

Sector & Company Insights

Biến động giá hàng hóa và giá cổ phiếu

BSC RESEARCH

Trưởng phòng

Trần Thăng Long
longtt@bsc.com.vn

Nhóm thực hiện

Nguyễn Hồng Hà
hanh@bsc.com.vn

Lê Thị Trang
tranglt@bsc.com.vn

Vũ Thu Hà
havt@bsc.com.vn

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Bảo Lê
lenhb@bsc.com.vn

Mục lục

Diễn biến giá hàng hóa năm 2015 đến Q1 2016

Nhóm năng lượng (Dầu, khí) 1

Nhóm Hóa chất (Lưu huỳnh, hạt nhựa) 2

Nhóm kim loại (Quặng Sắt, Đồng)..... 3

Nhóm Nông nghiệp (Ngô, đậu nành, sữa, đường, cao su)..... 4

Dự báo về giá hàng hóa, ảnh hưởng và cổ phiếu lưu ý.....8

Nhóm năng lượng (Dầu, Khí, Lưu huỳnh) 8

Nhóm Hóa chất (Lưu huỳnh, hạt nhựa)10

Nhóm kim loại (Quặng Sắt, Đồng).....11

Nhóm Nông nghiệp (Ngô, đậu nành, thức ăn chăn nuôi, sữa, đường, cao su)12

Báo cáo này chỉ là nguồn thông tin tham khảo. Vui lòng đọc kỹ phần Khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

Chuyên viên Phân tích và dự báo thời tiết

Chuyên mục dự báo [thời tiết](#) có lẽ là chuyên mục hân hữu mà thông tin cung cấp trên truyền hình thực sự là “the news” chứ không phải là “the old”. Công việc của người dự báo thời tiết và chuyên viên phân tích có khá nhiều điểm tương đồng. Bởi vì con người luôn muốn biết trước tương lai, cho dù đó là ngày mai mưa hay nắng hay liệu TTCK có tăng điểm (nếu có ai hỏi tôi câu này tôi sẽ hỏi mượn họ 1 đồng xu).

“Hãy sửa mái nhà khi trời còn nắng”

Các cổ phiếu hàng hóa luôn được xếp vào ngành có tính chất chu kỳ rõ ràng nhất, và khi bánh xe chu kỳ thay đổi thì lại tạo nên những cơn địa chấn với cả ngành và đương nhiên là cơ hội hoặc là rủi ro với nhà đầu tư. Câu chuyện này đã được lặp đi lặp lại rất nhiều lần với những ngành điển hình trong thời gian gần đây như sự bùng nổ và suy giảm của Thép, dầu khí hay xa hơn là khoáng sản. Thời điểm tốt nhất để chốt lãi là khi ngành phát triển cực thịnh, và ngược lại tốt nhất để bắt đáy khi mọi yếu tố là xấu nhất. Điều này rất khó để có thể thực hiện, do các ngành chịu nhiều yếu tố tác động và có thể tạo đáy chữ V hay đáy kéo dài (như vận tải biển, cao su kéo dài đến hơn 7 năm làm nản lòng nhà đầu tư). “Hãy sửa mái nhà khi trời còn nắng” là câu nói nổi tiếng của John F. Kennedy 1962, nếu bạn biết chắc sau những ngày nắng nóng sẽ là những ngày có mưa, thì thời gian tốt nhất để chuẩn bị là ngay bây giờ khi vẫn nắng đẹp.

Biến động giá hàng hóa và giá cổ phiếu

Trong báo cáo này chúng tôi sẽ đề cập đến các nhóm ngành liên quan mật thiết đến các nhóm hàng hóa cơ bản gồm năng lượng, hóa chất, kim loại và nông sản. Việc dự báo chu kỳ giá hàng hóa là rất khó khăn và nằm ngoài khả năng của chúng tôi. Dù vậy nếu một ngành đã hội đủ các yếu tố xấu nhất, khi những tín hiệu đầu tiên của sự phục hồi xuất hiện, cơ hội cũng sẽ xuất hiện. Cần lưu ý diễn biến của giá hàng hóa rất phức tạp do chịu nhiều yếu tố tác động. Trong phạm vi báo cáo này chúng tôi cũng không tập trung nhiều đến 1 số ngành đã phân tích như [Mía đường](#), [cao su](#), [dầu khí](#) hay [gạch men](#), Nhà đầu tư có thể tham khảo lại các báo cáo trước của BSC đã phát hành từ tháng 11/2015 đến tháng 03/2016. Chúng tôi muốn tập trung nhiều hơn đến mối liên hệ giữa các ngành chịu tác động lớn của giá một số loại hàng hóa chính. Câu hỏi đặt ra là nếu giá hàng hóa tạo đáy, chúng ta cần quan tâm đến những ngành nào.

- Nhóm năng lượng: Dầu khí ảnh hưởng đến các ngành xăng dầu, dệt may, phân bón, nhiệt điện, hóa chất
- Nhóm Kim loại: Quặng sắt, đồng ảnh hưởng đến các ngành sắt thép, cáp điện
- Nhóm Hóa chất: nhựa, lưu huỳnh ảnh hưởng đến các ngành hóa chất, phân bón, nhựa
- Nhóm nông sản: Ngô, đường, sữa, bông, đậu nành ảnh hưởng đến các dệt may, sữa, chăn nuôi

Nguyên liệu	Dự báo xu hướng 2016	Giá trung bình 2015	Giá trung bình dự báo 2016	Giá hiện tại	Cổ phiếu lưu ý
Nhóm Năng lượng					
Dầu (USD/thùng)	Giảm và phục hồi	49	40	40.24	Tiêu cực (nếu giá dầu giảm): GAS, PVD, PVS; Tích cực (nếu giá dầu giảm):: PLC; STK, EVE
Khí (USD/mmbtu)	Giảm	4.29	3.69	3.01	Tích cực: (phân bón) DPM, (nhiệt điện) NT2, TCR, VGC (gạch men)
Nhóm hóa chất					
Lưu huỳnh (USD/tấn)	Giảm	143	130	85	Tích cực: CSV, LAS
Nhựa (USD/ metric tonne)	Giảm và phục hồi	HDPE: 1.216 LDPE: 1.237 PP: 1.130 PVC: 741	N/A	HDPE: 1.180 LDPE: 1.220 PP: 1.085 PVC: 780	Tích cực: BMP, DNP, NTP, AAA
Nhóm Kim loại					
Quặng Sắt (USD/tấn)	Giảm và phục hồi	50. 16	38	54.5	Tích cực: HSG, NKG; Tiêu cực (nếu giá thép giảm): HPG, VIS, VGS
Đồng (USD/tấn)	Giảm	5434	4725	4650	Tích cực: CAV, VTH, TYA, VKC
Nhóm Nông nghiệp					
Ngô (USD/metric ton)	Giảm	400.22	400	390.75	Tích cực: DBC, VHC, HVG
Đậu Nành (USD/metric ton)	Tăng	385.5	387.5	305.05	
Sữa (USD/ton)	Giữ mức thấp	SMP: 2017.5	N/A	SMP: 1632	Tích cực: VNM, HNM
Đường (VND/kg)	Phục hồi	RS: 12,780 RE: 14,238	tăng 10-12%	RS: 14,300 RE: 16.100	Tích cực: SLS, SBT, BHS, LSS, KTS
Cao Su (USD/tấn)	Giảm và Phục hồi	RSS3: 156	RSS3: 140	RSS3: 136	Tiêu cực (nếu giá cao su tiếp tục giảm): DPR, PHR, TRC Tích cực: DRC, CSM, SRC
Bông (cents/pound)	Giảm	65.7	61	57.5	Tích cực: TCM, GIL, KMR, GMC; Tiêu cực: TNG, TET, NPS

