

Vietnam Sector Outlook

Báo cáo triển vọng ngành

2016Q2



BSC

www.bsc.com.vn

Mục lục

Chiến lược đầu tư ngành quý 2/2016	1
Nhận định chung về triển vọng ngành quý 2 và cả năm 2016	2
Đánh giá và nhận định TTCK Quý 1 năm 2016 của BSC.....	6
Đánh giá các chính sách và thông tin sẽ có ảnh hưởng lớn đến TTCK 2016	8
Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	11
Top các cổ phiếu của Quý 1/2016	13
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index Quý 1/2016.....	15
Triển vọng ngành quý 2/2016	17
Ngành Bất động sản [Khả quan]	17
Ngành Xây dựng [Khả quan]	20
Ngành Gạch men [Khả quan]	22
Ngành Công nghệ [Khả quan]	24
Ngành Cảng biển [Khả quan]	27
Ngành Dệt may [Khả quan]	29
Ngành Điện [Khả quan]	32
Ngành Phân bón [Khả quan]	35
Ngành Sữa [Khả quan]	38
Ngành Xi măng [Trung lập]	40
Ngành Ô tô [Trung lập]	43
Ngành Bảo hiểm [Trung lập]	46
Ngành Nhựa [Trung lập]	49
Ngành Thép [Trung lập]	52
Ngành Mía đường [Trung lập].....	55
Ngành Săm lốp [Trung lập]	57
Ngành Ngân hàng [Trung lập]	59
Ngành Dược [Trung lập].....	62
Ngành Thủy sản [Kém khả quan]	64
Ngành Dầu khí [Kém khả quan]	66
Ngành Vận tải biển [Kém khả quan]	69
Ngành Cao su tự nhiên [Kém khả quan]	71

Chiến lược đầu tư ngành quý 2/2016

Như quan điểm của chúng tôi đã trình bày trong Báo cáo Triển vọng ngành năm 2016, Quý 1/2016, diễn biến của TTCK Việt Nam đã cho thấy thực sự việc chọn ngành đầu tư trở nên khó khăn hơn các năm trước. TTCK đã có 1 khoảng biến động hình chữ V, VN-Index từ 579 về 521 và tăng lên 561 chỉ trong quý 1/2016. Mức độ phân hóa của cổ phiếu còn trở nên mạnh hơn khi cùng 1 nhóm ngành nhưng những cổ phiếu có KQKD tốt tách nhóm so với các cổ phiếu mà kết quả ít cải thiện. Các nhận định của chúng tôi về các chủ đề đầu tư phần nào đã phát huy tác dụng và có hiệu quả trong quý 1. Bên cạnh đó vẫn có những nhóm ngành và cổ phiếu có diễn biến không như dự báo.

Quý 2 là quý tập trung của nhiều sự đổi thay và kỳ vọng, của mùa ĐHCĐ với nới room và kế hoạch kinh doanh. Xét từ phía bên ngoài quý 2 là sự chuẩn bị cho những bước cuối cùng của bầu cử Tổng Thống Hoa Kỳ, của kế hoạch Brexit của Vương Quốc Anh, của các cuộc họp Opec cũng như FOMC. 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; (2) diễn biến các ngành kinh tế và TTCK và các yếu tố vĩ mô đã nhận định trong Báo cáo vĩ mô và TTCK tháng 3/2016.

Nhận định chung về triển vọng ngành quý 2 và cả năm 2016

Trong 5 chủ đề đầu tư của chúng tôi nêu ra từ đầu năm, một số đã bắt đầu có kết quả trong quý 1/2016. Một số nhóm ngành có diễn biến chưa được như kỳ vọng. Đối với triển vọng quý 2 và cả năm 2016, chúng tôi có một số chủ đề cập nhật. Cụ thể như sau:

- **“Thứ nhất, Bất động sản ảm trở lại, thanh khoản tăng”.** Thị trường bất động sản trong Q1 đã phản ánh được kỳ vọng của chúng tôi khi cho rằng 2016 là năm đi ngang ổn định với mặt bằng mới, thay vì kỳ vọng sự tăng trưởng tương tự. Quý 2 trở đi, tác động lớn nhất sẽ đến từ dự thảo sửa đổi TT36, khiến dòng tiền cho BĐS hạn chế khiến mức độ phân hóa sẽ tiếp tục diễn ra mạnh hơn. Những doanh nghiệp hưởng lợi sẽ thuộc về nhóm có quỹ đất lớn, tình hình tài chính lành mạnh. Ngay cả khi thị trường BĐS giảm độ nóng, thì nhóm các ngành downstream của BĐS vẫn đang và sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng tốt như kỳ vọng chúng tôi: Xây dựng, vật liệu (thép, xi măng, đá, nhựa xây dựng), nội thất (gạch, gạch lát, gỗ, bóng điện, dây điện,...). Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm Báo cáo ngành men và những cổ phiếu bị lãng quên của BSC.
- **“Thứ hai, Các hiệp định thương mại tự do (FTA)”.** Với việc ký kết TPP vào tháng 3, xu thế mở nền kinh tế của Việt Nam là tất yếu. Trong số nhóm cổ phiếu được kỳ vọng hưởng lợi cảng biển suy giảm trong quý 1 nhưng chúng tôi cho rằng đây là quá trình điều chỉnh thông thường sau giai đoạn tăng mạnh vào cuối năm 2015. Với mức P/E Forward < 10, đây vẫn đang là nhóm ngành hấp dẫn với hoạt động ổn định, tiềm năng tăng trưởng lớn khi một số hiệp định bắt đầu có hiệu lực từ năm 2016. Một số nhóm ngành trước đây lo ngại cạnh tranh tăng mạnh do tác động của FTA, thì phần nào đã được giảm nhẹ nhờ các chính sách trong nước như Dược phẩm (luật Dược mới), thép (chính sách tự vệ trước thép Trung Quốc). Thêm vào đó khi xu hướng giá cổ phiếu giảm khiến mức độ định giá của các ngành này đã hấp dẫn trở lại đối với NĐT, dẫn đến sự phục hồi của nhóm này trong quý 1 và có thể tiếp diễn trong quý 2/2016.
- **“Thứ ba, mặt bằng giá nguyên vật liệu ở mức thấp”.** Diễn biến trong Q1 trái với dự báo của chúng tôi khi giá hàng hóa phục hồi mạnh và nhóm các cổ phiếu chúng tôi quan ngại đều có mức tăng trưởng tốt như: Dầu khí, cao su, thép, mía đường... Nhận thấy diễn biến hàng hóa phục hồi, BSC đã tiến hành update lại 1 số nhóm ngành liên quan trong các báo cáo về hàng hóa: Báo cáo diễn biến giá dầu, Báo cáo ngành cao su và Đánh giá ảnh hưởng của El Nino/La Nina. Quý 2 là khoảng thời gian khá cân bằng với nhiều thông tin vĩ mô trong nước và quốc tế rõ ràng hơn, khiến mặt bằng giá nguyên liệu cũng ổn định hơn so với quý 4/2016 và quý 1/2016. Do vậy chúng tôi cho rằng mức độ phục hồi của các nhóm cổ phiếu nguyên liệu sẽ giảm dần. Lưu ý rằng rủi ro dư cung và nhu cầu suy giảm từ Trung Quốc vẫn chưa bị loại bỏ.
- **“Thứ tư, nhóm cổ phiếu thoái vốn hoặc hết room”.** Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo ngành nhà đầu tư cần lưu ý về (1) thoái vốn nhà nước và (2) mở room cho NĐT NN. Quý 1 mang đến nhiều cơ hội sẽ từ các cổ phiếu có sự chuyển giao sở hữu góp phần cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản và kết quả kinh doanh. Nhóm cổ phiếu thoái vốn và mở room cho NĐTNN có mức tăng mạnh và outperform so với thị trường như C32, KSB và EVE, VNM, MBB, KMR... Chúng tôi cho rằng xu hướng

thoái vốn của Nhà nước và các doanh nghiệp có ngành nghề không bị hạn chế xin nơi room cho Nhà đầu tư nước ngoài sẽ tiếp tục mang đến cơ hội cho quý 2 và đến cuối năm 2016. Bên cạnh các công ty SCIC thoái vốn, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể quan tâm sang hoạt động hoá vốn của các tổng công ty khác (VCG, Lilama, Tổng công ty Sông Đà Vinalines,...), các Công ty trực thuộc UBND các tỉnh, các bộ chủ quản.

- **Thứ năm, các cổ phiếu cơ bản, cổ tức cao đều đặn, beta thấp có thể tiếp tục là điểm đến của dòng tiền:** Diễn biến trong Quý 1 phản ánh kỳ vọng của chúng tôi “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”. Các cổ phiếu có tính chất phòng thủ cao như nhiệt điện (BTP, NT2), các cổ phiếu dược (DMC, DHG) đều có mức tăng mạnh so với thị trường. Thêm vào đó dòng tiền tiếp tục tìm kiếm các mã cổ phiếu cơ bản, cổ tức cao, beta thấp như nhóm Nhựa (BMP, NTP, RDP), Săm lốp (DRC, CSM), hóa chất (CSV). Do năm 2016 chúng tôi vẫn đánh giá còn tiềm ẩn nhiều biến động, nhóm các cổ phiếu beta thấp tiếp tục được kỳ vọng sẽ là nơi trú ẩn dòng tiền tốt, Cơ hội đầu tư hạn chế khiến Nhà đầu tư bắt đầu hạ tiêu chuẩn và tiến dần sang thị trường Upcom, khai thác thêm nhiều nhóm cổ phiếu có KQKD tốt, và triển vọng khả quan trong năm 2016 như: VGC, SWC... xu hướng này đã diễn ra như kỳ vọng trình bày trong báo cáo đầu năm của chúng tôi, và khả năng sẽ tiếp tục trong 3 quý cuối năm, đón chờ nhiều cổ phiếu lớn niêm yết, khiến vai trò của Upcom tăng lên đáng kể.

Nhận định Triển vọng Ngành Quý 2 và cả năm 2016

- Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá đánh giá **KHẢ QUAN** với 09 ngành: **Bất động sản, Xây dựng, gạch men, Công nghệ, Cảng biển, Dệt may, Điện, Sữa và Phân bón**. Trong đó ngành chúng tôi ưa thích nhất về mặt cơ bản vẫn là CNTT và Cảng biển, về mặt quy mô thị trường là BĐS. Nhóm cổ phiếu BĐS vẫn cần lưu ý tác động trong trường hợp TT36 sửa đổi, các nhóm cổ phiếu khác như Vật liệu xây dựng, dệt may, điện, sữa và phân bón vẫn tiếp tục được kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ khả quan hơn thị trường chung.
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Nhựa, Thép, Mía đường, Săm lốp, Xi măng, Ô tô, Bảo hiểm và Ngân hàng**. Chúng tôi cũng nâng triển vọng từ Kém khả quan lên Trung lập đối với ngành **Dược**. Trong quý 1, ngoại trừ nhóm cổ phiếu liên quan đến hàng hóa (thép, mía đường, săm lốp) các nhóm cổ phiếu khác đều biến động trong biên độ hẹp hoặc giảm điểm, mức độ phân hóa mạnh và cơ hội tìm kiếm lợi nhuận không nhiều (ô tô, bảo hiểm và ngân hàng). Từ quý 2 đến hết 2016, chúng tôi vẫn cho rằng 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, mà cần cân nhắc đến từng cổ phiếu riêng biệt.
- Về phía các ngành **KÉM KHẢ QUAN**, chúng tôi vẫn duy trì nhận định này với ngành **Cao su tự nhiên, Vận tải biển, Thủy sản và Dầu khí**. Như chúng tôi đã đề cập phía trên, việc thị trường hàng hóa phục hồi đã khiến nhóm ngành trên có diễn biến tích cực, nhưng chúng tôi cho rằng sự phục hồi này chỉ mang tính chất ngắn hạn và vẫn duy trì quan điểm thận trọng. Quý 2 đến hết năm 2016, cơ hội với nhóm này chỉ đến khi có tác động đột biến của cung cầu hay diễn biến giá thế giới. Trong trường hợp không có thêm nhiều thông tin thực sự có ý nghĩa, kết quả kinh doanh của nhóm này tiếp tục suy giảm so với 2015.

Tóm tắt cập nhật Triển vọng Ngành 2016

STT	Phân Ngành	Nhận định 2016	Khuyến nghị Trung và Dài	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	HNH
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	Trung lập		DHG, IMP
19	Thủy sản	Kém khả quan	VHC	HVG
20	Dầu khí	Kém khả quan	CNG, PGS, PVG, PXS	PGC, PGD, PVS, GAS, PVD
21	Vận tải biển	Kém khả quan	PVT, GSP	SKG, VIP
22	Cao su	Kém khả quan		

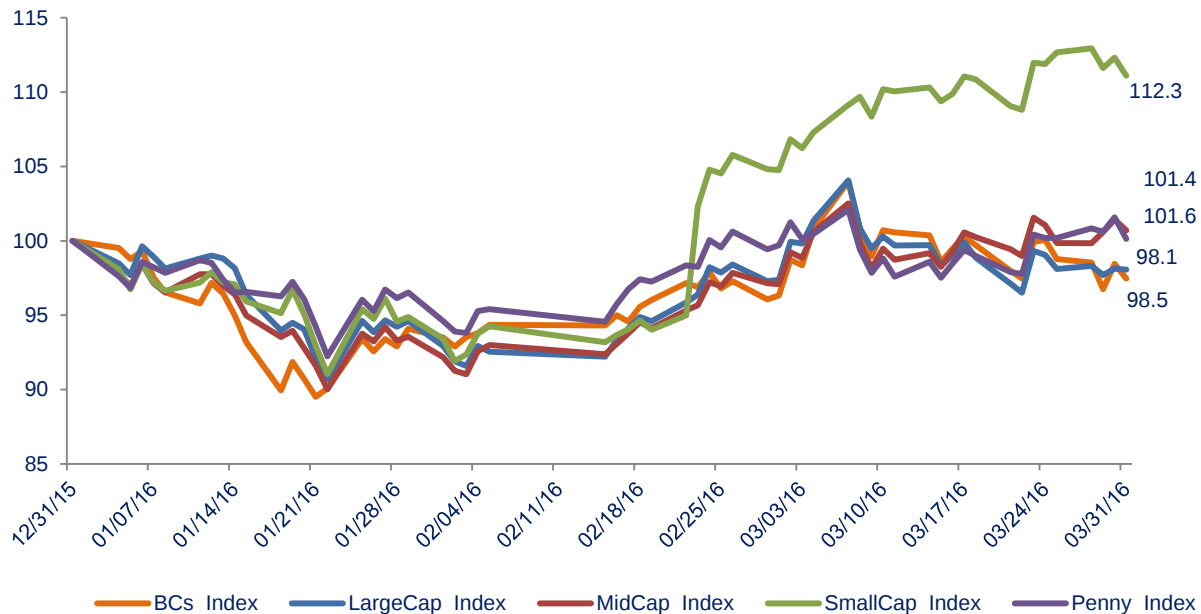
Nguồn: BSC Research

Đánh giá và nhận định TTCK Quý 1 năm 2016 của BSC

Đánh giá lại mức độ chính xác và hiệu quả trong nhận định của BSC trong Báo cáo Triển vọng ngành năm 2016 với diễn biến thị trường trong Quý 1, chúng tôi xét đến các yếu tố gồm: (1) Diễn biến thị trường; (2) Về xu hướng nhóm cổ phiếu; (3) Các thông tin ảnh hưởng. Cụ thể như sau:

- (1) **Xét về diễn biến thị trường.** Trong Báo cáo vĩ mô và TTCK năm 2016, chúng tôi nêu nhận định về quý 1/2016 như sau: *“Thị trường nhiều khả năng sẽ có một đợt tăng điểm rõ rệt vào giữa tháng 2 đến tháng 3,...và khó khăn vào thời điểm cuối Quý 1 và cuối Quý 2”* Chốt phiên ngày 31/3, VN-Index đóng cửa ở mức 561.22 điểm (-3.1%). Trong quý 1, thị trường lập đáy tại 521.88 điểm vào ngày 21/1/2016 và đạt đỉnh vào ngày 17/3/2016 với điểm số 579.26, tăng 11% so với mức đáy kể trên. Trong 3 tháng đầu năm, khối ngoại bán ròng 873.5 tỷ trên HSX và mua ròng 316 tỷ đồng trên HNX. Dòng tiền tiếp tục tập trung vào một số ít các cổ phiếu lớn như VNM, MBB hay GAS, và là động lực tăng điểm chính của thị trường trong 3 tháng đầu năm. Nhóm cổ phiếu ngân hàng đóng góp phần lớn điểm giảm với VCB, BID, CTG và ACB. Trong giai đoạn này các doanh nghiệp dần công bố kết quả kinh doanh năm 2015, tiến hành họp đại hội cổ đông và công bố kế hoạch định hướng kinh doanh cho năm 2016.
- (2) **Về xu hướng Nhóm cổ phiếu năm 2015**, chúng tôi đã đưa ra nhận định sau: *“xu hướng chuyển dịch vào nhóm cổ phiếu cơ bản có KQKD tốt đã khá rõ rệt. Xu thế này cũng được dự báo là xu thế chính của thị trường trong năm 2016 khi dòng tiền tiếp tục không được đánh giá cao”*. Chúng tôi đã nhận định lệch so với diễn biến thị trường về sự dẫn dắt của nhóm Blue Chip và Large cap khi nhóm Small-Caps giữ vị trí tăng tốt nhất cả thị trường với mức tăng 6.3%, các nhóm Penny và MidCap cũng chiếm các vị trí tăng tiếp theo với mức không chênh nhau nhiều là 1.6% và 1.4%. Các cổ phiếu thuộc nhóm vốn hóa lớn Large Caps và Bluechips với mức giảm lần lượt là 1.9% và 2.5%, trong đó điển hình là Bất Động Sản và Ngân hàng phần lớn có mức tăng thấp hơn so với thị trường chung. Điều đó cho thấy chưa thực sự xuất hiện một nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn nào có thể dẫn dắt được thị trường, và cơ hội đầu tư đang đến từ những nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ hơn do sự cải thiện từ KQKD 2015.

Đồ thị diễn biến các nhóm cổ phiếu Quý 1/2016



Nguồn: BSC; Lưu ý Bluechip, Largecap, Midcap, Smallcap, Penny có vốn hóa

(3) Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến VN-Index và TTCK trong Quý 1. Câu chuyện trong Quý 1 vẫn xoay quanh vấn đề nới room cho khối ngoại, mà VNM là một trong những cổ phiếu có tác động tích cực từ tin tức này, trực tiếp nâng đỡ VN-Index trong tháng 2.

Đến tháng 3, những thông tin về KQKD 2015 cũng như kế hoạch 2016 được hé lộ đã giúp nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ tăng điểm, thay thế cho vai trò dẫn dắt của VNM. Dù vậy, tác động của nhóm này lên VN-Index là không đủ mạnh để giúp chỉ số này vượt ngưỡng kháng cự 580 điểm. Như đã đề cập trong Báo cáo vĩ mô và TTCK năm 2016, chúng tôi cũng đã đề cập đến câu chuyện nới room và KQKD 2015, đồng thời cho rằng điều này sẽ tạo nên sự phân hóa giữa các nhóm cổ phiếu trên thị trường.

Đánh giá các chính sách và thông tin sẽ có ảnh hưởng lớn đến TTCK 2016

Năm 2016 tiếp tục là một năm biến động của kinh tế thế giới cũng như tình hình trong nước, ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp đến thị trường chứng khoán. Hầu hết các chính sách và thông tin chúng tôi đề cập trong Báo cáo triển vọng ngành 2016 đều đã diễn ra và bắt đầu ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Chúng tôi cập nhật lại những chính sách và thông tin nổi bật đã có ảnh hưởng trong Quý 1/2016 như sau:

Xét các thông tin tích cực:

- **Nghị định 60/2015/NĐ-CP có hiệu lực:** nghị định quy định room và nới room cho ĐTNN ở công ty đại chúng trong đó tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng phụ thuộc vào (I) Điều ước quốc tế mà Việt Nam là thành viên; (II) Pháp luật về đầu tư liên quan hoặc (III) Nếu không thuộc các trường hợp trên thì tỷ lệ sở hữu là không hạn chế trừ trường hợp Điều lệ công ty quy định khác. Ngay sau khi nghị định có hiệu lực, SSI là doanh nghiệp niêm yết đầu tiên đã tăng tỷ lệ sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài lên mức tối đa 100%, theo sau là các doanh nghiệp VIX, CII EVE, VHC, HHS cũng được ĐHCĐ thông qua việc nới room khối ngoại lên 100%. VNM cũng xin ý kiến cổ đông rút bớt 7 mã ngành kinh doanh để chuẩn bị cho hoạt động nới room. Thông qua mùa đại hội cổ đông vào Quý 2, chắc chắn sẽ tiếp tục có thêm một số doanh nghiệp thông qua việc nới room. Nghị định 60 là bước đột phá trong chính sách thu hút vốn dòng vốn gián tiếp của đầu tư nước ngoài, đồng thời thúc đẩy sự minh bạch, rõ ràng và chặt chẽ các văn bản quy phạm về đầu tư nước ngoài và các ngành kinh doanh có điều kiện. (tham khảo báo cáo Phân tích nghị định 60 của BSC).
- **Quyết định 211/QĐ-VSD (chu kỳ thanh toán T+2) được áp dụng:** bắt đầu từ ngày 1/1/2016, thời gian thanh toán giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ được rút ngắn từ ngày làm việc thứ ba sau ngày giao dịch (T+3) xuống 16h00 ngày làm việc thứ hai sau ngày giao dịch (T+2). Tuy nhiên do chứng khoán và tiền đều về sau giờ giao dịch của ngày làm việc thứ hai nên không ảnh hưởng nhiều đến giao dịch của thị trường.
- **2 FTAs bắt đầu có hiệu lực chưa có ảnh hưởng đáng kể đến ngành Dệt may trong Q1/2016:** Trong 2016, 2 hiệp định thương mại tự do bắt đầu có hiệu lực là FTA VN EAEU (có hiệu lực từ 01/01/2016) và VK FTA (có hiệu lực từ 20/12/2015). Hàn Quốc là nhà cung cấp nguyên phụ liệu lớn thứ hai cho Việt Nam, sau Trung Quốc, và là thị trường xuất khẩu lớn thứ 4 của Việt Nam. Tuy nhiên trong Q1/2016, tác động của VK FTA lên ngành chưa nhiều khi giá trị xuất khẩu vào TT này trong 2 tháng đầu 2016 chỉ tăng 5.4%, vẫn thấp hơn mức tăng trưởng 16.3% cùng kì năm trước. Giá trị xuất khẩu sang các nước trong EAEU (Armenia, Belarus, Kazakhstan, Nga và Kyrgyzstan) cũng chưa có nhiều đột biến.
- **Mặt bằng giá nguyên vật liệu ở mức thấp:** Trong quý 1/2016, giá dầu, giá quặng sắt và giá cao su đã có sự phục hồi mạnh mẽ nhưng so với cùng kỳ 2015 và so với quý 4/2015, thì giá những nguyên vật liệu này vẫn ở mức thấp hơn. Chúng tôi đánh giá việc phục hồi của giá những nguyên vật liệu này chỉ mang tính ngắn hạn. Về dài hạn giá nguyên vật liệu ở mức thấp 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, mica

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, nhiệt điện, kinh doanh khí), hưởng lợi gián tiếp (hóa chất, nhựa đường, nhựa, phân bón, điện, cáp điện...).

Xét các thông tin tiêu cực:

- Dự thảo bổ sung sửa đổi thông tư 36 ảnh hưởng mạnh đến các ngành bất động sản, xây dựng và ngân hàng:** Dự thảo nâng tỷ trọng rủi ro từ 150% lên 250% đối với các khoản cho vay kinh doanh bất động sản, đồng thời thắt chặt việc sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn, qua đó, sẽ tác động làm tăng lãi suất, làm chậm lại tốc độ tăng trưởng tín dụng và thu nhập của ngân hàng (trên 80% thu nhập của ngân hàng là thu nhập lãi). Đối với các doanh nghiệp Bất động sản, nguồn vốn vào thị trường bất động sản sẽ bị thắt chặt đồng thời chi phí lãi vay của doanh nghiệp tăng lên. Điều này tác động gián tiếp đến các công ty xây dựng dân dụng: (1) Khối lượng công việc thực hiện sẽ giảm xuống khi các chủ đầu tư dừng hoặc giãn tiến độ triển khai các dự án bất động sản; (2) Chi phí lãi vay tăng do lãi suất tăng (3) Áp lực cạnh tranh gia tăng sẽ làm giảm giá chào thầu và giảm biên lợi nhuận; (4) Ảnh hưởng mạnh đến các doanh nghiệp mà doanh thu phụ thuộc lớn vào các dự án BĐS, văn phòng, trung tâm thương mại đồng thời khả năng mở rộng sang xây dựng hạ tầng và công nghiệp bị hạn chế.
- Tăng lãi suất huy động:** Ngay từ những tháng đầu năm 2016, nhiều ngân hàng đã tăng lãi suất huy động đầu vào trung bình từ 0.2-0.5%, đặc biệt đối với các kỳ hạn dài, lãi suất huy động đã tăng lên 8-8,3%. Điều này có thể là do các ngân hàng đẩy mạnh huy động để đáp ứng tốc độ tăng trưởng tín dụng kỳ vọng cao, đảm bảo tỷ lệ cho vay/huy động theo yêu cầu của NHNN và do áp lực của dự thảo sửa đổi bổ sung một số điều của thông tư 36/2014/TT-NHN. _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.
- Chính sách tiền tệ của các nước lớn ảnh hưởng đến Việt Nam:** ECB nới lỏng chính sách tiền tệ, chính sách Abenomics của Nhật hay những thông tin tiêu cực của Nga đều đã và đang diễn ra. Tuy nhiên, trong quý 1/2016, tỷ giá các đồng tiền USD, EUR, JPY và Rub đều có diễn biến không như nhận định của chúng tôi khi tỷ giá USD/VND giảm và tỷ giá EUR/VND; EUR/VND; JPY/VND và RUB/VND đều tăng. Do đó, các ngành có dư nợ ngoại tệ lớn như nhiệt điện (NT2, PPC, BTP) và xi măng (BCC, HT1, BTS) đều ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá trong quý 1/2016. Việc FED nâng lãi suất khả năng sẽ chậm hơn nhiều so với dự kiến, khiến chính sách tiền tệ của các quốc gia lớn cũng như giá Hàng hóa sẽ có biến động mạnh.

