

Vietnam Sector Outlook

Báo cáo triển vọng ngành (part 2)



BSC

Mục lục

Chiến lược đầu tư Ngành 2016	1
1. Nhận định chung về chiến lược đầu tư ngành 2016	1
2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2016	4
3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành	10
4. Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2016	12
Ngành Ngân hàng 2016	14
Ngành Bất động sản 2016	18
Ngành Xây dựng 2016	23
Ngành Xi măng 2016	25
Ngành Gạch men 2016	28
Ngành Công nghệ 2016	30
Ngành Cảng biển 2016	33
Ngành Ô tô 2016 36	36
Ngành Bảo hiểm 2016	39
Ngành Dệt may 2016	43
Ngành Điện 2016	48
Ngành Phân bón 2016	52
Ngành Sữa 2016	55
Ngành Nhựa 2016	59
Ngành Thép 2016	62
Ngành Mía đường 2015/2016	65
Ngành Săm lốp 2016	70
Ngành Dược 2016	72
Ngành Thủy sản 2016	75
Ngành Dầu khí 2016	78
Ngành Vận tải biển 2016	84
Ngành Cao su tự nhiên 2016	88

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2016

Kể từ khi BSC bắt đầu thực hiện các báo cáo đánh giá ngành hàng năm (từ 2012) và review hàng quý (từ 2015), chưa bao giờ việc lựa chọn ngành đầu tư trở nên khó khăn như hiện tại. Tính đến cuối năm 2015, hiếm có chỉ số chứng khoán nào còn giữ được màu xanh nếu tính theo USD, trong đó các thị trường mới nổi và đường biên có mức giảm sâu nhất có thể kể tên như Straits Times Index của Singapore (-15%), SET Index của Thái Lan (-14%) và JCI Index của Indonesia (-12%). Đối với TTCK Việt Nam, VNIndex tăng 6,1% xếp vị trí thứ 5 trong số các thị trường tăng mạnh nhất khu vực châu Á. Trong giai đoạn 2012-2015, lãi suất giảm dần duy trì ở mức thấp và giá nguyên vật liệu giảm là yếu tố nền tảng giúp các doanh nghiệp cải thiện KQKD. Tuy nhiên, thời điểm hiện tại lãi suất có khả năng tạo đáy và sẽ bắt đầu tăng nhẹ trở lại từ năm 2016 cùng với các yếu tố biến động khiến việc tăng trưởng KQKD phụ thuộc phần lớn vào nội lực của doanh nghiệp và các ngành.

Năm 2016 là năm tập trung của nhiều sự đổi thay và kỳ vọng, xen lẫn đó là sự khó khăn và phân hóa của kinh tế thế giới cũng như rủi ro địa chính trị leo thang, qua đó ảnh hưởng đến các dòng tiền đầu tư vào thị trường chứng khoán. Để xem xét mức độ hấp dẫn của cổ phiếu, bên cạnh khả năng tăng trưởng KQKD từ hoạt động cốt lõi, những tác động bên ngoài cũng cần được đánh giá tổng thể.

Chúng tôi đưa ra nhận định về Chủ đề đầu tư, ngành và thời gian cho năm 2016 trên cơ sở lần lượt phân tích (1) Nhóm các chính sách và thông tin có ảnh hưởng tới ngành năm 2016 và (2) Đánh giá chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành.

1. Nhận định chung về chiến lược đầu tư ngành 2016

Trên những cơ sở nền tảng là các nghiên cứu và ước lượng mức độ ảnh hưởng của cả các dự báo tích cực và tiêu cực được phân tích chi tiết trong Báo cáo Vĩ mô và TTCK 2016 và phân tích chu kỳ kinh tế cũng như mức độ chấp nhận của định giá so sánh chúng tôi đưa ra các chủ đề đầu tư lưu ý, Nhận định triển vọng Ngành và Chiến lược đầu tư Ngành trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng mức độ phân hóa của các ngành sẽ mạnh hơn năm 2015, đồng thời phân hóa giữa những doanh nghiệp trong cùng 1 ngành lớn. Do năm 2016 là năm khó khăn và nhiều ẩn số hơn, nên nhìn chung các lựa chọn ngành năm nay sẽ theo hướng thận trọng và phòng thủ hơn những năm trước. Cụ thể như sau:

Những Chủ đề đầu tư đáng lưu ý của năm 2016:

- **Thứ nhất, Bất động sản ảm đạm trở lại, thanh khoản tăng.** Là một trong những CTCK đầu tiên Bullish về Ngân hàng và bảo hiểm năm 2015, chúng tôi vẫn đánh giá kinh tế Vĩ mô tiếp tục phục hồi sẽ tác động tích cực đến Nhóm tài chính gồm: Ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm. Tuy vậy tăng trưởng giá cổ phiếu mạnh mẽ của các nhóm này đã phần nào thể hiện kỳ vọng đó, và chúng tôi đánh giá với những ngành này năm 2016 là năm đi ngang ổn định với mặt bằng mới, thay vì kỳ vọng sự tăng trưởng tương tự. Chúng tôi kỳ vọng nhóm BĐS sẽ là ngành có những thay đổi cơ bản về KQKD từ năm 2016, và có quy mô đủ lớn về vốn hóa và thanh khoản. Hưởng lợi từ xu thế

này, nhóm các ngành downstream của của BĐS sẽ tiếp tục phục hồi như: Xây dựng, vật liệu (thép, xi măng, đá, nhựa xây dựng), nội thất (gạch, gạch lát, gỗ, bóng điện, dây điện,...).

- Thứ hai, Các hiệp định thương mại tự do (FTA).** Với 17 hiệp định Thương mại tự do đã và sẽ hoàn tất đàm phán, Kinh tế Việt Nam sẽ trở nên mở hơn với tổng quy mô các nền kinh tế chiếm 60% dân số và 80% GDP thế giới. Điều này khiến Việt Nam trở thành 1 trong số các quốc gia mở nhất về FTA. Những ngành có kim ngạch xuất khẩu lớn sẽ nhận ảnh hưởng tích cực từ các FTA: **đệt may, thủy sản, da giày, thương mại ô tô.** Nhóm ngành được chúng tôi đánh sẽ hưởng lợi gián tiếp là: **vận tải biển, cảng biển, khu công nghiệp, logistic...** trong khi áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng tại các ngành như: **thép, phân bón, mía đường...** Xét về mức độ ảnh hưởng và mức định giá, chúng tôi cho rằng logistics và cảng biển đang là nhóm ngành hấp dẫn với hoạt động ổn định và mức định giá P/E forward < 10 đối với khá nhiều doanh nghiệp trong khi tiềm năng tăng trưởng lớn khi một số hiệp định bắt đầu có hiệu lực từ năm 2016. 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](#) và [báo cáo Cập nhật ngành Cảng biển](#) của BSC.
- Thứ ba, mặt bằng giá nguyên vật liệu ở mức thấp.** Kinh tế thế giới tăng trưởng chậm, USD lên giá khiến mặt bằng giá nguyên vật liệu phần lớn đang quay về mức giá năm 2008. Điều này sẽ có tác động trái chiều tăng áp lực cạnh tranh tại các ngành nhập khẩu nhiều hoặc xuất khẩu khoáng sản như **thép, phân bón, mía đường, khoáng sản...** và có tác động tích cực đến các ngành sử dụng nhiều nguyên liệu đầu vào như: hưởng lợi trực tiếp (**Vận tải, ô tô, phân bón, nhiệt điện, kinh doanh khí**), hưởng lợi gián tiếp (**hóa chất, nhựa đường, nhựa, phân bón, điện, cáp điện...**). Đối với nhóm dầu khí, chúng tôi cho rằng rủi ro vẫn còn khá cao và cơ hội chưa thực sự rõ ràng mặc dù nhiều cổ phiếu đã giảm về vùng định giá hấp dẫn.
- Thứ tư, nhóm cổ phiếu thoái vốn hoặc hết room.** Quyết tâm đổi mới doanh nghiệp của Chính Phủ được kỳ vọng sẽ thúc đẩy mạnh mẽ hơn trong năm 2016, và được cụ thể hóa vào chính sách (1) thoái vốn nhà nước và (2) mở room cho NĐT NN. Giá dầu ở mức thấp đang gây áp lực lên ngân sách và chúng tôi cho rằng sức ép thoái vốn của các tổng công ty (SCIC, VCG, Lilama, Tổng công ty Sông Đà Vinalines,...), các Công ty trực thuộc UBND các tỉnh, các bộ chủ quản cũng sẽ được đẩy mạnh trong các năm tới. Cơ hội sẽ đến tại các cổ phiếu khi sự chuyển giao sở hữu góp phần cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản và kết quả kinh doanh. Chúng tôi kỳ vọng các chính sách này sẽ được cụ thể hóa hơn, qua đó thúc đẩy các doanh nghiệp tận dụng nguồn lực cải thiện KQKD mạnh mẽ hơn trong năm 2016. Cổ phiếu nhóm này gồm Ngành sữa (VNM), Nhựa (BMP, NTP), Bảo hiểm (BMI, VNR), BĐS (VCG, DIG, VNE, CTX)... Chi tiết NĐT có thể tham khảo [Báo cáo Phân tích nghị định 60](#) của BSC

- **Thứ năm, các cổ phiếu cơ bản, cổ tức cao đều đặn, beta thấp có thể tiếp tục là điểm đến của dòng tiền:** Trong điều kiện thị trường có những biến động mạnh và tương đối khó khăn (dự báo sẽ diễn ra cuối mỗi quý và cuối năm 2016) trong việc tìm kiếm lợi nhuận, dòng tiền nhiều khả năng sẽ tìm đến những cổ phiếu có tính phòng thủ cao. Nhóm cổ phiếu có đặc điểm chung là nền tảng cơ bản tốt, hoạt động kinh doanh và nhu cầu tiêu dùng ổn định, có lợi thế cạnh tranh, cổ tức đều đặn. Nhóm ngành lưu ý: Cảng biển, điện, nước, nhựa, các công ty ngành hàng không, phân phối gas, thực phẩm.

Nhận định Triển vọng Ngành 2016:

Khi kinh tế dần hồi phục, cùng với nhiều chính sách hỗ trợ của Chính phủ sẽ có hiệu lực trong năm 2016, chúng tôi cho rằng ngành Bất động sản tăng trưởng sẽ là đầu tàu kéo theo những tín hiệu Khả quan với **ngành Xây dựng, Vật liệu xây dựng** (Xi măng, Nhựa) và gián tiếp sẽ hỗ trợ sự phục hồi của **ngành Ngân hàng**. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp ngành BĐS khá phân tán nên khó có thể đóng vai trò dẫn dắt như nhóm cổ phiếu Dầu khí (năm 2014) và Ngân hàng (năm 2015). Cụ thể như sau:

- Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Bất động sản, Xây dựng, Vật liệu xây dựng (gạch men, nhựa), Công nghệ, Cảng biển, Dệt may, Điện, Sửa và Phân bón**. Trong đó ngành chúng tôi ưa thích nhất về mặt cơ bản là CNTT và Cảng biển, về mặt quy mô thị trường là BĐS.
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Nhựa, Thép, Mía đường và Săm lốp**, hạ triển vọng từ Khả quan xuống Trung lập với các ngành **Xi măng, Ô tô, Bảo hiểm và Ngân hàng**. Triển vọng chung của nhóm này đan xen tốt và xấu, nên cơ hội nếu có sẽ không đến với toàn bộ cổ phiếu thuộc ngành.
- **Về phía các ngành KÉM KHẢ QUAN**, chúng tôi vẫn duy trì nhận định này với ngành Cao su tự nhiên, Vận tải biển, Dược như trong báo cáo Triển vọng Ngành Q4 năm 2015, và hạ triển vọng Thủy sản và Dầu khí xuống kém khả quan. Chúng tôi không bi quan nhưng cho rằng nhà đầu tư quan tâm đến các ngành này có lẽ nên kiên nhẫn chờ đợi thêm và chúng tôi sẽ cập nhật lại quan điểm khi xuất hiện những tín hiệu mới.

Tóm tắt cập nhật Triển vọng Ngành 2016

STT	Phân Ngành	Nhận định 2016	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Bất động sản	Khả quan	VIC, DXG, KDH	BCI, CEO, ITC, DIG
2	Xây dựng	Khả quan	CTD, HBC	LCG, C32
3	Gạch men	Khả quan	CVT, VIT, TTC	VGC, TCR
4	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG, ITD	
5	Cảng biển	Khả quan	GMD, PHP, VSC	
6	Dệt may	Khả quan	TNG, TCM	STK

7	Điện	Khả quan	NT2, PPC, SJD, CHP	SHP
8	Phân bón	Khả quan	DPM, BFC	LAS
9	Sữa	Khả quan	VNM	HNM
10	Xi măng	Trung lập	HT1, BCC, BTS	
11	Ô tô	Trung lập	SVC, TMT	
12	Bảo hiểm	Trung lập	PTI, PGI	BVH, BMI
13	Nhựa	Trung lập	BMP, NTP	AAA
14	Thép	Trung lập	HSG, NKG	HPG
15	Mía đường	Trung lập	SLS	BHS, SBT, LSS
16	Săm lốp	Trung lập		DRC, CSM
17	Ngân hàng	Trung lập	MBB	VCB, BID, ACB
18	Dược	Kém khả quan		DHG, IMP
19	Thủy sản	Kém khả quan	VHC	HVG
20	Dầu khí	Kém khả quan	CNG, PGS, PVG	PGC, PGD, PVS, GAS, PVD
21	Vận tải biển	Kém khả quan	PVT, GSP	SKG, VIP
22	Cao su	Kém khả quan		

Nguồn: BSC dự báo và ước tính

Chiến lược đầu tư Ngành 2016 theo chu kỳ thời gian: (NĐT có thể tham khảo các danh mục Ngắn hạn, Canslim và dài hạn và Báo cáo Tư vấn đầu tư được BSC cập nhật thường xuyên)

- Giai đoạn nửa đầu năm 2016:** chúng tôi cho rằng TT sẽ lạc quan hơn vào thời điểm đầu năm, và khó khăn vào thời điểm cuối Quý I và cuối Quý II. Đây là thời điểm tập trung các thông tin về tăng lãi suất USD, qua đó tiếp tục ảnh hưởng đến dòng tiền nước ngoài (trong đó có các ETF). Đối với tin tức từ doanh nghiệp sẽ khả quan hơn do công bố kết quả kinh doanh năm 2015 và tiến hành họp đại hội cổ đông và công bố kế hoạch định hướng kinh doanh cho năm 2016. Chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu sẽ dẫn dắt thị trường xét theo quy mô là: nhóm **Blue Chip và large cap** (do ảnh hưởng dòng tiền lớn, NĐT NN); các chủ đề đầu tư về Bất động sản, hiệp định thương mại tự do, cổ phiếu hết room, thoái vốn cần lưu ý giai đoạn này (chủ đề 1,2,3,4).
- Giai đoạn nửa cuối năm 2016:** Tương tự 2015, sức ép dòng tiền lớn dần do (1) cổ phần hóa & thoái vốn, (2) lãi suất USD lên từng quý tạo sức ép tỷ giá và (3) lãi suất trong nước tăng nhẹ dẫn đến nửa cuối năm 2016 TTCK sẽ chịu nhiều thử thách. Cơ hội thị trường sẽ có trong nhóm cổ phiếu nhỏ hơn (**midcap và small cap**) có KQKD cải thiện và không chịu sức ép lớn của NĐT NN như các bluechip. Các ngành cuối năm được lựa chọn sẽ thiên về phòng thủ hoặc có nền tảng cơ bản tốt, được hưởng lợi lâu dài từ xu thế kinh tế hoặc có lợi thế kinh doanh đặc biệt, lưu ý nhóm cổ phiếu thuộc chủ đề đầu tư giá nguyên vật liệu, beta thấp và các hiệp định FTA (chủ đề 3,4,5).

2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2016

Xét theo chiều hướng ảnh hưởng có thể phân loại như sau:

Góc độ tích cực: Trong **Báo cáo Kinh tế Vĩ mô và Thị trường chứng khoán 2016**, chúng tôi nhận định kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2016 sẽ khả quan hơn 2015. Chúng tôi đánh giá (1) Kinh tế vĩ mô Việt Nam

dù còn nhiều khó khăn (về tỷ giá, nợ công) vẫn tiếp tục cải thiện và nằm trong nhóm dẫn đầu về tăng trưởng kinh tế; (2) Chính phủ sẽ tiếp tục thực hiện các giải pháp tái cơ cấu nền kinh tế, đẩy mạnh tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường tạo môi trường thuận lợi cho sản xuất kinh doanh; (3) Những quy định cụ thể hơn về nới room cho nhà đầu tư nước ngoài dự kiến sẽ ban hành trong năm tới cùng với việc định giá thị trường tương đối thấp khiến thị trường Việt Nam có thể thu hút được dòng vốn ngoại; (4) Nhiều doanh nghiệp lớn sẽ niêm yết trên sàn niêm yết (Upcom) với định giá hấp dẫn sẽ mở ra những cơ hội đầu tư mới; (5) Chính sách kinh tế nới lỏng tại Nhật và Châu Âu bắt đầu thúc đẩy kinh tế phục hồi so với giai đoạn trước; (6) Hoàn tất các Hiệp định Thương mại Tự do quan trọng; và (7) Mặt bằng nguyên vật liệu thấp sẽ giúp phục hồi nhiều ngành kinh tế, cũng như thúc đẩy đầu tư.

Góc độ tiêu cực: (1) Sự bất ổn địa chính trị Thế giới (Nga, Trung Quốc, Trung Đông...) sẽ có tác động tiêu cực lên kinh tế và thị trường chứng khoán toàn cầu; (2) Kinh tế Trung Quốc tiếp tục khó khăn và tái cơ cấu; (3) Tỷ giá tiếp tục là vũ khí của các nền kinh tế mới nổi; trong nước các vấn đề về tái cơ cấu, nợ công và tỷ giá tiếp tục ảnh hưởng đến triển vọng 2016; (4) FED nâng lãi suất cùng với tình hình kinh tế bất ổn tại Trung Quốc có thể khiến dòng vốn ngoại tiếp tục rút khỏi các thị trường mới nổi; (5) Việc duy trì PMI trên ngưỡng 50 sẽ trở nên khó khăn hơn khi sự suy yếu của các nền kinh tế lớn như EU và Trung Quốc đang tác động tiêu cực đến sản xuất của Việt Nam, đặc biệt là nhóm ngành xuất nhập khẩu; (6) Một lượng vốn lớn cũng sẽ chảy vào các đợt IPO trong các năm tới khiến dòng tiền vào thị trường dự báo sẽ không có nhiều đột biến. Ảnh hưởng tiêu cực là yếu tố ngắn hạn, về mặt dài hạn khi các doanh nghiệp sau IPO niêm yết sẽ làm tăng số lượng, vốn hóa cũng như chiều sâu cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Chúng tôi cho rằng năm 2016 tiếp tục là 1 năm biến động của kinh tế thế giới cũng như tình hình trong nước. Các yếu tố trọng yếu nhất được sử dụng để phân tích ảnh hưởng đến các ngành kinh tế của Việt Nam được trình bày dưới đây, nhìn chung, một số ngành chịu ảnh hưởng tiêu cực như Vận tải biển, Dược, Thép, Mía đường, Dầu khí, Cao su; trong khi đó các ngành ít chịu ảnh hưởng, thậm chí có lợi là Công nghệ, Ô tô, Cảng biển, Bảo hiểm, Xi măng, Điện, Nhựa.

Các nhân tố	Giá NVL giảm (giá đầu)	Fed nâng lãi suất	Đồng USD tăng giá	Kinh tế Châu Âu khó khăn / EUR giảm giá	KT Nhật suy thoái / đồng Yên giảm giá	KT Trung Quốc tăng trưởng chậm / đồng nhân dân tệ mất giá	Hiệp định TPP, FTAs, AEC	Khả năng tăng Lãi suất
Vận tải biển	(+)		(-)			(-)		
BĐS	(+)							(-)
Xây dựng	(+)							(-)
Xi măng	(+)			(+)				
Dệt may	(+)		(+)	(-)	(-)	(-)	(+)	
Điện	(+)		(-)	(+)	(+)			
Dược			(-)				(-)	
Nhựa	(+)		(-)	(-)	(-)		(+)	
Săm lốp	(+)		(-)			(-)	(+)	

Ngân hàng							(+)
Thép	(-)				(-)	(-)	(-)
Thủy sản		(+)	(+)	(-)	(-)	(+)	(-)
Mía đường						(-)	
Dầu khí	(-)	(-)	(-)		(-)		
Phân bón	(+)		(+)		(-)	(-)	
Cao su	(-)				(-)	(-)	
Gạch men	(+)				(-)	(+)	
Công nghệ	(+)		(+)/(-)			(+)	
Cảng biển	(+)				(-)	(+)	
Ô tô	(+)					(+)	
Bảo hiểm						(+)	(+)
Sữa	(+)					(-)	

(+) Tích cực / (-) Tiêu cực. Nguồn: BSC dự báo

Đánh giá các thông tin Vĩ mô và Chính sách có tác động đến TTCK 2016

Chúng tôi lưu ý những thông tin Vĩ mô và Chính sách dưới đây có tác động trọng yếu đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2016, cụ thể như sau:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế				
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh
2	ECB nới lỏng chính sách tiền tệ (EUR mất giá)		Tích cực	Mạnh
3	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh
4	Thông tin tiêu cực từ Nga (đồng Rub mất giá)		Tiêu cực	Mạnh
5	Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh
6	Mặt bằng giá nguyên liệu thấp (giá dầu)		Tích cực	Rất mạnh
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước				
1	Nghị định 99/2015/NĐ-CP (hướng dẫn Luật Nhà ở)	10/12/2015	Tích cực	Rất mạnh
2	TT 36/2014/TT-NHNN (đảm bảo an toàn trong HĐ của TCTD)	1/2/2015	Tiêu cực	Rất mạnh
3	Nghị định 60 (nới room NĐT nước ngoài)	1/9/2015	Tích cực	Rất mạnh
4	TT 200/2014/TT-BTC (chế độ kế toán doanh nghiệp)	1/1/2015	Tích cực	Trung bình
5	Quyết định 211/QĐ-VSD (chu kỳ thanh toán T+2)	1/1/2016	Tích cực	Trung bình
6	NĐ 108/2015/NĐ-CP (thay đổi cách tính Thuế TT đặc biệt)	1/1/2016	Trung lập	Mạnh
7	TT 155/2015/TT-BTC (công bố thông tin trên TTCK)	1/1/2016	Tích cực	Trung bình
8	Triển khai Hiệp ước vốn Basel II	02/2016	Tích cực	Mạnh
9	Thuế TNDN giảm từ 22% xuống còn 20%	1/1/2016	Tích cực	Trung bình
10	Điều chỉnh tăng thuế suất thuế Tài nguyên	1/1/2016	Tiêu cực	Trung bình
11	TTCK Phái sinh (Hợp đồng tương lai)	Q3 2016	Tích cực	Trung bình
12	Khả năng tăng lãi suất VND	2016	Tiêu cực	Mạnh
13	USD tăng giá so với VND		Tiêu cực	Rất Mạnh
14	Tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng		Tích cực	Mạnh
15	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình
16	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh

17	Tăng GDP, FDI, PMI, ODA, kiều hối, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình
Các Hiệp định thương mại tự do				
1	ACFTA – Thông tư 166/2014/TT-BTC	1/1/2015	Trung lập	Mạnh
2	FTA Việt Nam - Hàn Quốc	20/12/2015	Tích cực	Mạnh
3	FTA Việt Nam - Liên minh kinh tế Á Âu	2016	Tích cực	Trung bình
4	Hiệp định TPP (*)	2018	Tích cực	Mạnh
5	FTA Việt Nam - EU	2018	Tích cực	Mạnh
6	RCEP ASEAN + 6	Đang ĐP	Tích cực	Mạnh
7	Thành lập Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC)	31/12/2015	Tích cực	Trung bình

Nguồn: BSC tổng hợp

Nhóm các yếu tố bên ngoài: phần lớn đều khá tiêu cực. Việc FED tăng lãi suất sẽ khiến đồng USD dự báo sẽ tiếp tục tăng giá trong năm 2016, và sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành vận tải biển – nhóm có dư nợ bằng đồng USD lớn. Giai đoạn khó khăn của kinh tế Châu Âu đã qua nhưng sự phục hồi vẫn còn khá yếu khiến tăng trưởng các ngành xuất khẩu như thủy sản, dệt may được dự báo ở mức thấp. Kỳ vọng vào việc đồng EUR mất giá mạnh gần như đã phản ánh hoàn toàn vào giá các cổ phiếu có dư nợ bằng EUR lớn (HT1, BCC, NT2) nên ngay cả trong trường hợp đồng EUR tiếp tục mất giá, ảnh hưởng lên giá cổ phiếu của nhóm này sẽ không quá lớn như các năm trước. Kinh tế Trung Quốc giảm tốc và rủi ro tiếp tục phá giá đồng nhân tệ có thể ảnh hưởng đến sức cạnh tranh của các nhóm hàng như thép, dệt may,...

(1) Nền kinh tế Mỹ hồi phục, đồng USD tăng giá. Trong tháng 12/2015, Fed đã nâng lãi suất cơ bản (key interest rate) từ mức 0% - 0,25% lên mức 0,25% - 0,5%. Đây là lần nâng lãi suất đầu tiên sau 7 năm kể từ năm 2008 khi nền kinh tế Mỹ lâm vào khủng hoảng. Goldman Sachs dự báo Fed sẽ nâng lãi suất thêm 4 lần với tổng cộng 100 bsp (1%) trong năm 2016, lãi suất cơ bản sẽ giao động trong khoảng 1,25% - 1,5%. Việc nâng lãi suất và đồng USD tăng giá là minh chứng phục hồi của kinh tế Mỹ, nhưng sẽ có tác động cả tiêu cực và tích cực tới các nền kinh tế khác.

Với Việt Nam, dư nợ nước ngoài ước tính là 41,5% GDP (2015), bên cạnh đó năm 2016 là kỳ hạn trả khoản nợ trái phiếu 750 triệu USD, đồng thời Quốc hội cũng cho phép phát hành 3 tỷ USD trái phiếu để cơ cấu lại nợ trong nước, do đó việc Fed tăng lãi suất và đồng USD tăng giá cũng sẽ tác động tiêu cực đến tình hình vay nợ ngoại tệ. Ngoài ra, với các ngành kinh tế, chỉ có những ngành xuất khẩu như Dệt may, Thủy sản, CNTT (gia công phần mềm),... có nguồn thu USD, sẽ được hưởng lợi.

(2) Kinh tế Trung Quốc kéo chậm tăng trưởng Toàn cầu. Các chuyên gia kinh tế dự báo nền kinh tế Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm sút trong năm 2016, với tăng trưởng GDP là 6,5% (OECD dự báo) và 6,3% (IMF dự báo), thấp hơn so với số liệu tăng trưởng GDP mới công bố là 6,9% của quý 3 2015. Do GDP của Trung Quốc đóng góp tới 16,71% GDP toàn cầu, nên sự chậm lại của nền kinh tế Trung Quốc sẽ tiếp tục kéo chậm tăng trưởng kinh tế Toàn cầu. Ngoài ra, dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc trong tháng 11/2015 còn khoảng 3.438 tỷ USD, giảm 13,9% so với mức đỉnh tại tháng

6/2014, chúng tôi cho rằng khả năng cao Trung Quốc sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm giá RMB trong năm 2016. Do đó, những ngành chịu tác động lớn và trực tiếp từ Trung Quốc sẽ tiếp tục ảnh hưởng như Thép, Vận tải biển, Phân bón, Cao su thiên nhiên, ...

- (3) **Diễn biến tại khu vực châu Âu.** Năm 2016, OECD, IMF và The Conference Board đều đồng quan điểm kinh tế châu Âu sẽ cải thiện khiêm tốn, nhưng vẫn mờ nhạt. Ngoài ra Goldman Sachs cũng dự báo tỷ giá EURUSD sẽ tiếp tục giảm về mức 1,00 trong 12 tháng tới, tương đương giảm khoảng 8,8% so với hiện tại. BSC dự báo USD sẽ tăng giá khoảng 5 – 8% so với VND trong năm 2016, do đó, nếu tính tỷ giá nhân chéo, VND/EUR có thể sẽ không thay đổi nhiều. Vì vậy, nhóm cổ phiếu có vay nợ EUR sẽ khó được lợi như năm 2014 và 2015 (HT1, BCC, BTS, NT2). Ngoài ra, nhóm ngành Xuất khẩu như Dệt may, Thủy sản cũng sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực.
- (4) **Kinh tế Nhật được dự báo tăng trưởng 1,7% năm 2016 (in real terms).** Dự báo nominal GDP sẽ đạt tăng trưởng 3,1% trong năm 2016 (đạt 4,3 nghìn tỷ USD) mức cao nhất trong vòng 19 năm, kể từ 1997. Lực cầu tiêu dùng được dự báo sẽ tăng tại Nhật trong năm 2016 do chính phủ sẽ tăng thuế tiêu dùng trong tháng 4/2017 từ mức 8% lên thành 10%. Bên cạnh đó, JPY được dự báo sẽ giảm 3 – 4% so với USD trong năm 2016, tuy nhiên USD lại tăng 5 – 8% so với VND, nếu tính tỷ giá nhân chéo, JPY có thể tăng nhẹ so với VND. BSC cho rằng những doanh nghiệp xuất khẩu sẽ được hưởng lợi do Nhật Bản là một trong những đối tác xuất khẩu lớn nhất của Dệt may và Thủy sản Việt Nam.
- (5) **Kinh tế Nga sẽ tiếp tục khó khăn.** Kinh tế Nga sẽ tiếp tục khó khăn trong năm 2016 khi Mỹ và Liên minh châu Âu gia hạn trừng phạt kinh tế đến hết 31/7/2016, ngoài ra việc giá dầu lao dốc cũng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến kinh tế Nga. Hiện tại các doanh nghiệp Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển thị trường tại Nga và khu vực Đông Âu, sản lượng xuất khẩu chiếm tỷ trọng không lớn. Do vậy ảnh hưởng của kinh tế Nga tới các Ngành nhìn chung không đáng kể. Tuy nhiên, nhóm ngành thủy sản có HVG xuất khẩu sang Nga với tỷ trọng khoảng 11 – 16% tổng giá trị xuất khẩu của doanh nghiệp, do đó sẽ chịu ảnh hưởng nhiều hơn các doanh nghiệp khác.
- (6) **Giá dầu thế giới chưa có dấu hiệu hồi phục.** Với việc mất cân đối cung cầu chưa được giải quyết và ảnh hưởng từ yếu tố kinh tế chính trị, chúng tôi nhận định giá dầu nhiều khả năng sẽ tiếp tục đà suy giảm trong năm 2016, khó có thể đạt mức bình quân 50 USD/thùng. Sẽ tiếp tục ảnh hưởng Tiêu cực đến KQKD của nhóm doanh nghiệp Dầu khí. Tuy nhiên chi phí đầu vào của các Ngành kinh tế khác đều được tiết giảm, tăng trưởng KQKD sẽ phụ thuộc vào khả năng duy trì biên lợi nhuận của doanh nghiệp, một số ngành được hưởng lợi là Hóa chất, Vận tải, Nhựa,...

Nhóm các yếu tố trong nước

- (1) **Chính sách tỷ giá VND/USD.** Nhằm phản ứng tốt hơn với những tác động từ bên ngoài, đặc biệt là chính sách tỷ giá của Trung Quốc và chính sách lãi suất của Fed, trong năm 2016 NHNN sẽ áp dụng cơ chế điều hành tỷ giá mới theo hướng thị trường và linh hoạt hơn, có thể sẽ thay đổi so

với cơ chế điều hành tỷ giá bằng cam kết biên độ áp dụng từ cuối năm 2011 đến nay. BSC cho rằng, VND/USD sẽ tăng khoảng 5 – 8% so với thời điểm hiện tại trong năm 2016.

- (2) Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước và SCIC thoái vốn.** Tính từ 2011 đến ngày 12/11/2015, cả nước đã cổ phần hóa được 397 doanh nghiệp, và còn lại 130 doanh nghiệp (trong kế hoạch 2011 – 2015) phải tiến hành CPH trong năm 2015 hoặc lùi sang năm 2016. Bên cạnh đó giai đoạn 2016 - 2010 còn có khoảng 500 doanh nghiệp sẽ được CPH, do đó sẽ là lực hút tương đối lớn với dòng tiền đầu tư, và giảm dòng tiền trading trên thị trường.

Về việc SCIC thoái vốn, trong thời gian tới SCIC sẽ tiếp tục đẩy mạnh thoái vốn các khoản đầu tư trong đó có các doanh nghiệp đầu ngành như VNM, FPT Telecom, NTP, BMP,... cùng với các quy định nới room cho NGT nước ngoài đang được hoàn thiện sẽ tạo động lực thu hút dòng vốn nước ngoài vào TTCK.

- (3) Khả năng tăng lãi suất VND.** BSC cho rằng trong năm 2016, lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ (khoảng 0,5%) nhằm tăng sức hấp dẫn của VND trước áp lực Fed nâng lãi suất (tham khảo báo cáo Triển vọng Vĩ mô và TTCK 2016), qua đó sẽ tác động làm tăng lãi suất cho vay dẫn tới tăng chi phí tài chính của các doanh nghiệp trong năm 2016.

- (4) Nghị định số 99/2015/NĐ-CP – Quy định chi tiết và Hướng dẫn thi hành một số điều của Luật nhà ở.** Chúng tôi cho rằng điểm đáng chú ý trong Nghị định này mà có tác động trực tiếp đến thị trường chứng khoán là hướng dẫn cụ thể điều kiện cho người nước ngoài được sở hữu nhà tại Việt Nam, ngoài ra, sau khi hết thời hạn 50 năm theo luật Nhà ở, cá nhân nước ngoài sẽ được gia hạn một lần, nhưng tối đa không quá 50 năm. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng nghị định sẽ chưa có tác động nhiều đến thị trường BĐS trong thời gian tới do còn nhiều rào cản cho người nước ngoài tham gia thị trường BĐS Việt Nam.

- (5) Thông tư 36/2014/TT-NHNN – Áp lực thoái vốn và M&A cho ngành Ngân hàng.** Thông tư quy định: **(1)** Tổng vốn góp mua cổ phần của NHTM vào các doanh nghiệp (bao gồm cả vốn cấp, vốn góp vào công ty con, công ty liên kết) không được vượt quá 40% vốn điều lệ và vốn dự trữ của NHTM. **(2)** NHTM chỉ được nắm giữ tối đa 2 TCTD khác (trừ TCTD là công ty con). **(3)** Lượng cổ phiếu của 1 TCTD mà NHTM nắm giữ không được vượt quá 5% vốn có quyền biểu quyết của TCTD đó. Điều này buộc các NHTM đẩy nhanh tiến độ thoái vốn tại các NHTM khác hoặc xử lý sở hữu chéo thông qua M&A trong năm 2016.

- (6) Triển khai Hiệp ước vốn Basel II – Nhu cầu tăng vốn chủ sở hữu của khối Ngân hàng.** Hiệp ước yêu cầu về vốn tối thiểu được tính toán dựa trên 3 yếu tố rủi ro là rủi ro tín dụng, rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường (trong khi đó, Basel I chủ yếu tập trung vào rủi ro tín dụng), điều này, sẽ làm tăng tổng tài sản có rủi ro (mẫu số) của các ngân hàng áp dụng Basel II và làm phát sinh nhu cầu tăng vốn chủ sở hữu của các ngân hàng.

3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành

Chúng tôi cho rằng mức độ hấp dẫn của các ngành sẽ phụ thuộc vào điểm rơi của chu kỳ kinh tế cũng như mức độ hấp dẫn của định giá. Chúng tôi phân tích hai yếu tố: **(1)** Chu kỳ hiện tại của nền kinh tế (yếu tố nội tại) và **(2)** So sánh với trung bình khu vực. Từ đó có nhận định về những ngành hấp dẫn về mặt đầu tư tùy theo từng thời kỳ thị trường.

Chu kỳ kinh tế

Chúng tôi cho rằng Việt Nam đang chuyển từ giai đoạn đầu của sự phục hồi sang giai đoạn giữa của chu kỳ. Chu kỳ này đặc trưng bởi Kinh tế tăng trưởng (GDP, PMI), Lãi suất tạo đáy và niềm tin tiêu dùng bắt đầu gia tăng (chỉ số niềm tin tiêu dùng ANZ). TTCK đã có một giai đoạn phục hồi và bắt đầu chứng lại, các ngành có sự phân hóa, những nhóm ngành có thể đem lại hiệu suất tốt trong giai đoạn này là: **Bất động sản, xây dựng, vật liệu xây dựng, ngân hàng, bảo hiểm, công nghệ thông tin, hóa chất**. Lưu ý 1 số ngành đã tăng trưởng mạnh từ các năm trước sẽ kém hấp dẫn hơn các ngành còn lại như Ngân hàng, Bảo hiểm.