Diễn biến giá hàng hóa năm 2015 đến Q1 2016

Nhóm năng lượng (Dầu, khí)

Giá dầu đã giảm 39% trong năm 2015 từ 60 USD/thùng xuống còn 37 USD/thùng đối với dầu WTI và từ 65USD/thùng xuống 39 USD/thùng đối với dầu Brent. Tính đến ngày 20/4/2016, sau khi giảm xuống đáy vào ngày 20/1/2016, giá dầu đã tăng trở lại mốc 40 USD/thùng như cuối 2015. Giá dầu FO và DO bán cho các nhà máy điện tại Việt Nam trung bình năm 2015 cũng giảm lần lượt 30% y.o.y và 34% y.o.y. Giá dầu đang ở khu vực nhạy cảm với tin tức về nguồn cung từ Hoa Kỳ và khối Opec.

Đồ thị 1

Giá dầu WTI



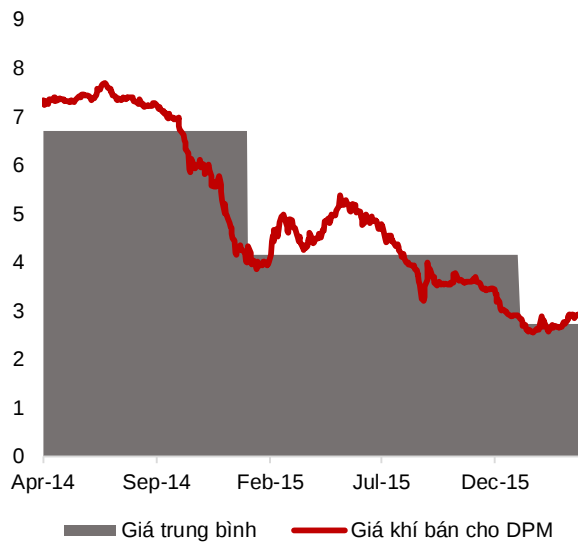
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá khí đầu vào cho các doanh nghiệp sản xuất điện, đậm suy giảm theo giá dầu

Do giá khí bán cho các hộ điện, đậm được tính theo giá dầu nên việc suy giảm giá dầu ảnh hưởng trực tiếp đến giá nhiên liệu đầu vào của các doanh nghiệp này. Tính đến 20/4/2016, giá khí bán cho DPM đã giảm 19% so với trung bình 2015. Trung bình năm 2015, giá khí bán cho các nhà máy nhiệt điện khí ở mức 4.80 USD/mmbtu đối với khí trên bao tiêu mỏ Cửu Long và Nam Côn Sơn, giảm 15% so với năm 2014; ở mức 3.6 USD/mmbtu đối với khí mỏ PM3- Cà Mau, giảm 45% so với 2014.

Đồ thị 2

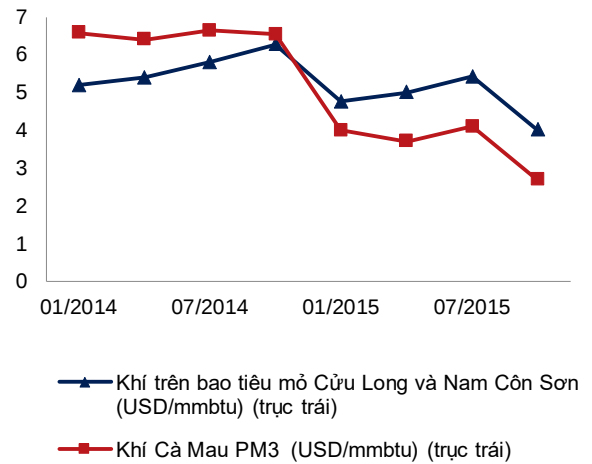
Giá khí bán cho DPM (USD/mmbtu)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Đồ thị 3

Giá khí và giá dầu bán cho các hộ sản xuất điện



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

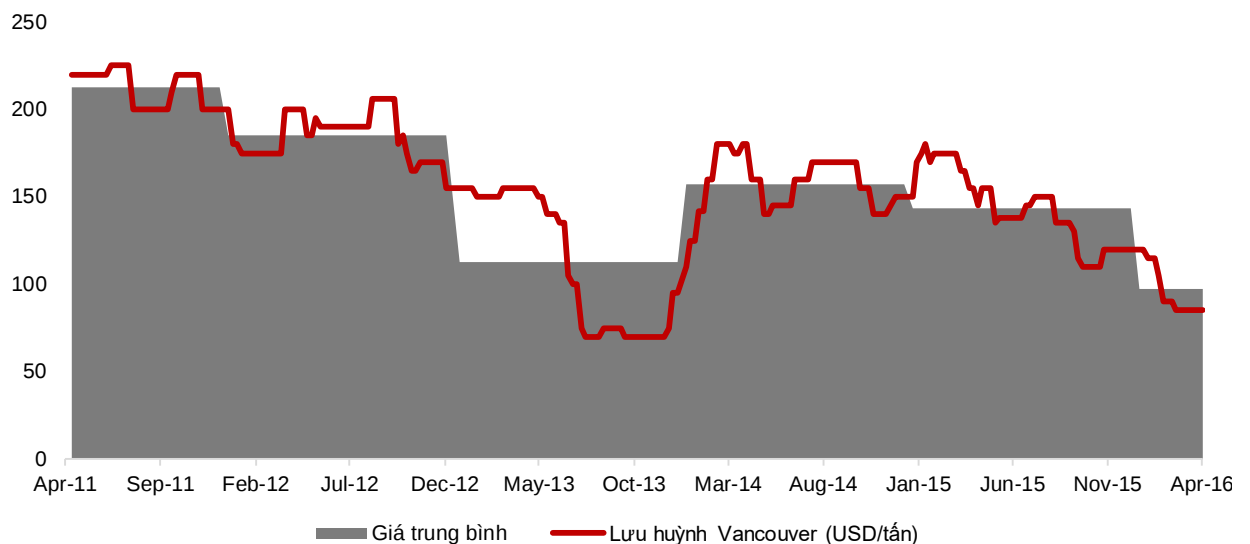
Nhóm Hóa chất (Lưu huỳnh, hạt nhựa)

Giá lưu huỳnh

Do là phụ phẩm của lọc dầu nên giá lưu huỳnh bị ảnh hưởng bởi diễn biến giá dầu. Trong năm 2015 giá lưu huỳnh đã giảm 9% xuống trung bình 143 USD/tấn, và tiếp tục giảm mạnh 41% từ đầu 2016 đến nay, xuống 85 USD/tấn.

