

Vietnam Sector Outlook

Báo cáo triển vọng ngành

2016Q3



BSC

www.bsc.com.vn

Mục lục

Chiến lược đầu tư ngành quý 3/2016	1
Đánh giá về triển vọng ngành quý 2 và cả năm 2016.....	2
Đánh giá và nhận định TTCK Quý 2 năm 2016 của BSC.....	6
Đánh giá các chính sách và thông tin sẽ có ảnh hưởng lớn đến TTCK 2016	8
So sánh ngang với TTCK khu vực.....	11
Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	12
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 6T/2016	15
Triển vọng ngành quý 3/2016	17
Ngành Bất động sản [Khả quan]	17
Ngành Xây dựng [Khả quan]	21
Ngành Gạch men [Khả quan]	24
Ngành Công nghệ [Khả quan]	27
Ngành Cảng biển [Khả quan]	31
Ngành Dệt may [Khả quan]	34
Ngành Điện [Khả quan]	38
Ngành Sữa [Khả quan]	44
Ngành Cấp điện [Khả quan]	47
Ngành Phân bón [Trung lập]	50
Ngành Xi măng [Trung lập]	55
Ngành Ô tô [Trung lập]	58
Ngành Bảo hiểm [Trung lập]	61
Ngành Nhựa [Trung lập]	64
Ngành Thép [Trung lập]	67
Ngành Mía đường [Trung lập].....	70
Ngành Săm lốp [Trung lập]	73
Ngành Ngân hàng [Trung lập]	76
Ngành Dược [Trung lập].....	81
Ngành Cao su tự nhiên [Trung lập]	84
Ngành Dầu khí [Trung lập]	87
Ngành Thủy sản [Kém khả quan]	93
Ngành Vận tải biển [Kém khả quan]	96

Chiến lược đầu tư ngành quý 3/2016

Như quan điểm của chúng tôi đã trình bày trong [Báo cáo Triển vọng ngành năm 2016](#), và cập nhật lại trong [Báo cáo quý 2/2016](#), thực sự việc chọn ngành đầu tư trở nên khó khăn hơn các năm trước. Sau Quý I đi theo hình chữ V, Quý II đã có khởi đầu gần như hoàn hảo với 8 tuần chủ yếu là tăng giá, trước khi xảy ra phiên Brexit biến động mạnh thứ 3 trong lịch sử. 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 II. Bên cạnh đó vẫn có những nhóm ngành và cổ phiếu có diễn biến không như dự báo.

Chờ đợi gì cho quý III/2016: Nếu quý 2 là quý tập trung của nhiều sự đổi thay và kỳ vọng từ chính trị đến kinh tế, từ vĩ mô đến hoạt động vi mô của doanh nghiệp, thì quý 3 sẽ là quý thực thi chính sách và hoạt động doanh nghiệp vào mùa sôi động. Trong nước, các vị trí chủ chốt của Chính phủ sẽ được Quốc hội chính thức thông qua vào ngày 27/07/2016. Chúng tôi kỳ vọng sau thời gian đó các chính sách của Việt Nam sẽ mạnh mẽ hơn, hoạt động thoái vốn NN và IPO sẽ được đẩy mạnh hơn so với 6 tháng đầu năm. Nếu các ưu tiên lớn nhất của Chính phủ mới vẫn là tăng trưởng kinh tế, ổn định chính sách tiền tệ, thu hút NĐT Nước ngoài và tích cực thoái vốn nhà nước; thì Việt Nam có cơ hội là điểm sáng thu hút dòng vốn từ bên ngoài.

Các rủi ro mà chúng tôi cho rằng cần lưu ý nhất: (1) Trung Quốc tiếp tục bộc lộ thêm nhiều vấn đề qua những số liệu bi quan hơn về kinh tế (2) Sự lan rộng của chủ nghĩa dẫn tộc sau Brexit, đặc biệt là tại châu Âu nơi sẽ có nhiều sự thay đổi về lãnh đạo các quốc gia (3) các bước vận động cuối cùng của các ứng viên Tổng thống Hoa kỳ lần thứ 58, thêm vào đó là lo ngại về (4) sự leo thang của IS tại trung đông sau quý II khá “yên ắng”. Thị trường cũng sẽ nóng lạnh cùng các cuộc họp của Opec và các NHTW của Anh, Nhật Bản, Châu Âu và FOMC.

Xem xét mức độ hấp dẫn của ngành/cổ phiếu, khả năng tăng trưởng KQKD từ hoạt động cốt lõi đi kèm với định giá luôn là yếu tố chúng tôi coi trọng nhất. Bên cạnh đó các yếu tố môi trường bên ngoài cũng cần được tính đến. Chúng tôi đưa ra nhận định về Chủ đề đầu tư, ngành và thời gian cho 6 tháng cuối năm 2016 trên cơ sở lần lượt phân tích (1) Nhóm các chính sách và thông tin có ảnh hưởng tới ngành trong 6 tháng cuối 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 6/2016](#).

Đánh giá 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 6 tháng đầu năm 2016. Một số nhóm ngành có diễn biến chưa được như kỳ vọng do chúng tôi đã đánh giá sai sức bật của ngành. Đối với triển vọng quý 3 và 6 tháng cuối năm 2016, chúng tôi có cập nhật và bổ sung một số chủ đề đầu tư. Cụ thể như sau:

- **“Thứ nhất, Bất động sản ấm trở lại, thanh khoản tăng”.** Như lo ngại của chúng tôi Thị trường bất động sản trong Q1 và Q2 “yên ắng” hơn rất nhiều so với 2015. Thông tư 06 với những điểm chính bớt khắt khe hơn dự thảo sửa đổi TT36, nhưng vẫn theo hướng chặt hơn khiến mức độ phân hóa ngành BĐS sẽ tiếp tục diễn ra mạnh hơn. Nhóm cổ phiếu BĐS được kỳ vọng: Tiêu thụ tốt (VIC) thoái vốn nhà nước (VCG, HDC); chiết khấu lớn so với giá sổ sách (ITC, DIG, SJS, SCR). Tuy vậy, cơ hội lớn hơn theo chúng tôi sẽ đến từ các ngành downstream của BĐS khi mùa xây dựng sẽ lại bắt đầu sau mùa mưa ở miền Nam, và tháng ngâu tại miền Bắc. Chúng tôi tiếp tục kỳ vào các ngành Xây dựng (dận dụng và hạ tầng), 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)”.** Sau Quý I khá trầm lắng do yếu tố mùa vụ, đa số các DN đầu ngành hưởng lợi từ FTA quý II đã thể hiện sức bật tốt về hoạt động cốt lõi. Nhóm cổ phiếu cảng biển (VSC, GMD, CDN), hạ tầng (CTI), phân phối bán lẻ (PNJ, MWG, SVC) và khu công nghiệp (KBC) đang hướng tới kết quả kinh doanh cải thiện trong Quý II và III. Hai nhóm ngành được kỳ vọng của khá nhiều nhà đầu tư là Dệt may và thủy sản lại ít có biến động trong 6 tháng đầu năm, đi kèm với KQKD không có chuyển biến so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, nhờ chính sách trong nước thuận lợi, nhóm Dược (DHG, DMC) và Thép (HSG, HPG, NKG), vốn là nhóm ngành chịu tác động tiêu cực trong cả năm 2015, được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì đà phục hồi. Dù vậy, cơ hội trong quý III sẽ hạn chế hơn so với 2 quý đầu năm do cổ phiếu trong các nhóm ngành này dần lên mức định giá cao (ngành dược). Cơ hội bền vững hơn sẽ chỉ đến với những doanh nghiệp có mức định giá vẫn còn hấp dẫn và tiềm năng cải thiện kết quả kinh doanh còn đủ lớn.
- **“Thứ ba, ảnh hưởng từ mặt bằng giá nguyên vật liệu”.** Mặt bằng giá nguyên liệu trong quý 2 khá ổn định hơn so với quý 4/2016 và quý 1/2016 và sự phục hồi vẫn tiếp tục nhưng tốc độ giảm dần. (tham khảo [báo cáo cập nhật cơ hội ngành dầu khí 02.2016](#)). Chúng tôi đã cập nhật lại quan điểm khi các mặt hàng cơ bản có dấu hiệu phục hồi và ảnh hưởng đến triển vọng của cổ phiếu ([link](#)). Đến hết quý II/2016, một số nhóm đã bắt đầu có sự phân hóa khi giá cổ phiếu tiến triển nhanh hơn kết quả kinh doanh. Với những nhóm cổ phiếu mà định giá không còn đủ hấp dẫn thì Nhà đầu tư cần thận trọng trong các thời điểm kết thúc quý khi KQKD bắt đầu được công bố (ngành dầu khí). Sự phân hóa trong các nhóm ngành nguyên vật liệu cơ bản sẽ tiếp tục diễn ra theo diễn biến giá hàng hóa trên thị trường thế giới và chính sách bảo hộ trong nước (thép, đường).
- **“Thứ tư, nhóm cổ phiếu thoái vốn hoặc hết room”.** Chúng tôi vẫn đánh giá cao chủ đề đầu tư này, mặc dù quý II/2016 không có nhiều cổ phiếu được thoái vốn và chính thức mở room. Sau mùa ĐHCĐ 2016 chúng tôi cũng kỳ vọng số lượng doanh nghiệp bắt đầu hoàn thiện và được phép mở room cho HĐQT NN sẽ tăng lên. Đồng thời sau quá trình gián đoạn do 3 kỳ bầu cử quan trọng gồm Quốc hội, Hội

đồng nhân dân và TW Đảng Cộng sản Việt Nam, tiến độ thoái vốn nhà nước sẽ được đẩy mạnh trong 2 quý cuối năm 2016. Trong Quý II/2016, nhóm cổ phiếu thoái vốn và mở room cho NĐNN tiếp tục có mức tăng mạnh và outperform so với thị trường như C32, KSB, EVE, VNM, MBB, KMR.... Danh sách CP có kế hoạch thoái vốn trong năm 2016 của SCIC công bố 31/05/2016, có các doanh nghiệp đáng lưu ý như: HDC, SGC, VSH, GMD, VNC, FPT và VCG. Bên cạnh các công ty SCIC thoái vốn, chúng tôi cho rằng có khá nhiều doanh nghiệp đáng chú ý sẽ được các bộ và UBND thoái vốn tạo cơ hội cho NĐT trong 6 tháng cuối năm.

- ***“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 cuối quý 1 và quý 2 tiếp tục phản ánh lo ngại của chúng tôi đã trình bày từ đầu năm *“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”*. Quý II với sự bất ngờ của Brexit, một lần nữa khiến TTCK tìm cơ hội trong các cổ phiếu/ngành có tính chất phòng thủ cao như điện (BTP, NT2), dược (DMC, DHG, IMP, DP3). Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng với việc triển vọng KQKD 2016 sáng tỏ dần trong quý III, dòng tiền tiếp tục tìm kiếm các mã cổ phiếu cơ bản, hội tụ đủ các yếu tố: cổ tức cao, beta thấp, tăng trưởng vừa phải và định giá hấp dẫn. Tiêu biểu là các nhóm: Oto (SVC, HAX); hóa chất (DGC, DGL, CSV, ADP), Đá (C32, KSB, NNC), Nước (NTW)... Chúng tôi vẫn tiếp tục đánh giá còn tiềm ẩn nhiều biến động, nhóm các cổ phiếu beta thấp tiếp tục được kỳ vọng sẽ là nơi trú ẩn của dòng tiền.

Bên cạnh các chủ đề đầu tư đã được đề cập trong Báo cáo năm 2016 và quý II/2016, chúng tôi muốn cập nhật lại 2 chủ đề có thể sẽ có ảnh hưởng lớn đến nhà đầu tư trong 2 quý cuối năm 2016. Bao gồm:

- ***“Thứ sáu, cơ hội từ Upcom”.*** Trong [Báo cáo quý 2](#) chúng tôi đã nhận định: *“Nhà đầu tư sẽ đầu tư hạ tiêu chuẩn và tiến dần sang thị trường Upcom”*. Điều này đã diễn ra và khiến thanh khoản và vốn hóa Upcom sẽ tiếp tục cải thiện. Việc HNX đưa thêm bộ tiêu chí Upcom premium vào sẽ tiếp tục khiến Cổ phiếu trên sàn này phân hóa ([Báo cáo upcom Premium](#)). Cơ hội trên Upcom sẽ đến từ hai nhóm (1) nhóm có KQKD tốt, kèm với định giá thấp như: VGC, SWC, GEX...([Báo cáo Upcom 30](#)) (2) đón chờ nhiều cổ phiếu lớn niêm yết trong 6 tháng cuối năm.
- ***“Thứ bảy, biến đổi khí hậu”.*** Bên cạnh các yếu tố xã hội, kinh tế như Brexit tại Châu Âu, bầu cử tại Hoa Kỳ, suy giảm kinh tế Trung Quốc, mặt bằng giá nguyên liệu sẽ chịu thêm những ảnh hưởng của sự thay đổi thời tiết ([Báo cáo El Nino/La Nina](#)). Tổ chức khí tượng thế giới (WMO) và Cơ quan Hàng không và Vũ Trụ Hoa Kỳ (NASA) đều có nhận định El Nino đã đạt đỉnh và tháng 1/2016 và chuyển sang giai đoạn trung tính vào cuối mùa xuân hoặc đầu mùa hè 2016, sau đó La Nina sẽ hình thành và xuất hiện vào mùa thu 2016. Nếu La Nina diễn ra các ngành khai thác tài nguyên, nông nghiệp và hỗ trợ nông nghiệp sẽ chịu ảnh hưởng lớn theo nhiều chiều. Trong số đó thủy điện, cao su và phần nào đó là phân bón, đường có thể sẽ được hưởng lợi. KQKD quý II của các ngành nói trên vẫn suy giảm so với cùng kỳ, nhưng chu kỳ lớn về kinh doanh ngành có thể sắp bắt đầu cùng sự biến đổi của khí hậu.

Nhận định Triển vọng Ngành Quý 3 và cả năm 2016

- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Bất động sản, Xây dựng, Vật liệu xây dựng (gạch men), Công nghệ, Cảng biển, Dệt may, Điện, Sữa và Cáp điện**. Các ngành downstream của BDS dự báo sẽ duy trì sức tăng trong thời gian tới. Nhóm ngành hạ tầng như cảng biển, điện tiếp tục được kỳ vọng duy trì tăng trưởng bền vững. Mặc dù chưa đề cập trong báo cáo này, nhưng nhóm ngành bán lẻ cũng sẽ được kỳ vọng tăng trưởng cùng với nhu cầu của thị trường trong nước (hạn chế ảnh hưởng từ biến động của TT thế giới)
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Nhựa, Thép, Mía đường và Săm lốp, Xi măng, Ô tô, Bảo hiểm và Ngân hàng, Dược** và nâng triển vọng từ Kém khả quan lên Trung lập đối với ngành **Dầu khí và Cao su**, và hạ triển vọng từ khả quan xuống Trung lập đối với ngành **Phân bón**. Triển vọng chung của nhóm này đan xen tốt và xấu.
- Về phía các ngành **KÉM KHẢ QUAN**, chúng tôi vẫn duy trì nhận định này với ngành **Vận tải biển, và Thủy sản** như trong báo cáo Triển vọng Ngành Q1 năm 2016. Những diễn biến phức tạp của giá hàng hóa, cũng như những ảnh hưởng từ Brexit đối với nhóm ngành có xuất khẩu lớn sang châu Âu, khiến triển vọng một số ngành tiêu cực hơn so với trước đây.
- **Tính mùa vụ**. Quý III thông thường là quý mà hoạt động kinh doanh diễn ra sôi động hơn so với phần lớn thời gian trong năm. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng các ngành downstream của BDS là xây dựng, vật liệu tiếp tục tăng trưởng. Nhóm ngành cảng biển, điện và hạ tầng tiếp tục cải thiện KQKD. Mùa mưa quay lại cũng khiến các ngành nông sản và thủy điện có sự biến động theo hướng tích cực.

Tóm tắt cập nhật Triển vọng Ngành 2016

STT	Phân Ngành	Nhận định 2016	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Bất động sản	Khả quan	SJS, VIC, ITC, KDH	VCG
2	Xây dựng	Khả quan	CTD, HBC, CTI	
3	Gạch men	Khả quan	CVT, TTC	VIT
4	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG, ITD	
5	Cảng biển	Khả quan	GMD, PHP, VSC, HAH	PSP, CDN
6	Dệt may	Khả quan	TCM, TNG, VGG	EVE
7	Điện	Khả quan	BTP, SJD, CHP	NT2
8	Sữa	Khả quan	VNM	HNM
9	Cáp	Khả quan	VKC	CAV, TYA
10	Phân bón	Trung lập	BFC	DPM, LAS
11	Xi măng	Trung lập	BCC	HT1, BTS
12	Ô tô	Trung lập	SVC, TMT	
13	Bảo hiểm	Trung lập	PTI, PGI, VNR	BMI, HTL
14	Nhựa	Trung lập	BMP	AAA, NTP
15	Thép	Trung lập	HPG, HSG, NKG	
16	Mía đường	Trung lập	SLS	BHS, SBT, LSS
17	Săm lốp	Trung lập		DRC, CSM
18	Ngân hàng	Trung lập	MBB	VCB, ACB
19	Dược	Trung lập		DHG, IMP, TRA, DMC
20	Cao su	Trung lập	TRC	DPR
21	Dầu khí	Trung lập	PVS, PGS, PXS, PVG, PGC	GAS, PVD
22	Thủy sản	Kém khả quan		HVG, VHC
23	Vận tải biển	Kém khả quan	PVT, GSP	SKG, VIP

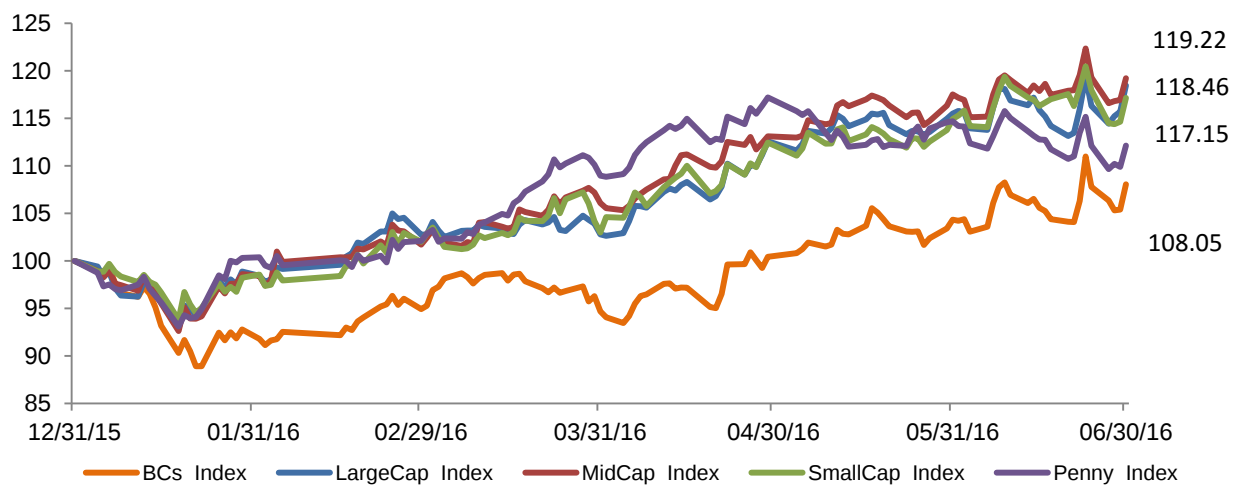
Nguồn: BSC Research

Đánh giá và nhận định TTCK Quý 2 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 2016Q1](#) với diễn biến thị trường trong Quý 2, 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 tháng 03/2016, chúng tôi nêu nhận định về quý 2/2016 như sau: *“VN-Index sẽ tích lũy và dao động trong khoảng 550 -570 vào cuối tháng 4, giảm trong tháng 5 và tích lũy trở lại trong tháng 6 về gần mức 580 điểm”*. Chúng tôi đã nhận định thận trọng và chưa chính xác về diễn biến của TTCK trong quý 2 vừa qua. Kết phiên giao dịch ngày 30/06, VN-Index đóng cửa ở mức 632.2, trong khi đó HNX-Index đóng cửa ở mức 84.72. 6 tháng 2016, VN-Index và HNX có mức tăng lần lượt 10.0% và 5.9% áp sát mức đỉnh 638-640 được thiết lập từ giữa năm 2014.
- (2) Về xu hướng Nhóm cổ phiếu năm 2015,** chúng tôi đã đưa ra nhận định sau: *“Thông tin KQKD quý I, và những định hướng trong kỳ họp ĐHCĐ sẽ giúp thị trường ổn định ở mặt bằng giá thấp, đồng thời phân hóa mạnh ở các nhóm và cổ phiếu có thông tin tích cực (nới room, đặt kế hoạch cao, chia cổ tức, thoái vốn)”*. Thực tế, sự phân hóa không diễn ra mạnh giữa các nhóm cổ phiếu như chúng tôi kỳ vọng. Tính từ đầu năm, nhóm MidCap (+19.2%) có mức tăng điểm ấn tượng ấn nhất, LargeCap (+18.5%), SmallCap (+17.1%), Penny (+12.1%), Bluechips (+8%). Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy sự phân hóa lớn hơn giữa nhóm cổ phiếu cơ bản, có KQKD tốt so với nhóm cổ phiếu thị trường, mang tính đầu cơ cao.

Đồ thị diễn biến các nhóm cổ phiếu 1H2016



Nguồn: BSC Research

- (3) Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến VN-Index và TTCK trong Quý 2.** Những vấn đề được chúng tôi lưu tâm sẽ có tác động đến TTCK được chúng tôi nêu ra trong báo cáo tháng 3/2016 bao gồm: *“KQKD quý 1/2016, OPEC dự kiến đóng băng sản lượng 17/4, các cuộc họp FOMC của Fed*

và *Bỏ phiếu quyết định Anh có nên rời EU – Brexit ngày 23/6*". TTCK Việt Nam trong cả quý II được hỗ trợ bởi giá dầu phục hồi ([báo cáo cập nhật ngành dầu khí](#)), dòng tiền mua ròng mạnh mẽ của NĐT NN ([Báo cáo Pnote 1 và 2](#)). Thêm vào đó thông tư 06 ([báo cáo](#)) với những điểm chính nới lỏng hơn rất nhiều so với dự thảo sửa đổi Thông tư 36 công bố tháng trước đó, đã củng cố tâm lý cho TTCK và hứa hẹn mặt bằng lãi suất ổn định. Nhóm cổ phiếu dầu khí, thép, ngân hàng, xây dựng vượt trội so với thị trường, trong khi nhóm cổ phiếu đầu cơ hầu như không thay đổi nhiều. BSC cũng là một trong số các CTCK đầu tiên đưa ra lo ngại về thời điểm Brexit 23/06/2016 trong báo cáo triển vọng Quý I/2016. Sau đó chúng tôi đã liên tục có 3 lần đánh giá lại nguy cơ này trong [Báo cáo tháng 5](#); cảnh báo lần 2 trước sự kiện trong [báo cáo Brexit 1](#) và đánh giá hậu quả sau đó trong [báo cáo Brexit 2](#).

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 :

Xét các thông tin tích cực:

- **Nghị định 60/2015/NĐ-CP có hiệu lực:** Mùa đại hội cổ đông trong quý II đã có thêm một số doanh nghiệp thông qua việc nới room. Trong đó đáng lưu ý nhất là trường hợp của VNM, mặc dù mức ảnh hưởng lên tỷ lệ sở hữu khối ngoại của VNM còn phụ thuộc vào SCIC thoái vốn. Một số ngân hàng lớn xin nâng room như VCB, CTG cũng khiến TTCK kỳ vọng hơn vào tính khả thi của việc áp dụng NĐ 60.
- **Mặt bằng giá nguyên vật liệu tăng trong quý 2:** hầu hết các nguyên vật liệu trên thế giới đã hồi phục mạnh trong quý 2. Giá dầu WTI đã tăng mạnh (+27% QTD) lên mức \$50/thùng. Kim loại quý như vàng, bạc thu hút dòng tiền trước những lo ngại rủi ro từ Brexit. Các kim loại thường có xu hướng giảm trong quý 2 sau giai đoạn đầu năm tăng mạnh như thép (-7.21% QTD), Đồng (-3.01% QTD). Ngược lại, giá hàng hóa nông nghiệp đã có xu hướng tăng trong quý 2, nổi bật có đường (+26% QTD); đậu nành (+25% QTD). Tuy vậy, nhìn chung giá nguyên vật liệu đã tăng mạnh ở nửa đầu quý 2 và có xu hướng giảm trong cuối tháng 5 và tháng 6 như nhựa, cao su. Sự tăng giá nguyên vật liệu trong quý 2 có tác động trái chiều, làm giảm áp lực cạnh tranh tại các ngành xuất khẩu khoáng sản như thép, phân bón, mía đường, khoáng sản... và có tác động tiêu cực trực tiếp lên các ngành sử dụng nhiều nguyên liệu đầu vào như: Vận tải, ô tô, phân bón, nhiệt điện, kinh doanh khí.

Xét các thông tin tiêu cực:

- **Việc nước Anh chính thức rời khỏi EU, vào ngày 24/6/2016 đã gây chấn động lớn lên thị trường tài chính và thị trường tiền tệ trên thế giới.** Là một sự kiện hi hữu với tính bất ngờ cao và hậu quả lớn, Brexit đã làm đảo lộn hệ thống tài chính và sự luân chuyển tiền tệ. Sự lo ngại của nhà đầu tư về các ảnh hưởng tiêu cực của Brexit lên nền kinh tế thế giới sẽ khiến dòng tiền chuyển dịch từ đồng GBP và EUR sang các đồng tiền mạnh như USD, JPY và các loại kim loại quý. Trong Q2/2016, so với đồng VND, đồng GBP giảm -7.8%, đồng EUR giảm -2.3% trong khi đồng USD tăng 0.05% và đồng JPY tăng 9.1%. Tác động của Brexit dự kiến sẽ còn kéo dài trong thời gian tới, ảnh hưởng đến tỷ giá, giá hàng hóa, cũng như hoạt động kinh doanh của một số doanh nghiệp. Với xu hướng sắp tới của tỷ giá, một số doanh nghiệp có dư nợ ngoại tệ sẽ ghi nhận lãi tỷ giá như (NT2, BCC, HT1) – dư nợ EUR và BTP - dư nợ KRW. Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm báo cáo chuyên đề của BSC về tác động của Brexit bao gồm: Brexit, chúng ta sẽ làm gì tiếp theo và Chúng ta chuẩn bị gì cho Brexit
- **Thông tư 06/2016/TT-NHNN nới lỏng hơn, đồng thời đưa ra lộ trình thực hiện cho các ngân hàng so với dự thảo sửa đổi bổ sung TT36.** So với TT36, TT06 siết chặt hơn các quy định về cho vay trung, dài hạn hạn, cho vay kinh doanh bất động sản và kinh doanh cổ phiếu. Trong dài hạn, điều này sẽ góp

phần lành mạnh hóa hệ thống ngân hàng thông qua điều tiết các khoản tín dụng tiềm ẩn rủi ro cao, minh bạch hơn các khoản nợ xấu và đảm bảo thanh khoản cho hệ thống. Trong ngắn hạn, việc nới lỏng hơn các quy định cùng với việc đưa ra lộ trình thực hiện thêm 6-18 tháng giúp các ngân hàng có thêm thời gian để đáp ứng các yêu cầu đề ra, tránh các cú sốc trong ngắn hạn, đồng thời, mở thêm room tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là tín dụng bất động sản và tín dụng trung và dài hạn. (Tham khảo Báo cáo đánh giá tác động của TT06).

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng đến ngày 24/6/2016
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	Brexit – Đồng GBP mất giá		Tiêu cực	Mạnh	Đang 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
7	Kết quả bầu cử Tổng thống Mỹ	Q4/2016	N/A	Rất mạnh	Chưa 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	Thông tư 06/2016/TT-NHNN	1/7/2016	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
4	Nghị định 60 (nới room NĐT nước ngoài)	1/9/2015	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
5	TT 200/2014/TT-BTC (chế độ kế toán doanh nghiệp)	1/1/2015	Tích cực	Trung bình	Đã ảnh hưởng
6	Quyết định 211/QĐ-VSD (chu kỳ thanh toán T+2)	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đã ảnh hưởng
7	NĐ 108/2015/NĐ-CP (thay đổi thuế suất và cách tính Thuế TT đặc biệt)	1/1/2016	Trung lập	Mạnh	Đang ảnh hưởng
8	TT 155/2015/TT-BTC (công bố thông tin trên TTCK)	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
9	Triển khai Hiệp ước vốn Basel II	2017	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
10	Thuế TNDN giảm từ 22% xuống còn 20%	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
11	Điều chỉnh tăng thuế suất thuế Tài nguyên	1/1/2016	Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	TTCK Phái sinh (Hợp đồng tương lai)	Q3 2016	Tích cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
13	Khả năng tăng lãi suất VND	2016	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
14	USD tăng giá so với VND		Tiêu cực	Rất Mạnh	Chưa ảnh hưởng
15	Tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
16	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung	Trung bình	Đang ảnh hưởng
17	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
18	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

Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô thế giới đến các nhóm ngành

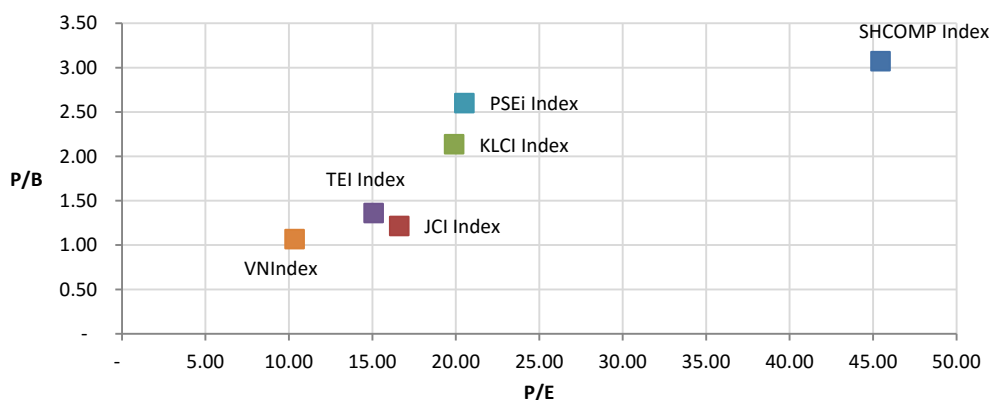
	Giá dầu hồi phục	Fed nâng lãi suất	Đồng USD tăng giá	Kinh tế Châu Âu khó khăn / Brexit / EUR giảm giá	Đồng Yên tăng giá	Lãi suất trong nước tăng	KT Trung Quốc tăng trưởng chậm	Bầu cử Tổng thống Mỹ	Hiệp định TPP, ACFTA FTA Việt Nam - EU
Vận tải biển	(-)		(-)			(-)	(-)	(-)	
BDS						(-)			
Xây dựng	(-)					(-)			
Xi măng	(-)			(+)					
Dệt may	(-)	(+)	(+)	(-)	(+)		(-)	(-)	(+)
Điện	(-)		(-)	(+)	(-)				
Dược			(-)						(-)
Nhựa	(-)		(+)	(-)	(+)				(+)
Săm lốp	(-)		(-)				(-)		(+)
Ngân hàng						(+)			
Thép	(-)					(-)	(-)		(-)
Thủy sản		(+)	(+)	(-)	(+)	(-)		(-)	(+)
Mía đường									(-)
Dầu khí	(+)	(-)	(-)				(-)		
Phân bón	(-)		(+)				(-)		(-)
Cao su	(+)						(-)		(-)
Gạch	(-)						(-)		(+)
Công nghệ	(-)								(+)
Cảng biển	(-)						(-)		(+)
Ô tô	(-)								(+)
Bảo hiểm									(+)
Sữa	(+)								(-)

Nguồn: BSC Research

So sánh ngang với TTCK khu vực

Xét trên phạm vi khu vực Đông Nam Á (TTCK Mới nổi) thì Việt Nam luôn có mức chiết khấu khi tính đến các chỉ tiêu định giá như P/B, P/E. Điều này tiếp diễn trong quý 2/2016, tuy nhiên xét trên từng ngành thì mức chiết khấu có sự phân hóa khác nhau.