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng đến ngày 31/3/2016
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	ECB nới lỏng chính sách tiền tệ (EUR mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
3	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
4	Thông tin tiêu cực từ Nga (đồng Rub mất giá)		Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
5	Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
6	Mặt bằng giá nguyên liệu thấp (giá dầu)		Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
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	Đang ảnh hưởng
2	TT 36/2014/TT-NHNN (đảm bảo an toàn trong HĐ của TCTD)	1/2/2015	Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
3	Nghị định 60 (nới room NĐT nước ngoài)	1/9/2015	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
4	TT 200/2014/TT-BTC (chế độ kế toán doanh nghiệp)	1/1/2015	Tích cực	Trung bình	Đã ảnh hưởng
5	Quyết định 211/QĐ-VSD (chu kỳ thanh toán T+2)	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đã ảnh hưởng
6	NĐ 108/2015/NĐ-CP (thay đổi cách tính Thuế TT đặc biệt)	1/1/2016	Trung	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	TT 155/2015/TT-BTC (công bố thông tin trên TTCK)	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
8	Triển khai Hiệp ước vốn Basel II	2017	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
9	Thuế TNDN giảm từ 22% xuống còn 20%	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
10	Điều chỉnh tăng thuế suất thuế Tài nguyên	1/1/2016	Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
11	TTCK Phái sinh (Hợp đồng tương lai)	Q3 2016	Tích cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
12	Khả năng tăng lãi suất VND	2016	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
13	USD tăng giá so với VND		Tiêu cực	Rất Mạnh	Chưa ảnh hưởng
14	Tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
15	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung	Trung bình	Đang ảnh hưởng
16	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
17	Tăng GDP, FDI, PMI, ODA, kiều hối, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	ACFTA – Thông tư 166/2014/TT-BTC	1/1/2015	Trung	Mạnh	Đã ảnh hưởng
2	FTA Việt Nam - Hàn Quốc	20/12/2015	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	FTA Việt Nam - Liên minh kinh tế Á Âu	2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
4	Hiệp định TPP (*)	2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
5	FTA Việt Nam - EU	2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
6	RCEP ASEAN + 6	Đang ĐP	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
7	Thành lập Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC)	31/12/2015	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research

Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

Trong Quý 1/2016, trong khi toàn thị trường có 324/693 mã tăng điểm thì danh mục cổ phiếu lưu ý mà chúng tôi đề cập trong ***báo cáo triển vọng ngành 2016*** có 33/60 cổ phiếu tăng điểm hoặc giữ giá. Tổng danh mục bình quân tăng 4,43% vẫn outperform Vnindex. Trong đó top cổ phiếu tăng điểm mạnh nhất thuộc về các ngành như Gạch men (TTC, VIT); Điện (NT2, PPC); Công nghệ-Viễn Thông (ITD, CMG); Xi măng (BCC), Mía đường (SBT, SLS) và Xây dựng (CTD). Tuy nhiên, một số ngành có mức phục hồi tốt hơn dự kiến của chúng tôi như Dầu khí, dược phẩm, thép. Bên cạnh đó, có một số cổ phiếu trong danh mục của chúng tôi đã có mức giảm mạnh trong quý 1 như SVC (27%), VSC (22%) và LCG (17%).

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Giá tại ngày 31/12/2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Tăng / Giảm	Giá mục tiêu
BDS	<u>VIC</u>	53,000	7,472	4,000	11.43	2.03	23.50%	45,700	47,200	3%	53,000
	<u>DXG</u>	2,148	661	2,300	8.22	1.1	28.20%	18,900	16,300	-14%	22,800
	<u>KDH</u>	1,765	290	2,305	9.37	1.08	11.30%	21,600	22,900	6%	25,100
Xây dựng	<u>CTD</u>	16,000	877	18,743	8.16	1.81	22.19%	153,000	188,000	23%	179,200
	<u>HBC</u>	6,500	175	2,300	8.26	1.07	16.70%	19,000	18,700	-2%	22,800
	<u>LCG</u>	1,472	55	720	9.72	0.51	5.50%	7,000	5,800	-17%	13,200
Gạch men	<u>CVT</u>	864	77	3,997	5.75	1.28	22.26%	23,000	23,000	0%	27,183
	<u>VIT</u>	961	69.48	4,632	5.16	1.49	18.38%	19,700	23,900	21%	25,642
	<u>TTC</u>	413	21.7	3,653	6.54	0.9	12.37%	13,600	17,300	27%	16,780
CNTT - Viễn thông	<u>FPT</u>	42,514	2,678	4,965	9.49	1.64	21.77%	48,300	47,100	-2%	56,186
	<u>CMG</u>	4,255	190	2,100	7.43	1.04	19.24%	14,900	15,600	5%	18,976
	<u>ITD</u>	581	48	2,422	8.88	1.32	19.26%	17,500	21,500	23%	25,785
Cảng biển	<u>GMD</u>	3,954	583	3,910	10.00	0.71	10.64%	42,400	39,000	-8%	45,755
	<u>PHP</u>	2,531	741	1,385	16.39	1.99	15.86%	21,100	22,600	7%	22,980
	<u>VSC</u>	1,391	381	7,005	8.56	1.17	14.8%	77,000	60,000	-22%	86,208
Dệt may	<u>TNG</u>	2,230	125	5,187	3.6	1.16	32.00%	19,000	18,800	-1%	28,264
	<u>TCM</u>	2,856	186	3,802	7.5	1.28	17.00%	30,800	28,200	-8%	34,220
	<u>STK</u>	1,672	134	2,873	10.2	1.69	16.50%	31,900	29,300	-8%	N/A
Điện	<u>NT2</u>	5,902	1,048	3,636	9.13	1.5	17.00%	26,600	33,200	25%	36,405
	<u>PPC</u>	6,921	852	2,676	6.84	1.03	14.00%	18,300	18,800	3%	20,032
	<u>SJD</u>	474	238	4,781	5.42	1.02	21.00%	25,900	24,800	-4%	30,941
Phân bón	<u>CHP</u>	735	380	2,880	7.19	1.26	20.00%	20,700	20,400	-1%	24,545
	<u>SHP</u>	593	210	2,246	8.46	1.35	16.00%	19,000	18,800	-1%	19,082
	<u>DPM</u>	8,901	1709	3,754	7.7	1.36	19.00%	29,100	28,900	-1%	34,770
Sữa	<u>LAS</u>	4,189	393	4,797	6.15	1.65	28.00%	31,000	29,500	-5%	31,180
	<u>BFC</u>	7,537	258	5,155	5.8	1.71	24.00%	27,000	29,900	11%	33,507
	<u>VNM</u>	45,016	8823	7,353	17.4	7.10	41.00%	128,000	134,000	5%	148,000
	<u>HNM</u>	260	3	170	52.4	0.80	1.60%	8,900	9,200	3%	N/A
	<u>HT1</u>	8,229	785	1,975	13.06	1.57	15.06%	26,800	25,800	-4%	27,915

Xi măng	<u>BCC</u>	4,147	244	2,038	7.75	0.79	12.50%	13,400	15,800	18%	17,323
	<u>BTS</u>	3,038	91	835	10.66	0.73	6.86%	9,000	8,900	-1%	8,500
Ô Tô	<u>SVC</u>	11,274	154.4	3,645	8.25	0.80	9.7%	41,400	30,100	-27%	38,000
	<u>TMT</u>	5,803	256.3	7,795	5.5	2.20	39.3%	51,000	43,000	-16%	52,500
Bảo hiểm	<u>PTI</u>	2,913	142	1,762	12.8	1.05	7.10%	23,900	22,600	-5%	24,900
	<u>PGI</u>	2,376	102.6	1,474	10.9	1.37	12.10%	16,700	16,000	-4%	18,600
	<u>BMP</u>	3,368	626	12,585	11.52x	3.19	29.00%	131,000	145,000	11%	157,946
Nhựa	<u>NTP</u>	4,063	409	6,228	10.84x	2.43	22.00%	60,200	67,500	12%	
	<u>AAA</u>	2,046	72	1,360	12.35x	1.01	8.00%	12,300	16,800	37%	
	<u>HPG</u>	28,000	3200	3,794	7.78	1.5	19.32%	29,200	29,500	1%	32,000
Thép	<u>HSG</u>	15,200	716	4,374	7.89	1.71	21.71%	31,500	34,500	10%	37,200
	<u>NKG</u>	5,350	180	3,598	3.59	0.79	21.96%	11,053	12,900	17%	16,200
	<u>BHS</u>	4,858	162	1,251	15.59	1.23	7.90%	19,500	18,100	-7%	N/A
Mía đường	<u>SBT</u>	3,090	233	1,255	19.2	1.71	8.90%	24,100	29,000	20%	N/A
	<u>LSS</u>	1,697	34	506	17.79	0.41	2.30%	9,000	10,200	13%	N/A
	<u>SLS</u>	741	95	13,941	3.69	1.2	32.40%	51,500	68,500	33%	64,705
Săm lốp	<u>DRC</u>	3,704	419	4,274	10.41	2.43	22.48%	43,600	44,500	2%	
	<u>CSM</u>	3,366	283	3,521	8.43	1.63	27.18%	24,700	29,200	18%	
Ngân hàng	<u>VCB</u>		6587	2,067	19.84	2.42	14.13%	43,900	41,000	-7%	45,500
	<u>MBB</u>	6,587	2,067	20	2.42	0.1413	13.20%	14,600	14,300	-2%	16,600
	<u>DHG</u>	3,530	658	6,812	12.33	2.92	22.00%	66,500	84,000	26%	
Dược	<u>IMP</u>	999	104	3,103	15.24	1.51	12.00%	37,500	47,300	26%	
Thủy sản	<u>HVG</u>	23,994	162	870	15.17	1.1	7.30%	11,000	10,500	-5%	14,080
	<u>VHC</u>	6,746	382	4,131	7.07	1.51	17.00%	29,200	27,500	-6%	35,000
	<u>CNG</u>	1,138	128	4,732	8.14	1.66	22.00%	31,400	38,500	23%	36,688
Dầu khí	<u>PGS</u>	6,314	217	2,736	6.98	0.69	15.00%	17,500	19,100	9%	20,142
	<u>PVG</u>	2,941	27	809	9.88	0.54	7.00%	8,100	8,000	-1%	9,533
	<u>PXS</u>	2,200	116	1,837	6.64	0.91	15.00%	11,600	12,200	5%	14,700
	<u>PVT</u>	5,789	424	1,657	6.15	0.69	9.10%	10,200	10,300	1%	12,271
Vận tải biển	<u>GSP</u>	1,132	71	1,922	7.3	1.12	20.01%	15,200	14,100	-7%	15,200
	<u>SKG</u>	382	218	8,921	9.87	3.7	37.70%	88,000	106,000	20%	89,433
	<u>VIP</u>	N/A	N/A	N/A			N/A	9,500	8,700	-8%	N/A

Nguồn: BSC Research

Top các cổ phiếu của Quý 1/2016

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX

CK	Giá 31/03/2016	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
GAS	41.000	+ 13.2	+4.6
VNM	134.000	+4.6	+3.6
VIC	47.200	+3.2	+1.4
NT2	33.200	+24.8	+0.9
DHG	84.000	+26.3	+0.7

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX

CK	Giá 31/03/2016	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
VCS	91.000	+22.9	+0.4
PHP	22.600	+7.1	+0.2
DBC	29.000	+32.3	+0.2
NTP	67.500	+12.1	+0.2
KLS	7.800	+18.1	+0.1

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX

CK	Giá 31/03/2016	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
HNG	8.000	-72.2	-7.4
BID	16.700	-18.9	-6.7
CTG	16.400	-11.8	-4.1
VCB	41.000	-6.6	-3.9
MSN	71.500	-7.7	-2.2

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX

CK	Giá 31/03/2016	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
ACB	18.300	-7.5	-0.7
OCH	7.200	-42.4	-0.5
PVS	15.300	-8.3	-0.3
VCG	10.200	-9.7	-0.2
VNR	18.500	-14.3	-0.2

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phần)

CK	Giá đầu năm	Giá cuối quý	%Chg
DMC	41.500	70.000	69
DRH	20.200	31.500	56
LHG	17.200	26.300	53
BTP	11.000	16.700	52
EVE	27.000	40.800	51

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phần)

CK	Giá đầu năm	Giá cuối quý	%Chg
HKB	10.000	18.700	88
VC2	11.000	20.000	81
DNP	21.600	38.000	76
TPP	19.600	29.000	48
CAP	37.400	55.800	44

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX
(Giá > 10,000 đồng, KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)

CK	Giá đầu năm	Giá cuối quý	%Chg
HNG	28.800	8.000	-72
BCG	19.400	6.900	-64
HHS	12.200	8.600	-30
SVC	41.400	30.100	-27
TSC	13.900	10.300	-26

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX
(Giá > 10,000 đồng)

CK	Giá đầu năm	Giá cuối quý	%Chg
DPS	10.600	6.600	-37
PSC	16.900	10.600	-37
PIV	15.000	10.700	-28
HHG	11.200	8.200	-27
TVC	17.100	12.700	-26

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP CÓ KL và GTGD NHIỀU NHẤT VN-INDEX

CK	KLGD BQ / phiên	CK	GTGD BQ / phiên
FLC	11.596.354	FLC	92.603.817.814
OGC	6.631.183	CII	84.455.271.255
HHS	4.383.816	SSI	70.022.121.457
SBT	3.820.263	HHS	43.587.093.117
HQC	3.686.493	VIC	42.305.380.563

Nguồn: BSC Research

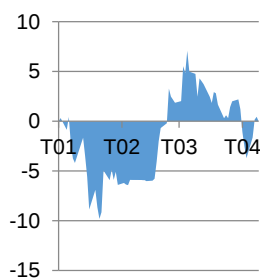
TOP 5 CP CÓ KL và GTGD NHIỀU NHẤT HNX

CK	KLGD BQ / phiên	CK	GTGD BQ / phiên
SHB	4.332.562	KLF	37.825.011.741
SCR	3.748.853	PVS	34.860.947.656
KLF	3.529.267	SCR	23.522.970.968
TIG	3.167.114	SHB	22.059.446.769
PVX	1.961.516	PVC	19.593.705.474

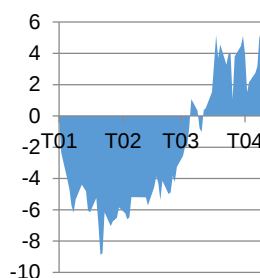
Nguồn: BSC Research

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index Quý 1/2016

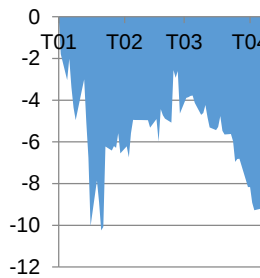
Ngành Bảo hiểm



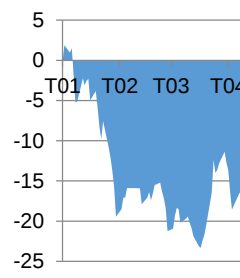
Ngành CNTT



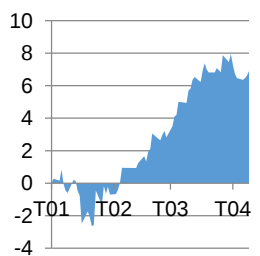
Ngành Ngân hàng



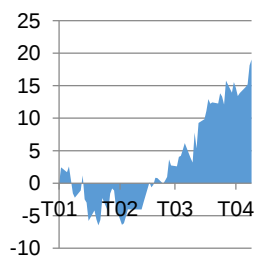
Ngành Ô tô



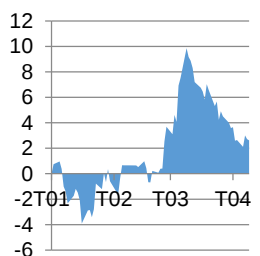
Ngành Xây dựng



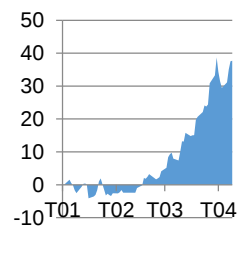
Ngành Mía đường



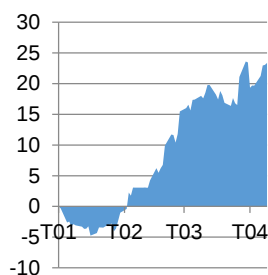
Ngành Cảng biển



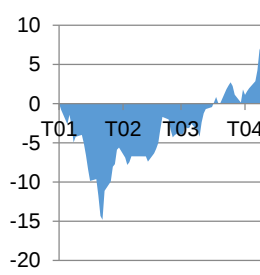
Ngành Nhựa



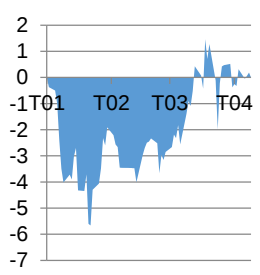
Ngành Dược



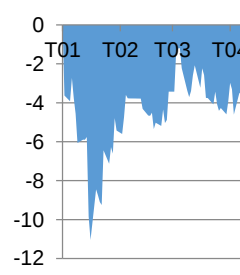
Ngành Thủy sản



Ngành Điện



Ngành Phân bón



Ngành Bất động sản



Ngành Săm lốp

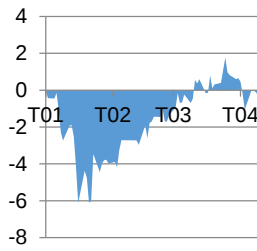


Ngành Xi măng

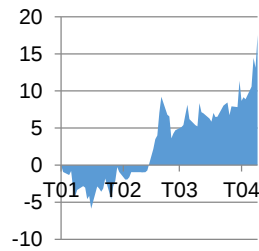


Ngành Dệt may

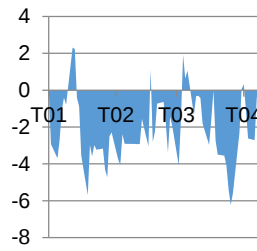




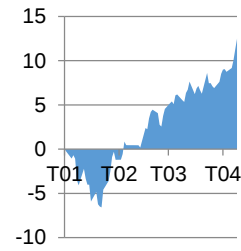
Ngành Dầu khí



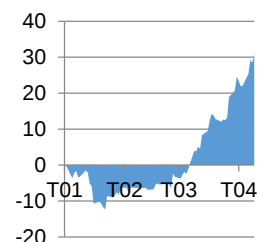
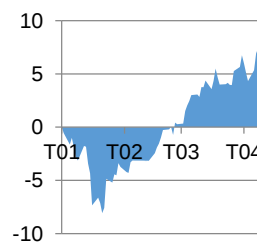
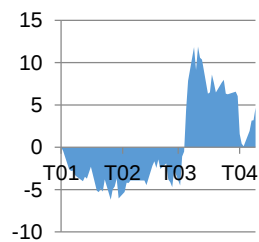
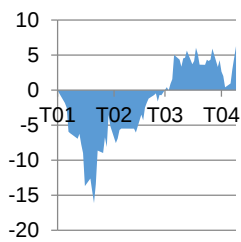
Ngành Cao su



Ngành Vận tải biển



Ngành Thép



Nhóm ngành có tăng trưởng giá CP tốt: nhựa, dược phẩm, mía đường, sắn lát, dệt may, thép. Đa số các ngành này đều trong tình trạng có những thông tin cải thiện đột biến như Luật Dược sửa đổi (tăng cường hàng rào phi thuế quan với sản phẩm nhập khẩu); áp thuế tự vệ với thép nhập khẩu; khiến rủi ro cạnh tranh từ sản phẩm nhập khẩu suy giảm. Thêm vào đó là sau thời gian dài giảm giá nhiều cổ phiếu thuộc các ngành nói trên đã bắt đầu về vùng định giá hấp dẫn (dược, sắn lát, thép). Số ngành còn lại bắt đầu có sự chuyển biến tốt như [Đường](#) và dệt may (kỳ TPP)

Nhóm ngành tăng trưởng giá CP nhẹ: vận tải biển, dầu khí, cao su tự nhiên, thủy sản, cảng biển, xây dựng, Vận tải biển và CNTT. Trong nhóm này đan xen giữa các ngành đang có hoạt động kinh doanh tốt và các ngành chu kỳ kinh doanh đang ở vùng đáy. Nhóm ngành tăng trưởng gồm: Cảng biển, Xây dựng và CNTT; phần lớn cổ phiếu đầu ngành đều có giai đoạn tăng mạnh cuối năm 2015 đến đầu 2016, do vậy sự điều chỉnh cuối quý cũng là hợp lý. Nhóm ngành này, NĐT sẽ kỳ vọng mức tăng trưởng tốt hơn trong Quý 2 đến cuối năm. Nhóm ngành đang ở khu vực đáy của khó khăn như Vận tải biển, cao su tự nhiên, thủy sản, dầu khí, đều có khả năng phục hồi ngắn hạn khi xuất hiện các dấu hiệu của tạo đáy của hoạt động kinh doanh. Do vậy để có thể phục hồi xa hơn thì sẽ cần có những dấu hiệu rõ ràng hơn những thông tin Quý 1.

Nhóm ngành đi ngang và suy giảm trong Quý 1/2016: Điện, phân bón, BĐS, Bảo hiểm, Ngân hàng. Những ngành như Bảo hiểm, ngân hàng sau khi tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2015, khiến mức định giá trở nên ít hấp dẫn so với khu vực. Nhóm ngành BĐS, Điện và Phân bón tiếp tục phân hóa như dự kiến của chúng tôi. Cụ thể những doanh nghiệp mạnh, sức khỏe tài chính tốt và điều kiện kinh doanh thuận lợi hơn vẫn đang tăng trưởng, trong khi nhóm các cổ phiếu yếu hơn vẫn tiếp tục suy yếu. Điều này khiến việc lựa chọn CP cần chi tiết hơn. Điển hình như Nhiệt điện so với thủy điện, Đạm so với NPK, doanh nghiệp quỹ đất lớn so với doanh nghiệp quỹ đất hạn chế.

Triển vọng ngành quý 2/2016

Ngành Bất động sản [Khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

- Tăng trưởng của thị trường BĐS đã chậm lại
- TT 36 sửa đổi dự báo sẽ tác động mạnh đến thị trường theo 2 hướng: (1) Thắt chặt nguồn vốn vào thị trường bất động sản và (2) tăng lãi suất cho vay.
- Các doanh nghiệp bị ảnh hưởng của TT 36 sẽ thuộc các nhóm: Đòn bẩy lớn, tăng vốn nhanh, quỹ đất nhỏ, không có nguồn thu từ các HĐKD khác (Trung tâm thương mại, văn phòng, khách sạn,...)

Tăng trưởng của thị trường đã chậm lại: Tính đến hết Q1/2016, tại Hà Nội số lượng căn hộ đã bán đạt 4.048 căn (-5% yoy, cùng kỳ năm trước tăng 30%), tại thành phố Hồ Chí Minh là 9.090 căn (+27% yoy, cùng kỳ năm trước tăng 100%).

KQKD phân hóa giữa các doanh nghiệp niêm yết: Theo thống kê của chúng tôi, tổng doanh thu của các doanh nghiệp BĐS trên sàn đạt 60,2 nghìn tỷ (+24% yoy), LNST 6,7 nghìn tỷ (tăng gần 3,3 lần so với cùng kỳ). Chỉ có 23/44 doanh nghiệp là KQKD cải thiện từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (bàn giao nhà và ghi nhận doanh thu – lợi nhuận), nhóm các doanh nghiệp còn lại tăng trưởng đến từ những khoản thu nhập khác như chuyển nhượng vốn góp hoặc chuyển nhượng dự án. Như đã trình bày trong báo cáo triển vọng ngành, chúng tôi nhận thấy sự phân hóa khá mạnh giữa các doanh nghiệp niêm yết khi chỉ 1 nhóm nhỏ các doanh nghiệp là đang bán được hàng và tiếp tục hút được dòng tiền của thị trường như: VIC, DXG, KDH, SCR, CEO,....

Mã	DT 2014 (tỷ)	LN 2014 (tỷ)	DT 2015 (tỷ)	LN 2015 (tỷ)	% Tăng (giảm) DT	% Tăng (giảm) LN	Biên lợi nhuận gộp	KH trả tiền trước (tỷ)	Giá trị hàng tồn kho (tỷ)	Tỷ trọng KH trả tiền trước / HTK
VIC	27737.6	3789.7	33829	1418.9	22.0%	-62.6%	33.8%	2097520	27024	77.6%
DXG	506.2	213	1394.5	445.6	175.5%	109.2%	47.3%	83150	1122	74.1%
KDH	621.1	62.8	1069.8	276.5	72.2%	340.3%	32.0%	510	5857	8.7%
CEO	448.9	105.4	639.4	205.6	42.4%	95.1%	52.9%	172	760	22.6%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

TT 36 sửa đổi dự báo sẽ tác động mạnh đến thị trường: khi quy định tăng tỷ trọng tài sản rủi ro đối với các khoản phải đòi kinh doanh bất động sản từ 150% lên 250% và giảm tỷ trọng sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn (Thống kê các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn có đến 80% vốn vay

ngân hàng là vay trung và dài hạn). Điều này sẽ tác động đến doanh nghiệp bất động sản theo 2 hướng: **(1)** Thắt chặt nguồn vốn vào thị trường bất động sản, và **(2)** Tăng lãi suất cho vay. Chúng tôi cho rằng giá nhà và tỷ lệ hấp thụ của thị trường từ năm 2016 sẽ suy giảm, các doanh nghiệp sẽ cần cơ cấu lại các danh mục dự án và việc chuyển nhượng dự án có thể sẽ được đẩy mạnh. Các nhóm doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng

- Nhóm đòn bẩy lớn: VIC, SJS, DIG, NBB, SCR. Trong nhóm này chúng tôi lưu ý mặc dù VIC vay nợ nhiều nhưng có dòng tiền từ khách hàng ứng trước cho các dự án tương đối mạnh nên tác động sẽ không quá lớn như các doanh nghiệp khác.
- Nhóm tăng vốn nhanh: DXG, CEO, NDN. Việc phát hành tăng vốn sẽ trở nên khó khăn hơn khi, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại và có thể không theo kịp tốc độ tăng vốn.
- Nhóm quỹ đất nhỏ: VPH, NTL. Sở hữu quỹ đất nhỏ sẽ hạn chế các doanh nghiệp chuyển nhượng dự án, tạo dòng tiền và thu bất thường trong điều kiện thị trường khó khăn. Ngược lại, các quỹ doanh nghiệp có quỹ nhập đất lớn, vị trí thuận lợi sẽ có lợi thế: VIC, BCI, HDG, DIG.
- Không có hoặc nguồn thu ổn định từ cho thuê văn phòng, trung tâm thương mại hoặc các HKKD khác chiếm tỷ trọng thấp: Phần lớn các DN niêm yết (Ngoại trừ VIC - có DT ổn định từ cho thuê các TTTM, dịch vụ khách sạn – nghỉ dưỡng và BCI (KCN Lê Minh Xuân, Big C An Lạc)

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì **KHẢ QUAN** nhưng đã bớt lạc quan hơn khi cho rằng ảnh hưởng của TT36 sửa đổi sẽ khiến thị trường tăng trưởng chậm lại, lượng cung giảm xuống khi nguồn vốn tín dụng bị thắt chặt và lãi suất cho vay tăng, tâm lý của người mua nhà cũng như từ các chủ đầu tư sẽ thận trọng hơn. Điều này sẽ dần được phản ánh vào KQKD của các doanh nghiệp trong giai đoạn 2017-2018. Bên cạnh đó, mức độ phân hóa trên thị trường cũng sẽ mạnh hơn khi ưu thế sẽ thuộc về những doanh nghiệp có quỹ đất lớn, tình hình tài chính lành mạnh, có khả năng tìm kiếm các nguồn vốn khác ngoài vốn vay ngân hàng. Thị trường khó khăn cũng là cơ hội cho các chủ đầu tư tích lũy được quỹ đất có giá rẻ trước khi thị trường bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới.