Đồ thị 3

Giá lưu huỳnh (USD/tấn)

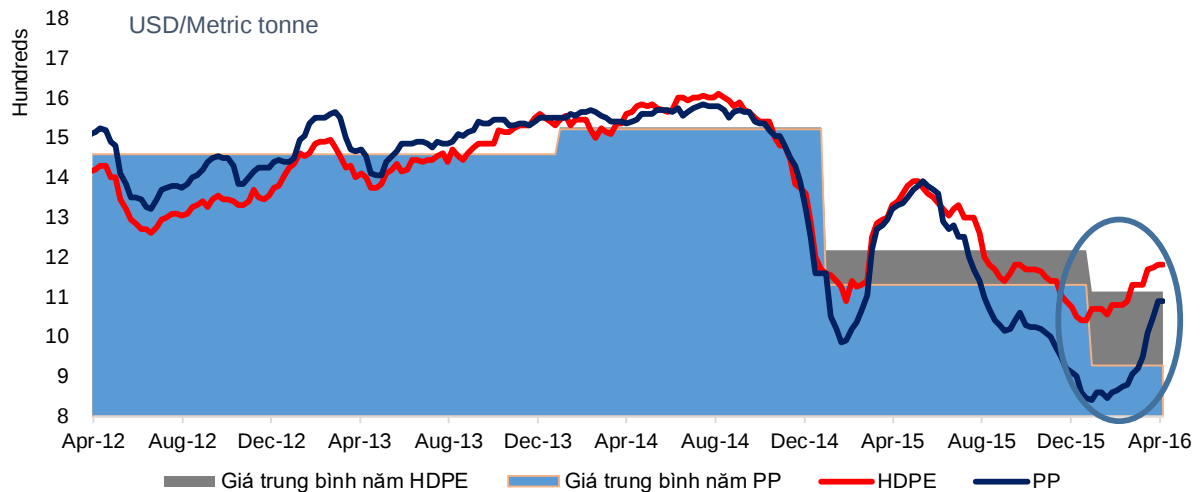


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhựa: Tính đến ngày 31/12/2015, giá hạt nhựa HDPE giảm 11%, LDPE giảm 13%, PVC giảm 27% và PP giảm 19% so với cùng thời điểm năm 2014. Đầu năm 2016 giá hạt nhựa phục hồi nhẹ.

Đồ thị 6

Diễn biến giá hạt nhựa từ 2011 tới 4/2016



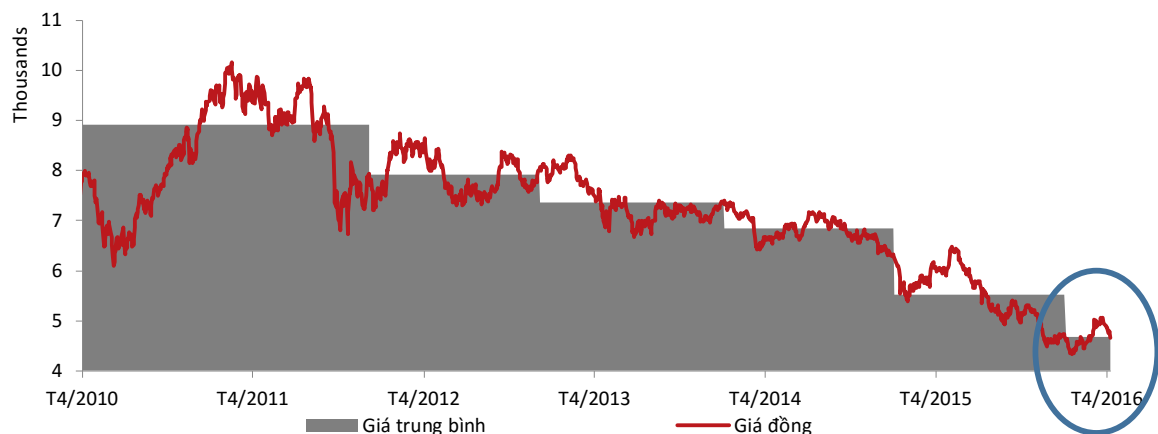
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhóm kim loại (Quặng Sắt, Đồng)

Giá đồng đã giảm 25% so với cuối năm 2014 về ngưỡng 4.705 \$ / tấn do nhu cầu sụt giảm ở thị trường Trung Quốc (Trung Quốc tiêu thụ hơn 50% sản lượng đồng của thế giới) và thị trường tiếp tục ở trạng thái dư cung. Giá đồng phục hồi nhẹ cuối quý I, nhưng vẫn ở mức khá thấp so với 2015.

Đồ thị 4

Giá đồng

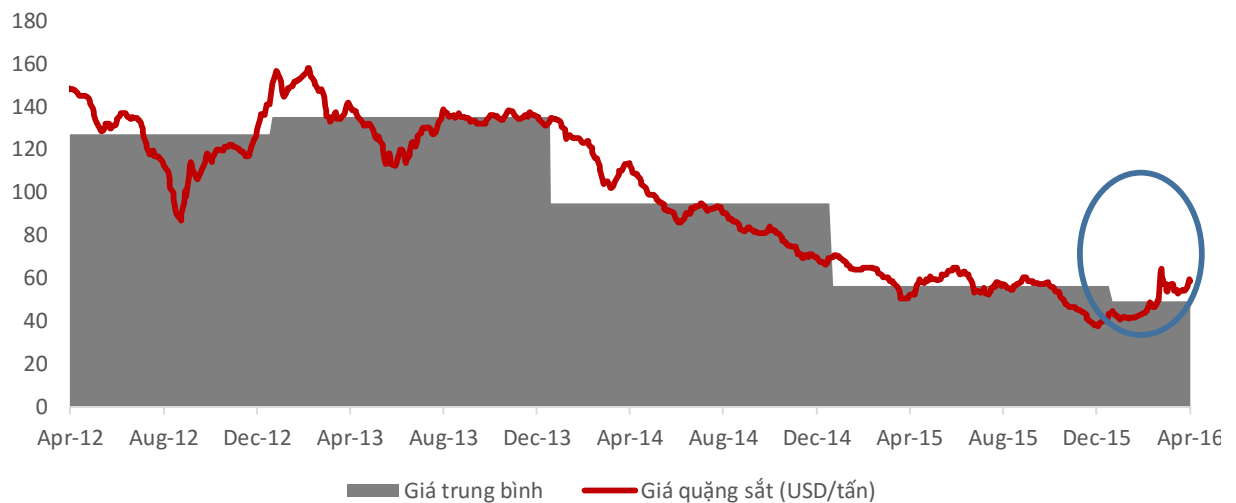


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá quặng sắt giảm 37% so với cuối năm 2014 về mức 43\$/tấn do thị trường lo ngại về việc kinh tế Trung Quốc giảm tốc. Hiện tại mức giá quặng sắt đang phục hồi khá mạnh, và các mỏ khai thác ở Việt Nam với mức giá bán khoảng 7,8 đến 8,3 triệu đồng/tấn đã bắt đầu có lãi trở lại. Giá thép thành phẩm cũng tăng khiến các công ty thép có hàng tồn kho lớn được hưởng lợi.