Hiệu suất của các ngành trong từng chu kỳ của nền kinh tế

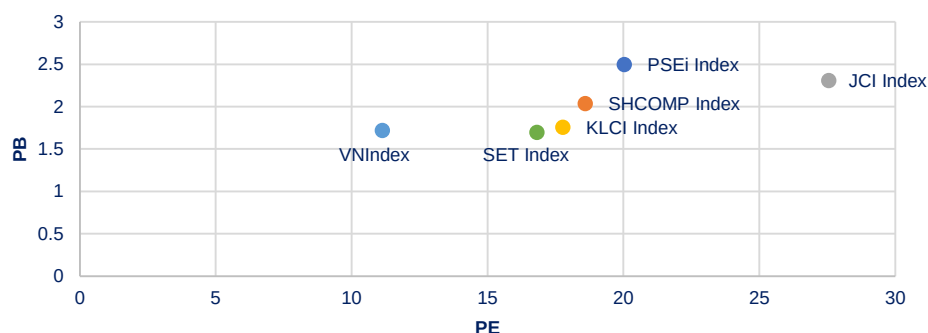
Chu kỳ	Ban đầu	Giữa	Cuối	Suy thoái
Bất động sản	Cao	Trung bình	Trung bình	Thấp
Xây dựng	Cao	Trung bình	Trung bình	Thấp
Bảo hiểm	Trung bình	Cao	Trung bình	Thấp
Ngân hàng	Cao	Trung bình	Trung bình	Thấp
Dệt may	Cao	Trung bình	Thấp	Thấp
Thủy Sản	Cao	Trung bình	Thấp	Thấp
CNTT	Thấp	Cao	Thấp	Thấp
Vật liệu xây dựng	Cao	Thấp	Cao	Thấp
Hàng hóa cơ bản	Trung bình	Thấp	Cao	Cao
Dầu khí	Trung bình	Cao	Cao	Thấp
Dược	Thấp	Thấp	Cao	Cao

(Nguồn: CMC, Fidelity, BSC tổng hợp)

So sánh ngang với TTCK khu vực

Xét trên phạm vi khu vực Đông Nam Á (TTCK Mới nổi) thì Việt Nam luôn có mức chiết khấu khi tính đến các chỉ tiêu định giá như P/B, P/E. Do vậy cũng không ngạc nhiên khi TTCK Mới nổi chịu nhiều sức ép điều chỉnh trong năm qua và khả năng sẽ tiếp tục xu hướng trên năm 2016, thì mức P/E, P/B, EV/Ebitda của Việt Nam sẽ tiếp tục ở trạng thái chiết khấu. Tuy nhiên xét trên từng ngành thì mức chiết khấu có sự dao động khác nhau.

So sánh PE và PB khu vực châu Á mới nổi



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Các Ngành của Việt Nam nhìn chung đang được định giá ở mức tương đối hấp dẫn khi so sánh với trung vị PE của nhóm các nước thuộc khu vực châu Á mới nổi là Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippines và Trung Quốc. Trong số đó có những ngành được có mức chiết khấu tốt hơn khá nhiều so với khu vực như: Viễn thông, công nghệ, dịch vụ công cộng, hóa chất, dịch vụ tiêu dùng... Một số nhóm như Ngân hàng và bảo hiểm sau năm 2015 tăng mạnh thì không còn cách xa mức chấp nhận giá của khu vực.

	Vietnam	Median	Thailand	Malaysia	Indonesia	Phillipines	China
Chăm sóc sức khỏe	7.74	29.98	32.00	22.29	22.03	29.98	71.56
Viễn thông	11.03	21.69	17.26	21.69	24.22	15.04	154.31
Dịch vụ tiêu dùng	9.50	20.41	24.51	18.72	16.86	20.41	63.95
Hóa chất	6.81	19.34	14.75	17.59	19.34	22.07	73.66
Xây dựng & Vật liệu	7.54	17.14	16.93	12.99	20.02	17.14	56.04
Công nghệ	8.13	17.07	12.16	16.77	17.07	28.46	120.96
Dầu khí	6.42	16.41	17.22	9.62	5.06	16.41	86.67
Hàng hóa tiêu dùng	8.88	16.34	14.23	16.00	19.21	16.34	61.83
Dịch vụ công ích	7.74	15.46	15.46	12.32	11.11	15.91	31.84
Dịch vụ tài chính	12.19	13.99	10.90	9.39	13.99	14.15	23.13
Hàng hóa và DV CN	8.25	13.68	16.50	13.50	9.28	13.68	91.70
Bất động sản	10.80	12.76	12.60	9.49	12.76	19.87	42.85
Nguyên liệu cơ bản	8.91	12.11	11.09	13.69	6.94	12.11	78.20
Bảo hiểm	15.70	11.85	10.85	14.97	6.76		12.84
Ngân hàng	10.64	10.70	8.60	10.70	13.06	12.46	7.12

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

4. Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2016

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
BDS	VIC	53,000	7,472	4,000	11.43	2.03	23.50%	45,700	53,000
	DXG	2,148	661	2,300	8.22	1.1	28.20%	18,900	22,800
	KDH	1,765	290	2,305	9.37	1.08	11.30%	21,600	25,100
Xây dựng	CTD	16,000	877	18,743	8.16	1.81	22.19%	153,000	179,200
	HBC	6,500	175	2,300	8.26	1.07	16.70%	19,000	22,800
	LCG	1,472	55	720	9.72	0.51	5.50%	7,000	13,200
Gạch men	CVT	864	77	3,997	5.75	1.28	22.26%	23,000	27,183
	VIT	848	43	2,886	6.83	1.25	18.38%	19,700	22,204
	TTC	413	21	3,565	3.81	0.95	12.37%	13,600	16,100
CNTT - Viễn thông	FPT	47,008	2,470	4,777	10.11	1.54	19.80%	48,300	56,186
	CMG	3,644	156	1,800	8.28	0.89	17.60%	14,900	15,668
	ITD	544	43	2,124	8.24	1.04	16.67%	17,500	20,664
Cảng biển	GMD	4,069	529	4,422	9.59	1.03	10.8%	42,400	50,067
	PHP	2,367	622	1,902	11.09	1.79	16.2%	21,100	23,813
	VSC	1,161	349	8,427	9.14	2.18	24%	77,000	85,146
Dệt may	TNG	2,230	125	5,187	3.66	1.17	32.00%	19,000	28,264
	TCM	2,856	186	3,802	8.1	1.37	17.00%	30,800	34,220
	STK	1,672	134	2,873	11.1	1.84	16.50%	31,900	N/A
Điện	NT2	6,917	1,204	4,174	6.37	1.21	20.00%	26,600	33,392
	PPC	6,921	852	2,676	6.84	1.03	14.00%	18,300	20,032
	SJD	474	238	4,781	5.42	1.02	21.00%	25,900	30,941
	CHP	735	380	2,880	7.19	1.26	20.00%	20,700	24,545
	SHP	593	210	2,246	8.46	1.35	16.00%	19,000	19,082
Phân bón	DPM	9,495	1,868	4,345	6.7	1.25	24.00%	29,100	34,770
	LAS	4,189	393	4,797	6.46	1.73	28.00%	31,000	31,180
	BFC	7,537	258	5,155	5.24	1.55	24.00%	27,000	33,507
Sữa	VNM	45,016	8,823	7,353	17.4	7.1	41.00%	128,000	148,000
	HNM	260	3.4	170	52.4	0.8	1.60%	8,900	N/A
Xi măng	HT1	8,229	769	1,934	13.86	1.64	14.82%	26,800	27,915
	BCC	4,147	244	2,038	6.58	0.67	12.50%	13,400	17,323
	BTS	2,934	130	1,196	7.53	0.7	9.32%	9,000	10,762
Ô Tô	SVC	12,688	174	4,241	9.76	0.97	8.10%	41,400	45,500
	TMT	4,305	289	9,216	5.53	2.04	9.70%	51,000	62,500

Bảo hiểm	PTI	3,026	160	1,982	12.06	1.28	8.40%	23,900	28,000
	PGI	2,492	117	1,675	9.97	1.25	12.10%	16,700	21,000
Nhựa	BMP	3,368	626	12,585	10.41	7.21	29.30%	131,000	157,946
	NTP	3,820	454	5,972	10.08	2.11	24.08%	60,200	68,080
	AAA	1,783	41	728	16.9	0.68	4.38%	12,300	11,200
Thép	HPG	29,166	4,240	5,727	5.1	1.25	24.73%	29,200	N/A
	HSG	15,200	716	5,467	5.76	1.14	19.76%	31,500	34,170
	NKG	5,350	180	3,598	3.5	0.76	21.80%	12,600	13,671
Mía đường	BHS	4,858	162	1,251	15.59	1.23	7.90%	19,500	N/A
	SBT	3,090	233	1,255	19.2	1.71	8.90%	24,100	N/A
	LSS	1,697	34	506	17.79	0.41	2.30%	9,000	N/A
	SLS	741	95	13,941	3.69	1.2	32.40%	51,500	64,705
Săm lốp	DRC	3,453	362	3,641	11.97	2.25	21.31%	43,600	43,696
	CSM	3,303	210	2,567	9.62	1.23	14.62%	24,700	24,896
Ngân hàng	VCB		5,868	1,886	23.28	2.63	13.28%	43,900	42,200
	MBB		3,093	1,855	7.87	0.95	13.20%	14,600	16,600
Dược	DHG	3,530	658	6,812	9.76	1.85	22.00%	66,500	70,000
	IMP	999	104	3,103	12.09	1.23	11.98%	37,500	40,100
Thủy sản	HVG	23,994	162	870	15.17	1.1	7.30%	13,200	13,050
	VHC	6,746	382	4,131	7.07	1.51	17.00%	29,200	35,000
Dầu khí	CNG	1,138	128	4,732	6.64	1.35	22.00%	31,400	36,688
	PGS	6,314	217	2,736	6.4	0.63	15.00%	17,500	20,142
	PVG	2,941	27	809	10.01	0.54	7.00%	8,100	9,533
Vận tải biển	PVT	5,789	424	1,657	6.15	0.69	9.10%	10,200	12,271
	GSP	1,074	86	2,866	5.3	1.12	20.01%	15,200	17,200
	SKG	382	218	8,921	9.87	3.7	37.70%	88,000	89,433
	VIP	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	9,500	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Bất động sản 2016 [Khả quan]

- Thị trường bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh, giá nhà trung bình đang thấp hơn 30% so với đỉnh 2008
- Lượng cung ước tính tăng mạnh ở Tp. Hồ Chí Minh (+88%) và tại Hà Nội (+60%) nhưng nhu cầu dự báo sẽ duy trì ở mức cao.
- Cơ sở hạ tầng được cải thiện đáng kể với việc xây dựng các tuyến metro, khu hành chính Thủ Thiêm, đặc khu kinh tế,...
- Bất động sản nghỉ dưỡng với cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất tại Phú Quốc.
- Giai đoạn 2016-2017 sẽ là thời điểm tăng trưởng mạnh về KQKD đối với nhiều doanh nghiệp khi tiến hành bàn giao nhà và do áp dụng TT200

Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong năm 2016 nhờ:

Thị trường bước vào chu kỳ tăng trưởng nhanh, dấu hiệu bong bóng chưa xuất hiện: Mặc dù lượng giao dịch tăng mạnh nhưng chủ yếu thị trường đang hấp thụ lại lượng hàng tồn kho của các năm trước, giá bán chỉ tăng nhẹ 3%-5% tại một số dự án. So sánh với đỉnh chu kỳ năm 2008, thì giá nhà trung bình đang thấp hơn khoảng 30%, như vậy cần mất trung bình từ 3-5 năm tiếp theo để thị trường có thể quay về vùng giá của đợt tăng trước đây. 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).

Lượng cung tăng mạnh nhưng nhu cầu dự báo vẫn duy trì ở mức cao:

- **Về phía cung:** Từ Q4/2015 đến cuối năm 2016, nguồn cung căn hộ ở Tp. Hồ Chí Minh sẽ tăng thêm 57.000 căn (+ 88% so với nguồn cung hiện tại) trong khi ở Hà Nội là 24.000 căn (+60% nguồn cung hiện tại).
- **Về phía cầu:** Tuy lượng cung lớn nhưng có thể thấy: **(1)** Với việc kinh tế phục hồi, tầng lớp trung lưu đang tăng nhanh thu nhập cải thiện, nhu cầu hiện tại về nhà ở đang rất lớn. Hơn nữa, sự thiếu hụt nguồn cung còn đến từ phân khúc nhà giá rẻ và trung cấp ở Tp. Hồ Chí Minh (giá bán trung bình ~ 20 triệu đồng/m²) khi đang có khoảng 300 nghìn người có nhu cầu nhà ở so với lượng cung là 17.000 căn. **(2)** Thiết kế và diện tích căn hộ được điều chỉnh để phù hợp với nhu cầu và thu nhập của người dân hơn: Tỷ lệ số căn có 1-2 phòng ngủ chiếm khoảng 72% tổng lượng cung, so với mức 61% trước đây. Diện tích trung bình cũng giảm đáng kể từ 65 -110 m² xuống còn 48 m² -70 m². **(3)** So sánh về mức giá, có thể thấy giá nhà ở Việt Nam đang thấp hơn so với các nước trong khu vực ở hầu hết các phân khúc trong khi tỷ lệ lợi tức cho thuê lại cao hơn và cao hơn lãi suất tiết kiệm trong nước, điều này khiến nhu cầu mua để đầu tư sẽ tiếp tục tăng lên trong các năm tới bên cạnh nhu cầu mua để ở thực.



Cơ sở hạ tầng đang được cải thiện đáng kể đặc biệt là việc xây dựng các tuyến metro tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh được kỳ vọng sẽ giúp thị trường bất động sản phát triển tích cực:

- **Tại Hà Nội:** Khu vực phía Tây đang là nơi thu hút được nhu cầu của người mua nhà nhờ hạ tầng phát triển (Đại lộ Thăng Long, quốc 32, tuyến vành đai 3, tuyến Metro Nhổn – Ga Hà Nội) giúp cho việc di chuyển trong tương lai đến khu vực trung tâm sẽ dễ dàng hơn. Các doanh nghiệp có dự án tại các khu vực này: SJS, HDG.
- **Tại Tp. Hồ Chí Minh:** Việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng đang khiến các dự án ở khu vực phía Đông và phía Nam thành phố có tốc độ tiêu thụ tốt: Quận Bình Thạnh, Quận 2 (Xây dựng khu hành chính Thủ Thiêm, xây cầu thủ thiêm kết nối với quận 1, đường vành đai 2, tuyến metro), Quận 7 (Kế hoạch đặt đặc khu kinh tế tại khu phía Nam và xây dựng khu công nghệ cao), Quận 9. Các doanh nghiệp có dự án tại các khu vực này: VIC, DXG, KDH, SCR.

Bất động sản khu công nghiệp được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ các hiệp định FTA: Việc các nhà sản xuất trên thế giới đang có xu hướng chuyển nhà máy về Việt Nam để tận dụng lợi thế chi phí nhân công giá rẻ cùng với kỳ vọng tăng trưởng FDI vào Việt Nam trong các năm tới nhờ các FTA sẽ gián tiếp giúp tăng nhu cầu về việc thuê đất tại các khu công nghiệp. Các doanh nghiệp trên sàn có vị trí thuận lợi và vẫn còn diện tích để mở rộng cho thuê là: KBC, LHG.

Bất động sản nghỉ dưỡng với cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất tại Phú Quốc: Với việc sẽ trở thành đặc khu kinh tế trong các năm tới đồng thời cơ sở hạ tầng đang được đầu tư mạnh (xây dựng sân bay quốc tế Phú Quốc, cảng du lịch quốc tế, tuyến điện lưới Hà Tiên – Phú Quốc), Phú Quốc đang trở thành tâm điểm của thị trường bất động sản nghỉ dưỡng và thu hút được nhiều dự án đầu tư lớn như Vinpearl Phú Quốc (VĐT ~ 17.156 tỷ), Sonasea Villas & Resorts Phú Quốc (4.500 tỷ),...

Cơ hội tăng trưởng sẽ đến với những doanh nghiệp đã có sự tích lũy quỹ đất từ các năm trước, vị trí thuận lợi, việc đền bù hoàn tất như: VIC, CEO, UNI, LDG,...

Giai đoạn 2016-2017 sẽ là thời điểm tăng trưởng mạnh về KQKD: Do độ trễ trong việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận nên nhiều doanh nghiệp mặc dù có tốc độ bán hàng tốt nhưng chưa phản ánh vào KQKD 2015. KQKD của nhiều doanh nghiệp sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2016-2017 khi các doanh nghiệp tiến hành bàn giao nhà như VIC, DXG, CEO

Novaland sẽ IPO vào 2017: Đây là 1 trong những doanh nghiệp bất động sản lớn ở Tp. Hồ Chí Minh với quỹ đất khoảng 23ha, các dự án phân bổ chủ yếu quận 2, quận 7, quận 9, chính sách mở rộng quỹ đất thông qua hoạt động M&A được đẩy mạnh.

Quan điểm đầu tư

Do ngành BĐS rất phân tán theo quy mô, nên chúng tôi đánh giá cơ hội đầu tư sẽ không phủ rộng toàn ngành, mà sẽ tập trung vào hai nhóm cổ phiếu: (1) Những doanh nghiệp có quỹ đất lớn, quy mô vốn lớn, khả năng triển khai tốt và (2) Những doanh nghiệp có chiết khấu sâu hoặc có lợi thế kinh doanh khác (BĐS du lịch). Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** về ngành bất động sản và khuyến nghị các mã: **VIC, DXG, KDH.**

VIC – Mua – Giá mục tiêu 53.000 đồng (+15,97%)

Doanh nghiệp bất động sản lớn nhất Việt Nam với quỹ đất ~ 81 triệu m2, đủ để duy trì tăng trưởng cho VIC trong 10 năm tiếp theo. Cơ cấu doanh thu dự kiến sẽ dịch chuyển theo hướng tăng tỷ trọng của mảng cho thuê bất động sản và dịch vụ du lịch - những mảng kinh doanh có tính ổn định cao. KQKD dự báo sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2016 với động lực từ 3 mảng kinh doanh chính: Với mảng bất động sản, từ năm 2016 sẽ là điểm rơi của các dự án trọng điểm của VIC (Vincom Central Park, Park Hill, Vincom Nguyễn Chí Thanh). Đối với mảng cho thuê TTTM, tổng diện tích sàn cho thuê 2016 dự báo đạt 1,08 triệu m2 (+82% yoy) với các trung tâm thương mại mới sẽ đi vào hoạt động như Vincom Mega Mall Thảo Điền, Vincom Lê Văn Việt và Vincom Nguyễn Chí Thanh sẽ hoạt động trong cả năm. Với mảng du lịch và khách sạn, Vinpearl Hạ Long và Phú Quốc (Giai đoạn 2) đi vào hoạt động giúp tổng số phòng tại các khu du lịch của Vincom tăng 36% đạt 3.745 phòng. Chúng tôi dự báo doanh thu 2016 đạt 53.000 tỷ (+93% yoy), LNST ~ 7.472 tỷ, EPS ~ 4.000 đồng. Rủi ro hiện tại là việc mở rộng khá nhanh sang các lĩnh vực khác như bán lẻ, nông nghiệp,... Mặc dù quy mô đầu tư và đóng góp đến KQKD không quá lớn nhưng điều này khiến thị trường trở nên khó đánh giá về VIC và kế hoạch phát triển trong các năm tới của doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng, VIC có thể được thị trường đánh giá lại và trả một mức định giá cao hơn nếu doanh nghiệp tiến hành chia tách và niêm yết riêng lẻ từng mảng động kinh doanh.

DXG – Mua – Giá mục tiêu 22.300 đồng (+20,63%)

Xuất phát điểm là một doanh nghiệp môi giới bất động sản giúp DXG có lợi thế trong việc nắm bắt nhu cầu của người mua cũng như lựa chọn được đúng dự án để tiến hành M&A. (Tình hình tài chính lành mạnh với nợ vay /VCSH~0.2; **(3)** Vốn điều lệ dự kiến tăng từ 1.172 tỷ lên 2.345 tỷ thông qua việc phát hành cho

cổ đông hiện hữu, số tiền thu được sử dụng để mua lại 1 dự án tại quận 2. Mặc dù tốc độ tăng vốn nhanh nhưng danh mục dự án và tốc độ bán hàng hiện tại vẫn đảm bảo cho tăng trưởng về lợi nhuận. Chúng tôi dự báo doanh thu 2016 đạt 2.148 tỷ (+52% yoy), LNST 661 tỷ (+74% yoy), EPS 2016 ~ 2.300 đồng với việc ghi nhận từ các dự án Sunview Town, Luxcity và dự án Viva City.

KDH – Mua – Giá mục tiêu 25.100 đồng (+16,2%)

Việc BCI trở thành công ty con của KDH đã giúp gia tăng đáng kể quỹ đất của KDH tại Tp. Hồ Chí Minh lên ~ 750 ha trong đó diện tích đất sạch là 450 ha. Các dự án của KDH nằm ở vị trí thuận lợi khi tập trung ở khu vực quận 9 được bao quanh bởi các trục giao thông chính. Năm 2016 tiếp tục là điểm rơi của các dự án trọng điểm như Song Lập, Lucasta, Quốc Tế. Chúng tôi dự báo doanh thu 2016 đạt 1.765 tỷ (+40% yoy), LNST 290 tỷ (+44% yoy), EPS 2016 ~ 2.305 đồng.

Nhóm các doanh nghiệp bất động sản khác:

BCI – Theo dõi

Quỹ đất lớn ở Tp. Hồ Chí Minh ~ 300 ha với 320 ha là diện tích đất sạch, nợ vay thấp, có thu nhập ổn định từ KCN Lê Minh Xuân và khoản đầu tư vào Big C An Lạc. Trong các năm qua, khó khăn của BCI là chưa triển khai được các dự án lớn như Corona City, KCN Lê Minh Xuân mở rộng. Vấn đề này kỳ vọng sẽ được giải quyết khi BCI đã trở thành công ty con của KDH – một trong những doanh nghiệp bất động sản có năng lực phát triển dự án tốt nhất ở Tp. Hồ Chí Minh.

CEO – Theo dõi

Tổng quỹ đất ~ 760 ha trong đó CEO đang hưởng lợi từ sự phát triển của Phú Quốc với quỹ đất tại Phú Quốc ~ 260 ha đã được tích lũy từ các năm trước. Danh mục dự án đảm bảo duy trì tăng trưởng trong vòng 3-5 năm tới ở khu vực Bãi Trường là Sonasea Resorts & Villas, Sonasea Residences, Sonasea Golf. Cơ cấu vốn an toàn với nợ vay/VCSH ~ 0.65, định giá hấp dẫn P/E ~ 7.5. Áp lực giảm giá cổ phiếu trong giai đoạn vừa qua đến từ việc công ty sẽ tăng vốn thông qua việc phát hành 2:1 giá 10.000 đồng/cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu – chúng tôi cho rằng đây là yếu tố tạm thời và giá cổ phiếu sẽ diễn biến tích cực hơn trong năm 2016 khi CEO bắt đầu ghi nhận doanh thu – lợi nhuận từ việc bàn giao biệt thự tại dự án Sonasea Villas and Resorts.

ITC – Theo dõi

Giai đoạn khó khăn nhất của ITC đã qua, KQKD dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong các năm tới với động lực đến từ 2 dự án lớn là KDC Long Thới và Lý Chính Thắng. Tài chính lành mạnh với nợ vay thấp, giá cổ phiếu chiết khấu cao so với giá trị sổ sách với P/B ~ 0.23. Thị trường vẫn đang đánh giá khá tiêu cực với ITC sau nhiều năm không tăng trưởng và chuyển nhượng dự án Intresco Tower dưới giá trị sổ sách. Chúng tôi cho rằng thị trường sẽ đánh giá lại ITC khi KQKD bắt đầu chuyển biến tích cực và việc thoái vốn của các cổ đông lớn là Resco (sở hữu 16,2%) được hoàn tất.

DIG – Theo dõi

Sở hữu quỹ đất rất lớn ~ 2000 ha, phân bổ chủ yếu ở Vũng Tàu (251 ha), Đồng Nai (365 ha), Vĩnh Phúc (194 ha), Phú Quốc (285 ha), Hà Nam (650 ha). KQKD dự báo sẽ không có nhiều biến động khi các dự án lớn như dự án An Thới (Phú Quốc) mới bắt đầu triển khai từ năm 2016, bên cạnh đó hệ thống các công ty con và liên kết khá chồng chéo, hoạt động không hiệu quả cũng đang làm ảnh hưởng đến KQKD của công ty.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
BDS	VIC	53,000	7,472	4,000	11.43	2.03	23.50%	N/A	45,700	53,000
	DXG	2,148	661	2,300	8.22	1.10	28.20%	N/A	18,900	22,800
	KDH	1,765	290	2,305	9.37	1.08	11.30%	N/A	21,600	25,100

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

Ngành Xây dựng 2016 [Khả quan]

- Tăng trưởng cùng thị trường bất động sản, nhiều doanh nghiệp đã có công trình gói đầu để đảm bảo tăng trưởng cho 1-2 năm tới
- Nhu cầu đầu tư hạ tầng ở Việt Nam còn lớn với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 1 triệu tỷ đồng (tăng khoảng 2,7 lần so với giai đoạn 2011-2015).
- Mảng xây dựng công nghiệp được hỗ trợ bởi các dự án lớn thủy điện, nhiệt điện, lọc hóa dầu và từ nguồn vốn FDI.

Chúng tôi cho rằng ngành xây dựng tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng tốt nhờ:

Xây dựng dân dụng tăng trưởng cùng thị trường bất động sản: Thị trường bất động sản đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh khiến nhiều chủ đầu tư đẩy mạnh việc xây dựng, đặc biệt là ở Tp. Hồ Chí Minh với nhiều dự án lớn bất động sản lớn của Novaland, VIC,... Theo dõi giá trị hợp đồng ký mới và chuyển tiếp của 1 vài doanh nghiệp có thể khối lượng công việc hiện tại đủ để đảm bảo tăng trưởng trong 1-2 năm tiếp theo như: **CTD** (Tổng giá trị ký mới vào chuyển tiếp là 13.500 tỷ - tăng gấp đôi so với cuối năm 2014) , **HBC** (Tổng giá trị ký mới vào chuyển tiếp là 11.000 tỷ - tăng 46% so với cùng kỳ)

Nhu cầu đầu tư hạ tầng giao thông ở Việt Nam còn rất lớn: Trong giai đoạn 2016-2020, tổng vốn đầu tư cho hạ tầng giao thông ước đạt khoảng 1 triệu tỷ đồng (tăng khoảng 2,7 lần so với giai đoạn 2011-2015). Chúng tôi kỳ vọng trong các năm tới nhiều chính sách hỗ trợ cho PPP sẽ được đưa ra để có thể thu hút được nguồn vốn từ khối tư nhân, đặc biệt khi vốn từ ngân sách hiện tại chỉ đáp ứng được khoảng 30% tổng vốn đầu tư. Một số công ty xây dựng hạ tầng trên sàn: **CII, HUT**.

Mảng xây dựng công nghiệp sẽ được hỗ trợ: (1) Các dự án lớn thuộc các lĩnh vực thủy điện, nhiệt điện và lọc hóa dầu. Trong giai đoạn 2016-2020, các dự án nhiệt điện lớn sẽ triển khai: Nhiệt điện Ô Môn 3 và 4 (VĐT ~ 2 tỷ USD), Nhiệt điện Quảng Trạch 2 (2,4 tỷ USD) các dự án thủy điện như thủy điện Trung Sơn (410 triệu USD), dự án lọc hóa dầu Long Sơn (3,7 tỷ USD). Một số doanh nghiệp trên sàn chuyên về xây dựng công nghiệp: **LCG, LM8, L10, SDT, SD5, C32**.

Quan điểm đầu tư

Mặt bằng lãi suất thấp, thị trường bất động sản tăng trưởng mạnh và nhu cầu xây dựng hạ tầng lớn là nền tảng giúp các doanh nghiệp xây dựng sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng trong các năm tới. Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành xây dựng và khuyến nghị 3 cổ phiếu: **CTD, HBC, LCG**.

CTD – Mua – Giá mục tiêu 179,200 đồng (+17.12%)

Là doanh nghiệp dẫn đầu về lĩnh vực xây lắp, có thể thực hiện các hợp đồng Design & Build từ khâu thiết kế đến xây dựng, giúp tiết kiệm thời gian và tăng hiệu quả cho dự án. Tình hình Tài chính an toàn với việc không sử dụng nợ vay. Giá trị hợp đồng đã ký và chưa thực hiện (backlog) ước đạt khoảng 13.500 tỷ (gấp

đôi cùng kỳ 2014). Chúng tôi dự báo doanh thu 2016 đạt 16.000 tỷ (+41% yoy), LNST ~ 877 tỷ (+33% yoy), EPS ~ 18.743, P/E Forward ~ 8,16.

HBC – Mua – Giá mục tiêu 22,800 đồng (+20%)

Tổng giá trị hợp đồng chưa thực hiện và ký mới chuyển tiếp sang năm sau ước đạt khoảng 11.000 tỷ (tăng 46% so với cuối năm 2014) với nhiều dự án lớn là Sài Gòn Center 3 (1.900 tỷ), Estella Heights (917 tỷ), mở rộng nhà ga quốc tế T2 Tân Sơn Nhất (600 tỷ). Dự kiến giá trị trích lập dự phòng và thu hồi được từ những khoản phải thu sẽ tương đương với nhau trong năm 2016. Chúng tôi dự báo doanh thu 2016 đạt 6.500 tỷ (+30% yoy), LNST ~ 175 tỷ (+29% yoy), EPS 2016 ~ 2.300 đồng, P/E forward ~ 8.3

LCG – Theo dõi

Khối lượng công việc cho năm sau đã được chuẩn bị đầy đủ với 1 số công trình lớn dự kiến ghi nhận là dự án cao tốc Hạ Long – Vân Đồn (150,6 tỷ), nhà máy Nhiệt Điện Vĩnh Tân 4 (84,7 tỷ), nâng cấp mở rộng quốc lộ 38 (49 tỷ), TBA 220 KV Hàm Tân (42,2 tỷ). Đã trích lập hoàn toàn tại khoản đầu tư vào công ty TNHH Sinh Học Phương Đông và thoái vốn tại công ty Licogi 166. Quỹ đất ở Nhơn Trạch, Đồng Nai lớn ~ 300 ha mở ra cơ hội cho LCG trong các năm tới khi hạ tầng được cải thiện với việc xây dựng Sân bay Long Thành, cao tốc Bến Lức-Long Thành,... Giá cổ phiếu chiết khấu cao so với giá trị sổ sách với P/B~0.5 khi phần lớn bất động sản của LCG vẫn chưa đóng góp đến KQKD. Chúng tôi cho rằng thị trường có thể sẽ đánh giá lại cổ phiếu LCG trong các năm tới tại thời điểm công ty triển khai và ghi nhận lợi nhuận tại các dự án ở Nhơn Trạch, Đồng Nai (khoảng 2017-2018) hoặc khi có thông tin về chính sách cổ tức khi công ty đã xóa hết lỗ lũy kế trong năm nay. Chúng tôi dự báo doanh thu 2016 đạt 1.472 tỷ (+7% yoy), LNST ~ 55 tỷ (+14.5% yoy), EPS 2016 ~720 đồng, P/E forward~9.5.

C32 – Theo dõi

Mỏ đá Tân Đông Hiệp được chấp thuận chủ trương khai thác kéo dài đến hết năm 2017 với trữ lượng khai thác còn lại 2 triệu m3. Đây là mỏ đá có chất lượng tốt, vị trí thuận lợi khi nằm gần quốc lộ 1K, dễ dàng cho việc vận chuyển đến các khu vực ngoài Bình Dương như Tp. Hồ Chí Minh, Đồng Nai. C32 đạt KHKD 2016 với doanh thu 550 tỷ (tương đương với thực hiện năm 2015), LNST 79 tỷ đồng (-8,6% yoy), EPS 2016 7.054 đồng, P/E forward 5 – đây là mức định giá tương đối thấp nếu so với các doanh nghiệp cùng ngành như KSB (P/E 7.0), DHA (P/E 8.41), cổ tức tiền mặt 24%-tương đương với tỷ lệ lợi tức 6,8%.

VCG – theo dõi

VCG là doanh nghiệp nhà nước đầu ngành xây dựng và BĐS, có quỹ đất lớn. Hiện VCG đang thoái vốn ở nhiều đơn vị thành viên.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Xây dựng	CTD	16,000	877	18,743	8.16	1.81	22.19%	50% cash div	153,000	179,200
	HBC	6,500	175	2,300	8.26	1.07	16.70%	15% cash div, share div 10:3	19,000	22,800

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Gạch men 2016 [Khả quan]

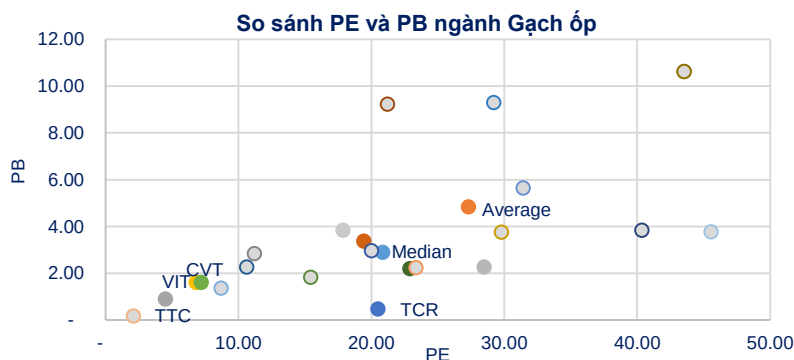
- Hưởng lợi từ ngành Bất động sản, Xây dựng
- Doanh nghiệp xuất khẩu sẽ hạn chế được rủi ro biến động tỷ giá

Tiếp tục hưởng lợi từ Ngành BĐS, Xây dựng. Do thuộc khâu hoàn thiện của Ngành Vật liệu Xây dựng, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ gạch men trong năm 2016 sẽ tăng trưởng tốt hơn so với năm 2015 khi các dự án Xây dựng thời gian qua bước vào giai đoạn hoàn thiện.

Doanh nghiệp xuất khẩu sẽ tránh được rủi ro biến động tỷ giá. Do ngành Gạch men phải nhập khẩu nguyên liệu sản xuất (men liệu và phụ gia) chủ yếu từ Trung Quốc và Đài Loan nên những doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu lớn như VIT (khoảng 15% sản lượng) và TCR (khoảng 50% sản lượng) thị trường chủ yếu là Đài Loan, Malaysia, Hàn Quốc, Nhật Bản, Úc,..., sẽ hạn chế được rủi ro biến động tỷ giá trong năm 2016.

Quan điểm đầu tư

Với triển vọng Khả quan từ Ngành BĐS và Xây dựng, cùng với việc các dự án Xây dựng sẽ bắt đầu bước vào giai đoạn hoàn thiện, chúng tôi nhận định **Khả quan** với ngành Gạch men trong năm 2016. So sánh với nhóm cổ phiếu gạch men toàn cầu theo thống kê của Bloomberg (có vốn hóa gần sát với các doanh nghiệp Việt Nam), chúng tôi cho rằng các cổ phiếu gạch men trong nước đều đang ở mức định giá tương đối hấp dẫn.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Khuyến nghị Mua trung và dài hạn với các cổ phiếu CVT, VIT, TTC, và theo dõi với cổ phiếu TCR do những chuyển biến tích cực trong Q3 2015 nhờ được hưởng lợi từ giá khí giảm, đồng thời đây cũng là doanh nghiệp sản xuất gạch Granite lớn nhất Việt Nam.

CVT – Mua – Giá mục tiêu 27.183 đồng/cp (+18,19%)

Hoạt động nhà máy sẽ ổn định hơn trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng sau giai đoạn đầu tư mới và nâng cấp nhà máy trong năm 2015 khiến sản xuất bị gián đoạn, 3 dây chuyền của CVT sẽ hoạt động đồng thời và ổn định trong năm 2016 với tổng công suất thiết kế khoảng 15 triệu m2 gạch / năm. Trong đó nhà

máy CMC1 chuyên sản xuất ceramic thường và gạch thẻ; giai đoạn 1 nhà máy CMC2 chuyên về gạch ceramic cao cấp ốp tường và giai đoạn 2 nhà máy CMC2 chuyên về gạch lát nền bán sứ mài bóng.

KQKD sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2016. Dây chuyền 2 nhà máy CMC2 đi vào hoạt động nên sẽ giúp cải thiện doanh thu và lợi nhuận cho doanh nghiệp do sản xuất gạch bán sứ mài bóng có giá bán cao hơn và biên lợi nhuận tốt hơn so với hàng thông thường, ước LNST 2016 đạt 76,75 tỷ đồng (+27,93%yoy), EPS 2016 = 3.997 đồng/cp.

VIT – Mua – Giá mục tiêu 22.204 đồng/cp (+12,71%)

Triển vọng tăng trưởng KQKD 2016 nhờ giai đoạn 2 nhà máy Thái Bình sắp đi vào hoạt động: Giai đoạn 2 (2 triệu m2/năm) sẽ sản xuất gạch Granite men mài, có in kỹ thuật số, hướng tới phân khúc gạch ốp cao cấp. Theo đó, VIT sẽ có đủ phân khúc các loại gạch đáp ứng thị trường (hiện tại mới chỉ sản xuất gạch lát nền). Dự kiến giai đoạn 2 đi vào hoạt động trong tháng 12/2015. Sản phẩm của dây chuyền này sẽ xuất khẩu 25%, còn lại bán trong nước. Ước tính LNST 2016 đạt 43 tỷ đồng (+21,22%yoy), tương đương EPS = 2.886 đồng/cp.

TTC – Mua – Giá mục tiêu 16.100 đồng/cp (+18,38%)

KQKD ổn định: Thị trường miền Nam chiếm 85% doanh thu, đã được duy trì ổn định trong nhiều năm nay. Hoạt động tiêu thụ tốt với sản lượng tiêu thụ tăng qua các năm và luôn xấp xỉ hoặc vượt lượng sản phẩm sản xuất ra. Ước tính LNST 2016 đạt 21 tỷ đồng, tương đương EPS = 3.565 đồng/cp (với giả định là TTC chưa phát hành tăng vốn 1 : 1 trong năm 2016, số lượng cổ phiếu vẫn giữ nguyên là 5,94 triệu)

TTC dự kiến sẽ mở rộng sản xuất với dây chuyền sản xuất Granite cao cấp, công suất 1.5 triệu m2/năm trong 2016-2017: Hiện tại, TTC sở hữu dây chuyền sản xuất Granite và Ceramic, tổng công suất thiết kế 5.5 triệu m2/năm. Trong 2016-2017, TTC có kế hoạch đầu tư dây chuyền sản xuất Granite cao cấp, tổng vốn đầu tư 341 tỷ đồng, tài trợ từ phát hành 9 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu.