Cập nhật KHKD 2016:

DXG: Doanh thu đạt 2.200 tỷ (+57% yoy), LNST 506 tỷ (+50% yoy), DXG sẽ phát hành 117,2 triệu cp với giá phát hành 10.000 đồng/cp, để đầu tư dự án thành phần thuộc Dự án Khu dân cư và tái định cư Nam Rạch Chiếc tại An Phú, quận 2.

KDH: LNST 400 tỷ (+52,6% yoy), KDH cũng phát hành 54 triệu cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 30%, nhằm tăng vốn điều lệ lên 2.340 tỷ đồng

Với nhóm cổ phiếu chúng tôi khuyến nghị: ngoại trừ **DXG** (-13,8% so với cuối năm 2014), **VIC** (+2,8%) và **KDH** (+6%) đều có mức tăng tốt hơn so với VN-INDEX(-1,5%)

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	Link báo cáo
VIC	53,000	4,100	2,110	26.00	2.03	23.50%	N/A	45,700	53,000	Link
DXG	2,148	661	2,300	8.22	1.10	28.20%	N/A	18,900	22,800	Link
KDH	1,765	290	2,305	9.37	1.08	11.30%	N/A	21,600	25,100	Link

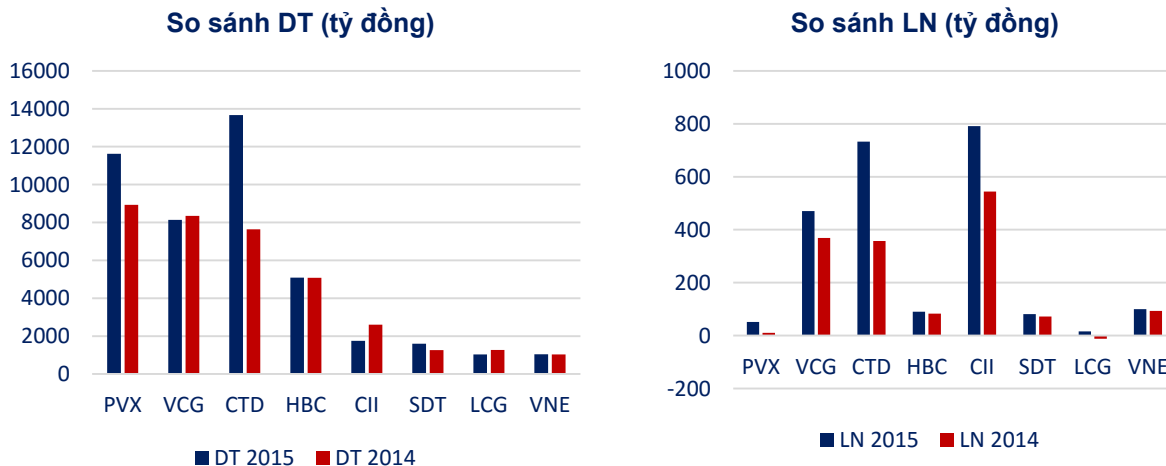
Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Ngành Xây dựng [Khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

- Thông tư 36 dự thảo sửa đổi tác động gián tiếp đến các công ty xây dựng dân dụng: (1) Khối lượng công việc thực hiện sẽ giảm xuống bất động sản; (2) Chi phí lãi vay tăng do lãi suất tăng; (3) Áp lực cạnh tranh gia tăng;
- Nguồn vốn ODA bị cắt giảm có thể ảnh hưởng đến những công trình hạ tầng

KQKD 2015 khả quan với các doanh nghiệp xây dựng niêm yết: Năm 2015, tổng doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng 102,4 nghìn tỷ (+18% yoy), LNST đạt 4,7 nghìn tỷ (+46% yoy). Sự tăng trưởng diễn ra trên diện rộng với nhóm xây dựng dân dụng (CTD, HBC), nhóm xây dựng công nghiệp (LCG, VCG), nhóm xây dựng hạ tầng (CII).



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Thông tư 36 sửa đổi tác động gián tiếp đến các công ty xây dựng dân dụng: (1) Khối lượng công việc thực hiện sẽ giảm xuống khi các chủ đầu tư dừng hoặc giãn tiến độ triển khai các dự án bất động sản; (2) Chi phí lãi vay tăng do lãi suất tăng (3) Áp lực cạnh tranh gia tăng sẽ làm giảm giá chào thầu và giảm biên lợi nhuận; (4) Ảnh hưởng mạnh đến các doanh nghiệp mà doanh thu phụ thuộc lớn vào các dự án BĐS, văn phòng, trung tâm thương mại đồng thời khả năng mở rộng sang xây dựng hạ tầng và công nghiệp bị hạn chế.

Nguồn vốn ODA bị cắt giảm có thể ảnh hưởng đến những công trình hạ tầng: Vốn ODA chiếm khoảng 28% nhu cầu vốn trong kế hoạch xây dựng hạ tầng 2016-2020 của Việt Nam. Hiện tại, các tổ chức thường xuyên cung cấp vốn như WB (chiếm khoảng 30% vốn ODA hàng năm), ADB đang có kế hoạch dừng cung cấp vốn (WB sẽ ngừng viện trợ ODA từ tháng 7/2017) hoặc cắt giảm ưu đãi ODA (ADB) khi thu nhập Việt Nam đã cao hơn mức chuẩn được vay ưu đãi.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành xây dựng nhưng lưu ý trong trường hợp TT BĐS tăng trưởng chậm lại thì sẽ có độ trễ nhất định trong việc phản ánh vào KQKD của các doanh nghiệp xây dựng và tốc độ tăng trưởng có thể sẽ chậm lại tại nhóm các doanh nghiệp có doanh thu phụ thuộc lớn vào các công trình xây dựng nhà cao tầng, trung tâm thương mại, văn phòng. 2 doanh nghiệp chúng tôi khuyến nghị trong báo cáo ngành là CTD (+24%) và HBC. Chúng tôi hạ khuyến nghị CTD xuống nắm giữ do đã vượt giá mục tiêu.

HBC: Trong Q1, HBC đã trúng thầu thêm 3 dự án là dự án KĐT C2 – Gamuda Gardens (730 tỷ), Bệnh viện quốc tế Hoa Lâm (361 tỷ), dự án thi công 304 căn hộ liền kề (311 tỷ đồng), nâng tổng giá trị hợp đồng đã ký và chưa thực hiện lên 11.140 tỷ đồng (+50% so với cùng kỳ). Về ảnh hưởng của TT36 sửa đổi, chúng tôi cho rằng sẽ có tác động mạnh tới HBC do doanh thu hiện tại phụ thuộc rất lớn vào xây dựng nhà ở, văn phòng, thương mại (chiếm trên 90% DT hàng năm), mảng XDCN chiếm trung bình khoảng 8% DT. Việc mở rộng sang mảng xây dựng hạ tầng và công nghiệp tương đối hạn chế khi HBC thường không có lợi thế khi tham gia đấu thầu các dự án XDCN. Việc sử dụng đòn bẩy lớn nợ vay/VCSH ~ 1.91x cũng sẽ làm gia tăng chi phí lãi vay khi lãi suất được dự báo sẽ tăng từ 0,5% -1% trong thời gian tới.

CTD: Đặt kế hoạch doanh thu 16,500 tỷ đồng (+19,5% yoy), LNST 800 tỷ, tổng giá trị hợp đồng đã ký và chuyển sang năm 2016 đạt khoảng 15.100 tỷ (tăng gấp đôi so với cùng kỳ). Mảng xây dựng dân dụng chiếm trên 70% DT hàng năm và việc siết dòng tiền vào bất động sản có thể làm giảm doanh thu từ mảng này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khi TT BĐS gặp khó khăn CTD có thể mở rộng kinh doanh mảng xây dựng công nghiệp thông qua công ty Unicons và mảng xây dựng hạ tầng để bù đắp lại doanh thu sụt giảm từ mảng XDDD. Đồng thời việc không sử dụng vay nợ cũng giúp CTD tránh được ảnh hưởng của việc tăng lãi suất.

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	Link báo cáo
CTD	16,000	877	18,743	8.16	1.81	22.19%	50% tiền	153,000	179,200	Link
HBC	6,500	175	2,300	8.26	1.07	16.70%	15% tiền; 30% cp	19,000	22,800	Link

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Ngành Gạch men [Khả quan]**Thực trạng Quý 1/2016**

- Tiếp tục hưởng lợi từ thị trường BĐS
- Xu hướng mở rộng sản xuất nhằm đáp ứng nhu cầu về gạch ốp lát gia tăng
- Nhìn chung các doanh nghiệp gạch ốp lát có kết quả kinh doanh khởi sắc trong 2015 và Q1/2016

Tiếp tục hưởng lợi từ thị trường BĐS (Link): Trong Q1/2016, ngành gạch ốp lát nói riêng và vật liệu xây dựng hoàn thiện nói chung tiếp tục được hưởng lợi từ TT BĐS, khi các công trình xây dựng bước vào giai đoạn hoàn thiện, cũng như nhu cầu sửa sang nhà cửa của người dân trước dịp tết Nguyên Đán tăng cao.

Trong 2016, xu hướng mở rộng sản xuất nhằm đáp ứng nhu cầu về gạch ốp lát gia tăng: Nhằm mục tiêu đáp ứng các nhu cầu trong những năm tiếp theo, một loạt doanh nghiệp gạch ốp lát có xu hướng mở rộng sản xuất như CVT, VIT, TLT, TTC,..

Mã CP	CSTK	Công suất tăng thêm	Vốn đầu tư	Phát hành tăng vốn tài trợ dự án	Thời gian xây dựng
VIT	4.5 tr m2/năm	2 tr m2/năm, granite	n/a	2 triệu CP	2015
		4.5 tr m2/năm, granite	350	12 triệu CP	2017
CVT	10 tr m2/năm	5 tr m2/năm, ceramic	299	8 triệu CP	2015
		8tr m2/năm , ceramic	300	10 triệu CP	Q3/2016
TTC	5.5 tr m2/năm	1.5 tr m2/năm, granite	341	9 triệu CP	2016-2017
TLT	8.5 tr m2/năm	6 tr m2/năm, ceramic	378.8	không	2016

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Trong năm 2015, nhìn chung các doanh nghiệp gạch ốp lát có kết quả kinh doanh khởi sắc: Doanh thu thuần các DN đa phần đều tăng, đáng chú ý là CVT, TLT và VGC tăng lần lượt 22.4%, 14.3% và 77.6% yoy, trừ TCR và CYC giảm từ 7-9%. Biên LNG nhiều DN cũng cải thiện rõ rệt, ngoại trừ CVT, CYC và VHL có biên LNG giảm sút. LNST tại tất cả các DN, trừ CYC, có tăng trưởng vượt trội so với 2014, đáng chú ý là TCR, TLT và TTC với mức tăng trưởng LNST lần lượt là 2031%, 493% và 61% yoy. Trong Q1/2016, các doanh nghiệp ốp lát tiếp tục có KQKD tăng trưởng khi nhu cầu hoàn thiện BĐS vẫn tăng.

Mã	DTT 2015	% yoy	Biên LNG 2015	Biên LNG 2014	LNST 2015	%yoy	EPS trailing 12M	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
										Div 2015	DT 2016	LNTT 2016
TTC	388.3	2.8%	14.3%	11.9%	21.68	61%	3,660	4.7	1.05	10% cash	n/a	15
TCR	2,063.5	-8.6%	20.1%	15.1%	42.53	2031%	930	9.8	0.64	n/a	n/a	n/a
TLT	442.6	14.3%	18.7%	12.5%	34.78	493%	4,980	3.2	14.49	0%	475.3	43
VIT	681.8	0.6%	15.7%	12.6%	37.30	+35%	2,490	9.6	1.85	15% cash	1020	70.5
CVT	743.3	22.4%	16.9%	20.4%	62.84	+24%	3,260	7.1	1.52	25% cash	1000	90
CYC	325.0	-6.4%	4.7%	7.4%	(31.49)	-	(4,140)	-	0.38	n/a	n/a	n/a
VGC	7,819.9	+77.6%	22.0%	21%	328.4	+56%	1,242	12.3	1.36	7% cash	8800	424*
VHL	1561.5	+8.4%	20.2%	20.5%	100.57	+20.5%	6,290	7.0	1.51	20% cash	1682.6	138.2

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Với triển vọng phục hồi bền vững từ thị trường BĐS trong thời gian tới, cũng như việc các dự án Xây dựng bước vào giai đoạn hoàn thiện và mức định giá ngành hấp dẫn, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** với ngành Gạch ốp lát trong 3 quý còn lại của 2016. Chúng tôi tiếp tục Khuyến nghị MUA trung và dài hạn với các cổ phiếu CVT, VIT và theo dõi với cổ phiếu TCR, VGC như trong Báo cáo triển vọng ngành năm 2016. Đối với mã TTC, chúng tôi đã khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 16,780 VND/cp. Thời điểm 31/3, giá cổ phiếu đóng cửa ở mức 17,300 VND/cp, đã vượt giá mục tiêu, chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật trong các báo cáo sau.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Div 2015	Giá tại ngày 31/03/16	Giá mục tiêu	Link
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	23,900	25,642	Link
TTC	413	21	3,565	3.81	0.95	12.37%	Cash Div 8%	17,300	16,780	Link

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Ngành Công nghệ [Khả quan]**Thực trạng Quý 1/2016**

- Mức độ thâm nhập Internet cao hơn so với trung bình khu vực Asean
- Dịch vụ Outsourcing cũng sẽ tiếp tục được đẩy mạnh,
- Tăng trưởng từ khách hàng khối Nhà nước sẽ tiếp tục khó khăn do ngân sách hạn hẹp

Ngành CNTT – Viễn thông Việt Nam còn nhiều tiềm năng phát triển. Theo báo cáo của We are social 2016, xét nhóm các nước thuộc khu vực Asean, mức độ thâm nhập Internet tại Việt Nam đạt 50,35%, cao hơn mức trung vị của cả nhóm là 48%; với tốc độ tăng trưởng đạt 10%/yoy và mức độ đô thị hóa của Việt Nam (số liệu mới nhất của World Bank) đạt 33%, thấp hơn tương đối so với trung vị của nhóm là 47%, cho thấy ngành Viễn thông tại Việt Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Bên cạnh đó, dịch vụ Outsourcing cũng sẽ tiếp tục được đẩy mạnh, với Nhật Bản là thị trường chính, hiện tại thị phần của các doanh nghiệp Việt Nam tại thị trường Nhật chỉ đạt 5 – 6%, rào cản lớn nhất vẫn là ngôn ngữ. Năm 2015, theo đánh giá của Cushman & Wakefield, outsourcing tại Việt Nam đã tăng hạng từ vị trí thứ 5 (2014) lên vị trí dẫn đầu, đánh giá dựa trên chi phí, các yếu tố rủi ro và môi trường hoạt động.

	Tổng dân số	Internet			Mạng Xã hội			Thuê bao di động			Mức độ đô thị hóa 2014
		Số người sử dụng Internet	Mức độ thâm nhập	Tăng trưởng so với Jan 2015	Số người sử dụng mạng xã hội	Mức độ thâm nhập	Tăng trưởng so với Jan 2015	Số thuê bao di động	Mức độ thâm nhập	Tăng trưởng so với Jan 2015	
Việt Nam	94	47	50%	10%	35	37%	25%	143	152%	5%	33%
Thái Lan	68	38	56%	21%	38	56%	19%	83	122%	-15%	49%
Indonesia	259	88	34%	15%	79	30%	10%	326	126%	2%	53%
Singapore	6	5	82%	1%	4	64%	0%	8	145%	2%	100%
Malaysia	31	21	68%	1%	18	59%	7%	43	142%	4%	74%
Philippines	101	47	46%	7%	48	47%	20%	119	117%	4%	44%
Brunei	0.43	0.32	75%	0%	0.27	63%	4%	0.52	122%	5%	77%
Campuchia	16	5	32%	32%	3	22%	42%	26	166%	7%	21%
Lào	7	1	14%	16%	1	14%	44%	5	73%	-28%	38%
Myanmar	54	8	14%	192%	8	14%	100%	36	66%	167%	34%
Trung vị khu vực ASEAN	42	14	48%	13%	13	42%	20%	39	124%	4%	47%

Nguồn: We are social 2016, World Bank data

Tăng trưởng từ nhóm khách hàng khối Nhà nước sẽ tiếp tục gặp khó khăn do ngân sách hạn hẹp. 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. Tuy nhiên, tình hình ngân sách đang gặp nhiều khó khăn nên vấn đề giải ngân và tiến độ thực hiện của các dự án khối Chính phủ sẽ khó tăng trưởng tốt.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì nhận định **KHẢ QUAN** với ngành CNTT – Viễn thông. Bên cạnh 3 cổ phiếu chúng tôi đã khuyến nghị trong các báo cáo trước là FPT, CMG và ITD; HIG cũng là một cổ phiếu đang lưu ý do hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng chung của ngành.

FPT – Mua – Giá mục tiêu 56.186 đồng/cp ([link](#))

Chúng tôi cho rằng, cổ phiếu FPT là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong năm 2016 do kỳ vọng từ việc thoái vốn khối Phân phối Bán lẻ, lợi nhuận tăng đột biến năm 2016, dòng tiền thu về sẽ được sử dụng cho việc M&A phát triển mảng CNTT và mua lại cổ phiếu của FPT Telecom khi SCIC thực hiện thoái vốn. Ngày 31/03/2016, cổ phiếu FPT được giao dịch với giá 47.100 đồng, PE FW = 9,49x (thấp so với một cổ phiếu đầu ngành).

Kế hoạch kinh doanh 2016: FPT đặt mục tiêu LNTT 2016 đạt 3.151 tỷ đồng (+10,5%yoy), ước tính LNST thuộc về cổ đông FPT đạt 2.121 tỷ đồng, tương đương EPS 2016 = 4.965 đồng (chúng tôi lưu ý, kế hoạch đặt ra chưa tính trường hợp thoái vốn tại khối PPBL).

CMG – Mua – Giá mục tiêu 18.976 đồng/cp ([link](#))

Ước tính KQKD, LNTT Hợp nhất cả năm tài chính 2015 – 2016 của CMG đạt khoảng 174 tỷ đồng (tăng mạnh so với số LNTT mục tiêu là 153,74 tỷ đồng; dự tính LNST thuộc về cổ đông CMG đạt 121,25 tỷ đồng, tương đương EPS = 1.830 đồng/cp.

Năm 2016 – 2017, chúng tôi dự báo KQKD của CMG sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ đẩy mạnh mảng Viễn thông khu công nghiệp, đưa trực viễn thông quốc tế APG đi vào hoạt động và mở rộng thị trường Outsourcing tại Nhật Bản. Dự tính LNST 2016 – 2017 cổ đông công ty mẹ đạt 139 tỷ đồng, EPS = 2.100 đồng/cp.

ITD – Mua – Giá mục tiêu 25.785 đồng/cp ([link](#))

Năm tài chính 2015 – 2016, ITD đã ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đột biến từ dự án cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, năm 2016 ITD sẽ có thêm doanh thu và lợi nhuận từ dự án ITS cao tốc HCM – Trung Lương và dự kiến 2017 sẽ có thêm dự án ITS Đà Nẵng – Quảng Ngãi. Chúng tôi ước tính LNST của cổ đông công ty mẹ ITD 2016 – 2017 đạt 37,12 tỷ đồng (LNST 48 tỷ), EPS = 2.422 đồng.

	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 31/03/16	Giá mục tiêu	Link báo cáo
FPT	42,514	2,678	4,965	9.49	1.64	21.77%	20%	47,100	56,186	link
CMG	4,255	190	2,100	7.43	1.04	19.24%	N/A	15,600	18,976	link
ITD	581	48	2,422	8.88	1.32	19.26%	N/A	21,500	25,785	link

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Ngành Cảng biển [Khả quan]**Thực trạng Quý 1-2016**

- Tăng trưởng lưu lượng hàng hóa qua hệ thống cảng quý 1 tiếp tục giữ ở mức cao, khoảng 28%
- Kết quả kinh doanh 2015 tăng nhanh.
- Kết quả kinh doanh quý 2 và các quý cuối năm khó lặp lại đà tăng trưởng nhanh như năm 2015.

Sản lượng hàng hóa thông quan 3 tháng 2016 tiếp tục tăng trưởng nhanh, đạt 112.3 triệu tấn (+28%) trong đó hàng container đạt 2.7 triệu Teus (+16%/yoy) nhờ tăng trưởng thương mại xuất nhập khẩu.

Kết quả kinh doanh 2015 tăng nhanh. Đa số các công ty cảng biển niêm yết có kết quả kinh doanh khả quan (trừ GMD có LNST giảm 24%/yoy do không còn ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường như năm 2014): Tổng DT đạt 9,659 tỷ (+17.5%/yoy), LNST đạt 2,048 tỷ (+44%/yoy).

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh năm 2015

	Doanh thu		BLN gộp		LNST		P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
	2015	%yoy	2015	2014	2015	%yoy			DT	LNST	Cổ tức
GMD	3,586	19.02%	26.52%	20.75%	402	-24.26%	11.31	1.01	N/A	N/A	N/A
VSC	928	4.10%	39.93%	34.98%	277	11.55%	8.92	2.53	1,015	262	20-30%
PHP	2,350	20.45%	36.57%	29.32%	521	17.60%	19.4	1.81	2,018	600	N/A
DVP	652	20.31%	47.19%	43.67%	281	23.23%	10.18	2.66	700	310	trên 30%
HAH	576	33.75%	40.56%	36.97%	174	32.20%	6.17	1.9	580	153	30% tiền
TMS	488	10.26%	24.78%	21.08%	155	12.42%	13.55	2.73	N/A	N/A	N/A
VGP	272	4.55%	32.67%	11.51%	39	194.70%	3.65	0.82	N/A	N/A	N/A
PDN	322	19.37%	33.48%	36.98%	51	7.03%	9.71	1.39	352	55	19%
CLL	273	16.16%	40.06%	46.69%	77	0.11%	9.84	1.53	N/A	N/A	N/A
DXP	212	33.04%	43.24%	32.60%	71	76.76%	7.2	1.5	220	75	0
Trung bình			36.50%	31.69%			9.99	1.79	N/A	N/A	N/A

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Các công ty đặt kế hoạch kinh doanh khá thận trọng, đặc biệt là các doanh nghiệp cảng phía Bắc như DVP, HAH hay VSC. Nguyên chính do: (1) dự báo sản lượng hàng tạm nhập sang Trung Quốc giảm. (2) Doanh thu hoạt động vận tải nội địa giảm do từ 1/4/2016, phí lưu thông trên đường 5B tăng 50%, đường 5 tăng 25%, và (3) chi phí lớn cho khấu hao và lãi vay (VSC) và đã hoạt động vượt công suất thiết kế (DVP, DXP, HAH).