So sánh PE và PB khu vực Châu Á mới nổi



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Các ngành của Việt Nam nhìn chung đang được định giá ở mức tương đối hấp dẫn khi so sánh với trung vị PE của nhóm các nước thuộc khu vực châu Á mới nổi là Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippines và Trung Quốc. Trong số đó có những ngành được có mức chiết khấu tốt hơn khá nhiều so với khu vực như: Viễn thông, công nghệ, tiện ích, chăm sóc sức khỏe, hóa chất, dịch vụ tiêu dùng... Nhóm tài chính thì không còn cách xa mức chấp nhận giá của khu vực.

	Vietnam	Median	Indonesia	Malaysia	Phillipines	Thailand
Viễn thông	5.9	20.4	20.14	19.95	20.59	28.92
Chăm sóc sức khỏe	11.4	29.9	29.54	21.01	30.32	42.32
Dịch vụ tiêu dùng	9.7	24.1	24.74	23.55	15.51	26.15
Công nghệ	8.9	18.8	19.19	18.45	28.46	12.22
Tiện ích	9.5	17.3	10.58	16.1	18.59	24.46
Công nghiệp	9.1	16.5	16.8	12.91	16.2	19.17
Dầu khí	7.9	12.9	9.48	19.98	12.36	13.45
Hàng tiêu dùng	10.1	16.7	18.79	16.81	16.55	15.62
Vật liệu cơ bản	8.2	12.9	10.56	12.37	27.43	13.44
Tài chính	12.3	14.4	15.61	11.45	16.28	13.1

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

Trong 6 tháng đầu năm, trong khi toàn thị trường có 360/693 mã tăng điểm thì danh mục cổ phiếu lưu ý mà chúng tôi đề cập trong **báo cáo triển vọng ngành 2016 quý 1/2016** có 46/61 cổ phiếu tăng điểm hoặc giữ giá. Tổng danh mục bình quân tăng 25.5% YTD, cao hơn đáng kể so với mức tăng 11.1% của VNIndex. Trong đó top cổ phiếu tăng điểm mạnh nhất thuộc về các ngành như Mía đường (SLS, SBT), Gạch men (TTC, CVT, VIT); Thép(HSG, NKG); Công nghệ-Viễn Thông (ITD, CMG); Xi măng (BCC), nhựa (AAA, NTP). Trong đó, có 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 6 tháng đầu năm như LCG (-23%), DXG (-19%). Chúng tôi cập nhật danh mục cổ phiếu lưu ý cho nửa cuối 2016 như sau:

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Giá ngày 31/12/2015	Giá ngày 24/6/2016	Tăng / Giảm	Giá mục tiêu
BĐS	VIC	53,000	7,472	4,000	11.9	2.03	24%	41,171	46,847	13.8%	53,000
	DXG	2,148	661	2,300	6.7	1.1	28%	18,900	14,600	-22.8%	22,800
	KDH	1,765	290	2,305	9.9	1.08	11%	21,600	22,500	4.2%	25,100
	ITC	450	20	289	31.8	0.43	1.4%	8,400	9,300	10.7%	14,500
	SJS	984	303	3,059	7.6	1.14	15%	23,500	22,900	-2.6%	27,013
Xây dựng	CTD	16,000	877	18,743	10.7	2.31	22%	148,191	195,000	31.6%	194,000
	HBC	6,500	175	2,300	8.3	1.15	17%	15,200	20,500	34.9%	22,800
	CTI	1,405	107	2,521	11.6	1.44	13%	18,281	28,000	53.2%	31,800
Gạch men	CVT	1,200	96	5,000	6.4	1.54	25%	23,000	31,000	34.8%	35,030
	VIT	870	60	3,196	8	1.46	19%	18,448	24,300	31.7%	25,642
	TTC	413	28	4,675	5.5	1.13	21%	12,446	24,000	92.8%	16,780
CNTT - Viễn thông	FPT	42,514	2,678	4,618	9.1	1.79	22%	41,116	40,900	-0.5%	51,000
	CMG	4,209	171	1,808	7.7	1	18%	14,900	13,500	-9.4%	18,900
	ITD	740	60	2,400	14.5	2.6	23%	16,789	33,800	101.3%	38,600
Cảng biển	GMD	3,954	583	3,910	7.1	1.04	11%	26,949	26,900	-0.2%	30,500
	PHP	2,531	741	1,385	15	1.73	12%	20,598	20,900	1.5%	22,900
	VSC	1,391	381	7,005	9.3	1.62	15%	68,824	65,000	-5.6%	86,200
	HAH	509	113	4,564	8.9	1.78	21%	42,133	40,300	-4.4%	47,419
Dệt may	TNG	2,427	95	3,217	5.7	0.98	18%	19,000	17,500	-7.9%	25,100
	TCM	3,392	161	3,258	8.2	1.19	15%	30,256	25,700	-15.1%	30,000
	VGG	7,166	366	8,711	7.8	1.99	27%	53,600	64,700	20.7%	80,300
	EVE	1,000	133	4,851	11.8	1.53	13%	25,880	57,000	120.2%	N/A
Điện	NT2	5,902	1,204	4,016	8.1	1.57	17%	24,557	34,800	41.7%	36,400
	PPC	7,271	532	1,669	9	0.79	14%	15,892	14,400	-9.4%	15,700
	SJD	348	163	3,289	8.2	1.12	21%	25,900	26,900	3.9%	30,900
	CHP	527	208	1,581	12.9	1.31	20%	19,052	20,300	6.6%	23,200
Sữa	VNM	45,016	8,823	7,353	19	7.54	41%	126,184	137,000	8.6%	148,000
	HNM	360	3.4	170	47.1	0.74	2%	8,900	7,800	-12.4%	N/A
	VLC	550	51	N/A	N/A	N/A	N/A	15,000	18,000	20.0%	N/A
Cáp điện	CAV	6,000	216	7,500	12.2	4.6	38%	48,558	91,000	87.4%	97,500
	VKC	1,210	44	1,995	9.2	1.23	13%	10,700	17,000	58.9%	22,000
	DPM	9,420	1,506	3,310	8.5	1.34	19%	27,669	27,700	0.1%	30,100

Phân bón	LAS	4,189	255	3,536	7.8	1.58	28%	29,363	27,000	-8.0%	26,600
	BFC	7,537	258	5,155	6.5	1.69	24%	24,793	32,700	31.9%	38,600
Xi măng	HT1	8,229	785	1,975	14.5	1.78	15%	26,800	30,700	14.6%	33,000
	BCC	4,147	244	2,038	6.9	0.78	13%	13,400	15,500	15.7%	17,300
	BTS	3,038	120	1,100	7.6	0.72	9%	9,000	8,800	-2.2%	10,500
	SVC	11,000	160	3,778	12.1	1.2	10%	39,834	45,700	14.7%	52,000
Ô Tô	TMT	5,803	256	7,795	5.5	2.2	39%	48,571	40,000	-17.6%	52,500
	HTL	1,481	66	5,500	17.3	3.8	22%	100,000	92,000	-8.0%	N/A
	PTI	2,913	142	1,762	15.6	1.05	7%	22,647	27,000	19.2%	N/A
Bảo hiểm	PGI	2,376	103	1,474	11.1	1.37	12%	16,700	16,400	-1.8%	18,600
	VNR	1,730	261	1,576	11.9	0.8	7%	19,915	18,300	-8.1%	21,800
	BMP	3,525	689	15,141	9.6	3.25	31%	126,934	144,000	13.4%	159,700
Nhựa	NTP	4,063	418	6,368	10.4	2.24	23%	48,199	66,300	37.6%	62,200
	AAA	2,100	118	1,454*	18.50	1.58	12%	11,802	26,900	127.9%	N/A
	HPG	29,166	4,240	5,727	7.0	1.69	25%	29,200	38,800	32.9%	42,500
Thép	HSG	17,098	1,272	6,472	6.3	2.11	33%	19,688	38,800	97.1%	48,500
	NKG	7,194	320	6,396	3.4	1.3	33%	11,053	22,000	99.0%	22,000
Mía đường	BHS	4,858	217	1,742	11.3	1.11	11%	19,500	18,900	-3.1%	N/A
	SBT	3,090	255	1,330	23.7	2.32	10%	24,100	31,200	29.5%	N/A
	LSS	1,697	75	1,066	17.2	0.73	5%	9,000	17,100	90.0%	N/A
	SLS	741	118	17,410	7.3	2.86	41%	49,534	118,600	139.4%	N/A
Săm lốp	DRC	3,774	455	3,551	11.3	2.02	26%	31,604	38,900	23.1%	N/A
	CSM	3,235	277	2,445	10.4	1.83	23%	16,673	24,909	49.4%	N/A
Ngân hàng	VCB		6,682	2,102	22.8	2.42	14%	43,900	46,800	6.6%	45,500
	ACB		1,208	1,337	14.4	1.31	8%	19,800	19,200	-3.0%	N/A
	MBB		3,093	1,855	8.1	0.14	13%	14,600	14,900	2.1%	16,600
Dược	DHG	3,530	658	6,812	13.8	2.92	22%	63,762	92,000	44.3%	N/A
	IMP	999	104	3,103	14.6	1.51	12%	35,873	44,200	23.2%	N/A
	TRA	2,100	210	7,829	14.8	3.05	22%	61,306	113,000	84.3%	N/A
	DMC	1,415	155	5,802	12.3	2.39	20%	30,970	67,000	116.3%	N/A
Cao su	TRC	340	71	1,941	11.5	0.4	4%	19,701	21,500	9.1%	25,100
	PVS	21,060	1,108	2,177	8.6	0.69	9%	16,700	18,000	7.8%	22,700
Dầu khí	PGS	4,052	97	1,442	12.3	0.63	15%	15,663	16,800	7.3%	20,100
	PVG	2,766	28	836	9.6	0.51	7%	7,500	7,700	2.7%	9,100
	PXS	1,900	116	1,837	7.2	0.95	15%	11,344	12,700	12.0%	14,700
	PGC	2,511	111	1,600	6.6	0.96	17%	11,100	10,300	-7.2%	12,000
Thủy sản	HVG	23,994	162	870	11.7	1.1	7%	11,000	9,800	-10.9%	N/A
	VHC	6,746	382	4,131	10.1	1.51	17%	28,074	41,900	49.2%	35,000
	FMC	3,176	105	3,500	7.3	1.6	23%	20,844	24,100	15.6%	24,000
Vận tải biển	PVT	6,358	507	1,742	7.5	0.97	13%	10,200	12,900	26.5%	16,190
	GSP	1,132	71	1,922	7.2	1.03	20%	13,976	13,700	-2.0%	15,200
	SKG	382	218	8,921	10.7	4.88	37%	62,374	95,500	53.1%	N/A
	VIP	625	106	1,561	5.8	0.55	10%	8,879	8,900	0.2%	N/A

Nguồn: BSC Research, *: EPS pha loãng cuối kỳ

Top các cổ phiếu 6T/2016

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX

CK	Giá 24/06/2016	YTD(%)	Index pt
GAS	60	65.8	22.8
VIC	52	13.9	6.1
VNM	137	7.03	5.4
VCB	46.8	6.6	3.9
HPG	38.8	32.90%	3.9

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX

CK	Giá 24/06/2016	YTD(%)	Index pt
HNG	8.2	-71.5	-7.4
BID	17.7	-14.1	-5
MSN	67.5	-12.9	-3.8
CTG	16.7	-10.2	-3.6
STB	11.3	-13.7	-1.4

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phần)

CK	Giá 04/01/2016	Giá 24/06/2016	%Chg
DRH	21,000	60,500	188
EVE	26,900	57,000	112
DMC	31,600	67,000	111
HAX	18,000	36,000	100
NKG	11,200	22,000	96

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phần)

CK	Giá 04/01/2016	Giá 24/06/2016	%Chg
HNG	29,000	8,200	-72
BCG	17,800	5,600	-69
TSC	13,700	6,200	-55
HAG	10,100	7,400	-27
DXG	18,800	14,600	-22

TOP 5 CP CÓ KLGD NHIỀU NHẤT VN-INDEX

CK	KLGD BQ / phần
FLC	5,549,103
HHS	3,913,316
HPG	3,361,044
HQC	3,230,514
HAG	3,122,050

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX

CK	Giá 24/06/2016	YTD(%)	Index pt
NTP	66.3	32.2	1.1
VCS	96.6	63.1	0.5
TAG	75	205.6	0.4
VC6	10.8	28.5	0.4
AAA	26.9	18.7	0.4

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX

CK	Giá 24/06/2016	YTD(%)	Index pt
OCH	6.7	-46.4	-0.7
MBH	6.1	-62.1	-0.6
PLC	29.5	-18.3	-0.3
ACB	19.2	-3	-0.3
TH1	12.3	-35.6	-0.2

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phần)

CK	Giá 04/01/2016	Giá 24/06/2016	%Chg
DNP	12,243	28,500	133
AAA	12,600	26,900	113
DP3	17,000	36,000	98
FID	10,366	20,500	95
CAP	39,500	77,000	86

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX

(Giá > 10,000 đồng)

CK	Giá 04/01/2016	Giá 24/06/2016	%Chg
SGO	10300	3700	-64
MBG	15400	6100	-60
API	11,200	6,900	-45
TIG	11200	6900	-38
DPS	11200	7100	-37

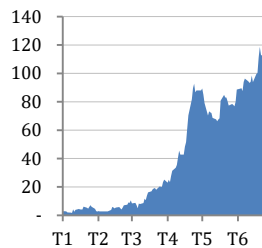
TOP 5 CP CÓ KLGD NHIỀU NHẤT HNX

CK	KLGD BQ / phần
SCR	4,604,177
SHB	3,774,403
DCS	2,826,523
PVS	2,450,717
VCG	2,189,615

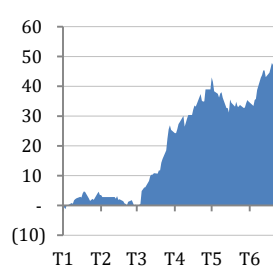
Nguồn: BSC Research

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 6T/2016

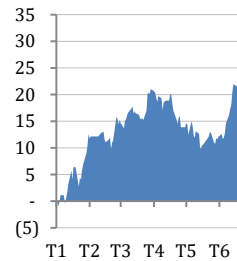
Ngành Mía đường



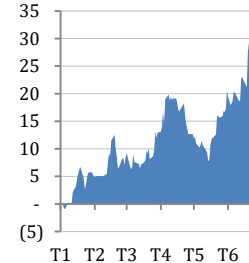
Ngành Thép



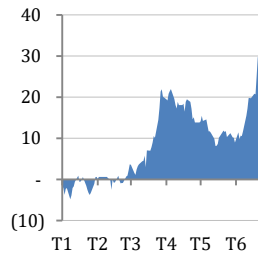
Ngành Dược



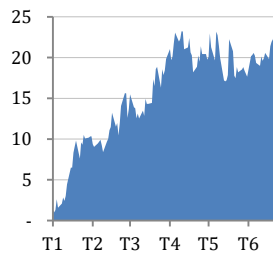
Ngành Săm lốp



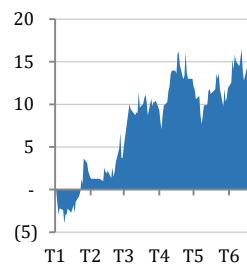
Ngành nhựa



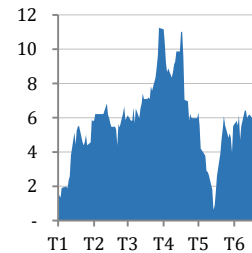
Ngành dệt may



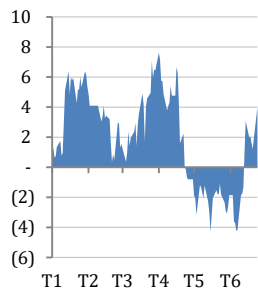
Ngành Dầu khí



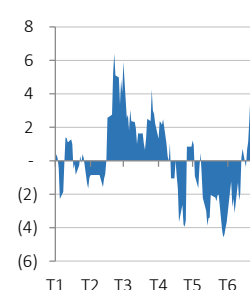
Ngành xây dựng



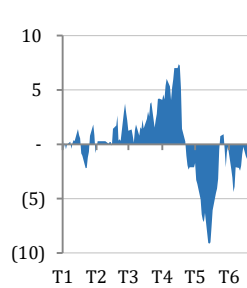
Ngành điện



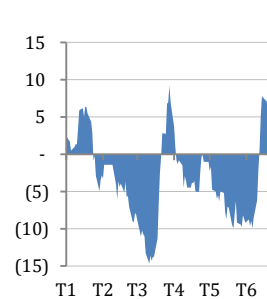
Ngành Bảo hiểm



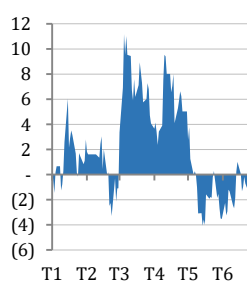
Ngành Thủy sản



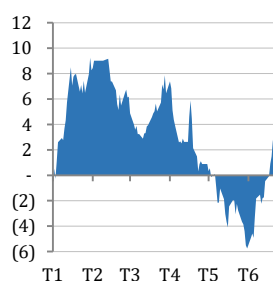
Ngành Ô tô



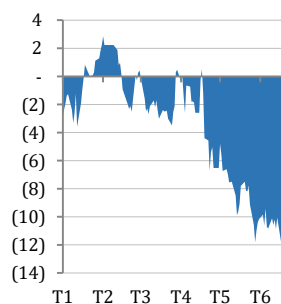
Ngành Cao su



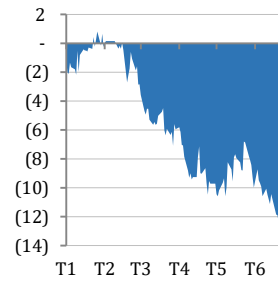
Ngành CNTT



Ngành Phân bón



Ngành Ngân hàng



Nhóm ngành có tăng trưởng giá CP tốt trong quý 2 bao gồm: mía đường, thép, sắt thép, dệt may, thép, dược, gạch men và dầu khí. Đa số các ngành này đều 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; giá dầu hồi phục. 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, sắt thép, thép). Số ngành còn lại bắt đầu có sự chuyển biến tốt như Đường nhờ vào biến động của thời tiết. Trong Quý I,II chúng tôi cũng đã update lại quan điểm đối với 1 số ngành, cổ phiếu lớn như: [Ngành đường](#), Ngành dầu khí, Gạch men, Thép (HPG, HSG, NKG, SMC), Nhựa (BMP, AAA)...

Nhóm ngành biến động tương đương Vnindex: Nhóm ngành Cao su, điện, cảng bất động sản, bảo hiểm. Cổ phiếu trong những ngành này 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, doanh nghiệp quỹ đất lớn so với doanh nghiệp quỹ đất hạn chế.

Nhóm ngành có sự điều chỉnh gồm: Ô tô, cảng biển 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 từ Quý 3 đến cuối năm do nhu cầu trong nước phục hồi, tác động tốt đến KQKD 2016.

Nhóm ngành suy giảm trong Quý 2/2016: Ngân hàng, phân bón, xi măng. Ngân hàng sau khi tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2015, hiện có mức định giá trở nên ít hấp dẫn so với khu vực. Phân bón vẫn chịu sức ép từ dư cung và nhu cầu suy giảm do ảnh hưởng của El Niño. Ngược lại Xi măng (BCC, HT1) lại đang có 2 quý đầu năm tăng trưởng sản lượng tốt, đây có thể là sức bật cho triển vọng cổ phiếu cuối năm.

Nhóm ngành đang ở khu vực đáy của khó khăn như Vận tải biển, cao su tự nhiên, thủy sản tiếp tục diễn biến bi quan trong quý II/2016. Dù có những đợt phục hồi nhỏ trong năm, nhưng các dấu hiệu của tạo đáy của chu kỳ kinh doanh vẫn chưa đến.

Triển vọng ngành quý 3/2016

Ngành Bất động sản [Khả quan]

- Tăng trưởng lợi nhuận của các DN BĐS (+4% yoy) không đi kèm với tăng trưởng doanh thu (+90% yoy).
- KQKD phân hóa giữa các DN niêm yết khi chỉ 24/48 doanh nghiệp có lãi từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.
- Nguồn cung cho thị trường có thể sẽ tăng lên nhanh chóng do các doanh nghiệp bắt đầu triển khai các dự án lớn.
- TT 06 sửa đổi chính thức có hiệu lực từ đầu năm 2017, dòng vốn vào thị trường BĐS sẽ bị siết chặt dần.
- Nhóm cổ phiếu BĐS được kỳ vọng : Tiêu thụ tốt (VIC) thoái vốn nhà nước (VCG, HDC); chiết khấu lớn so với giá sổ sách (ITC, DIG, SJS, SCR).

Thực trạng Quý 2/2016

Tăng trưởng lợi nhuận không đi kèm với tăng trưởng doanh thu: Quý 1/2016, gần 70 doanh nghiệp BĐS đang tạo ra hơn 1 tỷ USD doanh thu, tăng trưởng hơn 90% so với cùng kỳ, nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 1.845 tỷ đồng, tăng 4% so với quý I/2015. Điều này đã được chúng tôi dự báo trong báo cáo Triển vọng ngành Q1 ([link](#)) khi cho rằng doanh thu của ngành sẽ tăng trưởng. Có 10/62 doanh nghiệp đang bị lỗ, tăng thêm 2 doanh nghiệp bị lỗ so với cùng kỳ năm trước. Tổng số lỗ ròng trong quý I/2016 là 24,3 tỷ đồng.

KQKD phân hóa giữa các doanh nghiệp niêm yết: Như lo ngại của chúng tôi, dù triển vọng của thị trường BĐS tích cực nhưng không có nhiều doanh nghiệp khai thác được khi theo quy định của Thông tư 200, doanh nghiệp chỉ được hạch toán doanh thu và lợi nhuận khi đã hoàn thành toàn bộ và bàn giao nhà cho người mua, thay vì ghi nhận theo tiến độ thu tiền như trước đây ([link tham khảo TT200](#)). Theo thống kê, có 48/64 doanh nghiệp có lợi nhuận trong quý 1/2016, tuy nhiên chỉ 50% trong số đó có KQKD cải thiện từ hoạt động kinh doanh cốt lõi là bàn giao nhà và ghi nhận doanh thu – lợi nhuận, nhóm các doanh nghiệp còn lại ghi nhận lợi nhuận tăng từ những khoản thu nhập khác như chuyển nhượng vốn góp hoặc chuyển nhượng dự án. Vì vậy mà chỉ có một số ít doanh nghiệp BĐS thực sự có hoạt động tăng trưởng nổi bật trong Q1 và có thể là cả năm 2016. Cập nhật KQKD quý 1 của một số doanh nghiệp tiêu biểu được thể hiện trong bảng sau:

Mã	DT 2015Q1 (tỷ)	LN 2015Q1 Q1 (tỷ)	DT 2016Q1 (tỷ)	LN 2016Q1 (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	6.394	428	15.159	610	137%	43%	28%	20.483	24.645	83%

DXG	171.6	36.6	315	29.4	84%	-20%	32%	815	1.108	74%
KDH	179.4	52.3	569	93.6	217%	79%	39%	342	5.729	6%
CEO	174	37.1	247	21.7	42%	-41%	36%	175	605	29%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Nguồn cung cho thị trường có thể sẽ tăng lên nhanh chóng do các doanh nghiệp bắt đầu triển khai các dự án lớn: Có thể kể đến VIC sẽ cho ra mắt hàng loạt dự án lớn như Vinhomes Gardenia, Vinhomes Times City – Park Hill PREMIUM, Tòa Landmark Plus và Park Paroma tại Vinhomes Central Park, Vinhomes Golden River,... Bên cạnh đó, một số nhà đầu tư tiềm lực ở các lĩnh vực khác cũng tham gia vào thị trường này. Cụ thể, Tôn Hoa Sen đang đẩy mạnh đầu tư vào các dự án nghỉ dưỡng ở Bình Định và Yên Bái như sinh thái đầm Vân Hội (Yên Bái) hay khu du lịch nghỉ dưỡng Hội Vân (Bình Định). Ngoài ra, CII cũng lên phương án thành lập CII Land với số vốn điều lệ 1000 tỷ đồng để đầu tư vào phân khúc bất động sản nhà ở tại Tp. HCM. Việc nguồn cung cho thị trường tăng lên sẽ giúp người tiêu dùng sẽ có cơ hội mua nhà với giá hợp lý hơn, và điều này sẽ tiếp tục tạo sự phân hóa về KQKD của các doanh nghiệp trong ngành.

TT 06 sửa đổi sẽ tác động mạnh đến thị trường: Thông tư 06 đã chính thức được sửa đổi với nội dung quan trọng là tăng hệ số rủi ro các khoản phải đòi để kinh doanh BĐS tăng từ 150% lên 200% thay vì 250% như dự kiến và được áp dụng thực hiện từ 1/1/2017 ([link tham khảo TT06](#)). Mặc dù các cổ phiếu BĐS phản ứng tích cực với tin tức này trong ngắn hạn, nhưng về dài hạn thì TT06 sẽ thắt chặt nguồn vốn vào thị trường bất động sản khi các ngân hàng sẽ phải cân nhắc giảm mức cho vay bất động sản và lựa chọn các dự án kỹ lưỡng hơn. Ngoài ra, TT 06 còn đưa ra lộ trình hạn chế tín dụng vào BĐS là 3 năm, cụ thể trong năm 2016 vẫn giữ tỉ lệ 60% sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn, đến 1-1-2017 mức này đưa về 50% và đến 1-1-2018 đưa về mức 40%. Điều này sẽ gây ra sự phân hóa rõ hơn giữa các doanh nghiệp BĐS. Cụ thể, (1) các doanh nghiệp cần cơ cấu lại danh mục và xem xét chuyển nhượng dự án trong trường hợp không đủ năng lực tài chính để thực hiện, và (2) những doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính lớn, quỹ đất nhỏ và uy tín không cao sẽ khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn tài trợ từ bên ngoài.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** nhưng chỉ với một số doanh nghiệp trong ngành khi cho rằng ảnh hưởng của TT36 sửa đổi sẽ khiến thị trường tăng trưởng chậm lại do nguồn vốn bị thắt chặt và lãi suất cho vay tăng. Sự phân hóa trên thị trường cũng sẽ mạnh hơn khi (1) các doanh nghiệp bất động sản bắt đầu đưa nguồn cung lớn vào thị trường, và (2) những doanh nghiệp BĐS có quỹ đất lớn, tình hình tài chính lành mạnh, có khả năng tìm kiếm các nguồn vốn khác ngoài vốn vay ngân hàng sẽ chiếm được ưu thế trước những doanh nghiệp không có nhiều lợi thế cạnh tranh khác.

Một số doanh nghiệp BĐS lưu ý:

- *Nhóm có sự tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận do bán hàng tốt:* KDH, DIG, VIC, NLG. Tỷ lệ nợ/tổng tài sản của nhóm này chỉ quanh mức 30%, tương đối an toàn với tình hình tài chính doanh

ngiệp. Nhóm doanh nghiệp trên cũng là nhóm có quỹ đất lớn và có nhiều dự án đang triển khai trên thị trường.

- *Nhóm chiết khấu cao so với giá trị sổ sách:* ITA, ITC. Đặc điểm của nhóm cổ phiếu trên là hàng tồn kho lớn và luôn có kế hoạch tăng vốn để bổ sung vốn lưu động, phục vụ giải phóng mặt bằng, đẩy nhanh tiến độ dự án,... nhằm giải phóng hàng tồn kho và kích thích doanh thu. Chính vì thế, nhóm này thường được bán với giá chiết khấu hấp dẫn so với giá trị sổ sách.

VIC – Khuyến nghị theo dõi

VIC là công ty bất động sản lớn nhất niêm yết trên sàn, sở hữu tổng quỹ đất khoảng 7.500 ha và nhiều dự án bất động sản. Doanh thu của tập đoàn chủ yếu đến từ 3 mảng chính: chuyển nhượng bất động sản, cho thuê BĐS và kinh doanh khách sạn và du lịch. Doanh thu 2016 dự kiến đạt 27.000 tỷ, chủ yếu đến từ việc ghi nhận doanh thu Central Park và biệt thự Vinpearl. Chúng tôi cũng lưu ý là KQKD 2016 của VIC sẽ bị ảnh hưởng bởi khoản lỗ dự kiến 2300 tỷ trong lĩnh vực bán lẻ hàng tiêu dùng do hiệu suất cải thiện tại các cửa hàng hiện hữu sẽ chưa thể bù đắp được cho các cửa hàng mới. Hiện tại, VIC vẫn đang tỏ rõ tham vọng thống lĩnh thị trường bán lẻ với kế hoạch mở được tổng cộng 60 siêu thị Vinmart và 2.000-3.000 siêu thị mini Vinmart+ đến cuối năm 2016.