VGC – Theo dõi

Chúng tôi lưu ý Tổng Công ty Viglacera – CTCP với mã cổ phiếu VGC đã được giao dịch trên sàn Upcom từ T10/2015. KQKD 9T2015 có sự tăng trưởng tương đối tốt, với LNST 9T2015 đạt 309,39 tỷ đồng (bằng 85,68% LNST của cả năm 2014), tương đương EPS 9T2015 = 874 đồng. Ngày 24/12/2015, cổ phiếu VGC đang được giao dịch với giá 8.100 đồng, tương ứng PE 9T2015 = 9,27x và PB = 0,68x, mức tương đối hấp dẫn khi so sánh với trung bình ngành. Bên cạnh đó, VGC đang nắm cổ phần chi phối tại các công ty thành viên đầu ngành như VIT (51%), VHL (50,48%).

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Gạch men	CVT	864	77	3,997	5.75	1.28	22.26%	Cash Div 5%; Share Div 10 : 2	23,000	27,183
	VIT	848	43	2,886	6.83	1.25	18.38%	Cash Div 12%; Share Div 100 : 15	19,700	22,204
	TTC	413	21	3,565	3.81	0.95	12.37%	Cash Div 8%	13,600	16,100

Ngành Công nghệ 2016 [Khả quan]

- Nhu cầu tăng trưởng tốt đến từ khối tư nhân, tài chính và Chính phủ.
- Hưởng lợi từ các Hiệp định Thương mại tự do
- Biến động tỷ giá tác động hai chiều

Chúng tôi đánh giá ngành CNTT Viễn thông sẽ tiếp tục Tăng trưởng tốt trong năm 2016 dựa trên những cơ hội sau:

2016 – 2017 là năm trọng điểm đẩy mạnh Ứng dụng CNTT trong hoạt động của cơ quan nhà nước và khối doanh nghiệp. Theo Nghị quyết số 36a/NQ-CP về Chính phủ điện tử, trong năm 2016 – 2017 Chính phủ sẽ đẩy mạnh cải cách hành chính gắn với tăng cường ứng dụng CNTT trong quản lý và cung cấp dịch vụ công trực tuyến. Đánh chú ý, mục tiêu đến hết năm 2016, các bộ ngành Trung ương phải có 100% dịch vụ công cho phép người dùng điền và gửi trực tuyến mẫu văn bản đến cơ quan nhà nước, đồng thời quy định rõ lộ trình trong năm 2016 các Bộ Ngành phải đạt được mục tiêu đề ra. Bên cạnh khối Chính phủ, lực cầu tăng từ khối tư nhân và tài chính cũng sẽ mang lại tăng trưởng cho Ngành CNTT – Viễn thông trong năm 2016.

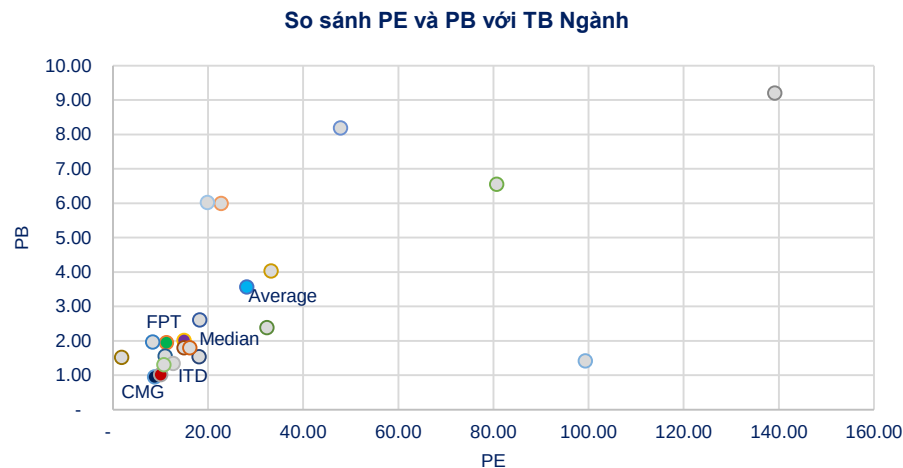
Hưởng lợi từ các Hiệp định Thương mại tự do. Nhằm đón đầu TPP và các FTAs, chúng tôi cho rằng số lượng các doanh nghiệp vốn FDI sẽ tăng mạnh trong thời gian tới, do đó sẽ kéo theo tăng trưởng cho lĩnh vực tích hợp hệ thống và cung cấp dịch vụ viễn thông internet cho khối khách hàng doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các Hiệp định Thương mại tự do cũng sẽ góp phần đẩy mạnh quá trình đầu tư hạ tầng giao thông và dẫn tới sự phát triển của lĩnh vực Giao thông thông minh.

Tỷ giá sẽ có tác động hai chiều đến ngành CNTT. Chúng tôi cho rằng việc tỷ giá USD tăng trong năm 2016 sẽ có tác động 2 chiều tới doanh nghiệp CNTT, tác động sẽ tích cực với lĩnh vực Xuất khẩu phần mềm (Outsourcing) do có doanh thu ngoại tệ, tuy nhiên sẽ tác động tiêu cực tới lĩnh vực Tích hợp phần cứng do phải nhập khẩu thiết bị đồng thời biên lợi nhuận gộp hiện cũng đã và đang ở mức thấp (khoảng 3 – 4%).

Quan điểm đầu tư

Với triển vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2016, chúng tôi duy trì đánh giá **Khả quan** với Ngành CNTT – Viễn thông như trong các báo cáo trước của BSC. Chúng tôi lưu ý 3 mã cổ phiếu đầu ngành là FPT, CMG và ITD do triển vọng KQKD tăng trưởng tốt.

Xét nhóm doanh nghiệp CNTT – Viễn thông niêm yết trên Toàn cầu theo thống kê của Bloomberg có mức vốn hóa dao động trong khoảng +/-20% so với FPT, CMG và ITD, chúng tôi cho rằng FPT, CMG và ITD vẫn đang ở mức định giá hấp dẫn.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

CTCP FPT (FPT) – Mua – Giá mục tiêu 56.186 đồng/cp

- Kỳ vọng từ việc FPT mua lại phần vốn thoái của SCIC tại FPT Telecom.** Tính đến T11/2015, doanh thu và LNTT của khối Viễn thông lần lượt chiếm đến 13,84% và 39,18% giá trị hợp nhất toàn Tập đoàn. Hiện tại FPT đang chỉ nắm 45,64% cổ phần tại FPT Telecom, do đó, nếu FPT tăng được tỷ lệ sở hữu tại FPT Telecom, LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ FPT và EPS sẽ cải thiện tích cực năm 2016. Trong cuộc họp HĐQT Q3 2015, FPT cho biết chưa rõ thời gian cũng như cách thức thoái vốn cụ thể, ngoài ra theo các văn bản hiện tại cũng không có quy định ưu tiên cho FPT trong việc mua lại phần vốn thoái.
- FPT có thể thoái vốn tại Khối Phân phối bán lẻ.** Cũng trong cuộc họp HĐQT Q3 2015, FPT cho biết đang tiến hành thực hiện và chưa thể tiết lộ. Trong 11T2015, LNTT của khối Phân phối bán lẻ chiếm 25,13% LNTT toàn tập đoàn, chúng tôi cho rằng việc này sẽ giúp FPT có thêm nguồn lực để phát triển ngành hoạt động cốt lõi là CNTT – Viễn thông.
- Dự báo KQKD:** Chưa dám chắc về việc thay đổi tỷ lệ sở hữu tại FPT Telecom và khối Phân phối bán lẻ có thể thực hiện trong năm 2016, chúng tôi ước tính DTT 2016 của FPT đạt 47.008 tỷ đồng và LNST 2016 đạt 2.470 tỷ (+8%yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 1.899 tỷ đồng (+8%yoy) tương đương EPS 2016 = 4.777 đồng/cp.

CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC (CMG) – Mua – Giá mục tiêu 15.668 đồng/cp

- KQKD tiếp tục tăng trưởng tốt.** Dự kiến lũy kế hết Quý III/2015 doanh thu dự kiến đạt 2.549 tỷ vượt 13% kế hoạch, Lợi nhuận trước thuế lũy kế hết Quý III/2015 dự kiến đạt 127 tỷ, vượt kế hoạch 9 tháng 30%.
- Tăng trưởng nhờ có thêm cơ sở hạ tầng Viễn thông.** Tuyến cáp quang biển APG (CMG góp vốn 12,5% cùng Viettel, FPT) có thể đi vào hoạt động cuối Q1 đầu Q2/2016. Bên cạnh đó, trong

thời gian tới CMG sẽ triển khai thực hiện đường trục Bắc Nam với tổng vốn đầu tư 4 triệu USD (khấu hao 7 năm). Việc sở hữu hạ tầng viễn thông sẽ giúp CMG tiết kiệm 1/3 chi phí so với việc đi thuê kênh như hiện nay.

- **Dự báo KQKD:** chúng tôi ước tính DTT năm tài chính 2015/2016 của CMG sẽ đạt 3.644 tỷ đồng, LNST đạt 156 tỷ đồng (+32,01%yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 119,23 tỷ đồng tương đương EPS = 1.800 đồng/cp.

CTCP Công nghệ Tiên Phong (ITD) – Mua – Giá mục tiêu 20.664 đồng/cp

- **Giao thông thông minh (ITS) là lĩnh vực thế mạnh của ITD:** Với lợi thế về kinh nghiệm làm việc với nhà thầu nước ngoài và năng lực thi công tích hợp, ITD hiện đứng vị trí số 1 với 70 – 80% thị phần mảng thu phí một dừng (MTC). Trong năm 2015 – 2016, ITD sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ dự án ITS cao tốc Hà Nội – Hải Phòng.
- **Đã trích lập gần như toàn bộ các khoản rủi ro tài chính từ hai công ty con thua lỗ.** Hiện ITD đã trích lập 38,78 / 38,78 tỷ đồng các khoản đầu tư ngắn hạn – phải thu khác liên quan tới hai công ty con thua lỗ (CTCP Cơ điện Thạch Anh và CTCP Thiết bị điện Thạch Anh). Bên cạnh đó, ITD cũng đã trích lập 37,48 / 40,22 tỷ đồng vốn đầu tư dài hạn vào hai công ty con này.
- **Dự báo KQKD:** chúng tôi ước tính DTT năm tài chính 2015/2016 của ITD sẽ đạt 544 tỷ đồng, LNST đạt 43 tỷ đồng (gấp 2,17x so với năm 2014/2015), tương đương EPS = 2.124 đồng/cp.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
CNTT - Viễn thông	FPT	47,008	2,470	4,777	10.11	1.54	19.80%	1. Cash Div 10% + Share Div 20:3 2. Cash Div 10%	48,300	56,186
	CMG	3,644	156	1,800	8.28	0.89	17.60%	-	14,900	15,668
	ITD	544	43	2,124	8.24	1.04	16.67%	Share Div 100:15	17,500	20,664

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Cảng biển 2016 [Khả quan]

- Sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển Việt Nam dự báo tiếp tục tăng trưởng nhanh nhờ các hiệp định FTAs ký kết và cải thiện cơ sở hạ tầng.
- Chính phủ áp dụng nhiều chính sách nhằm cải thiện khả năng khai thác, tăng tốc độ hàng hóa lưu thông qua cảng.

Sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng dự báo tăng nhanh trong năm 2016 nhờ (1) Mở rộng thị trường xuất khẩu nhờ các hiệp định FTAs đã ký kết như TPP, Việt Nam-EU, RCEP, Việt Nam- Hàn Quốc, AEC, Việt Nam- Á Âu và thu hút mạnh nguồn vốn FDI đầu tư vào các ngành công nghiệp chế biến định hướng xuất khẩu. (2) Xuất nhập khẩu hàng hóa dự báo tăng trưởng nhanh nhờ các nền kinh tế Mỹ, EU hồi phục, tăng sức mua các hàng hóa xuất khẩu chính của Việt Nam như quần áo, may mặc, giày dép hay thủy sản.

Dự báo tác động TPP, RCEP tới xuất nhập khẩu Việt Nam

Đơn vị: tỷ usd	Năm cơ sở 2025	Tăng trưởng nhập khẩu	
		TPP	RCEP
Hàng hóa thiết yếu	22.9	-2.8	0.5
Hàng hóa sản xuất	207.4	71.5	28.8
Dệt may	26	12.9	5
Da giày	113	51.9	19.5
Máy móc	14.4	2	1.7
Dịch vụ	8.6	-0.8	0.5

Đơn vị: tỷ usd	Năm cơ sở 2025	Tăng trưởng xuất khẩu	
		TPP	RCEP
Hàng hóa thiết yếu	9.5	2.7	0.8
Hàng hóa sản xuất	210.9	49.8	25.1
Dệt may	41.7	18.4	8
Hóa Chất	49.6	9.3	4.7
Dịch vụ	19.	12.9	3.8

Nguồn: Brandeis University, USA

Đầu tư nâng cấp, xây mới cảng và giao thông phụ trợ giúp cơ sở hạ tầng cầu, đường, cảng đáp ứng được sự tăng trưởng cao của lưu lượng hàng hóa qua cảng biển Việt Nam.

Đầu tư hạ tầng cảng

Cảng	Năm hoạt động	Công suất
Cái Lân	2013	520,000
Nam Hải Đình Vũ	2014	500,000
Vip- Green	2015	500,000
Lạch Huyện	2017	1,000,000
CMICT	2014	800,000
Tân Cảng Hiệp Phước	2015	450,000
SSIT	2015	1,200,000
Gemalink(giai đoạn 1)	2017	1,200,000
Phước Anh(giai đoạn 1)	Chưa xác định	140,000

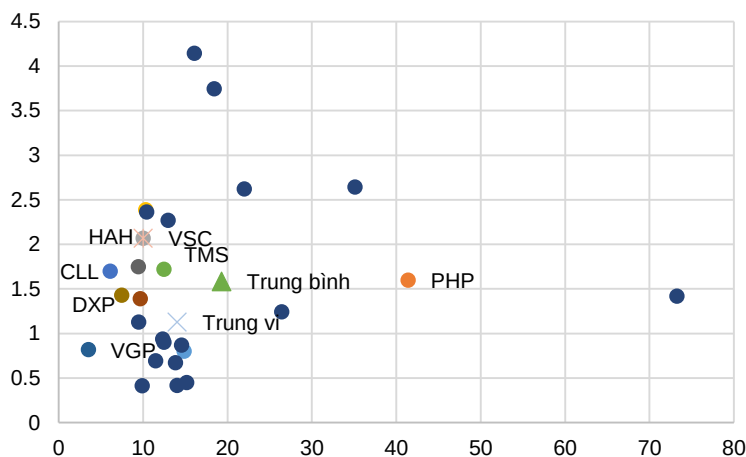
Nguồn: Bộ giao thông vận tải, BSC tổng hợp

Cảng nước sâu Cái Mép nâng công suất hoạt động nhờ (1) Hiệp hội cảng biển đề nghị bộ giao thông vận tải hạn chế tải trọng tàu qua các cảng trong thành phố Hồ Chí Minh, chuyển sang khai thác tại cảng Cái Mép (mới hoạt động khoảng 30-40% công suất). (2) Thành lập khu công nghiệp đặc biệt bao gồm quận 7, Nhà Bè, Bình Chánh và Cần Giờ, tập trung phát huy tiềm năng cảng biển trong khu vực.

Chính sách chính phủ. (1) Thành lập chính quyền cảng trong bộ luật hàng hải sửa đổi, hiệu lực vào đầu năm 2017. “Chính quyền cảng” là tổ chức có chức năng đầu tư xây dựng và quản lý khai thác kết cấu hạ tầng cảng biển, khu hậu cần sau cảng; được thực hiện một số chức năng quản lý nhà nước trong phạm vi vùng đất, vùng nước được giao. Chính quyền cảng sẽ giúp đầu tư cảng biển đồng bộ, tăng hiệu quả khai thác. (2) Thành lập sàn giao dịch vận tải, tạo kết nối giữa chủ hàng và nhà cung cấp, tăng hiệu quả logistics (3) Tư nhân hóa cảng biển trong đó Vinalines thực hiện thoái vốn ở nhiều cảng lớn như cảng Hải Phòng, cảng Sài Gòn, tăng hiệu quả hoạt động, giảm gánh nặng cho chính phủ.

Quan điểm đầu tư.

Với những nhận định trên, chúng tôi duy trì đánh giá **Khả quan** với ngành cảng biển. Cổ phiếu ngành Cảng biển có tính phòng vệ cao với kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định, tỷ lệ trả cổ tức hàng năm cao. Chúng tôi khuyến nghị một số cổ phiếu có khả năng tăng trưởng cao nhờ sở hữu cảng ở vị trí đắc địa, có kế hoạch mở rộng công suất trong năm tới như GMD, VSC, PHP.



So sánh với các doanh nghiệp khai thác cảng trong khu vực, cổ phiếu ngành cảng biển của Việt Nam (ngoại trừ PHP) có P/E và P/B khá hấp dẫn. Với tiềm năng phát triển trong năm 2016, giá cổ phiếu bình quân ngành cảng biển có thể tăng lên tương đương với mức bình quân chung của khu vực.

GMD – Mua – Giá mục tiêu 50,067, upside 18%

GMD hoạt động chính trong lĩnh vực cảng biển (48% doanh thu), logistics (52% doanh thu). Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của GMD năm 2016 dựa vào: (1) Cảng Nam Hải-Đình Vũ (vị trí địa lý thuận lợi tại cửa sông Cấm) mới hoạt động khoảng 70-80% công suất. (2) Trung tâm logistics tại KCN Sông Hậu, Hậu Giang- vùng kinh tế trọng điểm khu vực ĐBSCL, là trung tâm lớn về sản xuất lúa gạo, đánh bắt và chế biến thủy sản, nằm trên tuyến đường giao thương thủy bộ với Campuchia, Thái Lan, Myanmar. Ngoài ra GMD còn đầu tư xây dựng các ICD Hải Phòng (giai đoạn 1 khoảng 5ha đi vào hoạt động quý 3/2016), DC

Hậu Giang (50,000m2 kho lạnh đi vào hoạt động quý 3/2016) (3) Cải thiện kết quả kinh doanh nhờ tập trung vào các ngành chính, thoái vốn tại 2 dự án bất động sản-Sài Gòn Gem và khách sạn Viên Chăn. Tuy nhiên, GMD có thể lỗ tỷ giá khi có dư nợ 40 triệu USD. Dự báo năm 2016, DTT đạt 4,069 tỷ (+12.67%yoy), LNST đạt 529 tỷ (+10.44%yoy), EPS 2016 đạt 4,422 đồng/cp.

VSC – Mua – Giá mục tiêu 85,146, upside 10.4%

VSC là một trong những doanh nghiệp hoạt động khai thác cảng biển tốt nhất tại Hải Phòng với hoạt động chính là cung cấp dịch vụ bốc xếp và lưu kho bãi. Do cảng Xanh hiện đã hoạt động vượt công suất, việc xây cảng Xanh Vip sẽ giúp VSC mở rộng đáng kể công suất hoạt động. So với cảng Xanh, cảng Xanh Vip nằm ở vị trí thuận lợi hơn, gần cửa sông và hoa tiêu, công suất thiết kế 500,000 TEU/năm. Hiện tại, Xanh Vip đã xây dựng xong và đưa vào khai thác cầu cảng 1, dự kiến cầu cảng 2 sẽ hoàn thành tháng 7/2016. Chúng tôi dự báo năm 2016, DTT đạt 1,161 tỷ (+21% yoy), LNST đạt 349 tỷ (+11.5%yoy), EPS 2016 đạt 8,427 đồng/cp

PHP – Mua – Giá mục tiêu 23,813 upside 13%

PHP là doanh nghiệp cảng biển lớn nhất tại Hải Phòng với thị phần năm 2014 là 30%. Tiềm năng tăng trưởng năm 2016 nhờ (1) Cảng Tân Vũ (nằm ở vị trí thuận lợi, gần cửa sông và hoa tiêu) còn khả năng lớn mở rộng công suất và diện tích khai thác tại các cầu cảng 4,5,6,7. (2) Công đoàn và tập đoàn Oman tham gia góp vốn, nhà nước giảm vốn góp xuống còn 20% giúp cải thiện khả năng quản lý. Chúng tôi dự báo năm 2016, DTT đạt 2,367 tỷ (+4% yoy), LNST hợp nhất đạt 622 tỷ (+12.07%yoy), EPS 2016 đạt 1,902 đồng/cp.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Cảng biển	GMD	4,069	529	4,422	9.6	1.03	10.8%	Cash 20%	42,400	50,067
	PHP	2,367	622	1,902	11.09	1.79	16.2%	Cash 3%	21,100	23,813
	VSC	1,161	349	8,427	9.14	2.18	24%	Cash 10%	77,000	85,146

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Dệt may 2016 [Khả quan]

- Giá trị xuất khẩu Dệt may được chúng tôi dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 10-12% trong 2016
- Vụ 2015/16, giá bông thế giới được dự báo sẽ giảm 7.6%
- Một số doanh nghiệp đầu ngành Dệt may dự kiến sẽ niêm yết trong năm 2016 là May 10, Việt Tiến, Nhà Bè, Đức Giang, Hoà Thọ, Vinatex...

Ngành dệt may trong 2016 được chúng tôi đánh giá sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định. Giá trị xuất khẩu dệt may được chúng tôi đánh giá sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 10-12% nhờ kinh tế của thị trường xuất khẩu chính hồi phục và một số hiệp định FTA bắt đầu có hiệu lực. Giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ giảm nhẹ do giá bông và giá dầu thế giới được dự báo giảm.

Giá trị xuất khẩu Dệt may được chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 10-12% trong 2016 nhờ:

(1) Các thị trường xuất khẩu chính của Dệt may như Mỹ, EU và Nhật Bản được kì vọng hồi phục trong 2016: Theo dự báo từ IMF, tăng trưởng của kinh tế Mỹ năm 2016 có thể đạt 3.0%, cao hơn mức dự báo 2.5% cho 2015 do phục hồi của thị trường nhà đất, mức lương tăng, các điều kiện tài chính cho tiêu dùng và đầu tư thuận lợi và giá nhiên liệu thấp. Khu vực EU được dự báo sẽ tăng trưởng 1.7% trong năm 2016, tăng nhẹ so với mức 1.5% trong năm 2015 do sự phục hồi của các nền kinh tế lớn trong khu vực EU cơ bản vẫn tiếp diễn. Nền kinh tế Nhật Bản bắt đầu có dấu hiệu phục hồi trở lại, tuy nhiên, tăng trưởng kinh tế sẽ ở mức khiêm tốn, đạt 1.2% trong năm 2016, cao hơn mức 0.8% trong năm 2015.

(2) Thúc đẩy từ các hiệp định thương mại tự do bắt đầu có hiệu lực từ 2016:

- **Hiệp định thương mại tự do Việt Nam- Liên minh kinh tế Á Âu: FTA Việt Nam – EAEU đã ký kết vào 29/5/2015 và sẽ có hiệu lực vào 01/01/2016.** Theo hiệp định này, 82% tổng số dòng thuế về dệt may được cam kết cắt giảm, trong đó 36% dòng thuế sẽ được về 0% ngay khi Hiệp định có hiệu lực, 42% dòng thuế sẽ được xóa bỏ hoàn toàn trong lộ trình tối đa 10 năm. Quy tắc xuất xứ đối với hàng dệt may theo Hiệp định này khá linh hoạt, với một số trường hợp được áp dụng quy tắc xuất xứ 1 công đoạn (cắt- may). Tuy nhiên, một số sản phẩm trong nhóm Dệt may có thể bị áp dụng cơ chế phòng vệ ngưỡng, với thuế suất 0% chỉ được áp dụng trong trường hợp kim ngạch xuất khẩu trong ngưỡng.
- **Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Hàn Quốc: đã ký kết vào 05/2015 và có hiệu lực từ 20/12/2015.** Khi Hiệp định có hiệu lực, 24 dòng sản phẩm dệt may từ Việt Nam vào Hàn Quốc sẽ hưởng thuế suất 0% thay vì mức 8 - 13% như hiện nay. Hàn Quốc đang là thị trường xuất khẩu dệt may lớn thứ 4 của Việt Nam, kì vọng khi VKFTA có hiệu lực sẽ giúp xuất khẩu vào thị trường này tăng trưởng mạnh. Với nguyên phụ liệu dệt may nhập khẩu từ Hàn Quốc, Việt Nam cam kết đưa hầu hết

xuống còn 0% trong thời gian từ 2016 đến 2018. Hàn Quốc là nhà cung cấp lớn thứ hai cho Việt Nam, sau Trung Quốc, tuy nhiên hiện nhiều mặt hàng vải, nguyên phụ liệu dệt may cũng đã có thuế suất 0% theo hiệp định ASEAN-Hàn Quốc (AKFTA), nên VKFTA dự báo sẽ không làm giá trị nhập khẩu từ Hàn Quốc tăng đột biến.

- **Sau 2016, những hiệp định thương mại như EVFTA, TPP là những nội dung đáng chú ý, ảnh hưởng tích cực đến Dệt may Việt Nam (1)** Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-EU (EVFTA) kết thúc đàm phán trong 2015 và dự kiến có hiệu lực vào 2018. Theo hiệp định, thuế xuất khẩu sang thị trường EU, thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 của Việt Nam sau Mỹ, sẽ được cắt giảm dần từ trung bình 12% xuống 0% trong 7 năm, bắt đầu từ 2018. **(2)** Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) kết thúc đàm phán trong 2015, dự kiến sẽ ký kết vào T2/2016 và chính thức có hiệu lực từ nửa đầu năm 2018. Theo TPP, hàng dệt may xuất sang 11 nước TPP sẽ có những ưu đãi về thuế nhất định, tùy thị trường. Trong đó, đáng chú ý là Mỹ, thị trường xuất khẩu dệt may lớn nhất của Việt Nam, hiện đang áp dụng mức thuế suất khá cao khoảng 17.5%.

Vụ 2015/16, giá bông thế giới được dự báo sẽ giảm 7.6% xuống mức trung bình 61 cents/pound. Theo Bộ Nông Nghiệp Hoa Kỳ (USDA), Sản lượng bông thế giới vụ 2015/16 được dự báo đạt khoảng 22.6 triệu tấn, giảm 14.4% so với vụ 2014/15, mức thấp nhất kể từ vụ 2010/11 do **(1)** Diện tích trồng bông được dự đoán giảm 7% trong vụ 2015/2016 xuống dưới 31 triệu ha do giá giảm nhiều trong vụ 2014/2015 **(2)** Năng suất trung bình của thế giới giảm 3% xuống 764 kg/ha. Tiêu thụ bông được dự báo sẽ tăng nhẹ 0.83% lên mức 24.3 triệu tấn, vượt 7.5% lượng sản xuất. Lượng tồn kho giảm nhẹ 2.75% nhưng vẫn ở mức rất cao khoảng 21.2 triệu tấn, gần gấp đôi tồn kho vụ 2010/11, khiến giá bông được kì vọng sẽ tiếp tục giảm nhẹ từ 66 cents/pound vụ 2014/15 xuống còn 61cents vụ 2015/16. Giá bông giảm khiến giá thành các nguyên liệu đầu vào như sợi, vải cũng giảm, tăng trưởng xuất nhập khẩu do đó sẽ chủ yếu từ tăng trưởng sản lượng.

Trong 2016, nhiều doanh nghiệp trong ngành dệt may được kì vọng sẽ niêm yết: Theo trong Quyết định số 51/2014/QĐ-TTg, có hiệu lực từ 1/11/2014 trong đó có quy định về việc niêm yết, các DN chào bán ra công chúng sau 3 tháng phải lên UpCOM, sau 1 năm phải niêm yết tại SGDCK nếu đủ điều kiện. Các doanh nghiệp đủ điều kiện niêm yết trên HNX, HSX có thể được niêm yết thẳng mà không qua UpCOM, do ĐHCĐ của DN quyết định. Trong ngành dệt may, nhiều doanh nghiệp như May 10, Việt Tiến, Nhà Bè, Đức Giang, Hoà Thọ, Vinatex... dự kiến sẽ niêm yết trong năm tới. Trong đó, Việt Tiến dự kiến hoàn tất thủ tục vào tháng 12/2015 để niêm yết với mã VGG, May 10 dự kiến niêm yết với mã M10,...

Doanh nghiệp	TTS (31/12/14)	DTT 2014	yoy	Biên LNG 2014	Biên LNST 2014	EPS trailing 2014	BVPS (31/12/14)	VĐL
May 10	812.4	2,344.2	+27.3%	14.2%	1.9%	5,191	18,297	100
Việt Tiến	3,206	5,482.4	+13.5%	13.4%	5.4%	10,593	28,742	280
Nhà Bè	2,127	3,073.5	+9.7%	20.2%	2.6%	4,349	16,889	182

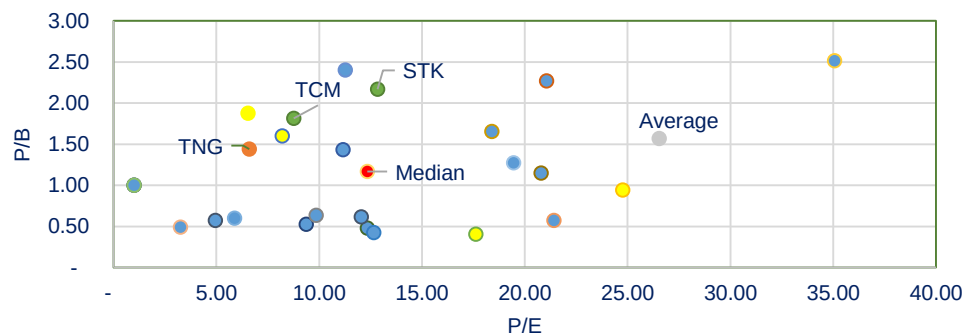
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, BSC tổng hợp

Quan điểm đầu tư

Trong năm 2016, giá nguyên vật liệu dệt may như sợi, vải sẽ tiếp tục giảm do ảnh hưởng từ giá bông và giá dầu thế giới, vì vậy tăng trưởng doanh thu sẽ chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng xuất khẩu Dệt may trong năm 2016 của Việt Nam sẽ được cải thiện đáng kể nhờ lực cầu hồi phục từ các thị trường chủ lực là Hoa Kỳ, EU, Nhật Bản, cùng với đó, việc các Hiệp định Thương mại tự do có hiệu lực từ năm 2016 (FTA Việt Nam – EAEU, FTA Việt Nam – Hàn Quốc) cũng sẽ là động lực thúc đẩy. Do đó, chúng tôi dự báo giá trị XNK và KQKD của các doanh nghiệp ngành Dệt may sẽ tiếp tục tăng trưởng khả quan.

Xét nhóm doanh nghiệp Dệt may niêm yết trên Toàn cầu theo thống kê của Bloomberg có mức vốn hóa dao động trong khoảng $\pm 5\%$ so với TCM, TNG và STK, chúng tôi cho rằng mã cổ phiếu TNG và TCM vẫn đang ở mức định giá hấp dẫn khi dệt may Việt Nam đang bắt đầu được hưởng lợi từ các Hiệp định thương mại. Trong năm 2015, các mã cổ phiếu Dệt may không tăng trưởng nhiều, do vậy là nhóm cần lưu ý cho năm 2016.

So sánh P/B, P/E với trung bình ngành



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** với ngành Dệt may trong năm 2016 và khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu TNG, NẮM GIỮ với mã TCM, và THEO DÕI với mã STK. Ngoài ra trong 2016, chúng tôi cũng khuyến nghị theo dõi những cổ phiếu Dệt may sắp niêm yết trên sàn như May 10, Việt Tiến, Nhà Bè,...

TNG – Mua – 28,264 VND/CP (+48,76%)

TNG sở hữu 10 chi nhánh may, hàng năm sản xuất khoảng 12 triệu sản phẩm áo khoác và 9 triệu sản phẩm quần Chino, chủ yếu xuất khẩu sang Hoa Kỳ, EU, Canada và Mexico (chiếm 83% tổng kim ngạch xuất khẩu của TNG). Tháng 02/2015, nhà máy Đại Từ CSTK 35 chuyển may đi vào sản xuất giúp TNG tăng công suất thêm 1 triệu sản phẩm/năm. Trong 08/2015, TNG cũng nâng thêm một dây chuyền sản

xuất bông tám, nâng CSTK gấp 3 hiện tại, chủ yếu phục vụ sản xuất của mình (80%) còn lại bán bông ra thị trường.

9T2015 tăng trưởng DTT đạt 38.3%, biên LNG giảm nhẹ còn 18.1%. Với việc nâng công suất sản xuất trong 2015 và số lượng đơn hàng khả quan, kì vọng DTT2016 sẽ khoảng 2,230 tỷ đồng (+20% yoy). Biên LNG sẽ giữ ở mức 18%, LNST ~ 125 tỷ, EPS ~ 4,220 VND/cp. (Trong 2015, TNG phát hành thêm 2.194 triệu CP để trả cổ tức. Tổng số CP lưu hành cuối 2015 là 29.62 triệu CP)

Rủi ro lớn nhất TNG đang phải đối mặt là sự mất cân đối về vốn. Tại thời điểm quý 3/2015, TNG đang có khoản nợ ngắn hạn lớn, 937 tỷ đồng, trong đó 736.6 tỷ là vay ngắn hạn. Tỷ lệ thanh toán ngắn hạn (TSNH/Nợ NH) ở mức thấp, chỉ bằng 0.77.

TCM – Nắm giữ – 34,220 VND/CP (+11,10%)

TCM sở hữu chuỗi sản xuất khép kín từ sợi -> vải -> may, đảm bảo đáp ứng quy tắc xuất xứ trong các hiệp định thương mại. Thị trường xuất khẩu chính của TCM là Mỹ (30%), Nhật Bản (35%) và Hàn Quốc (20%). Trong 2015, TCM hoạt động nhà máy may số 1 tại Vĩnh Long, tăng công suất thiết kế của May lên 21.1 triệu sản phẩm/năm. TCM dự kiến sẽ hoạt động nhà máy may 2 (6.1 triệu sp/năm), nhà máy đan, nhuộm mở rộng trong trường hợp các nhà máy hiện tại không đáp ứng đủ đơn hàng. Như vậy, tiềm năng tăng trưởng của TCM còn khá lớn, đủ khả năng đáp ứng nhu cầu nhất là trong giai đoạn đơn hàng gia tăng khi các Hiệp định lần lượt có hiệu lực. Hiện tại, DTT của TCM có 40% đến từ Sợi, 50% từ May và 10% từ Vải, và có xu hướng đổi tăng dần tỷ trọng doanh thu từ Vải và May lên, giảm tỷ trọng Sợi có biên LNG thấp hơn.

Doanh thu 2016 ước đạt 2,856 tỷ đồng (+5% yoy) do thị trường Hàn Quốc kì vọng sẽ tăng trưởng khi VKFTA có hiệu lực. Biên LNG của TCM được cải thiện nhẹ từ 15.6% lên 16% trong 2016 do công ty tăng dần tỷ trọng doanh thu từ Vải và May lên. LNST 2016 ~ 178.1 tỷ (+6.6%), EPS 2016 ~ 3,802 VND/cp.

STK – Theo dõi

Các sản phẩm của STK là sợi POY, sợi DTY và sợi FDY, trong đó sợi FDY chiếm 92% DTT. STK là 1 trong 2 công ty lớn nhất sản xuất sợi DTY chất lượng cao và là 1 trong 5 công ty sản xuất sợi DTY ở Việt Nam. 70% sản phẩm được xuất khẩu sang các thị trường Hàn Quốc, Đài Loan, Nhật Bản, Thái Lan,... còn lại được tiêu thụ trong nước. Trong T9/2015, STK hoạt động nhà máy Trảng Bàng 3, nâng tổng CSTK từ 32,000 tấn DTY/năm và 5,000 tấn FDY/năm lên 52.000 tấn DTY và FDY/năm. Dự kiến Q4/2016 hoặc đầu 2017 STK sẽ hoạt động nhà máy Trảng Bàng 4, với CSTK 3,000 tấn DTY, 6,000 tấn POY và 4,000 tấn FDY để phục vụ sản xuất, giúp công suất thiết kế tăng 62% so với thời điểm chưa hoạt động Trảng Bàng 3 và 4. Trong 2016, dự báo nhu cầu về sợi sẽ hồi phục trở lại, một phần vì hiệp định VKFTA có hiệu lực khiến cầu từ thị trường Hàn Quốc tăng lên, một phần vì STK dự kiến sẽ sản xuất sản phẩm mới với tính năng tốt hơn. Vì triển vọng 2016 của STK chưa thực sự rõ ràng, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với mã cổ phiếu này và dự báo DTT2016 sẽ đạt ~ 1,672 tỷ (+15%), biên LNG ở mức 18.5%, LNST ~ 134 tỷ, EPS 2016~ 2,873 VNĐ/cp.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Dệt may	TNG	2,230	125	5,187	3.66	1.17	32.00%	6% cash div 10% share div Bán ưu đãi tỷ lệ 4:1	19,000	28,264
	TCM	2,856	186	3,802	8.10	1.37	17.00%	6% cash div 10% Share Div	30,800	34,220
	STK	1,672	134	2,873	11.10	1.84	16.50%		31,900	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Điện 2016 [Khả quan]

- Tổng công suất lắp đặt nguồn điện của Việt Nam tăng 11%
- Nguồn đầu vào của các nhà máy nhiệt điện khí và thủy điện không ổn định do Nam Côn Sơn bảo dưỡng lớn và Elnino dự báo kéo dài đến tháng 5/2016
- Giá than và giá khí đầu vào tiếp tục ở mức thấp trong khi giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng lên giúp cải thiện biên lợi nhuận của các nhà máy nhiệt điện
- EUR, JPY và KRW được dự báo giảm trong khi USD tăng.