Tiềm năng mở room dịch vụ hậu cần sau cảng trong đó hoạt động dịch vụ bốc xếp cầu cảng cho phép nước ngoài sở hữu 50%, các dịch vụ bãi depot, kho CFS được phép sở hữu 100% sau 7 năm. Hiện nay nhiều

công ty cảng đang có kế hoạch đề nghị Thủ tướng tăng sở hữu nước ngoài lên 100% với dịch vụ cầu cảng sau 2-3 năm.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả Quan đối với ngành cảng biển do điểm rơi doanh thu sẽ vào các quý cuối năm. Trong quý 1 diễn biến giá cổ phiếu cảng biển không khả quan. Chúng tôi đánh giá điều này do tính chu kỳ của hoạt động kinh doanh và việc đa số cổ phiếu cảng biển đã tăng mạnh trong năm 2015. Theo chúng tôi, khi kết quả kinh doanh các quý cuối năm tăng trở lại sẽ là cơ hội cho nhà đầu tư. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua với GMD, VSC và thay đổi với PHP từ Mua xuống Nắm Giữ do P/E và P/B đã ở mức khá cao so với trung bình ngành, tuy nhiên mức chấp nhận giá có thể thay đổi nếu nhà nước thoái vốn khỏi PHP.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 31/03/16	Giá tiêu	mục	Link báo cáo
GMD	3,954	583	3,910	10.00	0.71	10.64%	Cash: 20%	39,100	45,755		Link
PHP	2,531	741	1,385	16.39	1.99	15.86%	Cash: 3%	22,700	22,980		
VSC	1,391	381	7,005	8.56	1.17	14.8%	Cash: 10%	60,000	86,208		Link

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

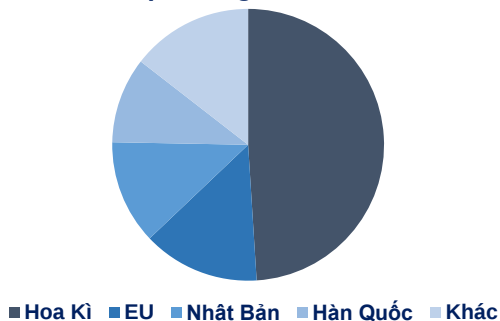
Ngành Dệt may [Khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

- Giá trị xuất khẩu dệt may tiếp tục tăng trưởng chậm lại trong 2 tháng đầu năm 2016
- Các doanh nghiệp dệt may được hưởng lợi gián tiếp khi giá bông và giá dầu giảm
- Trong 2015, đa phần các doanh nghiệp dệt may có kết quả kinh doanh khả quan

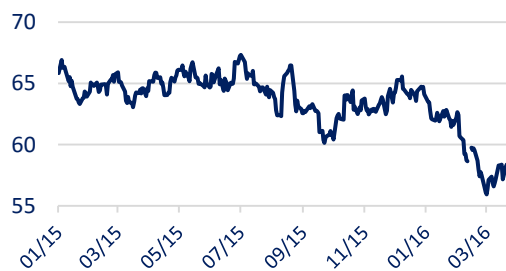
Giá trị xuất khẩu dệt may tiếp tục tăng trưởng chậm lại trong 2 tháng đầu năm 2016: Theo số liệu của Tổng cục thống kê, Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may trong 2 tháng đầu 2016 đạt 3.28 tỷ USD, tăng 2.3% mom, thấp hơn so với tăng trưởng 11.9% trong 2 tháng cùng kì 2015 do tăng trưởng giá trị xuất khẩu vào các thị trường chính như Hoa Kỳ, EU, Hàn Quốc, Nhật,... tiếp tục giảm. Cụ thể, giá trị xuất khẩu vào Hoa Kỳ đạt 1.61 tỷ USD (+4.2% cùng kì), EU đạt 457 triệu USD, (-1.3% cùng kì); Nhật Bản đạt 408 triệu USD (-0.2% cùng kì); sang Hàn Quốc đạt gần 333 triệu USD, (+ 5.4% cùng kì).

Thị trường xuất khẩu



Nguồn: Tổng cục thống kê

Giá bông thế giới (01/2015 - 03/2016)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Các doanh nghiệp dệt may được hưởng lợi gián tiếp khi giá bông và giá dầu giảm: Trung bình Q1/2016, giá bông thế giới ở mức 59.6 usd/pound, thấp hơn 7.8% so với giá Q4/2015 và thấp hơn 9.6% so với cùng kì 2015. Giá dầu trong Q1/2016 đã tăng trở lại nhưng vẫn ở mức rất thấp, bình quân 36.1 USD/bbl, giảm 21.4% so với bình quân Q4/2015. Giá bông và giá dầu ở mức thấp, khiến giá thành các nguyên liệu đầu vào của dệt may như sợi, vải giảm, các doanh nghiệp dệt may do đó có thể hưởng lợi từ giá đầu vào giảm, và tăng trưởng xuất nhập khẩu sẽ chủ yếu từ tăng trưởng sản lượng.

Trong 2015, đa phần các doanh nghiệp dệt may có kết quả kinh doanh khả quan. Trong 2015, tổng doanh thu toàn ngành đạt 16,368.2 tỷ đồng, tăng trưởng 10.47% yoy. Tổng LNST các doanh nghiệp đạt 891.8 tỷ đồng, tăng trưởng 4.4% yoy. Trong đó đáng chú ý là TNG, G20 có mức tăng trưởng doanh thu lớn, lần lượt 39.8% và 66.5%; TNG, EVE và G20 có mức tăng trưởng lợi nhuận lần lượt 41.7%, 35.3% và 55.2%. Các mã NPS và STK có doanh thu giảm sâu, lần lượt 27.3% và 29%; các mã STK, NPS và TET có LNST giảm lần lượt 32.8%, 89.1% và 21.1%.

Trong Q1/2016, các doanh nghiệp dệt may tiếp tục được hưởng lợi từ giá dầu và giá bông thấp. Trong 03/2016, VGG bắt đầu được niêm yết trên sàn Upcom, sẽ đóng góp doanh thu, lợi nhuận lớn cho ngành. DTT của VGG trong 2015 chiếm khoảng 39.2% tổng DT các doanh nghiệp dệt may niêm yết.

Mã CP	DTT 2015	% yoy	LNST 2015	%yoy	Biên LNG 2015	Biên LNG 2014	EPS trailing 12M	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
										Div 2015	DT 2016	LNST 2016
VGG	6,408.5	+16.9%	311.0	+4.9%	11.9%	13.4%	7,405*	8.6*	2.35*	30% cash	6,300	200
TCM	2,791.9	+8.6%	153.5	-8.8%	15.3%	14.6%	3,127	9.0	1.56	10%	3,264	160
TNG	1,925.4	+39.8%	75.3	+41.7%	19.1%	19.0%	2,976	6.3	1.28		2,485	120
STK	1,035.4	- 29.0%	71.3	-32.8%	18.1%	14.6%	1,584	18.5	1.98	5% cash, 10% stock	1,860	130.9
GMC	1,501.8	+ 6.6%	68.2	+12.7%	16.7%	14.8%	5,804	6.8	1.97	n/a	n/a	n/a
EVE	880.5	+12.7%	114.4	+35.3%	35.8%	34.0%	4,159	9.8	1.24	20% cash	1,100	150
KMR	355.1	+ 2.5%	5.6	+25.0%	22.0%	19.6%	312	14.1	0.42	n/a	n/a	n/a
G20	300.9	+66.5%	11.8	+55.2%	11.7%	12.9%	1,229	6.8	0.75	n/a	n/a	n/a
GIL	1,085.1	-2.1%	66.7	+28.5%	18.0%	16.5%	5,951	6.1	1.19	n/a	n/a	n/a
NPS	42.5	- 27.3	0.4	-89.1%	14.2%	20.2%	169	80.7	0.88	n/a	n/a	n/a
TET	41.1	- 3.8%	13.6	-21.4%	42.3%	65.6%	2,397	8.8	1.64	n/a	n/a	n/a
Tổng	16,368.2	10.47%	891.8	+4.4%								

*tính theo số lượng CP lưu hành là 42 triệu CP, sau khi VGG thực hiện chuyển đổi trái phiếu

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Khởi động chậm của CP dệt may trong đầu năm 2016 phần nào chịu ảnh hưởng từ KQKD tăng chậm. Ngành dệt may không nằm trong lĩnh vực hạn chế sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, dẫn đến nhiều công ty dệt may đã/dự định nói room lên 100% như TCM, KMR, TNG, EVE. Yếu tố này có thể giúp giao dịch của các cổ phiếu Dệt may tốt hơn trong thời gian tới.

Chúng tôi tiếp tục đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành dệt may trong các quý còn lại của năm 2016 và khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu TNG, NẮM GIỮ với mã TCM, và THEO DÕI với mã STK, một số cổ phiếu sắp lên sàn như May 10, Nhà Bè,.. như trong Báo cáo triển vọng ngành 2016. Ngoài ra, chúng tôi bổ sung khuyến nghị theo dõi VGG khi mã này đã bắt đầu niêm yết từ 3/2016, và mã EVE với triển vọng kinh doanh khả quan.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Div 2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Giá mục tiêu
TNG	2,230	125	5,187	3.66	1.2	32.00%	6% cash div, 10% share div Bán ưu đãi tỷ lệ 4:1	18,800	28,264
TCM	2,856	186	3,802	7.5	1.3	17.00%	6% cash div	28,200	34,220
STK	1,672	134	2,873	10.2	1.7	16.50%	10% Share Div	29,300	N/A

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Ngành Điện [Khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

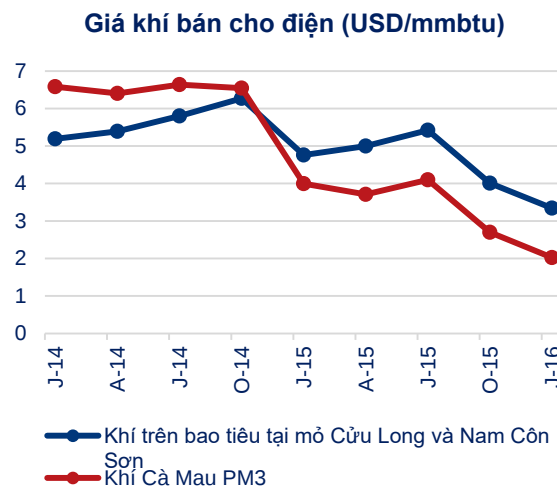
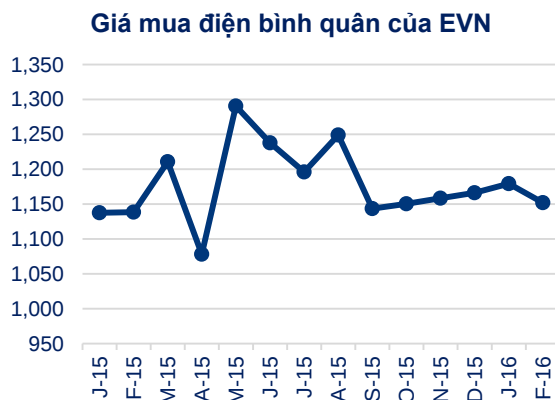
- Sản lượng thủy điện giảm trong khi sản lượng nhiệt điện tăng
- Giá trần trên thị trường cạnh tranh của thủy điện và nhiệt điện than giảm
- Giá khí giảm trong khi giá than ổn định
- Các doanh nghiệp nhiệt điện ghi nhận lỗ tỷ giá

Sản lượng điện thương phẩm tăng 12%: trong 2 tháng đầu năm 2016, sản lượng điện thương phẩm ước đạt 23.22 tỷ kWh tăng 12% so với cùng kỳ 2015.

Giá mua điện bình quân của EVN tăng lên: việc tỷ trọng nguồn điện giá rẻ là thủy điện giảm dẫn đến giá mua điện bình quân của EVN trong 2 tháng đầu năm 2016 tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ.

Chính sách giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh thay đổi: hiện giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh chỉ xét theo chi phí biến đổi của các nhà máy thủy điện và nhiệt điện than sẽ làm giá bán bình quân trên thị trường phát điện cạnh tranh năm 2016 thấp hơn 2015.

Giá khí bán cho nhiệt điện tiếp tục giảm trong khi giá than ổn định: trong quý 1/2016, giá khí bán cho nhiệt điện đã giảm 17% đối với khí từ nguồn Cửu Long và Nam Côn Sơn và giảm 25% đối với khí từ nguồn PM3 Cà Mau so với giá khí quý 4/2016. Trong khi đó giá than vẫn tiếp tục duy trì ổn định từ năm 2015. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý, việc chính sách giá khí bán cho các nhà máy điện có thể thay đổi theo hướng giới hạn giá sàn bằng giá tại mỏ sẽ khiến giá khí đầu vào của các nhà máy nhiệt điện tăng lên, ảnh hưởng đến việc cạnh tranh của các nhà máy điện trên thị trường phát điện cạnh tranh.



Thủy điện gặp nhiều khó khăn giúp nhiệt điện hưởng lợi gián tiếp: thời điểm những tháng đầu năm là mùa khô ở miền Trung và miền Nam đồng thời El Nino khiến hạn hán nghiêm trọng tại các khu vực này. Nguồn

nước khan hiếm phải ưu tiên cho nước sinh hoạt và thủy lợi vùng hạ lưu dẫn đến sản lượng của các nhà máy thủy điện giảm mạnh và một số phải rút khỏi thị trường phát điện cạnh tranh. Tính đến 11/3/2016, có 15/51 nhà máy đã rút khỏi thị trường phát điện cạnh tranh. Do vậy, sản lượng nhiệt điện tăng mạnh để bù đắp cho lượng điện thiếu hụt từ thủy điện. Trong 2 tháng đầu năm 2016, sản lượng NT2 tăng 7% y.o.y trong khi sản lượng các nhà máy thủy điện là SHP, CHP giảm lần lượt 37% và 44%. Kết hợp với việc giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh giảm, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thủy điện trong quý 1/2016 sẽ giảm sút trong khi kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhiệt điện tương đối khả quan.

Tỷ giá diễn biến không có lợi cho các doanh nghiệp nhiệt điện: tính đến ngày 31/03/2016, tỷ giá JPY/VND; EUR/VND và KRW/VND tăng lần lượt là 6.1%; 2.6% và 8.0% so với thời điểm 31/12/2015. Như vậy, các doanh nghiệp có dự nợ ngoại tệ sẽ ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá ước tính lần lượt là 275 tỷ với PPC; 45 tỷ với NT2 và 50 tỷ với BTP.

	Loại hình	Công suất (MW)	Vị trí	DT 2015 (tỷ đồng)	%y.o.y	LNST 2015 (tỷ đồng)	% y.o.y	Lưu ý
PPC	Nhiệt điện than	1040	Hải Dương	7,664.95	2%	469.63	-55%	Lỗ tỷ giá, sản lượng quý 1 thấp; ghi nhận lỗ từ công ty liên kết
NT2	Tua-bin khí	750	Đồng Nai	6,729.44	-5%	1,141.63	-28%	2014 có hồi tố giá điện
BTP	Tua- bin khí	388	Vũng Tàu	1,831.57	-13%	115.58	-13%	Sản lượng giảm và lỗ tỷ giá
CHP	Thủy điện	170	Huế	729.31	16%	328.30	54%	Sản lượng tiêu thụ tăng
NBP	Nhiệt điện than	100	Ninh Bình	671.18	-31%	11.10	-75%	Sản lượng giảm và suất tiêu hao than tăng
SHP	Thủy điện	122.5	Lâm Đồng	594.69	0%	164.56	-25%	Sản lượng tiêu thụ giảm
TMP	Thủy điện	150	Bình Phước	564.98	-18%	208.37	-13%	Giá bán điện tăng
VSH	Thủy điện	136	Bình Định	467.42	-16%	251.62	-30%	Sản lượng tăng và tham gia phát điện cạnh tranh
SJD	Thủy điện	104	Bình Phước; Gia Lai; Điện Biên;	382.06	-2%	179.35	-2%	Thêm nhà máy mới
TBC	Thủy điện	120	Yên Bái	251.09	-19%	115.29	-17%	Sản lượng giảm
SBA	Thủy điện	73	Quảng Nam; Phú Yên	194.93	-8%	51.77	-21%	Sản lượng giảm
HJS	Thủy điện	12	Hà Giang	163.67	16%	33.50	61%	Giá bán điện tăng
GHC	Thủy điện	28.2	Gia Lai	119.54	-5%	63.05	13%	Sản lượng giảm
DRL	Thủy điện	16	Đắk Nông	63.25	-1%	34.66	2%	Sản lượng giảm

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** cho các doanh nghiệp **nhiet điện** trong 3 quý còn lại của năm 2016 nhờ sản lượng huy động tăng lên cùng với chi phí nguyên nhiên liệu đầu vào ở mức thấp. Đối với các doanh nghiệp **thủy điện**, như đã được trình bày trong [báo cáo “Đánh giá tác động của El Nino/ La Nina” phát hành ngày 21/03/2016](#), dự báo năm 2016 sẽ là năm khó khăn đối với các nhà máy thủy điện khi lượng mưa tiêu hụt khoảng 25-50% so với trung bình nhiều năm. Tuy nhiên, nếu La Nina xảy ra vào cuối năm 2016 sẽ là cơ hội cho các nhà máy thủy điện hồi phục mạnh mẽ nhờ lượng nước về tăng mạnh vào mùa khô. Dù các cổ phiếu nhiệt điện đã tăng trưởng tốt trong quý 1/2016, nhưng cổ phiếu của ngành nói chung vẫn đang có mức định giá hấp dẫn với P/E trung bình là 8.6x và P/B trung bình 1.28x.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
NT2 ¹	5,902	1,048	3,636	9.13	1.50	17.00%	22% tiền & 7% cp	33,200	36,405	Link
PPC ²	6,921	852	2,676	6.84	1.03	14.00%	12% tiền	18,800	20,032	
SJD	474	238	4,781	5.42	1.02	21.00%	25% tiền	24,800	30,941	Link
CHP	735	380	2,880	7.19	1.26	20.00%	9% tiền & 5% cp	20,400	24,545	Link
SHP	593	210	2,246	8.46	1.35	16.00%	15% tiền	18,800	19,082	Link

Nguồn: BSC Research

1 Năm 2016 lỗ tỷ giá ước tính 118 tỷ đồng với dự báo USD/VND tăng 5% 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 5% và JPY/USD ở mức 130

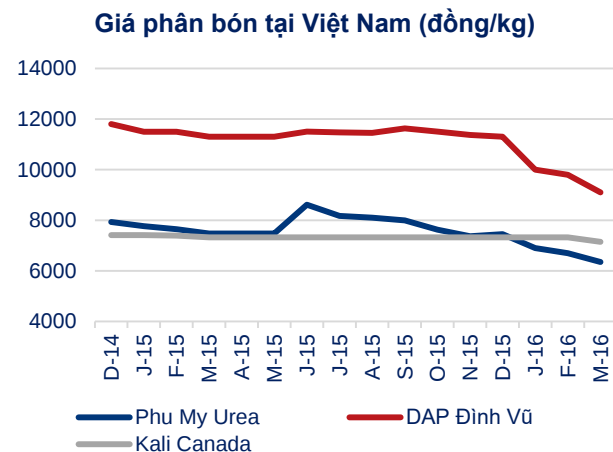
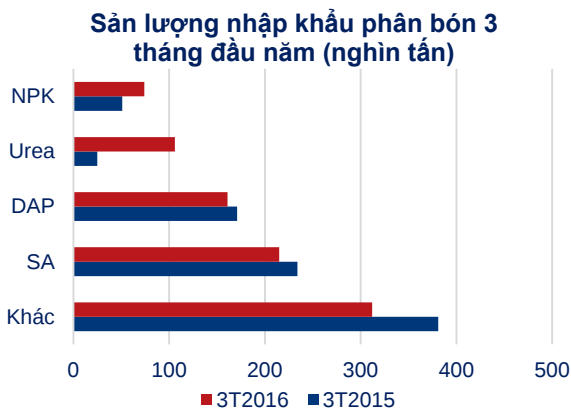
Ngành Phân bón [Khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

- Nguồn cung phân bón giảm nhẹ
- Giá phân bón giảm mạnh 15% đối với urea và 19% đối với DAP
- Tăng thuế nhập khẩu phân bón DAP từ 3% lên 5%
- Kết quả kinh doanh quý 1 kém khả quan

Sản xuất phân bón: theo tổng cục thống kê, trong 2 tháng đầu năm 2016 sản lượng sản xuất urea giảm nhẹ 4.8% xuống 360.7 nghìn tấn trong khi sản lượng sản xuất NPK tăng nhẹ 6.6% đạt 340.3 nghìn tấn.

Sản lượng nhập khẩu phân bón giảm nhẹ: sản lượng phân bón nhập khẩu trong 3 tháng đầu năm 2016 đạt 843 nghìn tấn với giá trị 249 triệu USD, giảm lần lượt 2.2% về khối lượng 6.3% về giá trị so với cùng kỳ 2015³. Đáng chú ý trong khi đa số sản lượng nhập khẩu các loại phân bón khác đều giảm thì sản lượng nhập khẩu phân urea tăng hơn 4 lần, đạt 106 nghìn tấn. Trung Quốc vẫn chiếm đến 40% nguồn phân bón nhập khẩu của Việt Nam. Với việc tham gia ký kết một số hiệp định thương mại tự do, lượng phân bón nhập khẩu từ Malaysia và Hàn Quốc tăng lần lượt hơn 5 lần và hơn 2 lần trong khi lượng phân bón nhập khẩu từ Nga lại giảm tới 79%.



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, BSC Research

Giá bán phân bón giảm mạnh trong những tháng đầu năm: trong 3 tháng đầu năm 2016 El Nino khiến hạn hán và nhiễm mặn diễn biến khắc nghiệt tại một số tỉnh đồng bằng sông Cửu Long và miền Trung. Việc canh tác của người dân bị ảnh hưởng nghiêm trọng khiến nhu cầu tiêu thụ phân bón giảm sút kéo theo sự

³ Theo ước tính của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam

giảm giá phân bón. Trong 3 tháng đầu năm 2016, giá phân bón urea Phú Mỹ giảm khoảng 15%, giá phân bón DAP Đình Vũ giảm khoảng 19% và giá Kali nhập khẩu từ Canada giảm 2%.

Tăng thuế nhập khẩu phân bón DAP: nhằm giúp hạn chế sản lượng DAP nhập khẩu, từ ngày 3/4/2016, thuế nhập khẩu phân bón DAP sẽ được tăng từ 3% lên 5%.

Giá nguyên nhiên liệu đầu vào giảm mạnh: trong 3 tháng 2015, giá khi bán cho DPM giảm 39% so với cùng kỳ và giảm 8% so với cuối năm 2015. Đồng thời giá lưu huỳnh cũng giảm 51% so với cùng kỳ và 29% so với cuối năm 2015.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong năm 2015: tính chung năm 2015, kết quả kinh doanh của toàn ngành phân bón suy giảm so với cùng kỳ do giá bán giảm trong khi chi phí vận chuyển tăng lên và không được khấu trừ VAT đầu vào. Tuy nhiên do giá đầu vào giảm nên lợi nhuận của DPM tăng mạnh trong năm 2015. Đến quý 1/2016 do ảnh hưởng của El Nino khiến nhu cầu tiêu thụ phân bón giảm⁴ kèm với giá phân bón giảm mạnh nên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón không khả quan.

	Sản phẩm chính	DT 2015 (tỷ đồng)	%y.o.y	LNST 2015 (tỷ đồng)	%y.o.y	DT KH2016	LNST KH2016	Cổ KH2016	tức
DPM	Ure	9,765	2%	1,488	36%	9,105	1,228		30
BFC	NPK	6,038	-5%	229	0%	6,624	369*		
DCM	Ure	5,584	-8%	755	-8%				
LAS	NPK, phân lân	4,651	-7%	306	-30%	4,900	436*		
QBS	Thương mại	3,501	32%	80	24%				
PSE	Thương mại	2,695	-5%	27	-8%	2,443	18		12
PSW	Thương mại	2,600	2%	32	0%	2,588	28		12
PCE	Thương mại	2,452	4%	28	-30%	1,957	16		12
SFG	NPK	2,339	4%	86	-15%	2,425	110		
DGL	Phân lân	2,118	17%	273	42%	1,869	165		30
HAI	Thương mại	1,515	69%	30	-22%				
PMB	Thương mại	1,423	14%	25	-4%				
VAF	Phân lân	957	3%	65	-23%				
NFC	Phân lân	533	-22%	18	-52%				
PCN	Thương mại	243	0%	3	-12%				

Nguồn: BSC Research

(*: LNTT)

⁴Xem cụ thể tại [báo cáo “Đánh giá tác động của El Nino/ La Nina” phát hành ngày 22/03/2016](#)

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành phân bón cho 3 quý còn lại của 2016. Trong trường hợp El Nino sẽ kết thúc vào giữa năm 2016 và theo sau là hiện tượng La Nina có thể diễn ra vào cuối năm 2016 như dự báo của một loạt các tổ chức lớn như WMO, NASA⁵, chúng tôi kỳ vọng giá phân bón cũng như nhu cầu tiêu thụ sẽ phục hồi dần từ cuối quý 2/2016- đây cũng là thời điểm các nhà máy phân bón tiến hành bảo dưỡng máy móc, có thể gây thiếu hụt nguồn cung cục bộ. Ngoài ra việc giá nguyên nhiên liệu ở mức thấp hơn so với cùng kỳ cũng như thay đổi chính sách thuế VAT kỳ vọng góp phần cải thiện biên lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2015	Giá mục tiêu
DPM	8,901	1,709	3,754	7.70	1.36	19%	40% tiền	28,900	34,770
LAS	4,189	393	4,797	6.15	1.65	28%	55% tiền	29,500	31,180
BFC	7,537	258	5,155	5.80	1.71	24%	28% tiền	29,900	33,507

Nguồn: BSC Research

⁵ Xem cụ thể tại [báo cáo “Đánh giá tác động của El Nino/ La Nina” phát hành ngày 22/03/2016](#)

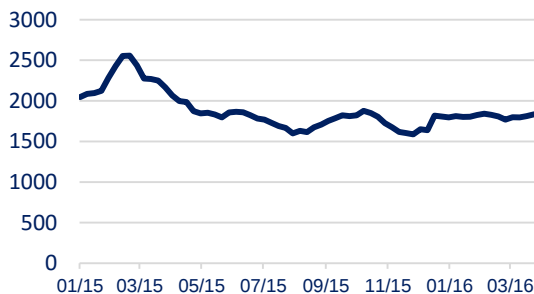
Ngành Sữa [Khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

- Giá sữa nguyên liệu thế giới giữ ở mức thấp, DN sữa Việt Nam hưởng lợi
- Kết quả kinh doanh của 2 doanh nghiệp sữa trên sàn đều tăng trưởng tốt trong 2015 và Q1/2016

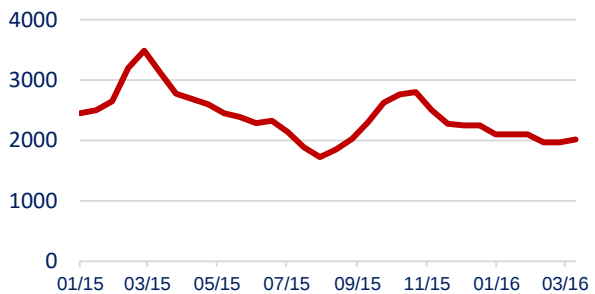
Giá sữa nguyên liệu thế giới giữ ở mức thấp, DN sữa Việt Nam hưởng lợi: So với đầu năm 2016, giá sữa thời điểm cuối tháng 3 tăng nhẹ 2.1% đối với SMP, trong khi giảm nhẹ 3.9% đối với WMP. So với cùng kỳ 2015, giá sữa bình quân Q1/2016 giảm mạnh 20.7% với SMP và 29.6% với WMP. Nguyên nhân chính do (1) sản lượng xuất khẩu từ châu Âu tăng 6% so với 2015 do việc loại bỏ hạn ngạch sản xuất sữa ở châu Âu khiến các DN sản xuất sữa tại đây tăng sản lượng để đạt lợi thế quy mô và mở rộng thị phần thế giới; trong khi (2) nhu cầu sụt giảm tại 2 nước nhập khẩu sữa lớn nhất thế giới Trung Quốc (-8%) và Nga (giảm 75% cùng kỳ do lệnh cấm vận nhập khẩu từ châu Âu sang Nga. Lệnh cấm vận được mở rộng đến tháng 8/2016).

