu năm. Chúng tôi ước tính EPS 2015 của FPT đạt khoảng 4.659 đồng/cp.
- (2) **CMG**: LNTT 6T năm tài chính 2015 của CMG dự kiến đạt 52 – 54 tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với dự kiến (cùng kỳ năm trước là 46.19 tỷ đồng). Do đặc thù ngành thường 6 tháng đầu năm doanh nghiệp chỉ hoàn thành 30 – 40% kế hoạch cả năm, LN sẽ chủ yếu được ghi nhận vào cuối năm.
- (3) **ITD**: Công ty chiếm 80% thị phần lĩnh vực cung cấp giải pháp thu phí một dừng. Hiện ITD đang tham gia cung cấp giải pháp thu phí cho cao tốc Hà Nội – Hải Phòng. Chúng tôi ước tính EPS 2015 của ITD đạt khoảng 1.795 đồng.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
FPT*	32,645	2,079	39,600	2,359	4,659	9.55	2.05	40,100	44,500	10.97%	56,186
CMG	3,265	118	3,093	155	1,800	7.89	1.19	8,900	14,200	59.55%	15,668
ITD*	448	20	540	33	1,795	8.86	1.05	8,100	15,900	96.30%	17,357
HIG*	503	5	575	11	506	11.06	0.32	4,000	5,600	40.00%	

Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG BIỂN

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Sản lượng thông qua hệ thống cảng biển tiếp tục khả quan với 204 triệu tấn hàng trong 6 tháng đầu năm (+10,3% yoy) với động lực chính là từ hoạt động xuất nhập khẩu khối doanh nghiệp FDI khi tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 100,7 tỷ USD (+22% yoy).

Quá trình thoái vốn của Vinalines có thể được đẩy mạnh khi với Phương án Tổng thể hệ thống cảng biển được đề xuất mới nhất thì Vinalines có thể thoái hết vốn (CTCP Đầu tư cảng Cái Lán, CTCP Cảng Khuyến Lương, CTCP Cảng Năm Căn,...) hoặc giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới mức chi phối (Vinalines sẽ thoái vốn còn 20% tại Cảng Hải Phòng và Cảng Sài Gòn)- điều này sẽ hấp dẫn nhà đầu tư nhân và đẩy nhanh quá trình thoái vốn.

Cơ sở hạ tầng đang được đầu tư hoàn thiện với việc xây dựng cao tốc Hải Phòng-Hà Nội thì các xe có thể chạy thẳng đến các cảng của khu vực Hải Phòng, thời gian di chuyển giảm ½.

KQKD tăng trưởng tốt: đặc biệt là các cổ phiếu ở khu vực ở Hải Phòng như VSC, HAH, DVP.

Mã	DT 6T/2015 (tỷ đồng)	LN 6T/2015 (tỷ)	DT 6T 2014 (tỷ)	LN 6 T 2014 (tỷ)	% Tăng (giảm) DT	% Tăng (giảm) LN
VSC	452.4	135.7	437	112.7	4%	20%
HAH	246.8	71.2	159.3	54.6	55%	30%
DVP	322.5	132.3	254.6	106.1	27%	25%
DXP	94.3	24.1	85.6	21.2	10%	14%
PDN	154.6	26.1	120.9	25.7	28%	2%
CLL	126.2	35.5	108.9	38.9	16%	-9%

Nguồn: BSC tổng hợp

Về triển vọng Q4: Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp cảng sẽ tiếp tục duy trì KQKD khả quan trong Q4 khi bước vào mùa xuất nhập khẩu, sản lượng ra vào các cảng thường cao hơn so với các tháng khác trong năm.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với cổ phiếu ngành cảng biển và cho rằng đây sẽ là nhóm cổ phiếu hấp dẫn để đầu tư: (1) Triển vọng tăng trưởng khả quan nhờ việc ký kết các hiệp định FTA, thu hút FDI, sự phục hồi của nền kinh tế; (2) Mặc dù KQKD khả quan nhưng các cổ phiếu cảng biển vẫn đang bị định giá thấp với P/E trung bình hiện tại ~ 7.4 - đây là mức định giá tương đối thấp so với mặt bằng chung của thị trường (P/E ~ 10.1). Trong điều kiện thị trường biến động mạnh và tình hình thế giới bất ổn, cơ hội tìm kiếm lợi nhuận không nhiều, dòng tiền của nhà đầu tư sẽ hướng đến các cổ phiếu có tính ổn định cao, cổ tức đều đặn như các cổ phiếu cảng biển- điều này có thể khiến định giá của thị trường cho các cổ phiếu có thể tăng lên 1 nền tảng mới tương đương với mức bình quân chung của thị trường hoặc cổ phiếu cùng ngành trong khu vực. Rủi ro hiện tại là sự tăng trưởng chậm của Trung Quốc cũng như Châu Âu có thể sẽ làm giảm lượng hàng hóa xuất nhập khẩu qua cảng.

Nhóm các cổ phiếu được chúng tôi khuyến nghị trong [Báo cáo ngành cảng biển](#) đều đã có mức tăng giá tốt như: VSC (+33%), HAH (+15,6%), GMD (+10,7%). Chúng tôi duy trì khuyến nghị khả quan với 3 cổ phiếu: **VSC, HAH, GMD**.

Chúng tôi sẽ cập nhật giá mục tiêu trong các BCPT doanh nghiệp sắp tới.

Mã CK	DT 2014	LN 2014	DT 2015	LN 2015	EPS 2015	P/E F	P/B F	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/Giảm	Giá mục tiêu
VSC*	909	248	901	270	6,500	9.3	1.6	40,500	60,500	49.38%	N/A
HAH*	430	131	504	135	5,800	6.9	1.7	N/A	38,100	N/A	N/A
GMD*	3,696	530.9	3,320	380	3,270	10.6	0.7	28,900	34,400	19.03%	N/A

Nguồn: BSC dự báo, () là những mã có giá điều chỉnh*

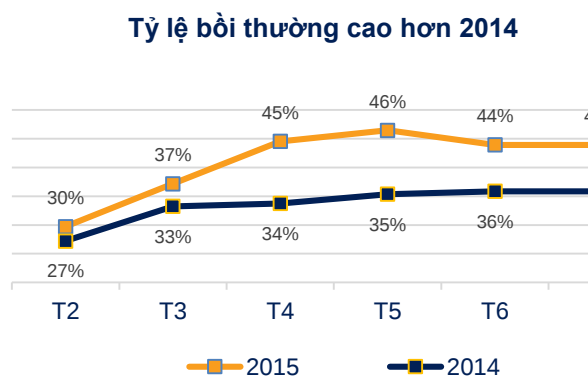
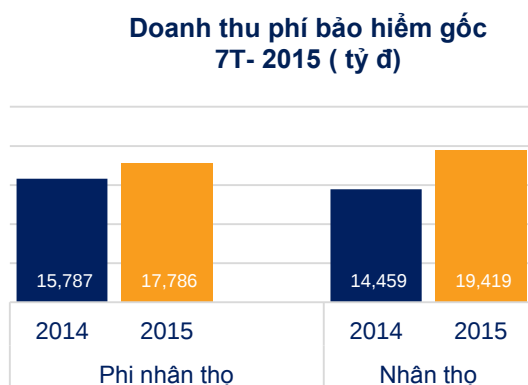
TRIỂN VỌNG NGÀNH BẢO HIỂM

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Thị trường bảo hiểm đạt mức tăng trưởng tốt trong 7 tháng đầu năm 2015. Toàn ngành ước đạt 37,205 tỷ đồng phí bảo hiểm gốc, tăng trưởng 23% yoy, là mức tăng ấn tượng so với mức tăng trưởng trung bình 13.8% trong giai đoạn 2005-2014. Trong đó lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng nổi bật 34.3% yoy, và lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ tăng khoảng 12.66%.

Ngành bảo hiểm nhân thọ có mức tăng trưởng tốt nhờ vào chất lượng hợp đồng ký mới tăng cao. Tổng doanh thu phí khai thác mới của các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ trong 7 tháng đầu năm 2015 ước đạt 6,436.9 tỷ đồng, tăng 51.52% yoy, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng 23.72% của năm 2014. Sự tăng trưởng này được đóng góp chủ yếu bởi chất lượng hợp đồng ký mới, với mức phí bảo hiểm bình quân cho hợp đồng khai thác mới tăng 45.5% yoy và đạt 8.53 triệu đồng. Ngoài ra, số lượng hợp đồng tăng nhẹ 4.1% và đạt 720,521 hợp đồng.

Các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đã tập trung phát triển bền vững hơn, khắc phục yếu tố nợ phí, quản lý rủi ro và nâng cao khả năng tài chính. Điều này thể hiện qua việc dự phòng nghiệp vụ trong 5T 2015 cho mảng bảo hiểm phi nhân thọ đạt 104,907 tỷ đồng, tăng mạnh 22.5% so với 2014.



Nguồn: Cục quản lý, giám sát Bảo Hiểm

Tỷ lệ bồi thường của ngành bảo hiểm phi nhân thọ ở mức cao hơn so với 2014. Trong số các doanh nghiệp đang niêm yết, PVI và BMI có mức tỷ lệ bồi thường cao nổi bật 56.6% và 49.9%. Tỷ lệ bồi thường của PVI chịu ảnh hưởng bởi những vụ tổn thất lớn thuộc nghiệp vụ bảo hiểm tài sản và thiệt hại. Bảo hiểm Bảo Minh có sự tăng mạnh 200% trong mức chi bồi thường cho bảo hiểm cháy nổ, là một sản phẩm bảo hiểm chiếm 19% cơ cấu doanh thu của công ty, tuy vậy công ty đã tái khoảng 65% lượng bảo hiểm cháy nổ này, không ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh. Các doanh nghiệp bảo hiểm PGI, PTI, BIC đều ghi nhận tỷ lệ bồi thường an toàn ở mức dưới 38%.

4/6 doanh nghiệp bảo hiểm ghi nhận kết quả khả quan cho 1H2015, với tỷ lệ bồi thường được kiểm soát tốt mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận tích cực. Dự kiến doanh thu quý 3/2015 là khả quan cho các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ nhờ việc ghi nhận doanh thu bảo hiểm sức khỏe học sinh.

Mã	Mảng hoạt động	Doanh thu 1H2015 (tỷ đ)	% yoy	Tỷ lệ bồi thường 1H2015	LNTT 1H2015 (tỷ đ)	%yoy	Ghi chú
BVH	Nhân thọ và phi nhân thọ	6,988.0	20%	37.2%	910.0	10%	
PVI	Nhân thọ và phi nhân thọ	3,674.2	49%	56.6%	228.2	-56%	Chi phí bồi thường tăng mạnh do các thiệt hại về tài sản kỹ thuật
BMI	Phi nhân thọ	1,322.1	0%	49.9%	97.5	45%	LN đầu tư tăng mạnh 55% trong nhờ hoàn nhập dự phòng đầu tư
PGI	Phi nhân thọ	1,087.1	7%	38.3%	65.6	25%	
PTI	Phi nhân thọ	1,106.4	49%	31.8%	62.6	24%	
BIC	Phi nhân thọ	742.3	27%	37.1%	74.3	11%	

Nguồn: BSC tổng hợp

Triển vọng quý 4/2015 tích cực:

- Tỷ lệ bồi thường được kiểm soát:** Trong nửa đầu của mùa bão lũ năm nay, những thiệt hại về thiên tai thời điểm cuối tháng 9 là ít hơn hẳn so với 2014, do vậy có thể kỳ vọng tỷ lệ bồi thường chung ở mức tốt cho cả năm 2015.
- Những thương vụ phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược của BIC và PTI đã được hoàn thành trong năm 2015, giúp nâng cao khả năng bảo hiểm,** là cơ sở để các doanh nghiệp đẩy mạnh phí bảo hiểm giữ lại. Trong dài hạn, các đối tác chiến lược là những doanh nghiệp bảo hiểm quốc tế lớn với nhiều kinh nghiệm và tiềm lực tài chính sẽ hỗ trợ về mặt đào tạo nhân sự, xây dựng thương hiệu, phát triển thị trường, và tấn công sang thị trường nước ngoài. Thương vụ tăng vốn của PGI dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2015, do vậy sẽ không ảnh hưởng lên tình hình kinh doanh của công ty năm nay.
- Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm báo cáo chi tiết về [triển vọng ngành bảo hiểm phi nhân thọ](#), ngày 24/06/2015 của BSC

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi nhận định tình hình kinh doanh trong quý 4/2015 là **KHẢ QUAN** cho các doanh nghiệp đã hoàn thành các thương vụ bán cổ phiếu cho cổ đông chiến lược như BIC và PTI. Hoạt động của PVI có thể gặp khó khăn do các khách hàng thuộc tập đoàn Dầu khí đang chịu ảnh hưởng của việc giá dầu suy giảm. Giá mục tiêu của các cổ phiếu khuyến nghị dưới đây sẽ được chúng tôi cập nhật trong các báo cáo sắp tới.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015 E (tỷ đồng)	LN2015 E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/Giảm	Giá mục tiêu
PTI*	1718.2	67.3	2300	118	1,405	14.0	0.84	15,600	19,700	26.3%	N/A
BIC*	1219.5	107.3	1305	123	1,049	21.4	1.27	15,600	22,400	77.7%	N/A
PGI*	2123.6	88.2	2533	92	1,049	13.8	0.94	10,200	14,500	42.2%	N/A

Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH DỆT MAY

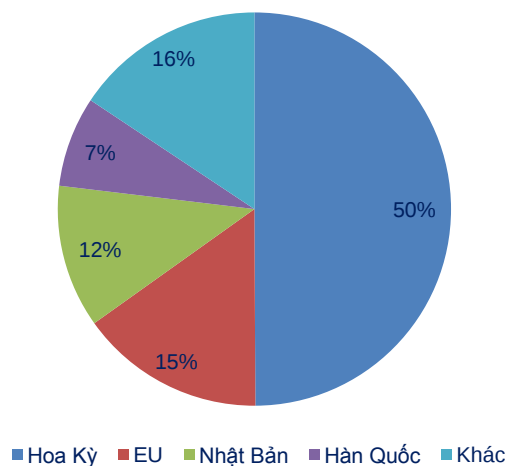
I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm dệt may trong 8 tháng đầu năm của Việt Nam ước đạt 17.6 tỷ USD, tăng 10.4% so với cùng kỳ 2014. Hoa Kỳ tiếp tục là thị trường xuất khẩu dệt may lớn nhất của Việt Nam, với tổng giá trị 7T2015 là 6.3 tỷ USD, tăng 9.7% so với cùng kỳ 2014. Đứng thứ hai vẫn là thị trường EU, với giá trị xuất khẩu đạt 1.92 tỷ USD, giảm 3.8% so với cùng kỳ. Theo sau là thị trường Nhật Bản với kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may từ Việt Nam đạt 1.5 tỷ USD, tăng 5.19% so với cùng kỳ. Phần lớn doanh nghiệp đã ký được hợp đồng xuất khẩu cho Q4/2015 và đàm phán năng lực cung ứng sản xuất cho năm 2016. Mức giá các đơn hàng vẫn như đầu năm đến nay, trong đó đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ cao hơn Châu Âu một chút.

Giá trị xuất khẩu dệt may theo từng tháng giai đoạn 2013- 8/2015



Cơ cấu xuất khẩu ngành dệt may 7T2015



Nguồn: Hiệp hội Dệt may Việt Nam

Tổng kim ngạch nhập khẩu ước tính trong 8 tháng đạt 11.07 tỷ USD, tăng 9.28% so với cùng kỳ 2014. Trong đó Nhập khẩu cho Xuất khẩu là 8.8 tỷ USD, tăng 10.34% so với cùng kỳ năm trước. Trong thành phần nhập khẩu, Vải luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất (Ước tính 8T2015, Việt Nam nhập khẩu 6.8 tỷ USD Vải, chiếm 61.4% tổng giá trị nhập khẩu). Thị trường nhập khẩu nguyên liệu lớn nhất của ngành dệt may vẫn là Trung Quốc (Trong 7T2015, giá trị nhập khẩu từ Trung Quốc ước đạt 8.8 tỷ USD, chiếm 91,5 % tổng giá trị nhập khẩu).

Các thay đổi ảnh hưởng lên Ngành dệt may trong Q3/2015

Trung Quốc phá giá đồng nhân dân tệ: Hiện nay 80% nguyên liệu nhập khẩu cho Ngành dệt may là từ Trung Quốc. Đồng nhân dân tệ xuống giá giúp cho giá nguyên liệu đầu vào cho sản xuất hàng may mặc giảm xuống. Tuy nhiên, cạnh tranh của hàng may mặc Việt Nam trên cả thị trường trong nước và quốc tế, đặc biệt là Mỹ - thị trường xuất khẩu Dệt may lớn nhất của Việt Nam, sẽ khốc liệt hơn. Các doanh nghiệp Trung Quốc đang chiếm 45-50% tổng giá trị nhập khẩu may mặc của Mỹ, trong khi Việt Nam chỉ chiếm 5-

7%. Trong thời gian tới, các doanh nghiệp Việt Nam sẽ chịu sức ép giảm giá để có thể cạnh tranh với các sản phẩm của Trung Quốc.

Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) kết thúc đàm phán: Đầu tháng 8/2015, đàm phán giữa Việt Nam và Liên minh châu Âu kết thúc, dự kiến EVFTA sẽ được ký kết vào cuối 2015. Theo thỏa thuận, thuế suất áp dụng cho các sản phẩm dệt may sẽ giảm từ trung bình 12% về 0% trong vòng 7 năm đối với các sản phẩm đáp ứng điều kiện về nguồn gốc xuất xứ nguyên liệu. Hiện nay phần lớn nguyên liệu cho Ngành nhập từ Trung Quốc, Đài Loan, những nước không thuộc FTA. Để tận dụng được ưu đãi thuế này, các doanh nghiệp Dệt may Việt Nam sẽ phải nhập khẩu nguyên liệu đầu vào từ một nước trong FTA như Nhật Bản, Hàn Quốc với giá cao hơn từ 30-35%, hoặc hợp tác với các doanh nghiệp sản xuất nguyên liệu trong nước. Hoạt động FDI của các doanh nghiệp nước ngoài vào Dệt may Việt Nam để được hưởng ưu đãi từ EVFTA cũng sẽ tăng cao.

Hiệp định thương mại TPP đang đi đến hồi kết: Nếu đạt được thỏa thuận, thuế quan đối với hàng may mặc Việt Nam sẽ giảm từ 17% hiện nay xuống mức 0%, với điều kiện vải sợi phải được sản xuất tại Việt Nam hoặc các nước thành viên TPP. Trung Quốc hiện không phải là thành viên TPP, trong khi hơn 80% nguyên liệu nhập khẩu cho Ngành được nhập từ Trung Quốc.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành Dệt may trong quý còn lại của năm 2015. Các doanh nghiệp dệt may tiếp tục giữ vững tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận do đa số hợp đồng trong Q4/2015 đã được ký kết với mức giá tương đương giá từ đầu năm đến nay. Các hiệp định đã ký kết thành công tiếp tục có tác động tích cực lên Ngành.

Chúng tôi lưu ý ngành Dệt may đã tăng khá mạnh trong 2 năm gần đây. Do vậy hiệu ứng TPP cũng sẽ có tác động không quá lớn tới cổ phiếu Dệt may, ngành Dệt may không còn là cơ hội đầu tư quá hấp dẫn.

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** với các cổ phiếu ngành dệt may như sau:

Mã CK	DT 2014 (tỷ đồng)	LN 2014 (tỷ đồng)	DT 2015E (tỷ đồng)	LN 2015E (tỷ đồng)	EPS F 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/14	Giá đóng cửa 30/9/15	Tăng/ Giảm (%)	Giá mục tiêu
TCM*	2,594	168	2,675	173	4,110	8.3	2.06	32,000	36,700	+14.69%	39,600
TNG*	1,382	53	1,722	75	3,899	7.5	1.30	19,500	26,800	+37.44%	29,400
STK	1,457	106	1,722	177	2,778	6.5	1.08		30,900		

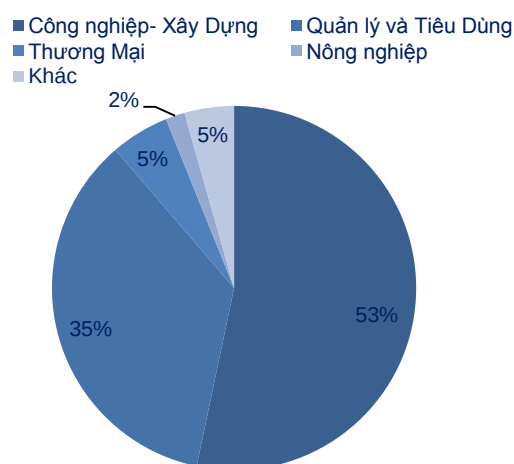
Nguồn: BSC dự báo, () là những mã có giá điều chỉnh*

TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN

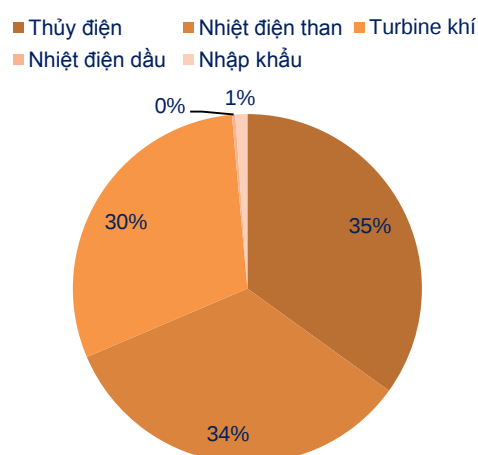
I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Sản lượng điện tiếp tục đà tăng mạnh trong 8 tháng 2015: Trong tính chung 8 tháng đầu năm 2015, sản lượng điện sản xuất và mua ngoài của EVN ước đạt 105,15 tỷ kWh, tăng 11,78% so với cùng kỳ năm 2014. Sản lượng điện thương phẩm ước đạt 93,76 tỷ kWh, tăng 11,54% so với cùng kỳ. Sản lượng điện cấp cho nông nghiệp tăng mạnh nhất với mức tăng 25,7%, theo sau là điện cấp cho thương mại tăng 21,79%, điện cấp cho công nghiệp- xây dựng tăng 11,22%, điện cấp cho quản lý và tiêu dùng tăng 10,41% và điện cấp cho các thành phần khác tăng 9,99%.

Cơ cấu tiêu dùng điện 8 tháng đầu năm 2015



Cơ cấu sản xuất điện 8 tháng đầu năm 2015



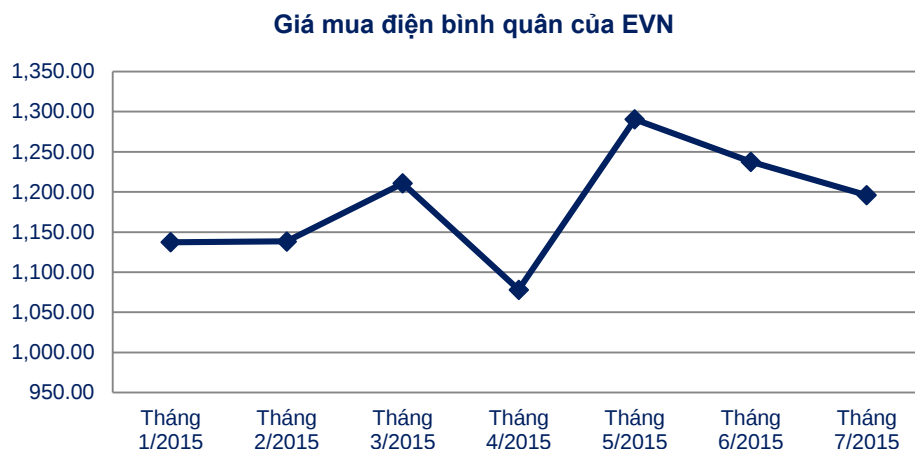
Nguồn: BSC tổng hợp

Nguồn điện gặp khó khăn trong quý III/2015:

- **Một số nhà máy nhiệt điện than chịu ảnh hưởng nặng từ mưa lũ:** mưa lũ nghiêm trọng tại các tỉnh miền Bắc, đặc biệt là tại Quảng Ninh không chỉ ảnh hưởng đến việc truyền tải điện tại miền Bắc mà còn làm gián đoạn nguồn than cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là nhiệt điện Duyên Hải 1 và Vĩnh Tân 2. Do đó, sản lượng nhiệt điện than được huy động trong tháng 8/2015 chỉ đạt 2,49 tỷ kWh, thấp hơn 55% so với tháng 7/2015.
- **El Nino kéo dài gây hạn hán nghiêm trọng:** trong 8 tháng đầu năm 2015, do hiện tượng El Nino mạnh và kéo dài dẫn đến lượng dòng chảy trên các sông phổ biến ở Trung Bộ, Tây Nguyên và Nam bộ thiếu hụt từ 20-60% so với trung bình nhiều năm. Tại Bắc Bộ, trong khi 2 tháng đầu năm dòng chảy các sông phổ biến lớn hơn trung bình nhiều năm từ 5-30% thì trong giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 8, dòng chảy các sông phổ biến nhỏ hơn trung bình nhiều năm từ 20-70%. Điều này dẫn đến sản lượng của đa số các nhà máy thủy điện trong quý III/2015 đều thấp hơn so với cùng kỳ.

- **Nguồn khí PM3 tạm dừng từ 12/08/2015-23/08/2015 để tiến hành bảo dưỡng, sửa chữa định kỳ:** việc tạm dừng nguồn khí từ PM3 sẽ khiến cho hoạt động của nhà máy điện Cà Mau 1 và 2 với tổng công suất 1500 MW, chiếm 8% tổng công suất cả nước bị gián đoạn.

Giá mua điện bình quân của EVN ở mức cao: việc nguồn điện gặp khó khăn trong quý III/2015 dẫn đến giá mua điện bình quân của EVN mặc dù có giảm nhưng vẫn ở mức cao.