Nguồn điện tăng mạnh, đặc biệt là tại miền Nam: nhờ việc đưa các nhà máy điện lớn vào vận hành trong năm 2015, đặc biệt là thời điểm cuối năm giúp tổng công suất nguồn điện của Việt Nam tăng 11%. Hơn nữa, các nhà máy mới chủ yếu được đặt tại miền Nam đã giúp giải quyết nhu cầu thiếu điện tại miền Nam, và khắc phục được tình trạng phân bổ nguồn điện không đồng đều giữa các miền.

Nguồn nguyên liệu đầu vào được dự báo không ổn định:

- **Nhu cầu than cho điện tăng mạnh:** việc đưa vào vận hành các nhà máy nhiệt điện than lớn như Mông Dương 1, Duyên Hải 1 và Formosa sẽ khiến nhu cầu than cho sản xuất điện năm 2016 tăng khoảng 5 triệu tấn so với năm 2015 và tiếp tục tăng lên 38.3 triệu tấn than vào năm 2017 trong khi tổng sản lượng khai thác than của Việt Nam vào khoảng 40 triệu tấn. Từ 2017 Việt Nam sẽ phải nhập khẩu than cho sản xuất điện.
- **Nam Côn Sơn bảo dưỡng lớn:** năm 2016, hệ thống khí Nam Côn Sơn sẽ tạm ngưng cấp khí để tiến hành bảo dưỡng lớn với thời gian khoảng 10 ngày.
- **Elnino có thể sẽ tiếp tục:** Elnino được dự báo sẽ kéo dài đến tháng 5/2016. Theo Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn, trong 4 tháng đầu năm 2016, lượng mưa tại khu vực Bắc Bộ sẽ cao hơn mức trung bình nhiều năm trong khi lượng mưa tại Trung Bộ có khả năng thấp hơn 30-50% so với trung bình nhiều năm và ở Tây Nguyên, Nam Bộ và Bình Thuận thì sẽ thấp hơn 20-50% so với trung bình nhiều năm. Tuy nhiên, ảnh hưởng của elnino trong năm 2016 có thể nhẹ hơn so với năm 2015.

Giá nguyên vật liệu đầu vào không có nhiều biến động:

- **Giá than dự báo sẽ ổn định:** giá than thế giới đang giảm xuống mức ở mức thấp nhất trong vòng 12 năm và Goldman Sachs dự báo giá than sẽ giảm khoảng 7% trong năm 2016, trung bình ở mức 54 USD/tấn đối với than của Úc. Như vậy, giá bán than trong nước cho sản xuất điện sẽ khó có cơ hội tăng lên trong năm 2016. Hiện tại giá bán than trong nước đã tương đương với giá than nhập khẩu.
- **Giá khí sẽ tiếp tục ở mức thấp:** giá khí cung cấp cho điện được tính dựa trên giá dầu (khí trên bao tiêu và khí tại mỏ PM3). Giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục ở mức thấp trong năm 2016, thậm

chí xu hướng giảm có thể sẽ tiếp diễn trong năm tới. Như vậy diễn biến giá khí được dự báo có lợi cho các nhà máy nhiệt điện khí.

- **Tăng thuế tài nguyên nước:** Thường vụ Quốc hội đã đồng ý điều chỉnh thuế tài nguyên nước từ mức 4% lên mức 5% vào có thể sẽ được áp dụng từ 2016. Như vậy, giá thành sản xuất của thủy điện sẽ tăng khoảng 16 đồng/kWh.

Giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng lên: do giá thành sản xuất của thủy điện tăng lên. Đồng thời tỷ trọng thủy điện – nguồn điện có giá thấp được huy động giảm xuống do elnino.

Tính cạnh tranh trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng lên: trong năm 2016 sẽ có 79 nhà máy tham gia thị trường phát điện cạnh tranh với tổng công suất đạt 21,151.5 MW, chiếm 54% tổng công suất nguồn điện Việt Nam. Trong đó có 63 nhà máy tham gia trực tiếp có tổng công suất đạt 14,912 MW, tăng 12% so với năm 2015, gồm 45 nhà máy thủy điện (chiếm 38% công suất), 13 nhà máy nhiệt điện (chiếm 38% công suất) và 5 nhà máy tua bin khí (chiếm 24% công suất). Như vậy, số lượng nhà máy tham gia thị trường sẽ tăng thêm 16 nhà máy so với năm 2015.

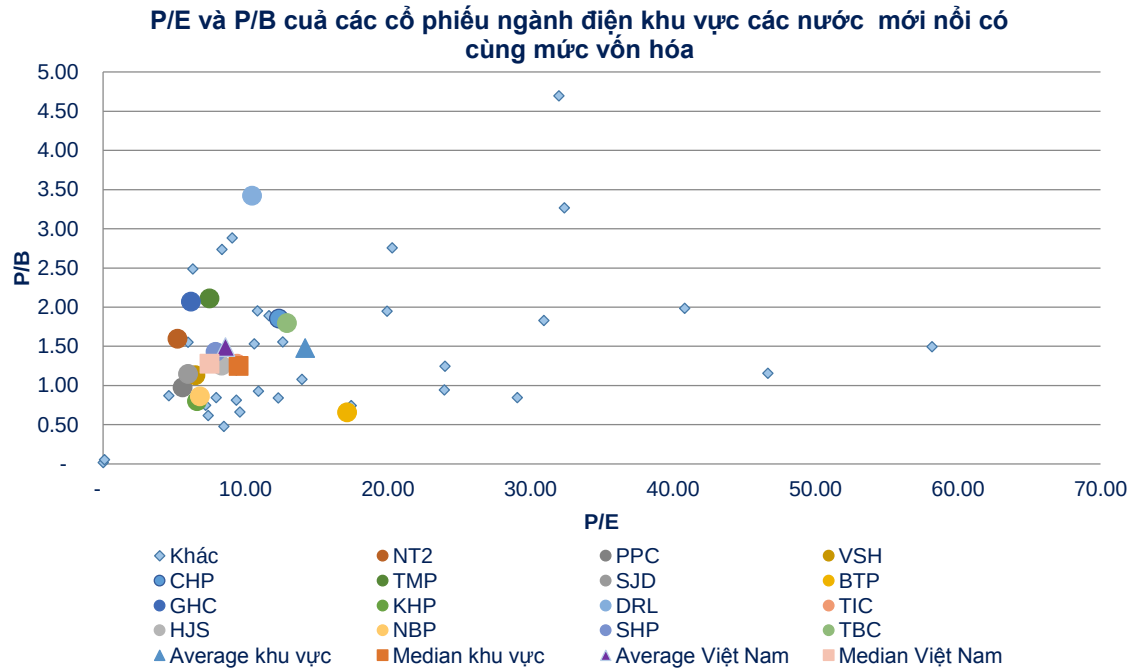
Áp dụng thí nghiệm thị trường bán buôn điện cạnh tranh: ngày 10/08/2015, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 8266/QĐ-BCT phê duyệt thiết kế chi tiết thị trường bán buôn điện cạnh tranh. So với thị trường phát điện cạnh tranh hiện nay, thị trường bán buôn điện cạnh tranh sẽ xóa bỏ thể độc quyền mua 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. Thị trường bán buôn điện cạnh tranh sẽ được vận hành thí điểm giai đoạn 1 vào năm 2016 (tính toán mô phỏng trên giấy, không thanh toán thực), vận hành thí điểm giai đoạn 2 vào năm 2017-2018 (thử nghiệm vận hành trong thực tế) và vận hành hoàn chỉnh từ năm 2016.

Tỷ giá được dự báo tiếp tục có nhiều biến động: tỷ giá USD/VND trong thời gian tới chắc chắn sẽ biến động theo xu hướng tăng trước việc USD quay trở về chu kỳ tăng giá. Tương tự tỷ giá USD/KRW được tổ chức tài chính PNC dự báo sẽ tăng lên 1,200 vào tháng 12/2016. Tỷ giá USD/JPY được Goldman Sachs dự báo tăng lên 130 trong năm 2016. Tổ chức này cũng dự báo tỷ giá EUR/USD giảm xuống 1 vào cuối năm 2016 và xuống 0.9 vào cuối năm 2017.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** cho ngành điện trong năm 2016. Đối với hoạt động sản xuất và kinh doanh điện năng, các doanh nghiệp nhiệt điện có thể duy trì kết quả kinh doanh khả quan nhờ việc tăng sản lượng và tăng giá bán trong khi kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thủy điện sẽ ổn định với việc giá bán tăng lên bù đắp cho sản lượng suy giảm.

Cổ phiếu ngành điện của Việt Nam đang được đánh giá tương đương với khu vực: P/E và P/B của các cổ phiếu điện của Việt Nam đang ở mức tương đương với khu vực. Tuy nhiên có 1 số cổ phiếu đang có mức P/E và P/B tương đối cao là BTP, TBC và DRL.



Nguồn: Bloomberg

NT2 – Mua – Giá mục tiêu 33,392 đồng/cổ phiếu (+25,53%)

Hoạt động sản xuất và kinh doanh điện của NT2 được kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng trong năm 2016 nhờ những yếu tố sau: (1) Sản lượng huy động và giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng lên do thủy điện gặp hạn hán; (2) Giá khí đầu vào ở mức thấp do ảnh hưởng trực tiếp bởi xu hướng giảm của giá dầu. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý NT2 có thể tiếp tục ghi nhận lỗ tỷ giá trong năm 2016. Chúng tôi dự báo năm 2016, NT2 sẽ đạt 6,917 tỷ đồng doanh thu và 1,204 tỷ đồng LNST, tương đương EPS 2016= 4,174 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 25/12/2015, cổ phiếu NT2 đang được giao dịch với mức P/E Forward= 6.32

PPC – Mua – Giá mục tiêu 20,032 đồng/cổ phiếu (+9,46%)

Hoạt động sản xuất và kinh doanh điện của PPC được kỳ vọng tăng mạnh trong năm 2016 nhờ những yếu tố sau: (1) sản lượng sản xuất ổn định; (2) Dây chuyền 2 hết khấu hao giúp chi phí khấu hao giảm khoảng 450 tỷ đồng trong khi giá bán điện hợp đồng PPA tại dây chuyền 2 được ký cố định (3) Kết quả kinh doanh công ty liên doanh liên kết sẽ hồi phục do nhà máy nhiệt điện Hải Phòng không còn phân bổ lỗ tỷ giá trong thời gian xây dựng và nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh không gặp khó khăn như lũ lụt 2015. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý giá bán điện cho dây chuyền 1 chưa được ký kết và tỷ giá USD/JPY và USD/VND khó dự

báo có thể ảnh hưởng đến công ty mẹ và công ty liên doanh liên kết là nhiệt điện Quảng Ninh. BSC dự báo năm 2016 doanh thu và LNST của PPC lần lượt là 6,921 tỷ đồng và 852 tỷ đồng, tương đương EPS=2,676 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 25/12/2015, PPC đang được giao dịch với mức P/E forward = 6.54

SJD – Mua – Giá mục tiêu: 30,941 đồng/cổ phiếu (+19,46%)

Chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của SJD sẽ có sự tăng trưởng nhẹ trong năm 2016 do (1) nhà máy thủy điện Hà Tây hoạt động cả năm thay vì chỉ 6 tháng đầu năm như năm 2015; (2) Tỷ giá USD/VND tăng lên giúp tăng doanh thu cho doanh nghiệp do giá bán điện cố định và tính theo USD. (3) năm 2016 là năm cuối doanh nghiệp được hưởng thuế suất thấp. Ngoài ra chúng tôi lưu ý năm 2016 doanh nghiệp có thể sáp nhập thêm thủy điện Se San 3A giúp mở rộng quy mô cho doanh nghiệp. SJD được dự báo sẽ đạt 474 tỷ đồng doanh thu và 238 tỷ đồng LNST trong năm 2016, tương đương EPS 2016= 4,781 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 25/12/2015, cổ phiếu SJD đang được giao dịch với mức P/E forward= 5.29.

CHP – Mua – Giá mục tiêu 24,545 đồng/cổ phiếu (+18,57%)

CHP được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2016 nhờ những yếu tố sau: (1) Sản lượng sản xuất ổn định do đặc thù vị trí; (2) Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh tăng do chi phí sản xuất của nhiệt điện tăng; (3) Thị trường bán buôn điện cạnh tranh được áp dụng giúp mở rộng đối tượng khách hàng; (4) Bắt đầu có doanh thu từ dự án CDM; (5) Chi phí lãi vay giảm mạnh do giảm lãi suất và chi trả nợ gốc nhanh. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý là diễn biến thủy văn là yếu tố khó dự báo, có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh trực tiếp của doanh nghiệp. Chúng tôi dự báo năm 2016, CHP sẽ đạt 735 tỷ đồng doanh thu và 380 tỷ đồng LNST, tương đương EPS 2016=2,880 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 25/12/2015, cổ phiếu CHP đang được giao dịch với mức P/E forward= 7.26

SHP – Theo dõi – Giá mục tiêu 19,082 đồng/cổ phiếu (+0,43%)

Sản lượng tiêu thụ của SHP được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ trong 2016 do sẽ không có tiền hành bảo dưỡng đối với nhà máy Đa Mbrì như trong năm 2015, đồng thời giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh được kỳ vọng tăng. Chúng tôi dự báo năm 2016, SHP sẽ đạt 593 tỷ đồng doanh thu và 210 tỷ đồng LNST, tương đương EPS đạt 2,246 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 25/12/2015, cổ phiếu SHP đang được giao dịch với mức P/E forward= 8.68

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Điện	NT2 ¹	6,917	1,204	4,174	6.37	1.21	20.00%	22% tiền & 7% cp	26,600	33,392
	PPC ²	6,921	852	2,676	6.84	1.03	14.00%	12% tiền	18,300	20,032
	SJD	474	238	4,781	5.42	1.02	21.00%	25% tiền	25,900	30,941
	CHP	735	380	2,880	7.19	1.26	20.00%	9% tiền & 5% cp	20,700	24,545
	SHP	593	210	2,246	8.46	1.35	16.00%	15% tiền	19,000	19,082

Nguồn: BSC dự báo

1 Năm 2016 lỗ tỷ giá ước tính 92 tỷ đồng với dự báo USD/VND tăng 6% và EUR/VND ở mức 1

2 Năm 2016 lãi chênh lệch tỷ giá ước tính 76 tỷ đồng với dự báo USD/VND tăng 6% và JPY/USD ở mức 130

Ngành Phân bón 2016 [Khả quan]

- Giá phân bón tiếp tục suy giảm
- Giá đầu vào ở mức thấp giúp cải thiện biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất
- Kỳ vọng hưởng lợi từ việc thay đổi chính sách thuế
- Tỷ giá tăng lên giúp tăng tính cạnh tranh của các sản phẩm phân bón trong nước

Giá phân bón tiếp tục đà suy giảm:

- **Giá phân bón thế giới được dự báo giảm nhẹ:** tình trạng dư cung phân bón trên thế giới sẽ tiếp tục diễn ra. El Niño được dự báo kéo dài đến tháng 4/2016 sẽ tiếp tục tạo áp lực lên giá nông sản, làm yếu đi nhu cầu phân bón. Trong khi đó nguồn cung phân bón thế giới tiếp tục tăng lên do việc đi vào hoạt động của các nhà máy mới. Worldbank dự báo giá phân bón năm 2016 sẽ giảm khoảng 2-5% so với năm 2015, trong đó giá Phốt Pho giảm mạnh nhất 5%, các loại phân bón khác giảm khoảng 2%.
- **Sản lượng sản xuất phân bón tăng mạnh do việc đi vào hoạt động của các nhà máy mới:** (1) **Ure:** nhà máy sản xuất ure là Đạm Hà Bắc hoàn thành nâng công suất từ 180 nghìn tấn/năm lên 500 nghìn tấn/năm vào tháng 6/2015 khiến tổng công suất sản xuất ure của Việt Nam tăng 2,340 nghìn tấn/năm lên 2,660 nghìn tấn/năm, tăng 14%. (2) **DAP:** Nhà máy DAP Lào Cai công suất 330 nghìn tấn/năm hoàn tất công tác chạy thử, chính thức đi vào sản xuất từ ngày 1/7/2015 sẽ giúp nguồn cung DAP trong nước tăng gấp đôi. (3) **NPK:** Dự án nhà máy NPK Bình Điền- Ninh Bình có công suất giai đoạn 1 là 200 nghìn tấn/năm được khánh thành vào tháng 10/2015
- **Nhu cầu tiêu thụ ổn định:** do diện tích đất nông nghiệp đang dần bị co hẹp để chuyển đổi diện tích sử dụng nên sản lượng tiêu thụ phân bón dự báo sẽ không có sự tăng trưởng trong các năm tới. Diện tích trồng lúa đã giảm trung bình 1%/năm trong 5 năm gần đây.

Giá đầu vào được dự báo tiếp tục ở mức thấp: xu hướng giảm của giá dầu có thể sẽ tiếp tục trong năm 2016 khi việc mất cân đối cung cầu chưa được giải quyết và các ảnh hưởng của những yếu tố tài chính chính trị. Như vậy, giá khí bán cho đạm tính trực tiếp trên giá dầu sẽ tiếp tục được duy trì ở mức thấp. Đối với lưu huỳnh, nguồn cung đang tăng lên từ Tây Bắc nhờ việc vận hành các nhà máy lọc dầu mới trong khi nhu cầu nhập khẩu từ Mỹ đang yếu đi, dẫn đến thị trường lưu huỳnh dần chuyển sang trạng thái dư cung và giá lưu huỳnh được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong dài hạn.

Chính sách thuế có thể có nhiều thay đổi theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất trong nước:

- **Chính sách thuế VAT có thể được sửa đổi:** Hiệp hội phân bón đã có kiến nghị lên Chính phủ đề nghị đưa mặt hàng phân bón từ đối tượng không chịu thuế GTGT sang đối tượng chịu thuế

suất GTGT bằng 0%. Như vậy, các doanh nghiệp sản xuất phân bón có cơ hội được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, giúp giảm bớt khó khăn cho các doanh nghiệp này.

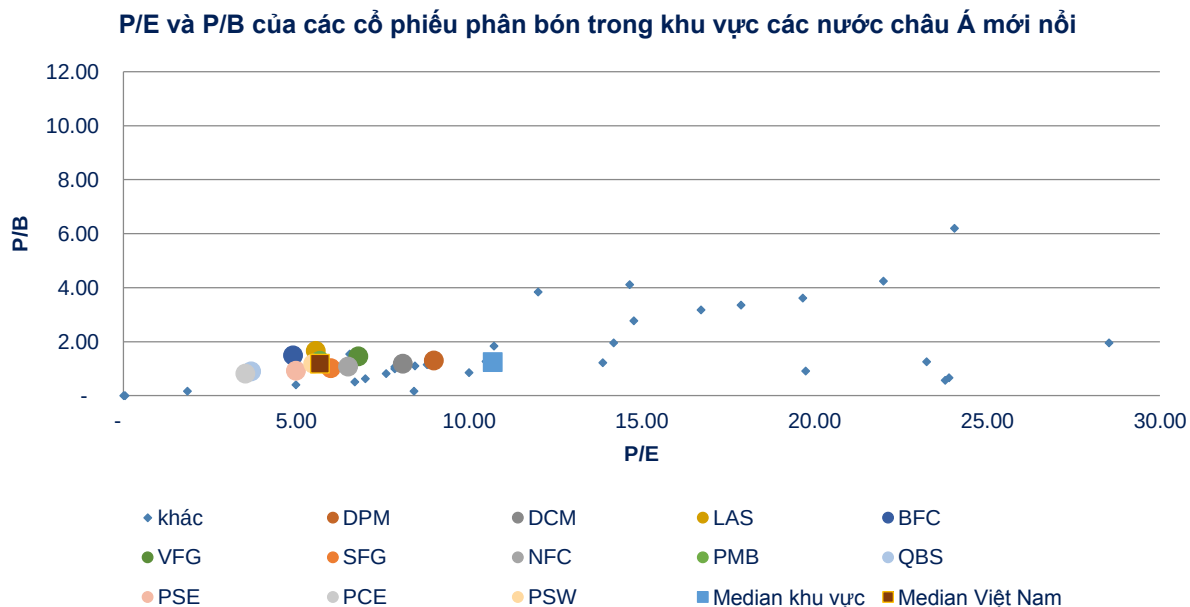
- **Thuế nhập khẩu DAP dự kiến tăng:** nhằm mục đích khuyến khích và bảo hộ các doanh nghiệp sản xuất trong nước, Bộ Tài Chính đề xuất tăng thuế nhập khẩu ưu đãi MFN đối với phân bón DAP từ 3% lên 6%.

Tỷ giá USD/VND tăng lên giúp tăng tính cạnh tranh của các sản phẩm phân bón trong nước: việc Fed tăng lãi suất và sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ khiến đồng USD tăng mạnh và tỷ giá USD/VND chắc chắn sẽ tăng lên trong năm 2016. Điều này giúp giá bán của các sản phẩm phân bón trong nước có thể cạnh tranh bán phân bón nhập khẩu.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi nâng mức đáng giá từ trung lập lên **KHẢ QUAN** đối với ngành phân bón năm 2016 nhờ việc hưởng lợi từ việc giá đầu vào suy giảm và hưởng lợi từ việc thay đổi chính sách thuế và tăng giá USD/VND. Mức giảm giá đầu vào được kỳ vọng sẽ mạnh hơn mức giảm giá bán ra giúp tăng biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp sản xuất trong ngành

Cổ phiếu phân bón đang được định giá thấp hơn khu vực: theo thống kê của bloomberg, trung vị P/E và P/B của các cổ phiếu phân bón và hóa chất nông nghiệp khu vực các nước châu Á mới nổi lần lượt là 18.43 và 1.85. Con số này đối với Việt nam là 5.69 và 1.19.



Nguồn: Bloomberg

DPM – Mua – Giá mục tiêu 34,770 đồng/cp (+19,48%)

DPM sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ việc giá dầu suy giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận cho doanh nghiệp trong khi sản lượng được duy trì ổn định do không chịu áp lực cạnh tranh tại thị trường miền Bắc từ việc tăng công suất của Đạm Hà Bắc. Ngoài ra, khoản lỗ từ PVTEX sẽ được tiết giảm do doanh nghiệp đã hoàn thành trích lập khoản đầu tư từ công ty này trong 9 tháng đầu năm 2015. Chúng tôi dự báo năm 2016 DPM sẽ đạt 9,495 tỷ đồng doanh thu và 1,868 tỷ đồng LNST, tương đương EPS đạt 4,345 đồng/cổ phiếu. Tính đến ngày 25/12/2015, cổ phiếu DPM đang được giao dịch với PE Forward = 7.3

LAS – Theo dõi – Giá mục tiêu 31,180 đồng/cp (+0,58%)

Là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường phân lân, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của LAS sẽ ổn định trong năm 2016 trong khi biên lợi nhuận gộp của LAS sẽ được cải thiện khi giá lưu huỳnh tiếp tục suy giảm. Đồng thời doanh nghiệp duy trì tỷ lệ cổ tức cao với lợi tức ở mức 10-19%/năm. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2015 của LAS sẽ lần lượt là 4,189 tỷ đồng và 393 tỷ đồng, tương đương EPS 2016= 4,797 đồng/cổ phiếu. Tính đến ngày 25/12/2015, cổ phiếu LAS đang được giao dịch với P/E Forward= 6.02

BFC – Mua – Giá mục tiêu 33,507 đồng/cp (+24,10%)

Trong quý 3/2015 nhà máy NPK Bình Điền – Mê Kông có công suất 100 nghìn tấn/năm đã được đưa vào hoạt động và sau đó là nhà máy NPK Bình Điền- Ninh Bình có công suất ban đầu 200 nghìn tấn/năm được đưa vào hoạt động từ ngày 21/10/2015, giúp tổng công suất của BFC nâng từ 675 nghìn tấn/năm lên 975 nghìn tấn/năm. BFC sẽ trở thành đơn vị sản xuất phân bón NPK lớn nhất tại Việt Nam. Đây sẽ là động lực chính thúc đẩy cho sự tăng trưởng của công ty trong 2016. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý, trong bối cảnh ngành đang ở trạng thái bão hòa, các doanh nghiệp trong nước phải cạnh tranh gay gắt với hàng nhập khẩu thì có khả năng các nhà máy mới chưa thể hoạt động hết công suất trong thời gian đầu. BFC được dự báo sẽ đạt 7,537 tỷ đồng doanh thu và 258 tỷ đồng LNST năm 2016, tương đương EPS 2016= 5,155 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 25/12/2015, cổ phiếu BFC đang giao dịch với mức P/E forward= 5.16

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Phân bón	DPM	9,495	1,868	4,345	6.70	1.25	24.00%	40% tiền	29,100	34,770
	LAS	4,189	393	4,797	6.46	1.73	28.00%	55% tiền	31,000	31,180
	BFC	7,537	258	5,155	5.24	1.55	24.00%	28% tiền	27,000	33,507

Nguồn: BSC dự báo

Nhà SỮA 2016 [Khả quan]

- Sản lượng sản xuất sữa của toàn cầu được dự báo tăng nhẹ 1.5%
- Giá sữa nguyên liệu trên thế giới (SMP, WMP) được dự báo sẽ giữ ở mức thấp
- Giá sữa trong nước được dự báo sẽ tiếp tục ổn định
- Các Hiệp định thương mại sẽ có tác động không quá lớn đến các DN sữa trong nước trong ngắn hạn, tuy nhiên cũng sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực nhất định trong dài hạn

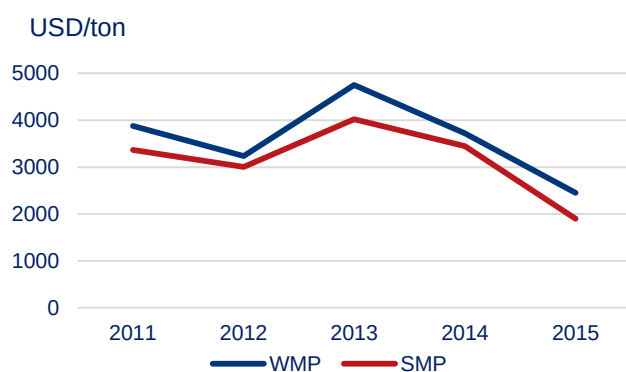
Năm 2016, các doanh nghiệp sữa nội địa sẽ được hưởng lợi nhờ giá sữa đầu ra ổn định trong khi đó chi phí nguyên liệu đầu vào có xu hướng giữ ở mức thấp và các hiệp định thương mại tự do chưa tác động nhiều đến cạnh tranh trong nước.

Thị trường sữa thế giới:

Sản lượng sản xuất sữa toàn cầu trong 2016 được dự báo tăng nhẹ 1.5%. Theo dự báo của Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), sản lượng sữa toàn cầu sẽ tăng nhẹ 1.5% đạt mức 498.8 triệu tấn chủ yếu do lượng tăng khoảng 8.4 triệu tấn tại Ấn Độ, EU, Mỹ, Brazil,.. bù đắp cho sự suy giảm khoảng 0.7 triệu tấn ở các nước Newzealand, Nga, Hàn Quốc,... Mức tăng dự báo này cao hơn mức tăng 1.4% trong 2015 nhưng vẫn thấp hơn mức tăng 3.8% trong 2014.

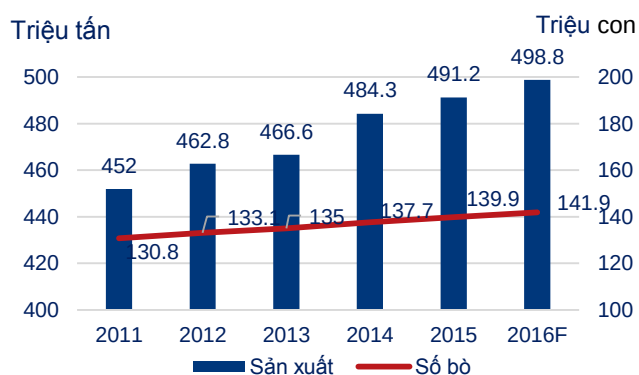
Giá sữa nguyên liệu trên thế giới (SMP, WMP) được dự báo sẽ giữ ở mức thấp trong năm 2016. Trong 2015, giá sữa nguyên liệu thế giới giảm mạnh 45% yoy đối với sữa bột gầy SMP xuống mức 1,900 USD/tấn và giảm 34% yoy đối với sữa bột nguyên kem WMP xuống mức 2,454 USD/tấn. Năm 2016, theo USDA, giá nguyên liệu sữa bột được kì vọng giữ ở mức thấp do cung tiếp tục vượt cầu khoảng 25%, nhu cầu nhập khẩu từ một số nước chính như Trung Quốc được dự báo giảm.

**Giá sữa nguyên liệu trên thị trường thế giới
2011-2015**



Nguồn: USDA, BSC tổng hợp

**Sản lượng sản xuất và số bò hàng năm thế giới
2011-2016F**



Nguồn: USDA dự báo, BSC tổng hợp

Thị trường sữa trong nước:

Giá sữa trong năm 2016 được chúng tôi dự báo tiếp tục ổn định do:

- **Giá sữa nguyên liệu thấp không ảnh hưởng quá lớn đến giá sữa thành phẩm trong nước.** Sữa nguyên liệu chỉ chiếm từ 20-25% chi phí sản xuất được kỳ vọng giữ ở mức thấp trong 2016, trong khi đó, các chi phí khác có thể tăng trong năm 2016 như (1) tỷ giá VND/USD kỳ vọng tăng 5%-8%; (2) tăng mức lương tối thiểu vùng và BHXH từ 1/1/2016 làm tăng chi phí nhân công (3) giá điện được kỳ vọng tăng,...
- **Sữa cho trẻ em dưới 6 tuổi được thực hiện bình ổn giá cho đến hết 2016.** Theo Quyết định số 857/QĐ-BTC sửa đổi, bổ sung Quyết định 1079/QĐ-BTC ngày 20/5/2014, việc áp dụng bình ổn giá đối với sữa cho trẻ em dưới 6 tuổi sẽ được kéo dài đến hết ngày 31/12/2016.

Thuế nhập khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa theo các cam kết FTA

FTAs	Thời gian hiệu lực	Quy định thuế nhập khẩu vào Việt Nam đối với sữa và các sản phẩm từ sữa
TPP	2018	Thuế nhập khẩu sẽ giảm từ 7-15% xuống 0% trong vòng 3-5 năm, kể từ 2018
FTA Việt Nam – Australia/Newzealand	2010	Thuế nhập khẩu là 5%-10% trong 2015, là 5 hoặc 7% trong 2016, là 0% hoặc 5% trong 2017-2018. Từ 2019 trở đi là 0%.
FTA Việt Nam - EU	2018	Thuế nhập khẩu cắt giảm trong vòng 3-5 năm kể từ 2018
FTA ASEAN – Ấn Độ	2010	Thuế nhập khẩu là 8 -20% trong 2015, 7-18% trong 2016 - 2017, 5-15% trong 2018, về 0% từ sau 2021.
FTA Việt Nam – EAEU	2016	Cắt giảm thuế từ mức 5-20% trong 2015 xuống 0% từ 2016

Nguồn: Trung tâm WTO, BSC tổng hợp

Đánh giá tác động của các hiệp định FTAs:

Trong ngắn hạn (1-3 năm), các FTAs không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động của các doanh nghiệp sữa nội địa.

- (1) Theo lộ trình, phần lớn hiệu lực giảm thuế của các FTAs cho mặt hàng sữa nhập khẩu sẽ bắt đầu từ năm 2018, tùy từng loại sản phẩm (tham khảo bảng trên).
- (2) Phân khúc sữa nước, vốn là mảng doanh thu chính của DN trong nước, sẽ chưa có ảnh hưởng nhiều. Sữa nước vốn chiếm 32% trong tổng doanh thu từ các sản phẩm sữa tại Việt Nam, trong đó, các DN sản xuất trong nước chiếm thị phần khoảng 85%. Ngay cả khi thuế suất giảm về 0%, sữa nước nội địa được chúng tôi đánh giá sẽ ít bị cạnh tranh do chi phí như vận chuyển, bảo quản, phân phối,... của sữa nước nhập khẩu khá lớn, khiến giá bán sẽ không thấp hơn giá sản phẩm trong nước dù chi phí sản xuất tại bản địa thấp hơn.
- (3) Cạnh tranh trong phân khúc sữa bột sẽ tăng dần nhưng chủ yếu là giữa các sản phẩm nhập khẩu. Hiện tại, các sản phẩm sữa bột chiếm 41% tổng doanh thu các sản phẩm từ sữa, trong đó sữa bột

nhập khẩu chiếm thị phần 70%, do các DN nước ngoài có lợi thế về công nghệ, chi phí sản xuất thấp... Nhập khẩu sữa bột sẽ tăng mạnh hơn khi thuế suất nhập khẩu giảm dần theo các FTAs, đặc biệt từ các nước xuất khẩu sữa chính vào Việt Nam như New Zealand, Mỹ, Úc ... Cạnh tranh trong mảng sữa bột vì vậy sẽ ở mức cao hơn nữa, tuy nhiên các DN sữa nước ngoài chịu ảnh hưởng là chủ yếu.

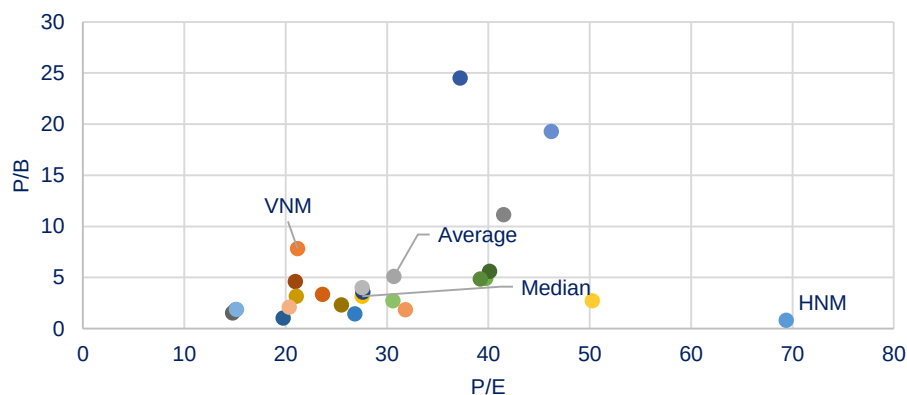
Quan điểm đầu tư:

Trong 2016, giá nguyên liệu sữa thế giới được chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục giữ ở mức thấp do dư cung. Điều này sẽ giúp các DN đang sử dụng sữa bột nguyên liệu để sản xuất có thể tăng biên lợi nhuận khi giá sữa thành phẩm trong nước được kỳ vọng ổn định trong 2016. Các hiệp định thương mại tự do không ảnh hưởng quá lớn đến các DN sản xuất sữa trong nước nói chung, bởi mảng sữa bột có thể sẽ tăng cạnh tranh nhưng mảng sữa nước, vốn là loại sản phẩm mang lại doanh thu chủ yếu cho DN trong nước, không bị ảnh hưởng quá nhiều.

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **Khả quan** với ngành Sữa trong năm 2016 và khuyến nghị nắm giữ với VNM và theo dõi với HNM.

Xét nhóm doanh nghiệp Sữa niêm yết trên Toàn cầu có mức vốn hóa gần với VNM và HNM theo thống kê của Bloomberg, chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM vẫn đang ở mức định giá hấp dẫn.

So sánh P/B, P/E với trung bình ngành



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

VNM – Mua – Giá mục tiêu 148,000 đồng/cp.

Trong năm 2016, VNM được kỳ vọng là một trong những DN mà SCIC sẽ thoái vốn và có thể mở room lên 100% cho nhà đầu tư ngoại. Về KQKD 2016 của VNM, chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ **(1)** Cạnh tranh trong mảng sữa bột do FTAs có hiệu lực là không quá trọng yếu do VNM có những thương hiệu sản phẩm riêng đã được định vị, thói quen của người tiêu dùng khó thay đổi ngay lập tức; **(2)** Biên lợi nhuận cao và được kỳ vọng cải thiện nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm và giá nguyên liệu giữ ở mức thấp;

(3) Mở rộng thị trường xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng như Campuchia, Myanmar, Cuba. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với mã cổ phiếu VNM và dự báo DTT2016 sẽ đạt 45,016 tỷ (+13% yoy), LNST đạt 8,823 tỷ, EPS 2016 đạt 7,353 VNĐ/cp.

HNM – Theo dõi.

Kết quả kinh doanh của HNM trong 2016 được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ (1) phát triển các dòng sản phẩm mới; (2) chi phí giảm nhờ giá sữa nguyên liệu nhập khẩu giữ ở mức thấp và chủ động hơn về nguồn nguyên liệu. BSC lưu ý sản lượng sản xuất thấp; kiểm soát chi phí kém hiệu quả sẽ là những rào cản đối với tăng trưởng trong dài hạn của HNM. Ước tính, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 260 tỷ đồng và 3,4 tỷ đồng, EPS 2016 là 170 đồng/cp. Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi đối với cổ phiếu HNM.