Giá SMP (01/2015-03/2016) (usd/ton)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá WMP (01/2015 - 03/2016) (usd/ton)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Kết quả kinh doanh

Trong 2015, kết quả kinh doanh của 2 doanh nghiệp sữa trên sàn đều tăng trưởng tốt. Với VNM, doanh thu, lợi nhuận đều tăng trưởng mạnh so với năm trước; LNG cải thiện lên mức 40.6% nhờ hưởng lợi từ giá sữa nguyên liệu. Với HNM, Doanh thu và lợi nhuận đều tăng mạnh, tuy nhiên biên LNG giảm nhẹ.

Trong Q1/2016, giá sữa nguyên liệu ở mức thấp tiếp tục có tác động tốt đến các doanh nghiệp sữa. Với HNM, giá sữa nguyên liệu được chốt cho 6 đến 9 tháng giúp DN giảm rủi ro giá nguyên liệu biến động. Q1/2016, HNM bắt đầu đẩy mạnh hoạt động bán hàng nhằm đạt kế hoạch doanh thu, lợi nhuận cao trong 2016.

Mã	DT 2015	% yoy	%yoy	P/E	P/B	Kế hoạch 2016
----	---------	-------	------	-----	-----	---------------

			Biên LNG 2015	Biên LNG 2014	LNST 2015		EPS trailing 12M			Div 2015	DT 2016	LNST 2016
VNM	40,080.4	+14.6	40.6%	35.2%	7,773.4	+28.1%	6,477	20.7x	7.68x	n/a	n/a	n/a
HNM	267.8	+20.7%	29.5%	31.2%	2.5	+1,508%	125	73.6x	0.87x	0	450	9.5

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Trong 3 quý còn lại của 2016, giá sữa nguyên liệu thế giới tiếp tục được kì vọng giữ ở mức thấp do dư cung. Các DN đang sử dụng sữa bột nguyên liệu để sản xuất nhờ vậy có thể tiếp tục được hưởng lợi khi khi giá sữa thành phẩm trong nước dự báo ổn định.

Với VNM, khả năng nới room có thể khiến nhà đầu tư nước ngoài giao dịch VNM tốt hơn. Trong khi đó, KQKD của HNM bắt đầu có sự cải thiện, nhưng chưa đáng kể và cần theo dõi thêm. Vì vậy, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** với ngành Sữa trong Q2/2016 và khuyến nghị MUA với VNM và THEO DÕI với HNM.

Mã CK	DT 2016E (tỷ đ)	LN 2016E (tỷ đ)	EPS 2016	P/E F 2016	P/B F 2016	ROE 2016	Dividend 2015	Giá đóng cửa 31/03/2016	Giá mục tiêu	Link
VNM	45,016	8,823	7,353	17.4	7.1	41.00%	40% tiền	134,000	148,000	Link
HNM	260	3.4	170	52.4	0.8	1.60%		9,200	n/a	

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Ngành Xi măng [Trung lập]

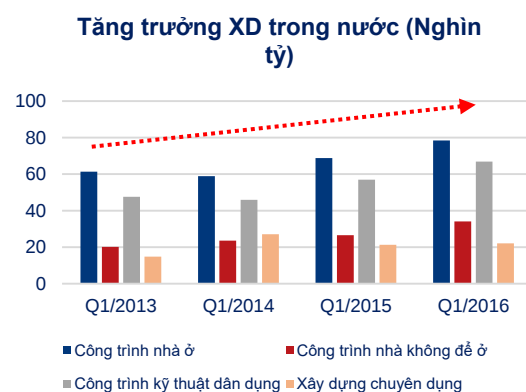
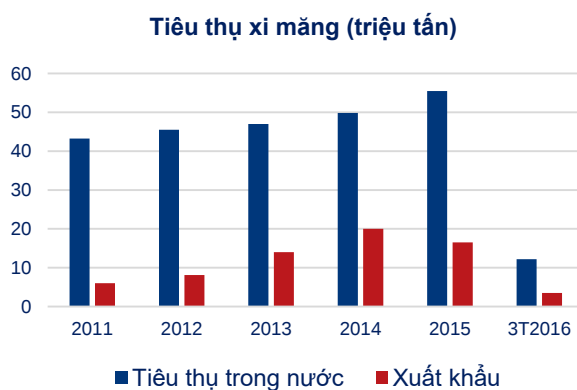
Thực trạng Quý 1/2016

- Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt, chủ yếu đến từ thị trường nội địa (12.26%)
- Tiêu thụ xi măng tại khu vực miền Nam tiếp tục đạt tốc độ tăng trưởng mạnh nhất cả nước do hưởng lợi từ quá trình tăng đầu tư đón FTAs
- Lỗ tỷ giá do đánh giá lại dư nợ ngoại tệ trong Q1/2016

Lực cầu trong nước vẫn tiếp tục là động lực tăng trưởng cho ngành Xi măng. Tổng kết Q1/2016, sản lượng tiêu thụ xi măng đạt 15,71 triệu tấn (+9,8%yoy), trong đó, tiêu thụ nội địa đạt 12,21 triệu tấn (+12,26%yoy) và xuất khẩu đạt 3,5 triệu tấn (+2%yoy). Tăng trưởng của ngành Xi măng 2016 sẽ chủ yếu đến từ nhu cầu trong nước, sự dư cung của xi măng Trung Quốc (khoảng 670 triệu tấn) sẽ tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực, tăng cạnh tranh tại các thị trường xuất khẩu xi măng của Việt Nam.

Hiện ngành Xi măng Việt Nam vẫn đang trong tình trạng dư thừa nhẹ, tổng công suất các nhà máy xi măng đạt khoảng 81,56 triệu tấn (2016 sẽ không có thêm dự án mới đi vào hoạt động), trong khi dự báo tiêu thụ cả năm 2016 ở mức 75 – 77 triệu tấn (tăng 5 – 6%yoy).

Tiêu thụ xi măng tại miền Nam vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng cao nhất cả nước. Theo báo cáo của HHXM, trong 2 tháng đầu năm 2016, sản lượng tiêu thụ xi măng tại khu vực phía Nam đạt 2,55 triệu tấn (+14,27%yoy) và chiếm 38,56% thị phần cả nước (tăng so với mức thị phần 35,26% của cả năm 2015). Số liệu đã phản ánh mức độ hấp dẫn và tăng trưởng nhanh chóng của các dự án đầu tư phía Nam. Trong Q1/2016, Đồng Nai và Bình Dương là 2 tỉnh thu hút vốn ĐTNN nhiều nhất với tổng số vốn 956 triệu USD, chiếm 23,7% tổng vốn đầu tư vào Việt Nam.



Nguồn: BSC Research, Tổng cục thống kê, Bộ Xây dựng

Đơn vị: Tấn	2T2015	2T2016	Tăng trưởng	Thị phần
Miền Bắc	2,550,362	2,630,227	3.13%	39.84%
Miền Trung	1,306,232	1,426,322	9.19%	21.60%
Miền Nam	2,228,313	2,546,196	14.27%	38.56%

Nguồn: HHXM, BSC Research

Lỗ chênh lệch tỷ giá trong Q1/2016. Theo tỷ giá bán của VCB, tỷ giá VND/EUR tăng từ 24.708 đồng (31/12/2015) lên mức 25.425 đồng (31/03/2016), tăng 2,9%, nếu tạm lấy tỷ giá này để ước tính lỗ chênh lệch tỷ giá EUR cho 3 doanh nghiệp HT1 (dư nợ trên 60 triệu EUR), BCC (dư nợ 28,61 triệu EUR) và BTS (dư nợ 30,53 triệu EUR) thì mức lỗ lần lượt khoảng 43 tỷ đồng, 20,5 tỷ đồng và 21,89 tỷ đồng.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm **Trung lập** với ngành Xi măng như trong báo cáo Triển vọng Ngành 2016. Điểm đáng lưu ý là tốc độ tăng trưởng của ngành đang cao hơn so với kỳ vọng, mức tăng sản lượng tiêu thụ nội địa đạt trên 12%yoy, các doanh nghiệp xi măng có dòng tiền cải thiện, trả nợ ngoại tệ đúng hạn, dư nợ giảm giúp giảm bớt áp lực về tỷ giá và lãi suất. Chúng tôi kỳ vọng cơ hội đầu tư xuất hiện trở lại vào cổ phiếu ngành Xi măng.

HT1 – Nắm giữ – Giá mục tiêu 27.915 đồng/cp ([link](#))

Chúng tôi ước tính LNST 2016 đạt khoảng 769 tỷ đồng, tạm loại bỏ quỹ khen thưởng phúc lợi khoảng 20%, EPS 2016 core = 1.975 đồng. Ngày 31/03/2016, cổ phiếu HT1 được giao dịch với giá 25.800 đồng, PE FW = 13,07x.

KQKD Q1 khả quan: Hưởng lợi từ tốc độ tăng trưởng mạnh của khu vực phía Nam, ước tính sản lượng tiêu thụ xi măng của HT1 tăng 20% so với cùng kỳ 2015, đạt khoảng 1,22 triệu tấn. Giá bán xi măng vẫn giữ nguyên, tuy nhiên mặt hàng xi măng rời có tốc độ tăng trưởng cao hơn xi măng bao, nên biên lợi nhuận sẽ thấp hơn so với cùng kỳ 2015. Chúng tôi ước tính LNST core Q1/2016 đạt khoảng 125 – 130 tỷ.

BCC – Mua – Giá mục tiêu 17.323 đồng/cp ([link](#))

Ngày 31/3/2016, cổ phiếu BCC được giao dịch với giá 15.800 đồng, tương đương PB = 0.89, PE FW 2016 = 7,75x (EPS 2016 core = 2.038 sau khi đã tạm trừ 20% LNST cho quỹ khen thưởng phúc lợi).

Ước tính KQKD Q1/2016: Sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 920.000 tấn xi măng (tăng 12 – 15%yoy) và hơn 100.000 tấn clinker. Tình hình tiêu thụ tích cực hơn so với năm trước. Do giá bán xi măng có giảm 30.000 đồng/tấn (ở một số loại mặt hàng) nên DT đạt khoảng 990 – 1000 tỷ đồng (+10%yoy), LNST core (chưa tính chênh lệch tỷ giá) đạt 58 – 59 tỷ đồng (+6%yoy).

Kế hoạch đầu tư dây chuyền nghiền xi măng đến đóng bao: dự kiến tổng mức đầu tư khoảng 800 tỷ, trong đó 75% là vốn vay và 25% là vốn tự có. Hiện tại doanh nghiệp đã giải tỏa xong mặt bằng để thi công dự án, và chưa đưa ra kế hoạch vốn vay cụ thể.

Cổ tức 2015 – 2016: BCC đang trình Vicem kế hoạch trả cổ tức cho năm 2015 và 2016. Dự kiến cổ tức 2015 là 15% bằng cổ phiếu và cổ tức 2016 là 10% có thể bằng tiền mặt.

BTS – Nắm giữ – Giá mục tiêu 8.500 đồng/cp ([link](#))

Ước tính LNTT 2016 core đạt khoảng 114 tỷ đồng, EPS = 835 đồng/cp (từ năm 2016, toàn bộ LNTT của BTS sẽ phải chịu thuế TNDN 20% do BCTC hết lỗ lũy kế). Ngày 31/03/2016, cổ phiếu BTS được giao dịch với giá 8.900 đồng, tương đương PE FW = 10,66x.

Cập nhật KQKD Q1/2016: Sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker đạt 872 nghìn tấn, (+18,64% yoy). LNTT hoạt động cốt lõi đạt 44 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 36 tỷ đồng của cùng kỳ 2015. BTS cho biết, doanh nghiệp chưa có kế hoạch đầu tư lớn nào cho năm 2016.

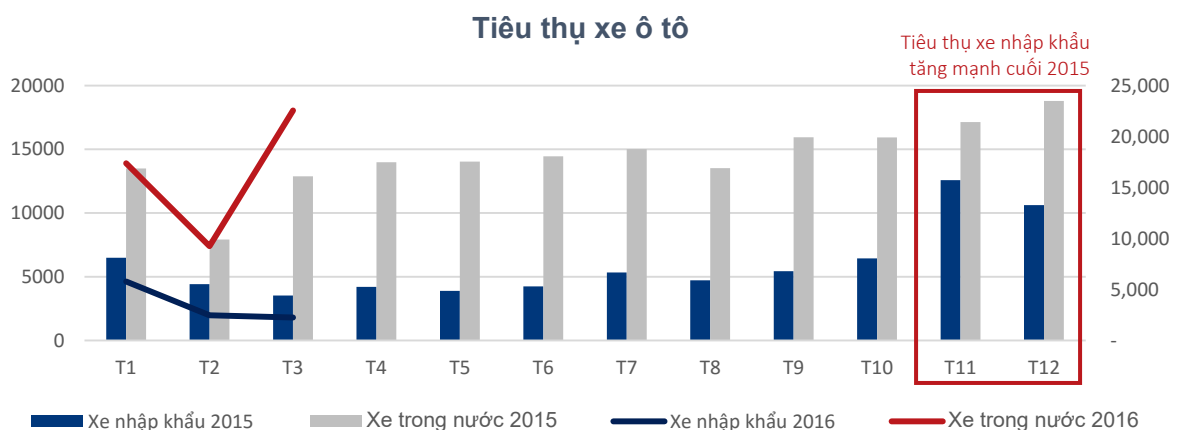
Mã	DT 2016 (tỷ đ)	LNST 2016 (tỷ đ)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 31/03/16	Giá mục tiêu	Link
HT1	8,229	785	1,975	13.06	1.57	15.06%	N/A	25,800	27,915	link
BCC	4,147	244	2,038	7.75	0.79	12.50%	15% cp	15,800	17,323	link
BTS	3,038	91	835	10.66	0.73	6.86%	N/A	8,900	8,500	link

Ngành Ô tô [Trung lập]

Thực trạng Quý 1/2016

- Sản lượng ô tô tiêu thụ chững lại với mức tăng 23% yoy trong Q1/2016, trong đó xe nhập khẩu giảm -36% yoy
- KQKD 2015 tăng trưởng đột biến với doanh thu tăng trung bình 86.4% và lợi nhuận tăng 144.5%
- Tăng trưởng tiêu thụ ô tô dự kiến chững lại đáng kể trong 2016, với kế hoạch tăng trưởng doanh thu trung bình 30%.
- Thuế tiêu thụ đặc biệt được thông qua sẽ ảnh hưởng đáng kể đến sức tiêu thụ ô tô

Sức tiêu thụ ô tô phục hồi tốt trong tháng 3. Theo thống kê của hiệp hội sản xuất ô tô Việt Nam, 3 tháng đầu năm 2016 đã tiêu thụ 59,685 xe (+23% yoy), chững lại so với mức tăng trưởng trung bình 51% yoy của năm 2015. Cụ thể, sức tiêu thụ trong tháng 3/2016 có mức tăng 51% yoy, phục hồi tốt sau 2 tháng đầu năm tăng trưởng tiêu thụ ở mức 8% yoy. Sự tăng trưởng của ngành chủ yếu đến từ dòng xe lắp ráp trong nước (+55% yoy), trong khi xe nhập khẩu giảm mạnh -36%. Sức tiêu thụ của xe nhập khẩu đã chịu ảnh hưởng bởi quy định thay đổi cách tính thuế tiêu thụ đặc biệt làm tăng thuế cho xe nhập khẩu dưới 24 chỗ ngồi. Quy định này có hiệu lực từ 1/1/2016, đã khiến người dân đẩy mạnh mua xe vào cuối 2015, qua đó làm giảm nhu cầu trong các tháng đầu năm.



Nguồn: VAMA, BSC Research

Đối với từng loại xe, xe du lịch tăng nhẹ 6%, do đây là mảng xe chịu ảnh hưởng chính bởi quy định về thuế nhập khẩu. Ngược lại xe thương mại (xe tải, chuyên dụng) có mức tăng tốt 55% yoy, mặc dù đã giảm đáng kể so với mức tăng 72.7% của năm 2015.

Các doanh nghiệp có mức tăng trưởng doanh thu khả quan cho cả năm 2015. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng kết quả kinh doanh quý 4 của các doanh nghiệp đã có sự chững lại trong doanh thu và sụt giảm về lợi

nhuận. Doanh thu trung bình các doanh nghiệp niêm yết trong quý 4 đã tăng 19.6%, thấp hơn đáng kể mức tăng trung bình 86.4% của cả năm 2015, và lợi nhuận sau thuế giảm 2.72%

Mã	DT 2015	% yoy	LNST	% yoy	Cổ tức	Ghi chú
SVC	9,889.9	24.7%	163.3	86.0%	12% tiền	Doanh thu từ phân phối ô tô tăng trưởng 26%; hoạt động thoái vốn bất động sản đóng góp 47.2 tỷ vào LNNT.
HAX	1,820.9	49.2%	28.3	73.6%		Thu nhập từ thưởng đạt chỉ tiêu doanh số đóng góp đáng kể cho lợi nhuận (8 tỷ)
TMT	3,365	146%	186.8	192%	38.5% tiền	
HTL	1,706.7	65.4%	135.3	116.6%	90% tiền; 50% cổ phiếu	
HHS	3,512.7	146.7%	481.2	254.2%	10% tiền; 15% cổ phiếu	Ghi nhận 119 tỷ đồng lợi nhuận từ việc mua CTCP Phát triển dịch vụ Hoàng Giang trong Q4/2015

Nguồn: BSC Research

Một số chính sách được thông qua trong các tháng đầu năm bao gồm (1) chiến lược và quy hoạch phát triển ngành ô tô được Thủ tướng phê duyệt vào tháng 2/2016, với các chính sách hỗ trợ về tín dụng, kích cầu và phát triển thị trường sẽ hỗ trợ cho khả năng sản xuất ô tô trong dài hạn và (2) Dự thảo thuế tiêu thụ đặc biệt như được đề cập trong báo cáo năm của BSC

Kế hoạch kinh doanh 2016 khả quan, mặc dù chứng lại đáng kể so với mức tăng trưởng 2015: Hiện có 3 doanh nghiệp đã thông qua kế hoạch kinh doanh 2016 là SVC, HHS và TMT. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận đột biến, HHS có mức tăng lợi nhuận 10% yoy.

	DT 2016	% yoy	LNST 2016	% yoy	Cổ tức 2016
TMT	5803.8	75%	256.3	35%	50%
HHS	4,000	13%	398	-17.3%	15%
SVC	11,000	11%	160	-2%	14%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành ô tô. Sau giai đoạn tăng mạnh cuối 2015, cổ phiếu ô tô đã sụt giảm do kết quả kinh doanh quý 4 thấp hơn kỳ vọng, và do số liệu tiêu thụ ô tô của 2 tháng đầu

năm chững lại. Hiện tại mức P/E giảm từ 7.5 vào cuối 2015 về mức 5.8x, và P/B giảm từ 3.2 về 2.0. Chúng tôi có cập nhật mức giá mục tiêu dựa trên cơ sở kết quả kinh doanh 2015, và triển vọng tiêu thụ xe ô tô trong 2016 như sau:

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2015	Giá 31/03/16	Giá mục tiêu	Link báo cáo
SVC	11,274	154.4	3,645	8.25	0.8	9.7%	14.0%	30,100	38,000	Link
TMT	5,803	256.3	7,795	5.5	2.2	39.3%	44.0%	43,000	52,500	

Nguồn: BSC Research

Ngành Bảo hiểm [Trung lập]

Thực trạng ngành bảo hiểm phi nhân thọ 2015

- Phí bảo hiểm gốc tăng trưởng mạnh trong 2015 (+17.2% yoy), đặc biệt trong các mảng bán lẻ: xe cơ giới (+24.6% yoy); sức khỏe (+27.8% yoy)
- Tỷ lệ bồi thường gốc tăng 3%, chủ yếu chi trả các trách nhiệm bồi thường đã được dự phòng từ 2014.
- Kết quả kinh doanh 2015 của các doanh nghiệp niêm yết khả quan với doanh thu tăng trung bình 24% và hệ số kết hợp giảm 0.15%.
- Triển vọng 2016 khả quan nhờ mặt bằng lãi suất tiền gửi cải thiện, nguồn tiền đầu tư tăng cao và quy định tăng phí bảo hiểm

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tăng tốt trong năm 2015. Theo Cục quản lý giám sát bảo hiểm, toàn ngành đạt 32,038 tỷ đồng phí bảo hiểm gốc (+17.18%yoy), cao hơn mức tăng trưởng trung bình 12.4% giai đoạn 2005-2014. Các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ ghi nhận 18,078 tỷ đồng dự phòng nghiệp vụ (+35.8% yoy), và 31,306 tỷ đồng tiền đầu tư tài chính (+5% yoy).⁶

Sức tăng trưởng của ngành bảo hiểm phi nhân thọ chủ yếu đến từ mảng bán lẻ, với 24.6% cho bảo hiểm xe cơ giới, và 27.8% cho bảo hiểm sức khỏe. Bên cạnh sự nỗ lực mở rộng hệ thống phân phối của các doanh nghiệp bảo hiểm, các yếu tố thị trường đóng góp lớn vào sức tăng trưởng này: (1) tiêu thụ ô tô tăng cao; (2) thu nhập người dân cải thiện, (3) nhận thức về bảo hiểm nâng cao.

Tỷ lệ bồi thường tăng cao lên 42.38%, từ mức 39.37% năm 2014, chủ yếu từ mảng tài sản kỹ thuật, với các vụ cháy nổ và việc các doanh nghiệp đẩy mạnh việc bồi thường liên quan đến vụ việc Bình Dương, Hà Tĩnh của năm 2014. Hầu hết các chi phí này đã được trích lập từ 2014, do vậy không ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh năm 2015.

Hoạt động kinh doanh trong 2015 khả quan. Hoạt động tài chính có nhiều đột biến như thương vụ tăng vốn của BIC và PTI giúp tăng lượng tiền đầu tư, hay việc PVI bán 26% PVI Sun Life và ghi nhận 500 tỷ đồng lợi nhuận đột biến. Hoạt động bảo hiểm gốc của các doanh nghiệp đầu ngành có cải thiện, thể hiện ở hệ số kết hợp trung bình giảm nhẹ 0.15%.

Tỷ đồng	BVH (*)	PVI (*)	BMI	PTI	PGI	BIC
Doanh thu phí BH	5,223	3,146	2,822	2,501	2,231	1,546
% yoy	7.7%	32.7%	8.5%	64.1%	5.1%	26.8%
% Bồi thường (1)	47.4%	-43.1%	-38.3%	-41.0%	-50.3%	-33.8%

⁶ http://www.mof.gov.vn/webcenter/portal/cqlgsbh/r/m/tttt/sltkctt/sltkctt_chitiet?dDocName=MOF151517&_afrLoop=15528017626690844

Tăng/giảm so với 2014	Giảm 7.6%	Tăng 0.9%	Tăng 0.2%	Giảm 2%	Giảm 0.2%	Tăng 0.5%
Hệ số kết hợp (2)	99%	101%	98%	100%	99%	99%
Tăng/giảm so với 2014	Giảm 1%	Giảm 1.8%	Tăng 0.3%	Tăng 0.5%	Tăng 0.1%	Tăng 1%

Hoạt động đầu tư

Số tiền đầu tư	51,502	9,227	2,671	2,918	1,709	2,821
% yoy	28.6%	-9.0%	1.2%	121.6%	9.6%	76.3%
LNG đầu tư	2,899	819	93	194	95	139
% yoy	0.8%	58.6%	35.7%	189.8%	2.4%	13.2%
Tỷ suất đầu tư	5.6%	8.9%	3.5%	6.6%	5.6%	4.9%
Tăng/giảm	Giảm 1.6%	Tăng 3.8%	Tăng 0.9%	Tăng 1.6%	Giảm 0.4%	Giảm 2.8%
LNTT 2015	368	247	168	205	115	157
% yoy	15.3%	10.8%	15.5%	142.8%	4.4%	13.9%
Cổ tức	10%		10% tiền, 10% cp		14%	10%

¹ Tỷ lệ bồi thường được tính bằng tổng chi bồi thường (bao gồm dự phòng) / doanh thu phí bảo hiểm thuần

² Hệ số kết hợp được BSC tính = (tổng chi phí kinh doanh bảo hiểm + chi phí quản lý doanh nghiệp)/ DTT từ HĐ bảo hiểm

(*) Là số liệu của mảng bảo hiểm phi nhân thọ

Nguồn: BSC Research

Triển vọng quý 2/2016 khả quan, chủ yếu đến từ (1) mặt bằng lãi suất tiền gửi được cải thiện từ 0.2 – 0.5%, ước tính sẽ cải thiện lợi nhuận đầu tư khoảng 3 – 5%; (2) Nguồn tiền đầu tư tăng lên sẽ được ghi nhận trong cả năm 2016, (3) Thông tư 22/2016/TT-BTC của Bộ Tài chính quy định tăng phí bảo hiểm trách nhiệm, bảo hiểm bắt buộc trách nhiệm dân sự của chủ xe cơ giới từ 10 – 20% đối với 13 dòng xe có tỷ lệ tai nạn cao, áp dụng từ ngày 1/4/2016.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** cho ngành bảo hiểm. Chúng tôi lưu ý rằng ngành bảo hiểm là ngành hiếm hoi sẽ được hưởng lợi khi mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng lên. Mặc dù vậy, cổ phiếu bảo hiểm hiện đang được giao dịch ở mức P/E trung vị là 12.85 và P/B trung vị là 1.85, tương đương mức trung vị định giá của các quốc gia thuộc khu vực Châu Á – Thái Bình Dương. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PTI và PGI.