Nguồn: BSC tổng hợp

Tỷ giá diễn biến bất lợi cho một số nhà máy nhiệt điện: với việc phá giá VND thông qua việc tăng tỷ giá USD/VND thêm 1% và mở rộng biên độ tỷ giá USD/VND lên 3% đã khiến VND bị mất giá so với đồng tiền khác. Cụ thể, so với thời điểm 30/6/2015, tính đến ngày 28.09.2015, tỷ giá JPY/VND đã tăng 4,7%, tỷ giá EUR/USD đã tăng 3,3% trong khi tỷ giá KRW/VND đã giảm 3,5%. Như vậy, PPC và NT2 sẽ ghi nhận lỗ trong khi BTP lại ghi nhận lãi khi đánh giá lại chênh lệch tỷ giá các dư nợ bằng ngoại tệ trong quý III/2015. Tuy nhiên, khi xét chung về ảnh hưởng tỷ giá từ đầu năm 2015 đến nay thì trong khi PPC và BTP ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá lớn thì NT2 vẫn có thể ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá do tính từ thời điểm 31/12/2014 đến nay, so với VND, JPY và KRW tăng giá lần lượt 1,8% và 7,3% trong khi EUR giảm 1%.

Phê duyệt thiết kế chi tiết thị trường bán buôn điện cạnh tranh: ngày 10/08/2015, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 8266/QĐ-BCT phê duyệt thiết kế chi tiết thị trường bán buôn điện cạnh tranh. So với thị trường phát điện cạnh tranh hiện nay, thị trường bán buôn điện cạnh tranh sẽ xóa bỏ thế độc quyền mua điện của đơn vị mua buôn duy nhất là Công ty Mua bán điện thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam. Đồng thời, thị trường bán buôn điện cạnh tranh cũng cho phép các nhà máy điện BOT, thủy điện đa mục tiêu và các nhà máy điện dưới 30MW được phép tham gia thị trường khi đáp ứng đủ điều kiện về cơ sở hạ tầng.. Hơn nữa, trên thị trường bán buôn điện cạnh tranh có thêm cơ chế hợp đồng song phương và chu kỳ điều độ giảm từ 1 giờ xuống 30 phút, chu kỳ chào giá giảm từ 24h xuống 6h. Những điều này giúp tăng sự cạnh tranh trong khâu phát và bán buôn điện.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp điện khá lạc quan: tính chung kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2015, đa số các doanh nghiệp đều có sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận như CHP, NT2, PPC, VSH, HJS, TMP do sản lượng điện thương phẩm và giá bán điện tăng lên. Tuy nhiên bên cạnh đó cũng có một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh suy giảm mạnh như BTP, SHP, SBA và NBP do gặp

sự cố, tiến hành bảo dưỡng sửa chữa hoặc ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá. Sang quý III/2015, các doanh nghiệp nhiệt điện như NT2, PPC vẫn ghi nhận kết quả khả quan mặc dù ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá do sản lượng điện huy động tăng lên so với cùng kỳ.

Mã CK	Loại hình	Công suất (MW)	Vị trí	DTT 6T2015 (tỷ đồng)	%y.o.y	LNST 6T2015 (tỷ đồng)	%y.o.y
PPC	Nhiệt điện than	1040	Hải Dương	4,264	0%	369	132%
NT2	Tua-bin khí	750	Đồng Nai	3,744	19%	622	524%
BTP	Tua- bin khí	388	Vũng Tàu	851	-36%	(45)	-221%
NBP	Nhiệt điện than	100	Ninh Bình	350	-43%	5	-68%
TMP	Thủy điện	150	Bình Phước	334	0%	133	47%
CHP	Thủy điện	170	Huế	317	60%	134	1124%
VSH	Thủy điện	136	Bình Định	271	49%	173	84%
SHP	Thủy điện	122.5	Lâm Đồng	182	-9%	(8)	-113%
TBC	Thủy điện	120	Yên Bái	159	-9%	85	5%
SJD	Thủy điện	104	Bình Phước; Gia Lai; Điện Biên;	159	3%	78	13%
HJS	Thủy điện	12	Hà Giang	82	25%	15	59%
SBA	Thủy điện	73	Quảng Nam; Phú Yên	59	-18%	3	-84%

Nguồn: BSC tổng hợp

Kỳ vọng kết quả kinh doanh khả quan trong quý IV/2015: chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhiệt điện như NT2, PPC sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong quý IV/2015 nhờ sản lượng và giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng lên khi sản lượng thủy điện suy giảm do ảnh hưởng của El Nino, chúng tôi kỳ vọng. Tuy nhiên, bên cạnh đó chúng tôi cũng đánh giá khả quan đối với một số doanh nghiệp thủy điện như CHP và SJD với kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng so với năm 2014 nhờ tăng sản lượng và tiết giảm chi phí.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Với nhận định như trên, chúng tôi tiếp tục duy trì nhận định **KHẢ QUAN** đối với ngành điện trong quý IV/2015, đặc biệt là các doanh nghiệp nhiệt điện.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
NT2	7,065	1,591	7,411	865	2,999	8.30	1.41	18,500	24,900	+35%	29,514
CHP	626	213	681	306	2322	8.05	1.36	13,700	18,700	+37%	20,781
SJD	391	183	434	207	4,157	6.21	1.11	28,700	25,800	-10%	30,941
SHP	596	216	632	226	2,417	7.74	1.39	18,900	18,700	-1%	20,600

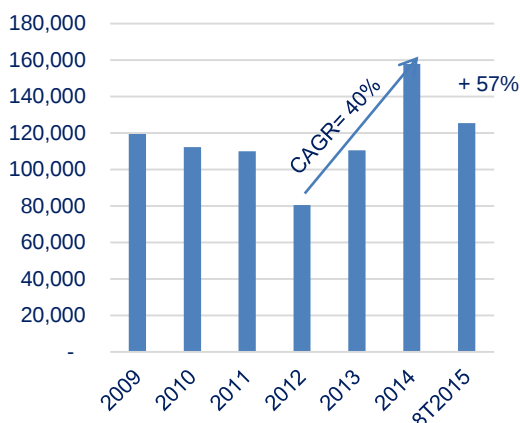
Nguồn: BSC dự báo, () là những mã có giá điều chỉnh*

TRIỂN VỌNG NGÀNH SẼM LỐP

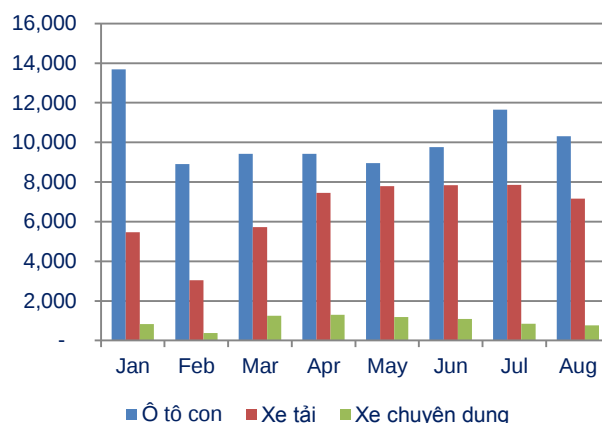
I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Số lượng xe lưu hành tăng thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm săm lốp. Tổng lượng xe ô tô tiêu thụ trong 8T2015 trên toàn thị trường là 142.077 chiếc, tăng 57% yoy do yêu cầu siết trọng tải của Bộ giao thông vận tải, phí trước bạ giảm. Trong đó, sản lượng tiêu thụ ô tô nhập khẩu tăng 67%yoy, xe lắp ráp trong nước tăng 54%. Mặc dù thuế nhập khẩu ô tô được kỳ vọng giảm sau khi Việt Nam tham gia các hiệp định thương mại tự do, nhưng giá bán ô tô nhập khẩu có thể vẫn sẽ tăng mạnh do **(1)** thay đổi cách tính thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ô tô nhập khẩu (chuyển từ cơ sở tính theo giá CIF sang tính theo giá bán lẻ) làm tăng giá tính thuế từ 20-30%, **(2)** tỷ giá USD tăng làm tăng giá bán lẻ ô tô. Điều này có thể sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ô tô trong thời gian tới.

Hình 4: Sản lượng tiêu thụ ô tô 8T2015



Hình 2: Sản lượng tiêu thụ ô tô năm 2015



Nguồn: VAMA

Cạnh tranh cao và có xu hướng tăng. (1) Công suất sản xuất của các nhà máy tăng. DRC, CSM lên kế hoạch thực hiện giai đoạn 2 nhà máy lốp Radial nâng tổng công suất mỗi nhà máy lên 600.000 lốp/năm. Thêm vào đó, CSM dự kiến triển khai nhà máy lốp Radial bán thép, tổng công suất 4 triệu lốp/năm trong năm 2015. Bridgestone dự kiến nâng công suất nhà máy từ 9 triệu sản phẩm/năm lên tới 18 triệu sản phẩm/năm vào năm 2017. **(2)** Áp lực cạnh tranh lớn nhất đối với các doanh nghiệp săm lốp hiện tại đến từ các nhà sản xuất săm lốp Trung Quốc, đặc biệt là các sản phẩm săm lốp chất lượng cao, giá rẻ. Năm 2015, đồng CNY đã phá giá 3,5% so với USD.

Giá nguyên liệu giảm, tuy nhiên, biên lợi nhuận của các công ty săm lốp có thể không được cải thiện. Tính đến ngày 30/09/2015, trung bình giá cao su nguyên liệu RSS3 trong 9T2015 đã giảm 10,88% so với mức giá trung bình cả năm 2014. Do áp lực cạnh tranh cao, và do Trung Quốc phá giá CNY, để duy trì thị phần, các doanh nghiệp săm lốp trong nước đã phải hạ giá bán sản phẩm. Mức giảm giá phổ biến dao động trong khoảng từ 5-8% trong 9T2015. Do vậy, mặc dù giá cao su nguyên liệu giảm nhưng biên lợi nhuận của các doanh nghiệp có thể sẽ không được cải thiện.

KQKD 2 quý đầu năm 2015 kém khả quan. Tổng doanh thu của 3 doanh nghiệp niêm yết đạt 4.089 tỷ đồng (+17,11% yoy) và LNST đạt 402 tỷ đồng (+2,62% yoy). Tuy nhiên, nếu loại trừ doanh thu bất động sản đã ghi nhận của CSM trong quý 2/2015, tổng DT và LNST ước tính của 3 doanh nghiệp sầm lóp đạt lần lượt là 3,689 tỷ đồng (+5,66% yoy) và 334 tỷ đồng (-14,64% yoy).

	DTT 6T2015	%y.o.y	LNST 6T2015	%y.o.y
DRC	1,677	8.50%	203.83	10.20%
CSM	1,945	32.48%	160.30	-5.32%
SRC	467	-2.25%	37.38	1.04%

Nguồn: BCTC DRC, CSM, SRC

Triển vọng doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng, KQKD quý 3/2015 và quý 4/2015 của DRC tiếp tục khả quan nhờ sản lượng tiêu thụ tốt (khoảng 15.000 lốp/tháng). Đối với 2 doanh nghiệp sầm lóp còn lại, KQKD có thể sụt giảm so với quý 2, đặc biệt KQKD của CSM có thể giảm mạnh do công ty không có doanh thu bất thường từ chuyển nhượng các dự án bất động sản như đã diễn ra trong quý 2/2015.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi hạ đánh giá ngành từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** do cạnh tranh tăng và các doanh nghiệp sầm lóp có thể sẽ không còn được hưởng lợi từ việc giảm giá cao su đầu vào. Khuyến nghị đầu tư đối với cổ phiếu DRC dựa trên tình hình tiêu thụ lốp Radial tiếp tục khả quan, tình hình tài chính lành mạnh.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
DRC*	3,251	353	3,565	395	4,012	11.54	2.89	48,500	46,300	-4,54%	49,000
CSM*	3,178	331	3,437	312	3,853			36,700	28,600	- 22,07%	N/A

Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH NHỰA

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

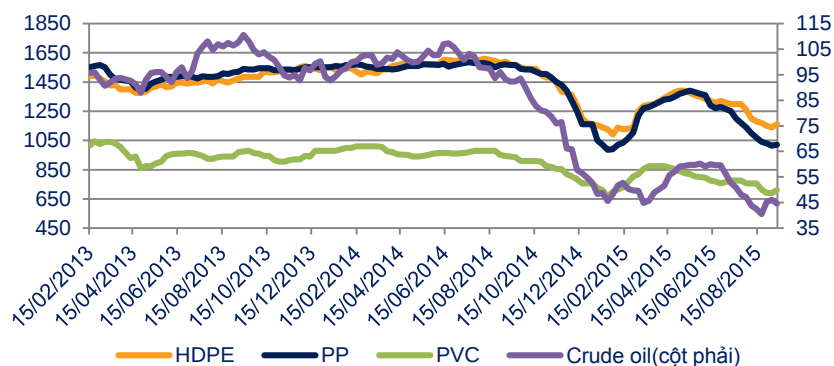
Nhu cầu tiêu thụ nhựa xây dựng tăng cao, tốc độ tăng trưởng nhựa xuất khẩu chậm lại. Sản lượng tiêu thụ ống nhựa tăng trung bình khoảng 15% yoy trong 6T2015. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu sản phẩm nhựa chậm lại, 6T2015, tăng trưởng xuất khẩu chỉ đạt 1,45% yoy (đạt 1 tỷ USD), trong khi đó, tốc độ tăng trưởng cùng kỳ năm ngoái là 17,61%yoy. Do, đồng JPY và EUR giảm giá trị xuất khẩu sang Nhật Bản và EU (chiếm lần lượt 24,46% và 22,09% thị phần xuất khẩu 6T2015 của Việt Nam) giảm lần lượt là 9,63% và 1,60%.