Lưu ý, trong giai đoạn 2016-2017, HNM có kế hoạch phát hành 50-100 tỷ trái phiếu chuyển đổi có kì hạn từ 1-3 năm để tài trợ vốn đầu tư dự án và phục vụ sản xuất kinh doanh,.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Dividend 2015	Giá 31/12/15	Giá mục tiêu
VNM	45,016	8,823	7,353	17.4	7.1	41%	40% Cash div đợt 1	128,000	148,000
HNM	260	3.4	170	52.4	0.8	1.6%	0	8,900	n/a

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Xi măng 2016 [Trung lập]

- Dự báo sản lượng tiêu thụ xi măng năm 2016 tăng 6,31% - 8,11%yoy
- Thị trường Xuất khẩu tăng cạnh tranh
- Diễn biến tỷ giá khó dự báo, ảnh hưởng đến lợi nhuận tài chính

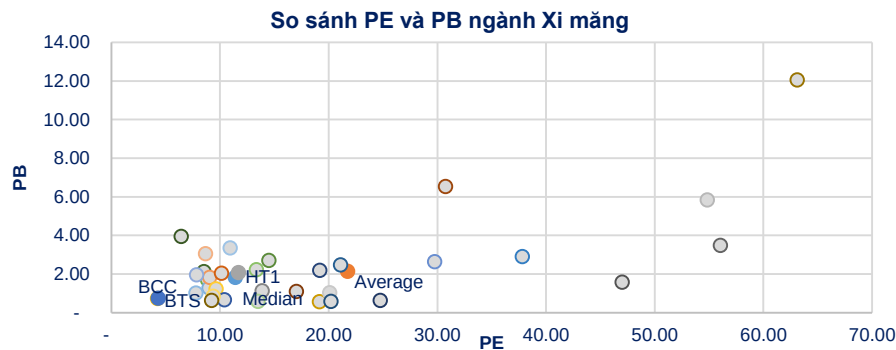
Tiếp tục hưởng lợi từ ngành BĐS, Xây dựng. Với triển vọng Khả quan từ lực cầu trong nước (tham khảo Ngành BĐS và Xây dựng), bộ Xây dựng ước tính sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa sẽ đạt khoảng 59 – 60 triệu tấn trong năm 2016, tăng 6,31% - 8,11%yoy. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sẽ xuất hiện trên cả nước, và không chỉ tập trung ở khu vực phía Nam do quá trình đầu tư để đón đầu các Hiệp định Thương mại tự do được đẩy mạnh.

Thị trường xuất khẩu tăng cạnh tranh từ đối thủ Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng Trung Quốc sẽ tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu xi măng / clinker trong năm 2016 do suy giảm lực cầu nội địa và dư thừa công suất. Ngoài ra, giá bán clinker xuất khẩu có thể giảm về mức 30 USD/tấn do hiện tại giá bán clinker của Trung Quốc khoảng 31 – 34 USD/tấn, thấp hơn so với các doanh nghiệp Việt Nam từ 2 – 6 USD/tấn.

Diễn biến tỷ giá sẽ khó dự báo trong năm 2016, ảnh hưởng đến KQKD của doanh nghiệp. Do các doanh nghiệp xi măng như HT1, BCC và BTS có dư nợ ngoại tệ lớn nên diễn biến tỷ giá bất lợi sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến KQKD của doanh nghiệp (Tham khảo báo cáo Vĩ mô và TTCK năm 2016 của BSC). Tại 31/12/2016, ước tính dư nợ ngoại tệ của HT1 sẽ còn khoảng 53 triệu EUR và một phần dư nợ USD; với BCC, dư nợ ngoại tệ ước tính còn khoảng 10,6 triệu EUR nếu trả 2 kỳ như thông thường các năm (do năm 2015 BCC đã trả 3 kỳ nợ, mỗi kỳ 9 triệu EUR) và BTS sẽ còn khoảng 26,55 triệu EUR.

Quan điểm đầu tư

Mặc dù ngành Xi măng được hưởng lợi từ triển vọng Tích cực của thị trường trong nước, tuy nhiên vẫn còn phải đối mặt với cạnh tranh từ Trung Quốc tại các thị trường xuất khẩu, cùng với KQKD ảnh hưởng trực tiếp từ yếu tố tỷ giá; do đó chúng tôi nhận định **Trung lập** với Ngành Xi măng trong năm 2016. Chúng tôi lưu ý với 3 cổ phiếu đầu ngành là HT1, BCC và BTS. So sánh với nhóm cổ phiếu xi măng toàn cầu theo thống kê của Bloomberg, chúng tôi cho rằng BCC và BTS vẫn đang ở mức định giá hấp dẫn, còn HT1 đang ở mức trung bình ngành.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

CTCP Xi măng Hà Tiên 1 (HT1) – Nắm giữ – Giá mục tiêu 27.915 đồng/cp (+4,16%)

- **Vẫn còn khả năng tăng trưởng sản xuất và tiêu thụ.** Năm 2015, sản lượng tiêu thụ xi măng của HT1 đạt 5,6 triệu tấn, tăng 14,6% so với năm 2014. Với thị trường Xây dựng tiềm năng, chúng tôi ước tính tiêu thụ xi măng của HT1 đạt khoảng 6,1 - 6,2 triệu tấn năm 2016. Khả năng sản xuất vẫn đủ đáp ứng khi công suất nghiền của HT1 có thể vượt 6,6 triệu tấn xi măng / năm.
- **Tiềm năng từ Khu phức hợp Vicem Hà Tiên.** Khu đất có tổng diện tích khoảng 11,49 ha, nằm dọc theo xa lộ Hà Nội, thuộc quận Thủ Đức, Tp. Hồ Chí Minh. Hiện Bộ Xây dựng đã cho phép HT1 và CTCP Vận tải Hà Tiên (HTV) liên doanh với đối tác để nghiên cứu và chuẩn bị đầu tư dự án. Trước mắt doanh nghiệp sẽ phải thành lập pháp nhân để xin quy hoạch 1:2000.
- **So sánh với định giá trung bình của Ngành trên toàn cầu, khuyến nghị Nắm giữ.** Xét những doanh nghiệp xi măng niêm yết trên toàn cầu theo thống kê của Bloomberg có vốn hóa gần sát so với HT1, trung vị PE = 11,41 và PB = 1,84.

Loại trừ tác động của tỷ giá và đã tạm trích quỹ khen thưởng phúc lợi 20% LNST, chúng tôi ước tính EPS 2015 của HT1 đạt khoảng 1.758 đồng/cp và EPS 2016 đạt khoảng 1.934 đồng/cp. Do đó khuyến nghị Nắm giữ với HT1.

CTCP Xi măng Bim Sơn (BCC) – Mua – Giá mục tiêu 17.323 đồng/cp (+29,28%)

- **Hoạt động ổn định hơn trong năm 2016.** Trạm nghiền xi măng Đại Việt đã hoạt động trở lại sau khi phải dừng hoạt động do yếu tố khách quan. Ngoài ra, BCC đang đấu thầu việc cung cấp thiết bị cho dây chuyền nghiền xi măng đến đóng bao, tổng công suất của dây chuyền là 2 triệu tấn/năm, tổng vốn đầu tư của dự án là 795 tỷ đồng, trong đó cơ cấu vốn là 75% vốn vay và 25% vốn tự có, dự kiến hoàn thành 2017. Chúng tôi cho rằng quá trình đầu tư sẽ không ảnh hưởng đến KQKD năm 2016 của Công ty.
- **Trả nợ ngoại tệ trước 1 kỳ của năm 2016, giúp giảm bớt tác động của tỷ giá và lãi vay.** Trong năm 2015, thay vì trả nợ ngoại tệ 2 kỳ như thông thường, BCC trả nợ 3 kỳ gồm 1 kỳ của năm 2016. Ước tính tại 31/12/2015, dư nợ ngoại tệ của BCC là 28,6 triệu EUR và tại 31/12/2016 còn

khoảng 10,6 triệu EUR, do đó có thể sẽ trả hết nợ EUR thời điểm tháng 3/2017. Ngoài ra, việc trả nợ trước hạn cũng giúp giảm bớt chi phí lãi vay cho doanh nghiệp. Ước tính DTT 2016 đạt 4.147 tỷ đồng, LNST hoạt động cốt lõi đạt 244 tỷ đồng (+18%yoy), EPS 2016 = 2.038 (sau khi tạm trừ 20% LNST cho quỹ khen thưởng phúc lợi)

CTCP Xi măng Vicem Bút Sơn (BTS) – Mua – Giá mục tiêu 10.762 đồng/cp (+19,58%)

- **Sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt.** Sản lượng tiêu thụ xi măng 2015 ước đạt 2,7 triệu tấn xi măng (+15,88%yoy), sản lượng tiêu thụ clinker 2015 ước 700 nghìn tấn (giảm so với mức 991.385 tấn năm 2014) cho thấy tín hiệu tích cực. Công suất nung clinker của BTS hiện khoảng 2,6 triệu tấn (tương ứng khoảng 3,7 triệu tấn xi măng), chúng tôi cho rằng với lực cầu tăng từ thị trường nội địa, BTS vẫn có khả năng đáp ứng. Ước tính LNST 2016 đạt 130 tỷ đồng (+8,7%yoy), EPS = 1.196 đồng/cp (sau khi tạm trừ 20% LNST cho quỹ khen thưởng phúc lợi).
- **Rủi ro:** BTS đẩy mạnh tiêu thụ xi măng rời nên biên lợi nhuận sẽ không cao bằng sản phẩm xi măng bao. Ngoài ra dự tính BTS sẽ còn dư nợ ngoại tệ khoảng 26,55 triệu EUR (31/12/2016) nên biến động của tỷ giá sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của Công ty.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Xi măng	HT1	8,229	769	1,934	13.86	1.64	14.82%	0%	26,800	27,915
	BCC	4,147	244	2,038	6.58	0.67	12.50%	0%	13,400	17,323
	BTS	2,934	130	1,196	7.53	0.70	9.32%	0%	9,000	10,762

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Ô tô 2016 [Trung lập]

- Tăng trưởng tiêu thụ ô tô tải chứng lại đáng kể so với mức tăng mạnh của 2015
- Các quy định mới về thuế và dự thảo về thuế được xem xét trong khóa quốc hội vào tháng 3/2016 sẽ ảnh hưởng đáng kể giá xe ô tô trong năm 2016
- Triển vọng dài hạn khó khăn cho các doanh nghiệp lắp ráp ô tô

BSC nhận định triển vọng của ngành ô tô năm 2016 là khả quan, trong đó triển vọng cho tiêu thụ ô tô con là khả quan, và tăng trưởng tiêu thụ xe tải sẽ chứng lại đáng kể so với mức tăng mạnh của năm 2015. Các yếu tố chính tác động lên sức tiêu thụ xe ô tô bao gồm: **(1)** Sự đi lên của nền kinh tế và thu nhập đầu người, cùng với chính sách lãi suất vẫn ở mức thấp giúp nâng cao khả năng tiêu thụ xe ô tô của người dân và **(2)** Các chính sách thuế hỗ trợ xe ô tô lắp ráp trong nước, và xe ô tô nhập khẩu từ khu vực Asean.

Chúng tôi nhận định tăng trưởng tiêu thụ của thị trường xe tải sẽ chứng lại trong 2016 do: (1) Động lực từ sự chênh lệch cung cầu vận tải dưới áp lực của quy định siết chặt tải trọng sẽ dần đi vào mức cân bằng và (2) chính sách thuế nhập khẩu và thuế tiêu thụ đặc biệt thay đổi làm giá xe nhập khẩu không còn quá hấp dẫn như trước đây. Động lực cho sức tiêu thụ xe tải trong năm 2016 sẽ đến từ nhu cầu thay xe hết niên hạn sử dụng. Theo Cục đăng kiểm Việt Nam, có 19,000 xe tải sẽ hết niên hạn sử dụng trong năm 2016, tăng mạnh từ mức 15,000 xe của năm 2015.

Triển vọng tiêu thụ xe con là khả quan, đặc biệt là xe lắp ráp trong nước, nhờ (1) sự tăng trưởng tốt của thu nhập người dân (2) mặt bằng lãi suất cho vay dự kiến vẫn ở mức thấp trong 2016 giúp nâng cao khả năng tiêu thụ, và (3) Các chính sách thuế thay đổi làm tăng giá xe ô tô nhập khẩu, ngoại trừ khu vực Asean, là động lực cho sức tiêu thụ xe ô tô lắp ráp trong nước. Tuy nhiên, chính sách thuế tiêu thụ đặc biệt dự kiến được thông qua vào tháng 3/2016 có thể làm tăng giá xe của các loại xe có dung tích xi lanh trên 2L.

Trong dài hạn, ngành sản xuất ô tô còn phải đối mặt với nhiều thách thức, khi các hiệp ước thương mại đưa thuế nhập khẩu xe ô tô về 0%. Cụ thể, thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc từ khu vực Asean sẽ giảm về 0% từ 2018, và từ các quốc gia trong WTO sẽ giảm từ 70% hiện nay về 47% vào năm 2019. Trong khi đó, các doanh nghiệp lắp ráp xe ô tô trong nước hiện còn phụ thuộc nhiều vào sự bảo trợ của nhà nước.

Những thay đổi trong chính sách thuế sẽ tác động lớn lên giá bán ô tô trong năm 2016:

- **Thay đổi quy định về giá căn cứ tính thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ô tô nhập khẩu dưới 24 chỗ ngồi– áp dụng từ 1/1/2016:** Theo nghị định 108/2015/NĐ-CP, giá tính thuế tiêu thụ đặc biệt với ô tô là giá bán ra của nhà nhập khẩu thay vì giá nhập kho (đã kèm thuế nhập khẩu) như trước, có hiệu lực vào 1/1/2016. Theo các cơ sở phân phối xe nhập khẩu, quy định này sẽ khiến giá xe nhập khẩu tăng khoảng 15-30% so với giá bán hiện nay, do đó sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng bán xe nhập khẩu, và là lợi thế cho các công ty phân phối xe lắp ráp trong nước.
- **Thay đổi thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc từ một số nước:** (1) Từ 1/1/2016, ô tô nguyên chiếc nhập khẩu từ khối ASEAN về Việt Nam sẽ được giảm thuế suất thuế nhập khẩu xuống còn 40%, so

với mức 50% hiện nay. **(2)** Từ 20/12/2015, thuế nhập khẩu xe ô tô tải được điều chỉnh tăng theo thông tư 163, qua đó, mức tăng giao động từ 5% đến 50%, và hầu hết lên mức trần 70% theo cam kết với WTO. Tuy vậy, đối với xe tải nhập khẩu từ Trung Quốc, mức thuế hiện nay vẫn đang được giữ nguyên. Bộ Tài chính đang xem xét điều chỉnh tăng thuế nhập khẩu đối với một số chủng loại xe vừa và nhỏ, từ mức 10-18% hiện nay lên 28-30%. Đây mà mức thuế trần theo cam kết của Việt Nam về thuế xe ô tô nhập khẩu theo cam kết thương mại ASEAN- Trung Quốc. Các động thái tăng thuế nhằm hỗ trợ khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp lắp ráp xe tải trong nước.

- **Khả năng thay đổi biểu thuế tiêu thụ đặc biệt.** Trong kỳ họp quốc hội tháng 11 vừa rồi, Bộ Tài Chính đã trình lên quốc hội dự thảo thay đổi thuế thu nhập đặc biệt, chú trọng giảm thuế đối với các dòng xe có dung tích xi lanh dưới 2L, và tăng thuế đối với các dòng xe trên 2L xi lanh. Tuy nhiên, quốc hội đã hoãn việc thông qua thay đổi thuế tiêu thụ đặc biệt sang cho kỳ họp tháng 3/2016, và do đó, các ảnh hưởng từ thuế tiêu thụ đặc biệt hiện nay là chưa rõ ràng. Biểu phí giảm thuế tiêu thụ đặc biệt dưới đây đang được Bộ Tài Chính cân nhắc để trình lên quốc hội vào tháng 3/2016.

Biểu phí giảm thuế tiêu thụ đặc biệt			
	Hiện tại	1/7/16	1/1/18
< 2L (xi lanh)	45%	40%	30%
Từ 2L đến 3L	50%	55%	55%
Từ 3L đến 4L	60%	90%	90%
Từ 4L đến 5L	60%	110%	110%
Trên 6L	60%	150%	150%

Bộ Tài Chính hiện đang đề xuất giảm thuế nhập khẩu một số linh kiện ô tô về 0%. Các phụ kiện động cơ, hộp số và nội thất cho ô tô tải từ Hàn Quốc và Nhật bản có thể được lùi về 0% năm 2016, thay vì ở mức bình quân 14-20% như hiện nay.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi nhận định triển vọng ngành ô tô là **Trung lập** với nhóm cổ phiếu ngành ô tô. Các cổ phiếu ngành ô tô hiện đang được giao dịch với mức P/E trung bình 7.5 và mức P/B trung bình là 3.2. Việc P/E trung bình thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của thị trường phản ánh sự lo ngại của nhà đầu tư đối với triển vọng dài hạn của các doanh nghiệp Việt Nam. BSC khuyến nghị các mã cổ phiếu có hưởng lợi từ các chính sách thuế và từ xu hướng tiêu thụ ô tô trong năm 2016, bao gồm SVC và TMT.

SVC – Mua – Giá mục tiêu 44,800 VND (+9,90%)

Do tập trung ở phân khúc xe trung cấp và là đại lý chính thức của những hãng xe tên tuổi trong nước, SVC có thể cạnh tranh tốt hơn so với các dòng xe nhập khẩu với sự thay đổi trong cách tính thuế tiêu thụ đặc biệt nói trên. Doanh nghiệp cũng đang tập trung vào mảng bán hàng và dịch vụ sửa chữa xe và co gọn lại phân khúc bất động sản qua việc thoái vốn hoặc hợp tác đầu tư. Sự tập trung vào hoạt động cốt lõi sẽ giúp nâng cao năng lực tài chính và năng lực hoạt động của doanh nghiệp, nhưng hoạt động thoái vốn

cũng có thể gây nhiều biến động lên kết quả kinh doanh của công ty. BSC cho rằng trong năm 2016 doanh thu của công ty có thể đạt 12,688 tỷ đồng (+24.2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 173.5 tỷ đồng (+20.1% yoy), tương ứng với mức EPS 2016 = 4,241 VND và cổ phiếu đang giao dịch với P/E forward = 9.76 và P/B FW = 0.97. Kết quả này không tính đến các đột biến liên quan đến việc thoái vốn khỏi các dự án bất động sản của SVC.

TMT – Mua – Giá mục tiêu 65,500 VND (+22,55%)

Là doanh nghiệp lắp ráp và phân phối xe tải Cửu Long, TMT cũng có lợi thế cạnh tranh lớn với các doanh nghiệp nhập khẩu xe tải trong nước trong năm 2016. Với việc thuế nhập khẩu ô tô tải được điều chỉnh tăng, chúng tôi cho rằng TMT có triển vọng khả quan trong 2016, với mức doanh thu dự kiến 4,305 tỷ đồng (+33.2% yoy) và LNST ước tính 288.5 tỷ đồng (+24.6% yoy), tương ứng với mức EPS 2016 = 9,216. Cổ phiếu TMT hiện đang giao dịch với mức P/E forward = 5.53 và P/B forward = 2.04. Tuy nhiên triển vọng dài hạn của công ty khá rủi ro trước các lộ trình giảm thuế nhập khẩu xe.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Ô Tô	SVC	12,688	174	4,241	9.76	0.97	8.10%	38.5% cash div	41,400	45,500
	TMT	4,305	289	9,216	5.53	2.04	9.70%	12% cash div	51,000	62,500

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Bảo hiểm 2016 [Trung lập]

- Doanh thu phí bảo hiểm gốc ước tính tăng trưởng 14-15%
- Tỷ lệ bồi thường kiểm soát tốt
- Động lực từ các thương vụ phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược
- Lãi suất dự báo tăng, giúp nâng cao lợi nhuận hoạt động đầu tư

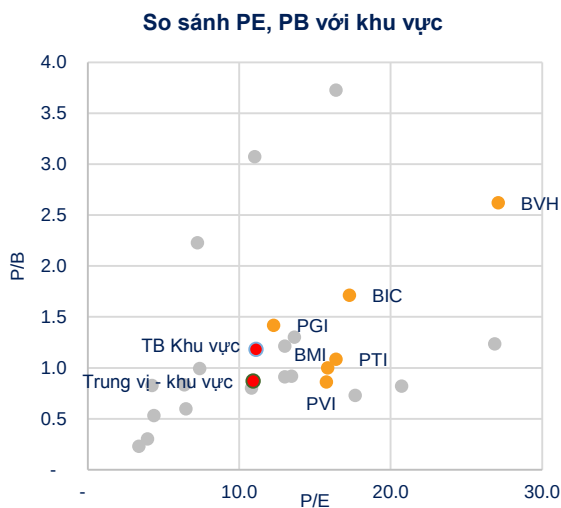
Triển vọng của ngành bảo hiểm trong năm 2016 là **Khả Quan**. Chúng tôi cho rằng phí bảo hiểm gốc năm 2016 sẽ đạt mức tăng trưởng 14-15%, nhờ vào sự tăng trưởng chung của nền kinh tế, cùng với các thay đổi nội tại của các doanh nghiệp bảo hiểm đầu ngành. Bên cạnh đó, lãi suất được dự báo tăng lên sẽ hỗ trợ mạnh cho lợi nhuận đầu tư của các doanh nghiệp.

- **Động lực từ sự phát triển của nền kinh tế:** Theo dự báo của ANZ, GDP Việt Nam đạt mức tăng trưởng cao khoảng 6.5% vào năm 2016. Các yếu tố tăng trưởng của nền kinh tế thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm. **(1)** sự phục hồi của thị trường bất động sản và các hiệp định thương mại được ký kết làm tăng hoạt động xuất nhập khẩu thúc đẩy nhu cầu đầu tư, xây dựng và sản xuất, là động lực cho bảo hiểm tài sản thiệt hại, bảo hiểm hàng hoá, và bảo hiểm cháy nổ **(2)** thu nhập người dân được cải thiện cùng sức tăng tốt của nền kinh tế giúp nâng cao nhu cầu tiêu thụ bảo hiểm sức khỏe **(3)** Sức tiêu thụ ô tô được dự báo ở mức cao trong 2016.
- **Tỷ lệ bồi thường được kiểm soát tốt:** Các thiệt hại thiên tai về bão lũ trong năm 2015 là ít hơn hẳn so với 2014, là yếu tố tích cực hỗ trợ ngành bảo hiểm trong năm nay. Đợt lũ lụt vào tháng 8 ở Quảng Ninh đã không ảnh hưởng nhiều đến các doanh nghiệp trong ngành do các tập đoàn Than có một doanh nghiệp bảo hiểm riêng của họ. Do vậy, chi phí bồi thường trong năm 2015 chủ yếu cho các thiệt hại lớn năm 2014. Thêm vào đó, việc các doanh nghiệp đầu ngành chú trọng hơn trong việc phát triển bền vững và quản lý rủi ro, cùng với sự giúp sức của các cổ đông chiến lược nước ngoài trong bộ máy điều hành sẽ giúp cải thiện tỷ lệ bồi thường trong năm 2016
- **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 các doanh nghiệp trong nước về mặt đào tạo nhân sự, xây dựng thương hiệu, phát triển thị trường, và mở rộng sang thị trường nước ngoài. Thương vụ tăng vốn của PGI dự kiến sẽ hoàn thành vào đầu năm 2016. Cùng với đó, triển vọng từ việc nới room bảo hiểm sẽ thu hút thêm các nhà đầu tư nước ngoài tham gia góp vốn và nâng cao năng lực của các doanh nghiệp trong nước.
- **Mặt bằng lãi suất tăng trong 2016:** Chúng tôi dự báo lãi suất sẽ tăng lên trong năm 2016, khi Fed tăng lãi suất gây áp lực lên tỷ giá và lãi suất Việt Nam. Đối với các doanh nghiệp bảo hiểm

phi nhân thọ, với 70% cơ cấu đầu tư vào tiền gửi, BSC ước tính, với mức tăng lãi suất 1% sẽ làm tăng lợi nhuận trước thuế ước tính của 2015 vào khoảng 10- 13%.

Quan điểm đầu tư

Trong năm 2016, BSC hạ nhận định từ Khả quan xuống **Trung lập** với ngành bảo hiểm do các cổ phiếu đã tăng trưởng tương đối tốt trong năm 2015, cùng với đó nhóm cổ phiếu bảo hiểm đang được định giá cao hơn so với trung bình và trung vị của khu vực.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Cổ phiếu bảo hiểm Việt Nam đang được định giá cao hơn so với khu vực, phản ánh tiềm năng tăng trưởng tốt hơn và việc giá trị sổ sách chưa tương ứng với giá trị thực của hệ thống tài sản. Giá trị trung vị các bội số định giá của ngành bảo hiểm Việt Nam lần lượt là P/E = 15.8 và P/B = 1.1, cao hơn mức định giá của các doanh nghiệp ở các quốc gia mới nổi thuộc khu vực Châu Á- Thái Bình Dương, bao gồm Indonesia, Thái Lan, Malaysia, và Taiwan, với mức trung vị bội số lần lượt là 10.4 và 0.9. Theo đó, các doanh nghiệp bảo hiểm hiện đang được định giá cao hơn tương đối so với khu vực, với các lý do sau:

- (1) Tăng trưởng phí bảo hiểm gốc cao hơn so với khu vực: CAGR 2007-2015 =12.4%, với dự báo tăng trưởng 15% trong 2016. Trong khi đó, dự báo tăng trưởng của các nước trong khu vực là: Taiwan: 4.2%; Thailand: 13%, Indonesia: 3.3%, và Malaysia: 5%. Như vậy, tiềm năng tăng trưởng của ngành bảo hiểm Việt Nam cao hơn đáng kể so với khu vực, giải thích cho mức P/E ngành bảo hiểm Việt Nam đang ở mức cao.
- (2) Room tăng trưởng của Việt Nam còn cao khi phí bảo hiểm phi nhân thọ chỉ bằng 0.7% GDP, so với con số trung bình 1.6% của khu vực
- (3) Các thương vụ bán cho cổ đông chiến lược nước ngoài đều được định giá ở mức trên 2x BV, cho thấy giá trị sổ sách chưa phản ánh được giá trị thực của hệ thống tài sản của các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam

Tuy vậy một số cổ phiếu bảo hiểm đã phản ánh tiềm năng tăng trưởng cũng như những tin tức tốt về thoái vốn và phát hành cho cổ đông chiến lược. Một số cổ phiếu được khuyến nghị trong năm 2016:

PTI – Mua – Giá mục tiêu 28,000 VND/cp (+17,15%) PTI đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu ở mức 25-30%/năm trong 3 năm tới. Sự tham gia của Dongbu trong tháng 5/2015 làm nâng cao tiềm lực bảo hiểm và là nền tảng cho định hướng tăng trưởng mạnh của doanh nghiệp. Động lực tăng trưởng trong năm 2016

đến từ các sản phẩm mới, chuyên biệt trong mảng bán lẻ, cùng với các kênh khai thác sản phẩm mới như kênh trực tuyến, qua điện thoại, và ứng dụng công nghệ thông tin trong việc quản lý bồi thường. BSC ước tính năm 2016 doanh thu phí gốc của PTI sẽ đạt 3,026 tỷ đồng (+26.1% yoy), và LNST đạt 159.5 tỷ đồng (+13.9% yoy), tương ứng với mức EPS 2016 = 1,982 VND/cp và BV 2016 = 23,953. Theo đó, cổ phiếu PTI hiện đang giao dịch với mức P/E forward = 12.06 và P/B forward = 1.17.

PGI – Mua – Giá mục tiêu 21,000 VND/cp (+26,9%)

Hiện đang theo đuổi định hướng phát triển bền vững và chú trọng quản lý rủi ro. Do vậy doanh nghiệp chỉ đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu 6-8%/năm. Bù lại, các định hướng phát triển bền vững là điểm mạnh giúp doanh nghiệp đạt được mức tăng lợi nhuận những năm tiếp theo. Chúng tôi lưu ý rằng PGI là doanh nghiệp duy nhất trên sàn áp dụng mức trích lập dự phòng dao động lớn 3%, so với mức 1% của các doanh nghiệp còn lại. Điều này làm giảm đáng kể lợi nhuận kế toán của PGI xấp xỉ 30 tỷ đồng/năm (~ 30% tổng LNTT), nhưng đưa lại khả năng tài chính bền vững. Bên cạnh đó, trong năm 2016 PGI sẽ có thương vụ bán 20% cổ phần cho cổ đông chiến lược, là động lực lớn nâng cao khả năng bảo hiểm, và nguồn tiền đầu tư của PGI. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của PGI cho 2016 là 2,492 tỷ đồng (+8.8% yoy), và 116.5 tỷ đồng (+16% yoy), tương ứng với mức EPS 2016=1,675 và BV = 13,350. Cổ phiếu PGI hiện đang giao dịch với PE forward = 12.7 và P/B forward = 1.58.

BVH – Theo dõi

Là tập đoàn tài chính đầu ngành, hoạt động trong các lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ, phi nhân thọ, chứng khoán, quản lý quỹ. Riêng đối với mảng bảo hiểm phi nhân thọ, BVH có lợi thế lớn là doanh nghiệp nhà nước, có mạng lưới hoạt động lâu đời và bề dày lịch sử, do vậy công ty dẫn đầu thị phần trong hầu hết các mảng sản phẩm. Triển vọng của BVH trong năm 2016 cho mảng bảo hiểm phi nhân thọ là khả quan, với lợi thế là doanh nghiệp đầu ngành công ty sẽ có sự tăng đều ở tất cả các mảng sản phẩm. Tuy vậy BVH đang được định giá cao so với khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp, với P/B = 2.6 và P/E = 27.1.

BMI – Theo dõi

Bảo Minh là doanh nghiệp dẫn đầu trong phân khúc cháy nổ với 20% thị phần. Với định hướng phát triển bền vững và chú trọng quản lý rủi ro, BMI chỉ đặt định hướng tăng trưởng doanh thu ở mức 5-7%/năm. Động lực cho năm 2016 của doanh nghiệp đến từ **(1)** Triển vọng tăng trưởng tốt của mảng bảo hiểm cháy nổ **(2)** Khả năng có nhà đầu tư nước ngoài từ kế hoạch SCIC thoái vốn. Tuy nhiên, bảo hiểm cháy nổ là mảng có nhiều rủi ro, và khả năng có nhà đầu tư nước ngoài là chưa rõ ràng, do vậy chúng tôi khuyến nghị **Theo dõi** với mã cổ phiếu BMI.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Bảo hiểm	PTI	3,026	160	1,982	12.06	1.28	8.40%	0	23,900	28,000
	PGI	2,492	117	1,675	9.97	1.25	12.10%	14% cash div	16,700	21,000

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

Ngành Nhựa 2016 [Trung lập]

- Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm nhựa trong nước và xuất khẩu được dự báo tăng
- Các hiệp định thương mại tự do có thể thúc đẩy tăng trưởng sản lượng nhựa xuất khẩu, tuy nhiên, làm tăng áp lực cạnh tranh tại thị trường Việt Nam.
- Thuế nhập khẩu hạt nhựa PP dự kiến tăng từ 2% lên 3% trong năm 2016.

Nhu cầu tiêu thụ nhựa trong nước được dự báo tiếp tục khả quan. Do **(1)** chi tiêu nhựa bình quân đầu người còn thấp, dân số đông với hơn 90 triệu dân. VPA dự báo tiêu thụ nhựa bình quân đầu người sẽ tăng lên 45 kg/người/năm vào năm 2020, tương đương CAGR là 4%/năm; **(2)** Ngành bất động sản, xây dựng tiếp tục phục hồi trong thời gian tới thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm nhựa xây dựng; **(3)** Xu hướng chuyển dịch sản xuất về Việt Nam, tăng đầu tư trực tiếp nước ngoài kéo theo sự tăng trưởng phân khúc nhựa kỹ thuật.

Xuất khẩu sản phẩm nhựa được dự báo tăng, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng xuất khẩu túi nilon có thể giảm. Nền kinh tế châu Âu và Hoa Kỳ có dấu hiệu phục hồi. Thuế nhập khẩu sản phẩm nhựa Việt Nam từ các thị trường xuất khẩu chủ lực như EU, Nhật Bản, Hoa Kỳ, Hàn Quốc được kỳ vọng giảm về 0-5% sau khi các hiệp định thương mại tự do FTA Việt Nam - EU, TPP và RCEP có hiệu lực. Tuy nhiên, xuất khẩu túi nhựa có thể giảm do **(1)** nhiều nước thành viên thuộc liên minh châu Âu đã thống nhất thông qua quy định về hạn chế sử dụng túi nhựa, và xu hướng chuyển sang sử dụng các sản phẩm bao bì tự phân hủy/thân thiện với môi trường; **(2)** Hoa Kỳ kéo dài lệnh áp thuế áp dụng thuế chống bán phá giá (5,28%-52,56%) đối với sản phẩm túi nhựa Việt Nam³.

Cạnh tranh có xu hướng tăng trên cả thị trường nội địa và xuất khẩu. **(1)** Cộng đồng kinh tế Asean (AEC), hiệp định thương mại tự do FTA Việt Nam-Hàn Quốc chính thức có hiệu lực từ đầu năm 2016 cùng với kỳ vọng hoàn tất hiệp định TPP có thể sẽ gây áp lực làm giảm thị phần nội địa của các doanh nghiệp nhựa trong nước. Áp lực cạnh tranh có thể đến từ các đối thủ Hàn Quốc, Nhật Bản và Thái Lan (chiếm lần lượt là 29%, 17% và 5% cơ cấu nhập khẩu sản phẩm nhựa trong 11T2015) với nhận diện thương hiệu và chất lượng sản phẩm cao hơn so với các doanh nghiệp trong nước. **(2)** Đồng CNY mất giá làm tăng lợi thế cạnh tranh của các sản phẩm của Trung Quốc trên cả thị trường Việt Nam và các thị trường xuất khẩu.

Thuế nhập khẩu hạt nhựa. Theo thông tư 107/2013/TT-BTC, thuế suất thuế nhập khẩu ưu đãi của mặt hàng nhựa PP được điều chỉnh theo lộ trình và tăng lên 3% vào năm 2016 (từ mức 2% năm 2015). Riêng mặt hàng nhựa PP, loại dùng để sản xuất màng kéo sợi BOPP (mã số 3902.10.90) được hưởng mức thuế suất nhập khẩu là 0% do trong nước chưa sản xuất được. Điều này sẽ làm tăng chi phí sản xuất kinh doanh đối với các doanh nghiệp trong nước. Tháng 12/2015, bộ tài chính dự kiến phương án sửa đổi thuế nhập khẩu ưu đãi theo đó, thuế suất nhập khẩu ưu đãi hạt nhựa PP có thể về 0%.

³ Hiệu lực từ 5/8/2015

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm **trung lập** đối với cổ phiếu ngành nhựa do lo ngại cạnh tranh và cho rằng, tăng trưởng xuất khẩu túi nhựa có thể giảm. Nhà đầu tư có thể xem xét 2 cổ phiếu đầu ngành nhựa là BMP và NTP cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn. Đây là 2 doanh nghiệp được hưởng lợi trực tiếp từ sự tăng trưởng của ngành vật liệu xây dựng. Lưu ý, ngành nhựa thuộc nhóm ngành không bị hạn chế bởi sở hữu của khối ngoại và 2 doanh nghiệp này đều nằm trong danh mục thoái vốn của SCIC trong năm 2016. Đồng thời, chúng tôi cũng khuyến nghị theo dõi đối với cổ phiếu AAA, với kỳ vọng thị trường xuất khẩu chính là EU dần hồi phục.

BMP – Mua – Giá mục tiêu 157.900 đồng/cp (+20,57%)

Dẫn đầu thị trường miền Nam với 70% thị phần ống nhựa, BMP được hưởng lợi từ xu hướng giảm giá hạt nhựa và sự hồi phục của ngành nhựa xây dựng. Tài chính lành mạnh, dòng tiền lớn, tỷ lệ chi trả cổ tức hàng năm cao, BMP thích hợp là cổ phiếu đầu tư dài hạn. Công suất sản xuất gần chạm công suất thiết kế (90%), công ty dự kiến trình bày phương án xây dựng giai đoạn 2 nhà máy Long An tại ĐHCĐ 2016. Chúng tôi ước tính, DTT và LNST của BMP đạt lần lượt là 3.368 tỷ đồng (+15% yoy) và 626 tỷ đồng (+17% yoy), khi đó, EPS 2016 là 12.585 đồng/cp.

NTP – Mua – Giá mục tiêu 68.100 đồng/cp (+13,09%)

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của NTP đạt lần lượt là 3.820 tỷ đồng (+ 12% yoy) và 454 tỷ đồng (+20% yoy), EPS 2016 là 5.972 đồng/cp. Kết quả kinh doanh được kỳ vọng cải thiện nhờ (1) sự phục hồi của ngành bất động sản, xây dựng và (2) tiết kiệm chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp từ nhà máy NTP miền Trung được miễn 100% thuế TNDN trong 4 năm đầu (ước tính 25 tỷ đồng trong năm 2016). Lưu ý, giá hạt nhựa giảm không tác động nhiều đến kết quả kinh doanh của NTP do công ty tăng chiết khấu cho khách hàng.

AAA – Theo dõi – Giá mục tiêu 11.200 đồng/cp

Chúng tôi kỳ vọng, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 1.783 tỷ đồng (+7% yoy) và 41 tỷ đồng (+33% yoy), EPS 2016 là 728 đồng/cp. Kết quả kinh doanh khả quan nhờ (1) kỳ vọng nền kinh tế châu Âu dần hồi phục, đồng EUR bị giảm mạnh so với USD giúp duy trì giá bán đầu ra; và (2) sản lượng tiêu thụ tại nhà máy số 5 của AAA tăng mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn cho công ty. Lưu ý, trong dài hạn, nhu cầu xuất khẩu túi nhựa vào EU có thể suy giảm do quy định hạn chế sử dụng túi nhựa của các nước thành viên EU. Hiện cổ phiếu AAA đang được định giá tại P/E FW là 19,49x, tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng ngành, do vậy, chúng tôi khuyến nghị theo dõi đối với cổ phiếu AAA.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Nhựa	BMP	3,368	626	12,585	10.41	7.21	29.00%	45% cash div	131,000	157,946
	NTP	3,820	454	5,972	10.08	2.11	24.00%	30% cash div 10% stock div	60,200	68,080
	AAA	1,783	41	631	19.49	0.68	4.00%	25% stock div	12,300	11,200

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Thép 2016 [Trung lập]

- Nhu cầu trong nước vẫn tăng nhờ sự phục hồi của ngành BĐS và Xây dựng
- Tăng cạnh tranh từ thép Trung Quốc
- Giá quặng sắt có thể tiếp tục giảm, ảnh hưởng biên lợi nhuận
- Dự án thép Formosa giai đoạn 1 bắt đầu có sản phẩm

Nhu cầu trong nước tiếp tục tăng. Theo đánh giá của Bộ Công thương, dự kiến trong năm 2016 sản lượng phôi thép sẽ đạt 6,6 triệu tấn (+10%/yoy) và sản lượng thép các loại đạt 12,5 triệu tấn (+4,16%/yoy), đáp ứng đủ nhu cầu trong nước và xuất khẩu.