	DT2016	LN2016	EPS 2016	P/E F	P/B F	ROE	Div yield 2015	Giá 31/3/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
PTI	2,913	141.7	1,762	12.8	1.05	7.1%	12%	22,600	24,900	link
PGI	2,376	102.6	1,474	10.9	1.37	12.1%	14%- tiền	16,000	18,600	link

Nguồn: BSC Research

Ngành Nhựa [Trung lập]

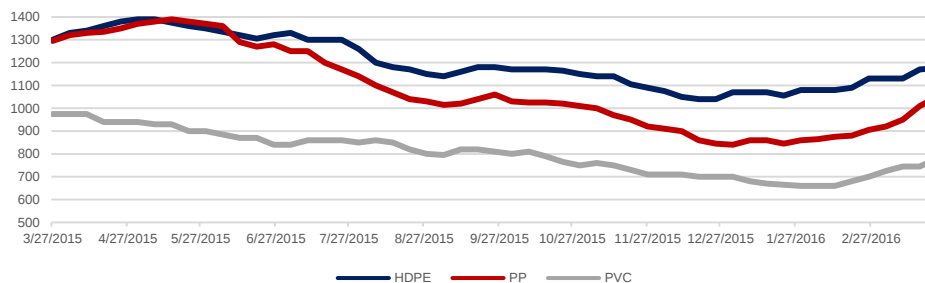
Thực trạng Quý 1/2016

- Ngành nhựa tăng trưởng 10,5% trong năm 2015
- Giá hạt nhựa phục hồi làm tăng chi phí sản xuất của các doanh nghiệp nhựa từ quý 2/2016.
- Xu hướng M&A các doanh nghiệp nhựa.

Ngành nhựa tăng trưởng 10,5% trong năm 2015, ước đạt 13,9 tỷ đồng⁷. Trong đó, thị trường nội địa tăng trưởng nhanh, tăng 15% trong 9T2015. Xuất khẩu sang Hoa Kỳ (chiếm 15% cơ cấu xuất khẩu năm 2015) tăng trưởng cao, tăng 15%, trong khi đó, 2 thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là EU (chiếm 24% cơ cấu xuất khẩu) và Nhật Bản (chiếm 22%) suy giảm lần lượt là 4% và 1%.

Giá hạt nhựa tăng. Hạt nhựa chiếm đến 70-80% chi phí sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa. Sau khi giảm mạnh từ tháng 9/2014, giá hạt nhựa đã bật tăng trở lại từ tháng 1/2016, tuy nhiên, vẫn thấp hơn so với cùng kỳ 2015. Giá hạt nhựa HDPE tăng 10% so với cuối năm 2015, đạt 1.175 USD/ MT tấn (thấp hơn 10% so với cùng kỳ 2015), giá hạt nhựa PP tăng 25%, đạt 1050 USD/MT tấn (thấp hơn 20% so với cùng kỳ 2015), và PVC tăng 11% đạt 780 USD/MT tấn (thấp hơn 20% so với cùng kỳ 2015). Điều này sẽ làm tăng chi phí, do đó, tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của phần lớn các doanh nghiệp nhựa trong quý 2/2016 do các doanh nghiệp thường có kỳ dự trữ hàng tồn kho kéo dài 1 quý.

Diễn biến giá hạt nhựa từ tháng 3/2015 đến tháng 3/2016



Nguồn: Bloomberg

Giảm thuế nhập khẩu hạt nhựa PP. Thông tư 16/2016/TT-BTC có hiệu lực từ ngày 06/03/2016 quy định giảm thuế nhập khẩu hạt nhựa PP dạng phân tán về 1% và hạt nhựa PP dạng nguyên sinh đáp ứng các tiêu chí về tỷ trọng, chỉ số nóng chảy, cường độ chịu lực, modun uốn về 0%, thay vì mức thuế 3% theo lộ

⁷ Hiệp hội nhựa Việt Nam (VPA)

trình quy định tại thông tư 107/201/TT-BTC. Điều này sẽ giảm chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp sử dụng nguyên liệu đầu vào là hạt nhựa PP như VBC, TPC, HPB, HBD, VBC.

Xu hướng M&A ngành nhựa. Là ngành có tốc độ tăng trưởng cao, đạt khoảng 15-17%/năm trong 3 năm gần đây, cùng với việc ký kết và đi vào hiệu lực nhiều FTAs như FTA Việt Nam-EU, FTA Việt Nam-Hàn Quốc và TPP, ngành nhựa Việt Nam hấp dẫn nhiều nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là các đối tác Thái Lan, Nhật Bản và Hàn Quốc. Cụ thể, tập đoàn CSG (Thái Lan) sở hữu 23,84% NTP, 20,4% BMP, mua 80% cổ phần công ty bao bì nhựa Batenco, nắm giữ cổ phần lớn tại 4 doanh nghiệp sản xuất nhựa gia dụng, bao bì của Việt Nam là Liên doanh Việt - Thái Plastchem, Nhựa và Hóa chất TPC Vina, Chemtech và Vật liệu nhựa Minh Thái. CTCP Nhựa bao bì Sài Gòn, CTCP Nhựa bao bì Tân Tiến cũng được bán 100% cho đối tác Thái Lan. RISA Partners (Nhật Bản) ngỏ ý muốn đầu tư vào Công ty Nhựa dân dụng Đông Á.

KQKD 2015. Kết thúc năm 2015, nhờ nhu cầu tiêu thụ sản phẩm tăng cao, tổng doanh thu của 8 doanh nghiệp nhựa niêm yết đạt 14 nghìn tỷ đồng (+15% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+28% yoy). Giá hạt nhựa giảm sâu giúp biên lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp được cải thiện như BMP (tăng từ 20% lên 24%), RDP (tăng từ 5% lên 8%), nhựa Đà Nẵng (DPC tăng từ 1% lên 3%), DNP (tăng từ 8% lên 9%, nhờ hợp nhất mảng kinh doanh nước có biên lợi nhuận cao). Trong khi đó, biên lợi nhuận thuần của một số doanh nghiệp hầu như không đổi do công ty giảm giá bán/tăng chiết khấu cho người bán.

Mã CP	Sản phẩm	DTT 2015	% yoy	Biên LNG 2015	Biên LN thuần từ SXKD 2015	LNST 2015	% yoy
NTP	Ống nhựa	3,556	19%	36%	12%	366	13%
BMP	Ống nhựa	2,792	16%	32%	24%	500	33%
DNP	Ống nhựa	904	52%	18%	9%	45	97%
DPC	Ống nhựa	82	5%	16%	3%	2	118%
DAG	Cửa nhựa,	1,254	13%	8%	6%	40	36%
	thanh						
AAA	Bao bì	1,615	3%	12%	5%	40	-15%
RDP	Bao bì	1,131	5%	13%	8%	60	163%
TPP	Bao bì	872	30%	13%	4%	17	49%
SPP	Bao bì	813	9%	13%	7%	10	21%
VBC	Bao bì	663	9%	11%	6%	25	19%
Tổng		13,681	15%			1,106	28%

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** với cổ phiếu ngành nhựa. Lưu ý, các thương vụ M&A trong ngành, nơi room cho nhà đầu tư nước ngoài và thoái vốn của SCIC tại BMP và NTP sẽ là tâm điểm chú ý của ngành và là tiền đề cho sự bứt phá về giá cho nhóm cổ phiếu ngành nhựa. Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành nhựa đã được cải thiện, và cần theo dõi thêm. Giá hạt nhựa có dấu hiệu phục hồi trong quý 1/2016 (dù vẫn ở mức thấp hơn giá hạt nhựa trung bình năm 2015) sẽ tác động tiêu cực đến kết quả kinh

doanh của các doanh nghiệp nhựa. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu BMP, đồng thời khuyến nghị theo dõi đối với các cổ phiếu NTP, AAA và RDP.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2015	Giá mục tiêu	Link báo cáo
BMP	3,368	626	12,585	11.52x	3.19x	29%	45% cash div	145.000	157.946	
NTP	4,063	409	6,228	10.84x	2.43x	22%	30% cash div 10% stock div	67.500		Link
AAA	2,046	72	1,360	12.35x	1.01x	8%	25% stock div	16,800		Link

Nguồn: BSC Research

Ngành Thép [Trung lập]

Thực trạng Quý 1/2016

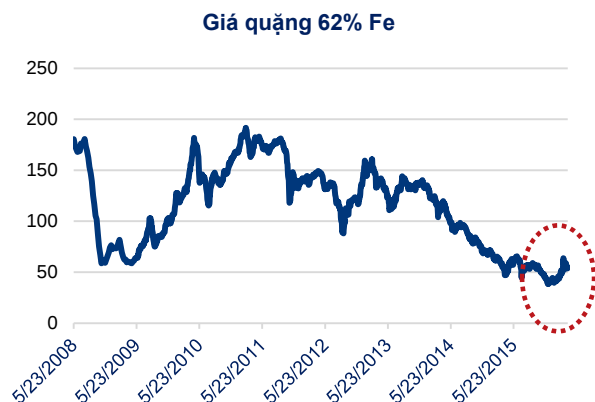
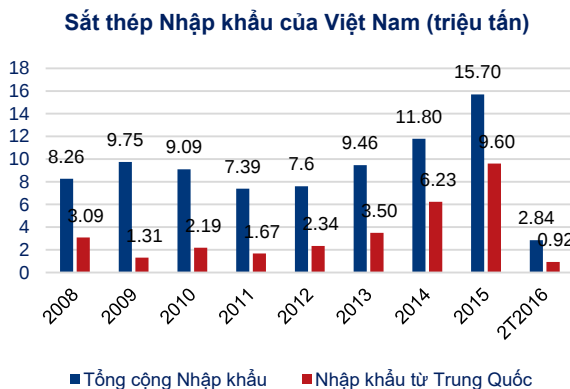
- Giá quặng sắt phục hồi ngắn hạn do Trung Quốc tăng tích trữ
- Phôi thép và thép Xây dựng được áp thuế tự vệ
- Sản lượng tiêu thụ Thép tăng đột biến trong Quý 1/2016

Trong Q1/2016, ngành Thép trong nước được hỗ trợ bởi những yếu tố tích cực là (1) Giá thép nguyên liệu tăng và (2) Chính sách tự vệ của Chính phủ

Giá thép nguyên liệu có xu hướng phục hồi – Tín hiệu tích cực trong ngắn hạn. Tính từ 11/12/2015 đến 01/04/2016, giá quặng 62% Fe bật tăng 43,08%, từ mức đáy 38,3 USD/tấn lên mức 54,8 USD/tấn, nguyên nhân là do các nhà máy thép Trung Quốc tăng tích trữ nguyên liệu để phục vụ sản xuất, cung ứng hàng cho mùa xây dựng sắp tới. Sự hồi phục của giá nguyên liệu là tín hiệu tích cực với ngành thép bởi giá bán đầu ra có diễn biến cùng chiều với giá nguyên liệu, yếu tố hàng tồn kho được cải thiện.

Tuy nhiên, với những diễn biến kém khả quan từ nền kinh tế Trung Quốc, PMI duy trì ở mức thấp (lần lượt là 48,4 và 48 trong 2 tháng đầu năm), dự trữ ngoại hối tiếp tục giảm 3,84% từ 3.330 tỷ USD (T12/2015) xuống 3.202 tỷ USD (tháng 2/2016),... cùng với tình trạng dư cung quặng sắt tại Úc và Brazil, BSC cho rằng sự phục hồi của giá quặng sắt chỉ mang tính chất ngắn hạn, và có thể sẽ tiếp tục quay lại xu hướng cũ.

Ngành thép Việt Nam chính thức được bảo hộ. Đối với phôi và thép dài xây dựng, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 862/QĐ-BCT ngày 07/03/2016 về áp dụng biện pháp tự vệ tạm thời, mức thuế áp lần lượt cho hai mặt hàng là 23,3% và 14,2%. Đối với mặt hàng thép mạ, BCT cũng ban hành QĐ 818/QĐ-BCT (03/03/2016) về việc điều tra áp dụng biện pháp CBPG đối với mặt hàng tôn mạ nhập khẩu vào Việt Nam từ Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng việc tăng hàng rào bảo hộ của Chính phủ sẽ giúp cải thiện năng lực cạnh tranh của sản phẩm thép trong nước với sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc như hiện nay.



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Bloomberg, BSC Research

Sản lượng tiêu thụ Thép biến động mạnh trong Q1/2016 sau thông tin áp thuế tự vệ. Theo VSA, lượng thép xây dựng tiêu thụ trong tháng 3 đạt 763.000 tấn, mức cao kỷ lục của ngành thép, (+66% mom và +15%yoy), nguyên nhân do tâm lý tích trữ sau khi có quyết định áp thuế tự vệ tạm thời với thép xây dựng. Lũy kế 3 tháng, lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 1,82 triệu tấn (+40,6%yoy). Trong 2 tháng đầu năm, lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc tiếp tục tăng cao, đạt 922,6 nghìn tấn (+37,5%yoy) và chiếm 32,49% tổng lượng thép nhập khẩu.

Quan điểm đầu tư

Mặc dù ngành thép đang được hưởng lợi bởi yếu tố Giá quặng và Chính sách bảo hộ của Chính phủ, nhưng xu hướng phục hồi ngắn hạn của giá quặng sắt và nguồn cung thành phẩm giá rẻ từ Trung Quốc vẫn sẽ tiếp tục là rủi ro mà nhà đầu tư cần cân nhắc. BSC vẫn duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành thép như trong báo cáo Triển vọng Ngành 2016. Dù vậy chúng tôi đã bớt bi quan hơn về ngành thép, và đánh giá với chính sách bảo hộ, giá thép phục hồi và nhu cầu tiêu thụ thép vẫn khả quan kết hợp với mức định giá khá hấp dẫn; cổ phiếu đầu ngành thép (HPG, HSG, NKG) có cơ hội trong quý 2/2016. Đối với nhóm cổ phiếu thương mại thép, cơ hội đầu tư ngắn hạn sẽ đi kèm với rủi ro không nhỏ. Ngoài 4 mã HPG, HSG, NKG, chúng tôi nhận thấy trong nhóm sản xuất, VGS cũng đang có cải thiện khá tốt.

HPG – Mua ngắn hạn – Giá mục tiêu 32.000 đồng/cp ([link](#))

Kế hoạch 2016: DTT đạt 28.000 tỷ đồng(+1,99%yoy) và LNST của cổ đông HPG đạt 3.198 tỷ đồng (-8,25%yoy), tương đương EPS 2016 = 3.794 đồng/cp. Ngày 31/03/2016, cổ phiếu HPG được giao dịch với giá 29.500 đồng, PE FW = 7,78x (mức khá hấp dẫn do kế hoạch công ty theo quan điểm của chúng tôi là rất thận trọng).

Bên cạnh việc hoàn thiện và đưa vào hoạt động giai đoạn 3 KLH Thép Hòa Phát, nâng sản lượng thép dự kiến sản xuất năm 2016 lên 1,60 – 1,65 triệu tấn, HPG sẽ đưa vào hoạt động thêm 2 nhà máy thức ăn chăn nuôi (tổng công suất 600.000 tấn/năm). Tỷ trọng đóng góp của mảng này cho cả tập đoàn sẽ gần như không đáng kể và phát triển sau năm 2018. Về việc nới room cho khối ngoại, HPG sẽ không mở thêm room cho NĐT nước ngoài.

KQKD Q1/2016 khả quan: LNST đạt 900 tỷ đồng (tăng mạnh so với mức 650,39 tỷ của cùng kỳ 2015), nếu tình hình tiếp tục diễn biến tích cực, khả năng cao KQKD 2016 sẽ vượt mục tiêu đề ra (LNST 2016 mục tiêu 3.200 tỷ đồng). Cổ tức 2015 dự kiến 15% tiền mặt và 15% cổ phiếu. Thời gian thực hiện Q2/2016.

HSG – Mua – Giá mục tiêu 37.200 đồng/cp ([link](#))

Như trong báo cáo đầu năm, chúng tôi dự báo LNST hợp nhất 2016 của HSG đạt 716,37 tỷ đồng, tương đương EPS 2016 = 4.374 đồng/cp (đã tính trường hợp trả cổ tức bằng cổ phiếu 50% trong thời gian tới). Chúng tôi cho rằng khả năng cao KQKD của HSG sẽ vượt kế hoạch mục tiêu năm và số liệu dự báo trên. Ngày 31/03/2016, cổ phiếu HSG được giao dịch với giá 34.500 đồng, PE FW = 7,89x. LNST 6T ước khoảng

437 tỷ đồng, bằng 66,21% kế hoạch năm (LNST mục tiêu công ty đặt ra là 660 tỷ đồng).

Kế hoạch cổ tức:

- Cổ tức bằng tiền mặt: Trả cổ tức bằng tiền mặt tỷ lệ 25%, ngày giao dịch không hưởng quyền 14/04/2016 và ngày thanh toán 28/04/2016
- Cổ tức bằng cổ phiếu: Tỷ lệ 50%, dự kiến phát hành chậm nhất ngày 15/07/2016

NKG – Mua – Giá mục tiêu 16.200 đồng/cp ([link](#))

Cập nhật KQKD Q1/2016 – Tăng trưởng tốt: Tổng doanh thu Q1/2016 của NKG đạt khoảng 1.600 tỷ đồng (+36%yoy), LNST Q1/2016 đạt khoảng 50 tỷ đồng (gấp 2,44 lần LNST Q1/2015). Kết quả kinh doanh cải thiện tích cực do sự tăng trưởng của hoạt động xây dựng trong nước cùng với thị trường XK được mở rộng, tổng sản lượng tiêu thụ Q1/2016 của NKG đạt gần 121 nghìn tấn (+77%yoy), trong đó tiêu thụ tôn mạ đạt 89 nghìn tấn (+70%yoy) và mặt hàng thép đạt khoảng 32 nghìn tấn (gấp 2 lần cùng kỳ 2015). Sản lượng mục tiêu của NKG trong năm 2016 là 500 – 550 nghìn tấn thép tôn mạ các loại.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div 2016	yield	Giá 31/03/16	Giá mục tiêu	Link báo cáo
HPG	28,000	3,200	3,794	7.78	1.50	19.32%	30%		29,500	32,000	link
HSG	15,200	716	4,374	7.89	1.71	21.71%	N/A		34,500	37,200	link
NKG	5,350	180	3,598	3.59	0.79	21.96%	N/A		12,900	16,200	link

Nguồn: BSC Research

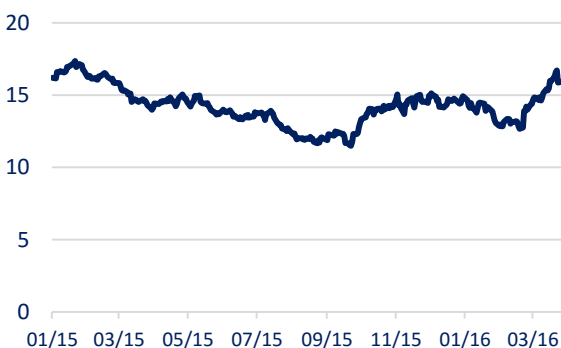
Ngành Mía đường [Trung lập]

Thực trạng Quý 1/2016

- Giá đường thế giới tăng trở lại, giảm áp lực nhập lậu đường Thái Lan, Lào vào Việt Nam
- Giá đường trong nước tăng nhẹ, góp phần giảm thiệt hại cho DN mía đường khi sản lượng mía nguyên liệu giảm sút
- Kết quả kinh doanh 6T vụ 2015/16 cải thiện nhờ giá đường chuyển biến tích cực.

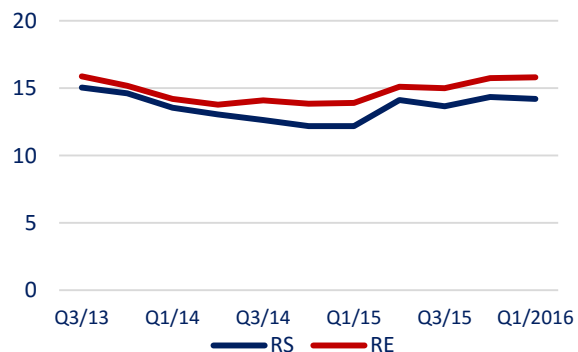
Giá đường thế giới tăng trở lại, giảm áp lực nhập lậu đường Thái Lan, Lào vào Việt Nam ([link](#)): Ngày 31/03/2016, đường thế giới giao dịch tại mức 15.4 USD cent/pound, tăng 9.8% so với giá đường 31/12/2015. Bình quân Q1/2016, giá đường thế giới ở mức 14.3 USD cent/pound, vẫn thấp hơn 10.3% qoq. Nguyên nhân giá đường thế giới tiếp tục đà tăng do (1) nhu cầu đường châu Á đang tăng mạnh; trong khi (2) cung đường thế giới giảm khi sản lượng đường tại Ấn Độ (nước sản xuất mía đường lớn thứ 2 thế giới) ở mức thấp do khô hạn kéo dài trong 3 tháng qua; các nhà máy ở Brazil đang sử dụng mía để sản xuất ethanol (dùng để pha chế xăng sinh học) nhiều hơn là sản xuất đường.

Giá đường thế giới (01/2015-03/2016)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá đường trong nước



Nguồn: Bộ tài chính, BSC Research

Giá đường trong nước tăng nhẹ, góp phần giảm thiệt hại cho DN mía đường khi sản lượng mía nguyên liệu giảm sút: Tính đến 15/2/2016, giá đường bán buôn trung bình trong nước đạt 14.2 nghìn đ/kg với đường RS, 15.8 nghìn đồng/kg với đường RE, tương ứng -1.05% và +0.2% so với Q4/2015, và tăng tương ứng 20.3% và 15.4% so với cùng kỳ 2015 do diện tích mía vụ 2015/16 suy giảm. Tính từ đầu vụ đến 15/2, lượng mía ép là 6.54 triệu tấn (-23.7% qoq), khiến sản lượng đường sản xuất giảm 28.2% so với cùng kỳ, đạt 579.9 nghìn tấn. Tồn kho còn 213.3 nghìn tấn, thấp hơn 32.4% so với cùng kỳ. Giá mía nguyên liệu 10 CCS trung bình từ đầu năm đến 15/2 là 820 VND/kg, giảm 1.7% qoq.

Kết quả kinh doanh 6T vụ 2015/16 cải thiện nhờ giá đường chuyển biến tích cực. Biên LNG và LNST các DN mía đường trong 6T vụ 2015/16 đều tăng mạnh. Với SBT và BHS, DTT và LNST đều tăng mạnh so với cùng kỳ do hoạt động sáp nhập với SEC và NHS ngay trước năm tài chính 2015/16. Đối với LSS, đầu 01/2016,

công ty đã mua lại 56.61% VDL Mía đường Nông Công nhằm tăng vùng mía nguyên liệu cho sản xuất, kì vọng có thể tăng doanh thu và lợi nhuận trong nửa cuối vụ 2015/16. Với KTS, sản lượng sản xuất giảm mạnh trong Q3/2015 được bù đắp bởi giá bán tăng khoảng 16% so với cùng kì giúp kết quả KD tăng trưởng khả quan.

Trong Q1/2016, xu hướng tăng của giá đường trong nước tiếp tục có tác động tích cực lên KQKD các DN mía đường trong nước.

Mã	DT 15/16	6T %yoy	Biên LNG 15/16	6T	Biên LNG 6T 14/15	LNST	%yoy	EPS trailing 12M	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
											Div 2015	DT 2016	LNST 2016
SBT	1747.6	+82.5%	16.1%		10.2%	169.56	+132.6%	1,558	18.6x	2.16x	8%-10%	3306	220 ⁽ⁱ⁾
BHS	2061.5	+53.0%	12.3%		9.8%	102.63	+182.7%	1,291	14.0x	1.14x	8-10%	3,125	205 ⁽ⁱ⁾
SLS	165.5	+51.3%	23.2%		0.97%	30.68	n/a *	11,598	5.9x	2.29x	n/a	n/a	n/a
LSS	684.75	-24.0%	14.4%		9.3%	27.2	+49.5%	540	18.9x	0.46x	8.5%	1710	78
KTS	90.0	-12.9%	12.0%		3.2%	7.0	n/a **	4,132	5.3x	0.87x	20% cash	262.3	15.1

* do LNST = - 1.67 tỷ đ; ** do LNST = - 0.92 tỷ); (i): LNTT

KTS và SLS có năm tài chính 1/1-31/12. Các DN còn lại sử dụng năm bc là 1/7-30/6

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Giá đường được chúng tôi kì vọng sẽ ổn định trong 3 tháng cuối niên vụ, khi mà vụ sản xuất 2015/2016 đang thời kỳ chính vụ, sản lượng đường sản xuất tăng để tích trữ đường tồn kho phục vụ cho nhu cầu đầu vụ sau. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành Mía đường trong vụ 2015/2016 và khuyến nghị **THEO DÕI** với 3 mã cổ phiếu đầu ngành là BHS, SBT, LSS.

Với mã SLS, chúng tôi đã khuyến nghị MUA với mã này trong Báo cáo triển vọng ngành 2016 tại mức giá mục tiêu 64,705 VND/cp. Tại thời điểm 31/3, giá CP SLS là 68,500, đã vượt giá mục tiêu, chúng tôi sẽ cập nhật doanh nghiệp này trong báo cáo sắp tới.

Mã CK	DT 2016 (tỷ đ)	LN 2016 (tỷ đ)	EPS 15/16	P/E F 2016	P/B F 2016	ROE 2016	Dividend 2015	Giá đóng cửa 31/03/2016	Giá mục tiêu
BHS	4,858	162	1,251	15.59	1.23	7.90%	5% cash div	18,100	n/a
SBT	3,090	233	1,255	19.20	1.71	8.90%	7% cash div	29,000	n/a
LSS	1,697	34	506	17.79	0.41	2.30%	1.5% cash	10,200	n/a
SLS	741	95	13,941	3.69	1.20	32.40%	65% cash	68,500	64,705

Nguồn: BSC Research

Ngành Săm lốp [Trung lập]

Thực trạng Quý 1/2016

- Cạnh tranh cao, đặc biệt cạnh tranh với các doanh nghiệp sản xuất lốp Trung Quốc, giá bán sản phẩm tiếp tục giảm
- Giá cao su phục hồi 54% làm giảm biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất lốp
- Kế hoạch kinh doanh 2016 kém khả quan, cổ tức dự kiến cao.