Giá hạt nhựa giảm mạnh. Hạt nhựa được chiết xuất trực tiếp từ dầu mỏ và/hoặc khí thiên nhiên nên diễn biến giá hạt nhựa có quan hệ tỷ lệ thuận với diễn biến giá dầu. Từ cuối tháng 6/2014, giá dầu lao dốc mạnh kéo theo sự sụt giảm của giá hạt nhựa từ tháng 9/2014. Tính trung bình 9T2015, giá hạt nhựa PVC giảm 17,14% so với giá trung bình 2014, giá hạt nhựa HDPE giảm 17,91%, giá LDPE giảm 17,38% và giá hạt nhựa PP giảm 21,48% so với trung bình giá hạt nhựa 2014.

Bảng 4: Hệ số tương quan giá một số loại hạt nhựa và giá dầu thô từ 2013-2015

Hạt nhựa	Hệ số tương quan
HDPE	0,87
PP	0,91
PVC	0,89

Hình 5: Diễn biến giá hạt nhựa (cột trái) và giá dầu (cột phải) từ 2013-9/2015



Nguồn: Bloomberg, BSC tính toán

Giá hạt nhựa được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2015 mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm nhựa. (1) Giá dầu, khí - nguyên liệu chính sản xuất hạt nhựa giảm mạnh (giá dầu trung bình 9T2015 giảm 21,69% so với giá trung bình 2014); (2) Nhu cầu tiêu thụ hạt nhựa tại Trung Quốc thấp do nền kinh tế phục hồi chậm; (3) Nguồn cung PE, PP tại Bắc Mỹ dự kiến tăng cùng với các dự án lọc dầu đã triển khai và tình trạng dư thừa hạt nhựa PET trên toàn cầu.

Đồng USD tăng giá làm tăng chi phí sản xuất của các doanh nghiệp nhựa. Hơn 80% nguyên liệu nhựa của Việt Nam phải nhập khẩu, chủ yếu từ Thái Lan, Đài Loan, Hàn Quốc, Singapore, Ả Rập,... Việc NHNN nới biên độ tỷ giá từ $\pm 1\%$ lên $\pm 3\%$ đồng thời phá giá 3% đồng nội tệ (tương đương VND mất giá 5% so với USD) làm phát sinh tăng chi phí nhập khẩu nguyên liệu của các doanh nghiệp nhựa, qua đó, trung hòa 1 phần tác động tích cực từ việc giảm giá hạt nhựa. Trong dài hạn, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động (dự kiến năm 2018) sẽ gia tăng nguồn cung nguyên liệu hạt nhựa trong nước, giúp các doanh nghiệp giảm bớt sự phụ thuộc vào tỷ giá.

Kết quả kinh doanh có sự phân hóa. Kết thúc 2 quý đầu năm 2015, tổng DTT của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn đạt 6.167 tỷ đồng (+12,57% yoy) và tổng LNST đạt 548 tỷ đồng (+30,6% yoy). Hầu hết các doanh nghiệp nhựa xây dựng có kết quả kinh doanh khả quan (BMP, NTP, DNP và DAG). Trong khi đó, hầu hết các doanh nghiệp nhựa bao bì có kết quả kinh doanh sụt giảm (AAA, TTP, TPC). Chúng tôi lưu ý, trong 6T2015, kết quả kinh doanh của DNP tăng 255% còn nhờ việc hợp nhất KQKD của CTCP Bình Hiệp.

Đơn vị: Tỷ đ	Sản phẩm chính	DTT 6T2015	%yoy	LNST 6T2015	%yoy
NTP	Ống nhựa	1,636	19.46%	175	7.40%
BMP	Ống nhựa	1,304	16.48%	274	43.80%
AAA	Bao bì	687	-2.77%	1	-103.39%
TTP	Bao bì	663	-4.48%	26	304.38%
DAG	Cửa nhựa, thanh profile,...	620	18.35%	20	47.07%
RDP	Bao bì	530	1.13%	28	2229.61%
DNP	Ống nhựa	387	65.45%	21	255.32%
TPC	Bao bì	300	-0.38%	3	-53.69%
DPC	Ống nhựa	38	837.09%	0	-4.41%

Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

Triển vọng doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh 2 quý cuối năm 2015 của các doanh nghiệp nhựa xây dựng tiếp tục khả quan nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng và giá hạt nhựa giảm. Trong khi đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bao bì có thể tiếp tục gặp khó khăn do sản lượng tiêu thụ và giá bán có thể tiếp tục giảm khi **(1)** EUR và JPY mất giá, **(2)** các doanh nghiệp Việt Nam không có lợi thế trong đàm phán giá; **(3)** tốc độ phục hồi chậm của nền kinh tế thế giới và **(4)** sản phẩm túi nhựa của Việt Nam tiếp tục bị Hoa Kỳ áp thuế chống bán phá giá.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành nhựa. Như đã phân tích ở trên, năm 2015 sẽ là một năm thuận lợi đối với các doanh nghiệp nhựa xây dựng trong khi đó, các doanh nghiệp nhựa bao bì có thể tiếp tục đối mặt với khó khăn. Chúng tôi khuyến nghị đầu tư đối với 2 cổ phiếu đầu ngành trong phân khúc nhựa xây dựng là BMP và NTP.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/Giảm	Giá mục tiêu
BMP*	2,416	377	2,807	552	12,139	9.14	2.51	70,500	111,000	57,45%	120,900
NTP*	2,998	325	3,399	378	6,105	7.47	1.85	47,100	45,600	-3,18%	54,300

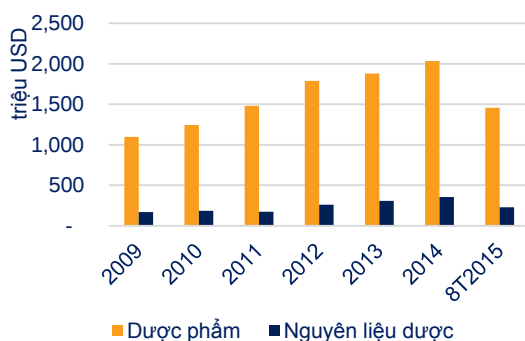
Nguồn: BSC dự báo, () là những mã có giá điều chỉnh*

TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC

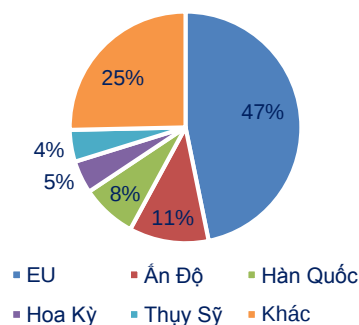
I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Thị phần dược phẩm của các doanh nghiệp trong nước có dấu hiệu suy giảm. Sản lượng dược phẩm nhập khẩu vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng cao, trong khi đó, tốc độ tăng trưởng sản lượng thuốc sản xuất trong nước đang chững lại. 8T2015, sản lượng thuốc nhập khẩu tăng 10,22% yoy, đạt 1.456 triệu USD. Trong khi đó, sản lượng nguyên liệu hóa dược nhập khẩu giảm 2,77% còn 229 triệu USD; chỉ số sản xuất tăng trưởng chậm, chỉ tăng 4,3% trong 8T2015, thấp hơn so với tốc độ tăng toàn ngành công nghiệp Việt Nam (9,9%). Đây có thể là dấu hiệu cho thấy các doanh nghiệp dược nội địa đang mất dần thị phần vào tay các doanh nghiệp ngoại.

Hình 6: Giá trị nhập khẩu dược phẩm và nguyên liệu dược phẩm từ 2009-8T2015



Hình 7: Cơ cấu thị trường nhập khẩu dược phẩm 8T2015



Nguồn: Tổng cục hải quan

Tham gia các hiệp định thương mại tự do có thể gây bất lợi cho ngành dược. Việt Nam đã ký kết/đang tiến hành đàm phán các hiệp định thương mại tự do với các thị trường nhập khẩu thuốc lớn là EU (47% giá trị), Hàn Quốc (8%), Hoa Kỳ (5%). Điều này sẽ làm tăng sản lượng dược phẩm nhập khẩu vào Việt Nam khi hàng rào thuế quan bị dỡ bỏ. Theo lộ trình gia nhập hiệp định FTA Việt Nam-EU (EVFTA), khoảng một nửa số dòng thuế nhập khẩu nhóm dược phẩm sẽ được xóa bỏ ngay, phần còn lại được xóa bỏ trong vòng 7 năm. TPP kéo dài thời gian bảo hộ đối với thuốc bản quyền, qua đó hạn chế khả năng tiếp cận và sản xuất thuốc mới của các doanh nghiệp nội, giảm thuế nhập khẩu dược phẩm trung bình từ 2,5% về 0%.

Đồng USD tăng giá làm tăng chi phí sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp dược. 90% nguyên liệu dược được nhập khẩu. Việc NHNN nới biên độ tỷ giá từ $\pm 1\%$ lên $\pm 3\%$ đồng thời phá giá 3% đồng nội tệ (tương đương VND mất giá 5% so với USD) làm phát sinh tăng chi phí nhập khẩu nguyên liệu của các doanh nghiệp dược.

Kết quả kinh doanh Q2/2015. Kết thúc quý 2/2015, tổng doanh thu thuần của các doanh nghiệp niêm yết hầu như không đổi (đạt 5.323 tỷ đồng), lợi nhuận sau thuế tăng nhẹ (+4,02% yoy), đạt 576 tỷ đồng. Một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tích cực là IMP (+25,47% yoy) nhờ đẩy mạnh kênh bán hàng OTC, TRA (+27,34%) nhờ những thay đổi tích cực trong hệ thống phân phối. Chúng tôi cho rằng, 2 quý cuối

năm, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp được sẽ được cải thiện hơn so với đầu năm nhờ tiêu thụ được phẩm tăng trong điều kiện thời tiết giao mùa/ trở lạnh.

Mã	DTT 6T2015	% yoy	LNST 6T2015	%yoy
DHG	1,468	-13.30%	261	-3.77%
TRA	961	33.34%	77	27.34%
DMC	547	-29.22%	67	4.40%
IMP	445	19.20%	53	25.47%
DHT	437	7.96%	15	-0.30%
OPC	358	6.62%	40	11.98%
SPM	324	35.53%	18	-38.19%
DCL	318	-9.34%	30	29.21%
DBT	265	2.31%	9	66.53%
PMC	181	4.41%	30	-1.49%

Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi hạ đánh giá ngành từ **TRUNG LẬP** xuống **KÉM KHẢ QUAN** do lo ngại cạnh tranh gia tăng, các doanh nghiệp được nội địa mất dần thị phần vào tay các doanh nghiệp ngoại sau khi Việt Nam gia nhập sâu rộng hơn vào các hiệp định FTA và cạnh tranh với các doanh nghiệp được Ấn Độ. Một số mã đáng lưu ý là TRA và IMP. Đây là 2 doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, chiến lược và chính sách phân phối sản phẩm đang được cải thiện tích cực giúp duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững so với ngành.