Sức ép từ thép Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng mạnh. Với ước tính đang dư thừa khoảng 300 triệu tấn so với tổng công suất 1,14 tỷ tấn, cùng với vị trí địa lý giáp ranh; bên cạnh đó trong tháng 12/2015, Bộ Tài chính Trung Quốc cho biết sẽ cắt giảm thuế xuất khẩu phôi thép từ 25% xuống còn 20%, do đó chúng tôi cho rằng sản lượng xuất khẩu của thép Trung Quốc sẽ còn duy trì tăng mạnh trong thời gian tới.

Giá quặng sắt có thể tiếp tục giảm sâu trong năm 2016. Theo dự báo mới nhất của Goldman Sachs, giá trung bình của quặng sắt sẽ giảm còn 38 USD / tấn trong năm 2016, giảm 13% so với dự báo cũ ở mức 44 USD / tấn. Ngoài ra, Goldman Sachs cũng dự báo giá quặng sắt sẽ khó có khả năng quay đầu hồi phục, và sẽ tiếp tục giảm còn 35 USD / tấn trong năm 2017 – 2018.

Dự án thép của Formosa sẽ đi vào hoạt động trong năm 2016. Giai đoạn 1 của dự án thép Formosa sẽ là sản phẩm thép cuộn cán nóng HRC (mặt hàng trong nước hiện chưa sản xuất được), sản lượng 5,15 triệu tấn / năm. Ngoài ra sẽ có 1,2 triệu tấn thép sợi và 467.000 tấn phôi thép vuông. Mặc dù trong số 467.000 tấn phôi thép vuông có 40% xuất khẩu và 60% tiêu thụ trong nước, nhưng cũng sẽ làm tăng lượng cung trong nước.

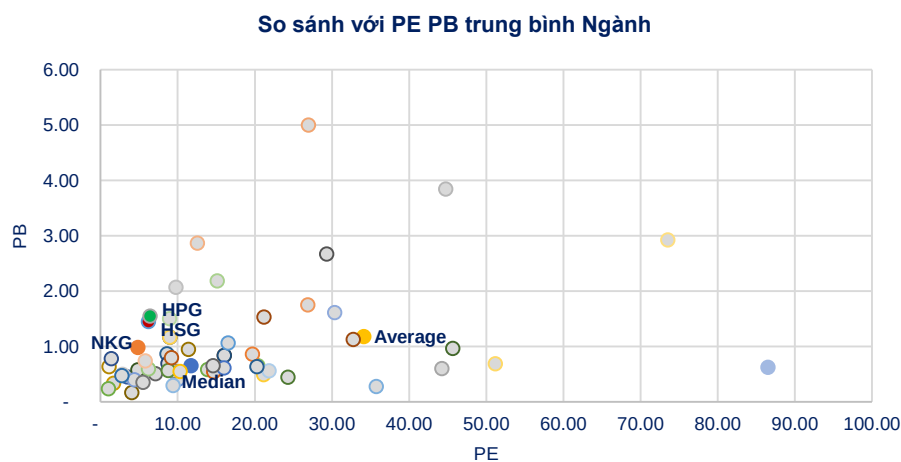
Lãi suất cho vay trong nước được dự báo sẽ tăng. Chúng tôi dự báo lãi suất cho vay sẽ tăng nhẹ trong năm 2016, do đó sẽ làm tăng chi phí tài chính trong năm tới của các doanh nghiệp nói chung và ngành thép nói riêng.

Tổng Công ty Thép Việt Nam (VnSteel) được chấp thuận giao dịch trên Upcom. Trong thời gian tới, VnSteel sẽ được giao dịch trên Upcom với mã chứng khoán là TVN, số lượng cổ phiếu được giao dịch là 678 triệu cổ phiếu, tương đương giá trị chứng khoán đăng ký giao dịch tính theo mệnh giá là 6.780 tỷ đồng. Lũy kế trong 9T2015, DTT của TVN đạt 13.908 tỷ đồng (-25,32%/yoy), tuy nhiên, biên LNG cải thiện, đạt 7,03%, tăng đáng kể so với cùng kỳ 2014 (ở mức 5,05%) giúp lợi nhuận gộp đạt 977 tỷ đồng (+3,93%/yoy). Nhờ chi phí lãi vay, chi phí QLDN giảm mạnh, ngoài ra còn có thêm doanh thu tài chính khác (tăng 87,45 tỷ đồng) nên Lợi nhuận thuần từ HĐKD của TVN đạt 310 tỷ đồng trong 9T2015, gấp 3,44 lần so với 9T2014. EPS 9T2015 = 303 đồng và BVPS = 10.046 đồng/cp (30/09/2015).

Quan điểm đầu tư

Mặc dù sản lượng tiêu thụ thép nội địa được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng, nhưng do những thách thức và khó khăn trong năm 2016, nên chúng tôi vẫn tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** như trong các báo cáo Ngành trước của BSC.

So sánh với nhóm doanh nghiệp sản xuất thép theo thống kê của Bloomberg có vốn hóa gần sát với HPG, HSG, NKG, và căn cứ theo triển vọng Ngành, chúng tôi khuyến nghị Mua với HSG và NKG do doanh nghiệp có khả năng đẩy mạnh xuất khẩu và giữ biên lợi nhuận tốt, khuyến nghị Theo dõi với HPG do sự tăng cạnh tranh trong nhóm ngành thép Xây dựng. Cụ thể:



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

HPG – Theo dõi

- Sản lượng tiêu thụ thép Xây dựng dự kiến tiếp tục tăng trong năm 2016, năng lực sản xuất đủ đáp ứng.** HPG dự kiến sản lượng tiêu thụ 2016 đạt 1,5 triệu tấn thép Xây dựng, tăng 9,81% so với lượng tiêu thụ ước tính của cả năm 2015 là 1,37 triệu tấn.

Năng lực sản xuất đủ đáp ứng khi Giai đoạn 3 (công suất 750 nghìn tấn/năm) – KLH Thép Hòa Phát sẽ đi vào hoạt động từ năm 2016 (dự kiến hết tháng 3/2016 khu cán thép được hoàn thiện). Sau khi hoàn thành, tổng công suất thép Xây dựng của HPG sẽ đạt 1,9 triệu tấn.

- Dự án nhà máy Thức ăn chăn nuôi đang thực hiện đúng tiến độ:** Dự án gồm 2 nhà máy thức ăn chăn nuôi: (1) Nhà máy tại Hưng Yên công suất 300.000 tấn/năm, vốn đầu tư 300 tỷ đồng, đang được triển khai, dự kiến Q1 2016 sẽ cho ra sản phẩm. (2) Nhà máy tại Đồng Nai, công suất 200.000 tấn/năm, vốn đầu tư 200 tỷ đồng. Với tổng vốn đầu tư chỉ khoảng 500 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng KQKD năm 2016 của mảng Thức ăn chăn nuôi sẽ có ảnh hưởng không đáng kể đến kết quả hợp nhất của toàn Tập đoàn.

- **Dự án BĐS tại 493 Trương Định mở bán Q1 2016:** dự kiến được khởi công trong tháng 12/2015 và Q1/2016 sẽ bắt đầu mở bán. Doanh thu và Lợi nhuận của mảng BĐS sẽ được ghi nhận từ năm 2017 – 2018.
- **Dự báo KQKD:** Ước tính DTT 2016 đạt 29.166 tỷ đồng, LNST đạt 4.240 tỷ đồng (+6,67%yoy) và EPS 2016 = 5.727 đồng/cp.

HSG – Năm giữ – Giá mục tiêu 34.170 đồng/cp (+8,48%)

KQKD tiếp tục cải thiện trong năm 2016 nhờ mở rộng hệ thống phân phối (mục tiêu tăng thêm 50 chi nhánh phân phối trong năm 2016, lên mức 250 chi nhánh) và tăng sản lượng sản xuất với một số dự án đi vào hoạt động, ước tính LNST 2016 đạt 716 tỷ đồng (+7,53%yoy), tương đương EPS 2016 = 5.467 đồng/cp.

Các dự án sẽ đi vào hoạt động trong năm 2016:

- Giai đoạn 3 Nhà máy Hoa Sen Bình Định gồm 6 dây chuyền ống nhựa công suất 12.000 tấn/năm. Thời gian xây dựng T7/2016, thời gian hoạt động T12/2016.
- Nghệ An Đông Hồi gồm dây chuyền mạ kẽm/hộp kim nhôm kẽm 600.000 tấn/năm (tháng 04 và tháng 06/2016), dây chuyền mạ màu 120.000 tấn/năm (06/2016) và 3 dây chuyền ống thép 25.000 tấn/năm (12/2016)

NKG – Năm giữ – Giá mục tiêu 13.671 đồng/cp (+8,50%)

- **Tăng sản lượng tiêu thụ khi Nhà máy Nam Kim 3 – Giai đoạn 1 đi vào hoạt động trong năm 2016.** Dự án gồm 1 dây chuyền mạ kẽm / mạ lạnh công suất 300.000 tấn/năm (đi vào hoạt động T8 – T9/2016) và 1 dây chuyền mạ kẽm công suất 120.000 tấn/năm (đi vào hoạt động T11 – T12/2016). Dự kiến biên lợi nhuận sẽ tiếp tục cải thiện khi dây chuyền tôn mạ lạnh đi vào hoạt động do là dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao nhất, hiện tại NKG đang có 2 dây chuyền mạ lạnh, tổng công suất 250.000 tấn/năm. Ước tính LNST 2016 đạt 180 tỷ đồng (+28,57%yoy), với số lượng cổ phiếu là 50.034.508, EPS 2016 = 3.598 đồng/cp. (chưa tính kế hoạch phát hành tăng vốn 1:1 trong năm 2016)

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Thép	HPG	29,166	4,240	5,727	5.10	1.25	24.73%	10% cash div 20% share div	29,200	N/A
	HSG	15,200	716	5,467	5.76	1.14	19.76%	15% Cash div 30% share div	31,500	34,170
	NKG	5,350	180	3,598	3.50	0.76	21.80%	share div 100 : 8	12,600	13,671

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Mía đường 2015/2016 [Trung lập]

- Vụ mía đường 2015/2016, tổng cung đường thế giới được dự báo tiếp tục giảm 0.52%, và sẽ thấp hơn tổng cầu sau 5 vụ liên tiếp dư cung
- Giá đường thế giới vụ 2015/2016 được dự báo sẽ tăng trung bình khoảng 17-20% so với vụ trước
- Vụ 2015/2016, Cung cầu đường trong nước tiến đến mức cân bằng
- Giá đường niên vụ 2015/16 được kì vọng sẽ tăng nhẹ khoảng 10-12% so với niên vụ 2014/15
- Ngành Đường Việt Nam sẽ chịu ảnh hưởng lớn khi các Hiệp định Thương mại tự do có hiệu lực, xu hướng M&A trong ngành sẽ gia tăng

Ngành Mía đường trong nước được chúng tôi đánh giá sẽ hồi phục trở lại trong năm 2016. Sản lượng sản xuất và tiêu thụ trong nước tiến về mức cân bằng, khiến giá đường cũng sẽ bắt đầu tăng trở lại sau nhiều vụ giảm liên tiếp. Xu hướng mua bán, sáp nhập trong ngành được chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục diễn ra trong năm tới.

Thị trường đường thế giới

Vụ mía đường 2015/2016 (T7/2015-T6/2016), tổng cung được dự báo sẽ tiếp tục giảm nhẹ, và sẽ thấp hơn tổng cầu sau 5 vụ liên tiếp dư cung: Theo dự báo của Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), tổng cung đường thế giới trong vụ 15/16 sẽ đạt khoảng 173,405 triệu tấn (giảm 903 nghìn tấn, tương đương -0.52% yoy) trong khi lượng tiêu thụ sẽ khoảng 173,413 triệu tấn (+1.6% yoy). Như vậy, bắt đầu vụ 15/16, lượng cầu tiêu thụ sẽ vượt lượng cung khoảng 8,000 tấn, khiến mức tồn kho năm sau dự báo sẽ giảm nhẹ xuống còn 42.2 triệu tấn. Xuất khẩu đường dự báo sẽ đạt 55,812 triệu tấn, tăng 4,316 triệu tấn. Với nhu cầu ngày càng tăng, nhập khẩu đường toàn cầu dự báo tăng 3% trong niên vụ 2015/16 lên mức 53.32 triệu tấn.

Giá đường thế giới vụ 2015/2016 được chúng tôi dự báo sẽ tăng khoảng 17-20%: Tính từ đầu vụ đến nay, giá đường thô giao ngay thế giới đã tăng mạnh từ trung bình 13.18 cent/pound trong tháng 7 lên mức 14.98 cent/pound trong nửa đầu T12/2015 (+ 13.7%) và dự báo sẽ tiếp tục xu hướng đi lên. Nguyên nhân vì: **(1)** Lượng cung suy giảm, nhất là tại các nước xuất khẩu chính như Brazil, Thái Lan, Ấn Độ: diện tích mía của Ấn Độ dự báo giảm xuống 4,9 triệu ha (-3.2%), sản lượng đường xuống 28,5 triệu tấn (-6%); Sản lượng đường của Thái Lan sẽ giảm xuống ~10,8 triệu tấn (-3.6%) do tăng sản xuất ethanol từ mía và đường thô; Brazil tăng tỷ trọng sản xuất nhiên liệu ethanol từ mía từ mức 50-50 lên 56.8-43.2 do chính phủ Brazil áp dụng trở lại thuế nhiên liệu đối với xăng; hiện tượng El Nino được dự báo sẽ kéo dài đến giữa 2016, khiến diện tích mía và năng suất mía thế giới giảm. **(2)** Lượng cầu dự báo tiếp tục tăng, nhất là tại các thị trường nhập khẩu lớn như Trung Quốc, Indonesia, Trung Đông.

Thị trường đường trong nước

Vụ 2015/16, cung cầu đường trong nước tiến đến mức cân bằng: Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam, tổng cung đường vụ 2015/16 dự báo đạt 1.521 triệu tấn (+1.4%), trong đó sản lượng sản xuất đạt khoảng

1.4 triệu tấn (-1.3%), nhập khẩu 121,000 tấn. Nhu cầu tiêu thụ khoảng 1.6 triệu tấn (+6.7%), tương đương cầu vượt cung khoảng 79,000 tấn đường, tồn kho giảm mạnh. Như vậy, sau 4 vụ liên tiếp dư cung, thị trường đường 2015/16 được dự báo sẽ bắt đầu có cầu vượt cung. Nguyên nhân của việc sụt giảm cầu là do **(1)** diện tích trồng mía giảm khoảng 6,000-8,000 ha (giảm 2-2.5%) so với niên vụ 14/15, nhất là khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long và khu vực Tây Ninh do giá trị cây mía thấp, người dân chuyển đổi sang loại cây trồng khác **(2)** Hiện tượng El Nino dự báo kéo dài đến giữa 2016, khiến năng suất mía và diện tích trồng mía sụt giảm **(3)** Chất lượng mía không cải thiện nhiều, sản lượng mía thấp đạt khoảng 65 tấn/ha, chữ đường trong mía bình quân chỉ khoảng 10.5 CCS, tương đương vụ trước.

Giá đường được chúng tôi dự báo sẽ tăng khoảng 10-12% so với vụ trước: Giá đường trung bình trong Q3/2015 khoảng 13,650 đ/kg đường RS và 15,000 đ/kg đường RE, tăng lần lượt 6.8% và 5.4% so với trung bình vụ 2014/15. Nguyên nhân một phần vì thời gian đầu vụ, lượng đường tồn kho đầu kỳ và lượng đường sản xuất từ một vài nhà máy thấp trong khi nhu cầu đường cho dịp lễ tết như Trung Thu, Tết nguyên đán,... tăng cao. Trong vụ 2015/16 chúng tôi kỳ vọng giá đường có thể tăng từ 10 – 12% khi mà lượng sản xuất dự báo là sẽ lần đầu tiên thấp hơn lượng tiêu thụ sau 4 vụ liên tiếp dư cung.

Ngành Đường Việt Nam sẽ chịu ảnh hưởng lớn khi các Hiệp định Thương mại tự do có hiệu lực, xu hướng M&A trong ngành sẽ gia tăng. Việt Nam hiện vẫn đang thực hiện bảo hộ ngành Mía đường thông qua Thuế quan và Hạn ngạch. Tuy nhiên, Việt Nam đang dần hội nhập với thế giới, có thể kể đến là gia nhập WTO, kí kết AFTA và đàm phán xong TPP. **(1)** Theo WTO, Việt Nam sẽ phải nhập đường một lượng hạn ngạch bắt buộc của 1 nước thành viên, và mỗi năm hạn ngạch sẽ tăng 5%/năm. **(2)** Theo AFTA, Việt Nam sẽ cho phép nhập đường từ các nước trong ASEAN với thuế suất 5% không giới hạn hạn ngạch, bắt đầu từ 2018. **(3)** Theo TPP khi có hiệu lực, Việt Nam phải dỡ bỏ hoàn toàn thuế trong hạn ngạch trong vòng 11 năm với đường nhập khẩu từ các nước TPP. Điều này ảnh hưởng không nhỏ đến các doanh nghiệp Việt Nam khi mà quy mô còn nhỏ lẻ, công nghệ còn kém với rất ít công ty sản xuất được đường RE, chi phí sản xuất cao và đang phải đối mặt với vùng mía nguyên liệu giảm. Vì vậy, xu hướng mua bán sáp nhập giữa các công ty mía đường để tận dụng vùng nguyên liệu, phân phối, máy móc thiết bị sản xuất, chuẩn bị cho hội nhập sẽ tiếp tục diễn ra trong thời gian tới.

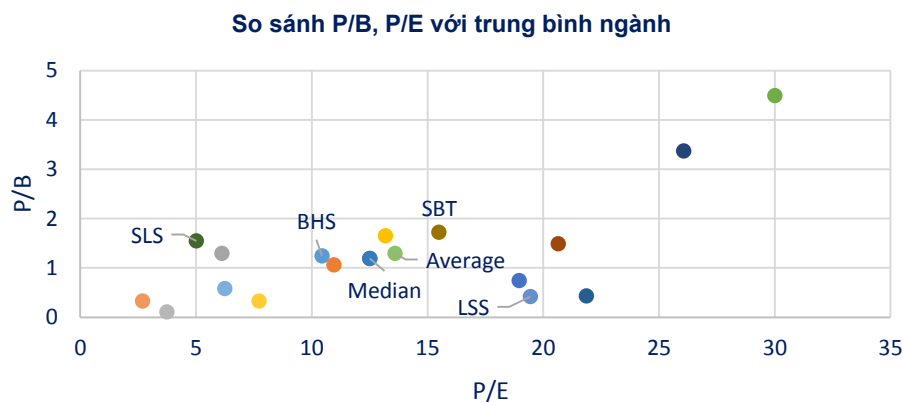
Các Hiệp định Thương mại tự do			
WTO	Bắt buộc có hạn ngạch nhập đường từ các nước thành viên, mỗi năm hạn ngạch tăng 5%		
AFTA	Thuế với các nước ASEAN	2015-2018	2018 trở đi
	Thuế trong hạn ngạch	5%	5%
	Thuế ngoài hạn ngạch	80%-100%	5%
TPP	Thuế với các nước TPP	TPP chưa hiệu lực	TPP hiệu lực (dự kiến 2018)
	Thuế trong hạn ngạch	25%-40%	Giảm về 0% trong 11 năm
	Thuế ngoài hạn ngạch	80%-100%	80%-100%

Nguồn: BSC tổng hợp

Quan điểm đầu tư

Trong vụ 2015/16, thị trường mía đường trong nước có những dấu hiệu tích cực như lượng cung cầu tiến về mức cân bằng, giá đường được dự báo sẽ tăng nhẹ, sẽ góp phần khiến biên LNG các doanh nghiệp mía đường được cải thiện. Tuy nhiên bên cạnh đó, các doanh nghiệp mía đường trong nước vẫn hoạt động chưa hiệu quả với chi phí sản xuất cao, nguồn nguyên liệu dự báo giảm, sẽ ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất và KQKD của doanh nghiệp trong ngành. Do đó, chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành Mía đường trong 2016.

Xét nhóm doanh nghiệp Mía đường niêm yết trên Toàn cầu theo thống kê của Bloomberg, chúng tôi cho rằng mã cổ phiếu SLS đang ở mức định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp trong ngành.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với 3 mã cổ phiếu đầu ngành là BHS, SBT, LSS và khuyến nghị **MUA** với mã SLS. Cụ thể:

SLS – Mua – 64,705 VND/CP (upside 25,64%)

SLS có diện tích nguyên liệu gần 5,000 ha, hoạt động với công suất 2,500 TMN và dự kiến nâng lên 2700 TMN vào vụ 2015/16. Sản phẩm của SLS chủ yếu được xuất sang Trung Quốc và bán buôn cho nhà máy thực phẩm. SLS sản xuất đường và các phụ phẩm như mật rỉ, phân, phân bón tại khu vực ít cạnh tranh. Nợ vay bank thấp, chỉ vay ngắn hạn 4-15 tỷ. Đặc biệt, chi phí sản xuất ở mức thấp khiến SLS có biên LNG cao nhất trong các doanh nghiệp niêm yết, với 16.4% trong 9T2015. DTT 9T2015 tăng mạnh 49% so với cùng kỳ 2014. Thời gian tới, SLS có kế hoạch mở rộng vùng nguyên liệu, tăng công suất thiết kế để đáp ứng nhu cầu.

Theo đó, DTT 2016 dự kiến đạt 741 tỷ đồng (+20.8% yoy), Biên LNG giữ mức 16.2 %, LNST là 94.8 tỷ đồng, EPS 2016 ước đạt 13,941 VND/cp. Rủi ro khi đầu tư vào SLS là thanh khoản của cổ phiếu thấp.

BHS – Theo dõi

Hoạt động chính của BHS là tinh luyện đường từ đường thô (chiếm 65-70% sản phẩm) và tinh luyện đường từ mía. Hoạt động tinh luyện từ đường thô có biên LNG rất thấp, nhưng BHS chủ yếu phân phối bán lẻ với hệ thống phát triển mạnh, khiến mức biên này có cải thiện, đạt mức 12% trong 9T2015. Trong 2015, BHS mua và sở hữu 100% NHS, kì vọng sẽ giúp BHS tăng trưởng tốt hơn trong 2016 nhờ: **(1)** Sở hữu vùng nguyên liệu rộng lớn thứ 2 với 20,500 ha, trong đó 7,500 ha từ NHS và 2,000 ha dự kiến sẽ kí kết với Long An trong vụ 2015/16 **(2)** Công suất thiết kế sản xuất mía cao nhất trong các DN niêm yết, đạt 12,500 TMN, có tinh luyện được RE, trong đó công suất 6,000 TMN là từ NHS. **(3)** Có nhà máy điện công suất 30,000 KWh từ NHS, phát điện cho nhà máy và bán điện vào lưới điện quốc gia. **(4)** Giảm chi phí đầu vào so với trước, do những vụ trước BHS mua một phần đường thô từ NHS và **(5)** Tận dụng hệ thống phân phối của 2 bên, giảm chi phí vận chuyển, ...

Lưu ý, trong 01/2016, BHS dự kiến phát hành thêm 6,167,200 cổ phần, tương ứng tỷ lệ 5% cho thành viên HĐQT, Ban Tổng giám đốc và các vị trí chủ chốt. Sau phát hành thêm, BHS có vốn điều lệ 1,295 tỷ đồng, tương đương với 129.5 triệu cổ phần.

Với kỳ vọng về giá đường trong niên vụ tới sẽ tăng và những lợi ích có được từ hoạt động sáp nhập NHS, chúng tôi dự báo DTT của BHS trong năm tài chính 2015-2016 sẽ đạt khoảng 4,858 tỷ (+7.6% yoy), biên LNG đạt 13.5%, LNST ~162 tỷ (+8.7%), EPS 2016 ~ 1,251 VND/cp (cao hơn mức EPS 2015 = 1,154 VND/cp tính lại cho 129.5 triệu cp sau khi phát hành thêm vào đầu 2016).

SBT – Theo dõi

SBT là 1 trong 2 doanh nghiệp mía đường lớn nhất Đông Nam Bộ, với 90-95% doanh thu là từ bán buôn. SBT sau khi sáp nhập và sở hữu SEC 100% trong 2015, kì vọng SBT sẽ có những tăng trưởng tốt hơn trong 2016 nhờ: **(1)** Vùng nguyên liệu rộng lớn nhất ngành với 26,500 ha trong vụ 2015/16, tăng 90% nhờ vùng nguyên liệu 12,500 ha của SEC. SEC có dư địa tăng nguyên liệu khá lớn, có thể lên đến 20,000 ha, giúp SBT có đầu vào ổn định và biên LNG tốt hơn, do sản xuất đường từ mía có biên LNG tương đối tốt hơn so với từ luyện đường thô. **(2)** Công suất thiết kế tăng 67% lên mức 15,000 TMN, có thể tinh luyện RE, đáp ứng sản xuất khi nhu cầu tăng cao **(3)** Tận dụng hệ thống phân phối, giảm chi phí đầu vào, chi phí vận chuyển,... **(4)** Từ 2015/16 SBT có thêm doanh thu từ Ethanol với 21 triệu lít/năm.

Từ những diễn biến tích cực của giá đường và những lợi ích khi sáp nhập SEC như vùng nguyên liệu, hệ thống phân phối..., chúng tôi dự báo DTT của SBT trong năm tài chính 2015-2016 (01/07-30/06) sẽ đạt khoảng 3,090 tỷ (+2.7% yoy). Biên LNG đạt 15.03%, LNST ~233 tỷ (+5.3% yoy), EPS 2016 ~ 1,255 VND/CP (cao hơn mức EPS 2015 = 1,192 VNĐ/cp tính lại cho 185.64 triệu CP sau khi sáp nhập SBT).

LSS – Theo dõi

LSS là doanh nghiệp duy nhất miền bắc tinh luyện được RE. LSS sở hữu vùng nguyên liệu rộng lớn, với 13,000 ha, công suất ép mía 10,500 TMN. 70% - 80% lượng đường tinh luyện sản xuất ra được cung cấp

Ổn định cho các nhà máy sản xuất thực phẩm, chủ yếu là Pepsi, Kinh đô,... còn lại sẽ phân phối bán lẻ tại các hệ thống siêu thị. Tuy nhiên LSS đang gặp một số vấn đề khiến kết quả kinh doanh giảm sút: (1) Vùng nguyên liệu không đủ cho sản xuất trong vụ 2015/16, LSS chỉ hoạt động 1 nhà máy ép công suất 8,000 TMN (2) Để đảm bảo đầu ra, LSS nhập đường thô theo quota và từ các nhà máy đường khác, khiến biên LNG 2015 giảm sút xuống 12.2% so với mức 14.6% trong 2014 (3) HĐ của Khu nông nghiệp công nghệ mới cao bắt đầu có doanh thu, khấu hao khá lớn, chưa có lãi từ mảng hoạt động này (4) Nhà máy sản xuất ethanol vẫn chưa hoạt động trở lại vì lý do môi trường. Trước đó, sản phẩm này biên LNG khá cao, khoảng 30%.

Thời gian tới, LSS sẽ tích cực mở rộng nguồn nguyên liệu từ các vùng lân cận, cũng như tìm giải pháp cho nhà máy Ethanol. DTT năm tài chính 2015-2016 dự kiến đạt ~ 1,697 tỷ đồng, Biên LNG giữ ở mức 12.2%, LNST đạt 34.4 tỷ, EPS 2016 ~ 506 VND/cp.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Mía đường	BHS	4,858	162	1,251	15.59	1.23	7.90%	5% cash div	19,500	N/A
	SBT	3,090	233	1,255	19.20	1.71	8.90%	7% cash div	24,100	N/A
	LSS	1,697	34	506	17.79	0.41	2.30%	1.5% cash div	9,000	N/A
	SLS	741	95	13,941	3.69	1.20	32.40%	15%, 10%, 40% cash div	51,500	64,705

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Săm lốp 2016 [Trung lập]

- Sản lượng tiêu thụ săm lốp ô tô được dự báo tăng 12%, xe máy tăng 3% và xe đạp giảm 2% trong năm 2016
- Áp lực cạnh tranh tiếp tục tăng, đặc biệt là cạnh tranh với các sản phẩm săm lốp Trung Quốc.
- Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp săm lốp nội địa có thể suy giảm do giảm giá bán cho khách hàng, tăng chi phí quảng cáo và tỷ giá USD/VNĐ tăng.

Sản lượng tiêu thụ ô tô tăng nhanh thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ săm lốp nội địa. Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ ô tô đạt trung bình 40% từ năm 2011-2014 và tăng 45% trong 11T2015, đạt 215.517 chiếc. Điều này được kỳ vọng sẽ thúc tăng trưởng sản lượng tiêu thụ lốp ô tô, ước tính tăng 12% trong năm 2016. Trong khi đó, phân khúc lốp xe máy tăng trưởng chậm, tăng khoảng 3% và lốp xe đạp có thể giảm 2% trong năm 2016.

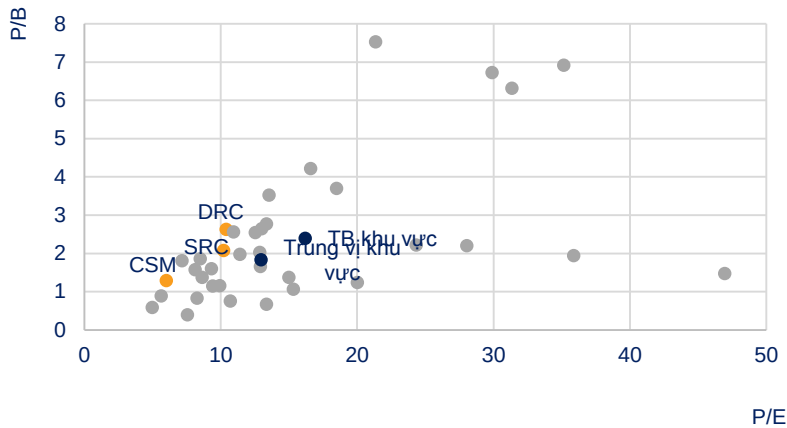
Cạnh tranh cao và có thể tiếp tục tăng. (1) Nguy cơ giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc làm giảm nhu cầu tiêu thụ lốp xe ở thị trường này, đồng thời, đồng CNY có thể tiếp tục giảm giá làm tăng áp lực cạnh tranh với sản phẩm săm lốp nhập khẩu từ Trung Quốc. (2) Quy mô sản xuất trong nước tăng. DRC dự kiến triển khai giai đoạn 2 nhà máy Radial nâng tổng công suất nhà máy lên 600.000 lốp/năm (gấp 2 lần) vào năm 2017. CSM lên kế hoạch nâng công suất nhà máy Radial toàn thép từ 350.000 lốp lên tới 600.000 lốp trong năm 2016, đồng thời đầu tư nhà máy sản xuất 4 triệu lốp Radial bán thép trong năm tới. Các doanh nghiệp FDI đang nỗ lực tăng công suất sản xuất tại Việt Nam như Bridgeston tiếp tục nâng công suất lên gần 18 triệu lốp/năm (tăng 2x), Kenda đã nhận được giấy phép đầu tư nhà máy sản xuất săm lốp thứ 2 tại Việt Nam. Mặc dù các doanh nghiệp FDI chủ yếu hướng tới thị trường xuất khẩu nhưng điều này cũng có thể làm tăng áp lực cạnh tranh trên thị trường nội.

Áp lực giảm giá bán sản phẩm gây ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp săm lốp. Mặc dù giá cao su được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2016, tuy nhiên, do áp lực cạnh tranh cao và đang tăng, các doanh nghiệp săm lốp có thể sẽ tiếp tục giảm giá bán sản phẩm đồng thời, đẩy mạnh các hoạt động marketing, quảng cáo làm tăng chi phí bán hàng, từ đó làm suy giảm biên lợi nhuận của ngành.

Tỷ giá USD/VND có thể tăng làm tăng chi phí cho các doanh nghiệp nội địa. Khoảng 56% nguyên liệu sản xuất săm lốp phải nhập khẩu. Thêm vào đó, DRC và CSM đều có số dư nợ ngoại tệ lớn, lần lượt là 26,5 triệu USD và khoảng 22 triệu USD.

Quan điểm đầu tư

Với những nhận định trên chúng tôi đánh giá **trung lập** đối với ngành săm lốp trong năm 2016 do do cạnh tranh tăng và các doanh nghiệp săm lốp có thể sẽ không còn được hưởng lợi từ việc giảm giá cao su đầu vào. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi với đối với 2 cổ phiếu DRC và CSM.



Xét theo khu vực châu Á – Thái Bình Dương, mức định giá P/E, P/B của các doanh nghiệp sản xuất lốp trong nước tương đồng với cổ phiếu của các doanh nghiệp sản xuất lốp trong khu vực.

DRC - Theo dõi - Giá mục tiêu 43.700 đồng/cp.

Là doanh nghiệp dẫn đầu ngành sản xuất và xu hướng Radial tại thị trường Việt Nam. DRC có lợi thế về phân phối lốp ô tô tải cho các khách hàng tổ chức lớn, đứng thứ 3 về thị phần ô tô tải (13%), sau Bridgestone và Michelin. Ngay từ năm 2015, công ty đã chủ động đẩy mạnh các hoạt động chăm sóc khách hàng, marketing và bán hàng. Chúng tôi cho rằng DRC là doanh nghiệp có khả năng duy trì thị phần và tốc độ tăng trưởng tốt nhất ngành. Ước tính, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2016 của DRC lần lượt là 3.453 tỷ đồng (+6% yoy) và 362 tỷ đồng (hầu như không đổi), tương đương EPS 2016 là 3.641 đồng/cp.

CSM – Giảm tỷ trọng – Giá mục tiêu 24.900 đồng/cp.

Cổ phiếu CSM hiện được giao dịch tại mức P/E, P/B lần lượt là 6,01x và 1,29x, thấp hơn tương đối so với nhiều doanh nghiệp trong ngành. Điều này phần nào phản ánh hoạt động kinh doanh cốt lõi đang có dấu hiệu suy giảm của công ty. Chúng tôi dự báo KQKD năm 2016 của CSM có thể giảm do sản lượng tiêu thụ Radial tăng chậm hơn dự kiến, chưa đạt điểm hòa vốn trong khi đó, công ty đang chuẩn bị xây dựng mới nhà máy radial bán thép công suất 4 triệu lốp/năm. Ước tính, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2016 của CSM lần lượt là 3.303 tỷ đồng (-11% yoy) và 210 tỷ đồng (-14% yoy). Nếu loại trừ doanh thu và lợi nhuận ghi nhận từ các dự án bất động sản ghi nhận trong năm 2015, doanh thu của CSM hầu như không đổi trong khi đó lợi nhuận sau thuế giảm 2,85%. EPS 2016 là 2.567 đồng/cp.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Sản xuất lốp	DRC	3,453	362	3,641	11.97	2.25	21.31%	30% cssh div 10% stock div	43,600	43,696
	CSM	3,303	210	2,567	9.39	1.23	14.62%	40% cash div 10% stock div	24,700	24,896

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Ngân hàng 2016 [Trung lập]

- Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt trên 18%
- Xử lý nợ xấu tiếp tục là nhiệm vụ trọng tâm trong năm 2016, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng có thể tăng mạnh.
- Nhu cầu tăng vốn chủ sở hữu nhằm đáp ứng yêu cầu vốn tối thiểu của Basel II và đảm bảo an toàn trong hoạt động của các ngân hàng.
- Áp lực thoái vốn và M&A ngành ngân hàng

Chúng tôi đánh giá hoạt động của các ngân hàng Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong năm 2016, dựa trên nền tảng tăng trưởng kinh tế khả quan, hoạt động của các ngân hàng lành mạnh hơn. Đồng thời, chúng tôi cho rằng, những thành tích tái cơ cấu hệ thống ngân hàng đã đạt được trong năm 2015 sẽ là nền tảng và động lực để toàn ngành tiếp tục cải cách sâu, rộng hơn cả về chất và lượng, tiếp tục ổn định và lành mạnh hóa hệ thống ngân hàng.

Tăng trưởng tín dụng. Cùng với đà phục hồi của nền kinh tế, tăng trưởng trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và bất động sản, nhu cầu giải ngân vốn tín dụng được dự báo tiếp tục đà tăng trưởng tích cực. Chúng tôi cho rằng, tăng trưởng tín dụng năm 2016 có thể đạt trên 18%.