Đồ thị 5

Giá quặng sắt



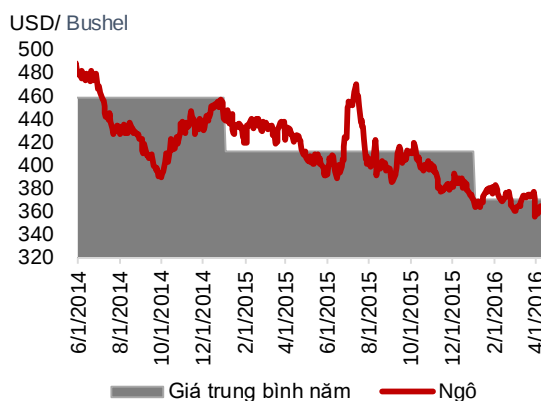
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhóm Nông nghiệp (Ngô, đậu nành, sữa, đường, cao su)

Giá ngô và khô đậu nành trong giảm lần lượt khoảng 7% yoy và 15.9% yoy do nguồn cung tăng từ các nước xuất khẩu chính như Mỹ, Brazil hay Argentina.

Đồ thị 7

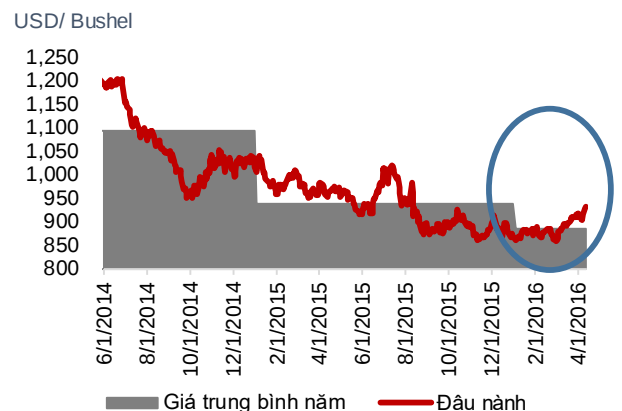
Giá ngô từ 2013-2015



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Đồ thị 8

Giá đậu nành từ 2013- tháng 4/2016



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Ngành thức ăn chăn nuôi: Ngô, đậu nành, lúa mì là nguyên liệu chính của ngành thức ăn chăn nuôi. Tuy nhiên, biên lợi nhuận được duy trì ổn định dù giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi giảm. Do ngành có tính chất cạnh tranh cao, để duy trì thị phần, các công ty giảm giá bán, tăng chiết khấu cho khách hàng khi giá nguyên liệu giảm. Biên lợi nhuận gộp mảng chế biến thức ăn chăn nuôi của DBC chỉ tăng nhẹ từ 17.9% năm 2014 lên tới 18.6% năm 2015 trong khi giá trung bình của đậu nành giảm 16%, lúa mì giảm 14% và ngô giảm 7% so với giá trung bình năm 2014.

Giá bông thế giới tiếp tục ở mức thấp: 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 kỳ 2015 do (1) Sản lượng bông tiếp tục tăng nhẹ, vượt 9.5% nhu cầu tiêu thụ, trong khi tồn kho bông vẫn rất lớn (2) Trung Quốc, nước nhập khẩu bông lớn nhất thế giới cắt giảm hạn ngạch nhập khẩu bông (3) Giá dầu thô tiếp tục giảm, khiến mặt hàng sợi nhân tạo có nguồn gốc từ dầu mỏ có giá cạnh tranh hơn.

Đồ thị 9

Giá bông thế giới 2011- Q1/2016

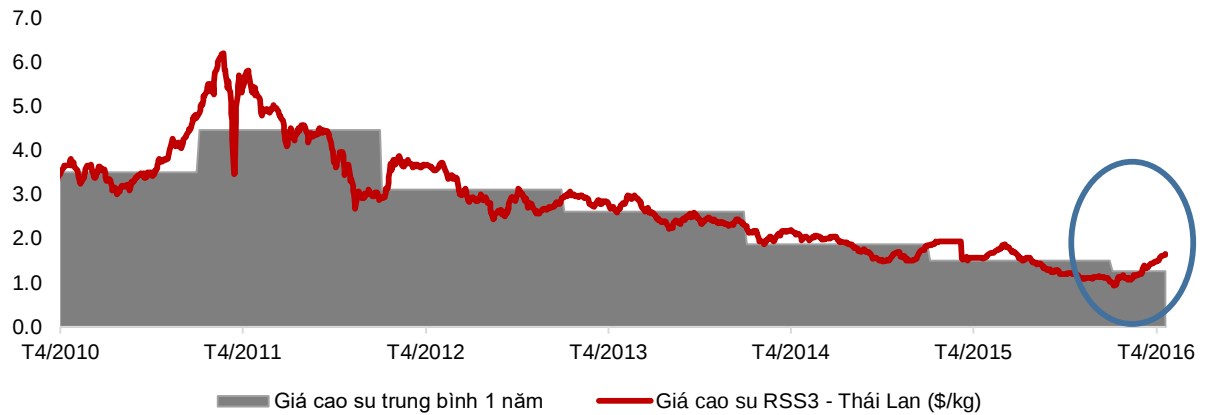


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Cao su tự nhiên đã phục hồi trong quý 1/2016. Từ mức đáy 7 năm \$0.94/kg, giá cao su đã có mức tăng 80% lên \$1.7/kg tại 19/4/2016. Theo đó, giá cao su trung bình đến 19/4/2016 ở mức \$1.28/kg, vẫn thấp hơn 18% so với cùng kỳ năm trước.

Đồ thị 10

Diễn biến giá cao su

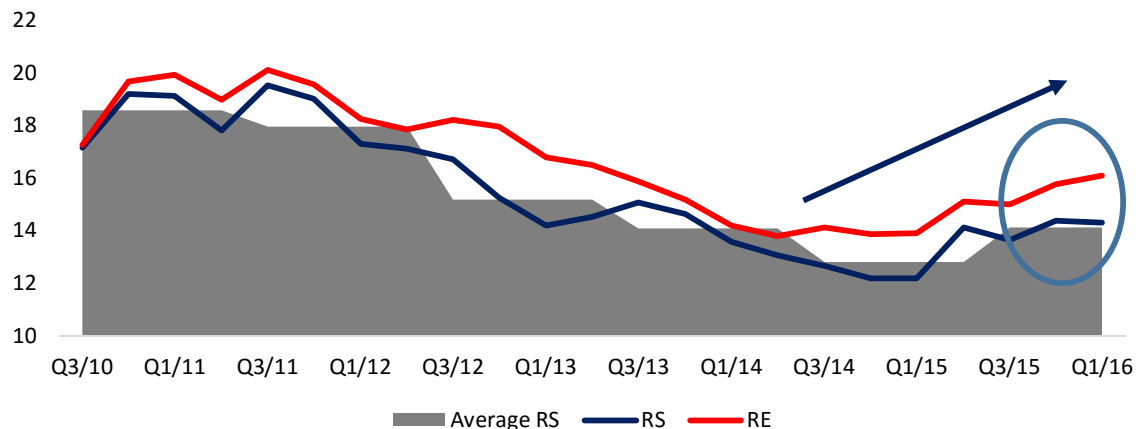


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá đường trong nước tăng nhẹ: Tính đến 31/3/2016, 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 kì do diện tích mía vụ 2015/16 suy giảm.