Mã CK	DT2014 (tỷ đ)	LN2014 (tỷ đ)	DT2015 E (tỷ đ)	LN2015 E (tỷ đ)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
TRA	1,650	146	1,860	190	7,700	10.52	2.53	73,000	81,000	10.96%	86,000
IMP	897	86	1,050	130	4,492	9.55	1.24	41,800	42,900	4.63%	50,000

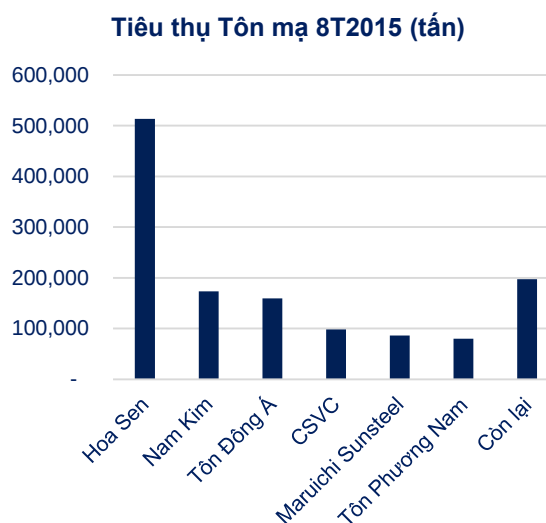
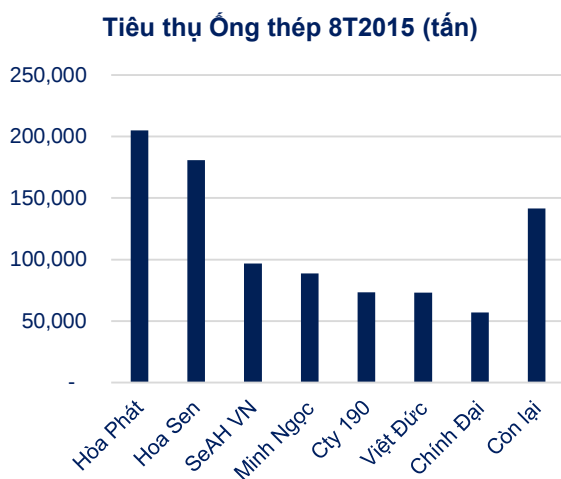
Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Sự phục hồi của ngành BĐS trong nước đem lại tăng trưởng mạnh mẽ cho ngành Thép trong 3 quý đầu năm. Tuy nhiên, KQKD của đa số các doanh nghiệp vẫn chưa được cải thiện do sự lao dốc của giá nguyên liệu và cạnh tranh từ thép nhập khẩu Trung Quốc. Ngoài ra, với những doanh nghiệp đang có dự án đầu tư dây chuyền mới, việc tăng tỷ giá vừa qua sẽ ảnh hưởng đáng kể đến chi phí đầu tư và chi phí khấu hao những năm sắp tới.

Sản lượng tiêu thụ tăng đột biến nhờ sự phục hồi của ngành BĐS. Theo báo cáo của Hiệp hội Thép Việt Nam, trong 8T2015: **(1)** tiêu thụ thép Xây dựng đạt 4,07 triệu tấn, tăng 21,86% so với cùng kỳ 2014. Miếng bánh thị phần tiếp tục được chia lại giữa các doanh nghiệp khi thị phần của Hòa Phát tăng từ 17,7% (8T2014) lên mức 21,9% (8T2015) và xấp xỉ thị phần của cả khối VNSteel là 22,5% (8T2015). **(2)** Với sản phẩm Ống thép, tiêu thụ trong 8T2015 đạt 915.788 tấn, tăng 34,57%yoy, bằng 79,45% so với cả năm 2014, Hòa Phát tiếp tục dẫn đầu thị trường. **(3)** Với sản phẩm Tôn mạ, sản lượng tiêu thụ tăng 10,55%yoy, đạt 1,31 triệu tấn, HSG giữ vững vị trí dẫn đầu. Mặc dù có khả năng xuất khẩu, các doanh nghiệp tôn mạ hiện vẫn đặt mục tiêu phát triển thị trường nội địa.



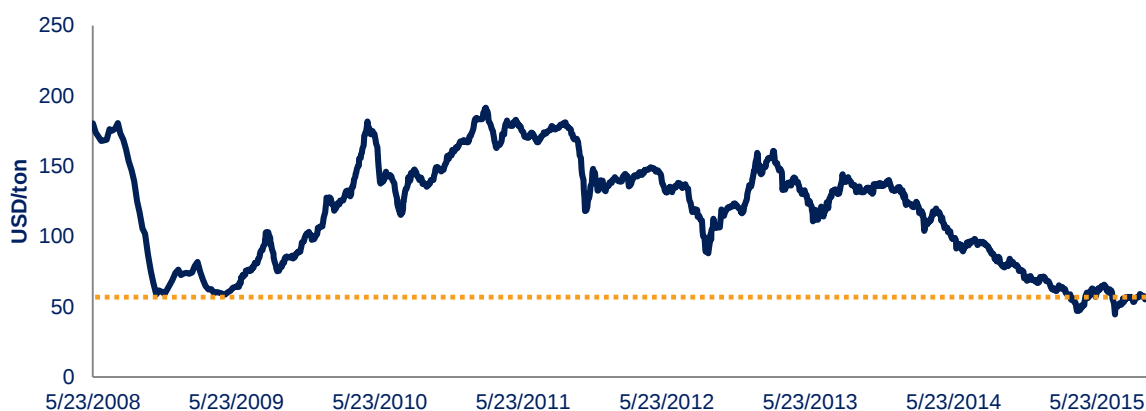
Nguồn: VSA, BSC tổng hợp

Mặc dù vậy, KQKD của các doanh nghiệp chưa được cải thiện do sự lao dốc của giá nguyên liệu và cạnh tranh từ thép Trung Quốc. Hiện tại giá quặng sắt đang ở mức thấp nhất kể từ năm 2008 đến nay, ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép Thế giới. Chúng tôi cho rằng giá quặng sắt sẽ tiếp tục giảm khi kinh tế Trung Quốc vẫn đang suy yếu và tình trạng sử dụng thép phế để luyện thép tại Trung Quốc đang ngày càng tăng do lượng thép phế tích lũy những thập kỷ qua tại Trung Quốc đang ở mức cao nhất Thế giới. Goldman Sachs nhận định giá quặng sắt sẽ xuống đến mức 44 USD/tấn thời điểm Q2/2016 (mức thấp nhất trong lịch sử).

Ngoài ra, Thép Trung Quốc xuất khẩu cũng sẽ tăng lên nhanh chóng ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép Thế giới. Năm 2014, Trung Quốc sản xuất được 823 triệu tấn thép trong khi lực cầu trong nước chỉ đạt

711 triệu tấn. Vì vậy, Trung Quốc đã đẩy mạnh xuất khẩu thép, trong 7T2015, lượng xuất khẩu đạt 67,13 triệu tấn (+27%yoy), xấp xỉ tổng lượng thép sản xuất của Nhật Bản (nước sản xuất thép lớn thứ 2 Thế giới) trong 7T2015. Tại Việt Nam, trong 8 tháng 2015, lượng sắt thép nhập khẩu từ Trung Quốc lên tới gần 6 triệu tấn, tăng 79,4%yoy và chiếm tới 60,54% tổng lượng sắt thép nhập vào Việt Nam, đe dọa ngành thép trong nước.

Diễn biến giá quặng sắt 62%Fe từ 2008 - hiện tại



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Việc điều chỉnh tỷ giá trong Q3 sẽ ảnh hưởng đến các doanh nghiệp đang tiến hành đầu tư dây chuyền mới. Trong tháng 8, NHNN đã hai lần điều chỉnh tỷ giá nhằm ổn định thị trường trước những biến động do diễn biến đồng RMB gây ra. Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh này sẽ ảnh hưởng đáng kể tới các doanh nghiệp như HSG, NKG và HPG do đang đầu tư dây chuyền mới. HSG đang đầu tư Hoa Sen Bình Định dây chuyền 9.600 tấn ống nhựa sẽ đi vào hoạt động vào tháng 12/2015 và dự án Hoa Sen Nghệ An - Nam Cẩm 25.000 tấn ống thép hoạt động trong tháng 12/2015; NKG đang thực hiện đầu tư giai đoạn 1 nhà máy Nam Kim 3 và HPG đang đầu tư dự án thức ăn chăn nuôi tại Hưng Yên. Tỷ giá tăng sẽ làm tăng chi phí đầu tư của doanh nghiệp, đồng thời làm tăng chi phí khấu hao khi dây chuyền đi vào hoạt động.

Nghị định số 38/2015/NĐ-CP có hiệu lực thi hành từ ngày 15/06/2015 về quản lý chất thải và phế liệu làm tăng áp lực tài chính cho doanh nghiệp. Theo điều 59 Nghị định này, tổ chức cá nhân nhập khẩu phế liệu phải thực hiện ký quỹ trước khi tiến hành thủ tục thông quan phế liệu nhập khẩu ít nhất 15 ngày làm việc. Trên thực tế, nhiều lô hàng về đến cảng chỉ mất 03 ngày, bên cạnh đó, doanh nghiệp chỉ có thể yêu cầu ngân hàng phát hành Giấy chứng nhận tiền ký quỹ khi nhận được đầy đủ chứng từ từ phía người bán. Quy định này đang khiến các doanh nghiệp mất nhiều chi phí lưu kho hoặc giảm lợi nhuận tài chính do phải chuyển tiền ký quỹ từ trước để đảm bảo thời hạn 15 ngày như quy định.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** với ngành thép năm 2015 do lo ngại về sự suy giảm của giá thép nguyên liệu và sự cạnh tranh từ thép nhập khẩu. Tiếp tục theo dõi NKG, HSG và HPG.

- (1) **NKG**: Kết quả kinh doanh cốt lõi tăng trưởng tốt với LNTT Q3 ước đạt ~ 60 tỷ đồng (trong khi LNST cả năm mục tiêu đạt 120 tỷ đồng) tuy nhiên kết quả cuối cùng có thể sẽ phải điều chỉnh tương đối do ảnh hưởng biến động tỷ giá trong tháng 8.
- (2) **HSG**: các dự án sẽ được đưa vào vận hành cuối năm 2015 là (1) Hoa Sen Bình Định: dây chuyền 9.600 tấn ống nhựa sẽ đi vào hoạt động vào tháng 12/2015 và (2) Hoa Sen Nghệ An - Nam Cẩm: thêm 25.000 tấn ống thép trong tháng 12/2015. Qua đó tạo tiềm năng tăng trưởng doanh thu cho doanh nghiệp.
- (3) **HPG**: dự kiến sản lượng tiêu thụ Thép Xây dựng trong Q3 đạt khoảng 317.000 tấn. Dự kiến biên lợi nhuận trong Q3 sẽ không duy trì được mức cao như Q2 do ảnh hưởng của biến động tỷ giá vừa qua, đồng thời khoảng thời gian Q3 cũng không thuận lợi cho việc bán hàng của các doanh nghiệp VLXD.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
NKG*	5,835	76	7,642	117	2,717	5.01	0.94	12,400	13,600	9.68%	19,105
HSG*	14,990	410	16,500	612	6,072	6.72	1.50	45,800	40,800	10.92%	49,396
HPG*	25,525	3,250	22,500	3,270	4,432	6.86	1.64	34,500	30,400	11.88%	36,475

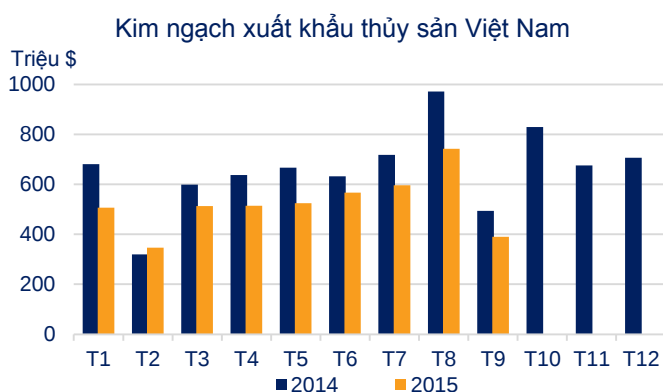
Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH THỦY SẢN

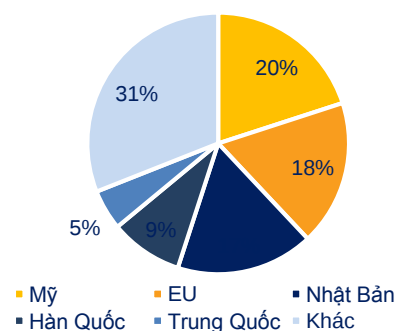
I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam tiếp tục đà giảm trong quý 3. Kim ngạch xuất khẩu quý 3 đạt khoảng 1.7 tỷ USD, giảm mạnh 20% yoy và đưa tổng giá trị xuất khẩu 9 tháng đầu năm giảm 17.8% yoy. Sự sụt giảm giá trị xuất khẩu xảy ra trên tất cả các mặt hàng, trong đó có hai mặt hàng chủ lực tôm và cá tra đều giảm mạnh lần lượt là -28.8% và -9.2%.

Kim ngạch xuất khẩu tại các thị trường xuất khẩu chính giảm mạnh do lượng cầu suy giảm và ảnh hưởng tỷ giá bất lợi. Trong 8 tháng đầu năm, xuất khẩu thủy sản vào Mỹ đã giảm 30% yoy và vào EU giảm 17% yoy. Việc neo tỷ giá vào đồng USD làm giảm tính cạnh tranh của các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt khi tới thời điểm đầu tháng 8, đồng nội tệ của các nước xuất khẩu lớn Ấn Độ và Indonesia giảm so với USD lần lượt 4% và 11% so với thời điểm đầu năm. Bên cạnh đó, sự suy giảm về cầu ở thị trường EU, kết hợp với việc nguồn cung tăng mạnh từ các nước sản xuất thủy sản lớn đã khiến tình hình xuất khẩu thủy sản gặp nhiều khó khăn.