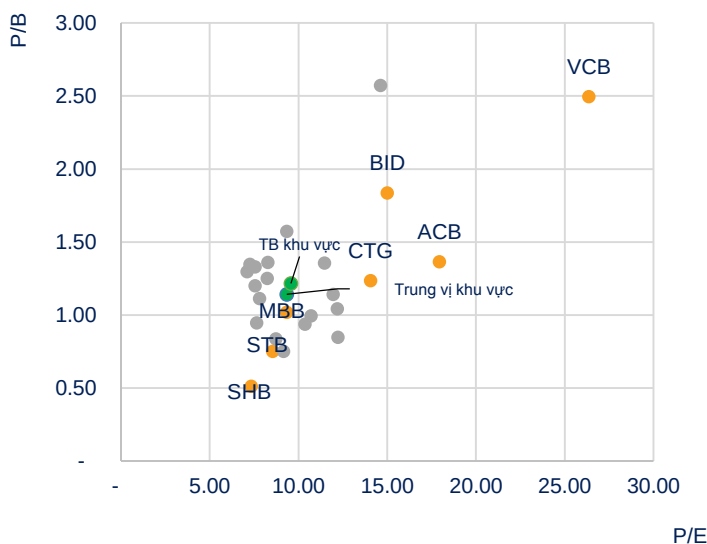
Xử lý nợ xấu. Vấn đề quan trọng hàng đầu của hệ thống ngân hàng Việt Nam là xử lý nợ xấu, bao gồm cả nợ xấu trong VAMC. Tỷ lệ nợ xấu trong các TCTD đã về mức mục tiêu, dưới 3%, tuy nhiên, một lượng lớn nợ xấu đang được gom lại tại VAMC. Chúng tôi cho rằng năm 2016, bản thân NHNN, VAMC và các NHTM cần tập trung xử lý các khoản nợ xấu đã bán cho VAMC thông qua thanh lý tài sản đảm bảo, bán nợ xấu, mua nợ xấu theo giá trị thị trường và giảm dần mua nợ bằng trái phiếu đặc biệt,... Hoạt động này, nếu có kết quả tốt, sẽ làm giảm áp lực trích lập dự phòng của các TCTD và giảm nguy cơ nợ xấu quay trở lại hệ thống ngân hàng Việt Nam.

Chi phí trích lập dự phòng rủi ro tăng cao. (1) Dự phòng rủi ro đối với trái phiếu VAMC cao và tăng mạnh. Với tổng mệnh giá trái phiếu đặc biệt đã phát hành là 202.274 tỷ đồng (tăng 94 nghìn tỷ đồng so với cuối năm 2014), chi phí trích lập dự phòng dự kiến sẽ tăng cao. Theo quy định hiện tại, các TCTD thông thường phải trích lập dự phòng trong vòng 5 năm và trích lập tối đa 10 năm đối với khoản nợ của TCTD đang thực hiện tái cơ cấu hoặc gặp khó khăn về tài chính. Giả sử mức trích lập là 20% trên mệnh giá trái phiếu đặc biệt, chi phí trích lập dự phòng rủi ro đối với trái phiếu VAMC ước tính khoảng 40 nghìn tỷ đồng, tăng 86% so với năm 2014. **(2)** Dự phòng rủi ro khoản vay. Việc phân loại nợ chặt chẽ hơn theo thông tư 02 và thông tư 09 làm bộc lộ nhiều khoản nợ có rủi ro trong hệ thống ngân hàng thương mại, làm tăng chi phí dự phòng rủi ro. VCB và MBB là 2 ngân hàng đã phân loại và trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu tương đối chặt chẽ, tỷ lệ bao nợ xấu cao, tỷ lệ nợ xấu bán cho VAMC tương đối thấp so với các ngân hàng khác. Do vậy, chi phí trích lập dự phòng đối với 2 ngân hàng này có xu hướng giảm trong thời gian tới.

Nhu cầu tăng vốn chủ sở hữu. Theo lộ trình, đến tháng 2/2016, hiệp ước vốn Basel II sẽ được triển khai thí điểm tại 10 ngân hàng là Vietcombank, BIDV, Vietinbank, ACB, MBBank, Sacombank, Techcombank, VPbank, VIB, Maritimebank. Hiệp ước xây dựng các yêu cầu về vốn, quản trị rủi ro chặt chẽ hơn so với hiệp ước Basel I đang được áp dụng trong hệ thống các ngân hàng Việt Nam với 3 trụ cột là (1) duy trì vốn bất buộc; (2) hoạch định chính sách; (3) minh bạch thông tin. Trong đó, trụ cột 1, yêu cầu về vốn tối thiểu được tính toán dựa trên 3 yếu tố rủi ro là rủi ro tín dụng, rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường (trong khi đó, Basel I chủ yếu tập trung vào rủi ro tín dụng), điều này, sẽ làm tăng tổng tài sản có rủi ro (mẫu số) của các ngân hàng áp dụng Basel II và làm phát sinh nhu cầu tăng vốn chủ sở hữu của các ngân hàng này. Cụ thể, BIDV, VCB và MBB đều đã lên kế hoạch tìm kiếm cổ đông chiến lược, tăng vốn chủ sở hữu trong năm tới. OCB, VPbank và BacABank đều đã được NHNN chấp thuận việc tăng vốn điều lệ.

Áp lực thoái vốn và M&A theo thông tư 36. Thông tư 36/ 2014/ TT-NHNN siết chặt sở hữu chéo trong hệ thống các NHTM. (1) Tổng vốn góp mua cổ phần của NHTM vào các doanh nghiệp (bao gồm cả vốn cấp, vốn góp vào công ty con, công ty liên kết) không được vượt quá 40% vốn điều lệ và vốn dự trữ của NHTM. (2) NHTM chỉ được nắm giữ tối đa 2 TCTD khác (trừ TCTD là công ty con). (3) Lượng cổ phiếu của 1 TCTD mà NHTM nắm giữ không được vượt quá 5% vốn có quyền biểu quyết của TCTD đó. Điều này buộc các NHTM đẩy nhanh tiến độ thoái vốn tại các NHTM khác hoặc xử lý sở hữu chéo thông qua M&A. Áp lực thoái vốn có thể tác động lên các ngân hàng STB, EIB, MBB.

Quan điểm đầu tư



So với mức định giá trung bình của các ngân hàng ở thị trường mới nổi khu vực châu Á Thái Bình Dương và ở thị trường Trung Quốc, mức định giá của một số ngân hàng Việt Nam như VCB, BID, ACB, CTG hiện đang ở mức tương đối cao. Do vậy, dù kết quả kinh doanh của các ngân hàng được dự báo lạc quan trong năm tới, chúng tôi không cho rằng dòng cổ phiếu ngân hàng sẽ duy trì được vị thế dẫn dắt và tác động mạnh đến thị trường như năm 2015.

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Chúng tôi hạ triển vọng từ Khả quan xuống **Trung lập** với ngành ngân hàng trong năm 2016. Hoạt động kinh doanh của các NHTM tiếp tục được cải thiện cùng với triển vọng lạc quan về tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh mục tiêu tăng trưởng, chúng tôi cũng cho rằng, năm 2016, các NHTM sẽ tiếp tục dồn lực xử lý nợ

xấu và trích lập dự phòng rủi ro. Như đã đề cập ở trên, chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng của VCB, MBB có xu hướng giảm, tác động tích cực đến KQKD của 2 ngân hàng này.

MBB – Mua – Giá mục tiêu 16.600 đồng/cp, upside 13,70%.

MBB là cổ phiếu ngân hàng yêu thích của chúng tôi với danh mục tín dụng thận trọng, chất lượng tài sản tốt và hiện là một trong những ngân hàng có khả năng sinh lời (ROE, ROA và NIM) cao nhất trong số các NHTM niêm yết. Với tỷ lệ cho vay trên huy động thấp, MBB là ngân hàng có khả năng đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng tín dụng và qua đó cải thiện kết quả kinh doanh khi nền kinh tế phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng chi phí trích lập dự phòng của MBB sẽ giảm dần, ước tính khoảng 2.581 tỷ đồng vào năm 2016, lợi nhuận sau thuế 2016 đạt 3.093 tỷ đồng (+17,47% yoy), EPS 2016 là 1.855 đồng/cp. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu MBB với giá mục tiêu là 16.600 đồng/cp.

VCB - Theo dõi - Giá mục tiêu 42.200 đồng/cp.

Với vị thế dẫn đầu toàn ngành ngân hàng (đứng thứ 3 về thị phần cho vay, huy động, dẫn đầu về tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế, thanh toán thẻ tín dụng), VCB được hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của nền kinh tế và của ngành ngân hàng. Năm 2016, VCB dự kiến phát hành khoảng 10% cho cổ đông tài chính giúp ngân hàng nâng cao năng lực tài chính, mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh và là tiền đề để ngân hàng áp dụng tốt tiêu chuẩn Basel II. Chất lượng tài sản tốt với tỷ lệ nợ xấu thấp, nợ tự xử lý cao nhất toàn ngành và trích lập dự phòng rủi ro cao, chúng tôi kỳ vọng chi phí trích lập dự phòng của VCB sẽ giảm dần trong các năm tới, ước tính khoảng 5.820 tỷ đồng trong năm 2015 và 5.528 tỷ đồng trong năm 2016. Lợi nhuận sau thuế ước tính năm 2016 ước đạt 5.867 tỷ đồng, (+19,85% yoy), khi đó, EPS 2016 là 1.886 đồng/cp. Chúng tôi cho rằng mức định mức định giá hiện tại (P/E FW 2016 và P/B lần lượt là 23,28x và 2,63x) đã phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư đối với triển vọng kinh doanh của VCB trong năm 2016.

ACB – Theo dõi.

Trong giai đoạn 2012-2015, ACB đã dồn lực xử lý các tồn đọng, rủi ro phát sinh trong năm 2012. Tỷ lệ nợ xấu giảm về 1.51% đến cuối quý 3/2015 (1.974 tỷ đồng), nợ xấu bán cho VAMC lũy kế ước tính đạt 2.600 tỷ đồng, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu tăng 49% lên tới 819 tỷ đồng. ACB đã hoàn tất xử lý bằng nguồn dự phòng đối với khoản tiền gửi tại ngân hàng Vietinbank với giá trị 695 tỷ đồng. Thu nhập trước dự phòng của ACB được kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong năm tới nhờ sự phục hồi của nền kinh tế và tăng trưởng mảng bán lẻ vốn là thế mạnh của ACB. Tuy nhiên, BSC lưu ý, chi phí trích lập dự phòng rủi ro của ACB có thể tiếp tục tăng trong các năm tới. (1) ACB có thể sẽ phải tăng trích lập dự phòng đối với các khoản tiền gửi tại GPBank (772 tỷ đồng, gia hạn tới 4/9/2016 và đã trích lập 0%) và tại VNCB (nợ nhóm 4 với giá trị 400 tỷ đồng, đã trích lập 102 tỷ đồng). (2) Tăng trích lập dự phòng đối với dư nợ tín dụng tại nhóm 6 công ty thuộc sở hữu của Nguyễn Đức Kiên (Nợ nhóm 2, trị giá 5.851 tỷ đồng, giá trị tài sản đảm bảo 5.271 tỷ đồng, đã trích lập 538 tỷ đồng) và tại Tổng công ty Vinashin (Nợ nhóm 5, trị giá 314 tỷ đồng). Việc điều chỉnh tăng nhóm nợ hoặc đánh giá giảm giá trị tài sản đảm bảo, đặc biệt với các tài sản đảm bảo là khoản

góp vốn đầu tư vào doanh nghiệp chưa niêm yết, Công ty TNHH có thể sẽ làm tăng mạnh chi phí dự phòng của ACB. (3) Trích lập dự phòng khoảng 396 tỷ đồng đối với 1.982 tỷ đồng mệnh giá trái phiếu đặc biệt.

BID – Theo dõi.

Là một trong những ngân hàng dẫn đầu về quy mô với tốc độ tăng trưởng cao. Năm 2015, tăng trưởng tín dụng đạt 26.4% yoy, đạt 620 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế tăng 16% yoy, đạt 7.036 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng thu nhập hoạt động trước dự phòng của BID tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2016, nhờ tăng trưởng tín dụng khả quan và sự phục hồi của ngành ngân hàng. Năm 2016, BID dự kiến phát hành tăng vốn cho cổ đông chiến lược nhằm nâng cao năng lực tài chính, quản trị và đáp ứng tốt yêu cầu về vốn theo yêu cầu của Basel II. Tuy nhiên, BSC lưu ý, chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng của BID có thể tăng mạnh trong năm 2016. Tổng nợ xấu bán cho VAMC của BID trong năm 2015 ước tính khoảng 13 nghìn tỷ đồng, nâng tổng mệnh giá trái phiếu đặc biệt lên 28 nghìn tỷ đồng (+78% yoy) làm tăng hơn 5 nghìn tỷ đồng chi phí dự phòng rủi ro. Thêm vào đó, BID có thể phải tiếp tục tăng trích lập dự phòng đối với khoản vay nhằm tăng tỷ lệ bao nợ xấu, tiệm cận dần với các ngân hàng hàng đầu tại Việt Nam.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Ngân hàng	MBB		3,093	1,855	7.87	0.95	13.20%	5% cash div 3% stock div	14,600	16,600
	VCB		5,868	1,886	23.28	2.63	13.29%	10% cash div	43,900	42,200

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Dược 2016 [Kém khả quan]

- Tăng trưởng toàn ngành dược dự báo đạt 13,39% trong năm 2016, trong đó, nhập khẩu dược phẩm dự báo tăng 15,6% và sản xuất trong nước dự báo tăng 10,36%.
- Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dược có thể suy giảm.

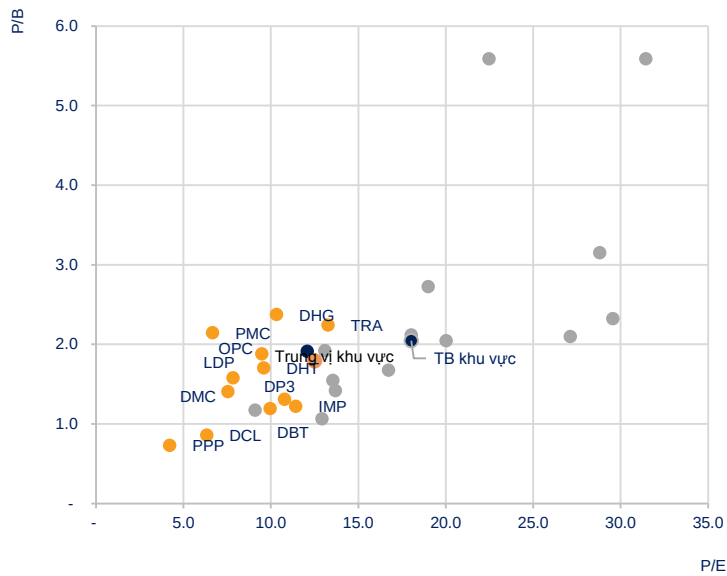
Nhu cầu tiêu thụ dược phẩm được dự báo tiếp tục tăng trưởng nhanh. BMI dự báo, tiêu thụ dược phẩm đạt 7,27 tỷ USD vào năm 2019, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân là 13,4%/năm nhờ tăng trưởng thu nhập, dân số và tăng nhận thức của người dân đối với các dịch vụ y tế cũng như khả năng tiếp cận với các dịch vụ y tế.

Áp lực cạnh tranh tăng từ các hiệp định thương mại tự do. BMI dự báo nhập khẩu dược phẩm tiếp tục tăng cao trong năm 2016, tăng 15,6%. Đáng chú ý, áp lực cạnh tranh với các doanh nghiệp ngoại tăng khi các hiệp định thương mại tự do như FTA Việt Nam-EU⁴, TPP có hiệu lực. Theo đó, Việt Nam sẽ cho phép các nhà thầu EU và các nước tham gia TTP được tham gia đấu thầu dược phẩm, làm giảm doanh thu hệ điều trị, giảm lợi thế và doanh thu phân phối dược phẩm của các doanh nghiệp trong nước. Đồng thời, việc cắt giảm thuế quan về 0% từ mức trung bình 2,5-5% cũng sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh với các doanh nghiệp thuộc EU/ tham gia TTP.

Biên lợi nhuận có thể giảm. Năm 2016, các doanh nghiệp dược Việt Nam có thể tiếp tục đối mặt với tình trạng suy giảm biên lợi nhuận do (1) tác động của cạnh tranh làm tăng chi phí marketing, bán hàng và (2) USD được dự báo tăng 5% làm tăng chi phí nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp dược.

⁴ Hiệp định FTA Việt Nam-EU kết thúc đàm phán vào ngày 2/12/2015 và được kỳ vọng có hiệu lực vào đầu năm 2018.

Quan điểm đầu tư



Mức định giá hiện tại của cổ phiếu ngành dược tương đối hấp dẫn so với khu vực châu Á-Thái Bình Dương, P/E và P/B của ngành lần lượt là 9,53x và 1,49x, so với của khu vực, lần lượt là 18,02x và 2,04x. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực từ các hiệp định thương mại tự do và tỷ giá USD. Do vậy, chúng tôi theo dõi đối với 2 cổ phiếu đầu ngành là DHG và IMP.

Với những nhận định trên, chúng tôi duy trì quan điểm **kém khả quan** với cổ phiếu ngành dược trong năm 2016 và lưu ý các doanh nghiệp dược Việt Nam có thể phải đối mặt với nhiều khó khăn hơn khi các hiệp định FTA, TTP chính thức có hiệu lực. Cổ phiếu ngành dược có tính “phòng vệ” trước những biến động của thị trường, tốc độ tăng trưởng ngành cao và ổn định nên thích hợp cho đầu tư dài hạn, là sự lựa chọn an toàn trong các giai đoạn thị trường có nhiều biến động. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi một số doanh nghiệp đầu ngành, có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2016 là DHG và IMP.

DHG – Theo dõi – Giá mục tiêu 70.000 đồng/cp, upside 5,26%.

DHG là doanh nghiệp dẫn đầu trong số các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, dòng tiền mạnh và tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh năm 2016 của DHG sẽ được cải thiện nhờ chiến lược kinh doanh mới và ưu đãi thuế suất với nhà máy Non-betalactam (hưởng thuế suất 0% trong 4 năm đầu kể từ năm 2015). Theo chiến lược mới, DHG tập trung vào củng cố và cải thiện hệ thống phân phối và cơ cấu lại danh mục sản phẩm (mở rộng sản xuất các dòng thực phẩm chức năng và mỹ phẩm); đồng thời, xây dựng nhà máy mới theo tiêu chuẩn PICs vào năm 2016, dự kiến hoàn thành trong năm 2018 hướng tới thị trường xuất khẩu. Công ty kỳ vọng, chiến lược này sẽ giúp DHG vượt qua giai đoạn khó khăn năm 2015, với tốc độ tăng trưởng doanh thu mục tiêu trên 15%, ROE đạt trên 28% và ROA trên 15%, tỷ lệ chi trả cổ tức khoảng 30%/năm trong giai đoạn 2016-2020. Lưu ý, DHG sẽ phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt hơn từ các doanh nghiệp ngoại và chi phí bán hàng có thể tăng cao làm ảnh hưởng đến KQKD của công ty. Chúng tôi dự báo DTT và LNST đạt lần lượt là 3.530 tỷ đồng và 658 tỷ đồng (+12% yoy), EPS 2016 là 6.812 đồng/cp.

IMP – Theo dõi – Giá mục tiêu 40.100 đồng/cp, upside 6,93%.

IMP là công ty dược phẩm với chiến lược sản xuất thuốc chất lượng cao, chiến lược kinh doanh linh hoạt. Ngay từ năm 2013, IMP đã tập trung xây dựng và phát triển hệ thống phân phối OTC⁵, bù đắp cho sự sụt giảm của kênh ETC. KQKD từ năm 2016 được kỳ vọng cải thiện nhờ việc IMP hoàn thành nâng cấp lên tiêu chuẩn EU-GMP cho 2 nhà máy Cephalosporin và Penicilin tại Bình Dương vào cuối quý 2/2016. Qua đó, IMP định vị lại kênh phân phối ETC (vốn là thế mạnh của IMP trước đây), đưa sản phẩm tham gia đấu thầu cùng nhóm với thuốc nhập khẩu chất lượng cao (phân khúc IMP có lợi thế về giá, thấp hơn khoảng 20-30% so với thuốc ngoại). DTT và LNST đạt lần lượt là 999 tỷ đồng (+8,73%) và 104 tỷ đồng (+13%), EPS 2016 là 3.103 đồng/cp.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Dược	DHG	3,530	658	6,812	9.76	1.85	22.00%	30% cash div.	66,500	70,000
	IMP	999	104	3,103	12.09	1.23	12.00%	18% cash div.	37,500	40,100

Nguồn: BSC dự báo

⁵ Doanh thu hệ OTC tăng trưởng 43% trong năm 2013, 42% trong năm 2014 và tăng 17,6% trong 10T2015.

Ngành Thủy sản 2016 [Kém khả quan]

- Xuất khẩu thủy sản năm 2016 dự báo tiếp tục khó khăn do tác động mạnh của việc phá giá đồng tiền các nước và cầu tăng chậm tại Nhật Bản, EU.
- Một số điểm sáng là các thị trường Nga, Hàn Quốc, Trung Quốc nhờ các hiệp định FTAs đi vào hiệu lực
- El Nino có thể kéo dài đến giữa năm 2016, tác động tiêu cực tới sản xuất nuôi trồng thủy sản trong nước.

Các yếu tố thuận lợi.

Tiềm năng từ liên minh kinh tế Á-Âu và Hàn Quốc. Đầu năm 2016, hiệp định FTA Việt Nam- liên minh kinh tế Á-Âu đi vào hiệu lực. Ngành thủy sản hưởng lợi khi 95% số mặt hàng mở cửa hoàn toàn, lộ trình tối đa 10 năm (trong đó hơn 71% dòng thuế được xóa bỏ hoàn toàn ngay sau khi hiệp định có hiệu lực). Thêm vào đó, từ đầu năm 2016, tôm Việt Nam nhập khẩu vào Hàn Quốc sẽ được hưởng mức thuế suất 0% với hạn ngạch 10,000 tấn thay vì phải chịu mức thuế 20% như trước đây.

Mặt hàng	Thuế MFN của EAEU	Cam kết về thuế nhập khẩu
Tôm	10-20%	Tôm hun khói 10 năm, còn lại về 0% ngay khi hiệu lực
Cá tra	10%	Một số dòng bị loại trừ, không giảm về 0%
Cá ngừ	10-15%	Hầu hết về 0% ngay khi hiệu lực

Nguồn: trungtamwto.vn

Triển vọng xuất khẩu thủy sản vào thị trường Mỹ (1) nhu cầu tiêu thụ dự báo tăng. Tiêu thụ tôm trên đầu người năm 2014 tăng 11.3% so với năm 2013, đạt mức 4 pound/người. Ủy ban Tư vấn chế độ ăn uống Mỹ năm 2015 khuyến nghị các gia đình Mỹ tăng thức ăn giàu hải sản. (2) sản lượng tôm của Ấn Độ dự báo giảm do ảnh hưởng của dịch bệnh vi bào tử trùng trên tôm (EHP). Tháng 10/2015, Ấn Độ công bố dịch EHP bùng phát và sẽ có tác động lớn đến lượng xuất khẩu tôm của nước này năm 2016. (3) Thuế chống bán phá giá với tôm (POR9) và cá da trơn (POR11) giảm, từ mức 6.37% xuống còn 0.91% với tôm, và từ 0.97 USD/kg xuống còn 0.6 usd/kg với cá da trơn.

	POR10	POR11
CTCP Vĩnh Hoàn	0.00	0.00
CTCP Hùng Vương	0.97	0.36
CTCP Nam Việt	0.97	0.6
CTCP thủy sản Vinh Quang	0.97	0.6
CTCP đầu tư và phát triển đa quốc gia IDI	0.97	0.6

Nguồn: agromonitor

Xuất khẩu tôm sang thị trường Trung Quốc sẽ cải thiện nhờ việc gỡ bỏ lệnh tạm dừng nhập khẩu tôm sú Việt Nam từ cuối tháng 11/2015. Trước đó, từ ngày 5/2/2015, Trung Quốc đã tạm ngừng nhập khẩu tôm sú sống của Việt Nam với lý do tiếp tục phát hiện virus gây bệnh trên tôm.

Các yếu tố bất lợi.

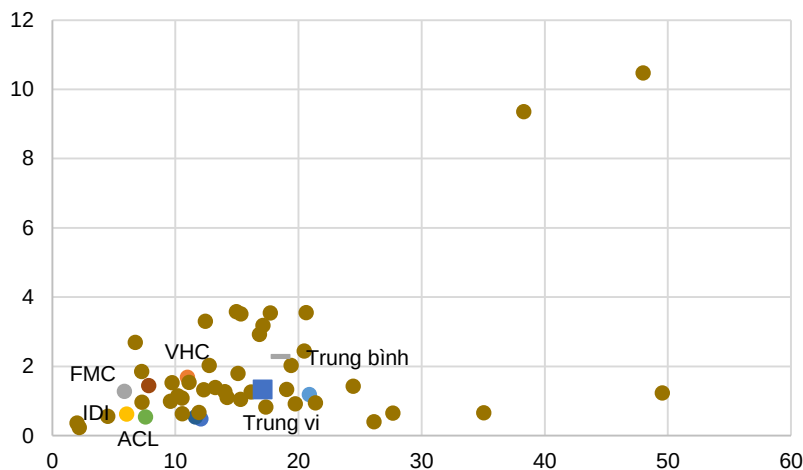
Khó khăn tại các thị trường EU, Nhật Bản do tác động của tăng trưởng kinh tế chậm, đồng USD dự báo tiếp tục tăng giá khiến nhu cầu tiêu thụ thủy sản của các nước này ít đi. Chúng tôi đánh giá việc giảm nhu cầu tại EU và Nhật Bản sẽ tác động mạnh tới doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản do đây là những thị trường có giá trị gia tăng cao, chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu xuất khẩu thủy sản của Việt Nam.

Chính sách mới của bộ nông nghiệp Mỹ, USDA về quản lý chất lượng cá da trơn: thực hiện thanh tra tại cơ sở sản xuất cá nhập khẩu vào Mỹ và yêu cầu tiêu chuẩn đồng nhất với các doanh nghiệp sản xuất tại Mỹ, có hiệu lực tháng 3/2016. Nếu điều luật được thông qua, Việt Nam có nguy cơ mất thị trường xuất khẩu Mỹ cho cá tra.

Giá tôm dự báo giảm. IMF dự báo giá tôm năm 2016 sẽ giảm 4%; năm 2017 giảm 7%; năm 2020 giảm 13% so với năm 2015 do nhu cầu tiêu dùng yếu tại các thị trường như EU, Nhật Bản và dư cung tại các nước sản xuất lớn.

Năm 2016, El Nino có thể làm giảm sản lượng sản xuất thủy sản. Do tác động mạnh của El Nino, nhiệt độ trung bình 6 tháng đầu năm 2016 dự báo cao hơn trung bình nhiều năm làm tình hình khô hạn tại Trung Bộ và Nam Trung Bộ có thể diễn ra (lượng mưa trung bình dự báo giảm 25-50% so với trung bình nhiều năm), khiến giảm diện tích nuôi và sản lượng sản xuất trong năm 2016.

Quan điểm đầu tư



Xét trong khu vực Châu Á-Thái Bình Dương, ngành thủy sản có mức định giá P/E và P/B tương đối hấp dẫn. Tuy nhiên, khó khăn tại thị trường đầu ra và tỷ giá USD dự báo tăng sẽ tác động tiêu cực tới doanh thu của các doanh nghiệp thủy sản trong năm 2016. Do vậy, chúng tôi lưu ý 2 cổ phiếu đầu ngành là HVG và VHC.

Với những nhận định trên, chúng tôi hạ mức đánh giá từ **Trung Lập** xuống **Kém Khả Quan** đối với ngành thủy sản do lo ngại tình hình thời tiết, dịch bệnh, nhu cầu giảm tại một số thị trường lớn như EU, Nhật Bản và chính sách mới về kiểm định chất lượng thủy sản nhập khẩu vào thị trường Mỹ. Đối với nhà đầu tư trung và dài hạn, chúng tôi lưu ý 2 cổ phiếu đầu ngành với chất lượng sản phẩm ổn định và có khả năng duy trì kết quả kinh doanh là HVG, VHC.

HVG – Theo dõi.

Hoạt động kinh doanh chính gồm xuất khẩu thủy sản (29%), thức ăn chăn nuôi (27%), thương mại hàng hóa (27%), kinh doanh thủy sản nội địa (12%). Chúng tôi cho rằng, tiềm năng tăng trưởng doanh thu của HVG phụ thuộc vào (1) HVG là một trong số ít các doanh nghiệp thủy sản của Việt Nam có chuỗi sản xuất khép kín từ con giống tới chế biến xuất khẩu nên có khả năng cao cải thiện biên lợi nhuận. (2) Thị trường xuất khẩu Nga (chiếm 11-16% kim ngạch xuất khẩu của HVG) có tiềm năng tăng trưởng khi FTA đi vào hiệu lực đầu năm 2016 và thành lập liên doanh ở Nga với số vốn 30 triệu USD (HVG góp 60% vốn). (3) Tăng trưởng từ các mảng kinh doanh mới như xuất khẩu tôm thông qua việc tăng tỷ lệ sở hữu tại FMC (đứng thứ 6 về kim ngạch xuất khẩu tôm). (4) World Bank dự báo tỷ giá RUB/USD có thể giảm khoảng 10% so với năm 2015 ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu thụ tại nước này. Dự báo, DTT đạt 23,994 tỷ (+9.8%yoy), LNST đạt 162 tỷ (+9%yoy), EPS 2016 đạt 870 đồng/cp.

VHC – Mua – Giá mục tiêu 35,000 upside 19.8%.

Trong năm 2016, chúng tôi đánh giá khả quan tiềm năng tăng trưởng của VHC do (1) tăng trưởng doanh thu từ thị trường Mỹ nhờ nền kinh tế nước này dự báo phục hồi trong năm 2016 và việc VHC được miễn thuế chống bán phá giá khi xuất khẩu vào thị trường này. (2) Mở rộng công suất thêm 120 tấn nguyên liệu/ngày nhờ nhà máy mới dự kiến đưa vào hoạt động cuối quý 2/2016. (3) Bổ sung nguồn thu từ dầu cá và Collagen. Dự báo, DTT đạt 6,746 tỷ (+9.4%yoy), LNST đạt 382 tỷ (+5.7%yoy), EPS 2016 đạt 4,131 đồng/cp.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Thủy sản	HVG	23,994	162	870	15.17	1.10	7.30%	Tiền: 10%, cổ phiếu: 10:1	13,200	13,050
	VHC	6,746	382	4,131	7.06	1.51	17.00%	Tiền: 10%	29,200	35,000

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Dầu khí 2016 [Kém khả quan]

- Giá dầu được dự báo dao động xung quanh 40-51USD/thùng
- Giá LPG nhích nhẹ xung quanh mốc 500 USD/tấn
- Mức đầu tư cho dầu khí khu vực châu Á- Thái Bình Dương giảm 30-50%
- Kế hoạch khai thác của PVN giảm khoảng 10%
- PVN chủ trương cắt giảm 20-30% đơn giá dịch vụ
- Đẩy mạnh các dự án trên bờ có biên lợi nhuận thấp
- Cổ phần hóa PV POWER và Lọc hóa dầu Bình Sơn

Chúng tôi nhận định năm 2016 sẽ tiếp tục là năm khó khăn đối với ngành dầu khí khi giá dầu được dự báo tiếp tục ở mức thấp. Vốn đầu tư cũng như sản lượng khai thác bị cắt giảm. Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành.

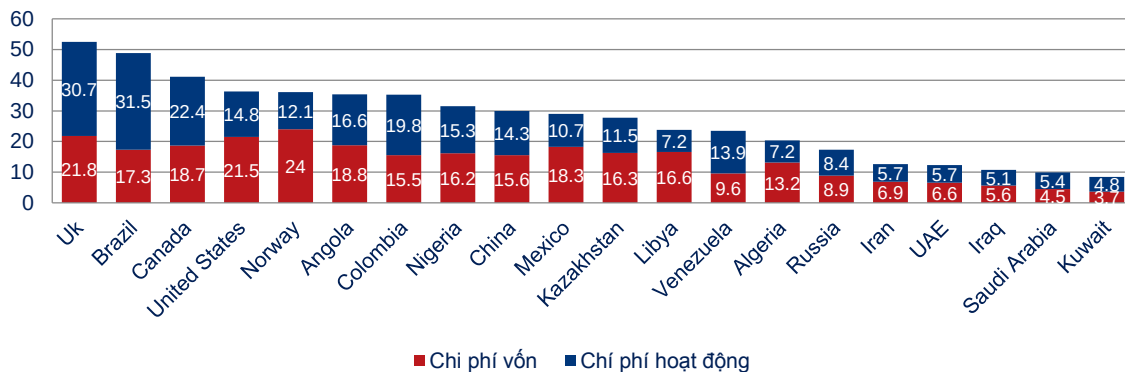
Giá dầu – chưa thấy dấu hiệu hồi phục: các tổ chức lớn đồng loạt hạ dự báo về giá dầu trong năm 2016. Trong dự báo mới nhất, EIA dự báo năm 2016, giá dầu WTI sẽ tăng nhẹ từ 49 USD/thùng trong lên 51 USD/thùng và giá dầu Brent sẽ tăng từ 53 USD/thùng lên 56 USD/thùng. Ngược lại, 2 tổ chức lớn khác là Goldman Sachs và Moody đều có dự báo giá dầu sẽ tiếp tục đà giảm trong năm 2016, Goldman Sachs dự báo giá dầu sẽ ở mức 45 USD/thùng với dầu WTI và 50 USD/thùng đối với dầu Brent và Moody dự báo giá dầu sẽ ở mức 40 USD/thùng với dầu WTI và 43 USD/thùng với dầu Brent. Với những diễn biến của giá dầu trong những tháng cuối năm 2015 cùng với việc mất cân đối cung cầu chưa được giải quyết và các ảnh hưởng của những yếu tố tài chính chính trị, chúng tôi nhận định giá dầu nhiều khả năng sẽ tiếp tục đà suy giảm trong đầu năm 2016 và tăng lại vào cuối năm 2016, giá dầu trung bình năm khó có thể đạt mức bình quân 49 USD/thùng như 2015. Cụ thể:

- **OPEC nâng mức trần sản xuất:** tại cuộc họp ngày 04/12/2015, tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ OPEC đã quyết định nâng mức trần sản lượng từ 30 triệu thùng/ngày lên 31.5 triệu thùng /ngày với mục tiêu giữ vững thị phần. Chỉ tính trong tháng 11/2015, sản lượng sản xuất của OPEC là 31.7 triệu thùng/ngày, mức cao nhất trong vòng 3 năm.
- **Mỹ nhiều khả năng dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu dầu thô:** sau 40 năm, quốc hội Mỹ đã thông qua việc xóa bỏ lệnh cấm xuất khẩu dầu thô của Mỹ và đang chờ phê duyệt của chính quyền Tổng thống. Mặc dù Mỹ vẫn sẽ là nước nhập khẩu dầu thô nhưng cơ hội được xuất khẩu dầu thô sẽ kích thích các doanh nghiệp sản xuất dầu thô tại Mỹ gia tăng sản lượng, tiết giảm chi phí để hạ giá thành sản phẩm.
- **Dỡ bỏ lệnh trừng phạt đối với Iran:** các biện pháp trừng phạt về xuất khẩu dầu mỏ đối với Iran có thể sớm được dỡ bỏ trong đầu năm 2016. Iran là nước sản xuất dầu thô lớn thứ 2 của OPEC

và một khi lệnh trừng phạt được dỡ bỏ, Iran sẽ tăng sản lượng 0.5 triệu thùng/ngày trong những tuần đầu được dỡ bỏ lệnh và sau đó tăng sản lượng 1 triệu thùng/ngày.

- **Nhu cầu tiêu thụ dầu thô tăng trưởng thấp** do sự tăng trưởng chậm lại của các nước nổi, đặc biệt là Trung Quốc. Thêm nữa, việc trái đất nóng lên cũng khiến nhu cầu tiêu thụ nhiên liệu yếu đi.
- **Đồng USD mạnh lên:** lần đầu tiên kể từ năm 2006, Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) quyết định nâng lãi suất, lên 0.25% trong cuộc họp ngày 16/12/2015. Việc này kết hợp với sự phục hồi tích cực của nền kinh tế Mỹ khiến đồng USD được dự báo sẽ tiếp tục mạnh lên trong năm tới, gây áp lực giảm giá hàng hóa, đặc biệt là dầu thô.

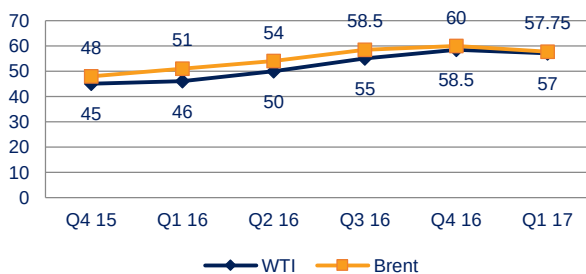
Chi phí sản xuất dầu thô tại 20 nước sản xuất lớn nhất thế giới



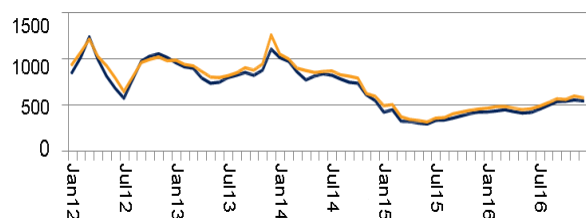
Nguồn: Ucube by Rystad Energy Interactive (xuất bản ngày 13/11/2015)

- **Chi phí khai thác dầu thô được tiết giảm:** việc giá dầu ở mức thấp gây áp lực giảm giá các dịch vụ khai thác cùng với việc cải tiến công nghệ khiến cho chi phí khai thác dầu thô nhìn chung được tiết giảm. Hiện nay, chi phí khai thác dầu thô bình quân của các nước sản xuất dầu lớn đều thấp hơn 40 USD/thùng.