Đồ thị 11

Giá đường bán buôn trong nước (1000 VND/kg)



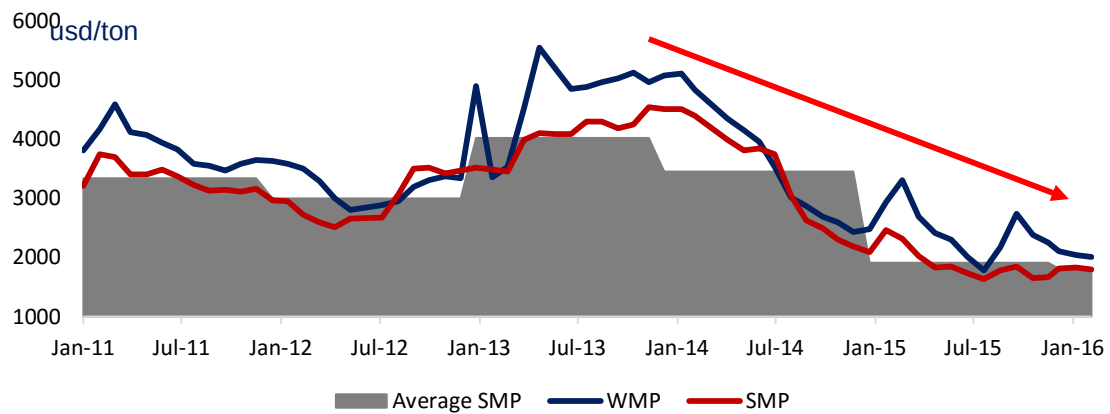
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá sữa nguyên liệu thế giới giữ ở mức thấp: 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 kì 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 sứt giảm tại 2 nước nhập khẩu sữa lớn nhất thế giới Trung Quốc (-8%) và Nga (giảm 75% cùng kì do lệnh cấm vận nhập khẩu từ châu Âu sang Nga. Lệnh cấm vận được mở rộng đến tháng 8/2016).

Đồ thị 12

Giá sữa nguyên liệu thế giới 2011-2015



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Dự báo về giá hàng hóa, ảnh hưởng và cổ phiếu lưu ý

Nhóm năng lượng (Dầu, Khí, Lưu huỳnh)

Xu hướng giảm:

- Với những diễn biến của giá dầu trong những tháng cuối năm 2015 và đầu năm 2016 cùng với việc mất cân đối cung cầu chưa được giải quyết và các ảnh hưởng của những yếu tố tài chính chính trị, chúng tôi nhận định giá dầu nhiều khả năng sẽ tiếp tục đà suy giảm trong đầu năm 2016 và tăng lại vào cuối năm 2016, giá dầu trung bình năm có thể xung quanh mức 40 USD/thùng (giảm 18% so với năm 2015).
- Việc giá dầu tiếp tục giảm và ở mức thấp trong cả năm 2016 sẽ kéo theo giá khí đầu vào cho các hộ sản xuất điện và đạm giảm theo. Nếu giá dầu ở mức trung bình 40 USD/thùng trong năm 2016 thì giá khí bán cho đạm sẽ giảm khoảng 14% và giá khí bán cho điện giảm khoảng 13%.
- Đối với lưu huỳnh, nguồn cung đang tăng lên từ Tây Bắc nhờ việc vận hành các nhà máy lọc dầu mới trong khi nhu cầu nhập khẩu từ Mỹ đang yếu đi, dẫn đến thị trường lưu huỳnh dần chuyển sang trạng thái dư cung. Đồng thời giá dầu tiếp tục ở mức thấp. Do đó, giá lưu huỳnh được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong dài hạn.

Ảnh hưởng: Trong khi giá dầu thấp sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp dầu khí (GAS, PVD, PVS,...), thì đa số các doanh nghiệp sản xuất lại được hưởng lợi từ việc giá nhiên liệu đầu vào thấp do ảnh hưởng của giá dầu như hóa chất (PLC, CSV), nhiệt điện khí (NT2), phân bón (DPM, LAS).

- Hóa chất:** Một số sản phẩm hóa chất đầu vào như lưu huỳnh, dầu gốc, nhựa đường... là sản phẩm của lọc hóa dầu nên giá dầu thấp sẽ giúp giá nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp rẻ hơn. Hơn nữa, giá dầu thấp cũng giúp tiết kiệm chi phí vận chuyển khi phần lớn các nguyên liệu đầu vào của sản xuất hóa chất tại Việt Nam đều là hàng nhập khẩu.

PLC: công ty sản xuất và kinh doanh 3 mảng chính là dầu mỡ nhờn, nhựa đường và hóa chất với đầu vào là các sản phẩm lọc hóa dầu (dầu gốc, nhựa đường, lưu huỳnh...) được nhập khẩu chủ yếu từ Singapore và Thái. Các mảng hoạt động của PLC đều được hưởng lợi gián tiếp từ giá dầu giảm. Do đó, trong năm 2015, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp đạt 18%, tăng 4% so với 2014.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 20/04/2016	Giá mục tiêu
PLC	7,933	351	4,344	8.31	2.09	19.92%	15% cp & 33% tiền	29,000	34,750
CSV	1611	181	3334	6.30	1.32	26.81%	26% tiền	23,000	26,666

Nguồn: BSC Research

- **Nhiệt điện khí:** Dầu thô và khí là nhiên liệu đầu vào chính của các nhà máy nhiệt điện. Việc giá khí trên bao tiêu được tính theo giá thị trường (dựa trên 46% giá dầu FO thị trường Singapore tháng trước) sẽ giúp các doanh nghiệp nhiệt điện khí hưởng lợi trực tiếp từ việc suy giảm của giá dầu.

NT2 - chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 70% giá thành sản xuất điện của các nhà máy nhiệt điện nên việc giá khí ở mức thấp sẽ tăng lợi thế cạnh tranh cho các nhà máy nhiệt điện khí khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh (10-20% sản lượng của nhà máy sẽ được bán trên thị trường)

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 20/04/2016	Giá mục tiêu
NT2 ¹	5,902	1,048	3,636	9.13	1.50	17.00%	22% tiền & 7% cp	30,600	36,405

Nguồn: BSC Research

- **Phân bón:** Giá khí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất phân urea được tính theo giá dầu FO nên các doanh nghiệp sản xuất phân urea được hưởng lợi trực tiếp khi giá dầu giảm. Lưu huỳnh là nguyên liệu quan trọng để sản xuất phân lân. Do là sản phẩm của lọc dầu nên giá lưu huỳnh chịu ảnh hưởng gián tiếp từ giá dầu thô. Ngoài ra, phân bón là ngành có chi phí vận chuyển lớn nên việc giá nhiên liệu giảm trực tiếp theo giá dầu sẽ giúp các doanh nghiệp phân bón tiết giảm được chi phí vận chuyển.