Các thị trường xuất khẩu thủy sản chính - 7T 2015



Nguồn: Tổng cục thống kê

Trong khi thị trường xuất khẩu gặp nhiều khó khăn, hoạt động sản xuất thủy sản trong nước vẫn ổn định so với năm 2014. 8 tháng đầu năm, sản lượng nuôi trồng thủy sản đạt 2.3 triệu tấn, tăng 1.9% so với 2014. Sự khó khăn trong xuất khẩu đã đẩy giá tôm trong nước sụt giảm mạnh và gây khó khăn cho các đơn vị nuôi trồng thủy sản.

Kết quả kinh doanh Quý 2 của các doanh nghiệp thủy sản có sự phân hóa rõ rệt. Một số ít các doanh nghiệp có thương hiệu và kinh nghiệm trên thị trường xuất khẩu đã ghi nhận những mức tăng trưởng tốt, ngược lại, nhiều doanh nghiệp có kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh

Mã	Doanh thu 1H2015 (tỷ đ)	% yoy	LNTT 1H2015 (tỷ đ)	%yoy	Ghi chú
HVG	7,128	2.0%	132	-50.9%	Hoạt động xuất khẩu thủy sản giảm mạnh
FMC	1,235	-1.7%	32	8.8%	
AGF	1,057	-27.6%	12	-80.5%	Hoạt động xuất khẩu cá giảm mạnh (-44.5% yoy)
ACL	569	30.9%	13	75.5%	
ABT	228	3.8%	42	-12.3%	Chi phí tài chính tăng mạnh
VHC	3,510	34.4%	231	71.7%	

Xuất khẩu thủy sản cho quý 4 sẽ khởi sắc nhờ việc điều chỉnh tỷ giá và lượng cầu tăng lên. Mùa lễ Giáng sinh và dịp Tết sẽ đẩy mạnh nhu cầu cho mặt hàng tôm tại các thị trường Mỹ và EU trong dịp cuối năm. Ngoài ra, chính sách tiền tệ được điều chỉnh vào giữa tháng 8, phá giá tiền Đồng thêm 3% đã cải thiện năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp Việt Nam. Tính đến thời điểm đầu tháng 10, mức giảm so với USD của tiền đồng là 5.9% yoy, khá sát với mức giảm của đồng Rupee 6.3% yoy, nhưng vẫn kém hẳn mức giảm 21% của đồng Rupiah của Indonesia. Xét cả năm 2015, xuất khẩu thủy sản nhiều khả năng sẽ thấp hơn đáng kể so với mức mục tiêu 8.5 tỷ USD được đề ra.

Những hiệp định thương mại FTA được ký kết với Hàn Quốc và Châu Âu sẽ không mang lại nhiều lợi ích cho các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản. Việt Nam chủ yếu xuất khẩu các mặt hàng thủy sản thô, vốn đã được hưởng mức thuế suất gần bằng 0% ở các thị trường này. Ngoài ra, những rào cản kỹ thuật khắt khe của các hiệp định thương mại cũng sẽ khiến việc hưởng lợi từ các FTA này khó khăn hơn.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì quan điểm đầu tư **TRUNG LẬP** đối với ngành thủy sản. KQKD Q4 có thể sẽ cải thiện nhưng nhìn chung vẫn sụt giảm so với năm 2014. Chúng tôi lưu ý FMC và VHC do có lợi thế khi được nhập khẩu các mặt hàng chính vào Mỹ với thuế suất 0%.

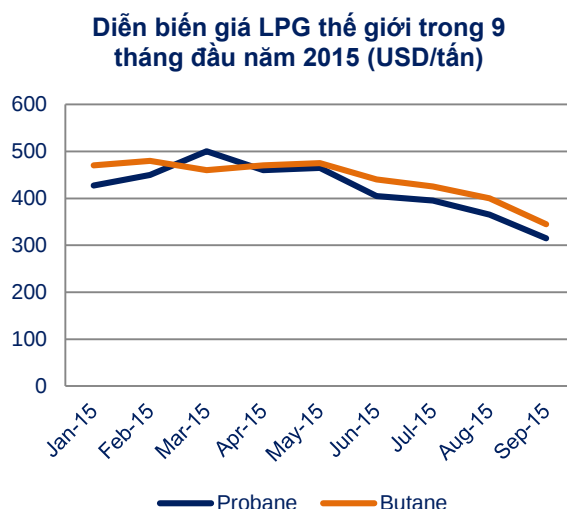
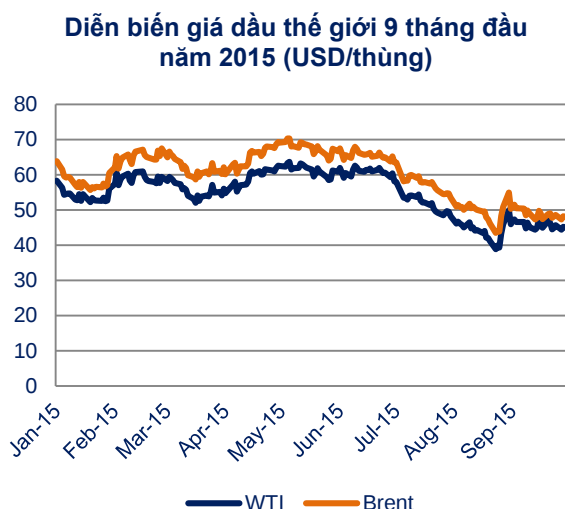
Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015 E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/15	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
FMC*	2,900	63	3,655	75	3,750	6.7	1.2	20,100	25,300	25.9%	30,100
VHC*	6,300	463	7,270	320	3,463	10.6	1.6	36,900	36,700	-0.5%	44,850

Nguồn: BSC dự báo, () là những mã có giá điều chỉnh*

TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Sản lượng khai thác dầu thô tăng mạnh để bù đắp cho sự giảm giá: ước tính 9 tháng đầu năm 2015 tổng sản lượng khai thác dầu quy đổi trong nước ước đạt 20.3 triệu tấn, trong đó khai thác dầu thô đạt 12.5 triệu tấn, tăng 10.6% so với cùng kỳ năm 2014 và khai thác khí thiên nhiên đạt 7.77 tỷ m3, tăng 1.8% y.o.y.



Nguồn: BSC tổng hợp

Giá dầu và LPG giảm mạnh trong quý III: tính đến ngày 30/09/2015, giá dầu đã giảm khoảng 26% so với mốc ngày 30/06/2015. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến việc giảm mạnh của giá dầu vẫn là mối lo ngại về tăng trưởng kinh tế thấp tại các thị trường kinh tế mới nổi, đặc biệt là Trung Quốc dẫn tới nhu cầu tiêu thụ dầu thô giảm sút trong khi nguồn cung tăng lên từ Iran và Arab Saudi làm dư cung dầu thô càng trầm trọng.

Trị giá xuất khẩu dầu thô giảm mạnh: đơn giá xuất khẩu dầu thô trung bình của 9 tháng đầu năm 2015 giảm đến 49.5% so với cùng kỳ 2014. Tính đến ngày 15/09/2015, Việt Nam xuất khẩu được 6.54 triệu tấn dầu thô với trị giá 2.85 tỷ USD. So với cùng kỳ 2014, trong khi sản lượng xuất khẩu tăng 2.5% thì giá trị xuất khẩu giảm mạnh đến 48%.

Nguồn khí bị gián đoạn trong quý III/2015: hệ thống khí PM3- Cà Mau (cung cấp khoảng 17% tổng sản lượng khí cả nước) đã tiến hành bảo dưỡng, sửa chữa định kỳ từ ngày 12/08/2015 đến ngày 28/08/2015. Đồng thời, hệ thống khí Nam Côn Sơn (cung cấp khoảng 70% tổng sản lượng khí cả nước) ngừng hoặc giảm cấp khí từ ngày 12/09/2015 đến ngày 15/09/2015 để thực hiện bảo dưỡng định kỳ.

Hệ thống thu gom và phân phối khí mở Hàm Rồng- Thái Bình đi vào hoạt động: hệ thống thu khí Hàm Rồng- Thái Bình giai đoạn 1 có công suất ước tính 200 triệu m3 khí/năm đã đón dòng khí đầu tiên vào ngày 7/8. Việc phân phối khí tại hệ thống này sẽ do các đơn vị GAS, PGD, PVG và CNG đảm nhiệm.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí phản ánh rõ rệt hơn ảnh hưởng của việc giá dầu suy giảm: theo BCTC 6 tháng đầu năm 2015, GAS, PVD đều có kết quả kinh doanh giảm sút mạnh trong 6 tháng đầu năm do giá bán và giá dịch vụ ảnh hưởng trực tiếp từ việc giá dầu suy giảm. Trong khi đó PXS, PVS và PVB vẫn duy trì kết quả kinh doanh khả quan do sản lượng khai thác tăng lên bù đắp cho việc giảm giá (lưu ý quý 2/2014 hoạt động kinh doanh của PVC có đột biến nên quý 2/2015 có giảm sút so với cùng kỳ 2014 những vẫn tăng trưởng so với mức trung bình nhiều năm). Đồng thời, các doanh nghiệp kinh doanh khí đốt, thuộc nhóm Downstream như PGD, PVG, CNG có kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt so với cùng kỳ nhờ việc giảm giá đầu vào. Sang đến quý III/2015, việc giá dầu suy giảm mạnh đã có ảnh hưởng rõ rệt hơn đối với các doanh nghiệp dầu khí, đặc biệt là trong nhóm upstream và downstream. Cụ thể, ước tính quý III/2015, doanh thu và lợi nhuận của PVD tiếp tục suy giảm lần lượt 38% và 5%, kết quả kinh doanh của GAS, PVC, PVB dự kiến cũng không khả quan trong quý III/2015.

	Hoạt động kinh doanh chính	DTT 6T2015	%y.o.y	LNST 6T2015	%y.o.y
GAS	Khí đốt	31,301	-10%	5,340	-18%
PVS	Dịch vụ dầu khí	12,506	-7%	883	0%
PVD	Dịch vụ khoan	8,253	-17%	1,075	-22%
PGS	Khí đốt	2,995	-17%	91	-10%
PGD	Khí đốt	2,548	-21%	172	99%
PVC	Dung dịch khoan	1,791	-15%	145	-19%
PVG	Khí đốt	1,405	-33%	15	
PXS	Cơ khí dầu khí	1,064	21%	78	27%
PVB	Bọc ống dầu khí	681	29%	107	-2%
CNG	Khí đốt	456	-11%	58	7%

Nguồn: BSC tổng hợp

Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí có thể tiếp tục gặp khó khăn trong quý IV/2015 do việc giá dầu ở mức thấp: Các tổ chức lớn đồng loạt hạ dự báo giá dầu cho quý IV/2015 và 2016, trung bình ở mức 50 cho quý IV/2015. Giá dầu ở mức thấp ảnh hưởng trực tiếp đối với các doanh nghiệp kinh doanh khí đốt như GAS, PGS, CNG, PVG, PGD do giá bán được neo theo giá dầu. Hơn nữa, việc giá dầu suy giảm khiến ngân sách của các chủ mỏ thu hẹp, tạo áp lực giảm cầu cũng như giá các dịch vụ dầu khí, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ dầu khí như PVD, PVS, PVC và PVB.

Thống kê dự báo giá dầu của các tổ chức

Tổ chức	04 15	01 16	02 16	03 16	04 16
Prestige Economics LLC	49	52	58	60	63
Natixis SA	43	40	43	47	51

Citigroup Inc	39	39	46	51	55
Capital Economics Ltd	50	51	52	53	55
Westpac Banking Corp	44	44	44	44	47
Lloyds Bank PLC	55	61	66	64	69
Societe Generale SA	43	48	45	50	55
Commerzbank AG	52	54	57	62	62
Itau Unibanco Holding SA	46	47	48	49	50
BNP Paribas SA	51	55	52	58	59
Intesa Sanpaolo SpA	50	54	59	63	66
Standard Chartered Bank	41	44	53	63	70
Santander UK PLC	45	51	53	53	55
Danske Bank A/S	48	53	58	60	62
Toronto-Dominion	44	50	55	63	68
LBBW	45	45	50	50	55
CIBC World Markets Corp	60	55	60	65	70
Median	50	53	58	61	62
Mean	51	53	57	60	61

Nguồn: Bloomberg

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành dầu khí trong quý IV/2015. Mặc dù nhận định triển vọng ngành còn khó khăn khi giá dầu được dự báo ở mức thấp. Tuy nhiên chúng tôi vẫn lưu ý một số doanh nghiệp có cơ bản tốt, nên cân nhắc khi ngành có dấu hiệu phục hồi. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng một số doanh nghiệp kinh doanh khí đốt như PGD, CNG, PGS có thể tăng trưởng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng lên và giá đầu vào giảm. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng PVS và PXS có thể duy trì kết quả kinh doanh khả quan trong quý IV/2015 nhờ sản lượng cung cấp dịch vụ tăng lên. Lưu ý, dự báo kết quả kinh doanh 2015 của PGS và CNG đã được chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ so với báo cáo cập nhật gần nhất theo xu hướng suy giảm giá dầu khiến giá bán giảm. Tuy nhiên chúng tôi vẫn duy trì đánh giá khả quan đối với 2 cổ phiếu này.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
PXS*	1,666	124	1,882	130	2,600	8.00	1.52	17,800	15,200	-14.6%	20,800
PVS*	31,373	1,765	28,227	1,466	3,163	8.00	1.07	25,700	20,800	-19.1%	25,300
CNG	1,086	112	1,013	117	4,328	7.49	1.70	28,900	29,600	2.4%	32,426
PGS	7,484	191	6,293	191	2,881	8.31	1.00	19,200	19,100	0.5%	23,934
PGD	6,965	165						29,700	43,000		

Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

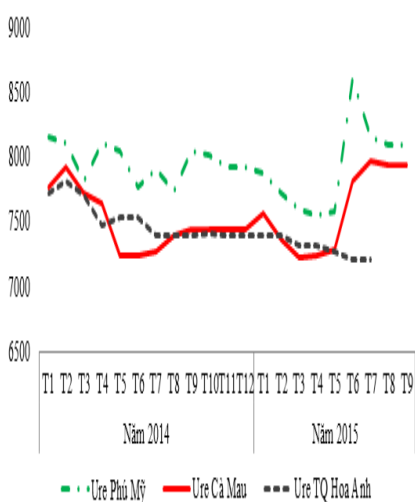
Sản xuất phân bón tiếp tục tăng nhẹ: tính chung 8 tháng đầu năm 2015, sản lượng phân đạm urea đạt 1,431 nghìn tấn, tăng 0.7% so với cùng kỳ 2014. Sản xuất phân bón NPK tăng mạnh hơn với mức tăng 2.9%, đạt 1,675 nghìn tấn.