ITC – Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 15,443 VND/cp – Upside 66%

ITC đã từng là một công ty có quỹ đất lớn tại các vị trí tốt ở Tp.HCM, tuy nhiên do tình trạng ứ đọng dự án vì đầu tư dàn trải và việc trích lập dự phòng tại một số dự án như Intresco Tower đã khiến ITC thiếu hụt về dòng tiền. Hiện tại, hai dự án đang được kỳ vọng sẽ đem lại sự cải thiện về doanh thu cho ITC giai đoạn 2016 - 2018 là dự án Long Thới và dự án Intresco Plaza, tuy nhiên, công ty sẽ cần khoảng 1000 tỷ đồng để đền bù cho hai dự án trên. Dòng tiền trên dự kiến sẽ đến từ việc đi vay ngân hàng và chờ tiền về từ dự án Long Thới-Nhơn Đức (doanh thu tầm 216 tỷ đồng, được ghi nhận vào năm 2016). ITC hiện đang được giao dịch ở mức P/B là 0,36, thấp hơn đáng kể mức trung bình ngành là 1,06.

VCG – Khuyến nghị theo dõi

VCG đặt kế hoạch lợi nhuận 2016 đạt 344 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ năm ngoái. Mục tiêu năm 2016 của Công ty là tái cơ cấu danh mục đầu tư Bất động sản đã nắm giữ một thời gian dài và tiếp tục tái cấu trúc vốn đầu tư tại các đơn vị, đồng thời triển khai những dự án tại khu đất vàng như 93 Láng Hạ. Ngoài ra, VCG cũng sẽ được hưởng lợi từ việc Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý là SCIC đang nắm 57.8% vốn cổ phần tại VCG, và việc thoái vốn của SCIC luôn có tác động đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

SJS – Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 27,013 VND/cp – Upside 17.9%

SJS đặt kế hoạch năm 2016 với doanh thu hợp nhất 984 tỷ (+14 yoy) và LNST 303 tỷ (+4.5% yoy). Trọng tâm trong năm 2016 của SJS là việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng cho các dự án với tổng giá trị 500 tỷ, tăng gần gấp đôi so với 2015, cụ thể là dự án Nam An Khánh và dự án Văn La Văn Khê. Dự án Nam An Khánh vẫn là dự án đóng góp chủ yếu cho KQKD 2016 của SJS, các dự án Văn La Văn Khê, dự án Hòa Hải - Đà Nẵng vẫn đang

lập kế hoạch chi tiết. Tại dự án Nam An Khánh, trong nửa đầu năm doanh thu chủ yếu đến từ bán buôn; hoạt động bán lẻ dự kiến sẽ tiếp tục vào cuối quý 3, khi giá bán được kì vọng cải thiện mạnh nhờ đầu tư cơ sở hạ tầng cũng như những tiện ích có được (trường học, siêu thị....) nhờ hợp tác giữa Vincom và Techcomdeveloper.

Mã CK	DT 2016E	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 24/06/2016	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
ITC (*)	450	20	289	31.8	0.43			9,300	14,443	Link
VCG (*)	3022	344	779	16.8	0.98			N/A		
SJS	984	303	3,059	7.5	1.14			22,900		Link

(*) Kế hoạch của doanh nghiệp

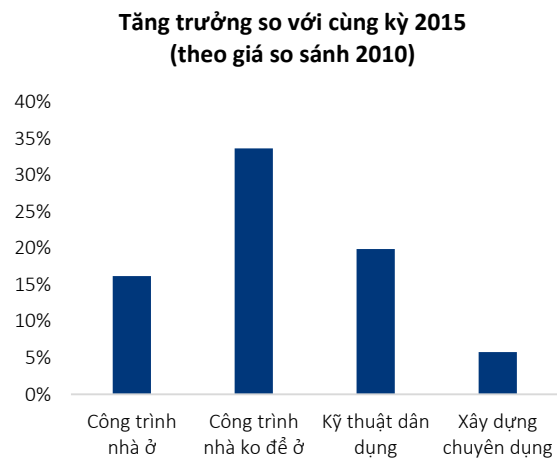
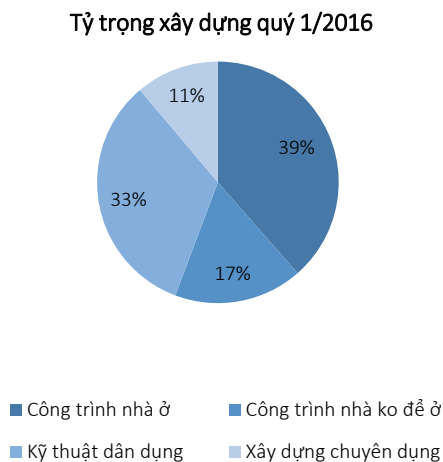
Nguồn: BSC Research

Ngành Xây dựng [Khả quan]

Thực trạng Quý 1/2016

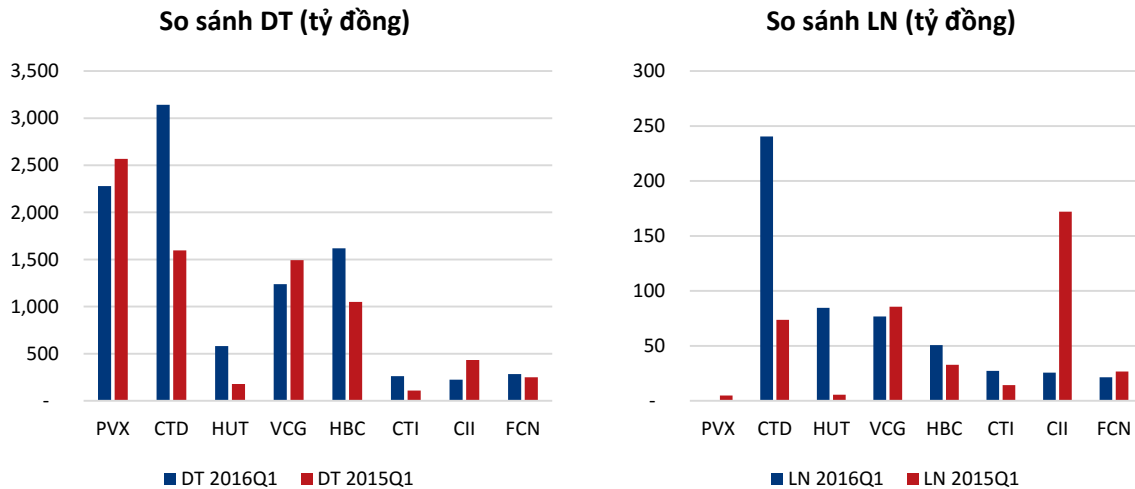
- Giá trị sản xuất xây dựng tăng trưởng đạt 215 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ 18.8% yoy.
- KQKD 2016Q1 vẫn khả quan với các doanh nghiệp xây dựng, 85/102 DN có lãi trong quý 1/2016.
- Xây dựng hạ tầng giao thông đang được đẩy mạnh.

Giá trị sản xuất xây dựng có mức tăng trưởng nhẹ: Giá trị sản xuất xây dựng quý 1/2016 ước đạt 215 nghìn tỷ đồng (theo giá hiện hành) và đạt 164 nghìn tỷ đồng (theo giá so sánh 2010), tăng 18.8% so với cùng kỳ 2015. Đóng góp chủ yếu cho sự tăng trưởng trong quý 1 đến từ các công trình nhà không để ở (+34%yoy) và công trình kỹ thuật dân dụng (+20%yoy).



Nguồn: Tổng cục thống kê

KQKD 2016Q1 khả quan với các doanh nghiệp xây dựng niêm yết: Quý 1/2016, tổng doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng đạt 18.7 nghìn tỷ (+7% yoy), LNST đạt 816 tỷ (+19% yoy). Sự tăng trưởng vẫn diễn ra trên diện rộng khi có 85/102 doanh nghiệp có lãi trong quý 1 năm nay. Chúng tôi cũng lưu ý rằng mặt bằng lãi suất vẫn đang thấp, và trong trường hợp thị trường BĐS tăng trưởng chậm lại (do tác động của TT06 như kể trên) thì sẽ có độ trễ nhất định (kéo dài ít nhất 3-6 tháng) trong việc phản ánh vào KQKD của các doanh nghiệp xây dựng. 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.



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Xây dựng hạ tầng giao thông đang được đẩy mạnh: Trong thời gian tới, Bộ Giao thông vận tải có kế hoạch đẩy mạnh huy động mọi nguồn lực cho đầu tư hạ tầng giao thông, khắc phục những bất hợp lý trong cơ cấu các loại hình đường giao thông; kết nối hài hòa giữa các vùng miền, khu vực và quốc tế. Một số doanh nghiệp xây dựng cầu đường từ dự án BOT sẽ được hưởng lợi từ chính sách này của Chính phủ như CTI, CII và HTI.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành xây dựng, đặc biệt là nhóm doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giao thông phục vụ cho sự phát triển của đất nước. Nhóm doanh nghiệp có doanh thu phụ thuộc lớn vào các công trình xây dựng nhà cao tầng, trung tâm thương mại, văn phòng cần phải được lưu ý hơn trong trường hợp TT BĐS tăng trưởng chậm lại.

CTD: Khuyến nghị Theo dõi

CTD cũng ký được một số hợp đồng lớn trong quý 2/2016 như xây dựng tòa Landmark Tower cao 81 tầng (trị giá 6000 tỷ đồng), thi công hai tòa tháp tại dự án Vinhomes Gardenia (trị giá 913 tỷ đồng),... Vingroup vẫn là một đối tác quen thuộc của CTD, điều này tạo cho Công ty những lợi thế cạnh tranh nhất định khi Vingroup đã và đang tung ra nhiều dự án lớn trước khi TT06 có hiệu lực vào đầu năm sau. 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, CTD có thể tránh được rủi ro về lãi suất khi công ty không sử dụng nợ vay.

HBC: Khuyến nghị Theo dõi

Trong quý 2/2016, HBC ký được nhiều hợp đồng với giá trị lớn như thầu D&B dự án Cocobay Đà Nẵng trị giá 11.000 tỷ đồng, tổng thầu dự án Imperia Sky Garden trị giá 2500 tỷ đồng, nhận thầu thi công

Landmark Vinhomes trị giá gần 1000 tỷ, trúng thầu May Song Ngọc, gần 1000 tỷ,... Phần lớn các dự án trên vẫn là các dự án về xây dựng nhà ở, văn phòng, thương mại và được ký kết với các chủ đầu tư lớn như Vingroup, Novaland, SunGroup,... Việc lãi suất vẫn đang duy trì ở mức thấp giúp doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy cao như HBC (nợ vay/VCSH ~ 2.36x) giảm bớt được gánh nặng lãi vay.

CTI – Khuyến nghị Mua, giá mục tiêu 31,800 – Upside 11.2%

CTI là doanh nghiệp thực hiện đầu tư và khai thác một số dự án BOT trên địa bàn tỉnh Đồng Nai và các tỉnh, thành phố trực thuộc khu vực Đông Nam Bộ. Kế hoạch đầu tư năm 2016 của CTI bao gồm dự án nút giao 319 và cao tốc Tp.HCM – Long Thành (700 tỷ), dự án khu nhà ở xã hội phường Tam Hòa (325 tỷ) và một số dự án khác. Cho năm 2016, chúng tôi cho rằng KQKD sẽ được dẫn dắt bởi (1) phí đường bộ sẽ tăng trung bình khoảng 50% tại QL1A, và (2) Quốc lộ 91 – giai đoạn A bắt đầu thu phí từ tháng 4/2016.

Mã CK	DT 2016E	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 24/6/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
CTD	16,000	877	18,743	10.4	2.31	22.19%	50% tiền	195,000	N/A	Link
HBC	6,500	175	2,300	8.91	1.15	16.70%	15% tiền; 30%	20,500	22,800	Link
CTI	1405	107	2,521	11.11	1.44		15% tiền	28,000	31,800	Link

Nguồn: BSC Research

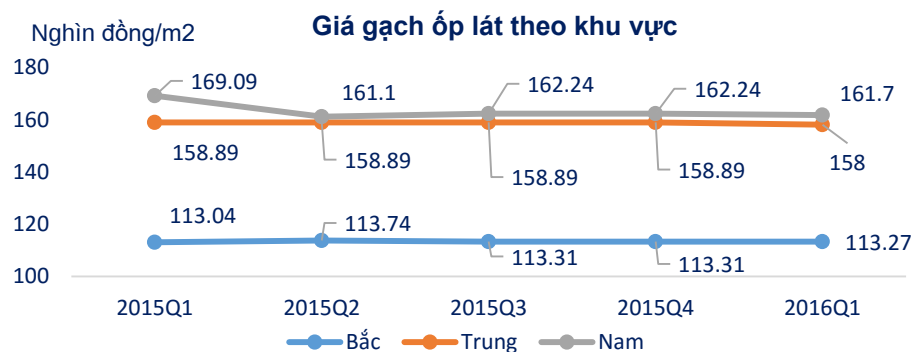
Ngành Gạch men [Khả quan]

- Cạnh tranh gia tăng khiến các DN giữ giá bán ổn định hoặc giảm nhẹ 2-5% và kì vọng sẽ duy trì ở mức ổn định trong quý 3/2016
- Trong Q1/2016, nhìn chung các DN gạch ốp lát có kết quả kinh doanh tốt
- Các DN ốp lát kì vọng tiếp tục có KQKD tăng trưởng trong Q2 và Q3 khi nhu cầu gạch cho dự án bất đầu tăng dần từ giờ đến cuối năm
- Khuyến nghị MUA trung hạn với cổ phiếu CVT, TTC và THEO DÕI với cổ phiếu VIT, TCR, VGC

Thực trạng Quý 2/2016

Cạnh tranh gia tăng khiến các doanh nghiệp giữ giá bán ổn định hoặc giảm nhẹ 2-5% và kì vọng sẽ duy trì ở mức ổn định trong quý 3/2016. Trong 2015 và đầu 2016, nhiều doanh nghiệp gạch men tận dụng thời điểm BĐS và Xây dựng hồi phục để gia tăng công suất và mở rộng sản xuất, khiến lượng cung gạch ốp lát trong nước tăng cao. Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp vì vậy gay gắt hơn, khiến giá thành cơ bản ổn định và một số doanh nghiệp có điều chỉnh giảm nhẹ từ 2-5% để tăng sức cạnh tranh.

Trong quý 3, lượng gạch tiêu thụ kì vọng sẽ tiếp tục ở mức tốt trong giai đoạn cao điểm mùa xây dựng và giá bán được chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục ở mức ổn định.



Nguồn: Báo cáo thị trường VLXD Q1/2016 – Bộ Xây dựng

KQKD Q1/2016

Trong Q1/2016, nhìn chung các doanh nghiệp gạch ốp lát có kết quả kinh doanh tốt: Trừ CYC và TCR, các DN khác đều có tăng trưởng doanh thu trong Q1, đáng chú ý là VIT (do hoạt động nhà máy mới), VHL và VTA với mức tăng lần lượt là 54.1%, 14.0% và 26.9%. Ngoại trừ VIT do khấu hao lớn từ nhà máy mới và hoạt động sản xuất chưa ổn định, các DN khác đều có biên LNG cải thiện đáng kể so với cùng kì năm trước. LNST của toàn bộ các DN nhờ vậy tăng trưởng ở mức khá tốt.

Trong Q3/2016, các doanh nghiệp ốp lát kì vọng tiếp tục có KQKD tăng trưởng khi nhu cầu gạch cho dự án bất đầu tăng dần từ giờ đến cuối năm.

Mã	DTT 2016Q1	% qoq	%LNG 2016Q1	%LNG 2015Q1	LNST 2016Q1	%qoq	EPS Trail 12M	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
										Div 2015	DT 2016	LNTT 2016
TTC	90.4	+7.9%	16.9%	12.1%	6.1	+64.4%	4,100	5.85	1.45	10% cash	n/a	15
TCR	371.2	-17.9%	22.7%	13.3%	10.7	-	1,670	6.05	0.71	n/a	1490.1	60.1
VIT	195.8	+54.1%	9.5%	18.3%	3.7	+17.1%	2,520	9.84	2.16	15% cash	1020	70.5
CVT	163.1	+6.8%	26.3%	17.5%	25.1	+5.2%	3,900	7.95	1.89	25% cash	1000	90
CYC	39.4	-37.7%	17.2%	5.2%	0.73	-	81	44.4	0.49	n/a	n/a	n/a
VGC	1,923.1	+6.7%	22.6%	20.4%	85.1	+22.3%	1,300	10.5	1.17	7% cash	8800	424*
VHL	410.8	+14.0%	20.6%	17.4%	24.7	+20.5%	6,550	6.7	1.51	20% cash	1682.6	138.2
VTA	78.8	+26.9%	11.9%	11.5	2.97	+167.6%	1,680	4.6	1.77			

Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp

Quan điểm đầu tư

Với triển vọng tích cực từ thị trường BĐS và Xây dựng, cũng như nhu cầu gạch ốp lát sẽ tăng trong 2 quý cuối năm, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với ngành Gạch ốp lát như trong báo cáo [Ngành Gạch men](#) đầu năm 2016.

Trong thời gian qua, cổ phiếu Gạch ốp lát là một trong những nhóm cổ phiếu tăng khá tốt, và các cổ phiếu chúng tôi đã khuyến nghị gồm CVT, VIT, TTC đều chạm hoặc vượt giá mục tiêu. Vì vậy, chúng tôi Khuyến nghị MUA trung hạn với cổ phiếu CVT, TTC và THEO DÕI với cổ phiếu VIT, TCR, VGC.

CVT – MUA – 35,030 VND/cp

Bắt đầu từ quý 1, CVT đưa vào hoạt động nhà máy CMC 2-2, tăng 50% CSTK lên 15 triệu m²/năm. Trong quý 2, tốc độ tiêu thụ gạch khá tốt, gấp đôi so với Q1/2016. Ước đạt trong 6 tháng đầu năm, LNTT của CVT đạt 61 tỷ đ, ~50% kế hoạch LNTT năm. Kì vọng trong 2 quý cuối năm, CVT có thể hoàn thành được kế hoạch LNTT đề ra là 120 tỷ đồng, tương đương EPS F 2016 = 5,000 VND/cp, khi đây là mùa tiêu thụ chính của gạch ốp lát. Ngày 24/6, CVT đóng cửa ở mức giá 31,000 VND/cp, tương đương P/E trailing = 7.95x và P/E F = 6.2x, mức định giá tương đối hấp dẫn.

Trong quý 3, CVT dự kiến phát hành ESOP 959,988 CP (~5% CP đang lưu hành) với giá 15,000 đ/CP và 9.6 triệu CP cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 2:1 với giá 15,000 VND/CP nhằm nâng cấp công nghệ để sản xuất gạch ốp lát vi tinh, dự kiến mỗi năm sản xuất khoảng 1-2 triệu m². Giá bán loại gạch này trên thị trường đang ở mức 1-1.5 triệu/m². Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, dự án này nếu có thực hiện sẽ chưa thể mang lại doanh thu ngay trong 2016 cho CVT.

TTC – MUA – 32,754 VND/cp

Trong quý 1, khả năng tiêu thụ tốt giúp DTT của TTC tăng nhẹ 7.9% lên mức 90.4 tỷ đồng. LNST tăng mạnh 64.4% lên mức 6.1 tỷ đồng, biên LNG cải thiện nhờ giảm chi phí khấu hao khi hầu hết máy móc thiết bị đã

được trích khấu hao hết, cùng với chi phí nhiên liệu chi phí lãi vay giảm nhẹ. Trong quý 2, hoạt động bán hàng tiếp tục ghi nhận những tín hiệu tích cực và kì vọng sẽ tiếp diễn trong nửa cuối năm 2016.

Năm 2016, TTC đặt mục tiêu khá khiêm tốn với DTT là 337.24 tỷ đ (~86.5% DTT 2015), LNTT 15 tỷ đ (~58.4% LNTT 2015). Tuy nhiên từ KQKD khả quan trong Quý 1 và tình hình ổn định của thị trường Xây dựng và BĐS, chúng tôi kì vọng TTC có thể đạt mức 413.3 tỷ DT (+6.01% yoy), LNST đạt 27.8 tỷ đ (+27.9%) tương đương EPS 2016 = 4,675 VND/cp. Tại ngày 24/6, TTC đóng cửa tại mức giá 24,000 đ/CP tương đương PE trailing = 5.9x và P/E F = 5.5x, mức định giá tương đối hấp dẫn.

VIT – THEO DÕI

Trong Q1, Doanh thu của VIT tăng trưởng mạnh so với cùng kì (54.1% qoq) do đưa vào hoạt động nhà máy mới tại Thái Bình giúp tăng công suất thêm 44.4%. Tuy nhiên do hoạt động chưa ổn định, chi phí khấu hao, nhân công và chi phí lãi vay tăng cao khiến lợi nhuận chỉ đạt 3.7 tỷ (+17.1% qoq).

Trước đó, trong báo cáo phân tích mã VIT ([link](#)), chúng tôi dự báo KQKD 2016 của VIT đạt 961 tỷ đồng (+41% yoy), LNST đạt 69.5 tỷ đồng (+86.3%). Tuy nhiên trong Q2/2016, dù tốc độ bán hàng đã cải thiện 20% so với quý 1, LNTT của VIT sau 2 quý ước đạt khoảng 20.5 tỷ đồng, ~30% kế hoạch. Trong 2 quý cuối năm khi nhu cầu hoàn thiện nhà ở và công trình xây dựng tăng cao, KQKD của VIT có thể khả quan hơn. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, VIT sẽ chỉ hoàn thành được khoảng 85% kế hoạch LNTT năm, tương đương 59.9 tỷ đồng, EPS F 2016 ~ 3,196 VND. Tính theo giá đóng cửa ngày 24/6 là 24,800 VND/cp, P/E trailing = 9.84x và P/E forward = 7.76x ở mức tương đương ngành. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với mã cp VIT.

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Div 2015	Giá tại 24/06/16	Giá mục tiêu	Link
Gạch men	CVT	1200	96	5,000	6.20	1.54	24.9%	Cash Div 5%; Share	31,000	35,030	Link
	VIT	870.4	59.9	3,196	7.76	1.46	18.9%	Cash Div 12%;	24,800	25,642	Link
	TTC	413.3	27.8	4,675	5.50	1.13	20.6%	Cash Div 8%	24,000	32,754	Link

Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp và dự báo

Ngành Công nghệ [Khả quan]

- Gia công phần mềm là nền tảng phát triển của ngành CNTT Việt Nam
- Ban hành Nghị quyết 41/NQ-CP về ưu đãi Thuế cho ngành CNTT, thu hút đầu tư
- KQKD của các doanh nghiệp nhìn chung khả quan, kỳ vọng Q3 tăng trưởng tốt hơn so với đầu năm
- Bên cạnh 3 cổ phiếu FPT, CMG và ITD; HIG và ELC cũng là cổ phiếu đang lưu ý

Thực trạng Quý 2/2016

Gia công phần mềm là nền tảng phát triển của ngành CNTT Việt Nam. Trong tháng 2/2016, Việt Nam được Gartner xếp hạng là 1 trong 6 quốc gia khu vực châu Á – Thái Bình Dương về gia công xuất khẩu phần mềm cùng Ấn Độ. Bên cạnh đó, Hà Nội cũng được tăng thêm 1 bậc (lên thứ hạng 19) trong bảng xếp hạng 100 điểm đến hấp dẫn nhất của Gia công phần mềm năm 2016. Tuy nhiên nguồn nhân lực vẫn là một hạn chế lớn, ước tính Việt Nam cần tới 400.000 kỹ sư phần mềm giai đoạn 2016 – 2020 trong khi tổng nguồn cung hiện nay chỉ cung cấp được khoảng 250.000 người.

Ban hành Nghị quyết số 41/NQ-CP về chính sách ưu đãi Thuế cho ngành CNTT. Nhằm nâng cao sức cạnh tranh và thu hút đầu tư phát triển, ngày 26/5/2016 Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 41 về các giải pháp nới lỏng thuế TNCN và TNDN cho ngành CNTT. Việc triển khai giữa các Bộ ngành liên quan sẽ được hoàn thiện trong năm 2016. BSC cho rằng mặc dù còn chờ thời gian triển khai nhưng đây được coi là tín hiệu tích cực trong việc thu hút vốn đầu tư cho ngành Công nghệ, trong dài hạn, chính sách sẽ có tác động sâu rộng do phạm vi bao phủ gần như toàn bộ các lĩnh vực của ngành CNTT.

Đánh giá KQKD các doanh nghiệp. Trong nhóm ngành CNTT, mã FPT, HIG và ELC có cùng niên độ tài chính (kết thúc 31/12), cụ thể, KQKD của FPT giảm trong Q1/2016 chủ yếu do thị trường CNTT trong nước suy giảm, bên cạnh đó chính sách bán hàng mới của Apple và chi phí quang hóa cũng ảnh hưởng tương đối lớn đến kết quả chung. Với ELC, lợi nhuận giảm tương đối mạnh nhưng kỳ vọng sẽ cải thiện tốt trong 2 quý cuối năm nhờ ghi nhận dự án với Mobifone. Đối với CMG và ITD (năm tài chính kết thúc 31/03), KQKD cả năm 2015 đều cải thiện tốt nhờ lĩnh vực Viễn thông được đẩy mạnh (với CMG) và ghi nhận dự án ITS Hà Nội – Hải Phòng (với ITD).

Mã	DTT Q1 2016	DTT Q1 2015	%yoy	LNST Q1 2016	LNST Q1 2015	%yoy
FPT	8,466,518,261,019	8,641,481,450,290	-2.02%	446,508,621,590	547,348,778,552	-18.42%
HIG	62,742,323,232	56,553,835,002	10.94%	(476,660,349)	(2,457,388,237)	N/A

ELC	78,174,339,804	105,681,253,976	-26.0%	4,229,775,980	8,548,932,687	-50.52%
Mã	DTT 2015/2016	DTT 2014/2015	%yoy	LNST 2015/2016	LNST 2014/2015	%yoy
CMG	3,693,088,912,762	3,264,707,103,021	13.12%	139,422,368,685	117,825,863,431	18.33%
ITD	627,772,642,016	448,020,223,130	40.12%	64,272,580,017	19,797,706,867	224.65%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì nhận định **Khả quan** với ngành CNTT – Viễn thông. Lưu ý ngành Công nghệ là ngành có tính phòng thủ khá cao trong điều kiện thị trường biến động mạnh. Bên cạnh 3 cổ phiếu FPT, CMG và ITD; HIG và ELC cũng là cổ phiếu đang lưu ý do hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng chung của ngành.

FPT – Mua – Giá mục tiêu 51.000 đồng/cp

Ước tính LNST 2016 đạt 2.678 tỷ đồng (+9,85%yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 2.121 tỷ đồng, EPS 2016 = 4.618 đồng (chưa tính lợi nhuận tăng thêm từ việc bán mảng PPBL).

Kết quả kinh doanh 5T2016 chưa khả quan, tổng DTT đạt 14.633 tỷ đồng (-8,3%yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 722 tỷ đồng (-1,5%yoy), EPS 5T2016 = 1.814 đồng (-2%yoy); mặc dù các chỉ tiêu lợi nhuận giảm so với cùng kỳ 2015 nhưng đều cao hơn so với kế hoạch mục tiêu của công ty. Những nguyên nhân làm ảnh hưởng đến KQKD trong kỳ của FPT là do **(1)** thị trường CNTT trong nước yếu, ít dự án được hoàn thành hơn so với cùng kỳ 2015, **(2)** Chi phí của mảng Viễn thông tăng thêm do dự án chuyển sang cáp quang tại các tỉnh đang được triển khai; tuy nhiên dự kiến chi phí sẽ giảm từ tháng 7/2016 do việc phân bổ chi phí thay mới tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh sẽ hoàn thành trong tháng 6/2016; **(3)** Chính sách mới của Apply ảnh hưởng tiêu cực đến mảng Phân phối di động.

CMG – Mua – Giá mục tiêu 18.900 đồng/cp

BSC ước tính DT 2016 của CMG đạt 4.200 tỷ đồng, LNST hợp nhất 2016 đạt 171 tỷ đồng, EPS 2016 = 1.808 đồng. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Mua trung và dài hạn cổ phiếu CMG, giá mục tiêu 18.900 đồng. Ngày 29/06/2016, cổ phiếu CMG được giao dịch với giá 14.400 đồng, tương đương PE FW = 7,96x.

CMG Ước LNTT Hợp nhất Q1 2016 đạt 38 tỷ (LNTT Hợp nhất Q1 2015 là 20,24 tỷ đồng)

Kế hoạch 2016/2017 – đẩy mạnh 3 mảng kinh doanh cốt lõi (tích hợp, phần mềm, viễn thông), tiếp tục thu hẹp rủi ro (thương mại). Năm tài chính 2016/2017, CMG đặt mục tiêu DT hợp nhất đạt 3.801 tỷ đồng

(+3%/yoy), LNTT hợp nhất đạt 179,77 tỷ đồng (+12%/yoy), LNST thuộc về cổ đông CMG đạt 115,25 tỷ đồng (+7%/yoy) tương ứng EPS 2016 = 1.729 đồng. Trong đó:

Khối Tích hợp (DT 2016 ước đạt 1.882 tỷ đồng, +24%/yoy và LNTT ước đạt 57 tỷ đồng, +22%/yoy). CMG sẽ tiếp tục duy trì và mở rộng nhóm khách hàng truyền thống là nhóm Ngân hàng – Tài chính, Doanh nghiệp, Tài chính công (năm 2015, do tình hình ngân sách khó khăn nên khối chính phủ không hoàn thành mục tiêu). Ngoài ra, CMG sẽ tiến tới thâm nhập thị trường mới là tích hợp viễn thông.

Khối Phần mềm (DT 2016 ước đạt 230 tỷ đồng, +18%/yoy và LNTT ước đạt 15 tỷ đồng, +271%/yoy). Do gặp nhiều khó khăn trong năm 2015 (nhân sự biến động, suy giảm doanh thu dịch vụ phần mềm) nên LNTT chỉ đạt 4 tỷ đồng (-75%/yoy), vì vậy, trong năm 2016, CMG sẽ tiếp tục tái cấu trúc – cơ cấu lại bộ máy tổ chức của khối Phần mềm. Trong đó sẽ đẩy mạnh mảng Outsourcing hướng tới thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc. Hiện tổng số lượng nhân viên khối phần mềm khoảng 300 người, CMG sẽ bổ sung thêm khoảng hơn 100 người trong năm 2016.