Sản lượng tiêu thụ sản phẩm lốp được kỳ vọng tăng nhờ tăng trưởng doanh số bán xe ô tô trong năm 2015. Sản lượng tiêu thụ xe ô tô năm 2015 đạt 245 nghìn chiếc (+55% yoy). Chu kỳ thay thế lốp ô tô khoảng 8 tháng đến 1 năm/lốp. Do vậy, sản lượng tiêu thụ lốp ô tô được kỳ vọng 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.

Giá bán sản phẩm có thể tiếp tục giảm do cạnh tranh tăng. Như đã đề cập trong [Báo cáo Chiến lược đầu tư Ngành 2016](#), cạnh tranh cao và đang tăng với các doanh nghiệp sản xuất lốp Trung Quốc cùng với kế hoạch mở rộng công suất của nhiều nhà máy sản xuất sản phẩm lốp tại Việt Nam làm tăng áp lực cạnh tranh lên thị trường sản phẩm lốp nội địa, do đó, giá bán sản phẩm có thể tiếp tục giảm. Từ quý 3/2015 đến nay, giá bán các sản phẩm sản phẩm lốp của DRC, CSM và SRC đã giảm trung bình 8-10%.

Giá cao su phục hồi mạnh, tăng 54% từ đầu năm 2016, tuy nhiên, vẫn thấp hơn 34.7% so với cùng kỳ năm ngoái. Cao su chiếm khoảng 57% cơ cấu chi phí nguyên liệu của các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm lốp. Giá cao su có xu hướng tăng trong khi giá bán đầu ra giảm có thể khiến các doanh nghiệp sản phẩm lốp đối diện với tình trạng suy giảm biên lợi nhuận trong các quý tới.

KQKD 2015. Kết thúc năm 2015, tổng doanh thu của 3 doanh nghiệp sản phẩm lốp đạt 7.914 tỷ đồng (+7% yoy). LNST đạt 779 tỷ đồng (+4% yoy). Nếu loại trừ doanh thu và lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án bất động sản của CSM trong quý 2/2015, tổng doanh thu đạt 7.514 tỷ đồng (+1% yoy), LNST đạt 727 tỷ đồng (-3% yoy). Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản phẩm lốp giảm. Điều này là do các doanh nghiệp không còn được hưởng lợi từ sự giảm của giá cao su và do sản lượng lốp Radial chưa đạt điểm hòa vốn. Sản lượng tiêu thụ lốp Radial của DRC năm 2015 là 174 nghìn lốp, biên lợi nhuận gộp mảng Radial cả năm là -5%. Lưu ý, biên lợi nhuận gộp của DRC giảm còn do công ty rút ngắn thời gian khấu hao đối với máy móc, thiết bị sử dụng trong nhà máy Radial từ 12 năm xuống còn 7 năm. Điều này làm tăng chi phí khấu hao của DRC, tuy nhiên, mang lại dòng tiền cao hơn, là tiền đề để công ty tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 nhà máy Radial.

Mã	DTT 2015 (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG 2015	Biên LN thuần 2015	LNST 2015 (tỷ đ)	% yoy	Lưu ý
DRC	3,318	2%	24%	16%	415	18%	Giảm thời gian khấu hao nhà máy Radial từ 12 năm xuống 7 năm.
CSM	3,636	14%	22%	10%	290	- 12%	Loại trừ DT và LN từ chuyển nhượng dự án BĐS, DT tăng 2%, LN giảm 28%
SRC	960	-3%	19%	10%	74	8%	
Tổng	7,914	7%			779	4%	

Nguồn: BSC research

Kế hoạch kinh doanh 2016, cổ tức dự kiến cao. Kết thúc Q1/2016, doanh thu thuần của DRC đạt 783 tỷ đồng (+2% yoy), LNTT đạt 109 tỷ đồng (-3% yoy). DRC đặt mục tiêu đạt doanh thu 3.778 tỷ đồng (+14%), LNST đạt 502 tỷ đồng (-6%), cổ tức 2015 dự kiến là 30% tiền mặt và 30% bằng cổ phiếu. LNTT kế hoạch của CSM đạt 400 tỷ đồng (+ 8%), cổ tức 2015 dự kiến là 35% tiền mặt và 40% cổ phiếu. SRC đặt kế hoạch doanh thu thuần đạt 1.005 tỷ đồng (+5%), LNTT đạt 96 tỷ đồng (không đổi so với năm 2015), tương đương EPS đạt 3.713 đồng/cp, cổ tức 2015 dự kiến là 22% (đã tạm ứng 15% trong tháng 12/2015), phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ từ nguồn vốn chủ sở hữu cho cổ đông hiện hữu là 40%.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với cổ phiếu ngành sản phẩm. Nhóm cổ phiếu này tăng giá khả quan trong quý 1/2016, nhờ các thông tin tích cực về tỷ lệ cổ tức, và mức định giá còn tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp sản phẩm trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương (với P/E trung vị là 14,99x). Kết quả kinh doanh năm 2016 được dự báo tương đối ổn định so với năm 2015. Lưu ý, việc đưa vào hoạt động nhà máy sản phẩm Radial giai đoạn 2 vào năm 2017 sẽ mang lại triển vọng tăng trưởng trong dài hạn cho DRC, giảm chi phí giá thành bình quân, cải thiện biên lợi nhuận cho công ty.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Giá tiêu	mục	Link báo cáo
DRC	3,704	419	4,274	10.41x	2.43x	22.48%	30% cssh 10% stock	44.500			Link
CSM	3,366	283	3,521	8.43x	1.63x	27.18%	40% cash 10% stock	29.700			

Nguồn: BSC research

Ngành Ngân hàng [Trung lập]

Thực trạng Quý 1/2016

- Tính đến hết 21/3/2016, tín dụng tăng 1.54%, cao hơn cùng kỳ 2015 (+1,25%).
- Lãi suất huy động tăng trung bình 0,2-0,5%
- Dự thảo sửa đổi bổ sung thông tư 36 làm chậm lại tốc độ tăng trưởng tín dụng, thu nhập của ngân hàng

Tín dụng và huy động. Dư nợ tín dụng tăng trưởng 17,3% trong năm 2015, đạt 4.657 nghìn tỷ đồng, mức tăng nhanh nhất trong vòng 3 năm trở lại đây. Huy động vốn năm 2015 tăng 11,57%, đạt 5.295 tỷ đồng, tương đương với LDR (tỷ lệ cho vay/huy động vốn) là 87,96%. Tính đến ngày 21/3/2016, tín dụng tăng trưởng 1,54% (cao hơn cùng kỳ năm 2015, tăng 1,25%)⁸. Tỷ lệ LDR đang có xu hướng tăng, đạt 89,31% trong tháng 1/2016. Chúng tôi lưu ý, tỷ lệ LDR theo quy định của NHNN đối với nhóm NHTMCP là 80% và đối với nhóm NHTMCP NN là 90%. Dự thảo sửa đổi, bổ sung thông tư 36 cho phép nhóm NHTM CP do nhà nước nắm giữ trên 51% được phép duy trì tỷ lệ LDR không quá 90%. Như vậy, một số ngân hàng có tỷ lệ LDR cao như CTG (108%), BID (96%), EIB (84%), SHB (84%)... cần phải giảm cho vay hoặc tăng huy động để đảm bảo tỷ lệ yêu cầu.

Chất lượng tài sản được cải thiện, tuy nhiên, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng có xu hướng tăng. Tính đến ngày 31/12/2015, tỷ lệ nợ xấu của hệ thống các TCTD Việt Nam giảm còn 2,55%, tương đương 119 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Nợ xấu lũy kế bán cho VAMC từ năm 2013-2015 vào khoảng 245 nghìn tỷ đồng. Trong đó, nợ xấu đã được VAMC thu hồi, xử lý đạt 23 nghìn tỷ đồng, tương đương 9% dư nợ và 10% mệnh giá trái phiếu đặc biệt. Như vậy tỷ lệ nợ xấu, bao gồm cả nợ xấu đã bán cho VAMC là 7,32%. Thêm vào đó, nhiều ngân hàng có tỷ lệ lãi thực thu/thu nhập lãi còn thấp như (NVB, SHB) cũng đặt ra các lo ngại về chất lượng các khoản nợ. Như đã nhận định trong [báo cáo chiến lược đầu tư Ngành 2016](#), chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của các TCTD tiếp tục tăng trong năm 2016, ngoại trừ VCB và MBB là 2 ngân hàng có chi phí trích lập dự phòng rủi ro dự kiến giảm từ năm 2016.

Lãi suất huy động tăng. Ngay từ những tháng đầu năm 2016, nhiều ngân hàng đã tăng lãi suất huy động đầu vào trung bình từ 0.2-0.5%, đặc biệt đối với các kỳ hạn dài, lãi suất huy động đã tăng lên 8-8,3%. Điều này có thể là do các ngân hàng đẩy mạnh huy động để đáp ứng tốc độ tăng trưởng tín dụng kỳ vọng cao, đảm bảo tỷ lệ cho vay/huy động theo yêu cầu của NHNN và do áp lực của dự thảo sửa đổi bổ sung một số điều của thông tư 36/2014/TT-NHNN.

Dự thảo sửa đổi bổ sung một số điều Thông tư 36/2016/TT-NHNN có thể tác động tiêu cực đến hoạt động của các ngân hàng trong ngắn hạn, tuy nhiên, trong dài hạn, điều này giúp ổn định hệ thống và tạo môi trường hoạt động lành mạnh hơn cho hệ thống các TCTD Việt Nam. Dự thảo nâng tỷ trọng rủi ro từ 150%

⁸ Tổng cục thống kê

lên 250% đối với các khoản cho vay kinh doanh bất động sản, đồng thời thắt chặt việc sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn, qua đó, sẽ tác động làm tăng lãi suất, làm chậm lại tốc độ tăng trưởng tín dụng và thu nhập của ngân hàng (trên 80% thu nhập của ngân hàng là thu nhập lãi). Về dài hạn, điều này sẽ giảm thiểu rủi ro thanh khoản, là tiền đề cho ổn định vĩ mô trong dài hạn, và giảm nợ xấu cho hệ thống các ngân hàng.

Kết quả kinh doanh 2015 phân hóa, chi phí dự phòng rủi ro cao. Tổng dư nợ cho vay của 9 ngân hàng niêm yết đạt 2.202 nghìn tỷ đồng (+25% yoy). Một số ngân hàng có tốc độ tăng trưởng cho vay nhanh là STB, BID, SHB, NVB, CTG và VCB. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng trong năm 2015 và chiếm trung bình 45% lợi nhuận trước dự phòng của các ngân hàng niêm yết, đạt 24 nghìn tỷ đồng. Chi phí trích lập dự phòng ăn mòn gần hết lợi nhuận của EIB (94% lợi nhuận trước dự phòng), NVB (89%). Tổng lợi nhuận sau thuế của các NHTM CP niêm yết đạt 22 nghìn tỷ đồng (+4% yoy), trong đó, một số ngân hàng ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng cao là NVB (+22%), BID (+20%) và VCB (+16%). Đáng chú ý, lợi nhuận sau thuế của STB sụt giảm mạnh (-48%) còn 1.146 tỷ đồng.

Kế hoạch kinh doanh 2016. VCB đặt mục tiêu tăng trưởng cho vay đạt 17% (tương đương 453 nghìn tỷ đồng), lợi nhuận trước thuế đạt 7.500 tỷ đồng, phần đầu đạt 8.000 tỷ đồng trong năm 2016 (tương đương EPS 2016 là 1.936 đồng/cp), trong đó, chi phí trích lập dự phòng rủi ro tối đa là 5.500 tỷ đồng. Ngân hàng VCB đồng thời đặt mục tiêu trả cổ tức năm 2015 là 10% bằng tiền mặt và phát hành cổ phiếu thưởng 35% trong năm 2016. ACB đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2016 đạt 18%, lợi nhuận trước thuế đạt 1.503 tỷ đồng (+14% yoy), tương đương EPS là 1.272 đồng/cp.

Kết quả kinh doanh của các NHTM CP niêm yết năm 2015

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB
Quy mô									
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	26,650	37,234	34,187	16,000	9,377	18,852	9,486	12,355	3,010
Tổng tài sản (tỷ đồng)	674,395	779,483	850,670	221,042	201,457	292,542	204,765	125,829	48,380
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.70%	8.36%	4.81%	10.22%	6.35%	7.72%	5.50%	11.22%	6.66%
Tăng trưởng (so với đầu năm)									
Tăng trưởng tài sản	17%	18%	31%	10%	12%	54%	21%	-22%	31%
Cho vay khách hàng (tỷ đ)	387,152	538,080	598,434	121,349	134,032	185,917	131,427	84,760	20,577
Tăng trưởng cho vay khách hàng	20%	22%	34%	21%	15%	45%	26%	-3%	24%
Tiền gửi của khách hàng (tỷ đ)	500,528	492,960	564,583	181,565	174,919	260,998	148,813	98,431	34,177
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	19%	16%	28%	8%	13%	60%	21%	-3%	40%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	77%	109%	106%	67%	77%	71%	88%	86%	60%

Chất lượng tài sản

NPL ratio	1.84%	0.92%	1.68%	1.61%	1.32%	1.86%	1.72%	1.86%	2.13%
NPL ratio (bao gồm nợ đã bán cho VAMC)	3.42%	2.97%	5.21%	4.78%	3.24%	5.22%	6.07%	8.82%	5.94%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	2.22%	0.85%	1.26%	1.63%	1.15%	1.23%	1.08%	1.03%	1.02%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	120.63%	92.06%	74.77%	101.37%	87.02%	66.30%	62.82%	55.22%	47.68%
Lãi thực thu/ thu nhập lãi	95.97%	100.04%	98.41%	104.79%	103.24%	102.16%	86.02%	100.00%	65.26%

Hiệu quả kinh doanh

LN thuần trước chi phí DPRRTD (tỷ đ)	12,896	12,024	13,625	5,323	2,199	3,602	1,869	1,523	111
% yoy	24%	7%	3%	3%	0.27%	-5%	14%	70%	88%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	6,068	4,679	5,676	2,102	884	2,132	842	1,434	99
% vs lợi nhuận trước dự phòng	47%	39%	42%	39%	40%	59%	45%	94%	89%
LNST (tỷ đ)	5,314	5,698	5,822	2,496	1,028	1,146	812	62	10
% yoy	16.37%	-0.26%	18%	0.81%	8.03%	-48.05%	2.68%	11.38%	22.42%
NIM (TTM)	2.60%	2.78%	2.74%	3.88%	3.35%	3.34%	2.06%	2.62%	2.24%
ROA (TTM)	0.85%	0.79%	0.78%	1.18%	0.52%	0.48%	0.43%	0.04%	0.02%
ROE (TTM)	11.99%	10.23%	15.69%	12.75%	7.71%	5.64%	7.47%	0.44%	0.31%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,626	1,208	1,434	1,471	1,136	905	850	51	33
Giá trị ghi sổ	16,950	15,070	11,978	10,449	13,070	11,977	11,865	11,425	10,699

Định giá

P/E	25.22	13.58	11.65	9.79	15.58	11.38	7.64	207.67	172.31
P/B	2.42	1.09	1.39	1.38	1.35	0.86	0.55	0.92	0.53

Nguồn: BSC research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành ngân hàng. Trong ngắn hạn, tốc độ tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng thu nhập của các ngân hàng có thể chậm lại nếu dự thảo sửa đổi bổ sung thông tư 36 được thông qua. Xử lý nợ xấu và ổn định thanh khoản tiếp tục là các mục tiêu quan trọng hàng đầu của hệ thống ngân hàng. Ngoài 2 ngân hàng là VCB, MBB có chi phí dự phòng rủi ro tín dụng dự kiến giảm, chi phí dự phòng có thể tiếp tục tăng ở nhóm các NHTM CP niêm yết còn lại.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
MBB		3,093	1,855	7.87	1.38	13.20%	5% cash 3% stock	14,300	16,600	Link
VCB		6,587	2,067	19.84	2.42	14.13%	10% cash	41.000	45.500	Link

Nguồn: BSC Research

Ngành Dược [Trung lập]

Thực trạng Quý 1/2016

- Nhập khẩu dược phẩm tăng 35%, nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm tăng 17% tính đến 15/3/2016.
- Quốc hội khóa XIII thông qua dự thảo sửa đổi Luật dược, trong đó, ưu tiên đối với thuốc sản xuất trong nước.

Nhập khẩu dược phẩm tiếp tục tăng nhanh. Tổng giá trị dược phẩm nhập khẩu năm 2015 đạt 2.320 triệu USD, tăng 14% yoy. Trong khi đó, tổng giá trị nguyên phụ liệu dược phẩm giảm 4,8%, chỉ đạt 338 triệu USD, sau chu kỳ tăng trưởng kéo dài từ năm 2011-2014 (CAGR=13,16%). Tính đến 15/3/2016, tổng giá trị nhập khẩu dược phẩm lũy kế đạt 475 triệu USD (+35% yoy), nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm đạt 65 triệu USD (+17% yoy).

Quốc hội khóa XIII thông qua Dự thảo sửa đổi Luật dược, dự kiến có hiệu lực vào ngày 1/1/2017. Nội dung của dự thảo ưu tiên đối với thuốc sản xuất trong nước, cụ thể, “ không chào thầu thuốc nhập khẩu có cùng tiêu chí kỹ thuật với thuốc sản xuất trong nước đã đáp ứng yêu cầu điều trị, giá thuốc và khả năng cung ứng; ưu tiên thuốc Generic đầu tiên do trong nước sản xuất trước khi thuốc biệt dược gốc hết thời hạn bảo hộ sáng chế; ưu tiên đàm phán giá các thuốc generic sản xuất trong nước đầu tiên được cấp giấy đăng ký lưu hành tại Việt Nam; đưa vào luật các lĩnh vực ưu tiên trong phát triển công nghiệp dược để được hưởng các ưu đãi, hỗ trợ đầu tư theo quy định của pháp luật đầu tư hiện hành.”; “ưu tiên mua thuốc dược liệu, thuốc cổ truyền sản xuất từ nguồn dược liệu trong nước tuân thủ nguyên tắc thực hành tốt nuôi trồng và thu hái dược liệu.”. Điều này sẽ đẩy mạnh kênh phân phối ETC, giảm bớt áp lực cạnh tranh kênh ETC với thuốc ngoại, đặc biệt là thuốc nhập khẩu từ Trung Quốc, Ấn Độ cho các doanh nghiệp tân dược như IMP, DMC và đông dược như TRA.

KQKD 2015. Tổng doanh thu thuần không tăng trưởng, đạt 11.789 tỷ đồng. Tổng LNST đạt 1.297 tỷ đồng, (+15% yoy). TRA, DHT và DP3 là 3 doanh nghiệp ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng cao trong năm 2015. Trong đó, tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của TRA có được nhờ phát huy hiệu quả của chính sách bán hàng mới. Doanh thu thuần của DHG giảm 8% do tiêu thụ sản phẩm giảm và ảnh hưởng của thông tư 200, nếu loại trừ ảnh hưởng của thông tư này, doanh thu bán hàng tăng 5%, LNST tăng 10% nhờ nhà máy Nonbetalactam mới được hưởng ưu đãi thuế 0% trong 4 năm đầu (2015-2018). Mặc dù doanh thu 2015 giảm 17% nhưng LNST của DMC vẫn tăng 8% nhờ tăng tỷ trọng hàng sản xuất, tăng tỷ trọng hàng có biên lợi nhuận cao.

	DTT 2015	% yoy	Biên LNG 2015	LNST 2015	% yoy	Kế hoạch DT 2016	Kế hoạch LNNT 2016
DHG	3,608	-8%	39%	589	10%	3,733	750
TRA	1,974	20%	46%	181	24%	2,100	210*
DMC	1,234	-17%	33%	143	8%	1,415	155*

IMP	964	7%	40%	92	8%	1,100	140**
DHT	940	15%	16%	37	40%	850	28
DCL	670	-6%	31%	61	91%	850	82
OPC	663	8%	46%	70	7%	680	95
DBT	552	6%	23%	22	95%	580	22.5
LDP	484	0%	13%	18	-5%	N/A	N/A
PMC	388	7%	43%	64	3%	N/A	N/A
DP3	212	15%	47%	16	39%	220	20
PPP	99	-8%	19%	5	-19%	N/A	N/A
Tổng	11,789	0%		1,297.18	15%		

*: LNST. **: LNTT và trước thuế, quỹ phát triển khoa học công nghệ

Nguồn: BSC research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi nâng triển vọng từ **Kém khả quan** lên **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu ngành dược. Dự thảo sửa đổi Luật dược được thông, ưu tiên đầu thầu thuốc trong nước, giúp giảm thiểu rủi ro phát sinh từ các hiệp định thương mại tự do FTAs, TPP và khiến chúng tôi bớt bi quan đối với nhóm cổ phiếu này. Quý 1/2015, cổ phiếu dược có mức tăng giá ấn tượng như DHG (+28%), DMC (+70%), IMP (+28%) và TRA (+12%) nhờ các thông tin về khả năng bán chiến lược và thoái vốn của một số công ty dược niêm yết, trong khi đó, hoạt động kinh doanh cốt lõi của các doanh nghiệp hầu như không được cải thiện. So với các doanh nghiệp dược niêm yết tại Trung Quốc, Đài Loan, Indonesia, Malaysia, Hàn Quốc (với P/E trung vị là 25,54x và P/B là 2,91x), các doanh nghiệp dược trong nước đang được định giá tương đối rẻ. Đây là ngành có tính phòng thủ cao, tốc độ tăng trưởng ngành cao và ổn định, thích hợp với nhà đầu tư dài hạn, đặc biệt trong các giai đoạn thị trường có nhiều biến động.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
DHG	3,530	658	6,812	12.33	2.92	22.00%	30% cash div.	84.000		
IMP	999	104	3,103	15.24	1.51	12.00%	18% cash div.	47.300		
TRA	2,100	210	7,829	13.92	3.05		30% cash div.	109.000		Link
DMC	1.415	155	5,802	12.24	2.39		18% cash div.	71.000		

Nguồn: BSC Research

Ngành Thủy sản [Kém khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

- Xuất khẩu thủy sản quý 1 tăng trở lại, tăng trưởng khoảng 1.7%yoy.
- Lợi nhuận sau thuế năm 2015 giảm mạnh 32%yoy.
- Triển vọng quý 2 và các quý cuối năm kém khả quan: nhu cầu tiêu thụ dự báo tiếp tục ở mức thấp, nguyên liệu đầu vào giảm mạnh khoảng 50% từ tháng 5/2016.

Xuất khẩu thủy sản quý 1 tăng trở lại, đạt khoảng 1.36 tỷ (+1.7%yoy) nhờ giá bán tăng 0.1-0.15 USD/kg do phát sinh các chi phí theo quy định thanh tra của USDA có hiệu lực từ 1/3/2016. Hoa Kỳ, Nhật Bản, Trung Quốc và Hàn Quốc là 4 thị trường lớn nhất của Việt Nam, chiếm khoảng 51.84%.

Kết quả kinh doanh năm 2015. Phần lớn các công ty thủy sản có lợi nhuận sau thuế giảm mạnh so với năm 2014 do khó khăn chung của thị trường thủy sản: Tổng DT đạt 34,726 tỷ (+12%yoy), LNST đạt 834 tỷ (giảm 32% so với năm 2014).

Tổng hợp kết quả kinh doanh 2015

Công ty	DT 2015 (tỷ)	%yoy	LNG 2015	%yoy	LNST 2015 (tỷ đ)	%yoy	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
									DT	LN	Cổ tức
HVG	17,920	20.24%	1,234	5.20%	200	-56%	14.59	0.84	24,000	500	20%, tiền hoặc Cp
VHC	6,529	3.63%	794	-4%	320	-31%	7.97	1.22	N/A	N/A	N/A
FMC	2,876	-0.14%	271	19%	97	56%	5.78	1.5	3,375	110	20% tiền
IDI	2,543	20.01%	362	40%	108	20%	6.71	0.69	N/A	N/A	N/A
ANV	2,494	-9.93%	383	-9%	4	-93%	109.9	0.39	N/A	N/A	N/A
ACL	1,137	33.14%	172	41%	30	150%	6.51	0.57	N/A	N/A	N/A
TS4	753	-0.13%	137	-14%	7	-61%	12.52	0.47	1,082	12	5% tiền hoặc cp
ABT	474	5.80%	117	17%	68	-12%	8.4	1.39	N/A	N/A	N/A
Trung bình							21.55	0.88	N/A	N/A	N/A

Nguồn: BCTC doanh nghiệp

Nguyên liệu thủy sản đầu vào giảm khoảng 40% so với năm 2015, dự kiến từ tháng 5/2016 đến tháng 1/2017 các nhà máy cá tra sẽ hụt ít nhất 50% nguyên liệu, có thể chỉ đủ để xuất khẩu sang 3 thị trường chính (Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc). Nguyên nhân chính là diện tích nuôi giảm khoảng 3.771 ha do nông dân giảm nuôi trồng vụ mới và đất trồng bị nhiễm mặn. Giá đơn hàng giao tháng 4,5 đã tăng 30 cent/kg, dự báo giá xuất trung bình sẽ dao động ở mức 2.5-2.7USD/kg từ tháng 6 đến tháng 9. Vì vậy, các công ty tự

chủ cao vùng nguyên liệu như HVG, VHC sẽ tránh được tác động tiêu cực của việc tăng giá nguyên liệu trong quý 2.

Tăng rào cản phi thuế quan do chương trình giám sát đối với các loài cá họ Siluriformes có hiệu lực từ 1/3/2016 và có giai đoạn chuyển tiếp 18 tháng, hoàn toàn được áp dụng vào 1/9/2017.