Nhập khẩu phân bón tiếp tục tăng mạnh do các nhà máy trong nước ngừng bảo dưỡng, sửa chữa: theo thống kê của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, 8 tháng đầu năm Việt Nam nhập khẩu 2.81 triệu tấn phân bón với giá trị nhập khẩu đạt 822 triệu USD, tăng 13% về khối lượng và 11.8% về giá trị so với cùng kỳ năm 2014. Đặc biệt, với mặt hàng phân Urea, khối lượng nhập khẩu tăng đến 81% và giá trị nhập khẩu tăng đến 87% do việc hàng loạt nhà máy tiến hành bảo dưỡng, sửa chữa trong quý II như Đạm Phú Mỹ, Đạm Hà Bắc, Đạm Ninh Bình và trong quý III như Đạm Cà Mau.

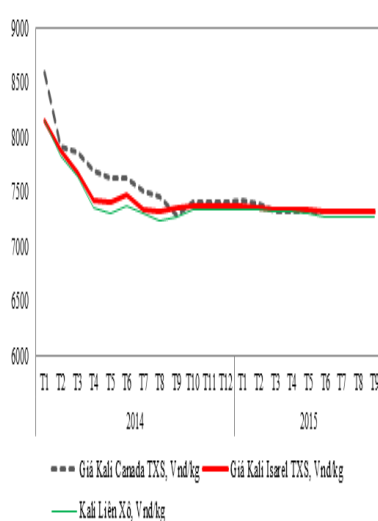
Việc tăng tỷ giá và biên độ giao động tỷ giá USD/VND giúp nâng cao sức cạnh tranh của phân bón trong nước: trước kia, giá phân bón Trung Quốc nhập khẩu thường thấp hơn giá phân bón trong nước khoảng 500 đồng/kg. Mặc dù Trung Quốc phá giá đồng nhân dân tệ, nhờ việc tăng tỷ giá và biên độ giao động tỷ giá USD/VND đã giúp giá các loại phân bón trong nước ngang bằng phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc- nguồn cung khoảng 50% sản lượng phân bón nhập khẩu của Việt Nam.

Giá phân bón ổn định trong quý III/2015: sau khi tăng mạnh trong quý II/2015 do khan hiếm cục bộ, giá phân bón Urea đã ở mức ổn định trong những tháng quý III/2015. Đồng thời, do nhu cầu tiêu thụ không biến động lớn nên giá các loại phân bón khác cũng được duy trì ổn định.

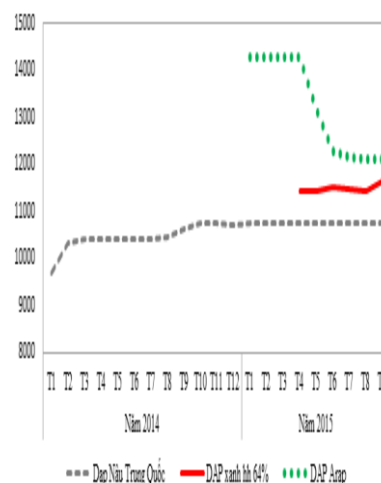
Diễn biến giá phân bón Urea tại Việt Nam (nghìn đồng/kg)



Diễn biến giá phân bón Kali tại Việt Nam (nghìn đồng/kg)

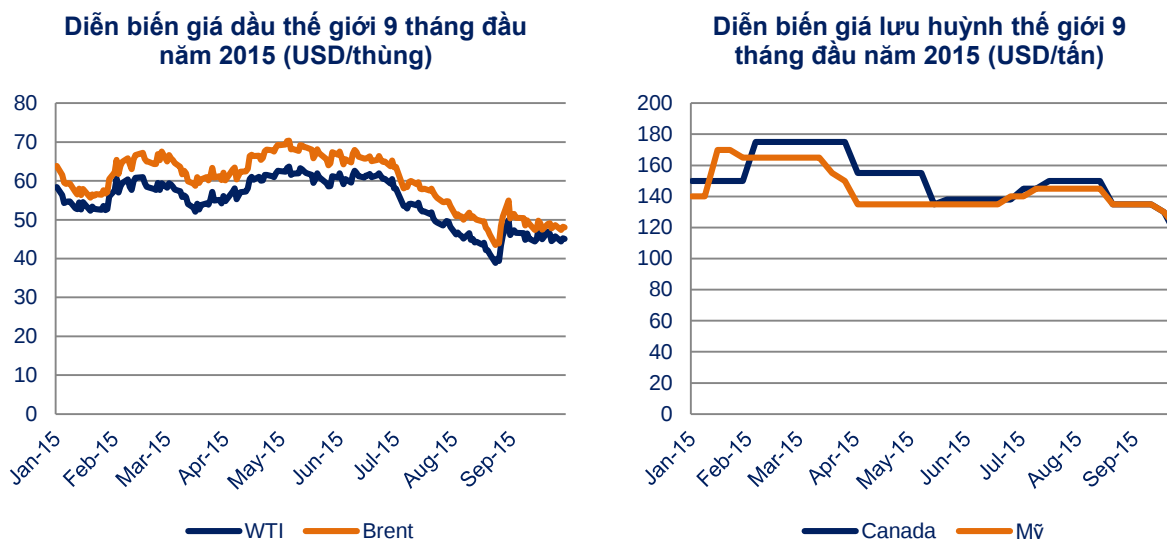


Diễn biến giá phân bón DAP tại Việt Nam (nghìn đồng/kg)



Nguồn: Agromonitor

Giá đầu vào giảm mạnh: tính từ 30/06/2015 tới thời điểm 28/09/2015, nhờ suy giảm của giá dầu thô, giá khí đầu vào cho sản xuất urea của DPM giảm trung bình khoảng 26%. Hơn nữa, giá lưu huỳnh- nguyên liệu chính cho sản xuất phân supe lân cũng giảm khoảng 14-16% trong cùng giai đoạn. Dự báo quý IV/2015, giá dầu sẽ tiếp tục ở mức thấp khoảng 50 USD/thùng trong khi giá lưu huỳnh ở mức ổn định khoảng 150 USD/tấn.



Nguồn: BSC tổng hợp

Tiếp tục diễn biến trái chiều trong kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón: nhờ hưởng lợi từ việc giá dầu suy giảm nên DPM ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong 6 tháng đầu năm 2015 và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng lợi nhuận trong quý III/2015. Đối với LAS, trong khi quý I gặp ảnh hưởng nặng nề từ việc giá bán suy giảm thì quý II đã có tăng trưởng mạnh mẽ nhờ thay đổi phương thức bán hàng và giá lưu huỳnh giảm.

	Sản phẩm chính	DTT 6T2015	%y.o.y	LNST 6T2015	%y.o.y
DPM	UREA	5,128	3%	785	17%
DCM	UREA	2,834		452	
LAS	Supe Lân	2,757	-13%	174	-17%
QBS	Thương mại	1,607		44	
SFG	NPK	1,218	-1%	59	-9%

Nguồn: BSC tổng hợp

Kỳ vọng kết quả kinh doanh khả quan trong quý IV/2015: Với xu hướng giá khí được dự báo giảm theo giá dầu, biên lợi nhuận của DPM được kỳ vọng sẽ tiếp tục được cải thiện trong quý IV/2015. Hơn nữa, quý IV là thời điểm chuẩn bị cho vụ Đông Xuân nên kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp phân bón sẽ tăng lên, giúp các doanh nghiệp như LAS, DCM tiếp tục duy trì kết quả tăng trưởng.. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của SGF có thể vẫn tiếp tục suy giảm do giá bán giảm trong khi chi phí đầu vào chưa được tiết chế.giảm.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Với những nhận định về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón như trên, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **Trung Lập** đối với ngành phân bón trong quý IV/ 2015. Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp như DPM, DCM, LAS sẽ tiếp tục tăng trưởng trong quý IV/2015.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 30/09/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
DPM	8,980	1,129	8,540	1,354	3,418	9.90	1.42	29,300	31,200	6.5%	33,838
LAS	4,985	439						30,900	31,500	1.9%	
DCM	6,044	821						13,600 (**)	13,000	-4.41%	

Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

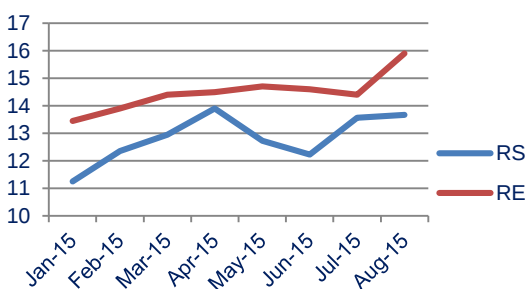
(**) giá tại ngày bắt đầu niêm yết 31/03/2015

TRIỂN VỌNG NGÀNH MÍA ĐƯỜNG

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Giá đường từ đầu năm 2015 đến tháng 8/2015 tăng 21.5% đối với đường RS và 18.2% với đường RE. Nguyên nhân: sản lượng đường trong niên vụ 2014-2015 giảm còn 1.42 triệu tấn (-10.66% yoy) do diện tích trồng mía giảm 4% còn 197 nghìn ha, trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ đường chỉ giảm nhẹ, giảm 3.45%. Điều này khiến cho tồn kho đường cuối vụ 2014-2015 giảm mạnh còn 497 nghìn tấn (- 22,6% so với niên vụ trước).

Hình 1: Giá đường trong nước



Bảng 1: Ước tính đường tồn kho vụ 2015-2016

Đơn vị: tấn.	Niên vụ 13/14	Niên vụ 14/15	Dự báo 15/16
Tồn kho đầu vụ	671,290	641,790	496,790
Sản xuất	1,587,000	1,417,800	1,560,000
Nhập khẩu	73,500	77,200	81,000
Xuất khẩu	240,000	240,000	240,000
Tiêu thụ	1,450,000	1,400,000	1,600,000
Tồn kho cuối vụ	641,790	496,790	297,790

Nguồn: phòng thông tin kinh tế quốc tế, BSC ước tính

Giá đường quý 4/2015 được dự báo tiếp tục tăng.(1) **Tồn kho ước tính giảm** so với niên vụ trước. Chúng tôi ước tính, tồn kho cuối niên vụ 2015-2016 là 297,790 , giảm 40 %y.o.y. (2) **Giá đường thế giới được dự báo tăng.** Theo dự đoán của USDA, giá đường thế giới năm 2015 sẽ tăng 43% so với năm 2014, lên mức 17.22 cents/lb. Điều này sẽ có tác động tích cực lên giá đường trong nước.

Dự báo giá đường thế giới

Đv:cents/pound	Giá hiện tại	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Bloomberg	12.05	13.1-14	14.11-15.77	14.74-17	14.96-19.4	N/A
BMI		14	15	15	16.5	17.5
USDA		17.22	15.42	19.81	16.57	16.96

Nguồn: Bloomberg, BMI, USDA

Cạnh tranh tăng do nhập khẩu đường từ các nước ASEAN không còn bị đánh thuế. Theo chương trình thuế quan ưu đãi có hiệu lực chung (CEPT), đến năm 2015, thuế nhập khẩu đường từ các nước ASEAN vào Việt Nam sẽ có mức thuế 0%. Ngành đường trong nước sẽ phải cạnh tranh với các nước sản xuất đường mạnh trong khu vực: Thái Lan, Trung Quốc.