Dự báo giá dầu thế giới theo thống kê của Bloomberg



Dự báo giá LPG thế giới- giá CP Saudi Aramco của IHS Energy



Nguồn: Bloomberg, IHS Energy

Giá LPG tăng nhẹ: năm 2016, nhiệt độ thời tiết được dự báo tiếp tục ở mức cao so với trung bình nhiều năm có thể khiến nhu cầu tiêu thụ khí đốt tăng yếu (sản lượng LPG dân dụng chiếm 45% nhu cầu tiêu thụ

LPG toàn cầu). Ngược lại, nhu cầu sử dụng LPG trong hóa chất (chiếm 36% nhu cầu tiêu thụ LPG toàn cầu) lại tăng mạnh do gia tăng sản xuất. Về phía cung LPG, sản lượng LPG sản xuất tiếp tục tăng mạnh do (1) OPEC lựa chọn không cắt giảm sản lượng dầu thô, (2) Sự xuất hiện các nhà máy lọc dầu mới ở châu Á (80% sản lượng LPG của châu Á được sản xuất từ lọc dầu). Kết hợp với việc chưa thấy dấu hiệu hồi phục trong giá dầu, IHS Energy dự báo giá LPG chỉ nhích nhẹ xung quanh mốc 500 USD/tấn.

Thiếu vốn đầu tư: việc giá dầu ở mức thấp dẫn đến PVN sẽ khó có thể cân đối đủ nguồn vốn đầu tư theo kế hoạch phát triển đề ra do đó việc cắt giảm vốn đầu tư là không thể tránh khỏi. Hơn nữa, đối với việc đầu tư các dự án dầu khí trong khu vực Châu Á- Thái Bình Dương, Standard & Poor's dự báo rằng các công ty dầu khí tư nhân trong khu vực sẽ cắt giảm chi phí đầu tư của họ ít nhất 50% và đối với các công ty dầu khí nhà nước thì con số này ít hơn 30%.

Sản lượng khai thác của PVN dự kiến giảm: với việc dự báo giá dầu năm 2016 ở mức bình quân 60 USD/thùng, PVN kế hoạch khai thác 14.02 triệu tấn dầu, giảm khoảng 10% so với kết quả 2015

Cắt giảm đơn giá dịch vụ: trước diễn biến tiêu cực của giá dầu, PVN đặt ra mục tiêu tiết giảm 20-30% chi phí biến đổi trong cơ cấu giá thành khai thác dầu, cắt giảm tối đa các chi phí thuê ngoài, các nhiệm vụ chưa thật sự cấp bách.

Đẩy mạnh xây dựng các dự án on shore: với việc dự báo giá dầu sẽ ở mức thấp trong thời gian dài, gần sát với chi phí hòa vốn của một số mỏ lớn tại Việt Nam, PVN kế hoạch đẩy mạnh xây dựng các dự án trên bờ để bù đắp cho việc suy giảm giá dầu. Cụ thể, PVN sẽ tập trung triển khai các dự án nhà máy nhiệt điện như Long Phú, Sông Hậu, Quảng Trạch, các dự án nhà máy lọc hóa dầu như Nghi Sơn, Long Sơn, Dung Quất mở rộng và nhà máy xử lý khí GPP Cà Mau. Bên cạnh đó, tập đoàn cũng bắt đầu triển khai dự án khai thác khí lớn tại lô B- Ô Môn, nhiều công ty thành viên trong tập đoàn sẽ tham gia vào dự án này và kỳ vọng mang lại sự tăng trưởng cho các công ty này trong giai đoạn 2017-2018.

Cổ phần hóa 2 công ty lớn: theo quyết định của thủ tướng chính phủ, trong giai đoạn 2015-2016 sẽ thực hiện cổ phần hóa Tổng công ty Điện lực dầu khí Việt Nam (PV Power) và Công ty Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR). Đây đều là những công ty lớn, giữ vị thế quan trọng tại thị trường Việt Nam. PV Power hiện cung cấp khoảng 15% tổng sản lượng điện cả nước và BSR hiện đang quản lý và vận hành nhà máy lọc dầu duy nhất tại Việt Nam là Dung Quất.

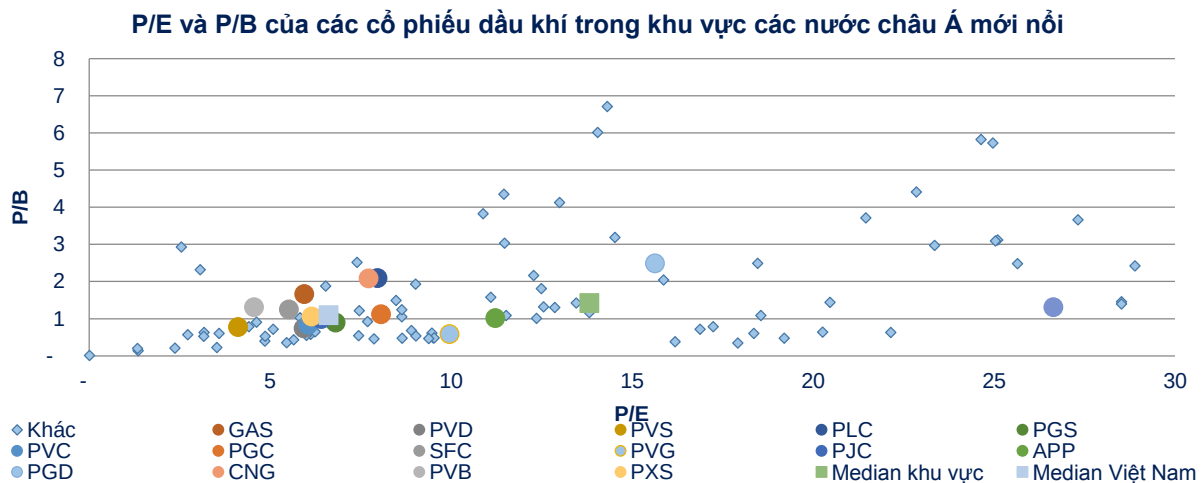
Quan điểm đầu tư

Chúng tôi hạ mức đánh giá từ trung lập xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành dầu khí trong năm 2016. Với nhận định giá dầu bình quân năm 2016 sẽ thấp hơn mức trung bình 2015 là 49 USD/thùng, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng khi sản lượng (hàng hóa và dịch vụ cung cấp) hoặc biên lợi nhuận suy giảm, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp thuộc nhóm upstream (PVD, PVC) và nhóm midstream (GAS, PVS, PVB, PXS). Hiện tại, các dự án lớn trong năm 2016 chủ yếu là dự án onshore với tốc độ triển khai chậm và biên lợi nhuận thấp. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu

ý các doanh nghiệp thuộc nhóm downstream phân phối khí thấp áp, LPG và CNG bao gồm PGD, PGS, CNG, PVG và PGC vẫn có thể duy trì biên lợi nhuận ổn định do giá mua vào và giá bán ra đều dựa theo chiết khấu giá dầu. Đồng thời sản lượng tiêu thụ khí tăng lên có thể bù đắp cho việc giảm giá bán. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PGS, CNG và PGC sẽ tăng nhẹ trong năm 2016 trong khi lợi nhuận của PVG, PGD có thể duy trì ổn định.

Các cổ phiếu dầu khí của Việt Nam đang được đánh giá thấp hơn so với khu vực: trung vị các cổ phiếu dầu khí của Việt Nam ở mức 6.62 đối với P/E và 1.09 đối với P/B. Các chỉ số này đều thấp hơn trung vị P/E và P/B của các cổ phiếu dầu khí trong khu vực các nước châu Á mới nổi là 13.82 và 1.42.

Mặc dù các cổ phiếu Dầu khí đang ở mặt bằng khá hấp dẫn, nhưng rủi ro giá dầu vẫn còn nên NĐT tránh bắt đáy quá sớm, nhóm upstream (PVD, PVC) và nhóm midstream (GAS, PVS, PVB, PXS) tiếp tục được đánh giá ở mức theo dõi, chờ tạo đáy cùng giá dầu.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

CNG- Mua- Giá mục tiêu: 36,688 đồng/cổ phiếu (+16,84%)

CNG là doanh nghiệp chuyên kinh doanh khí nén thiên nhiên CNG. Năm 2016, sản lượng tiêu thụ của CNG sẽ tăng khoảng 11% nhờ việc tiêu thụ khí CNG tại miền Bắc. Đồng thời, năm 2016, một số tài sản của doanh nghiệp sẽ hết khấu hao giúp chi phí khấu hao được tiết giảm 40-50 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng của sản lượng và biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giảm chi phí khấu hao sẽ giúp lợi nhuận của doanh nghiệp vẫn có thể tăng trưởng nhẹ trong năm 2016 mặc dù giá bán giảm. BSC dự báo năm 2016, CNG sẽ đạt 1,138 tỷ đồng doanh thu và 128 tỷ đồng LNST, tương đương EPS 2016 đạt 4,732 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 29/12/2015, cổ phiếu CNG đang được giao dịch với mức P/E forward= 6.34 và P/B forward = 1.29

PGS- Mua- Giá mục tiêu: 20,142 đồng/cổ phiếu (+15,10%)

PGS là doanh nghiệp chuyên kinh doanh khí hóa lỏng LPG và khí nén thiên nhiên CNG. Bên cạnh việc hưởng lợi từ sự tăng trưởng của công ty con là CNG, sản lượng tiêu thụ của PGS trong năm 2016 sẽ tăng khoảng hơn 15% trong năm 2016 nhờ ký kết hợp đồng cung cấp khí cho Samsung CE,. Đồng thời, mảng kinh doanh LPG của doanh nghiệp được dự báo tiếp tục duy trì ổn định với giá bán LPG dự báo sẽ nhích nhẹ trong năm 2016. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PGS sẽ nhích nhẹ trong năm 2016. PGS được dự báo sẽ đạt 6,314 tỷ đồng doanh thu và 217 tỷ đồng LNST trong năm 2016, tương đương EPS 2016= 2,736 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 29/12/2015, cổ phiếu PGS đang được giao dịch với mức P/E Forward = 5.92 và P/B forward = 0.58

PVG- Mua- Giá mục tiêu 9,533 đồng/cổ phiếu (+17,69%)

PVG là doanh nghiệp chuyên kinh doanh khí hóa lỏng LPG. Từ tháng 8/2015, PVG sẽ phân phối khoảng 30% sản lượng khí CNG tại mỏ Thái Bình, tương ứng khoảng 50 triệu m³/năm. Tuy nhiên, đây là mảng kinh doanh mới đối với doanh nghiệp trong khi phải cạnh tranh với 2 doanh nghiệp đã có kinh nghiệm là PGD và CNG, trong bối cảnh giá dầu được dự báo tiếp tục ở mức thấp nên chúng tôi nhận định mảng kinh doanh CNG sẽ chưa mang lại sự tăng trưởng cho doanh nghiệp. Đối với mảng phân phối LPG, giá LPG được kỳ vọng nhích nhẹ cộng với việc mở rộng tại thị trường miền Trung sẽ giúp doanh thu của PVG tăng nhẹ. Tuy nhiên, do từ quý 3/2015 doanh nghiệp phát sinh khoản vay dài hạn 100 tỷ để đầu tư dự án Tổng kho Đà Nẵng khiến chi phí lãi vay năm 2016 tăng mạnh. Do đó, chúng tôi nhận định PVG sẽ duy trì lợi nhuận ổn định trong năm 2016. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST năm 2016 của PVG lần lượt là 2,941 tỷ đồng và 27 tỷ đồng. Tương đương EPS 2016= 809 đồng/cổ phiếu. Tại ngày 25/12/2015, cổ phiếu PVG đang được giao dịch với mức P/E forward= 10.38. Đây là mức P/E cao so với các cổ phiếu dầu khí của Việt Nam. P/B của PVG đang ở mức thấp nhất trong ngành với P/B forward 2016= 0.55

PGC - Theo dõi

PGC là doanh nghiệp chuyên phân phối khí hóa lỏng LPG. Cùng hoạt động tại thị trường miền Bắc và miền Trung, PGC có lợi thế hơn đối thủ cạnh tranh lớn nhất là PVG về mặt chất lượng và cơ cấu sản phẩm. Do nguồn LPG của PGC từ Dinh Cố và Nhập khẩu có chất lượng cao hơn, đồng thời cơ cấu LPG dân dụng lớn- mảng sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn LPG công nghiệp. Do đó, PGC luôn duy trì biên lợi nhuận cao và ổn định. Với dự báo giá LPG sẽ tăng nhẹ, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ duy trì kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2016. Tuy nhiên cổ phiếu PGC đang được giao dịch với mức P/E tương đối cao so với các cổ phiếu trong ngành.

PGD – Theo dõi

PGD là doanh nghiệp chuyên kinh doanh khí thấp áp và khí nén thiên nhiên CNG. PGD sẽ tăng khoảng 30% sản lượng tiêu thụ trong năm 2016 nhờ việc tiêu thụ khí CNG tại mỏ Thái Bình. Tuy nhiên, do mỏ Thái Bình có chi phí khai thác cao hơn nên biên lợi nhuận tại miền Bắc của PGD sẽ thấp hơn nhiều so với miền Nam. Đồng thời nếu giá dầu giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp do giá mua và giá bán đều dựa theo chiết khấu giá dầu. Do đó, chúng tôi nhận định PGD sẽ duy trì lợi

nhuận ổn định trong năm 2016. Hơn nữa, PGD hiện đang được giao dịch với mức P/E tương đối cao so với các cổ phiếu trong ngành.

PVS – Theo dõi

PVS là doanh nghiệp chuyên cung cấp các dịch vụ dầu khí. Cùng với các doanh nghiệp khác như PVD và GAS thuộc nhóm thượng nguồn (upstream) và trung nguồn (midstream), khối lượng công việc và đơn giá dịch vụ của PVS chịu ảnh hưởng mạnh từ việc giá dầu suy giảm, đặc biệt là các mảng dịch vụ đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh như cơ khí dầu khí, bảo dưỡng và vận hành, khảo sát. Tuy nhiên đây lại là những hoạt động có tính chuyển đổi cao, chuyển từ các hợp đồng dưới biển (offshore) thành các hợp đồng trên bờ (onshore). Bên cạnh đó, có một số mảng hoạt động tương đối ổn định như cảng thương mại và FSO/FPSO. Năm 2016, trước tình hình giá dầu ở mức thấp, chúng tôi nhận định việc giảm doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp là không thể tránh khỏi nhưng mức ảnh hưởng sẽ thấp hơn GAS và PVD. PVS hiện tại đang được giao dịch với mức P/E và P/B thấp so với các cổ phiếu trong khu vực và Việt Nam. Đồng thời PVS là mã cổ phiếu có mức vốn hóa lớn tại HNX. Do đó, nếu giá dầu phục hồi trong năm 2016 thì nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư đối với mã cổ phiếu này.

GAS – Theo dõi

GAS là doanh nghiệp chuyên thu gom, vận chuyển, chế biến, tàng trữ, phân phối và kinh doanh các sản phẩm khí.. Sản lượng tiêu thụ năm 2016 sẽ tăng lên do nhu cầu tiêu thụ từ các hộ điện, đạm, công nghiệp đều tăng. Đồng thời doanh nghiệp cũng đưa và khai thác các mỏ khí mới. Tuy nhiên, từ 08/2015 khoảng 60% sản lượng khí bán ra của GAS sẽ được tính theo giá thị trường- chiết khấu theo giá dầu (46%MFO+ chi phí vận chuyển). Do đó giá bán khí sẽ trực tiếp giảm theo giá dầu. Hơn nữa, các mỏ khí mới đưa vào khai thác đều có giá đầu vào cao. Chúng tôi nhận định, lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tiếp tục suy giảm trong năm 2016. Tuy nhiên, cổ phiếu GAS hiện có mức vốn hóa lớn thứ 4 trên HSX và mức P/E thấp so với khu vực. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mã cổ phiếu này khi giá dầu có dấu hiệu phục hồi rõ ràng.

PVD – Theo dõi

PVD là doanh nghiệp chuyên cho thuê giàn khoan và cung cấp các dịch vụ khoan. PVD là doanh nghiệp trực tiếp chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ việc giá dầu suy giảm. Tính đến thời điểm hiện tại, giá cho thuê giàn của PVD đã giảm khoảng 20%. Số lượng giàn khoan thuê giảm 50%. Với diễn biến giá dầu được dự báo tiếp tục ở mức thấp trong năm 2016, chúng tôi nhận định giá cho thuê cũng như khối lượng công việc của PVD sẽ tiếp tục suy giảm. Tuy nhiên, PVD là cổ phiếu có mức vốn hóa lớn của thị trường và ở mức chiết khấu thấp so với khu vực. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mã cổ phiếu này khi giá dầu có dấu hiệu phục hồi rõ ràng.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Dầu khí	CNG	1,138	128	4,732	6.64	1.35	22.00%	30% tiền	31,400	36,688
	PGS	6,314	217	2,736	6.40	0.63	15.00%	25% tiền & 31% cp	17,500	20,142
	PVG	2,941	27	809	10.01	0.54	7.00%		8,100	9,533

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Vận tải biển 2016 [Kém khả quan]

- Thị trường vận tải hàng lỏng cải thiện trong khi đó vận tải hàng rời tiếp tục giảm sâu
- Tỷ giá USD dự báo tăng ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp.
- Năm 2016, chính phủ áp dụng nhiều chính sách nhằm nâng cao hiệu quả khai thác đội tàu.

Các yếu tố thuận lợi.

Vận tải hàng lỏng thế giới tiếp tục phục hồi nhờ (1) Nguồn cầu từ Trung Quốc tiếp tục tăng khi mà dự trữ dầu của nước này đang ở mức 200 triệu thùng, trong khi mục tiêu đến 2020 là 500 triệu thùng. Drewry dự tính nhu cầu vận chuyển hàng lỏng sẽ tăng bình quân hàng năm khoảng 5% cho tới năm 2018, ước đạt 420 triệu tấn DWT. (2) Tình trạng thừa công suất giảm dần do việc đưa thêm tàu mới vào thị trường bắt đầu có xu hướng chậm lại. Dự đoán, cung tàu năm 2016 sẽ tăng trưởng với tốc độ 2%, nhỏ hơn đáng kể so với năm 2014 ở mức 4.5%.

Nguồn cầu cho vận tải biển trong nước tăng từ các dự án xây dựng nhà máy mới. Dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất từ 6.5 lên 8.5 triệu tấn dầu thô/ năm với vốn đầu tư 1.8 tỷ USD, dự kiến hoàn thành năm 2021, giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành năm 2017. Ngoài ra, các dự án lớn như nhiệt điện Vũng Áng 1, Thái Bình 2, dự án về khí kho cảng LNG Thị Vải, nhà máy GPP Cà Mau sẽ làm tăng nguồn cầu nội địa cho ngành vận tải biển.

Các dự án xây dựng nhà máy nhiệt điện mới.

Dự án	Công suất (MW)	Nhu cầu than (triệu tấn/năm)	Thời gian vận hành dự kiến
Vũng Áng 1	1,200	3.2	Q4/2014
Thái Bình 2	1,200	3	Q2/2016
Long Phú 1	1,200	3	2018
Sông Hậu 1	1,200	3	Q2/2019
Quảng Trạch 1	1,200	3	2020

Nguồn: BSC tổng hợp

Chính sách tác động.(1) Thành lập chính quyền cảng trong bộ luật hàng hải mới thông qua cuối tháng 11/2015 giúp nâng cao hiệu quả quản lý và đầu tư hệ thống cảng biển, nâng cao hiệu suất khai thác, giảm thời gian chờ bốc dỡ cho đội tàu. (2) Thành lập sàn giao dịch vận tải đầu năm 2016, giúp tăng tính liên kết giữa các yếu tố trong chuỗi logistics, các doanh nghiệp vận tải biển theo hợp đồng chuyển dễ dàng hơn trong việc kết nối với chủ hàng. (3) Hình thành cộng đồng kinh tế AEC ngày 31/12/2015 giúp hàng hóa được tự do lưu chuyển trong khối với 2 trong số 12 ngành công nghiệp được ưu tiên hội nhập gồm vận tải và dịch vụ logistics.

Các yếu tố bất lợi.

Tỷ giá USD/VND dự báo tăng, làm phát sinh khoản lỗ tỷ giá do các doanh nghiệp vận tải biển có dư nợ ngoại tệ cao. Chúng tôi ước tính, với 1% thay đổi của tỷ giá USD/VND, các doanh nghiệp vận tải biển niêm yết phát sinh lỗ tỷ giá khoảng 51 tỷ đồng.

Dự nợ vay ngoại tệ các tại ngày 30/6/2015

	PVT	SKG	GSP	VTO	VIP	HTV	PJT	TJC	VFR	VNA
Vay USD	147,529,512		5,384,512	39,964,667	19,671,750		3,390,000	2,085,574	12,959,192	1,122,833
Vay JPY	9,936,854,077									

Nguồn: BCTC các công ty, BSC tổng hợp.

BDI index dự báo tiếp tục giảm sâu. Dự đoán BDI có thể giảm 2-3% trong năm 2016 do kinh tế Trung Quốc dự báo tăng trưởng chậm lại, làm giảm nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng rời như quặng sắt, than đá... Goldman Sachs dự báo nhập khẩu than của Trung Quốc sẽ giảm 30% năm 2016. Trong khi đó, nguồn cung tàu sẽ tăng khoảng 2.3% năm 2016 làm tình trạng dư cung tiếp tục diễn ra.

Thương mại thế giới dự báo giảm. WTO hạ mức dự báo thương mại thế giới năm 2016 từ 4% xuống còn 3.9% do giảm nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc và Brazil, giá dầu giảm và tỷ giá dao động mạnh,

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **Kém Khả Quan** với ngành vận tải biển. Mặc dù giá dầu được dự báo tiếp tục giảm, các doanh nghiệp vận tải biển có thể vẫn chưa qua giai đoạn khó khăn do (1) Nhu cầu nhập khẩu hàng rời của Trung Quốc dự báo tiếp tục giảm sâu, trong khi đa số đội tàu của Việt Nam dùng để vận chuyển hàng rời. (2) Tỷ giá USD/VND tăng làm các doanh nghiệp vận tải biển lỗ tỷ giá. Với triển vọng ngành vận tải hàng lỏng tiếp tục khả quan trong năm 2016, chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu PVT, GSP. Đồng thời, chúng tôi cũng lưu ý cổ phiếu SKG với tình hình tài chính lành mạnh và kết quả kinh doanh được kỳ vọng tăng trưởng nhanh nhờ nhu cầu vận chuyển hành khách đi Phú Quốc, ngoài ra, lưu ý VIP sẽ có thêm nguồn thu từ việc thoái vốn tại CTCP cảng Xanh Vip.

PVT- Khuyến nghị Mua, giá mục tiêu 12,271, upside 20.3%

PVT là đơn vị vận tải hàng lỏng lớn nhất Việt Nam, chiếm 33% tổng trọng tải cả nước và gần như độc quyền trong vận chuyển dầu thô, dầu thành phẩm (30% thị phần), khí (90% thị phần). 9T2015, LNST của PVT giảm mạnh so với cùng kỳ 2014 (12%) do không còn ghi nhận lợi nhuận từ thanh lý tàu. Chúng tôi đánh giá PVT còn tiềm năng tăng trưởng trong trung và dài hạn nhờ (1) nguồn cầu tăng từ các dự án lọc dầu mới như Dung Quất, Nghi Sơn (PVT có kế hoạch mua tàu VLCC với vốn đầu tư khoảng 80-100 triệu usd, nâng khoảng 65% công suất đội tàu). (2) Doanh thu và lợi nhuận ổn định nhờ ký hợp đồng định hạn dài hạn 5 năm với công ty mẹ PVN (3) sản lượng vận tải hàng rời dự báo tăng nhờ ký hợp đồng dài hạn vận chuyển than với Vinacomin giữa năm 2015. Cuối năm 2015, PVT đầu tư mua tàu trọng tải 30,000 DWT

nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển than tăng lên năm 2016. Dự báo, năm 2016, PVT đạt doanh thu 5,789 tỷ (+10%yoy), LNST đạt 424 tỷ (+15%yoy), EPS 2016 đạt 1,657 đồng/cp.

GSP-khuyến nghị Mua, giá mục tiêu 17,200 upside 13.16%

GSP là một trong số ít doanh nghiệp vận tải biển hoạt động có lãi trong 9T2015. LNST tăng trưởng cao ~64% nhờ nhà máy lọc dầu Dung Quất quay lại sản xuất sau thời gian sửa chữa và kết thúc phân bổ chi phí sửa chữa tàu. GSP chiếm 90% thị phần vận chuyển LPG tại Việt Nam. GSP là cổ phiếu đáng chú ý năm 2016 nhờ (1) Nguồn cầu tăng từ các dự án lọc dầu Nghi Sơn (đi vào hoạt động cuối 2016 với sản lượng đầu ra khoảng 30,000 tấn LPG/năm) và dự án xử lý khí Cà Mau (đi vào hoạt động cuối năm 2016 với sản lượng 208,000 tấn LPG/năm). (2) Doanh thu dự báo cải thiện nhờ kế hoạch bán tàu Aquamarine Gas thu về khoảng 10 tỷ đồng. (3) Biên lợi nhuận cải thiện nhờ 2 tàu Aquamarine Gas và Apollo Pacific hết khấu hao làm chi phí khấu hao có thể giảm khoảng 12 tỷ năm 2016. Dự báo doanh thu năm 2016 đạt 1,074 tỷ (+7%yoy), LNST đạt 86 tỷ (+6.17%yoy), EPS 2016 đạt 2,866 đồng/cp.

SKG-khuyến nghị Theo dõi, giá mục tiêu 89,433.

SKG gần như độc quyền vận chuyển người và hàng hóa từ đất liền đi Phú Quốc qua 2 tuyến chính là Hà Tiên-Phú Quốc và Rạch Giá-Phú Quốc. Kết quả kinh doanh của SKG có tiềm năng tăng trong năm 2016 nhờ (1) Nguồn cầu vận chuyển dự báo tăng nhờ sự phát triển của đảo Phú Quốc. 10T2015, khách du lịch đến Phú Quốc đạt 750,000 lượt, trong đó 30% khách quốc tế (+44%yoy), 70% nội địa (+100%yoy). Ngoài ra, Phú Quốc đã thu hút 200 dự án đầu tư, giúp tăng nhu cầu vận chuyển hàng hóa năm 2016. (2) Doanh thu tăng nhờ đầu tư mua tàu superdong IX,X và tàu phà vào năm 2016 và 2017. (3) Cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ giá xăng dầu dự báo giảm (xăng dầu chiếm khoảng 50% chi phí đầu vào của SKG). (4) Ưu đãi thuế TNDN 10% trong 50 năm trong đó miễn thuế 4 năm đầu khi tàu mới đưa vào sử dụng và giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo. Dự báo doanh thu năm 2016 đạt 382 tỷ (+25%yoy), LNST đạt 218 tỷ (+20%yoy), EPS 2016 đạt 8,921 đồng/cp.

VIP- Khuyến nghị Theo dõi.

VIP là công ty con của Petrolimex, hoạt động trong lĩnh vực vận tải, kinh doanh xăng dầu và bất động sản. Các yếu tố tác động tới tiềm năng tăng trưởng năm 2016 (1) Tăng nguồn thu từ việc thoái vốn tại 2 dự án đầu tư xây dựng tòa nhà Vipco Tower, Central Tower và phần vốn góp tại CTCP cảng Xanh Vip (VIP góp 135 tỷ đồng) (2) Tăng nguồn cầu vận chuyển hàng lỏng nhờ mở rộng công suất của nhà máy lọc dầu Dung Quất (VIP có kế hoạch mua 1 tàu chở dầu trọng tải 37,000 DWT). (3) Tàu Petrolimex 10 quay lại vận hành cuối năm 2015 sau 2 tháng sửa chữa. (4) Mảng bán xăng dầu nhờ dự báo kém khả quan trong năm 2016 do giá giảm và VIP chỉ bán hàng dưới hình thức đại lý phân phối cho công ty mẹ.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá mục tiêu
Vận tải biển	PVT	5,789	424	1,657	6.15	0.69	9.10%	Cổ phiếu: 10:1	10,200	12,271
	GSP	1,074	86	2,866	5.30	1.12	20.01%	Tiền 12%	15,200	17,200
	SKG	382	218	8,921	9.87	3.70	37.70%	Cổ phiếu 5:1, tiền 10%	88,000	89,433
	VIP	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Tiền: 5%	9,500	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Cao su tự nhiên 2016 [Kém khả quan]

- Nguồn cung cao su dự báo giảm mạnh trong ngắn hạn
- Nhu cầu cao su từ Trung Quốc tăng trưởng chậm lại, cùng với giá dầu duy trì ở mức thấp gây sức ép lên giá cao su tự nhiên
- Triển vọng cao su dài hạn là kém khả quan

Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành cao su năm 2016 là kém khả quan, với việc giá cao su được dự báo sẽ vẫn duy trì ở mức thấp. Ngân hàng Thế giới (WB) dự báo giá cao su RSS3 sẽ chỉ phục hồi khoảng 3% về mức trung bình \$1.54/kg trong năm 2016, nhờ việc nguồn cung giảm mạnh. Tuy nhiên sự chững lại trong nhu cầu từ Trung Quốc, cùng với việc giá dầu ở mức thấp sẽ khiến giá cao su khó có thể đạt mức phục hồi tốt.

- **Nguồn cung được dự báo giảm mạnh:** Hiện tượng El-Nino cao điểm trong cuối 2015 – đầu 2016 sẽ gây khô hạn kéo dài ở Indonesia, là quốc gia sản xuất cao su lớn thứ 2 thế giới. Bên cạnh đó, ITRC nhiều khả năng sẽ tiếp tục sử dụng các biện pháp điều tiết nguồn cung, do giá cao su hiện tại đang thấp hơn -23% so với thời điểm bắt đầu các biện pháp này vào tháng 11/2014. Hiện nay, Việt Nam đang là đối tác chiến lược của ITRC và đang xem xét việc trở thành một thành viên chính thức của hiệp hội này. Sự tham gia của Việt Nam sẽ nâng tỷ trọng nguồn cung thế giới của ITRC này từ 67% lên 76%, và qua đó nâng cao khả năng kiểm soát nguồn cung của hội đồng.
- **Nhu cầu từ Trung Quốc chững lại:** Nhu cầu sản xuất xăm lốp ở Trung Quốc năm 2016 dự kiến sẽ chững lại đáng kể, theo xu hướng của sản lượng sản xuất ô tô Trung Quốc năm 2015. Sản lượng ô tô Trung Quốc tăng 1.8% yoy cho 10 tháng đầu năm, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trung bình 13.2% giai đoạn 2012-2014. Dự kiến mức tăng trưởng thấp sẽ duy trì trong năm 2016 dưới ảnh hưởng của nền kinh tế giảm tốc, kéo theo nhu cầu cao su chững lại đáng kể trong các năm tới.
- **Giá dầu được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2016** sẽ kéo theo chi phí sản xuất cao su tổng hợp ở mức thấp, qua đó gây sức ép giảm lên sức tiêu thụ của cao su tự nhiên.

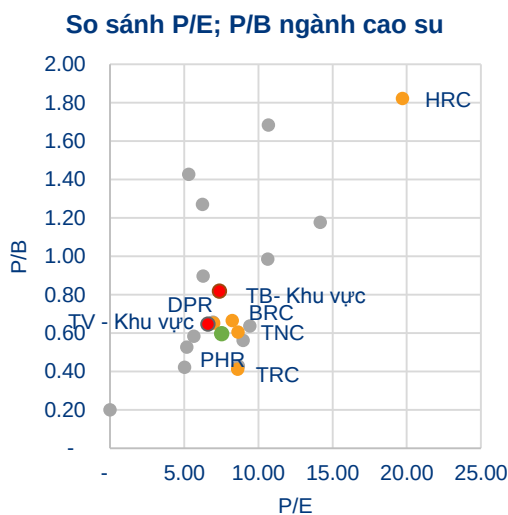
Giá cao su xuất khẩu Việt Nam dự đoán phục hồi, nhưng vẫn ở mức thấp.

- **Giá cao su Việt Nam dự kiến sẽ phục hồi nhẹ so với mức giá cuối 2015, nhưng vẫn ở mức thấp.** Sự sụt giảm nguồn cung ở các nước sản xuất lớn sẽ hỗ trợ giá cao su xuất khẩu trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, Việt Nam hiện đang xem xét các biện pháp điều tiết nguồn cung của ITRC. Nếu áp dụng, các biện pháp này có thể có tác động 2 chiều: (1) giá cao su sẽ được cải thiện nhờ sự nâng cao trong sức ảnh hưởng của ITRC, và (2) sản lượng xuất khẩu có thể bị kìm hãm dưới các biện pháp mục tiêu của hội đồng. Tuy vậy, việc giá dầu được dự đoán ở mức thấp, cũng như sự chững lại của nền kinh tế Trung Quốc khiến giá cao su khó có thể phục hồi tốt.
- **Tiêu chuẩn mới của Trung Quốc về cao su hỗn hợp là động lực ngắn hạn cho xuất khẩu từ Việt Nam:** 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%. Điều này ảnh hưởng đến các quốc gia xuất khẩu cao su hỗn hợp lớn sang Trung Quốc như Thái Lan, Indonesia. Do vậy trong ngắn hạn, các doanh nghiệp Trung Quốc có thể sẽ ưu tiên nhập khẩu cao su nguyên liệu từ Việt Nam, thay vì cao su hỗn hợp từ các quốc gia khác.

Trong dài hạn, triển vọng ngành cao su Việt Nam là kém khả quan, do **(1)** sự chững lại trong nhu cầu cao su tự nhiên từ Trung Quốc được dự báo sẽ duy trì trong dài hạn; **(2)** Nguồn cung từ các nước sản xuất lớn sẽ quay về mức cao khi thời tiết thuận lợi hơn và chính sách kiểm soát nguồn cung được dỡ bỏ, và **(3)** Nguồn cao su trong nước vẫn ở mức cao trong một vài năm tới.

Quan điểm đầu tư



Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **kém khả quan** với ngành Cao su tự nhiên. Giá trị trung vị các bội số định giá của ngành cao su tự nhiên Việt Nam lần lượt là P/E = 8.41 và P/B = 0.63, tương đương với hơn mức định giá của các doanh nghiệp tương đương ở các quốc gia Thái Lan, Indonesia và Malaysia, với mức trung vị bội số lần lượt là 8.02 và 0.66. Các mức định giá thấp cho thấy các nhà đầu tư Việt Nam, cũng như trên thế giới vẫn còn nhiều lo ngại với triển vọng ngành trong bối cảnh giá cao su đang ở mức thấp. Chúng tôi lưu ý một số cổ phiếu đầu ngành, với các sản phẩm có giá trị gia tăng cao và có các dự án vườn cao su sắp vào giai đoạn khai thác.

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

DPR – Theo dõi

Cao su Đồng Phú sở hữu vườn cao su có năng suất cao, và diện tích rộng lớn, giúp chủ động chất lượng và sản lượng đầu vào của doanh nghiệp. Năng suất vườn cây cao giúp doanh nghiệp ghi nhận biên lợi nhuận gộp cao nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết trong 9T 2015 ở mức 21.4%, gần gấp đôi mức biên trung bình 11.2% của ngành. DPR đang phát triển vườn cây ở Campuchia với tổng diện tích 6,300 ha, dự kiến đưa vào khai thác năm 2017 và sẽ nâng tổng diện tích vườn cây của doanh nghiệp lên gần gấp đôi.

PHR – Theo dõi

PHR tập trung vào các sản phẩm có giá trị gia tăng cao như CV50, CV 60, và CVR, với mức giá bán cao hơn 6-8% so với sản phẩm cao su thô SVR 3L. So với ngành, vườn cây già khiến năng suất khai thác kém hơn là bất lợi của doanh nghiệp. Tuy vậy, PHR đang có lợi nhuận đáng kể từ việc thanh lý vườn cây già, ở mức trung bình 90 tỷ/năm và dự kiến sẽ duy trì đến 2018. Từ năm 2016, dự án trồng cao su ở Campuchia của doanh nghiệp sẽ bắt đầu được khai thác sẽ cải thiện năng suất và sản lượng của doanh nghiệp. PHR hiện đang có 8,000 ha trồng tại Campuchia, tăng tổng diện tích của công ty lên 23,000 ha.

TRC – Theo dõi

TRC sở hữu vườn cây cao su trẻ và mang lại năng suất cao nhất trong ngành. Bên cạnh đó, sản phẩm chính của TRC là Latex (chiếm 70% tổng doanh thu), là mảng sản phẩm ít cạnh tranh và không phụ thuộc vào tình hình sản xuất sẫm lớp ở Trung Quốc. TRC cũng đang có dự án trồng cây cao su ở Campuchia với tổng diện tích 6,150 ha, sẽ nâng tổng diện tích khai thác của doanh nghiệp lên hơn gấp đôi khi đưa vào sản xuất vào năm 2018.

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 tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. 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. 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.

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
Thép, Xi măng, Gạch men, Công
nghệ
huonglt@bsc.com.vn
Nguyễn Hồng Hà
BDS, Xây dựng
hanh@bsc.com.vn
Lê Thị Trang
Dệt may, Mía đường, Sữa
tranglt@bsc.com.vn

Trần Thị Hồng Tươi
Ngân hàng, Dược, Nhựa, Săm
lốp
tuoith@bsc.com.vn
Chu Tuấn Phong
Cảng biển, Vận tải biển, Thủy
sản
phongct@bsc.com.vn

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng: 10,11-Tháp BIDV-35 Hàng Vôi,Hà Nội.
Tel: (04) 3935 2722 - Fax: (04) 2220 0669

CHI NHÁNH

Lầu 9, 146 Nguyễn Công Trứ, quận 1,TP. Hồ Chí Minh.
Tel: (08) 3821 8508 - Fax: (08) 3821 8510