Khối Viễn thông (DT 2016 ước đạt 1.202 tỷ đồng, 21%/yoy và LNTT ước đạt 122 tỷ đồng, +17%/yoy). Tháng 7/2016, cáp quang biển APG sẽ cập bờ tại Đà Nẵng (tổng vốn đầu tư của APG khoảng 500 triệu USD, nhóm 3 doanh nghiệp Việt Nam đóng góp 40 triệu USD tương ứng 840,44 tỷ đồng), dự kiến tháng 9/2016 có thể triển khai đi vào hoạt động. Trong giai đoạn đầu, dự kiến CMG chỉ sử dụng khoảng 50% năng lực truyền dẫn của APG (chia theo tỷ lệ góp vốn – CMG chiếm 12,5% - đã góp khoảng 96 tỷ đồng), còn lại 50% sẽ cho thuê lại.

Sau khi APG đi vào hoạt động, CMG sẽ có tổng cộng 4 đường kết nối quốc tế, 3 tuyến còn lại là đi Hồng Kong, Mộc Bài (Cambodia) và một điểm nối với đường truyền của Time dot Com tại Vũng Tàu (trước đây chỉ có Viettel tại khu vực này).

Về mục tiêu khách hàng, CMG sẽ hướng đến khối doanh nghiệp, đặc biệt là nhóm nước ngoài (Honda, Samsung,...), nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ, thị trường cá nhân (các building) và hiện chỉ duy trì hợp tác với VTVcap tại Hà Nội (chuyển nhượng lại khu vực tp. HCM và Đà Nẵng do hiệu quả chưa cao).

Về đầu tư, dự kiến đầu tư tuyến backbone Bắc Nam, giá trị đầu tư khoảng 9 triệu USD.

Khối Sản xuất và Phân phối (DT 2016 ước đạt 583 tỷ đồng, +49%/yoy và LNTT ước đạt 3 tỷ đồng, +70%/yoy).

Lĩnh vực Khác (DT 2016 ước đạt 270 tỷ đồng, -71%/yoy và LNTT ước đạt 6,86 tỷ đồng, -72%/yoy). Trong khối Sản xuất và Phân phối, định hướng của CMG sẽ tiếp tục duy trì mảng sản xuất lắp ráp máy tính và kinh doanh thương mại trong nước; bên cạnh đó, thu hẹp mảng kinh doanh quốc tế (XNK thiết bị với các suppliers) do tính ổn định không cao và doanh nghiệp không chủ động trong phương án kinh doanh. Vì vậy,

CMG đã chuyển ghi nhận mảng kinh doanh quốc tế sang Lĩnh vực Khác (cho thuê văn phòng) để phù hợp định hướng.

ITD – Mua – Giá mục tiêu 38.600 đồng/cp

Ước tính DTT 2016 đạt khoảng 740 tỷ đồng (+17,88%yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 49,5 tỷ đồng (+7%yoy). EPS 2016 = 2.500 đồng (tính theo số lượng cổ phiếu sau khi trả cổ tức và phát hành ESOP là 19.155.827).

Thế mạnh về thi công các dự án giao thông thông minh sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng của ITD trong các năm sắp tới. Hiện tại ITD đang có một số dự án ITS đáng chú ý như sau:

- Hợp đồng ÉPC về thiết kế, cung cấp và lắp đặt thiết bị để triển khai hệ thống thu phí tự động không dừng và kiểm soát tải trọng xe cho 19 trạm cho QL1 và đường Hồ Chí Minh đoạn qua Tây Nguyên của Tasco, giá trị khoảng 200 tỷ, dự kiến triển khai hoàn tất trong năm 2016
- Hợp tác với SK (Hàn Quốc), hướng tới trở thành liên minh trong kinh doanh giải pháp ICT và các dự án theo mô hình đối tác công tư PPP tại Việt Nam
- Dự án cao tốc Hà Nội – Hải Phòng có thêm khoảng 90 – 100 tỷ đồng (làm thêm làn thu tự động.
- Dự án cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi (ghi nhận 2017)
- Dự án với Tp. Hồ Chí Minh về quản lý giám sát các nút giao thông

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 24/06/16	Giá mục tiêu	Link
FPT	42,514	2,678	4,618	9.05	1.79	21.57%	20%	40,900	51,000	Link
CMG	4,209	171	1,808	8.02	1.00	17.82%	N/A	13,500	18,900	Link
ITD	740	60	2,400	14.46	2.60	23.09%	12%	33,800	38,600	Link

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Cảng biển [Khả quan]

- Sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển tiếp tục tăng trưởng nhanh với tốc độ 14.35% yoy
- Kết quả kinh doanh quý 1/2016 kém khả quan do tính chu kỳ của ngành.
- Kết quả kinh doanh quý 2 cải thiện nhờ tăng trưởng hàng hóa qua hệ thống cảng Việt Nam.
- Dự báo kết quả kinh doanh quý 3 sẽ có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp phía Bắc và Nam.
- Khuyến nghị **Mua** với VSC và mở thêm khuyến nghị **Mua** với HAH và **Theo Dõi** với CDN, PSP

Thực trạng Quý 2-2016

Sản lượng hàng hóa 4 tháng 2016 qua hệ thống cảng tiếp tục tăng nhanh, đạt 6,701 triệu tấn (+14.35%yoy). Trong đó, sản lượng hàng hóa qua cảng biển tại Hải Phòng tăng trưởng với tốc độ 12.85%yoy. Các cảng thuộc khu vực Cái Mép CMIT cũng có mức tăng trưởng nhanh với sản lượng container quý 1/2016 đạt 277,303 TEU (+30%yoy) nhờ cải thiện hạ tầng giao thông giúp giảm thời gian vận chuyển container từ cảng đến thành phố Hồ Chí Minh xuống còn 90 phút thay vì 3 giờ như trong 2 năm trước. Mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam (khoảng 10%), quý 1-2016 cảng Đà Nẵng cũng có đà tăng nhanh với hàng container tăng 11.07% yoy đạt 1.6 triệu tấn.

Kết quả kinh doanh quý 1 giảm. Như đã dự báo trong [báo cáo triển vọng ngành quý 2.2016](#), do lượng hàng container lạnh không còn duy trì ở mức cao như trong năm 2015, doanh thu hoạt động mảng vận tải container nội địa ảnh hưởng của tăng phí lưu thông đường bộ tại khu vực Hải Phòng, kết quả kinh doanh quý 1 của các doanh nghiệp cảng tại Hải Phòng đều giảm. Trong khi đó, các cảng tại Thành Phố Hồ Chí Minh có mức tăng khá nhờ tăng sản lượng hàng hóa qua khu vực.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1-2016.

Mã Ck	Doanh thu		BLN gộp		LNST		P/E	P/B
	Q1-2016	%yoy	Q1-2016	Q1-2015	Q1-2016	%yoy		
GMD	848	4%	26%	25%	83	4%	11.31	1.01
PHP	543	1%	43%	35%	157	N/A	8.92	2.53
VSC	225	-1%	33%	36%	43	-25%	19.4	1.81
TCL	178	9%	16%	19%	18	-25%	10.18	2.66
DVP	142	-3%	52%	54%	63	-3%	6.17	1.9
TMS	133	32%	29%	27%	40	-7%	13.55	2.73
PDN	86	18%	33%	35%	14	8%	3.65	0.82
CLL	76	31%	41%	40%	23	53%	9.71	1.39
DXP	40	-13%	44%	38%	13	4%	9.84	1.53
VGP	11	-37%	34%	52%	2.5	145%	9.99	1.79
Trung bình			35%	36%			10.27	1.82

Nguồn: BCTC các công ty.

Kỳ vọng kết quả kinh doanh quý 3/2016. Như đã dự báo, nhà đầu tư không nên kỳ vọng một đà tăng trưởng nhanh của các doanh nghiệp cảng biển phía Bắc như cùng kỳ 2015 do giảm mạnh lượng hàng container lạnh, tuy nhiên so với các quý 1 và 2/2016, kết quả kinh doanh quý 3 dự báo sẽ cải thiện do các quý cuối

năm là điểm rơi doanh thu của ngành. Trong khi đó, các doanh nghiệp cảng phía Nam như CLL, PDN, VGP, TCL dự báo sẽ tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan nhờ tăng lưu lượng hàng hóa do cải thiện cơ sở hạ tầng kết nối. Trong quý 1/2016, đã có 5 tuyến vận tải mới ghé khu cảng Cát Lái CMIT là: tuyến của liên minh Ocean Three từ Việt Nam đến bờ Đông, bờ Tây Mỹ và Bắc Âu, và của liên minh CKYHE đi Bắc Âu. MCC hãng feeder của Maersk Line cũng triển khai thêm tuyến chạy nội Á.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả Quan** đối với ngành cảng biển. Với các doanh nghiệp cảng tại Hải Phòng, mặc dù tăng trưởng không cao như trong năm 2015, chúng tôi cho rằng trong trung dài hạn các doanh nghiệp này vẫn sẽ được hưởng lợi tích cực từ các hiệp định FTAs đã ký và tăng trưởng hàng hóa xuất nhập khẩu qua khu vực. Về mã cổ phiếu khuyến nghị, chúng tôi duy trì khuyến nghị **Mua** với VSC và mở thêm khuyến nghị **Mua** với HAH và **Theo Dõi** với CDN, PSP. Đối với PSP, nhờ vị trí cảng thuận lợi trên bán đảo Đình Vũ, kế hoạch mở rộng công suất cảng từ 300.000 TEU/năm lên 400.000 TEU/năm (đã được Bộ Giao Thông Vận Tải chấp thuận nhưng vẫn gặp vướng mắc pháp lý với Thành phố Hải Phòng), và đổi sang niêm yết trên sàn HNX, cổ phiếu PSP có tiềm năng tăng trưởng nhanh trong thời gian tới. Đối với CDN, nhờ là cảng nước sâu duy nhất tại khu vực miền Trung, sản lượng qua cảng tăng khá nhanh, kế hoạch mở rộng cảng Tiên Sa có thể giúp CDN đón đầu xu hướng tăng trưởng hàng hóa, tạo ra cơ hội đầu tư cho nhà đầu tư cơ bản.

GMD - MUA-Giá mục tiêu 30,503 đồng/cp (giá sau điều chỉnh chia cổ tức 2:1).

Sau [báo cáo phân tích cổ phiếu GMD](#) ngày 6/4/2016, giá GMD đã tiến đến khá gần với mức giá mục tiêu chúng tôi đưa ra. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, tiềm năng tăng trưởng của GMD vẫn khá lớn nhờ: (1) Sản lượng hàng hóa qua cảng Nam Hải Đình Vũ 5 tháng 2016 tăng khoảng 10% yoy, dự báo sẽ đầy công suất năm 2016 (625,000 TEU sau khi hoàn thành bãi sau 3.5 ha). (2) Tái khởi động dự án Gemanlink với khoảng 80% lượng hàng được đảm bảo từ đối tác CMA-CGM (hiện tại đã hoàn thành khoảng 39%). (3) kho DC hợp tác với MPC sẽ đi vào hoạt động từ Q4/2016, sản lượng khoảng 50.000 pallets/năm trong đó 60% công suất sẽ dùng để phục vụ hàng của MPC. (4) Lợi nhuận từ công ty liên kết SCSC tăng trưởng mạnh: 6 tháng đầu năm sản lượng hàng hóa qua cảng dự kiến tăng khoảng 38% so với cùng kỳ trong đó tăng trưởng chủ yếu đến từ hàng hóa xuất-nhập khẩu, hàng nội địa chỉ tăng khoảng 8%.

VSC - Mua-Giá mục tiêu 86,206 đồng/cổ phiếu.

Trong quý 2/2016 đã mua lại cổ phần của VIP tại cảng Vip-green Port với giá 13,600 đồng/cp, nâng mức sở hữu của VSC tại cảng này lên trên 70%. Về hoạt động kinh doanh, Cảng Nam Hải Đình Vũ với vị trí, máy móc thiết bị, công suất tương tự có sản lượng tăng 10%yoy, chúng tôi cho rằng Vip-Green Port cũng sẽ tăng trưởng ít nhất bằng Nam Hải Đình Vũ. Đến hết 4/2016, Vip-green khai thác khách hàng chính là Evergreen (4 chuyến 1 tuần) và OOCL (1 chuyến 1 tuần) và đã tìm được thêm 3 khách hàng mới. Với cầu cảng 2, việc xây dựng cơ bản hoàn thành, 2 cầu QC chờ lắp ráp và đưa vào hoạt động. Trong thời gian qua, VSC chưa có biến động đáng kể. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, với các nhà đầu tư cơ bản, VSC vẫn là cổ phiếu rất tốt dựa vào tốc độ tăng trưởng hàng hóa qua khu vực Hải Phòng, vị trí đắc địa của cảng Vip-green và uy tín của VSC.

HAH - MUA- Giá mục tiêu 47,419 đồng/cổ phiếu

HAH là một doanh nghiệp cảng biển nhỏ tại Hải Phòng nhưng có các chỉ số đo hiệu quả hoạt động ROA, ROE và thanh khoản tốt nhất ngành. Trong thời gian gần đây, do việc một loạt các cổ đông lớn như MHC, TMS, MAC thực hiện thoái vốn làm giá cổ phiếu HAH giảm mạnh, tuy nhiên lại tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu và tạo ra cơ hội đầu tư khả quan cho các nhà đầu tư cơ bản. Chúng tôi cho rằng chiến lược mở rộng hoạt động sang mảng khai thác vận tải container bằng đường biển sẽ mang lại kết quả kinh doanh tích cực cho HAH do: (1) hoàn thiện chuỗi logistics chủ hàng-vận tải biển-bốc dỡ cầu cảng-khách hàng giúp tăng chất lượng dịch vụ, tạo thuận lợi cho đối tác. (2) Nguồn container từ vận tải biển giúp bù đắp một phần lượng hàng container xuất nhập khẩu giảm do tác động tiêu cực của việc xây dựng cầu Bạch Đằng. (3) Tận dụng được tăng trưởng vận tải container nội địa bằng đường biển.

Mã CK	DT 2016(tỷ đồng)	LNTT 2016(tỷ đồng)	EPS F 2016	P/E F 2016	P/B F 2016	ROE F 2016	Cổ tức 2016	Giá 24/06/ 16	Giá mục tiêu	Tăng/ Giảm
GMD	3,954	583	3,910	6.88	1.04	10.64%	Cash:20%	26.900	30.503	13.4%
PHP	2,531	741	1,385	15.09	1.73	12%	Cash:3%	20.900	22,980	9%
VSC	1,391	381	7,005	9.28	1.62	14.8%	Cash:10%	65.000	86,208	33%
HAH	509	113	4,564	8.83	1.78	21%	Cash: 30%	40.300	47,419	17.7%
PSP	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Cash: 5%	12.400	N/A	N/A
CDN	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Cash: 10%	22.500	N/A	N/A

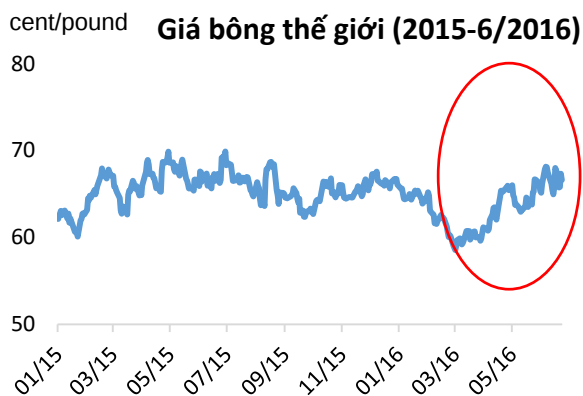
Nguồn: BSC Research

Ngành Dệt may [Khả quan]

- Kim ngạch xuất khẩu Dệt may 5 tháng đầu năm tăng trưởng 6.13% yoy và dự báo có thể cải thiện trong quý 3 do đây là mùa cao điểm xuất khẩu dệt may
- Giá bông tăng trở lại từ đầu tháng 3 do lượng cung lần đầu tiên thấp hơn cầu kể từ vụ 2009/2010 và được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng này trong quý 3
- Một số đề xuất tăng lợi thế cạnh tranh cho Dệt may trong nước
- Trong Q1/2016, đa phần các doanh nghiệp dệt may có tăng trưởng doanh thu tốt nhưng tăng trưởng lợi nhuận không tương ứng
- Khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu TNG, TCM, VGG và THEO DÕI với mã EVE

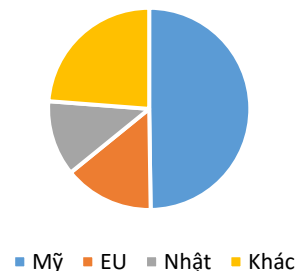
Thực trạng Quý 2/2016

Kim ngạch xuất khẩu Dệt may 5 tháng đầu năm tăng trưởng 6.13% yoy và dự báo có thể cải thiện trong quý 3 do đây là mùa cao điểm xuất khẩu dệt may: Trong 2 tháng đầu quý 2, xuất khẩu dệt may đạt 4.20 tỷ USD (+4.5% yoy). Tính chung 5 tháng đầu năm, giá trị xuất khẩu ước đạt 8.62 tỷ USD tăng 6.13% so với cùng kỳ, mức tăng trưởng khá thấp so với cùng kỳ năm trước (đạt 9.2%yoy). Ba thị trường chính của Dệt may vẫn là Mỹ đạt 4.29 tỷ USD (+6.5% yoy), EU đạt 1.24 tỷ USD (+7.1%) và Nhật Bản đạt 1.04 tỷ USD (+3.4% yoy). Từ T6 đến T9 là những tháng cao điểm của xuất khẩu Dệt may với phần lớn giá trị và các đơn hàng tập trung vào những tháng này. Vì vậy kỳ vọng giá trị xuất khẩu và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sẽ có những chuyển biến tích cực hơn trong quý 3.



Nguồn: USDA, Bloomberg

Thị trường xuất khẩu chính 5 tháng đầu 2016



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Giá bông tăng trở lại từ đầu tháng 3 do lượng cung lần đầu tiên thấp hơn cầu kể từ vụ 2009/2010 và được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng này trong quý 3: Kể từ đầu tháng 3 đến nay (24/6) giá bông có xu hướng tăng trở lại, bình quân đạt 63.45 cent/pound, tăng 0.12% so với 2 tháng đầu năm và nhưng vẫn thấp hơn 4.62% so với cùng kỳ. Nguyên nhân của việc hồi phục này là do ước tính lượng sản xuất sẽ thấp hơn cầu 9.8 triệu kiện. Cụ thể, sản lượng vụ 2015/16 ước tính đạt 99.8 triệu kiện (-16% yoy) do ảnh hưởng của El Nino, trong khi nhu cầu tiêu thụ ước đạt 109.6 triệu kiện (-1% yoy) (theo dự báo của USDA). Dự báo trong vụ 2016/17, lượng

tiêu thụ sẽ đạt 110.8 triệu kiện trong khi sản lượng sản xuất chỉ đạt 104.4 triệu kiện, giá bông được kì vọng sẽ giữ đà tăng trong quý 3.

Xu hướng tăng trong giá nguyên vật liệu (bông, dầu) sẽ ảnh hưởng đến giá đầu vào các DN sản xuất chăn ga gối đệm như KMR, EVE; có sản xuất sợi như TCM, STK; gián tiếp ảnh hưởng đến các DN thực hiện đơn hàng FOB, ODM khi phải tự chuẩn bị nguyên vật liệu, và cơ bản không có tác động đến mảng gia công.

Dệt may được chúng tôi đánh giá là 1 trong những ngành chịu ảnh hưởng tiêu cực từ Brexit ([link](#)). Châu Âu là thị trường xuất khẩu Dệt may lớn thứ 2 của Việt Nam, với 1.24 tỷ USD (chiếm 14.4% tổng kim ngạch xuất khẩu) trong 5 tháng đầu 2016, và có dấu hiệu tăng tích cực so với các năm trước. Tuy nhiên, khi Brexit xảy ra, (1) đồng bảng Anh và đồng EUR sẽ mất giá khiến giá bán các sản phẩm của Việt Nam vào thị trường này cao hơn tương đối, giảm khả năng cạnh tranh (3) Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – EU sẽ không còn hiệu lực với Anh, và sẽ cần thời gian đàm phán riêng với quốc gia này.

Một số đề xuất tăng lợi thế cạnh tranh cho Dệt may trong nước: Hiệp hội Dệt may Việt Nam có đề xuất một số giải pháp, trong đó đáng chú ý là (1) giãn lộ trình tăng lương tối thiểu vùng đến 2020 hoặc 2022 và không tăng hàng năm; (2) không sử dụng lương tối thiểu làm căn cứ xây dựng lương khởi điểm và đóng bảo hiểm, giảm tỷ lệ trích nộp bảo hiểm theo lương từ mức 32.5% xuống 25%; (3) nâng thời gian làm thêm tối đa 500 giờ/năm thay vì 300 giờ/năm như hiện nay. Nếu các đề xuất này được chấp thuận, ngành Dệt may sẽ có thể cải thiện tình trạng tăng trưởng xuất khẩu đang chậm lại do mất đơn hàng vào các nước có giá nhân công rẻ hơn và tận dụng tối đa lợi thế mà các FTAs và TPP đã và sẽ kí kết mang lại.

KQKD Q1/2016

Trong Q1/2016, đa phần các doanh nghiệp dệt may có tăng trưởng doanh thu tốt nhưng tăng trưởng lợi nhuận không tương ứng. Trong Q1/2016, mặc dù kim ngạch xuất khẩu toàn ngành tăng trưởng ở mức rất thấp so với cùng kì năm trước nhưng tổng doanh thu các DN dệt may niêm yết vẫn tăng trưởng cao ở mức 16.1% qoq, đạt 3,876.7 tỷ đồng. Ngoại trừ EVE và STK có tăng trưởng doanh thu âm lần lượt -15.2% và -17%, các doanh nghiệp khác đều có tăng trưởng doanh thu 2 con số. Tuy nhiên, tổng LNST các DN này chỉ đạt 182.16 tỷ đồng, tăng trưởng 0.98% qoq. 5/11 DN niêm yết có LNST giảm mạnh, đáng chú ý là TCM giảm 33.5%, STK giảm 89% và TET giảm 76.1% qoq.

Quý 3 là quý cao điểm của dệt may khi giá trị xuất khẩu dệt may của toàn ngành cao nhất trong những tháng này, chúng tôi kì vọng các DN niêm yết sẽ có kết quả kinh doanh tích cực hơn so với 2 quý đầu năm.

Mã CP	DTT 2016Q1	% yoy	LNST 2016Q 1	%yoy	Biên LNG 2016Q 1	Biên LNG 2015Q 1	EPS trailing 12M	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
										Div 2015	DT 2016	LNST 2016
VGG	1513.9	+18.1%	76.8	+14.8%	13.1%	14.2%	7,824	8.27	2.39	30% cash	6,300	200
TCM	739.5	+20.4%	22.2	-33.5%	11.9%	14.4%	2,890	8.89	1.42	10%	3,264	160
TNG	357.96	+20.5%	14.06	+24.4%	17.0%	19.1%	2,640	6.63	1.17		2,485	120
STK	262.3	- 17.0%	2.9	-89.0%	5.3%	15.9%	1,060	23.11	1.72	5% cash, 10% stock	1,860	130.9

GMC	300.9	+ 11.8%	10.2	-14.0%	13.0%	13.4%	5,320	6.77	1.84	n/a	n/a	n/a
EVE	151.4	-15.2%	14.2	-17.2%	33.6%	32.7%	3,930	14.50	1.74	20% cash	1,100	150
KMR	76.1	+15.7%	3.2	n/a*	19.2%	6.7%	530	11.89	0.60	n/a	n/a	n/a
G20	66.5	+10.4%	2.2	+35.5%	11.8%	10.8%	810	9.14	0.68	n/a	n/a	n/a
GIL	387.6	+78.0%	33.8	+373%	21.3%	14.7%	6,620	8.46	1.84	n/a	n/a	n/a
NPS	9.78	+23%	0.3	+103%	17.4%	17.7%	290	43.10	0.80	n/a	n/a	n/a
TET	10.8	+13.3%	2.3	-76.1%	52.4%	33.9%	1,100	17.73	1.47	n/a	n/a	n/a
Tổng	3876.74	+16.1%	182.16	+0.98%								

* cùng kì lỗ 7.8 tỷ đ

Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp

Quan điểm đầu tư

Mặc dù giá trị xuất khẩu toàn ngành trong những tháng đầu 2016 tăng trưởng ở mức khá khiêm tốn, KQKD của các DN Dệt may niêm yết vẫn có những dấu hiệu tích cực. Chúng tôi kì vọng trong quý 2 và quý 3, KQKD của các DN này sẽ có những chuyển biến rõ rệt hơn.

Vì vậy, chúng tôi tiếp tục đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành dệt may trong 2 quý còn lại của năm 2016 và khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu TNG, TCM, VGG và THEO DÕI với mã EVE, một số cổ phiếu sắp lên sàn như May 10, Nhà Bè,.. như trong Báo cáo triển vọng ngành Q1/2016.

TCM – MUA - 30,045 VND/cp

TCM là DN niêm yết duy nhất có chuỗi sản xuất khép kín đáp ứng được nguyên tắc xuất xứ từ sợi trở đi của TPP. Đưa vào hoạt động 16/26 chuyền may tại nhà máy may tại Vĩnh Long từ 7/2015 và thêm 10 chuyền may trong 2016 giúp TCM tăng 64% năng lực sản xuất lên 24.6 triệu sp/năm. Mặc dù nhà máy vẫn tiếp tục báo lỗ trong những tháng đầu 2016, TCM kì vọng nhà máy sẽ bắt đầu có lãi từ 9/2016 nhờ gia tăng đơn hàng và năng suất lao động. Màng Sợi, chiếm khoảng 40% DTT, có thể được cải thiện trong 2 quý còn lại của năm khi mà giá bông có xu hướng tăng từ tháng 3/2016 và được chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục tăng do lo ngại về thiếu hụt sản lượng trong vụ 2016/17.

Năm 2016, chúng tôi ước tính DTT của TCM đạt 3,391.7 tỷ đồng, LNST đạt 160,8 tỷ đ tương đương EPS F 2016 = 3,258 VND/cp. Với giá đóng cửa ngày 24/6 là 25,700 đ/cp, P/E trailing = 8.9 và P/E F = 7.9x tương đối hấp dẫn.

TNG – MUA – 25,128 VND/CP

Trong Q1/2016, tăng trưởng doanh thu của TNG là 20.5% nhờ đi vào hoạt động thêm 10 chuyền may nữa của nhà máy Đại Từ, tăng 5.3% CSTK lên 200 chuyền may; LNST vẫn đạt mức tăng trưởng 24.4% dù các chi phí tài chính, chi phí nhân công tăng cao. Trong quý 2, giá trị các đơn hàng thực hiện gia tăng, doanh thu ước đạt 631 tỷ đồng (+26% qoq), lũy kế 6 tháng đầu năm thực hiện 40% doanh thu kế hoạch. Trong 2 quý còn lại của năm, với tình hình đơn hàng tích cực (đã kí kết được khoảng 81 triệu USD cho năm 2016), cùng với việc tiết giảm các chi phí như bán hàng, QLDN, chúng tôi dự báo DTT 2016 của TNG đạt 2,426.8 tỷ đồng, LNST đạt 106 tỷ đồng, tương đương EPS F 2016 = 3,600 VND/cp. Tại giá đóng cửa ngày 24/6 là 17,500 đ/cp, P/E trailing = 6.63x và P/E F = 5.44x tương đối hấp dẫn.

Lưu ý (1) rủi ro pha loãng: trong nửa cuối năm, TNG sẽ phát hành 4.44 triệu CP, trong đó 5% ESOP và 10% trả cổ tức bằng cổ phiếu. Trong 4 năm tiếp theo đến 2020, TNG dự kiến phát hành mỗi năm 5% ESOP/năm. (2) Cơ cấu nợ ngắn hạn cao: 65.5% tổng tài sản được tài trợ bằng nợ, trong đó 70% nợ vay là nợ vay ngắn hạn, gây áp lực trả nợ cho TNG.

VGG – MUA – 80,333 VND/cp

Sau khi niêm yết trên Upcom từ 3/2016, VGG trở thành DN Dệt may lớn nhất trên sàn về vốn hóa và doanh thu. Thị trường xuất khẩu chủ yếu của VGG là Nhật Bản (31%), Hoa Kỳ (21%) và EU (20%). Với 75% DTT từ FOB, VGG có thể hưởng biên LNG tốt hơn nhờ chủ động tìm kiếm nguyên vật liệu. Bên cạnh đó, VGG còn sử dụng các nhà cung ứng nguyên vật liệu sợi, vải trong nước, chẳng hạn cung ứng từ Vinatex, thỏa mãn nguyên tắc xuất xứ “từ sợi trở đi” của TPP. Ngay trước khi niêm yết, VGG thực hiện chuyển đổi 140 tỷ trái phiếu sang cổ phiếu phổ thông, nâng vốn điều lệ lên 420 tỷ đồng và giảm đáng kể nợ vay.

KQKD Q1/2016 tốt với DTT tăng 18.1% và LNST tăng 14.8% do chi phí đóng bảo hiểm cho nhân công tăng cao dù chi phí lãi vay và các chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp giảm nhẹ. Chúng tôi ước tính trong cả năm 2016, VGG đạt mức DT là 7,166.3 tỷ đồng, LNST = 365.9 tỷ đồng, EPS F 2016 = 8,711 VND/cp. Với giá đóng cửa 64,700 VND/cp tại ngày 23/6, P/E trailing = 8.27x, P/E forward = 7.43x tương đối hấp dẫn.

EVE – THEO DÕI

Với thị phần dẫn đầu trong mảng chăn – ga – gối – đệm (26%) và bông tắm (29%), lượng khách hàng thường xuyên chiếm 80-90% DTT giúp EVE có KQKD tương đối ổn định. Trong 2016, EVE sẽ đẩy mạnh bán và phân phối độc quyền dòng sản phẩm đệm lò xo Style Master, 1 trong 4 hãng đệm lò xo lớn nhất thế giới. Trong Quý 1, do Tết năm nay đến sớm và các chi phí lãi vay, chi phí bán hàng tăng mạnh khiến KQKD sụt giảm so với cùng kỳ 2015. Tuy nhiên đây là quý thấp điểm của EVE, và kết quả tích cực được kỳ vọng trong các quý còn lại của năm, khi đơn hàng về bông tắm tại thị trường Trung Quốc tăng khá tốt trong năm nay.