KQKD 2 quý đầu năm phân hóa mạnh.Một số doanh nghiệp kinh doanh khá hiệu quả khi cả doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng tích cực: SBT, BHS, SLS, KTS nhờ tăng sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận gộp. Trong khi đó, hiệu quả kinh doanh của một số doanh nghiệp giảm như LSS, NHS. Trong đó, chúng

tôi lưu ý, NHS sẽ chính thức bị hủy niên yết từ 27/10/2015 để hoán đổi với BHS. Kết quả kinh doanh 6T2015 của NHS giảm mạnh so với cùng kỳ 2014 do tăng mạnh chi phí lãi vay và lỗ thanh lý các khoản đầu tư(chi phí tài chính tăng 271%, đạt 127 tỷ)

đv:tỷ đồng	DT6T/15	DT6T/14	% Y.O.Y	LN6T/15	LN6T/14	% Y.O.Y
BHS	1,634,240	1,263,543	29.34%	56,624	40,828	38.69%
SBT	1,114,220	1,005,043	10.86%	116,014	18,270	535.00%
NHS	906,522	518,886	74.71%	-34,877	125,189	-127.86%
LSS	736,797	832,159	-0.27%	15,418	33,278	-56%
SLS	390,245	302,406	29.05%	48,189	19,499	147.14%
KTS	203,210	88,502	129.61%	14,693	-923	1691.87%

Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành đường và lưu ý một số mã cổ phiếu.

Mã CK	DT2014 (tỷ đồng)	LN2014 (tỷ đồng)	DT2015E (tỷ đồng)	LN2015E (tỷ đồng)	EPS 2015	P/E F 2015	P/B F 2015	Giá đóng cửa 31/12/2014	Giá đóng cửa 1/10/2015	Tăng/ Giảm	Giá mục tiêu
LSS	1,958	120	2,001	131.5	1,256	N/A	N/A	30,000	38,200	27.3%	N/A
SBT	1,962	120.6	2050	180	1,242	N/A	N/A	12,900	13,700	6.2%	N/A
NHS	1,086	46	1,500	63	829.6	N/A	N/A	12,500	15,000	20%	N/A

Nguồn: BSC dự báo, (*) là những mã có giá điều chỉnh

TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬN TẢI BIỂN

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

BDI bắt đầu hồi phục nhưng vẫn ở mức thấp: Sau khi giảm mạnh trong Q1 về mức đáy mọi thời đại (509 điểm), chỉ số BDI đã phục hồi về mức 943 điểm (+20% YTD). Tuy nhiên tăng điểm trở lại nhưng với mức giá cước hiện tại, các doanh nghiệp vận tải chủ yếu mới chỉ dừng lại ở mức cân bằng thu-chi và chưa thể có lãi.

Lỗ tỷ giá sẽ tăng mạnh tại các doanh nghiệp có dư nợ bằng đồng USD lớn như VOS (lỗ tỷ giá khoảng 89,5 tỷ), PVT (128 tỷ), VTO (43,2 tỷ) khi tỷ giá USD/VND đã tăng khoảng 5,06% trong 9 tháng.

KQKD 6 tháng phân hóa giữa 2 nhóm vận chuyển dầu/LPG và hàng khô: (1) Các doanh nghiệp như PVT, GSP, VTO đều có tăng trưởng ổn định so với cùng kỳ do hoạt động theo hình thức cho thuê định hạn, chủ yếu vận chuyển nội địa ít chịu ảnh hưởng của biến động giá cước trên thế giới; (2) Các doanh nghiệp vận chuyển hàng khô như VOS, VNA tiếp tục thua lỗ do giá cước giảm mạnh.

Triển vọng Q4: Theo tính mùa vụ, đây là thời điểm tốt nhất trong năm với các doanh nghiệp vận tải biển khi sản lượng vận chuyển gia tăng do bước mùa xuất nhập khẩu. Tuy nhiên với việc giá hàng hóa chưa có dấu hiệu phục hồi, kinh tế trung quốc tăng trưởng chậm lại sẽ tạo áp lực lên giá cước và chúng tôi cho rằng KQKD Q4 của các doanh nghiệp sẽ không có nhiều đột biến.

Mã	Vận tải	Tổng trọng tải (DWT)	DT 6T/2015 (tỷ đồng)	LN 6T 2015 (tỷ đồng)	DT 6T//2015 (tỷ đồng)	LN 6T/ 2015 (tỷ đồng)	% Tăng (giảm) DT	% Tăng (giảm) LN
PVT	Dầu	131	2,583.00	34.8	2,531.00	38.3	-2%	10%
GSP	LPG		447.30	17.4	500.70	33.9	12%	95%
VIP	Dầu	145	336	7.5	301.1	28.6	-10%	281%
VTO	Dầu	162	792.8	21.3	646.6	26.6	-18%	25%
VOS	Hàng khô	472	1060	-85.3	792.6	-186.7	-25%	-119%
VNA	Hàng khô	175.6	343.6	-24.6	325.2	-37.5	-5%	-52%
TJC	Hàng khô	26	115.3	5.2	96.4	7.3	-16%	40%

Nguồn: BSC tổng hợp

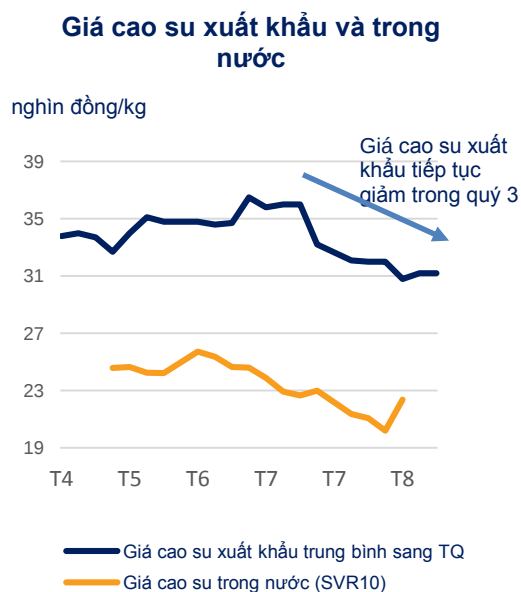
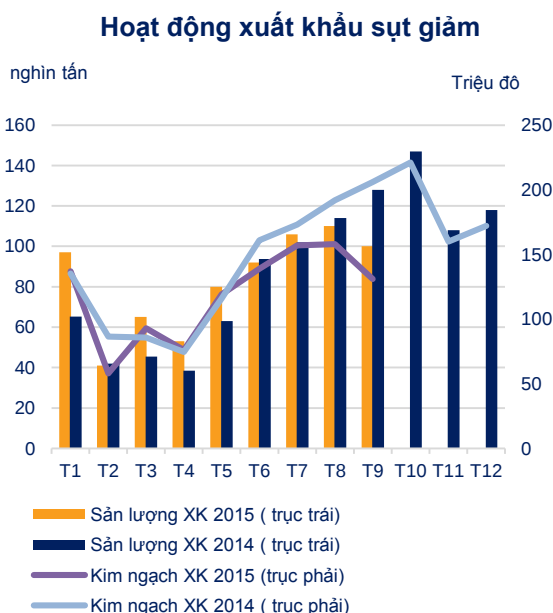
II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi hạ đánh giá xuống mức **KÉM KHẢ QUAN** với ngành vận tải biển. Mặc dù đang hưởng lợi từ việc giá dầu ở mức thấp nhưng các doanh nghiệp vận tải biển vẫn đang gặp nhiều khó khăn: **(1)** Giá cước vẫn đang ở mức thấp và giá hàng hóa vẫn đang trong xu hướng đi xuống; **(2)** Chi phí lãi vay lớn khi đòn bẩy vẫn đang ở mức cao; **(3)** Lực về việc lỗ tỷ giá khi xu hướng tăng giá của đồng USD dự báo sẽ tiếp tục diễn ra

TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN

I. THỰC TRẠNG 9 THÁNG 2015

Trong Quý 3, sản lượng cao su xuất khẩu suy giảm, chỉ đạt 316 nghìn tấn (-8.1% yoy), tương ứng với 446 triệu đô (-21.8% yoy). Tính cả 9 tháng đầu năm, sản lượng cao su xuất khẩu đạt 744 ngàn tấn (+7.5% yoy), tương đương 1,068 triệu USD (-13.1% yoy). Lượng tăng trong sản lượng xuất khẩu tập trung ở 6 tháng đầu năm và suy giảm vào quý 3 do: (1) Tiêu chuẩn mới cho cao su hỗn hợp của Trung Quốc được áp dụng vào ngày 1/7/2015 làm tăng mức thuế nhập khẩu vào Trung Quốc từ 0% lên tới 20% cho các sản phẩm cao su có hàm lượng cao su tự nhiên từ 88% đến 95%. (2) Hoạt động xuất khẩu tiểu ngạch sang Trung Quốc bị đình trệ trong nửa đầu tháng 8 tại khu vực cửa khẩu phía bắc do mưa lũ ở Quảng Ninh khiến các con đường tiểu ngạch phải đóng cửa và (3) Giá dầu thô ở mức thấp trong quý 3 làm giảm chi phí sản xuất cao su tổng hợp từ dầu thô, là sản phẩm thay thế cho cao su hỗn hợp.



Giá cao su xuất khẩu tiếp tục giảm từ nửa sau tháng 7 cho đến nay đưa mức giá cao su xuất khẩu trung bình trong quý 3 giảm -15% yoy. Nhu cầu giảm ở các thị trường chính đặc biệt là Trung Quốc và việc đồng NDT mất giá 4.6% đã khiến giá cao su bị ép xuống trong nửa cuối tháng 8 đến nay. Cùng với đó, giá cao su thu mua trong nước cũng theo đà đi xuống. Việc giá thu mua mủ cao su ở mức quá thấp trong nhiều năm, trong khi gỗ cao su đang được ưu chuộng trên thị trường đã khiến cho nhiều nông dân đã đồn hạ vườn cao su đang trong thời kỳ thu hoạch.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cao su nhìn chung là không khả quan cho Q2/2015. Hầu hết các doanh nghiệp đều có mức sụt giảm lớn trong doanh thu và lợi nhuận của nửa đầu 2015 so với cùng kì năm trước. Hoạt động thanh lý vườn cây cao su được một số doanh nghiệp đẩy mạnh như TNC và DPR, giúp lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng tốt.

	DT 1H2015 (tỷ đ)	% yoy	LNTT 1H2015 (tỷ đ)	%yoy	Chú thích
TNC	39.92	+29.3%	10.22	+181%	Lợi nhuận khác đóng góp 12 tỷ đồng, chủ yếu từ thanh lý cây cao su
TRC	151.8	-34.8%	24.62	-70.4%	
DPR	250.47	-23.9%	132.04	+49.4%	Mức tăng trưởng đến từ việc thanh lý vườn cao su và từ bồi thường tổn thất tài sản (khoảng 50 tỷ đồng)
HRC	34.46	-61.2%	34.86	-10.3%	
PHR	524.85	-28.5%	66.7	-53.9%	
VHG	234.14	+63.2%	50.92	+60.6%	Thu nhập tài chính từ việc chuyển nhượng vốn đóng góp 45 tỷ đồng

Nguồn: BSC tổng hợp

Trong quý 4/2015 và năm 2016, giá cao su được dự báo duy trì ở mức thấp. Theo nhận định của VRA, sản lượng cao su thiên nhiên thế giới vẫn ở trong tình trạng cung vượt cầu ở mức 300 nghìn tấn, khiến giá cao su trên thế giới khó có thể phục hồi trong năm 2016. Trong khi đó, tình hình suy giảm kinh tế ở Trung Quốc sẽ ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam.

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** cho ngành cao su vào Q4/2015. Việc các doanh nghiệp cao su đang cải thiện tình hình kinh doanh bằng các hoạt động thanh lý vườn cao su và hoạt động tài chính khó có thể duy trì trong dài hạn. Bên cạnh đó, việc nông dân bỏ trồng cao su ngày càng tăng có thể khiến giá cao su thu mua nội địa tăng lên do thiếu hụt nguồn cung, qua đó ảnh hưởng đến lợi nhuận các doanh nghiệp xuất khẩu cao su.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về triển vọng ngành và thị trường chứng khoán Việt Nam. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật.

Lê Thị Hải Đường
Trưởng phòng TVĐT Hội sở
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Trần Thăng Long
Trưởng Phòng Phân tích
Tel: 0439352722 (118)
longtt@bsc.com.vn

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Lương Thu Hương
Xây dựng, Thép, Xi măng, Công nghệ, Dệt may
huonglt@bsc.com.vn
Nguyễn Hồng Hà
Vận tải biển, BĐS, Cảng biển
hanh@bsc.com.vn

Trần Thị Hồng Tươi
Ngân hàng, Dược, Nhựa, Săm lốp, Mía đường
tuoith@bsc.com.vn

Vũ Thu Hà
Dầu khí, Phân bón, Điện
Havt@bsc.com.vn
Nguyễn Bảo Hoàng Lê
Bảo hiểm, Thủy sản, Cao su
thanhptn@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
facebook: www.Facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC.).

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM

Tầng 10, 11, tòa tháp BIDV 35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội. Tel: 04.39352722 Web: www.bsc.com.vn
CHI NHÁNH: Lầu 9, 146 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.Hồ Chí Minh Tel: 08 38218508 Fax: 08 38218510