DPM - khí là nhiên liệu chính, chiếm đến 75% giá vốn sản xuất đạm. Mặc dù giá bán đạm sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới do tình trạng dư cung nhưng tốc độ giảm được dự báo chỉ 2-3%, thấp hơn mức dự báo giảm giá khí đầu vào (14%). Nhờ việc giá dầu ở mức thấp trong 2015, giúp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp tăng 8% lên 33%.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 20/04/2016	Giá mục tiêu
DPM	8,901	1,709	3,754	7.70	1.36	19.00%	40% tiền	29,700	34,770
LAS	4,189	393	4,797	6.46	1.73	28.00%	55% tiền	29,500	31,180

Nguồn: BSC Research

- **Dệt may:** EVE, STK: Nguyên liệu đầu vào của EVE chủ yếu là xơ sợi tổng hợp, của STK là các hạt PET, vốn có nguồn gốc từ dầu mỏ. Với giá dầu mỏ được chúng tôi dự báo tiếp tục giảm trong năm 2016, tác động lên biên LNG của 2 DN tùy thuộc vào mức chênh lệch giảm giữa giá đầu vào và giá đầu ra. Trong 2015, giá dầu giảm đều có tác động tích cực lên cả 2 DN do giá bán đầu ra giảm ít hơn, giúp biên LNG tăng 2% đối với EVE và tăng từ 14.6% lên mức 18.08% đối với STK.

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

Nhóm Hóa chất (Lưu huỳnh, hạt nhựa)

Lưu huỳnh

- **Xu hướng giảm:** Đối với lưu huỳnh, nguồn cung đang tăng lên từ Tây Bắc nhờ việc vận hành các nhà máy lọc dầu mới trong khi nhu cầu nhập khẩu từ Mỹ đang yếu đi, dẫn đến thị trường lưu huỳnh dần chuyển sang trạng thái dư cung. Đồng thời giá dầu tiếp tục ở mức thấp. Do đó, giá lưu huỳnh được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong dài hạn.
- **Ảnh hưởng:** CSV (hóa chất), LAS (phân bón)
 CSV: lưu huỳnh chiếm khoảng 16% trong cơ cấu giá vốn của doanh nghiệp. Đồng thời chi phí vận chuyển cũng là một chi phí lớn của doanh nghiệp khi toàn bộ nguyên vật liệu sản xuất chính của doanh nghiệp đều được nhập khẩu.
 LAS: chi phí lưu huỳnh chiếm khoảng 10% chi phí sản xuất phân lân. Đồng thời chi phí vận chuyển cũng chiếm khoảng 5% trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Nhựa:

- **Xu hướng giảm:** Được chiết xuất từ dầu và khí, giá hạt nhựa có tương quan chặt chẽ với diễn biến giá dầu. Dựa trên những nhận định về diễn biến giá dầu, khí trong năm 2016, chúng tôi cho rằng, giá nhiều loại hạt nhựa (PE, PP, PVC,...) sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong các quý đầu năm 2016 và dần phục hồi vào quý cuối năm 2016. Cụ thể:
 Giá các loại hạt nhựa PE: Theo Resin Technology, Inc (RTi), nếu giá dầu tăng/giảm 10 USD/ bbl thì giá hạt nhựa sẽ tăng/giảm tương ứng là 4-5 cents/lb. Chúng tôi cũng lưu ý, năm 2016, nhiều nhà máy sản xuất PE sẽ bảo trì (số lượng nhà máy bảo trì năm 2016 tăng khoảng 30% so với năm 2015) làm chậm lại đà suy giảm của giá các loại hạt nhựa PE.
 Giá các loại hạt nhựa PP được kỳ vọng đi ngang trong năm tới do cầu tiếp tục tăng cao trong khi đó nguồn cung tăng chậm.
 Giá hạt nhựa PVC được dự báo tiếp tục giảm cùng đà suy giảm của giá dầu và do tình trạng dư cung ở các nước châu Á.
- **Ảnh hưởng:** BMP, NTP (nhựa xây dựng); AAA, RDP, DNP (nhựa bao bì)
 Hạt nhựa chiếm tỷ 70-80% trong chi phí sản xuất của các doanh nghiệp nhựa. Do vậy, giá hạt nhựa giảm/ được dự báo duy trì ở mức thấp giúp cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp này.
 BMP: Nguyên liệu đầu vào chính của BMP là hạt nhựa PVC được mua từ các nhà cung cấp trong nước. Với chính sách dự trữ hàng tồn kho khoảng 1 quý sản xuất, giá bán đầu ra ổn định, biên lợi nhuận của BMP được cải thiện khi giá dầu giảm. 9T2015, biên lợi nhuận của BMP đạt 27% tăng so với mức 20% của năm 2014 nhờ giá hạt nhựa giảm khoảng 15%.
 DNP: Thời gian tồn kho thấp (khoảng 1-2 tháng), giá nguyên liệu đầu vào giảm sẽ có tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất ống nhựa của công ty.
 NTP: Mặc dù nguyên liệu đầu vào là hạt nhựa PVC giảm, tuy nhiên, do NTP tăng chiết khấu sản phẩm cho các nhà phân phối nên biên lợi nhuận thuần của công ty gần như không được cải thiện. 9T2015, biên lợi nhuận thuần của NTP là 11% giảm so với biên lợi nhuận thuần năm 2014 là 12%.

AAA: Nguyên liệu đầu vào của công ty là các loại hạt nhựa HDPE, PP. Tương tự như NTP, do áp lực giảm giá bán đầu ra, AAA gần như không được hưởng lợi từ xu hướng giảm giá hạt nhựa.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 20/04/2016	Giá mục tiêu
BMP	3,368	626	12,585	11.52	3.19	29.30%	45% cash div	133.000	157,946
NTP	4,063	409	6,228	10.84	2.43	22%	30% cash div	70,000	N/A
AAA	2,046	72	1,360	12.35x	1.01x	8%	25% stock div	18.200	N/A

Nguồn: BSC Research

Nhóm kim loại (Quặng Sắt, Đồng)

Đồng:

- **Xu hướng giảm:** Giá đồng được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2016 với mức giá trung bình được Goldman Sachs dự báo ~ 4.725 \$/ tấn (-15% so với giá trung bình năm 2015) do: (1) Nguồn cung tăng mạnh trong giai đoạn 2016-2017 với tốc độ tăng trưởng là 3% do 5 mỏ lớn là Cerro Verde (Peru), Las Bambas (Peru), Buenavista (Mexico), Sentinel (Zambia), Grasberg (Indonesia) đến giai đoạn khai thác.; (2) Kinh tế Trung Quốc giảm tốc khiến nhu cầu dự báo sẽ chỉ tăng nhẹ khoảng 1,4% và thị trường sẽ tiếp tục dư cung trong giai đoạn 2016 – 2018.
- **Ảnh hưởng:** CAV, VTH, TYA, VKC (cáp điện)
Đồng là nguyên liệu chính trong sản xuất cáp điện khi chiếm khoảng 70%-75% giá thành. Giá đồng duy trì ở mức thấp sẽ góp phần cải thiện biên lợi nhuận của các công ty sản xuất cáp điện khi giá bán có xu hướng giảm ít hơn nhờ nhu cầu xây dựng hạ tầng điện hiện tại vẫn còn rất lớn. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp của CAV 9T/2015 là 7,5% tăng 0,8% so với 9T/2014, trong khi của VTH là 4,3% (tăng 0,8%).