Số công ty thủy sản Việt Nam được phép xuất khẩu vào Mỹ vượt trội so với các đối thủ, trong đó, Việt Nam có 23 nhà máy chế biến, Trung Quốc có 19 công ty, Thái Lan có 7 và Myanmar có 13 công ty.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **Kém Khả Quan** với ngành thủy sản 2015 do: (1) Kinh tế EU, Nhật Bản dự báo tăng trưởng chậm làm giảm nhu cầu tiêu thụ thủy sản. (2) Khó khăn nguyên liệu đầu vào do hạn hán dự báo kéo dài tới hết quý 2/2016. (3) Tăng tiêu chuẩn quản lý chất lượng thủy sản nhập khẩu vào Mỹ. Trong ngắn hạn, có thể có một số phản ứng tích cực khi giá bán tăng. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng ngành thủy sản vẫn đứng trước nhiều khó khăn trong dài hạn. Với nhà đầu tư trung, dài hạn, chúng tôi lưu ý cổ phiếu VHC nhờ lợi thế về thuế và chất lượng sản phẩm.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
HVG	23,994	162	870	15.17	1.10	7.3%	Cp: 10:2	10,500	14,080	
VHC	6,746	382	4,131	7.07	1.51	17%	Tiền: 10%	27,500	35,000	

Nguồn: BSC Research

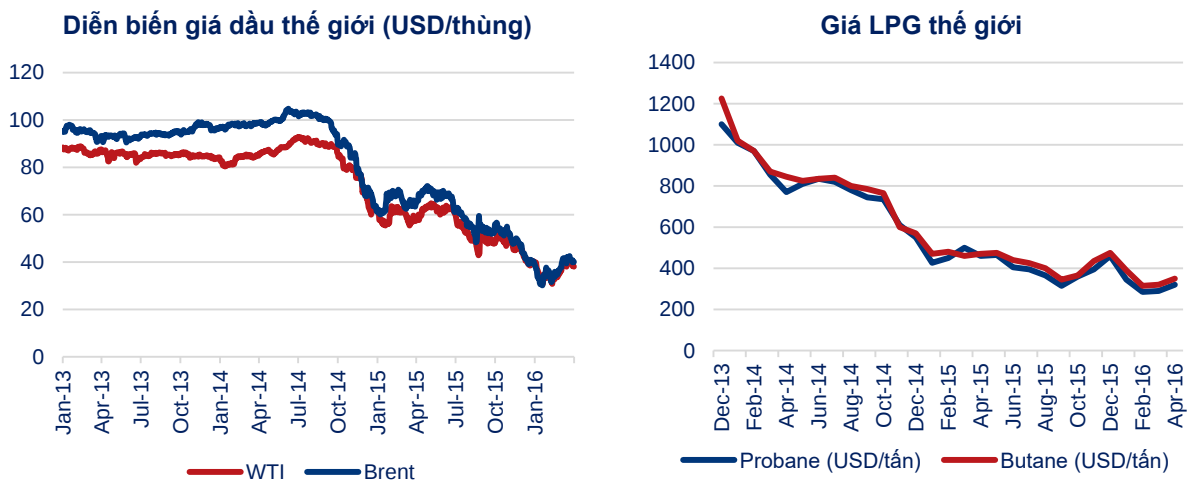
Ngành Dầu khí [Kém khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

- Giá dầu biến động mạnh trong 3 tháng đầu năm
- Giá LPG giảm 26-30%
- Sản lượng khai thác dầu thô giảm 2% trong khi sản lượng khai thác khí tăng 3%
- Khởi động dự án Lô B- Ô Môn
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí tiếp tục suy giảm

Giá dầu biến động mạnh trong 3 tháng đầu năm: trong 20 ngày đầu năm giá dầu đã lao dốc từ 40 USD/thùng xuống còn 31 USD/thùng sau đó phục hồi nhanh trở lại về mức đầu năm trong những ngày còn lại của quý. Nguyên nhân của sự phục hồi giá dầu được coi là mạnh mẽ nhất từ năm 2015 đến nay là những cam kết đóng băng sản lượng của Ả Rập Xê út, Qatar, Venezuela và Nga và số lượng giàn khoan của Mỹ giảm mạnh xuống mức thấp nhất kể từ 2009.

Giá LPG tiếp tục giảm: chịu ảnh hưởng một phần bởi diễn biến giá dầu, giá LPG giảm mạnh vào tháng 2 sau đó đã phục hồi trở lại nhưng tính chung 3 tháng đầu năm 2016, giá LPG đã giảm lần lượt 30% và 26% đối với propane và butane so với tháng 12/2015.



Sản lượng khai thác dầu thô của PVN bắt đầu suy giảm: tính chung 2 tháng đầu năm, sản lượng dầu thô khai thác ước đạt 3 triệu tấn, giảm 2%y.o.y. Trong khi đó, sản lượng khai thác khí thiên nhiên tăng 3% y.o.y, đạt 1.7 tỷ m3.

Khởi động chuỗi dự án Lô B- Ô Môn: ngày 03/04/2016, chuỗi dự án khí Lô B- Ô Môn gồm dự án phát triển mỏ Lô B, 48/95 và 52/97 cùng đường ống dẫn khí Lô B- Ô Môn. Cụ thể dự án phát triển mỏ Lô B tổng chi phí đầu tư 6.8 tỷ USD trong 20 năm gồm 1 giàn công nghệ trung tâm, 46 giàn khai thác, 1 giàn nhà ở, 1 tàu chứa condensate và khoảng 750 giếng khai thác. Dự án đường ống dẫn khí Lô B- Ô Môn tổng mức đầu tư

1.2 tỷ USD với tuyến ống dài 431 km cung cấp khí cho đường ống PM3- Cà Mau và các nhà máy nhiệt điện Ô Môn 1,3 và 4 có tổng công suất 2160MW và 2 nhà máy điện tua bìn khí tru chinh hỗn hợp có tổng công suất 1500MW. Chuỗi dự án này sẽ được đưa vào vận hành trong quý 2/2020. Việc triển khai dự án lô B- Ô Môn sẽ là động lực giúp một loạt các doanh nghiệp dầu khí tham gia dự án có thể phục hồi như PVS, PXS, PVD, PVC, PVT và GAS. Tuy nhiên, hiện tại dự án mới bước đầu triển khai nên chưa thể tác động đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí trong năm 2016.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí tiếp tục suy giảm mạnh: Tính chung năm 2015, do ảnh hưởng của giá dầu suy giảm dẫn đến nhu cầu cũng như đơn giá dịch vụ giảm mạnh khiến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí đều duy giảm mạnh so với cùng kỳ. Xu hướng giảm này tiếp tục kéo dài đến quý 1/2016 mặc dù giá dầu đã có sự phục hồi mạnh mẽ trong năm nhưng chưa có sự tác động ngay đến cung cầu cũng như đơn giá các dịch vụ dầu khí. Tính chung cả năm 2016, mặc dù xây dựng kế hoạch trên cơ sở giá dầu ở mức 60 USD/thùng, kế hoạch kinh doanh 2016 của các doanh nghiệp dầu khí vẫn giảm mạnh so với thực hiện 2015.

	DT 2015 (tỷ đồng)	% y.o.y	LNST 2015 (tỷ đồng)	%y.o.y	DT KH 2016 (tỷ đồng)	LNST KH 2016 (tỷ đồng)	Cổ 2016 (%)	tức
GAS	64,300	-12%	8,832	-39%	54,751	7,085		30
PVS	23,364	-26%	1,493	-18%	22,000	960		12
PVD	14,441	-31%	1,671	-31%	7,500	500		
PGS	5,950	-20%	164	-14%	6,220	116		
PGD	4,935	-29%	238	44%	5,155	110		10
PVC	3,670	-15%	105	-50%	3,000	83		14
PVG	2,737	-35%	24		2,950	12		
PGC	2,578	-15%	89	6%	2,439	120*		
PXS	1,758	5%	112	-10%	2,200	145*		13
PVB	968	-3%	125	-15%	246	5		0
CNG	950	-12%	119	5%	1,133	92		24

(*: Lợi nhuận trước thuế)

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành dầu khí trong những quý còn lại của năm 2016. Như [báo cáo “Đánh giá ảnh hưởng việc suy giảm giá dầu” ngày 01/02/2016](#) của chúng tôi có đề cập, việc suy giảm cũng như phục hồi của giá dầu tác động đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí sẽ có độ trễ, các yếu tố về mặt cơ bản của doanh nghiệp không thay đổi ngay lập tức theo biến động của giá dầu. Sự phục hồi của giá dầu trong quý 1 được đánh giá là không bền vững bởi nguồn cung chưa thực sự được cắt giảm và giá dầu tiếp tục được dự báo ở mức thấp hơn trung bình năm 2015 và sản lượng

khai thác của PVN suy giảm, chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục bị ảnh hưởng khi sản lượng hoặc biên lợi nhuận suy giảm. Theo đó, mặc dù giá cổ phiếu dầu khí đã có đợt hồi phục khá tốt trong quý 1, chúng tôi cho rằng đó là cơ hội ngắn hạn và ngành dầu khí sẽ cần thời gian dài hơn để tích lũy, tái cấu trúc và nâng cao hiệu quả kinh doanh.

Tuy nhiên chúng tôi lưu ý một số doanh nghiệp có thể vẫn duy trì kết quả kinh doanh khả quan như PXS, CNG, PVG và PGS nhờ sản lượng tăng lên. Bên cạnh đó, dự án Lô B- Ô môn có thể khiến triển vọng một số công ty dầu khí khả quan hơn.

PXS- MUA- Giá mục tiêu: 14,700 đồng/cổ phiếu (+20%)

Cùng với nhóm doanh nghiệp downstream phân phối khí thấp áp, LPG và CNG, PXS là doanh nghiệp duy nhất đặt kế hoạch kinh doanh cao hơn thực hiện 2015. Năm 2016, doanh nghiệp sẽ thực hiện các gói hợp đồng lớn gồm dự án P3, P4; dự án P7, P8, P9; dự án Sử Từ Trắng... kỳ vọng đem lại sự tăng trưởng doanh thu. Đồng thời, biên lợi nhuận có thể duy trì ổn định nhờ giá nguyên liệu đầu vào ở mức thấp cùng với chi phí vận chuyển giảm. Với kế hoạch 2016 đạt 2200 tỷ đồng doanh thu và 145 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tương ứng EPS 2016 ở mức 1837 đồng/cổ phiếu.

GAS- Theo dõi

GAS kỳ vọng vào việc thay đổi chính sách giá khí- áp dụng giá sàn đối phần khí bán cho các đơn vị sản xuất điện, đảm bảo việc mua khí từ chủ mỏ không bị lỗ. Đồng thời, theo báo cáo kiểm toán công ty mẹ PVGAS ngày 01/12/2015, PVN đã gửi công văn số 8465/DKVN-ĐTPT trình Bộ Công thương về cước phí vận chuyển đường ống dẫn khí Phú Mỹ-Tp HCM xác định lại cho giai đoạn từ ngày 1/1/2012 tăng từ 0.15 lên 0.52USD/mmbtu (chưa bao gồm VAT) và trượt giá 2%/năm. Theo đó, PVGas có thể nhận được tiền cước phí trả chậm từ các khách hàng tiêu thụ khí qua đường ống dẫn khí Phú Mỹ- TpHCM từ ngày 1/1/2012 đến hết ngày 31/12/2014 khoảng 60.64 triệu USD. Nếu chính sách này được thông qua, việc nhận khoản hồi tố từ cước trả chậm của các khách hàng (chủ yếu từ EVN) sẽ giúp kết quả kinh doanh của GAS cải thiện đột biến.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
CNG	1,138	128	4,732	8.14	1.66	22.00%	30% tiền	38,500	36,688	Link
PGS	6,314	217	2,736	6.98	0.69	15.00%	25% tiền & 31% cổ phiếu	19,100	20,142	Link
PVG	2,941	27	809	9.88	0.54	7.00%		8,000	9,533	Link
PXS	2200	116	1837	6.64	0.91	15.00%	13% tiền & 10% cổ phiếu	12,200	14,700	

Nguồn: BSC Research

Ngành Vận tải biển [Kém khả quan]**Thực trạng Quý 1/2016**

- Chỉ số cước vận tải hàng rời vẫn duy trì ở mức thấp, đóng cửa ở mức 414 điểm ngày 30/3/2016.
- Vận tải biển hàng lỏng dự báo tiếp tục duy trì kinh doanh ổn định, vận tải hàng rời khó khăn trong quý 2.

Chỉ số giá cước vận tải biển hàng rời BDI tiếp tục giảm. Chỉ số BDI đóng cửa ngày 30/3/2016 ở mức 414 điểm, giảm 13% so với đầu năm và giảm 31% so với cùng kỳ 2015, do nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng chậm lại và nguồn cung tàu tăng.

Sản lượng vận chuyển năm 2015 tăng nhẹ 9.5%yoy lên mức 187.7 triệu tấn chủ yếu do việc đội tàu mang cờ quốc tịch Việt được phép độc quyền chở hàng rời và container nội địa. Tuy nhiên, vận tải biển nội địa vẫn khó khăn do giá cước thấp, nguồn hàng không lớn và mất cân đối giữa 2 chiều Bắc- Nam.

Kết quả kinh doanh 2015 phân hóa. Các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng có kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định như GSP, PVT, VIP nhờ nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động tối đa công suất cả năm 2015 thay vì dừng sửa chữa định kỳ 2 tháng như năm 2014. Trong khi đó, các công ty vận tải hàng rời như VOS, HTV đều có kết quả kinh doanh kém khả quan do khó khăn chung của thị trường thế giới.

Mã CK	HĐKD chính	DTT		BLN Thuần		LNST %yoy	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
		2015	%yoy	2015	2014				DT	LNST	Cổ tức
PVT	Vận tải hàng lỏng	5,720	9%	14%	10%	351	3%	7.51	0.78	N/A	N/A
SKG	Vận tải hành khách	305	36%	67%	56%	175	69%	14.59	5.03	N/A	N/A
GSP	Vận tải khí	1,064	14%	12%	10%	66	53%	7.88	1.11	1,000	82
VTO	Vận tải hàng lỏng	1,332	-13%	15%	11%	56	7%	8.89	0.46	N/A	N/A
VIP	Vận tải dầu	581	-16%	25%	22%	15	-93%	36.32	0.53	N/A	N/A
HTV	Vận tải hàng rời	205	1%	24%	19%	30	16%	6.49	0.66	N/A	N/A
TCO	Vận tải hàng rời	173	-4%	27%	24%	27	22%	6.27	0.86	220	28(LNST)
PJT	Vận tải xăng dầu	373	1%	12%	10%	19	22%	6.33	0.91	N/A	N/A
TJC	Vận tải hàng rời	198	-11%	11%	9%	11	-54%	8.10	0.69	N/A	N/A
VFR	cho thuê tàu	364	-11%	0%	0%	(19)	N/A	N/A	0.83	N/A	N/A
VNA	Vận tải hàng rời	695	-9%	8%	8%	(40)	N/A	N/A	0.30	N/A	N/A
VOS	Vận tải hàng rời	1,675	-18%	4%	7%	(298)	N/A	N/A	0.39	N/A	N/A
Trung bình				18%	15%			11.38	1.05	N/A	N/A

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Nguồn cầu cho vận tải hàng lỏng tăng nhờ (1) nhà máy lọc dầu Nghi Sơn nâng công suất 25% lên 350,000 do đường ống Nam Côn Sơn II đi vào vận hành. (2) Tăng sản lượng dầu, khí hóa lỏng bán ra của nhà máy Dung Quất nhờ giảm thuế suất nhập khẩu từ 20% xuống còn 10%.

Các doanh nghiệp vận tải hàng rời chuyển hướng kinh doanh, nâng tỷ trọng khai thác nội địa: VOS nâng vận tải nội địa từ 30% năm 2015 lên 40% năm 2016, HAH kế hoạch tăng doanh thu từ vận tải biển nội địa 37% yoy. Nguyên nhân là do nhu cầu vận tải than dự báo tăng cao nhờ: (1) Các nhà máy nhiệt điện dự báo tăng công suất hoạt động, bù đắp lượng điện thiếu hụt cho thủy điện. (2) dự án nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2 dự kiến đi vào hoạt động quý 2.2016 với công suất 6.7 tỷ kWh/năm, nhu cầu tiêu thụ than 3 triệu tấn/năm.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **Kém Khả Quan** với ngành vận tải biển do kinh tế Trung Quốc dự báo khó phục hồi trong giai đoạn ba quý cuối năm. Tuy nhiên, với vận tải hàng lỏng nội địa, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh quý 2 duy trì ổn định so với quý 1 và cuối năm 2015 do đặc điểm hợp đồng định hạn ký đầu năm với giá vận chuyển không thay đổi so với năm 2015. Chúng tôi khuyến nghị Mua với 2 cổ phiếu PVT và GSP do đây là những doanh nghiệp vận tải hàng lỏng đầu ngành, tăng trưởng kinh doanh ổn định, và duy trì khuyến nghị Theo Dõi với SKG và VIP.

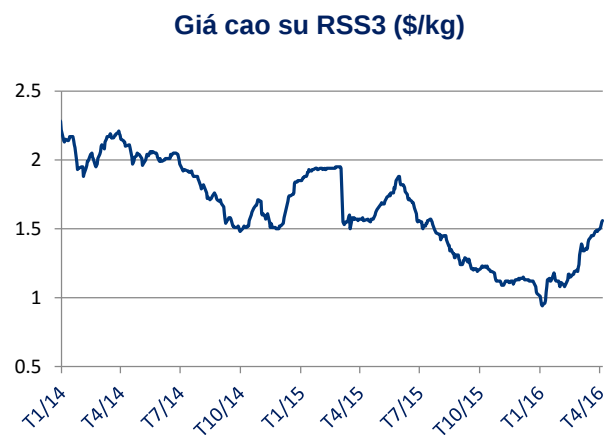
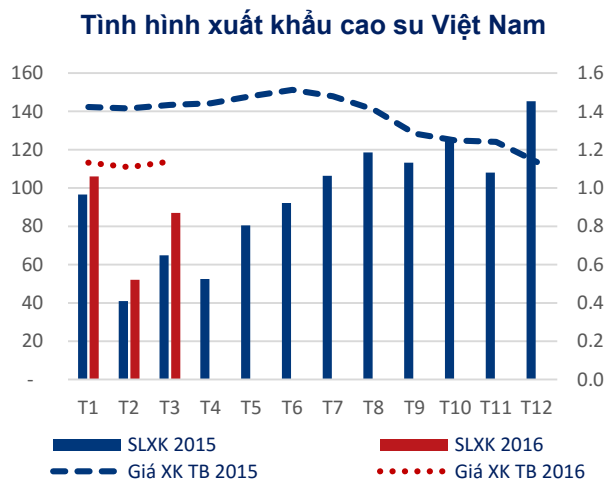
Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 31/03/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
PVT	5,789	424	1,657	6.15	0.69	9.1%	Cp: 10:1	10,400	12,271	
GSP	1,132	71	1,922	7.3	1.12	20.01%	Tiền 12%	14,100	15,200	
SKG	382	218	8,921	9.87	3.7	37.7%	Cp 5:1, tiền 10%	106,000	89,433	
VIP	N/A	N/A	N/A			N/A	Tiền: 5%	8,600		

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Ngành Cao su tự nhiên [Kém khả quan]**Thực trạng Quý 1/2016**

- Sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam tăng 10% yoy, nhưng giá trị giảm 13.5% yoy
- Giá cao su thế giới hồi phục 54% so với đầu năm nhờ các biện pháp điều tiết nguồn cung, nhưng vẫn ở mức thấp
- Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết kém khả quan với doanh thu giảm trung bình 14%, và lợi nhuận giảm 38%.
- Kế hoạch kinh doanh 2016 rất thận trọng với lợi nhuận kế hoạch giảm 56% yoy.
- Mặt bằng giá cao su dự kiến phục hồi trong ngắn hạn, nhưng triển vọng dài hạn khó khăn

Sản lượng cao su xuất khẩu tăng, với giá trị giảm: Theo số liệu thống kê sơ bộ của Tổng cục Hải quan, xuất khẩu cao su thiên nhiên trong ba tháng đầu năm 2016 đạt 233 nghìn tấn (+19.2% yoy) với giá trị đạt 263 triệu USD (-6.1% yoy), do mức giá xuất khẩu trung bình giảm 21% yoy.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá cao su giảm về mức đáy 7 năm và phục hồi nhờ các biện pháp điều tiết nguồn cung. Ngày 7/1/2016, giá cao su giảm sâu về mức \$0.94/kg, sau đó, đã tăng 54% về mức \$1.4/kg hiện nay, nhờ: **(1)** Chính phủ Thái Lan ra chính sách hỗ trợ người dân bằng cách mua trực tiếp 100,000 tấn cao su, với mức giá cao hơn thị trường và **(2)** Hội đồng cao su quốc tế ba bên (ITRC) bao gồm Thái Lan, Malaysia và Indonesia cắt giảm sản lượng xuất khẩu từ 1/3/2016, như đã được phân tích trong [báo cáo ngành cao su của BSC](#), **(3)** Giá dầu hồi phục làm tăng chi phí sản xuất cao su tổng hợp, là sản phẩm thay thế cao su tự nhiên trong nhiều lĩnh vực. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý mặt bằng giá cao su vẫn ở mức thấp, với giá trung bình quý 1 thấp hơn 34.7% so với cùng kỳ năm ngoái.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp cao su 2015 nhìn chung kém khả quan.

Mã	DT 2015 (tỷ đ)	% yoy	LNST 2015	%yoy	Diện tích - ha	Năng suất (kg/ha)	Cổ tức 2015	Chú thích
HRC	94.	-41.5	30.	-45.7'	849	1,538	40% cp	37 tỷ đồng thu nhập thanh lý cao su.
TNC	83.	30.6	11.	-37.3'	1,273	1,202	5% tiền	Doanh thu hoạt động cao su tăng nhẹ 2% yoy. 38.2 tỷ đồng thu nhập thanh lý cao su
TRC	362.	-27.7	57.	-58.9'	4,791	2,098	32.5% tiền	Chi phí trợ cấp nghỉ việc 17 tỷ khiến lợi nhuận giảm mạnh.
DPR	853.	-9.1	157.	-26.2'	7,495	2,065	30% tiền	Là doanh nghiệp có mức biên LN cao nhất trong ngành, nhờ vườn cây trẻ, năng suất cao
PHR	1,228.	-23.9	215.	-19.4'	9,450	2,070	35% tiền	Hoạt động thanh lý cao su đóng góp 99.5 tỷ đồng lợi nhuận.

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Mặt bằng giá cao su dự kiến sẽ tiếp tục hồi phục trong quý 2, do các biện pháp cắt giảm nguồn cung được áp dụng từ tháng 3 đến tháng 8/2016. Với mức giá tại thời điểm 31/3/2016, giá cao su chỉ thấp hơn mức giá cao su trung bình năm 2015 là 3%, và thấp hơn mức giá trung bình của quý 2/2015 là 14.0%.

Sản lượng xuất khẩu của Việt Nam có thể được cải thiện, khi các nước xuất khẩu lớn hạn chế xuất khẩu. Tuy vậy, chúng tôi cũng lưu ý khả năng thương lái đẩy mạnh xuất khẩu trước khi quy định cắt giảm xuất khẩu của ITRC có hiệu lực, qua đó làm giảm nhu cầu nhập khẩu cao su trong các tháng quý 2.

Điều kiện thời tiết bất lợi cho hoạt động trồng cao su ở Việt Nam: Cuối quý 1 là thời điểm mùa khô, nên ngành cao su ngưng khai thác do vậy sản lượng cao su chế biến dự kiến sẽ giảm. Hơn nữa, hạn hán nghiêm trọng ở các tỉnh trồng cao su làm giảm năng suất và sản lượng cao su thu hoạch trong quý tới.

Về dài hạn, giá cao su vẫn khó khăn với việc cầu từ Trung Quốc chững lại đáng kể. Tăng trưởng trong sản lượng ô tô tiêu thụ ở Trung Quốc đạt 5.1% yoy cho 2 tháng đầu năm, thấp hơn mức dự báo 7.8% của hiệp hội ô tô Trung Quốc, và thấp hơn đáng kể so với mức CAGR 20% giai đoạn 2005-2015

Kế hoạch kinh doanh 2016 giảm mạnh:

	TRC	DPR	PHR
LNTT	37.6	70 - 90 tỷ	99 tỷ
%yoy	-42.6%	-65%	-62.1%
Cổ tức	10%	20%	10%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** cho ngành cao su trong Q2/2015. Ngành cao su có một số yếu tố giúp cải thiện giá bao gồm **(1)** chính sách điều tiết nguồn cung, **(2)** thời tiết bất lợi làm giảm năng suất và sản lượng cao su như đã đề cập trong [báo cáo El-nino của BSC](#), và **(3)** giá dầu phục hồi giúp cải thiện nhu cầu cho cao su. Tuy vậy, rào cản dài hạn của ngành là nguồn cầu chững lại do ảnh hưởng từ kinh tế Trung Quốc. Chúng tôi lưu ý rằng nếu giá cao su tiếp tục phục hồi tốt trong quý 2, một số cổ phiếu cao su có thể phục hồi ngắn hạn, tập trung vào các doanh nghiệp có năng suất cao và diện tích lớn như DPR, TRC, PHR. Tại 31/3/2016, cổ phiếu ngành cao su đang được giao dịch với mức P/E trung vị là 11, xấp xỉ mức trung vị của khu vực là 10.95, nhưng P/B của ngành chỉ 0.61, thấp hơn mức 0.82 của khu vực.

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.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>



Lê Thị Hải Đường

Trưởng phòng TVĐT Hội sở

Tel: 0439352722 (155)

duonglh@bsc.com.vn

Trần Thăng Long

Trưởng Phòng Phân tích

Tel: 0439352722 (118)

longtt@bsc.com.vn

Nhóm Ngành & Doanh nghiệp

Lương Thu Hương

huonglt@bsc.com.vn

Thép, Xi măng, Gạch men,
Công nghệ

Trần Thị Hồng Tươi

tuoith@bsc.com.vn

Ngân hàng, Dược, Nhựa, Săm
lốp

Vũ Thu Hà

Havt@bsc.com.vn

Dầu khí, Phân bón, Điện

Nguyễn Hồng Hà

hanh@bsc.com.vn

BDS, Xây dựng

Chu Tuấn Phong

phongct@bsc.com.vn

Cảng biển, Vận tải biển, Thủy
sản

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

lenbh@bsc.com.vn

Bảo hiểm, Cao su, Ô tô

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

Dệt may, Mía đường, Sữa



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