Chúng tôi dự báo KQKD 2016 sẽ đạt DTT 1000 tỷ đ, LNST đạt 133.4 tỷ đồng tương đương EPS F 2016 = 4,851 VND/cp. Với giá đóng cửa 57,000 VND/cp tương đương P/E trailing = 14.5x và P/E forward = 11.75x, mức tương đối cân bằng. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với mã CP này

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Div 2015	Giá tại ngày 24/6/2016	Giá mục tiêu	Link
TNG	2,426.8	95.3	3,217	5.44	0.98	18.1%	6% cash div 10% share div	17,500	25,128	
TCM	3,391.7	160.8	3,258	7.89	1.19	15.1%	6% cash div		30,045	
VGG	7166.3	365.9	8,711	7.43	1.99	26.8%		64,700	80,333	
EVE	1000.0	133.4	4,851	11.75	1.53	13%		57,000	n/a	

Nguồn: BSC Research

Ngành Điện [Khả quan]

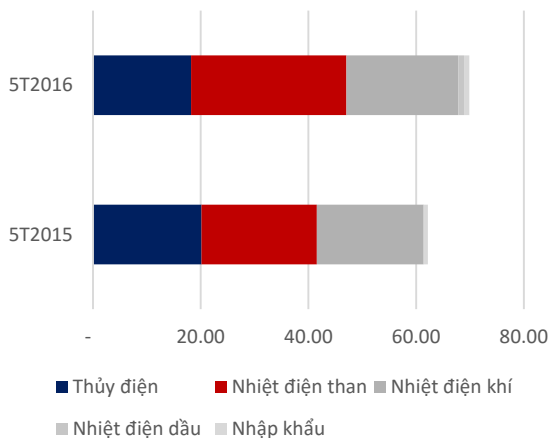
- Sản lượng điện thương phẩm tăng 13%
- El Nino gây khó khăn cho thủy điện trong khi nhiệt điện hưởng lợi gián tiếp
- Giá khí bán cho các nhà máy điện tăng trong khi giá than duy trì ổn định
- La Nina có thể sắp diễn ra giúp các doanh nghiệp thủy điện hồi phục
- Khuyến nghị mua SJD, VSH, BTP nắm giữ NT2

Thực trạng Quý 2/2016

Sản lượng điện thương phẩm tăng 13% : tính chung 5 tháng đầu năm 2016, sản lượng điện thương phẩm tăng 13%, đạt 72.6 tỷ kWh- mức tăng này cao hơn mức tăng trong cùng kỳ là 11%

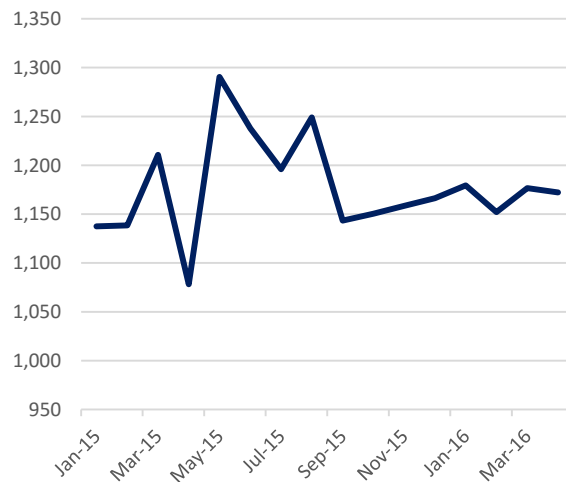
El Nino gây khó khăn cho thủy điện trong khi nhiệt điện hưởng lợi gián tiếp: tính chung 5 tháng đầu năm 2016, sản lượng thủy điện được huy động đã giảm 10% so với cùng kỳ 2015, đạt 18.21 tỷ kWh. El Nino diễn ra khiến nguồn nước để sản xuất thủy điện giảm mạnh. Ngược lại, sản lượng nhiệt điện lại tăng đến 22% so với cùng kỳ, trong đó nhiệt điện than tăng 35%, nhiệt điện khí tăng 5%. Đặc biệt 5 tháng đầu năm 2016, Việt Nam phải huy động 1 tỷ kWh từ nhiệt điện dầu, cao gấp 9 lần so với cùng kỳ 2015. Sản lượng điện nhập khẩu cũng tăng đến 34%y.o.y, đạt 0.96 tỷ kWh.

Cơ cấu nguồn điện 5 tháng đầu năm 2015 và 2016 (triệu kWh)



Nguồn:EVN

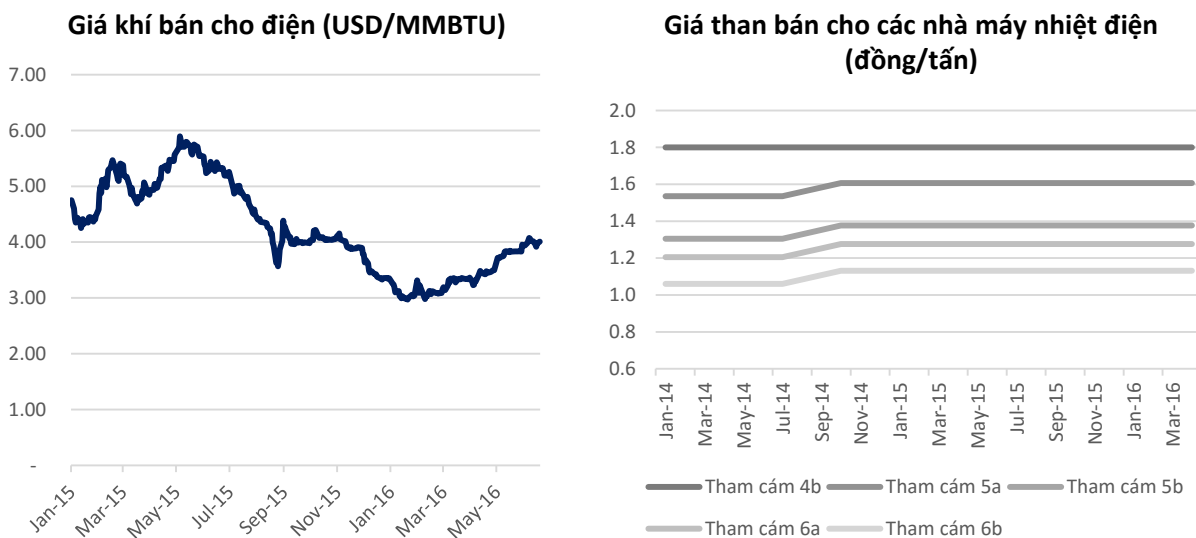
Giá mua điện



Giá mua điện trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng nhẹ : tính trung bình giá mua điện trên thị trường phát điện cạnh tranh của EVN trong 4 tháng đầu năm 2016 tăng khoảng 3% so với cùng kỳ năm 2014. Nguyên nhân chủ yếu là nguồn thủy điện có giá rẻ giảm mạnh trên thị trường.

Không tăng giá điện bán lẻ trong 2016: mặc dù giá điện bán buôn của EVN cho các tổng công ty điện lực tăng khoảng 2-5% nhưng giá điện bán lẻ được giữ ổn định trong năm 2016 theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ.

Giá khí bán cho các nhà máy điện tăng trong khi giá than duy trì ổn định: Tính từ đầu năm đến nay, giá khí bán cho các hộ sản xuất điện đã tăng 23% do giá dầu hồi phục. Tuy nhiên, tính trung bình 6 tháng đầu năm, giá khí bán cho các hộ sản xuất điện vẫn thấp hơn khoảng 33% so với cùng kỳ 2015. Trong thời gian tới, việc áp dụng mức giá sàn cho giá khí bán cho các hộ sản xuất điện và tăng chi phí vận chuyển có thể làm giá khí bán cho điện tăng nhẹ, đặc biệt là đối với các nhà máy điện sử dụng nguồn khí ở các bể có giá thành cao như Thiên Ưng, Đại Hùng. Ngược lại, giá than lại duy trì ổn định từ cuối năm 2014 đến nay, giúp các nhà máy nhiệt điện than ổn định nguyên liệu đầu vào. Việc giá khí tăng lên sẽ có thể làm tăng giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh do sản lượng nhiệt điện khí được huy động lớn, tập trung ở những vùng có nhu cầu sử dụng điện cao.



Nguồn: PVN, EVN

La Nina có thể sắp diễn ra giúp các doanh nghiệp thủy điện hồi phục: Như chúng tôi đã đề cập đến trong [báo cáo “Đánh giá tác động của El Nino/ La Nina” ngày 21/03/2016](#), El Nino đang suy yếu và sau đó La Nina sẽ hình thành vào xuất hiện vào mùa thu 2016. Trung tâm dự báo khí tượng Hoa Kỳ cho biết xác suất La Nina sẽ diễn ra trong tháng 12/2016 là 75% hoặc nó có thể đến sớm hơn vào khoảng tháng 7 đến tháng 9 năm nay. Trong khi đó, cục khí tượng Australia dự báo 50% La Nina sẽ xảy ra trong năm 2016. La Nina sẽ dẫn đến lượng mưa và dòng chảy các sông đều cao hơn so với trung bình nhiều năm, đặc biệt là tại các tỉnh miền Trung và Nam Bộ- nơi đặt nhiều nhà máy thủy điện. Nhờ vậy sản lượng của các nhà máy thủy điện sẽ tăng lên. Thủy điện vốn là nguồn điện có giá thành rẻ. Do đó, khi sản lượng thủy điện dồi dào hơn thì nhu

cầu huy động nhiệt điện sẽ giảm xuống đồng thời giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh giảm đi khi tỷ trọng nguồn điện giá rẻ tăng lên

Năm	Tháng	La Niña	Trung tính	El Niño
2016	Tháng 5- Tháng 6- Tháng 7	17%	68%	15%
2016	Tháng 6- Tháng 7- Tháng 8	49%	47%	4%
2016	Tháng 7- Tháng 8- Tháng 9	64%	34%	2%
2016	Tháng 8- Tháng 9- Tháng 10	70%	28%	2%
2016	Tháng 9- Tháng 10- Tháng 11	72%	26%	2%
2016	Tháng 10- Tháng 11- Tháng 12	74%	24%	2%
2016	Tháng 11- Tháng 12- Tháng 1	76%	22%	2%
2017	Tháng 12- Tháng 1- Tháng 2	75%	23%	2%
2017	Tháng 1- Tháng 2- Tháng 3	73%	25%	2%

Nguồn: Viện nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội thuộc trường đại học Columbia

Tỷ giá ảnh hưởng trái chiều đến các nhà máy nhiệt điện: chỉ tính riêng trong quý II/2016, tỷ giá USD/VND và JPY/VND đã tăng lần lượt 0.07% và 9.46%. Trong cùng giai đoạn, tỷ giá EUR/VND và KRW/VND đã giảm lần lượt là 2.14% và 4.55%. Như vậy các doanh nghiệp có dự nợ ngoại tệ như PPC sẽ ghi nhận khoản lỗ tỷ giá trong quý II/2016 ước tính là 420 tỷ đồng. Ngược lại, NT2 và BTP sẽ ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá lần lượt khoảng 55 tỷ đồng và 31 tỷ đồng

PV Power sẽ IPO trong tháng 10/2016: Theo chủ trương cổ phần hóa công ty mẹ - Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power) được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, PV Power sẽ tiến hành IPO vào tháng 10/2016 và ra mắt công ty cổ phần vào tháng 12/2016. PV Power là đơn vị quản lý 9 nhà máy nhiệt điện với tổng công suất 4,215MW, cung cấp khoảng 13% tổng sản lượng điện tiêu thụ của Việt Nam.

Kết quả kinh doanh phân hóa giữa các doanh nghiệp nhiệt điện và thủy điện : trong quý 1/2016, nếu loại bỏ ảnh hưởng tỷ giá, đa số các nhà máy nhiệt điện đều ghi nhận mức tăng trưởng cao so với cùng kỳ nhờ được huy động nhiều hơn như NT2 tăng 85% LNTT, BTP tăng 6 lần LNTT và NBP tăng 13 lần LNTT. Đối với PPC, do giá điện tạm tính cho Phả Lại 1 thấp hơn giá 2015 trong khi sản lượng tương đương cùng kỳ nên LNTT từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính giảm khoảng 64%. Đối với các nhà máy thủy điện, vấn đề chung của 6 tháng đầu năm là sản lượng điện sản xuất giảm sút do ảnh hưởng của El Nino, dẫn đến kết quả kinh doanh suy giảm mạnh so với cùng kỳ.

	Loại hình	Công suất (MW)	Vị trí	Doanh thu 1Q2016	%y.o.y	LNST 1Q2016	%y.o.y	Lưu ý
PPC	Nhiệt điện than	1,040	Hải Dương	1,707	-15%	(157)	-406%	PPC ghi nhận 261 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá trong 1Q2016 trong khi cùng kỳ ghi nhận 109 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá

NT2	Tua-bin khí	750	Đồng Nai	1,387	-21%	319	-37%	NT2 lỗ tỷ giá trong 1Q2016 là 59 tỷ đồng trong khi cùng kỳ ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá 314 tỷ đồng BTP ghi nhận 46 tỷ đồng lỗ chênh lệch tỷ giá trong khi cùng kỳ ghi nhận 126 tỷ đồng lỗ chênh lệch tỷ giá NBP sản lượng điện huy động cao hơn 26% và xuất hao than tiêu chuẩn thấp hơn 0.4%
BTP	Tua- bin khí	388	Vũng Tàu	389	-7%	(19)	-85%	
NBP	Nhiệt điện than	100	Ninh Bình	180	25%	11	1378%	
VSH	Thủy điện	136	Bình Định	105	-17%	63	-22%	
CHP	Thủy điện	170	Huế	95	-45%	9	-89%	
TBC	Thủy điện	120	Yên Bái	62	-12%	30	-16%	
TMP	Thủy điện	150	Bình Phước	59	-64%	(2)	-103%	
SJD	Thủy điện	104	Bình Phước; Gia Lai; Điện Biên;	47	-32%	15	-52%	
SHP	Thủy điện	123	Lâm Đồng	36	-48%	(54)	139%	
HJS	Thủy điện	12	Hà Giang	36	8%	6	17%	
SBA	Thủy điện	73	Quảng Nam; Phú Yên	23	-37%	(2)	-149%	
GHC	Thủy điện	28	Gia Lai	13	-40%	5	-54%	
DRL	Thủy điện	16	Đắk Nông	8	-27%	4	-42%	

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** ngành điện trong 6 tháng cuối năm 2016. Thời điểm 6 tháng cuối năm là mùa nước của các doanh nghiệp thủy điện nên kết quả kinh doanh sẽ được cải thiện so với 6 tháng đầu năm. Đặc biệt, chúng tôi lưu ý La Nina có thể xuất hiện vào cuối năm 2016 sẽ giúp các doanh nghiệp thủy điện phục hồi mạnh mẽ trong thời điểm cuối năm 2016 và 6 tháng đầu năm 2017. Đối với các doanh nghiệp nhiệt điện, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá đầu vào ở mức thấp cũng như sản lượng huy động

Ổn định sẽ giúp các doanh nghiệp duy trì kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2016. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý, tỷ giá được dự báo có thể diễn biến bất lợi cho các doanh nghiệp nhiệt điện trong 6 tháng cuối năm 2016 ngoại trừ BTP và NBP.

NT2- NĂM GIỮ- Giá mục tiêu 36,045 đồng/cổ phiếu (+5%)

Tính đến hết tháng 6/2016, NT2 dự kiến sản xuất được 2.69 tỷ kWh điện, tương ứng cùng kỳ 2015. Chúng tôi kỳ vọng cả năm 2016, NT2 sẽ duy trì được mức sản lượng 5.5 tỷ kWh điện như năm 2015 nhờ nhu cầu điện tại khu vực miền Nam tăng mạnh mặc dù thủy điện có thể hồi phục từ cuối năm 2016 nếu La Nina xuất hiện. Đồng thời, dựa trên giả định giá dầu trung bình năm 2016 ở mức 43 USD/thùng, chúng tôi dự báo năm 2016, NT2 sẽ ghi nhận 5,902 tỷ đồng doanh thu và 1,204 tỷ đồng LNST không bao gồm chênh lệch tỷ giá, tương ứng với EPS 2016= 4,016 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi lưu ý, dự báo của chúng tôi chưa tính tới việc cước phí vận chuyển khí sẽ tăng từ 0.15 USD/mmbtu lên 0.52 USD/mmbtu theo công văn đề nghị của PV GAS do 2 bên chưa ký hợp đồng chính thức. Về dài hạn, NT2 đang nghiên cứu tiền khả thi (FS) dự án nhà máy nhiệt trạch 2 mở rộng, dự kiến bổ sung thêm 2 nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp với tổng công suất 1,800MW trong đó giai đoạn 1 là 1 nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp có công suất 850MW, lớn hơn 100MW so với công suất nhà máy hiện tại. Nhà máy sẽ sử dụng khí LNG nhập khẩu và dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2021. Chúng tôi đánh giá cao mức tiềm năng của dự án này, qua đó NT2 sẽ là sở hữu hệ thống nhà máy nhiệt điện khí có tổng công suất lớn nhất Việt Nam, tăng mức ảnh hưởng và quyền chi phối trên thị trường điện.

SJD-MUA- Giá mục tiêu 30,941 đồng/cổ phiếu (+14%)

Tính chung 5 tháng đầu năm 2016, sản lượng điện sản xuất của SJD giảm 38%y.o.y, đạt 131 triệu kWh. Trong khi sản lượng điện sản xuất của các nhà máy Cần Đơn và Ry Ninh lần lượt giảm 50% và 52% thì sản lượng điện sản xuất của nhà máy Nà Lơi lại tăng 30%. Hơn nữa, nhà máy Hà Tân hoạt động cả năm thay vì 6 tháng như 2015 cũng hạn chế một phần việc suy giảm kết quả kinh doanh của SJD. Chúng tôi ước tính cả năm 2016, SJD sẽ sản xuất được 318 triệu kWh điện, giảm 17% so với 2015. Chúng tôi điều chỉnh dự báo kết quả kinh doanh 2016 của SJD với doanh thu đạt 348 tỷ đồng và LNST đạt 163 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2016= 3,289 đồng/cổ phiếu. Đồng thời tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tiếp tục tăng lên giúp cải thiện doanh thu của công ty. Chúng tôi cũng lưu ý SJD có thể tiếp tục sáp nhập các nhà máy thủy điện của Tổng Công ty Sông Đà giúp tăng quy mô nhanh chóng. Tuy nhiên, do các nhà máy dự kiến sáp nhập là những nhà máy mới xây dựng, suất đầu tư lớn nên có thể giảm hiệu quả kinh doanh của toàn công ty.

CHP- MUA- Giá mục tiêu 23,200 đồng/cổ phiếu (+17%)

Trong 6 tháng đầu năm 2016, ước tính sản lượng điện thực hiện của CHP đạt 146 triệu kWh, giảm 45% so với cùng kỳ 2015. Chúng tôi ước tính cả năm 2016, CHP sẽ sản xuất được 510 triệu kWh, giảm 22% so với cả năm 2015. Với việc điều chỉnh dự báo sản lượng sản xuất năm 2016, chúng tôi ước tính năm 2016, CHP sẽ ghi nhận 527 tỷ đồng doanh thu và 208 tỷ đồng LNST, tương đương EPS đạt 1,581 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng năm 2017, sản lượng điện mùa khô của doanh nghiệp sẽ tăng mạnh nhờ ảnh hưởng của La Nina, qua đó kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ được hồi phục đáng kể.

BTP- MUA- Giá mục tiêu 17,200 đồng/cổ phiếu (+12%)

Tính từ đầu năm đến hết ngày 23/6, sản lượng sản xuất của BTP đạt 835 triệu kWh, tăng 30% so với cùng kỳ 2015 (quý I/2016 tiêu thụ 485 triệu kWh, +47%y.o.y). Giá bán điện trong 6 tháng đầu năm 2016 vẫn tạm tính theo giá năm 2015. Mặc dù trong quý II/2016, có một số ngày nhà máy phải chạy dầu do đường ống khí gặp trục trặc nhưng doanh nghiệp kỳ vọng kết quả vẫn duy trì như quý I/2016 (Quý I/2016, hoạt động kinh doanh chính ghi nhận 28 tỷ LNST không bao gồm lãi lỗ chênh lệch tỷ giá). Hơn nữa, BTP có thể ghi nhận 31 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá trong quý II/2016 nhờ đồng KRW giảm.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2016	Giá tại ngày 24/06/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
NT2 ¹	5,902	1,204	4,016	8.67	1.57	17.00%	22% tiền & 7% cp	34,800	36,405	link
PPC ²	7,271	532	1,669	8.63	0.79	14.00%	12% tiền	14,400	15,700	
SJD	348	163	3,289	8.27	1.12	21.00%	25% tiền	26,900	30,941	link
CHP	527	208	1,581	12.52	1.31	20.00%	9% tiền & 5% cp	20,300	23,200	link

Nguồn: BSC Research

1 Kết quả dự báo không bao gồm lãi /lỗ chênh lệch tỷ giá

2 Kết quả dự báo không bao gồm lãi / lỗ chênh lệch tỷ giá

Ngành Sữa [Khả quan]

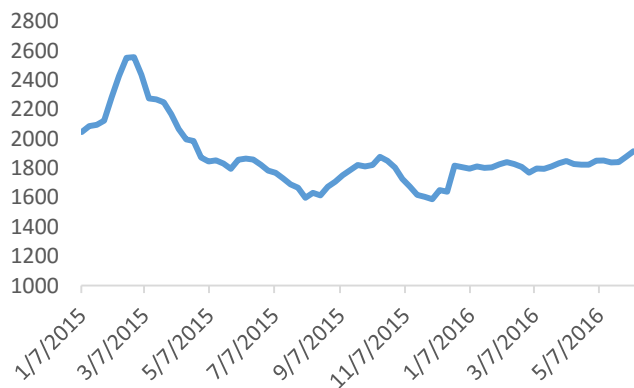
Thực trạng Quý 1/2016

- Sản lượng sữa toàn cầu tăng trưởng chậm lại ở mức 0.23% trong quý II/2016
- Giá sữa nguyên liệu duy trì ở mức thấp với SMP (-13.4% y.o.y) và WMP (-24.5% y.o.y)
- Giá sữa nguyên liệu được IFCN kì vọng phục hồi trong giai đoạn cuối năm 2016
- Khuyến nghị mua VNM, theo dõi VLC, HNM

Sản lượng sữa của các nước sản xuất chính tăng chậm lại ở mức 0.23% trong quý II/2016. Trong đó, sản lượng sữa của EU, khu vực sản xuất sữa lớn nhất thế giới với 21.2% sản lượng sữa toàn cầu, chỉ tăng 1.4% so với 6% của quý I do thời tiết lạnh bất thường. Trong khi đó, sản lượng từ Australia suy giảm -2.5% do thời tiết khô hạn làm giảm nguồn thức ăn của bò. Sản lượng tại New Zealand cũng giảm -2.7% do người nông dân giảm tỷ lệ chăn thả và thức ăn chăn nuôi bổ sung nhằm tiết kiệm chi phí trước bối cảnh giá sữa đang ở mức thấp.

Tuy nhiên, tình trạng dư cung vẫn tiếp diễn, dẫn tới lượng sữa nguyên liệu tồn kho trên thị trường còn rất lớn. Sau khi Liên minh Châu Âu dỡ bỏ quy định về nguồn cung sữa từ ngày 31/03/2015, sản lượng sữa kể từ thời điểm đó đến ngày 31/3/2016 tăng thêm 2.8% y.o.y trong khi nhu cầu cùng kỳ chỉ tăng 1.8-2% dẫn tới lượng sữa tồn kho cao. Để duy trì giá sữa, trong 4 tháng đầu năm 2016, hơn một phần ba lượng bột sữa gầy SMP sản xuất ra, tương đương 239,000 tấn, được Liên minh Châu Âu đưa vào các kho dự trữ trường và dự tính đến cuối tháng 6 trữ lượng này sẽ tăng thêm 58,000 tấn. Tương tự, Mỹ

Giá sữa bột gầy (SMP)

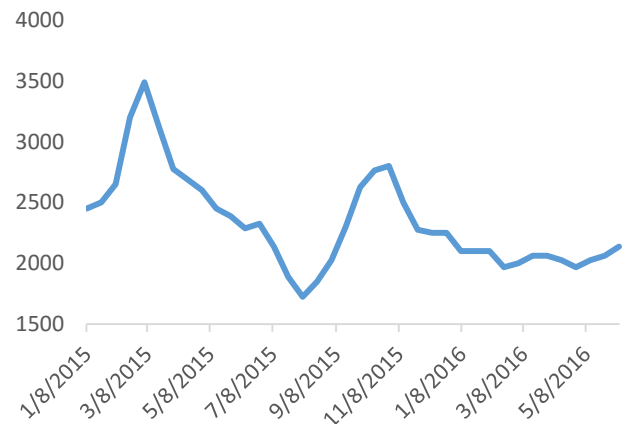


Đơn vị: USD/tấn

cũng tăng lượng dự trữ phô mai thêm 11% y.o.y lên

541,000 tấn, tăng lượng dự trữ bơ thêm khoảng 30% lên 110,000 tấn.

Giá sữa bột nguyên kem (WMP)



Đơn vị: USD/tấn

Nguồn: Bloomberg

Giá sữa nguyên liệu trên thị trường thế giới duy trì ở mức thấp trong quý II/2016. Với tình trạng dư cung kéo dài, giá sữa bột gầy (SMP) trung bình 6 tháng đầu năm 2016 ở mức 1,827.2 USD/tấn, thấp hơn

13.4% so với cùng kỳ năm 2015; giá sữa bột nguyên kem (WMP) trung bình 6 tháng đầu năm 2016 đạt 2050.8 USD/tấn, thấp hơn 24.5% so với mức 2,716.7 USD/tấn của cùng kỳ năm trước.

Kết quả kinh doanh quý I/2016

Quý 1 2016	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST (tỷ đ)	%yoy	KH cổ tức 2016	Chú thích
VNM	10,370	18.23%	2,161	38.53%	Đợt 1: 4,000đ/cp	Lợi nhuận tăng trưởng tốt nhờ tiếp tục hưởng lợi từ giá sữa bột nguyên liệu duy trì ở mức thấp. Kết quả kinh doanh được cải thiện đáng kể nhờ doanh số sữa chua tiếp tục tăng mạnh cùng với việc ra đời hai sản phẩm mới là thức uống dinh dưỡng IZZI Choco oat và IZZI Tiramitsu.
HNH	84.7	97.8%	0.655	(*)	N/A	

(*): quý I năm 2015 lợi nhuận của HNM là -1.5 tỷ đồng

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Giá sữa nguyên liệu được tổ chức Mạng lưới Nông nghiệp Toàn cầu (IFCN) kì vọng sẽ phục hồi nhẹ trong giai đoạn cuối năm 2016. Theo dự báo của IFCN, tiếp tục đà suy giảm của quý II/2016, sản lượng sữa sản xuất trong năm 2016 sẽ chỉ tăng 1.5%, thấp hơn nhiều so với mức tăng 2-3% trong 2 năm trước. Trong khi đó, mức tăng trưởng nhu cầu sữa thế giới trong năm nay được dự báo ở mức 2%. Do đó, thị trường sữa thế giới được kỳ vọng sẽ cân bằng hơn trong giai đoạn cuối năm 2016. Tuy nhiên giá sữa nguyên liệu đã được các doanh nghiệp sữa chốt trước 6 đến 9 tháng nên giá vốn hàng bán sẽ được giữ ổn định. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **Khả quan** với ngành Sữa trong nửa cuối năm 2016.

VNM – Mua – Giá mục tiêu 148,000 đồng/cp – Upside 8.02%

Hiện nay, bộ Tài chính đang xem xét việc dỡ bỏ giá trần áp dụng cho sản phẩm sữa bột trẻ em, dự kiến được thực hiện từ 1/7/2016. Điều này, nếu được thông qua, sẽ mang lại lợi thế lớn cho Vinamilk do sản phẩm sữa bột cho trẻ em của Vinamilk bị áp dụng giá trần thấp hơn nhiều so với của các đối thủ cùng loại. Đồng thời, sản phẩm sữa bột cho trẻ em hiện đóng góp khoảng 20% vào tổng doanh thu của Vinamilk.

Bên cạnh đó, ngày 28/06/2016 vừa qua, Hội đồng Quản trị công ty Vinamilk đã chính thức thông qua việc bỏ trần sở hữu 49% của nhà đầu tư nước ngoài hiện tại. Đây là một thông tin tích cực bởi VNM là một cổ phiếu rất được quan tâm bởi các nhà đầu tư nước ngoài bao gồm một số công ty hoạt động trong ngành sữa như F&N, Abbott và Enfa.

Tại ngày 24/6/2016, cổ phiếu VNM đang được giao dịch với mức giá 137,000đ/cp tương đương với P/E forward là 18.63 và P/B forward là 7.54.

HNM – Theo dõi

Chúng tôi kỳ vọng những sản phẩm sữa chua mới sẽ giúp HNM duy trì mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong nửa cuối 2016. Tuy nhiên, chi phí bán hàng vẫn ở mức cao (chiếm khoảng 21% doanh thu) do doanh nghiệp mới trở lại thị trường và chịu sự cạnh tranh khốc liệt nên cần phải đẩy mạnh hoạt động marketing.

Bên cạnh đó, đại hội cổ đông công ty Hanoimilk ngày 25/06/2016 đã thông qua phương án phát hành 200 tỷ trái phiếu chuyển đổi với kỳ hạn 3 năm và tỷ lệ chuyển đổi dự kiến là 1:10 (1 trái phiếu chuyển đổi thành 10 cổ phiếu). Số trái phiếu dự kiến được phát hành làm hai đợt trong quý III/2016 và quý II/2017. Nguồn vốn mới sẽ bổ sung vốn lưu động và đầu tư dự án mới. Chúng tôi lưu ý rủi ro pha loãng cổ phiếu từ việc phát hành trái phiếu chuyển đổi này.

Tại ngày 24/6/2016, cổ phiếu HNM đang được giao dịch ở mức giá 7,800đ/cp, tương ứng với P/E forward là 45.88 và P/B forward là 0.74.

VLC – Theo dõi

Chúng tôi lưu ý là Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam cũng tham gia vào ngành sữa thông qua công ty con là Công ty Cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu với tỷ lệ sở hữu là 51%. Trong quý I/2016, doanh thu của VLC đạt 623 tỷ đồng, tăng 35.73% y.o.y, lợi nhuận sau thuế đạt 47.3 tỷ đồng, tăng 57.4% y.o.y; trong đó doanh thu từ sữa chiếm khoảng 71% doanh thu của công ty. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi thêm đối với VLC.

Mã CK	DT 2016F (tỷ đồng)	LN 2016F (tỷ đồng)	EPS 2016F	P/E 2016F	P/B 2016F	ROE 2016F	Dividend 2016	Giá đóng cửa 24/06/2016	Giá mục tiêu
VNM	45,016	8,823	7,353	18.63	7.54	41%	Cash div 60%	137,000	148,000
HNM	360	3.4	170	45.88	0.74	1.6%	0	7,800	N/A
VLC	550(*)	51(*)	N/A	N/A	N/A	N/A	Cash div 6.5%	18,000	N/A

(*): Doanh thu và lợi nhuận kế hoạch của công ty mẹ.