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 20/04/2016	Giá mục tiêu
CAV	5,562	155.7	5,406	9.7	2.2	26.3%	30% Cash	73,500	N/A
VTH	551.2	15.4	3,080	51.1	0.7	19.76%	20% Cash	17,000	N/A

Nguồn: BSC Research

Quặng sắt

- **Xu hướng giảm:** Theo dự báo của Goldman Sachs, giá trung bình của quặng sắt sẽ giảm còn 38 USD/tấn trong năm 2016 (-32% so với mức giá trung bình của năm 2015). Ngoài ra, Golman

Sachs cũng dự báo giá quặng sắt sẽ khó có khả năng quay đầu hồi phục, và sẽ tiếp tục giảm còn 35 USD / tấn trong năm 2017 – 2018.

- **Ảnh hưởng:** HPG, POM, TIS, TVN, VIS (thép xây dựng); NKG, HSG, VGS (thép ống, tôn); TLH, SMC (thương mại thép), SSM (kết cấu thép)

Mặc dù giá bán giảm cùng xu hướng với giá đầu vào nhưng các doanh nghiệp Tôn mạ / Ống thép có lợi thuế xuất khẩu, có khả năng giữ biên lợi nhuận tốt hơn nhóm doanh nghiệp sản xuất thép Xây dựng:

HPG, HSG, NKG: Biên lợi nhuận gộp nhìn chung có diễn biến ngược chiều giữa doanh nghiệp sản xuất Thép Xây dựng và doanh nghiệp sản xuất Tôn mạ / Ống thép. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thép Xây dựng có xu hướng giảm với biên LNG của HPG trong 9T2015 là 21,03%, giảm so với mức 21,92% của 9T2014; ngoài ra biên LNG của VIS và VGS cũng giảm tương tự. Trong khi đó, biên LNG của HSG đạt 15,78% (9T2015), tăng mạnh so với mức 11,51% (9T2014); và biên LNG của NKG cũng đạt 8,23% (9T2015), tăng mạnh so với mức 5,39% của 9T2014.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 20/04/2016	Giá mục tiêu
HPG	29,166	4,240	5,727	5.10	1.25	24.73%	10% cash div	31,200	N/A
HSG	15,200	716	5,467	5.76	1.14	19.76%	15% Cash div	39,500	33,897
NKG	5,350	180	3,598	3.50	0.76	21.80%	share div 100:8	15,000	13,671

Nguồn: BSC Research

Nhóm Nông nghiệp (Ngô, đậu nành, thức ăn chăn nuôi, sữa, đường, cao su)

Bông

- **Xu hướng giảm:** Vụ 2015/16, giá bông thế giới được Bộ Nông Nghiệp Hoa Kỳ (USDA) dự báo sẽ giảm 7.6% xuống mức trung bình 61 cents/pound do lượng tồn kho bông vẫn ở mức rất cao. Trong vụ 2015/16, sản lượng bông vụ 2015/16 được dự báo giảm 14.4% yoy đạt 22.6 triệu tấn, mức thấp nhất kể từ vụ 2010/11 do diện tích trồng bông và năng suất bông thế giới giảm lần lượt 7% và 3%. Tiêu thụ bông được dự báo sẽ tăng nhẹ 0.83% lên mức 24.3 triệu tấn, vượt 7.5% lượng sản xuất khiến lượng tồn kho giảm nhẹ 2.75% nhưng vẫn ở mức rất cao khoảng 21.2 triệu tấn, gần gấp đôi tồn kho vụ 2010/11.
- **Ảnh hưởng:** TCM, TNG, STK...

Giá bông chiếm khoảng 60% giá thành của sợi tự nhiên, 30% giá thành của vải. Giá bông giảm giúp giảm chi phí đầu vào cho các DN dệt may. Tuy nhiên, tác động là tích cực hay tiêu cực phải phụ thuộc vào khả năng quản trị giá thành của từng DN:

TCM: sử dụng trực tiếp nguyên liệu bông, giá thành bông thấp nhưng giá đầu ra cũng giảm theo khiến biên gộp của TCM trong 2015 chỉ tăng nhẹ 0.64% so với năm trước. Trong 2016, trường hợp TCM không giữ được giá thành sản phẩm ở mức tốt thì biên LNG có thể bị ảnh hưởng.

GIL, KMR, GMC, TNG, TET, NPS: sử dụng hầu hết NVL đầu vào là Vải. Giá bông và giá dầu dự báo sẽ tiếp tục giảm trong 2016 khiến chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm đi. Tuy nhiên, mức thay đổi của giá bán đầu ra khác nhau khiến biên LNG của các DN thay đổi theo xu hướng khác nhau: Trong 2015, biên gộp của GIL và GMC tăng mạnh lần lượt từ 16.54% lên 18.03% và 14.76% lên 16.81%, TNG có biên gộp giảm nhẹ 0.9% trong khi biên của NPS và TET giảm mạnh lần lượt từ 20.24% xuống 14.12% và từ 65.6% xuống mức 42.1% trong 2015.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Dividend 2015	Giá 20/4/2016	Giá mục tiêu
TNG	2,230	125	5,187	3.66	1.17	32%	6% Cash	18,000	28,264
TCM	2,856	186.3	3,802	8.1	1.37	17%	6% cash div	24,900	34,220
STK	1,672	134	2,873	11.1	1.84	16.5%	10% Share Div	27,900	n/a

Nguồn: BSC Research

Đường

- Xu hướng tăng:** Giá đường vụ 2015/16 được chúng tôi dự báo sẽ tăng khoảng 10-12% so với vụ trước khi mà lượng cung đường dự báo là sẽ lần đầu tiên thấp hơn lượng cầu tiêu thụ sau 4 vụ liên tiếp dư cung. Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam dự báo, tổng cung đường vụ 2015/16 dự báo đạt 1.521 triệu tấn (+1.4%), trong đó sản xuất đạt ~ 1.4 triệu tấn (-1.3%), nhập khẩu 121,000 tấn. Nhu cầu tiêu thụ khoảng 1.6 triệu tấn (+6.7%), tương đương cầu vượt cung khoảng 79,000 tấn đường.
- Ảnh hưởng:** LSS, SLS, SBT, KTS, BHS
- Giá đường dự báo tăng sẽ có tác động tích cực đến các DN sản xuất mía đường ở những mức độ khác nhau:

LSS, SLS, SBT, KTS, BHS: chủ yếu sản xuất đường từ mía và bán buôn đường luyện cho nhà máy thực phẩm hoặc bán đường thô cho DN mía đường khác. Các DN này sẽ được hưởng lợi ngay từ xu hướng tăng trong giá đường khi mà chi phí đầu vào là giá mua mía được kì vọng sẽ tiếp tục giữ ổn định. Tuy nhiên lưu ý diện tích trồng mía đang thu hẹp, nên biên lợi nhuận các DN này có thể được cải thiện nhưng doanh thu, lợi nhuận sẽ khó có mức tăng đáng kể.

BHS: chủ yếu bán lẻ đường ra thị trường, vì vậy biên LNG sẽ được cải thiện trễ hơn các DN bán buôn do giá bán lẻ có xu hướng ổn định, ít biến động hơn giá bán buôn.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Dividend 2015	Giá 20/4/2016	Giá mục tiêu
BHS	4,858	162.0	1,251	15.6	1.23	7.9%	5% cash div	18,900	n/a
SBT	3,090	233.0	1,255	19.2	1.71	8.9%	7% cash div	31,800	n/a
LSS	1,697	34.4	506	17.8	0.41	2.3%	1.5% cash div	10,600	n/a
SLS	741	94.8	13,941	3.7	1.20	32.4%	15%, 10%, 40% cash	76,000	64,705

Nguồn: BSC Research

Sữa

- **Xu hướng giảm:** Năm 2016, theo USDA, giá nguyên liệu sữa bột được kỳ vọng giữ ở mức thấp do (1) Lượng cung dự báo tiếp tục ở mức cao hơn ~25% lượng cầu (2) Nhu cầu nhập khẩu từ một số nước chính như Trung Quốc được dự báo giảm.
- **Ảnh hưởng:** VNM, HNM
Giá sữa ở mức thấp sẽ có tác động tích cực đối với những DN nhập khẩu sữa bột nguyên liệu để sản xuất do giá bán các loại sữa tại Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục ổn định trong năm tới:
VNM, HNM: nguyên liệu sữa thường được ký hợp đồng cho cả năm từ cuối 2015 để giảm thiểu rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào. Nếu chỉ xét riêng tác động của giá sữa nguyên liệu, giá sữa nguyên liệu thường chiếm từ 20-25% chi phí sản xuất, biên LNG của các DN có thể được cải thiện nhẹ khoảng 2% khi giá sữa nguyên liệu thấp hơn khoảng 8.92%, so sánh giá sữa giai đoạn tháng 11/2015 – 01/2016 so với cùng kỳ năm trước.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Dividend 2015	Giá 20/04/2016	Giá mục tiêu
VNM	45,016	8,823	7,353	17.4	7.1	41%	40% Cash div đợt 1	136,000	148,000
HNM	260	3.4	170	52.4	0.8	1.6%	0	9,200	n/a

Nguồn: BSC Research

Cao su tự nhiên

- **Xu hướng giảm và phục hồi:** Sự hồi phục của giá cao su là kết quả của: (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.
- **Ảnh hưởng:** DPR, PHR, TRC (cao su tự nhiên); DRC, CSM, SRC (săm lốp)
Ngành cao su tự nhiên: với các sản phẩm cao su là đầu ra của các doanh nghiệp, giá cao su ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất cao su tự nhiên. Giá cao su trong nước thường có độ trễ khoảng 1 tháng so với giá cao su thế giới, và hiện nay đã có mức tăng từ 26 triệu/tấn tại thời điểm đầu năm lên mức 28-29 triệu tại cuối quý 1. Các doanh nghiệp cao su đều đang phải cắt giảm chi phí đến mức tối đa để đối phó với việc giá cao su giảm sâu ảnh hưởng đến lợi nhuận. Mức biên lợi nhuận gộp hiện nay các doanh nghiệp niêm yết trung bình ở mức 14%, và điểm hòa vốn của các doanh nghiệp là mức 24-25 triệu/tấn cao su.
Săm lốp: Cao su tự nhiên và cao su nhân tạo chiếm lần lượt khoảng 34% và 23% cơ cấu nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất lốp. Thêm vào đó, do áp lực cạnh tranh cao và đang tăng,

đặc biệt là cạnh tranh với các sản phẩm sắn lớp Trung Quốc, các doanh nghiệp sắn lớp trong nước có thể tiếp tục phải giảm giá bán đầu ra và tăng chi phí bán hàng, marketing sản phẩm. Do đó, chúng tôi cho rằng, mặc dù giá cao su được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp, biên lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp sắn lớp có thể suy giảm trong năm tới.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Dividend 2015	Giá 20/4/2016	Giá mục tiêu
DPR	649.1	134.9	3,136	11.5	0.67	5.7%	30% cash	34,400	n/a
PHR	1,080	90.1	1,108	15.1	0.59	4.0%	35% cash	17,100	n/a
TRC	375.5	35.2	1,170	17.5	0.42	2.4%	32.5% cash	21,600	n/a

Nguồn: BSC Research

Thức ăn chăn nuôi

Xu hướng:

- Giá ngô trong năm 2016 có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ so với 2015 do nguồn cung tăng ở Mỹ và các nước xuất khẩu lớn khác trên thế giới như Brazil hay Argentina. Theo FAPRI (the Food and Agriculture Policy Research Insititue) giá ngô sẽ dao động quanh mức giá 4 USD/bu đến năm 2020.
- Giá khô đậu nành có thể tăng nhẹ lên 387.5 USD/ tấn năm 2016 từ 385.5 USD/tấn năm 2015 (theo dự báo của EIU) do nguồn cung giảm từ nước sản xuất đậu nành lớn nhất thế giới là Mỹ (dự báo cung đậu nành niên vụ 2015-2016 của Mỹ thấp hơn 66 triệu giạ, xuất khẩu giảm 50 triệu giạ còn 1,675 triệu giạ), tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với cùng kỳ năm 2015 (ở mức 983.5 usd/tấn tại ngày 21/1/2015). Tuy nhiên, thuế nhập khẩu tăng từ 0% lên 2% (áp dụng từ ngày 1/1/2016) có thể làm giá đậu nành trong nước tăng lên khoảng 390 usd/ tấn.

Ảnh hưởng: DBC

- DBC: Ngô, đậu nành, lúa mì là nguyên liệu chính của ngành thức ăn chăn nuôi. Tuy nhiên, biên lợi nhuận được duy trì ổn định dù giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi giảm. Do ngành có tính chất cạnh tranh cao, để duy trì thị phần, các công ty giảm giá bán, tăng chiết khấu cho khách hàng khi giá nguyên liệu giảm. Biên lợi nhuận gộp mảng chế biến thức ăn chăn nuôi của DBC chỉ tăng nhẹ từ 17.9% năm 2014 lên tới 18.6% năm 2015 trong khi giá trung bình của đậu nành giảm 16%, lúa mì giảm 14% và ngô giảm 7% so với giá trung bình năm 2014.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 20/04/2016	Giá mục tiêu
DBC	5.521	227	3,615	7.28	0.88	11.65%	20%	29,200	

Nguồn: BSC Research

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 ngành và doanh nghiệp. 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>