Nguồn: BSC Research

Ngành Cáp điện [Khả quan]

- Giá đồng vẫn ở mức thấp, bình quân 6 tháng/2016 đạt 4.725 USD/tấn (-20.7% yoy).
- Giá trị xuất khẩu cáp điện trong 5 tháng đầu năm tăng nhẹ 6% so với cùng kỳ.
- Các doanh nghiệp niêm yết đều có KQKD 2016Q1 khả quan, biên gộp quanh mức 10%/năm.
- Năng lực sản xuất của các doanh nghiệp trong ngành đang được cải thiện.
- Khuyến nghị Mua VKC, theo dõi CAV, TYA

Thực trạng Quý 2/2016

Giá đồng thế giới vẫn ở mức thấp: Tính bình quân, giá đồng thế giới trong 6 tháng đầu năm 2016 đạt 4.697 USD/tấn, giảm 20.7% so với số bình quân của cùng kỳ năm ngoái. Goldman Sachs dự báo giá đồng trung bình năm 2016 sẽ duy trì ở mức thấp 4.725 USD/tấn 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.

Giá trị xuất khẩu cáp điện trong 5 tháng đầu năm tăng nhẹ: Theo Tổng cục thống kê, trong 5 tháng đầu năm 2016, giá trị xuất khẩu dây cáp điện của Việt Nam đạt 358 tỷ đồng, tăng nhẹ 6% so với cùng kỳ năm ngoái. Mức tăng này thấp hơn so với mức tăng 20% yoy của năm 2015, phần nào được giải thích bởi việc giá đồng trên thế giới không còn duy trì được ở mức cao như trong nửa đầu năm 2015.

Ngành Cáp điện vẫn còn tiềm năng để phát triển: Chính phủ tiếp tục yêu cầu đẩy nhanh chương trình điện khí hóa nông thôn, miền núi đảm bảo đến năm 2020 hầu hết số hộ dân nông thôn có điện. Theo quy hoạch lưới điện Việt Nam đến năm 2025, hạng mục đường dây 500kV và 200 kV giai đoạn 2016 – 2020 lần lượt tăng 18.4% và giảm 50% so với giai đoạn 2011 – 2015. Vốn đầu tư cho ngành điện giai đoạn 2021-2030 đạt 1429.3 tỷ đồng, tăng 53.7% so với giai đoạn 2011 – 2020.

Quy hoạch lưới điện Việt Nam tới 2025

Hạng mục	Đơn vị	2011-2015	2016-2020	2021-2025
Đường dây 500kV	Km	3.833	4.539	2.234
Đường dây 220 kV	Km	10.637	5.305	5.552

Nguồn: Quy hoạch điện 7, BSC Research

Các doanh nghiệp đã và đang nâng cao công suất của nhà máy: Cụ thể, CAV đã khởi động dự án “Nhà máy sản xuất dây cáp điện - Giai đoạn 2: Đầu tư xây dựng mới nhà xưởng và bổ sung thiết bị sản xuất dây cáp điện” tại KCN Tân Phú Trung, dự kiến đi vào hoạt động từ đầu năm sau. VKC cũng chính thức đưa nhà máy cáp quang vào hoạt động trong Quý 1 2016, nâng công suất thiết kế của dây viễn thông lên 50% trong bối cảnh các nhà máy đã hoạt động hết công suất vào năm ngoái.

	CAV	VKC
Dự án mới	Nhà máy sản xuất dây cáp điện – GD2 tại KCN Tân Phú Trung	Nhập 10 dây chuyền sản xuất cáp quang
Công suất tăng thêm	N/A	900km/tháng
Thời điểm bắt đầu hoạt động	Quý 1/2017	Nửa cuối năm 2016

Nguồn: BSC Research

KQKD 2016Q1 của các doanh nghiệp niêm yết rất khả quan: Các doanh nghiệp trong ngành đều có mức tăng lợi nhuận rất mạnh so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do (1) giá nguyên liệu đồng giảm và (2) sản lượng tiêu thụ trong nước tăng lên nhờ chiến dịch “quang hóa” của các nhà mạng viễn thông trong nước cũng như nhu cầu mở rộng mạng lưới của ngành điện. Biên lợi nhuận gộp của ngành dao động quanh mức 10%/năm.

Mã	DT 2015Q1 (tỷ)	LN 2015 Q1 (tỷ)	DT 2016Q1 (tỷ)	LN 2016Q1 (tỷ)	% Tăng (giảm) DT	% Tăng (giảm) LN	Biên lợi nhuận gộp
CAV	1212	31.7	1236	48.6	2%	53%	10%
VKC	235	4.5	300	10	28%	120%	8%
TYA	281	10.4	293	19.9	4%	91%	11%
VTH	112	2.3	40	1.8	-64%	-22%	8.5%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** khi triển vọng tiêu thụ sản phẩm của ngành khá ổn định do các khách hàng trong nước chủ yếu là Điện lực, VNPT và các nhà thầu xây lắp dân dụng. Đồng thời, thị trường xuất khẩu cũng đang được các doanh nghiệp trong ngành khai thác, đặc biệt là các thị trường đông dân và cơ sở hạ tầng còn nhiều tiềm năng phát triển như Philippines hay Myanmar.

VKC – Khuyến nghị Mua

Doanh thu của công ty chủ yếu đến từ hai mảng là mảng cáp viễn thông và mảng phân phối lốp xe. Cụ thể, với mảng cáp viễn thông, VKC hiện là nhà sản xuất chiếm thị phần chi phối tại Việt Nam, chiếm khoảng 55% tổng nhu cầu của hai khách hàng lớn là FPT và VNPT. Mảng cáp viễn thông được kỳ vọng tăng nhanh nhờ đẩy mạnh kế hoạch quang hóa. Theo kế hoạch, tăng trưởng cáp quang tại Việt Nam được kỳ vọng đạt 30% vào năm 2016 và đạt 50% vào năm 2017. Biên lợi nhuận trước thuế mảng cáp quang cao, đạt khoảng 30%. Với mảng phân phối lốp xe, VKC đang phân phối độc quyền sẫm lốp cho Chengsin, tiêu thụ chủ yếu tại phía Nam. Mảng này được kỳ vọng tăng 5% trong năm 2016. Cho năm 2016, công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 1.210,35 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 44,34 tỷ đồng, tương đương EPS pha loãng là 1.995 đồng/cp, P/E fw đạt 8,9.

CAV – Khuyến nghị theo dõi

CAV là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành dây cáp điện tại Việt Nam với thương hiệu Cadivi được nhiều người tiêu dùng biết đến và thị phần dây điện dân dụng trên 30%, khách hàng chủ yếu là công ty Điện Lực, nhà thầu xây lắp điện dân dụng, công nghiệp. Cho năm 2016, chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện về biên lợi nhuận của CAV đến từ (1) giá đồng tiếp tục được dự báo duy trì ở mức thấp như đã nêu trên, và (2) cổ đông lớn là GEX đã trở thành công ty tư nhân (Bộ Công Thương đã thoái vốn toàn bộ) thì yêu cầu đối với CAV về kết quả kinh doanh sẽ thách thức hơn. CAV đặt kế hoạch doanh thu 6,000 tỷ đồng (+5.9% yoy), LNST 195 tỷ đồng (+14.7% yoy), sản lượng dự kiến tăng 10% cho cả năm 2016 với giả định giá đồng trung bình đạt 6000 USD/tấn – cao hơn so với dự báo của Goldman Sachs.

TYA – Khuyến nghị theo dõi

TYA là công ty con của tập đoàn dây cáp điện TAYA Đài Loan. Sản phẩm chính của doanh nghiệp là các loại dây cáp điện chống cháy, chịu nhiệt; dây cáp điện hạ thế từ 600V đến 1000V và dây cáp điện trung áp từ 1KV đến 35KV. Vị thế trong ngành của TYA khiêm tốn khi chỉ chiếm 15% - 17% thị phần dây cáp điện trong nước. Thị trường nội địa đóng góp 80% doanh thu cho công ty. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của TYA được cải thiện khi công ty cũng đang hưởng những lợi thế chung của ngành như (1) giá nguyên liệu đầu vào ở mức thấp và (2) nhu cầu của khách hàng ổn định, mạng lưới phân phối rộng. Ngoài ra, TYA cũng giảm thiểu được rủi ro thiếu hụt nguồn cung cấp NVL đầu vào khi được Công ty mẹ đứng ra nhập khẩu giúp đồng tầm với khối lượng lớn. Cho năm 2016, công ty đặt kế hoạch doanh thu đạt 1.433 tỷ đồng (+1.7% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 54 tỷ đồng (-13.3% yoy).

Mã CK	DT 2016E	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	Dividend 2015	Giá tại ngày 24/06/2016	Link báo cáo
CAV	6000	216	7500	12.13	4.6	30% tiền	91,000	Link
VKC	1210	44.34	1995	8.52	1.23	10% tiền	17,000	Link
TYA (*)	1433	54	1936	9.7	1.3	10% cổ phiếu		

Nguồn: BSC Research

Ngành Phân bón [Trung lập]

Thực trạng Quý 1/2016

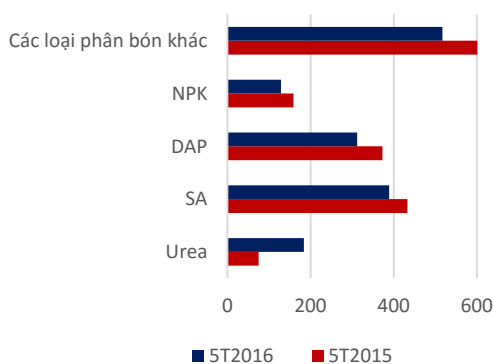
- Sản lượng sản xuất giảm 9-10% và sản lượng nhập khẩu giảm 10%
- Nhu cầu tiêu thụ và giá bán giảm 13-20% do ảnh hưởng của El Nino
- Nguyên liệu đầu vào ở mức thấp nhưng được dự báo sẽ tăng nhẹ trong 6 tháng cuối năm
- Kết quả kinh doanh kém khả quan trong 6 tháng đầu năm
- La Nina có thể xuất hiện giúp ngành phân bón phục hồi
- Khuyến nghị Mua BFC, theo dõi DPM, LAS

Sản lượng sản xuất giảm sút: tính chung 5 tháng đầu năm 2016, sản lượng sản xuất phân bón ure đạt 856 nghìn tấn, giảm 8.5% so với cùng kỳ 2015. Tương tự, sản lượng sản xuất phân bón NPK cũng giảm 10.7%. Nguyên nhân chủ yếu là các nhà máy phân bón tại miền Bắc như đạm Hà Bắc và đạm Ninh Bình tạm dừng hoạt động trong 6 tháng đầu năm khiến sản lượng sản xuất suy giảm.

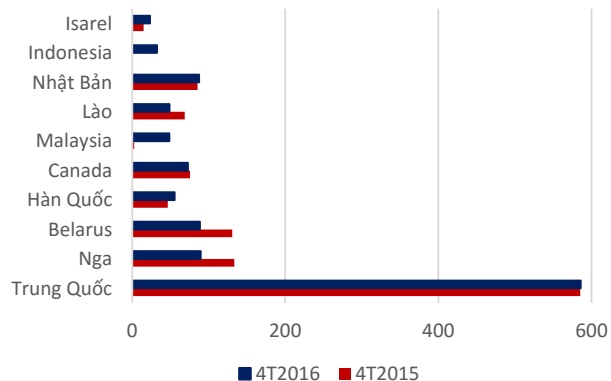
Nhu cầu tiêu thụ giảm do ảnh hưởng của El Nino: tính chung 4 tháng đầu năm 2016. Chỉ số tiêu thụ ngành hóa chất và sản phẩm hóa chất giảm 2.3% trong đó chủ yếu là các sản phẩm phân bón. El Nino khiến hạn hán và nhiễm mặn diễn ra ở các tỉnh miền Trung và Nam Bộ dẫn đến nhu cầu tiêu thụ phân bón giảm sút. Do đó, chỉ số hàng tồn kho của ngành hóa chất và các sản phẩm hóa chất cũng tăng 12.6%.

Sản lượng nhập khẩu phân bón giảm: trong 5 tháng đầu năm 2016, khối lượng nhập khẩu phân bón các loại giảm 9.8% về khối lượng và 18.9% về giá trị so với cùng kỳ 2015, đạt 1.48 triệu tấn với giá trị 425 triệu USD. Trong khi sản lượng nhập khẩu các loại phân bón khác đều giảm từ 10-19% thì sản lượng nhập khẩu ure lại tăng 1.4 lần. Nguyên nhân là do nhà máy đạm công suất 1.5 triệu tấn/năm của Indonesia mới khánh thành với giá thành sản phẩm rẻ hơn đạm trong nước khoảng 500 đồng/kg nên lượng đạm nhập khẩu từ Indonesia tăng đến

Nhập khẩu các loại phân bón trong 5 tháng đầu năm (tấn)

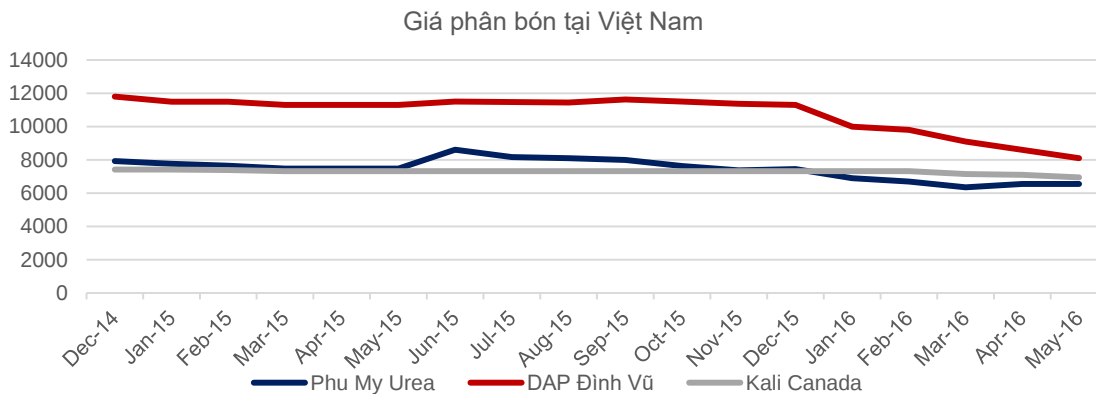


Sản lượng nhập khẩu phân bón các loại theo quốc gia (nghìn tấn)



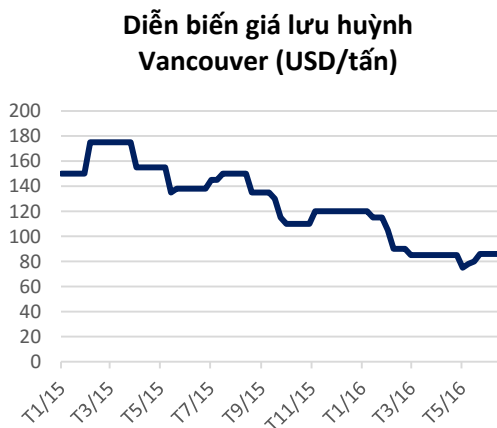
Nguồn: Tổng cục Hải Quan

Giá phân bón giảm mạnh : trong 5 tháng đầu năm 2016, nhu cầu tiêu thụ giảm do El Nino kéo theo giá phân bón liên tục suy giảm. Đồng thời, giá khí ở mức thấp khiến theo giá phân bón giảm trong 5 tháng đầu năm 2016. Tính từ đầu năm đến hết tháng 5/2016, giá phân bón ure giảm khoảng 12%, giá DAP và Kali cũng giảm lần lượt 28% và 5%. So với cùng kỳ 2015, giá trung bình trong 5 tháng đầu năm giảm khoảng 13% đối với ure, 20% đối với DAP và 3% đối với Kali. Hơn nữa, thời điểm cuối quý 2 là thời điểm bắt đầu của vụ hè thu- vụ mùa lớn nhất trong năm nhưng giá phân bón chưa có dấu hiệu hồi phục.

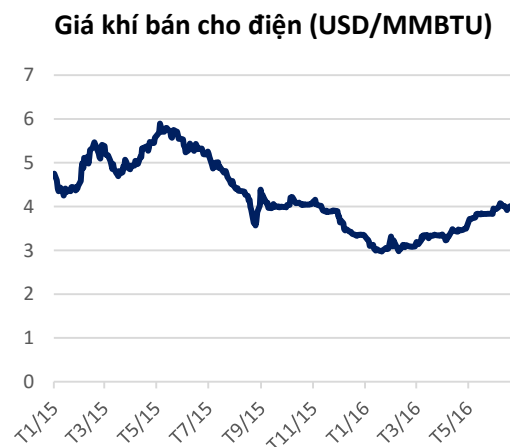


Nguồn: Vinacam, BSC Research

Nguyên liệu đầu vào ở mức thấp: trung bình 6 tháng đầu năm 2016, giá khí đầu vào cho các đơn vị sản xuất phân ure thấp hơn 35% so với cùng kỳ 2015. Tương tự, giá lưu huỳnh thấp hơn 41% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trong nửa đầu năm 2016, trong khi giá lưu huỳnh có xu hướng giảm mạnh, khoảng 28% thì giá khí lại có xu hướng tăng theo giá dầu, khoảng 23%. Đối với nửa cuối năm 2016, giá dầu được dự báo ở mức khả quan hơn 6 tháng đầu năm. Như vậy, giá khí và giá lưu huỳnh-là sản phẩm của lọc hóa dầu sẽ tăng lên trong 6 tháng cuối năm.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: BSC Research

Kết quả kinh doanh kém khả quan: trái với kỳ vọng của chúng tôi, mặc dù giá nguyên vật liệu đầu vào ở mức thấp nhưng El Nino kéo dài khiến nhu cầu và giá phân bón giảm mạnh và chưa có dấu hiệu phục hồi trong 6 tháng đầu năm 2016, dẫn đến kết quả kinh doanh của đa số các công ty phân bón đều giảm sút. Tuy nhiên, vẫn có một số công ty ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan như BFC và DGL nhờ việc mở rộng công suất, tăng sản lượng tiêu thụ trong khi giá nguyên liệu đầu vào giảm. Đối với DGL lợi nhuận tăng trưởng do doanh thu tài chính tăng lên trong khi chi phí bán hàng và chi phí tài chính được tiết giảm.

Sản phẩm chính		Doanh thu 1Q2016	%y.o.y	LNST 1Q2016	%y.o.y
DPM	Ure	1,992	-14%	413	-15%
QBS	Thương mại	1,423	89%	25	33%
BFC	NPK	992	-8%	44	25%
DCM	Ure	930	-15%	117	-41%
LAS	NPK, phân lân	908	-32%	31	-60%
DGL	Phân lân	518	-8%	62	18%
PCE	Thương mại	511	-6%	5	-9%
PSE	Thương mại	492	-14%	4	-10%
PSW	Thương mại	482	-15%	4	-23%
PMB	Thương mại	456	-3%	10	-17%
SFG	NPK	431	-9%	18	-41%
VAF	Phân lân	397	-2%	20	-9%
NFC	Phân lân	157	10%	6	-30%
PCN	Thương mại	66	83%	0	-93%

Nguồn: BSC Research

La Nina nhiều khả năng diễn ra³ giúp các doanh nghiệp phân bón hồi phục: La Nina thường gây lũ lụt, ngập úng làm chết cây trồng của người dân ở miền Trung làm giảm nhu cầu tiêu thụ phân bón. Trong khi đó ở miền Nam và miền Bắc- 2 khu vực cạnh tác chính của Việt Nam, mưa nhiều khiến phân bón dễ bị rửa trôi nên nhu cầu tiêu thụ phân bón có thể tăng lên.

Quan điểm đầu tư:

Chúng tôi hạ đánh giá triển vọng của ngành Phân bón trong 6 tháng cuối năm 2016 từ Khả Quan xuống **“TRUNG LẬP”**. Chúng tôi cho rằng mặt bằng giá phân bón sẽ giữ ổn định trong 6 tháng cuối năm do áp lực cạnh tranh với nguồn phân bón giá rẻ từ Belarus và Indonesia trong khi giá nguyên liệu được dự báo sẽ tăng lên trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, trong trường hợp La Nina xuất hiện vào cuối năm 2016, sản lượng tiêu thụ phân bón được kỳ vọng tăng mạnh.

³ Tham khảo triển vọng ngành điện

DPM- THEO DÕI- Giá mục tiêu 30,100 đồng/cổ phiếu (+ 9%)

Trong 6 tháng đầu năm 2016, DPM dự kiến tiêu thụ khoảng 452 nghìn tấn phân bón ure phú Mỹ, hoàn thành 55% kế hoạch năm. Công ty ước tính cả năm 2016 sẽ tiêu thụ được khoảng 860 nghìn tấn ure Phú Mỹ, tăng 3% so với 2015. Việc nhà máy đạm Ninh Bình tạm dừng hoạt động trong cả 6 tháng đầu năm và đạm Hà Bắc tạm dừng 2 tuần giúp cho DPM đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ. Tuy nhiên, công ty ước tính giá bán ure trung bình năm 2016 ở khoảng 6,500 đồng/kg, thấp hơn 12% so với năm 2015. Đối với mảng hóa chất, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng khoảng 30% nhờ sản lượng tiêu thụ UFC85 và NH3 tăng mạnh.

Chúng tôi dự báo giá dầu năm 2016 sẽ ở mức trung bình khoảng 43 USD/thùng, tương ứng với giá khí đầu vào của DPM ở mức 3.83 USD/mmbtu, giảm 9.3% so với năm 2015.

Căn cứ trên việc thay đổi dự báo về sản lượng tiêu thụ, giá bán và giá khí đầu vào, chúng tôi điều chỉnh dự báo kết quả kinh doanh của DPM. Chúng tôi ước tính năm 2016, DPM sẽ đạt 9,420 tỷ đồng doanh thu thuần và 1,506 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với EPS 2016= 3,310 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi lưu ý trong năm 2016 DPM sẽ không phát sinh khoản thanh toán nợ bảo lãnh cho PVTEX khoảng 102 tỷ như năm 2015. Từ năm 2017-2029 công ty sẽ tiếp tục phải thanh toán nợ bảo lãnh cho PVEX mỗi năm khoảng 100 tỷ trong trường hợp PVTEX không có khả năng trả nợ.

BFC- MUA- Giá mục tiêu 38,600 đồng/cổ phiếu (+ 18%)

Nhà máy NPK Bình Điền- Ninh Bình có công suất 200 nghìn tấn/năm đi vào hoạt động từ tháng 10/2015 đã giúp sản lượng tiêu thụ của BFC tăng mạnh tại khu vực phía Bắc. Hiện BFC là đơn vị sản xuất phân bón NPK lớn nhất tại Việt Nam. Đồng thời, nguyên liệu đầu vào sản xuất NPK là phân ure, phân lân và kali đã giảm mạnh hơn giá bán NPK giúp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp được cải thiện thêm 1.2% trong quý I/2016, lên 12.7%. Chúng tôi kỳ vọng BFC tiếp tục giữ được mức tăng trưởng sản lượng tốt trong 6 tháng cuối năm nhờ vào vụ mùa và La Nina có thể xuất hiện trong khi giá nguyên liệu đầu vào là các loại phân bón được dự báo vẫn ở mức thấp. . BFC được dự báo sẽ đạt 7,537 tỷ đồng doanh thu và 258 tỷ đồng LNST năm 2016, tương đương EPS 2016= 5,155 đồng/cổ phiếu.

LAS- THEO DÕI- Giá mục tiêu 29,600 đồng/cổ phiếu (-1%)

Ảnh hưởng của El Nino kết hợp với việc nhà máy DAP Lào Cai và NPK Bình Điền- Ninh Bình đi vào hoạt động khiến sản lượng tiêu thụ của LAS giảm khoảng 10% trong quý I/2016 và giá bán giảm khoảng 5%. Xu hướng này dự kiến sẽ tiếp tục diễn ra trong các tháng cuối năm. Hơn nữa, giá lưu huỳnh sau khi giảm mạnh trong những tháng đầu năm, được dự báo tăng trở lại theo xu hướng của giá dầu. Chúng tôi dự báo năm 2016,

LAS sẽ ghi nhận 4,189 tỷ đồng doanh thu (-10%y.o.y) và 255 tỷ đồng LNST (-17%y.o.y), tương đương EPS 2016=3,536 đồng/cổ phiếu.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 23/6/2016	Giá mục tiêu
DPM	9,420	1,506	3,310	8.37	1.34	19%	40% tiền	27,700	30,100
LAS	4,189	255	3,536	7.63	1.58	28%	55% tiền	27,000	26,600
BFC	7,537	258	5,155	6.45	1.69	24%	28% tiền	32700	38,600

Nguồn: BSC Research

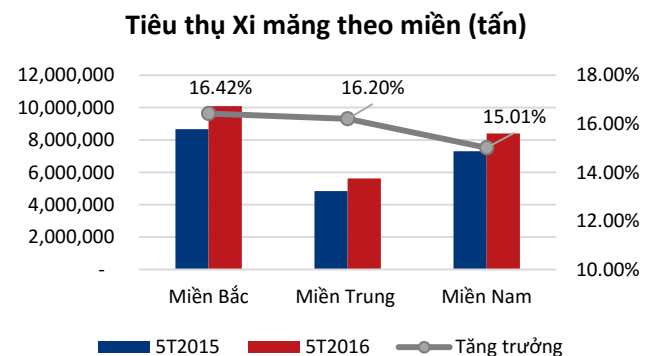
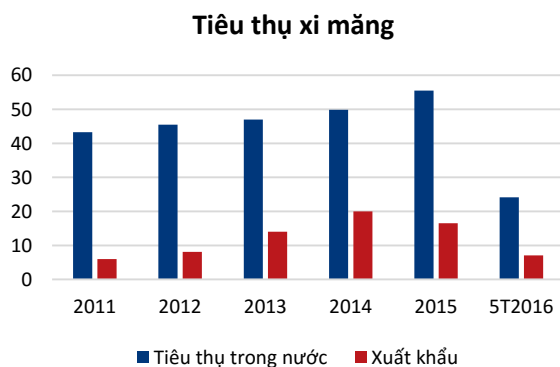
Ngành Xi măng [Trung lập]

- Sản lượng xi măng tiêu thụ nội địa tăng 15%yoy; tiêu thụ xi măng tại khu vực miền Bắc tăng 16,42%yoy
- Tiêu thụ nội địa tăng trưởng tốt nhờ các dự án BĐS và xây dựng hạ tầng tiếp tục đẩy mạnh
- Khả năng có lãi chênh lệch tỷ giá trong Q2/2016
- Khuyến nghị Mua HT1, BCC, theo dõi BTS

Thực trạng Quý 2/2016 – Diễn biến tích cực

Lực cầu nội địa vẫn là động lực chính cho tăng trưởng toàn ngành, trong đó tăng trưởng của cả 3 miền đều lớn hơn 15%. Theo báo cáo của HH Xi măng, tổng sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa 5T2016 đạt 24,13 triệu tấn (+15%yoy), sản lượng xuất khẩu đạt 7,05 triệu tấn, chỉ bằng 98% so với cùng kỳ 2015. Trong 5T2016, tiêu thụ tại miền Bắc có sức bật tăng cao nhất, lượng tiêu thụ đạt 10,1 triệu tấn, tăng 16,42%yoy vượt qua mức tăng trưởng của miền Nam (đạt 15,01%yoy trong 5T2016). Tăng trưởng chủ yếu đến từ tháng 3 với sản lượng 2,55 triệu tấn (+48,95%yoy), đây là mức tăng tương đối cao so với mức tăng trung bình 3,9% của miền Bắc trong năm 2015.

BSC cho rằng động lực tăng trưởng của tiêu thụ xi măng đến từ các dự án BĐS và xây dựng hạ tầng. Bên cạnh giá trị xây dựng tăng 10,1%yoy trong Q1/2016 (đạt 164 nghìn tỷ đồng tính theo giá so sánh 2010); nhu cầu đầu tư hạ tầng sẽ tiếp tục tăng khi vốn đầu tư nước ngoài đã giải ngân trong 5T2015 đạt 5,8 tỷ USD (+17,2%yoy), về thu hút vốn đầu tư trong 5T2016, Hà Nội dẫn đầu với 1,96 tỷ USD, đứng thứ 2 là Hải Phòng (1,7 tỷ USD) và thứ ba là Đồng Nai (922 triệu USD).



Nguồn: BSC tổng hợp, HHXM

Khả năng không lỗ tỷ giá trong Q2/2016. Theo tỷ giá bán của VCB, tỷ giá VND/EUR biến động tương đối trong kỳ do ảnh hưởng thông tin từ châu Âu, tỷ giá tại ngày 30/06/2016 là 24.880 đồng, giảm 2,14% so với tỷ giá tại ngày 31/03/2016. Với dư nợ tạm ước tại 30/06/2016 của HT1, BCC và BTS lần lượt là 60 triệu EUR, 28,61 triệu EUR và 30,34 triệu EUR, lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện tạm tính lần lượt khoảng 32,72 tỷ đồng, 15,6 tỷ đồng và 16,54 tỷ đồng.

Mã	DTTQ1 2016 (tỷ đồng)	DTT Q1 2015 (tỷ đồng)	%yoy	EBITDA Q1 2016 (tỷ đồng)	EBITDA Q1 2015 (tỷ đồng)	%yoy
HT1	1,743.67	1,599.81	8.99%	441.46	398.61	10.75%
BCC	1,076.32	893.11	20.51%	140.42	162.57	-13.62%
BTS	736.81	657.30	12.10%	138.38	134.13	3.17%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp

Quan điểm đầu tư – Trung lập

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 tiêu thụ xi măng tại miền Bắc tương đối tốt trong 5T2016 (+16,42%yoy), vượt mức tăng trưởng của miền Nam. Do đó, chúng tôi cho rằng KQKD cốt lõi trong Q2 của nhóm doanh nghiệp xi măng sẽ cải thiện tương đối tốt so với cùng kỳ 2015. Về KQKD Q3, BSC cho rằng hoạt động cốt lõi sẽ kém hơn so với Quý 2 do ảnh hưởng tâm lý tháng Ngâu, bên cạnh đó những biến động chính trị tại châu Âu cũng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến diễn biến tỷ giá.

HT1 – Mua – Giá mục tiêu 37.404 đồng/cp

Chúng tôi ước tính LNST 2016 đạt khoảng 785 tỷ đồng, tạm loại bỏ quỹ khen thưởng phúc lợi khoảng 20%, EPS 2016 core = 1.975 đồng (số lượng cổ phiếu 317.952.000)

KQKD Q2 khả quan: Sản lượng tiêu thụ 5T2016 ước đạt 2.55 triệu tấn xi măng (+17%yoy), do tỷ trọng tiêu thụ xi măng rời tăng nên làm giảm biên lợi nhuận, ước tính LNTT hoạt động cốt lõi trong Q2/2016 đạt 298,64 tỷ đồng (+7%yoy). Về dư nợ ngoại tệ, ước tính tại 30/06 HT1 còn khoảng 60 triệu EUR và 24 triệu USD. Ngoài ra, HT1 cũng góp vốn thành lập CTCP đầu tư phát triển BĐS Trường Thọ để thực hiện dự án tại trạm nghiên Thủ Đức (diện tích 11,7 ha), HT1 nắm 45,9% vốn điều lệ.

BCC – Mua – Giá mục tiêu 19.300 đồng/cp

Ước LNST core 2016 đạt 244 tỷ đồng, EPS 2016 = 2.038 đồng (số lượng cổ phiếu là 95.661.397)

Ước tính KQKD Q2/2016: Sản lượng tiêu thụ xi măng 5T2016 đạt khoảng 1,77 triệu tấn (+22%yoy). LNTT hoạt động cốt lõi công ty mẹ đạt 98 tỷ đồng trong tháng 4 và tháng 5. Ước LNTT Q2 của công ty mẹ (chưa

tính tỷ giá và trích lập dự phòng) đạt khoảng 118 tỷ đồng (+20,4%yoy). Tuy nhiên, công ty con gặp một số vấn đề khách quan nên phải ngừng hoạt động từ tháng 5/2016, ước lỗ khoảng 20 tỷ đồng trong Q2/2016.

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 đang làm mặt bằng và đấu thầu thiết bị.

BTS – Nắm giữ – Giá mục tiêu 10.500 đồng/cp

Ước tính LNST 2016 core đạt khoảng 120 tỷ đồng, EPS = 1.100 đồng/cp (từ năm 2016, toàn bộ LNTT của BTS sẽ phải chịu thuế TNDN 20% do BCTC hết lỗ lũy kế).

Cập nhật KQKD Q2/2016: Sản lượng tiêu thụ xi măng trong 5T2016 đạt khoảng 1,43 triệu tấn (+42%yoy). LNTT hoạt động cốt lõi 6T đạt trên 90 tỷ đồng (6T2015 là 94,15 tỷ đồng, KQKD Q3 và Q4/2015 kém khả quan).

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 24/06/16	Giá mục tiêu	Link báo cáo
HT1	8,229	785	1,975	14.78	1.78	15.06%	N/A	30,700	37,404	link
BCC	4,147	244	2,038	7.61	0.78	12.50%	10% cp	15,500	19,300	link
BTS	3,038	120	1,100	8.00	0.72	8.85%	5%	8,800	10,500	link

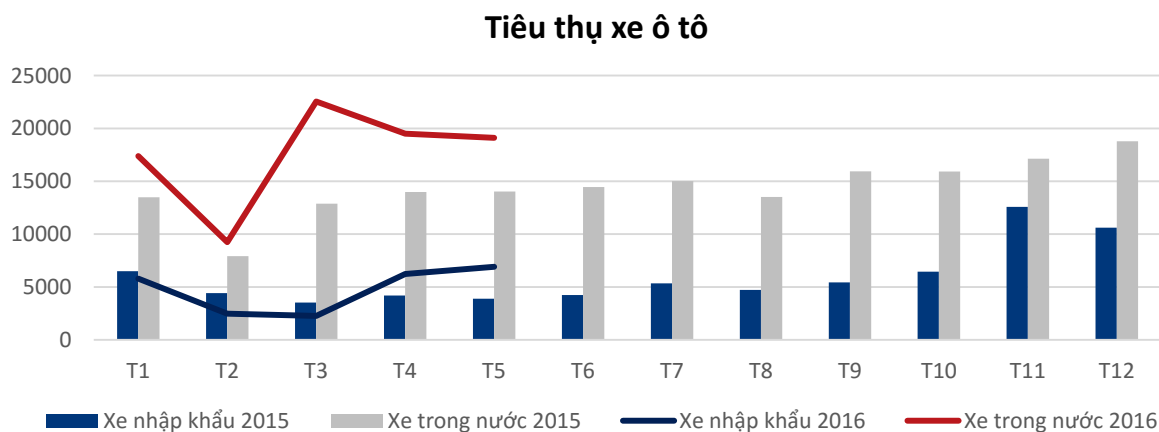
Nguồn: BSC dự báo

Ngành Ô tô [Trung lập]

- Sản lượng ô tô tiêu thụ tăng 31% yoy trong 5 tháng đầu năm 2016, đặc biệt là xe nhập khẩu
- KQKD có sự phân hóa rõ rệt giữa các doanh nghiệp, khả quan với HAX, SVC và HTL
- Xu hướng ô tô nhập khẩu dự kiến chững lại dưới tác động của thuế tiêu thụ đặc biệt mới
- Khuyến nghị mua SVC, TMT, theo dõi HTL

Thực trạng Quý 2/2016

Sức tiêu thụ ô tô tăng tốt tháng 4 và tháng 5, đặc biệt là xe nhập khẩu. Theo thống kê của hiệp hội sản xuất ô tô Việt Nam, trong 5 tháng đầu năm 2016, Việt Nam tiêu thụ 85,238 xe, tương đương với mức tăng tốt 31% yoy, mặc dù vẫn thấp hơn so với mức 59% của cùng kỳ năm ngoái. Xét theo chủng loại xe, xe du lịch tăng trưởng 22.2%, trong khi xe thương mại có mức tăng tốt 38.8% yoy. Riêng trong tháng 4 và tháng 5, xe nhập khẩu tăng mạnh 62.4%, do nhu cầu mua xe nhập khẩu tăng lên trước khi thuế tiêu thụ đặc biệt mới có hiệu lực.



Nguồn: VAMA, BSC Research

Trong tháng 4/2016, chính sách thuế tiêu thụ đặc biệt được thông qua, tác động chủ yếu đến các dòng xe có dung tích vừa và lớn, với mức tăng thuế trong khoảng 5% cho xe 2-3L và khoảng 30 – 90% đối với các dòng xe sang. Mức tăng đáng kể của thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ làm giá xe sang tăng lên khoảng 15 -20% đối với xe có dung tích 3 -4L và mức tăng lên tới 50-60% đối với các dòng xe trên 5L xi lanh. Với mức chênh lệch đáng kể trong giá bán, xu hướng tiêu thụ ô tô nhập khẩu tăng cao trong quý 2, trước khi chính sách thuế mới có hiệu lực vào ngày 1/7/2016.

Xu hướng tiêu thụ xe nhập khẩu có sự thay đổi rõ rệt trong các tháng đầu năm 2016, dịch chuyển từ xe Trung Quốc sang xe Thái Lan. Trong khi lượng xe ô tô nhập khẩu từ Trung Quốc giảm mạnh (-52% yoy), thì xe ô tô nhập khẩu từ Thái Lan tăng 48%, trở thành thị trường nhập khẩu ô tô lớn nhất của Việt Nam chiếm 35% tổng lượng xe nhập khẩu. Theo hiệp định thương mại tự do Asean, thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc

từ các quốc gia Asean giảm từ 50% xuống còn 40%, là lý do chính cho sức tăng mạnh trong xe Thái Lan nhập khẩu. Ngược lại, những vấn đề về chất lượng đã khiến xe tải Trung Quốc không còn được ưa chuộng ở thị trường Việt Nam.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ô tô có sự phân hóa rõ rệt trong quý 1. HHS và TMT ghi mức sụt giảm lợi nhuận so với cùng kỳ, do vấn đề quản lý hàng tồn kho và vốn lưu động. Ngược HTL, HAX và SVC có mức tăng trưởng khả quan.

Quý 1/2016	DT	% yoy	LNST	% yoy	Ghi chú
SVC	2,733	+47.0%	163.3	+32.5%	Doanh thu bán xe ô tô tăng tốt 48.9%, nhưng lợi nhuận gộp cho mảng này chỉ tăng nhẹ 4%. Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ hoạt động bán bất động sản
HAX	446.9	+37.8%	22.6	+688%	Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ thu nhập từ thưởng đạt chỉ tiêu doanh số, ở mức 21.2 tỷ đồng.
TMT	744.7	-4.7%	17.6	-57.5%	Quý 1 chủ yếu tập trung vào việc xử lý lượng hàng tồn kho cao và chịu áp lực từ lãi vay do công ty thực hiện thanh toán trả ngay để tránh rủi ro tỷ giá
HTL	374.9	+54.4%	26.7	116.6%	Kế hoạch lợi nhuận 2016 giảm 51%, do công ty e ngại việc hàng tồn kho ở mức cao sẽ điều chỉnh giá bán thị trường đi xuống gây ảnh hưởng lên biên gộp của doanh nghiệp,
HHS	493.6	-16.9%	54	-71.8%	

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành ô tô trong quý 3/2016. Những chính sách về thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế nhập khẩu cho xe tải hay cách tính thuế nhập khẩu đã hỗ trợ đáng kể sức tiêu thụ của dòng xe sản xuất trong nước trong nửa đầu năm. Do đó, kết quả kinh doanh quý 2 của các doanh nghiệp khả quan. Trong quý 3, sản lượng xe cao cấp dự kiến chững lại, khi thuế tiêu thụ đặc biệt mới có hiệu lực. Mặt khác, thị trường xe tải được hỗ trợ bởi nhu cầu thay thế xe đã quá hạn sử dụng và sự đi lên của thị trường địa ốc. Cổ phiếu ngành ô tô hiện tại đang giao dịch ở mức P/E trung bình = 6.6x, và P/B trung bình là 2.0x. Cập nhật các cổ phiếu khuyến nghị :

SVC – Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 52,000 (upside 13.7%)

BSC cho rằng SVC sẽ hưởng lợi trực tiếp từ tốc độ tăng trưởng cao của thị trường tiêu thụ ô tô trong quý 2/2016, do vậy sẽ duy trì sức tăng trưởng doanh thu cao trong quý 2. Tuy vậy, xu hướng biên lợi nhuận co hẹp trong quý 1 dự kiến sẽ tiếp diễn làm tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động bán ô tô là không đáng kể. Động lực tăng trưởng trong 2016 của Savico đến từ (1) 7 đại lý bán hàng được mở rộng trong 2015, và (2)

chú trọng nâng cao doanh thu từ dịch vụ (sửa chữa, linh kiện). Cổ phiếu Savico tại 24/6/2016 đang giao dịch tại mức giá 45,700, tương ứng với P/E forward 12x và P/B forward 1.0x, tương đối cao so với mức trung bình ngành. Tuy nhiên, BSC đánh giá cao thể mạnh của SVC về hệ thống phân phối và việc sở hữu bất động sản ở vị trí trung tâm sẽ giúp Savico thu hút các nhà đầu tư nước ngoài muốn mở rộng hơn vào thị trường Việt Nam.

TMT – Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 52,500VND (upside 31.3%)

TMT có kế hoạch ngắn và trung hạn rõ ràng bao gồm **(1)** hợp đồng độc quyền lắp ráp xe tải Sinotruk, với dây chuyền 8000 – 10,000 xe đã hoàn thành trong tháng 2/2016 và **(2)** Định hướng mở rộng vào thị trường miền Nam. Công ty hợp tác với Sinotruk trong mảng xe tải hạng trung và hạng nặng, vốn chủ yếu đang được nhập khẩu. Định hướng đúng đắn trong việc phát triển sang thị trường miền Nam, vốn là thế mạnh của đối thủ THACO, là điều kiện cần để doanh nghiệp tăng thị phần và duy trì mức tăng trưởng tốt. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý xu hướng tiêu thụ không ưa chuộng ô tô tải Trung Quốc có thể gây khó khăn cho hoạt động bán hàng của TMT. Tại 24/6/2016, cổ phiếu TMT đang giao dịch ở mức 41,700, tương đương với P/E forward = 5.1x, thấp hơn mức P/E trung bình hiện tại của ngành = 6.6x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với cổ phiếu TMT với mức giá mục tiêu 52,500 VND/cp

HTL – Theo dõi

HTL là đại lý lớn nhất ở Việt Nam của dòng xe tải cao cấp Hino của Nhật, hãng xe chiếm thị phần xấp xỉ 5% cho thị trường xe tải Việt Nam. HTL có lợi thế về chất lượng của xe tải Hino, cùng với xu hướng dịch chuyển sang các sản phẩm xe tải cao cấp hơn ở thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, nhà máy đóng thùng dự kiến hoàn thành cuối 2016 sẽ cung cấp thêm tối đa 3000 thùng xe/năm. Tốc độ tăng tốt của sản lượng tiêu thụ xe tải sẽ giúp HTL gia tăng doanh số bán thùng xe, là mảng hoạt động có mức biên lợi nhuận cao sẽ giúp nâng cao biên lợi nhuận của HTL. Tại ngày 24/6/2016, cổ phiếu HTL đang được giao dịch ở mức giá 98,000 VND/cp, tương ứng với P/E trailing là 6x và P/B trailing là 3.7x.

Ngành	Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div 2016	Giá 24/06/16	Giá mục tiêu	Link báo cáo
	TMT	5,803	256.3	7,795	5.5	2.2	39.3%	50%	40,000	52,500	Link
	SVC	11,000	160	3,778	11.6	1.2	10%	14%	45,700	52,000	Link
Ô TÔ	HTL	1,481	66	5,500	17.1	3.8	22%	50%	92,000	N.A	
	HAX	2,385	36	3,230	11.1	2.1	19.1%		36,000	N.A	
	HHS	4000	398	1,475	6.7	0.7	10.8%	15%	9,400	N.A	

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Bảo hiểm [Trung lập]

- Phí bảo hiểm gốc tăng trưởng tốt 17.4% trong 3 tháng đầu năm 2016
- Tỷ lệ thực bồi thường của ngành giảm mạnh từ 37.2% trong Q1/2015 về mức 29%
- KQKD Q1/2016 của các DN niêm yết khả quan với doanh thu tăng 14.3% yoy và lợi nhuận tăng 27.5% yoy
- Triển vọng quý 3/2016 khả quan nhờ động lực tăng trưởng chung của nền kinh tế
- Khuyến nghị Mua VNR, PGI, theo dõi BMI, PTI

Ngành bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng mạnh quý 1/2016

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tăng tốt trong 3 tháng đầu 2016. Theo Cục quản lý giám sát bảo hiểm, toàn ngành đạt 8,852 tỷ đồng phí bảo hiểm gốc (+17.36 %yoy). Trong đó, bảo hiểm sức khỏe có sức tăng tốt nổi bật, 38% yoy và bảo hiểm xe cơ giới tăng mạnh 27% yoy, với mức tăng tập trung trong tháng 3 (+53% yoy) nhờ sức tiêu thụ ô tô được hồi phục đáng kể. Bảo hiểm cháy nổ tăng trưởng tương đương với ngành (+16% yoy) trong khi bảo hiểm tài sản và thiệt hại chỉ tăng nhẹ 3% yoy. Tỷ lệ bồi thực bồi thường ở mức 29%, thấp hơn đáng kể so với mức cùng kỳ năm ngoái là 37.2%. Dự phòng nghiệp vụ của các doanh nghiệp đầu ngành tăng tốt 6% yoy.

Hoạt động kinh doanh trong Q1/2016 khả quan. Doanh thu các doanh nghiệp đầu ngành có mức tăng trưởng trung bình 14.3%, và lợi nhuận tăng trưởng trung bình 27.5% yoy. Sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận có sự phân hóa rõ rệt giữa các doanh nghiệp có định hướng phát triển bền vững (BVH, PGI, BMI) và các doanh nghiệp có định hướng tăng trưởng nhanh (PVI, PTI, BIC). Lưu ý rằng mặc dù doanh thu tăng trưởng tốt, biên lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm của các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh đều giảm, và các doanh nghiệp tăng trưởng bền vững có diễn biến ngược lại. Mức tăng trưởng tốt trong lợi nhuận của Q1/2016 chủ yếu đến từ các doanh nghiệp có các thương vụ bán cổ phần trong năm 2015, làm gia tăng nguồn tiền đầu tư (BIC, PTI). Tuy vậy, chúng tôi lưu ý kết quả kinh doanh của quý 1 thường không phản ánh được tình hình hoạt động chung của cả năm của ngành bảo hiểm.

Quý 1 - Tỷ đồng	BVH	PVI	BMI	PTI	PGI	BIC
Doanh thu phí BH gốc	1,564.9(*)	862.6(*)	740.7	724.1	581.3	404.6
% yoy	+9.5%	+18.3%	-0.4%	+31%	+8.4%	+19.4%
% Bồi thường (1)	52.2%(*)	40.25%	39.83%	45.09%	50.9%	45.5%
Tăng/giảm so với Q1/2015		Tăng 2.1%	Tăng 8.2%	Giảm 8%	Giảm 1.1%	Tăng 4.4%
Hệ số kết hợp (2)	94%	99.1%(*)	95.6%	97.79%	99.0%	99.99%
Tăng/giảm so với Q1/2015	Tăng 2.9%	Tăng 2.6%	Giảm 3.2%	Giảm 0.6%	Giảm 0.7%	Tăng 0.01%
Hoạt động đầu tư						
Số tiền đầu tư	55,190	10,261.4	2,739.9	3,003.8	1,916.9	2,804.8
% yoy	+7.2%	+11.2%	+2.6%	2.9%	-0.6%	+4.0%
LNG đầu tư (12M trail)	786.9	71.5	11.5	44.0	24.5	41.2
Tỷ suất đầu tư	5.5%	6.3%	6.4%	7.8%	6.2%	5.7%
LNST Q1/2016	378.2	86.4	35.6	45.7	25.1	38.9

% yoy	+6.7%	+13.7%	+12.8%	+110%	2.6%	+19.2%
Cổ tức kế hoạch	8%	12%			10%	8%

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

Hoạt động kinh doanh trong Q2/2016 dự kiến khả quan. Sức tăng trưởng tiêu thụ ô tô duy trì ở mức cao trong tháng 4 và tháng 5 là động lực lớn cho tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp bảo hiểm chú trọng vào thị trường bán lẻ. Bên cạnh đó, do trong năm 2015 các doanh nghiệp đã tập trung bồi thường cho sự kiện biểu tình Bình Dương Hà Tĩnh tháng 4/2014, tỷ lệ bồi thường của 2016 dự kiến sẽ giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Mức tăng trưởng đột biến về lợi nhuận sẽ vẫn được thấy ở PTI và BIC nhờ nguồn tiền đầu tư tăng thêm.

Quan điểm đầu tư : Trung lập

Triển vọng quý 3/2016 khả quan. Triển vọng tăng trưởng của ngành bảo hiểm đi cùng với tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Động lực tăng trưởng doanh thu trong quý 3 là khả quan, nhờ vào (1) sức tăng trưởng tiêu thụ ô tô dự kiến vẫn ở mức cao (2) thị trường bất động sản phát triển tốt, là động lực cho mảng bảo hiểm tài sản kỹ thuật, (3) sản lượng hàng hóa vận chuyển dự kiến tăng tốt cùng với sự đi lên của nền kinh tế. Hoạt động đầu tư sẽ phụ thuộc vào diễn biến mặt bằng lãi suất trên thị trường, do 70% cơ cấu đầu tư là tiền gửi tiết kiệm.

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** cho ngành bảo hiểm. Cổ phiếu bảo hiểm hiện đang được giao dịch ở mức P/E trung vị= 12x và P/B trung vị = 0.9x, hiện đang ở mức tương đương mức trung vị định giá của các quốc gia thuộc khu vực Châu Á – Thái Bình Dương. Một số cổ phiếu đáng chú ý trong ngành:

PTI – Khuyến nghị **Nắm Giữ**

PTI ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đột biến trong Quý 1 và Quý 2 do nguồn tiền hơn 1,000 tỷ nhận về từ Dongbu vào tháng 5/2015. Hoạt động bảo hiểm gốc của doanh nghiệp cũng được duy trì tốt với tỷ lệ bồi thường giảm mạnh trong quý 1, và hệ số kết hợp giảm về mức thấp nhất của ngành. PTI hiện đang là doanh nghiệp có định hướng tăng trưởng doanh thu cao nhất ngành, với kế hoạch tăng trưởng 25-30% doanh thu phí gốc mỗi năm. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý việc tăng trưởng doanh thu duy trì ở mức cao góp phần làm giảm tỷ lệ bồi thường, do tỷ lệ bồi thường có độ trễ nhất định với doanh thu. Theo đó, hoạt động kiểm soát bồi thường của PTI cần được theo dõi thêm trong thời gian tới. Cổ phiếu PTI tại 30/6/2016 đang được giao dịch ở mức giá 28,000/cp. Mức giá hiện nay tương đương với P/E forward = 14x và P/B F = 1.0x. Đây là mức định giá tương đối hợp lý đối với cổ phiếu PTI. Nhà đầu tư quan tâm có thể tham khảo [báo cáo phân tích cổ phiếu PTI](#) của BSC.

PGI – Khuyến nghị **MUA – Giá mục tiêu 18,600 VND/cp – Upside 13.4%**

PGI là doanh nghiệp cuối cùng còn chưa có cổ đông chiến lược, và dự kiến sẽ thực hiện việc bán 20% cổ phần cho đối tác chiến lược trong 2016. BSC cho rằng định hướng tăng trưởng bền vững được PGI phát huy hiệu quả, thể hiện ở khả năng trích lập dự phòng cao và khả năng nâng cao biên lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm dù tăng trưởng doanh thu chỉ ở mức 7 – 8%. Việc bán cổ phần cho cổ đông chiến lược sẽ giúp làm tăng giá trị sổ sách, nâng cao nguồn tiền đầu tư, và khả năng bảo hiểm của PGI trong thời gian tới. Cổ phiếu PGI tại 24/6/2016 đang được giao dịch ở mức 16,400 VND/cp, tương ứng với mức P/E forward là 11.5x và P/B forward là 1.4x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PGI với giá mục tiêu là 18,600 VND. Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm [báo cáo PGI](#) của BSC.

VNR – Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 21,800 VND/cp – Upside 16.5%

VNR là doanh nghiệp bảo hiểm duy nhất trong ngành có giao dịch với tất cả 30 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ. Công ty có vị thế quan trọng nhờ bề dày hoạt động lâu năm và các mối quan hệ lâu dài với các doanh nghiệp trong ngành. Theo đó, VNR sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự tăng trưởng tốt của ngành bảo hiểm phi nhân thọ nói chung. VNR theo đuổi định hướng tăng trưởng bền vững, với tăng trưởng doanh thu duy trì ở mức 7 -8%/năm, nhưng có hệ số kết hợp khoảng 96% cho Q1/2016 thấp hơn hẳn so với mức 97.6% của ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Tại ngày 24/6/2016, cổ phiếu VNR đang được giao dịch ở mức giá 18,300 VND, tương ứng với P/E forward = 11.8x và P/B forward là 0.84x. Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm [báo cáo VNR](#) của BSC.

BMI – Khuyến nghị theo dõi

BMI theo đuổi định hướng phát triển bền vững từ năm 2010. Các năm qua, BMI gặp khó khăn do tình hình đầu tư không hiệu quả, cũng như các vụ cháy lớn phát sinh làm giảm lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm. Trong quý 2, Bảo Minh đã hoàn thành việc thoái vốn khỏi Bảo hiểm Bưu điện, với mức lợi nhuận gộp thu về ước tính ở mức 60 tỷ đồng. Bên cạnh đó, BMI còn có kế hoạch thoái vốn khỏi CTCK Bảo Minh (BMSC) bằng phương thức đấu giá với mức giá khởi điểm 11,000 đồng. Theo mức giá này, mức lợi nhuận ước tính là vào khoảng 20 tỷ đồng. Các thương vụ thoái vốn sẽ giúp công ty nâng cao giá trị sổ sách, và gia tăng nguồn tiền đầu tư của doanh nghiệp. Tại ngày 24/6/2016, BMI đang giao dịch ở mức 23,800 VND/cp, tương đương với P/E forward là 14x và P/B forward là 0.8, khá hấp dẫn so với mức trung bình ngành.

	DT2016	LN2016	EPS 2016	P/E F	P/B F	ROE	Cổ tức	Giá 24/6/2016	Giá mục tiêu	Link
PTI	2,913	141.7	1,762	14.8	1.05	7.1%	12%	27,000	N/A	Link
PGI	2,376	102.6	1,474	12.7	1.6	12.1%	14%- tiền	16,400	18,600	Link
BMI	3,590	134.1	1,578	15.1	0.9	5.9%		23,800	N/A	
BVH	22,504	1,005	1,400	42.8	2.8	6.5%	8%- tiền	60,000	N/A	
PVI	10,367	248.6	1,117	22.1	0.8	3.7%	12%	24,800	N/A	
VNR	1,730	260.5	1,576	11.8	0.8	7.1%		18,300	21,800	Link

Nguồn: BSC Research

Ngành Nhựa [Trung lập]

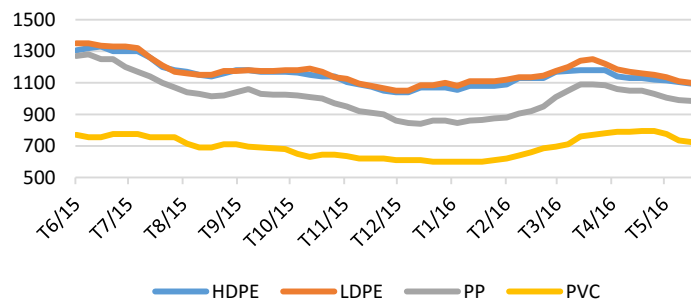
- Chỉ số sản xuất và tiêu thụ sản phẩm nhựa tăng lần lượt là 13,1%yoy và 21,5% yoy
- Giá hạt nhựa giảm trở lại từ tháng 4/2016 và được kỳ vọng duy trì ở mức thấp trong năm 2016
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa khả quan
- Khuyến nghị mua BMP, nắm giữ NTP, theo dõi AAA

Thực trạng Quý 2/2016

Sản xuất và tiêu thụ sản phẩm nhựa tăng cao. 5T2016, chỉ số sản xuất và tiêu thụ sản phẩm nhựa tăng lần lượt là 13,1%yoy và 21,5% yoy. Nhập khẩu chất dẻo nguyên liệu đạt 1,7 triệu tấn (+14,4% yoy), xuất khẩu sản phẩm nhựa đạt 872 triệu USD (+5,3%yoy). Tăng trưởng xuất khẩu được kỳ vọng cao trong thời gian tới do nhiều FTAs song phương và đa phương đã và đang được ký kết với các thị trường xuất khẩu chính là EU (25,43%), Nhật Bản (22,98%), Hoa Kỳ (14,66%) và Hàn Quốc (5,99%).

Giá hạt nhựa giảm trở lại từ tháng 4/2016. Như chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo triển vọng ngành quý 2/2016](#), giá hạt nhựa tăng trong quý 1/2016. Điều này sẽ tác động làm giảm biên lợi nhuận gộp của hầu hết các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm nhựa trong quý 2/2016. Từ tháng 4/2016, giá hạt nhựa đã giảm trở lại và được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2016, cùng xu hướng với diễn biến giá dầu và do nhu cầu yếu tại thị trường Trung Quốc. Tính đến ngày 10/6/2016, giá hạt nhựa HDPE là 1.095 USD /tấn (+5% so với đầu năm, thấp hơn 16% yoy), giá hạt nhựa PP là 980 USD/tấn (+16% so với đầu năm, thấp hơn 23% yoy), giá hạt nhựa PVC là 725 USD/tấn (+19% so với đầu năm, thấp hơn 6% yoy). Do vậy, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp nhựa được dự báo tiếp tục ở mức cao trong năm 2016.

Diễn biến giá hạt nhựa



Nguồn: Bloomberg

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa khả quan. Kết thúc quý 1/2016, tổng doanh thu của các doanh nghiệp nhựa tăng trưởng 19% đạt 3.427 tỷ đồng, LNST tăng 76%, đạt 374 tỷ đồng. Đáng chú ý, nhóm các doanh nghiệp nhựa xây dựng (ống nhựa và thanh profile) có kết quả kinh doanh tăng mạnh nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản, xây dựng và giá hạt nhựa giảm mạnh trong quý 4/2015. Một số doanh

ngành có LNST tăng mạnh là DPC (+9,5x, tuy nhiên, quy mô doanh nghiệp nhỏ), DNP (tăng gần 5x nhờ mảng kinh doanh ống nhựa khả quan hơn và đóng góp của ngành nước vào KQKD toàn công ty), và BMP (+83%). Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng của nhóm nhựa bao bì chậm hơn. Một số doanh nghiệp có LNST tăng cao là AAA chuyển từ lỗ 6,6 tỷ đồng trong quý 1/2015 sang lãi 28 tỷ đồng trong quý 1/2016 nhờ chấm dứt các hợp đồng giảm giá, bán lỗ cho khách hàng từ Q3/2015, RDP (+24%), TPP (+17%), VBC (+12%), trong khi đó, LNST của một số doanh nghiệp giảm, gồm SPP (-11%), TPC (-4%).

Mã	Sản phẩm chính	DTT (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐSXKD	LNST Q1 2016 (tỷ đ)	% yoy
NTP	Ống nhựa	809.45	25%	37%	12%	83.25	18%
BMP	Ống nhựa	704.41	21%	39%	32%	198.31	83%
DNP	Ống nhựa	285.35	76%	22%	12%	20.18	428%
DPC	Ống nhựa	14.65	-3%	22%	3%	0.37	845%
DAG	Cửa nhựa, thanh profile	294.45	8%	9%	6%	11.02	22%
AAA	Bao bì	423.55	33%	13%	8%	28.36	
RDP	Bao bì	252.97	9%	16%	10%	16.86	24%
TPP	Bao bì	135.47	-23%	20%	9%	4.94	17%
SPP	Bao bì	183.83	4%	13%	7%	1.45	-11%
VBC	Bao bì	171.29	12%	11%	7%	7.52	12%
TPC	Bao bì	151.39	-3%	6%	1%	1.81	-4%
Tổng cộng		3,426.81	19%			374.07	76%

Nguồn: BSC research, Bloomberg.

Quan điểm đầu tư.

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với cổ phiếu ngành nhựa. Lưu ý, xu hướng M&A trong ngành nhựa, nới room cho nhà đầu tư nước ngoài như đã đề cập trong [báo cáo triển vọng ngành quý 2/2016](#) sẽ là tâm điểm chú ý của ngành. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh. Nhà đầu tư cần lưu ý diễn biến giá hạt nhựa và biên lợi nhuận của nhóm cổ phiếu ngành nhựa. Chúng tôi khuyến nghị mua đối với cổ phiếu BMP, đồng thời, khuyến nghị theo dõi đối với các cổ phiếu (NTP, AAA và RDP).

BMP- MUA- Giá mục tiêu 159.800 đồng/cp, upside 11%.

Sản lượng tiêu thụ tăng cao, tăng 36% trong 4T2016 và được kỳ vọng tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới nhờ thị phần chiếm lĩnh của BMP tại thị trường miền Nam (hơn 50% thị phần), sự phục hồi của thị trường bất động sản và khả năng mở rộng công suất thêm 15.000 tấn ống phụ tùng trong năm 2016, kế hoạch đầu tư 620 tỷ đồng trong năm 2016-2017. Hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty vượt trội so với các đối thủ cùng ngành với biên lợi nhuận gộp đạt 39% và biên lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh đạt 32% trong quý 1/2016. Cổ tức cao, đạt 60% tiền mặt trong năm 2015. ĐHCĐ đã thông qua kế hoạch nới room 100% cho nhà đầu tư nước ngoài.

NTP - NẮM GIỮ - Giá mục tiêu 62.200 đồng/cp.

Chúng tôi chuyển từ khuyến nghị Mua sang Nắm giữ đối với cổ phiếu NTP do giá hiện tại đã cao hơn giá mục tiêu. Doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng nhanh, ước đạt 15% trong năm 2016. NTP là doanh nghiệp ống nhựa dẫn đầu thị trường miền Bắc với khoảng 62% thị phần, được hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của thị trường bất động sản, xây dựng. Đồng thời, với việc đưa vào hoạt động nhà máy NTP miền Trung từ quý 4/2014, công ty được miễn hoàn toàn thuế suất thu nhập doanh nghiệp tại đây trong 4 năm đầu (2014-2017), hưởng thuế suất 7,5% trong 10 năm tiếp theo (2018-2028) và 15% trong thời gian còn lại. Chi phí thuế TNDN tiết kiệm được trong năm 2016 ước đạt 41 tỷ đồng. Tuy nhiên, giá hạt nhựa giảm sẽ không tác động đến biên lợi nhuận của NTP do chính sách chiết khấu cao và tăng cho khách hàng. Chúng tôi lưu ý, việc SCIC thoái vốn có thể sẽ mang lại triển vọng tích cực cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và tăng trưởng của cổ phiếu.

AAA – THEO DÕI.

Kết quả kinh doanh tăng mạnh nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng nhanh (tăng 44% trong 6T2016, đạt 25.368 tấn, mục tiêu đạt 27.632 tấn trong 6 tháng cuối năm 2016); (2) công ty đã chấm dứt các hợp đồng giảm giá, bán lỗ cho khách hàng từ quý 2/2015. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế ước đạt lần lượt là 924 tỷ đồng (+35% yoy) và 58 tỷ đồng (tăng từ mức lỗ 6.6 tỷ đồng trong 6T2015). Lợi nhuận sau thuế 2016 kế hoạch tăng lên 118 tỷ đồng, tương đương EPS pha loãng 2016 là 1.454 đồng/cp. Từ năm 2017, sau khi hoàn tất nâng gấp đôi công suất sản xuất túi nhựa lên 8.000 tấn/tháng (đi vào hoạt động nhà máy số 6 và số 7), sản lượng xuất khẩu đi Nhật Bản và Hoa Kỳ tăng mạnh, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của công ty. Lưu ý, doanh thu xuất khẩu sang EU (hiện chiếm 66% sản lượng sản xuất) có thể giảm do tác động của sự kiện Brexit và xu hướng sử dụng túi nhựa thân thiện môi trường của các quốc gia châu Âu ([tham khảo báo cáo cập nhật AAA](#)). Đồng thời, việc chuyển đổi 300 tỷ trái phiếu với giá chuyển đổi 11.500 đồng/cp sẽ làm pha loãng EPS của AAA cũng như tạo ra áp lực giảm giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2016	Giá tại ngày 24/06/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
BMP	3,525	689	15,141	9.51	3.25	31%	>= 20% cash	144,000	159,754	Link
NTP	4,063	418	6,368	10.41	2.24	23%	25% Cash	66,300	62,200	Link
AAA	2,100	118	1,414	17.1	1.58	12%	10% - 15% cash	26,900	N/A	Link

Nguồn: BSC research

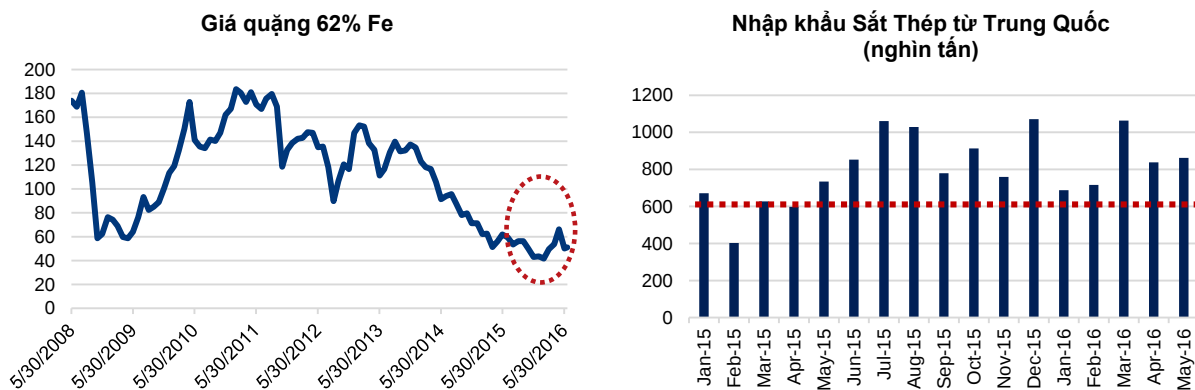
Ngành Thép [Trung lập]

- Giá quặng sắt tiếp tục giao động do ảnh hưởng từ lực cầu Trung Quốc
- Lượng sắt thép nhập từ Trung Quốc vẫn không có dấu hiệu suy giảm sau khi áp thuế tự vệ
- Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ Thép trong Q2 thấp hơn Q1 do ảnh hưởng từ đầu cơ tích trữ
- Khuyến nghị mua HPG, HSG, NKG; theo dõi VIS, SMC

Thực trạng Quý 2/2016

Giá thép nguyên liệu tiếp tục giao động sát mức đáy 9 năm. Trong báo cáo Quý 1, BSC đã nhận định giá quặng sắt phục hồi chỉ mang tính chất ngắn hạn và đã phản ánh vào sóng tăng của các cổ phiếu thép thương mại, và diễn biến thực tế đã có xu hướng giảm nhẹ từ tháng 5/2016; nguyên nhân do sản lượng thép Trung Quốc sản xuất giảm từ 2,31 triệu tấn/ngày (tháng 4/2016) xuống còn 2,27 triệu tấn/ngày (tháng 5/2016). Ngoài ra, Goldman Sachs dự báo giá quặng sắt sẽ về 47 USD/tấn cuối năm 2016 và giữ nguyên mức giá dự báo 35 USD/tấn cho năm 2017 và 2018.

Lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc vẫn tiếp tục tăng. Mặc dù Quyết định 862/QĐ-BCT có hiệu lực từ cuối tháng 3/2016 nhưng lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc vẫn không có dấu hiệu suy giảm. Tổng lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc trong 5T2016 đạt 4,56 triệu tấn (+49,57%yoy) và chiếm 58,24% tổng lượng nhập khẩu. Lượng nhập khẩu trong tháng 4 và 5 duy trì cao hơn mức trung bình 1 năm.



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Bloomberg, BSC tổng hợp

Tiêu thụ thép trong Q2 có tăng nhẹ so với cùng kỳ, tuy nhiên sụt giảm so với lượng tiêu thụ trong tháng 3/2016. Theo VSA, tổng lượng thép xây dựng tiêu thụ trong 5T2016 đạt 3,35 triệu tấn (+33,84% yoy), trong đó động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ tháng 3 (sản lượng đạt 1,01 triệu tấn, tăng 55,26%yoy) nguyên nhân chủ yếu do các đại lý tăng tích trữ đầu cơ trước thông tin áp thuế tự vệ (chính thức có hiệu lực cuối tháng 3/2016). Tăng trưởng thép XD đã bắt đầu chậm lại khi mức tăng của tháng 4 là 19,46% và tháng 5 chỉ đạt 1,58%. Hưởng lợi từ chính sách tự vệ của nhóm thép Xây dựng, mặt hàng ống thép và tôn mạ cũng duy trì đà tăng trưởng tốt trong Q2/2016.

Mã CP	DTT Q1 2016	DTT Q1 2015	%yoy	LNST Q1 2016	LNST Q1 2015	%yoy
HPG	7,142.39	5,837.94	22.34%	1,020.13	650.39	56.85%
HSG	4,383.52	4,355.15	0.65%	418.20	115.54	261.96%
NKG	1,798.59	1,176.54	52.87%	65.89	20.45	222.19%

Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp, Lưu ý với HSG là KQKD Q2 (01/01 – 31/03)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

BSC vẫn duy trì quan điểm **Trung lập** với ngành thép do chúng tôi vẫn lo ngại về xu hướng dài hạn của giá quặng cũng như ảnh hưởng cạnh tranh của thép Trung Quốc không có dấu hiệu suy giảm sau khi Chính phủ áp thuế tự vệ cho Thép Xây dựng. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Mua trung và dài hạn với HPG, HSG và NKG. Ngoài ra chúng tôi cũng lưu ý hai cổ phiếu là VIS và SMC.

HPG – Mua – Giá mục tiêu 46.389 đồng/cp)

Chúng tôi ước tính DT 2016 = 29.166 tỷ đồng, LNST 2016 = 4.240 tỷ đồng (+20,99%yoy), EPS 2016 = 5.727 đồng, BVPS 2016 = 23.390 đồng. Ngày 20/06/2016, cổ phiếu HPG được giao dịch với giá 38.400 đồng, PE FW = 6,71x.

Sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng tốt. Tổng sản lượng tiêu thụ thép Xây dựng trong 5 tháng 2016 đạt 679.424 tấn (+19,3%yoy) và chiếm 20,3% thị phần. Tăng trưởng chủ yếu đến từ tháng 3, tiêu thụ trong tháng 4 và 5 có tăng nhẹ so với cùng kỳ, nhưng giảm so với tháng 3 do ảnh hưởng từ lượng thép đầu cơ của các đại lý và nhà phân phối từ trước – đây cũng là tình hình chung của nhóm thép Xây dựng.

Với ống thép, tổng sản lượng tiêu thụ 5T2016 đạt 172.500 tấn (+50,26%yoy và chiếm 23,31% thị phần), sản lượng tăng mạnh trong tháng 4. Về TT Xuất khẩu, ống thép Hòa Phát được hưởng thuế CBPG vào Mỹ ở mức 0,38%, hiện HPG đang xuất vào Mỹ và Canada khoảng 5% lượng ống thép tiêu thụ.

Nhà máy thức ăn chăn nuôi sẽ hoạt động chính thức từ tháng 7/2016. Nhà máy tại Hưng Yên công suất 300.000 tấn/năm được đưa vào chạy thử từ tháng 4 và chính thức hoạt động từ tháng 7. Dự kiến trong 6 tháng cuối năm sẽ sản xuất khoảng 100.000 tấn thức ăn. Mảng kinh doanh này vẫn sẽ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu – lợi nhuận của HPG.

HSG – Mua – Giá mục tiêu 48.540 đồng/cp

LNST ước 2016 = 1.272 tỷ đồng (+95,33%yoy), EPS 2016 = 6.472 đồng. Ngày 20/06/2016 cổ phiếu HSG được giao dịch với giá 40.200 đồng, PE FW = 6,21x.

Theo thống kê của HH Thép, sản lượng tiêu thụ tôn mạ của HSG trong 5T2016 đạt 348.579 tấn (+8,03%yoy) dẫn đầu thị trường và tiêu thụ ống thép đạt 168.291 (+61,36%yoy) chiếm 22,74% thị phần, đứng thứ 2 sau

HPG. Bên cạnh mảng thép, HSG đang hướng tới đầu tư BĐS với việc thành lập thêm 4 công ty con thuộc lĩnh vực địa ốc nghỉ dưỡng.

NKG – Mua – Giá mục tiêu 35.178 đồng/cp

LNST ước 2016 = 320 tỷ đồng (+153,85%yoy), EPS 2016 = 6.396 đồng, BVPS 2016 = 19.182 đồng. Ngày 20/06, cổ phiếu NKG được giao dịch với giá 22.000 đồng, tương đương PE FW = 3,31x.

Cập nhật KQKD Q2/2016 – Tăng trưởng tốt: LNST Q2/2016 đạt khoảng 100 tỷ đồng (gấp 2,22 lần LNST Q2/2015); ước tính LNST 6T2016 đạt khoảng 166 tỷ đồng (+152%yoy).

Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh, lũy kế 5T2016, sản lượng tiêu thụ đạt 163.139 tấn tôn mạ (+66,03%yoy) và 41.001 tấn ống thép (+61,51%yoy). Sản lượng mục tiêu của NKG trong năm 2016 là 500 – 550 nghìn tấn thép tôn mạ các loại (trong đó tổng sản lượng 5T2016 là 204.141 tấn).

Mở rộng năng lực sản xuất: Công suất dự kiến sẽ tăng lên khi dây chuyền mạ kẽm / mạ lạnh công suất 300.000 tấn / năm chạy thử trong tháng 7/2016 và cho ra sản phẩm trong tháng 8/2016; sản phẩm dự kiến tăng thêm 60.000 tấn trong 5 tháng cuối năm 2016. Bên cạnh đó, dây chuyền mạ kẽm công suất 120.000 tấn/năm hoàn thành cuối năm 2016 sẽ góp phần tăng sản lượng cho năm 2017.

Tình hình tài chính cải thiện: trong Q2/2016, NKG đã hoàn thành phát hành 370 tỷ trái phiếu kỳ hạn 5 năm (không chuyển đổi), chủ yếu dùng tăng vốn lưu động.

Với VIS, sản lượng thép XD tiêu thụ 5T2016 đạt 118.150 tấn (+4,33%yoy), LNST Q1 đạt 21,82 tỷ đồng (cùng kỳ 2015 lỗ 39,57 tỷ đồng), BVPS = 12.700 đồng; Ngày 20/06/2016, VIS được giao dịch với giá 11.400 đồng, PB = 0,9x.

Với SMC, kết quả kinh doanh Q2 có khả năng đột biến; dự kiến phát hành riêng lẻ 15% cho đối tác Hanwa – KQKD Q2 và giá trị sổ sách sẽ có ảnh hưởng đến giá chốt. LNST Q1 đạt 58,94 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 40,75 tỷ đồng), gần sát mức LNST mục tiêu cả năm là 60 tỷ đồng, EPS Q1 = 1.966 đồng, BVPS = 16.035 đồng, Ngày 20/06/2016, cổ phiếu SMC được giao dịch với giá 13.100 đồng, PB = 0,82x.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 24/06/ 16	Giá mục tiêu	Link báo cáo
HPG	29,166	4,240	5,727	6.91	1.69	24.73%	30%	38,800	46,389	link
HSG	17,098	1,272	6,472	6.38	2.11	32.51%	N/A	40,600	48,540	link
NKG	7,194	320	6,396	3.91	1.30	33.24%	N/A	22,000	35,178	link

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Mía đường [Trung lập]

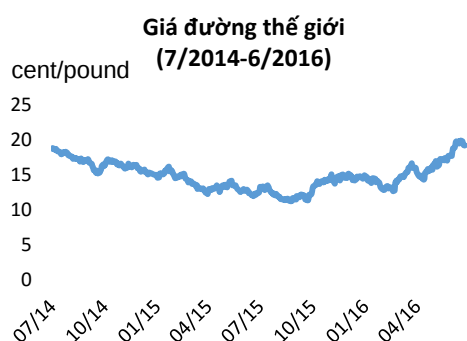
- 6 tháng cuối niên vụ 2015/16, giá đường thế giới tiếp tục xu hướng và dự báo sẽ tiếp tục tăng 5-7% trong quý 3 do lo ngại sụt giảm nguồn cung
- Giá đường trong nước nửa cuối niên vụ có cùng xu hướng tăng với giá đường thế giới và kì vọng chỉ tăng nhẹ 3-5% trong Quý 3 nhờ ổn định lượng cung
- Một số Chính sách và Dự thảo chính sách hỗ trợ ngành đường được ban hành và thảo luận
- KQKD 9T vụ 2015/16 của các DN mía đường niêm yết cải thiện đáng kể so với cùng kì
- Khuyến nghị theo dõi với BHS, SBT, LSS, SLS

Thực trạng Quý 1/2016

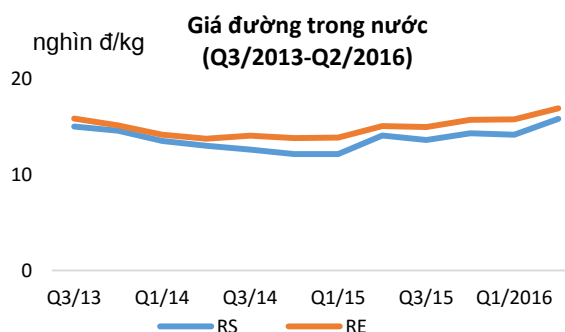
6 tháng cuối niên vụ 2015/16, giá đường thế giới tiếp tục xu hướng tăng và dự báo sẽ tiếp tục tăng 5-7% trong quý 3 do lo ngại sụt giảm nguồn cung. Tính từ đầu 2016 đến 24/06, giá đường thế giới đạt bình quân 15.7 cent/pound, tăng 14.6 % so với cùng kì và tăng 18.6% so với nửa đầu niên vụ. Trong quý 3, với lo ngại thiếu hụt nguồn cung trong vụ 2016/17, giá đường thế giới được chúng tôi kì vọng sẽ tiếp tục tăng nhẹ 7-10% so với Q2/2016. Cụ thể, theo dự báo của Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), nhu cầu tiêu thụ đường tăng ổn định đạt mức 173.6 triệu tấn (+1.1% yoy) trong khi sản lượng đường sản xuất toàn cầu vụ 2016/17 dự báo đạt 169.3 triệu tấn (+2.7% yoy) nhờ sản lượng đường mía tăng lên tại Brazil và đường củ cải tại châu Âu bù đắp sụt giảm sản lượng tại Ấn Độ, Trung Quốc. Ước tính tồn kho đường toàn cầu đạt khoảng 32.8 triệu tấn, mức thấp nhất kể từ niên vụ 2010/11.

Giá đường trong nước trong nửa cuối niên vụ có cùng xu hướng tăng với giá đường thế giới và kì vọng chỉ tăng nhẹ 3-5% trong Quý 3 nhờ ổn định lượng cung. Trong 6 tháng cuối niên vụ 2015/16, giá đường bán buôn bình quân đạt 15.03 - 16.38 nghìn đ/kg với RS và RE, tăng 13.6 % so với cùng kì và tăng 6.9% so với nửa đầu niên vụ; Giá bán lẻ cũng tăng nhẹ ở mức 18-21K/kg trong tháng 4-5. Theo ước tính của Bộ NN&PTNT, trong niên vụ 2015/16, sản lượng đường sản xuất trong nước đạt 1.22 triệu tấn (-13.5% yoy), tiêu thụ ước đạt 1.65 triệu tấn (+17.9% yoy). Lượng thiếu hụt trong sản xuất được kì vọng sẽ bù đắp bởi khoảng 800,000 tấn đường, bao gồm 100,000 tấn từ nhập khẩu trong hạn ngạch, 50,000 tấn nhập khẩu của HAG, 300-400 nghìn tấn tồn kho và khoảng 300-400 nghìn tấn đường nhập lậu. Với khoảng 800 nghìn tấn đường này, nhu cầu đường trong Quý 3 sẽ được đáp ứng đủ và giá đường trong nước dự báo ổn định hoặc tăng nhẹ 3-5% so với 2 quý đầu năm 2016.

Một số Chính sách và Dự thảo chính sách nhằm hỗ trợ ngành đường được ban hành và thảo luận: (1) Áp dụng thí điểm *Đấu giá hạn ngạch nhập khẩu đường* thay vì cơ chế phân giao hạn ngạch trước đây, đảm bảo quyền lợi giữa nhà máy sản xuất và các doanh nghiệp sử dụng đường nguyên liệu; (2) Tiếp tục xem xét *Dự thảo Nghị định về sản xuất và kinh doanh mía đường* nhằm đảm bảo lợi ích của người trồng mía và doanh nghiệp sản xuất, tăng khả năng cạnh tranh trong giai đoạn hội nhập; và (3) Đề xuất cho phép đơn vị phát hiện đường nhập lậu được hưởng 100% giá trị số lượng đường tịch thu, lượng đường lậu sẽ được bán đấu giá để lưu thông hợp pháp lượng đường này.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp



Nguồn: Bộ tài chính, BSC tổng hợp

Kết quả kinh doanh 9T vụ 2015/16

Nhờ giá đường trong nước hồi phục mạnh kể từ tháng 8/2015 và sản lượng mía nguyên liệu không giảm quá nghiêm trọng, kết quả kinh doanh của các DN Mía đường niêm yết trong 9T vụ 2015/16 được cải thiện đáng kể. Các DN niêm yết đều có doanh thu tăng trưởng rất tốt trên 30% và LNST hầu hết tăng trưởng trên 100% (Lưu ý SBT và BHS sáp nhập SEC và NHS trước năm tài chính 2015/16, LSS mua lại 56.61% VDL Mía đường Nông Công và sáp nhập kết quả kinh doanh kể từ Q3 năm 2015/16). Biên LNG của các DN này cũng được cải thiện rất mạnh so với cùng kì 2014/15.

Trong Q3/2016, với dự báo giá đường trong nước tiếp tục ở mức ổn định hoặc tăng nhẹ 3-5% so với 2 quý đầu năm 2016, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp mía đường có thể tiếp tục giữ ở trạng thái tích cực.

Mã	DT9T 15/16	%yoy	Biên	Biên	LNST	%yoy	EPS trailing	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
			LNG 9T	LNG 9T						Div	DT	LNST
SBT	3,006.9	+97.9%	14.5%	11.3%	215.4	+94.2%	1,525	20.5x	2.37x	8%-	3,306	220 ⁽ⁱ⁾
BHS	3,228.1	+53.5%	13.0%	11.6%	167.0	+129.2%	1,502	12.6x	1.16x	8-10%	3,125	205 ⁽ⁱ⁾
SLS	431.0	+36.2%	22.5%	7%	78.4	699.2%	16,832	7.1x	3.32x	n/a	n/a	n/a
LSS	1244.05	+5.9%	13.7%	10.4%	54.86	+118.0%	905	18.9x	0.80x	8.5%	1710	78
KTS	226.7	+33.5%	16.6%	5%	30.9	n/a *	8,669	7.4x	2.11x	20% cash	262.3	15.1

* do LNST 9T vụ 2014/15 = - 0.04 tỷ); (i): LNTT

Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp

Quan điểm đầu tư

Giá đường được chúng tôi kì vọng sẽ ổn định hoặc tăng nhẹ 3-5% trong Q3/2016, khi mà nhu cầu tiêu dùng được đáp ứng bởi đường trong kho tại các doanh nghiệp sản xuất, thương mại và từ nhập khẩu đường. Trong thời gian qua, ngoại trừ BHS, giá các cổ phiếu mía đường còn lại đã liên tục tăng mạnh nhờ giá đường đảo chiều đi lên từ 9/2015 như đã dự báo trong báo cáo Cập nhật Ngành Mía đường của chúng tôi ([link](#)).

Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành Mía đường và khuyến nghị **THEO DÕI** với 3 mã cổ phiếu đầu ngành là BHS, SBT, LSS.

Về SLS, chúng tôi đã khuyến nghị mua từ giá 51,500 VND với giá mục tiêu 64,705 VND. Nhờ giá bán đường tăng đột biến cùng chi phí giá vốn ở mức thấp nhất trong các DN niêm yết, SLS đạt KQKD khả quan với DTT 9T tăng trưởng 36.2% và LNST tăng trưởng 699.2%.

Về niên vụ mới 2016/17, quý 3/2016 đang là thời điểm gieo trồng vụ mới và một số DN tinh luyện lại đường thô để bán. Do đặc thù KQKD các DN mía đường phụ thuộc lớn vào diện tích vùng nguyên liệu và thời tiết, chúng tôi sẽ cập nhật tình hình niên vụ mới 2016/17 của các DN mía đường trong những báo cáo sau.

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 24/6/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
BHS	4,858	217	1,742	10.62	1.11	10.5%	5% cash	18,900	n/a	
SBT	3,090	255	1,330	23.5	2.32	9.9%	7% cash	31,200	n/a	
LSS	1,697	74.6	1,066	16.1	0.73	4.5%	1.5% cash	17,100	n/a	
SLS	741	118	17,410	6.9	2.86	41.4%	65% cash	118,600	n/a	

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng tiêu thụ săm lốp được kỳ vọng tăng 20% trong năm 2016.
- Sản lượng tiêu thụ Radial còn chậm so với kế hoạch.
- Giá bán sản phẩm trung bình giảm so với cùng kỳ năm 2015, khoảng 20% đối với CSM và 10% đối với DRC.
- Biên lợi nhuận gộp quý 2/2016 có thể giảm do giá cao su tăng 74,3% trong quý 1/2016
- Cổ tức và cổ phiếu thưởng cao giúp cổ phiếu tăng giá trong ngắn hạn.
- Khuyến nghị theo dõi: DRC, CSM

Thực trạng Quý 2/2016

Sản lượng tiêu thụ săm lốp kỳ vọng tăng 20% trong năm 2016. (1) Tiêu thụ ô tô tăng cao liên tục trong nhiều năm, tăng 37% trong năm 2013, tăng 43% trong năm 2014, tăng đến 55% trong năm 2015 và tăng 31% trong 5T2016 thúc đẩy tăng trưởng phân khúc thay thế. (2) Sản lượng ô tô lắp ráp trong nước năm 2016 được kỳ vọng tăng tiếp tục tăng trưởng nhanh, tăng 37% trong 4 tháng đầu năm 2016, thúc đẩy nhu cầu thay mới sản phẩm. TMT và Thaco đã bắt đầu sản xuất xe ô tô tải nặng trong năm 2016 với công suất thiết kế là 30 nghìn xe. Thaco dự kiến tăng thêm công suất là 100.000 xe tải và 100.000 xe buýt, chuẩn bị cho tiến trình hội nhập toàn khu vực ASEAN vào năm 2018 khi thuế suất ô tô nội khối về 0%.

Sản lượng tiêu thụ lốp Radial chậm, DRC, CSM có thể tiếp tục lỗ đối với nhà máy lốp Radial. Sản lượng sản xuất thấp hơn điểm hòa vốn. Quý 1/2016, sản lượng tiêu thụ lốp Radial trung bình của DRC đạt 16.500 lốp, trong khi đó, sản lượng hòa vốn vào khoảng 20.000 lốp/tháng. Biên lợi nhuận gộp mảng lốp Radial trong quý 1/2016 là -12%. Ước tính sản lượng tiêu thụ lốp Radial trung bình trong quý 2/2016 đạt khoảng 20.000 lốp/tháng, tuy nhiên, giá cao su tăng trung bình 38% trong quý 1/2016 so với quý 4/2015 có thể khiến mảng Radial của DRC chưa được ghi nhận lãi. Trung bình 6T2016, sản lượng tiêu thụ lốp trung bình của CSM là 9.000 lốp/tháng, trong khi đó, sản lượng hòa vốn của nhà máy ước tính là 20.800 lốp/tháng.

Giá bán sản phẩm giảm do áp lực cạnh tranh cao với hàng Trung Quốc. Như chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo triển vọng ngành năm 2016](#) và [quý 2/2016](#), cạnh tranh cao, đặc biệt cạnh tranh với doanh nghiệp Trung Quốc khiến các doanh nghiệp phải giảm giá bán sản phẩm. Giá bán sản phẩm trung bình của CSM đã giảm khoảng 8-10% so với đầu năm và giảm gần 20% so với cùng kỳ 2015, giá bán sản phẩm của DRC giảm trung bình 8-10% so với đầu năm 2015 (giá bán sản phẩm trong 5T2016 được duy trì ổn định).

Giá cao su tăng mạnh trong quý 1/2016 làm giảm biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp săm lốp. Cao su nguyên liệu chiếm khoảng 56% chi phí nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp săm lốp. Giá cao su phục hồi 74,3% từ đầu năm 2016 tới cuối tháng 4/2016. Sau đó, giá cao su đã giảm 13,4% trong tháng 5/2016, dao động quanh mức 1,62-1,65 USD/kg. Do vậy, biên lợi nhuận gộp trong quý 2/2016 của các doanh nghiệp săm lốp giảm mạnh do thời gian dự trữ hàng tồn kho thường kéo dài 3 tháng. Tuy nhiên, với việc tiêu thụ lốp Radial tăng tốt trong quý 2/2016, chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận gộp của DRC tăng nhẹ so với quý 1/2016.

Kế hoạch đầu tư mới. Do sản lượng tiêu thụ lốp Radial còn thấp, trong khi đó, tiêu thụ lốp bán thép tăng trưởng cao (tăng khoảng 15% yoy), và có hợp đồng bao tiêu từ đối tác nước ngoài, CSM đã sử dụng một phần diện tích nhà xưởng của nhà máy Radial (khoảng 400 tỷ đồng), đầu tư thêm 200 tỷ đồng, tăng thêm 0,5 triệu lốp Radial bán thép nâng tổng công suất lốp Radial bán thép lên 1,8 triệu lốp/năm. Dự kiến, sản phẩm của nhà máy sẽ được thương mại hóa từ quý 1/2017. Trong khi đó, DRC dự kiến đầu tư giai đoạn 2 nhà máy lốp Radial, nâng tổng công suất lên 0,6 triệu lốp, với tổng vốn đầu tư là 700 tỷ đồng, dự kiến vận hành vào quý 3/2017. Việc triển khai giai đoạn 2 nhà máy sản xuất lốp Radial được kỳ vọng sẽ giảm chi phí sản xuất bình quân cho DRC. Do giai đoạn 1 nhà máy lốp Radial với công suất 0,3 triệu lốp có tổng vốn đầu tư là 1.800 tỷ đồng, sản lượng hòa vốn là 240.000 lốp. Trong khi đó, điểm hòa vốn dự kiến của cả 2 giai đoạn ước tính là 260.000 lốp.

Tỷ lệ cổ tức cao. DRC đã trả 30% cổ tức bằng tiền mặt và 30% cổ phiếu thưởng trong tháng 6/2016. CSM dự kiến trả 20% cổ tức bằng tiền mặt và 40% cổ phiếu thưởng trong tháng 7/2016. Tỷ lệ cổ tức tại SRC là 25% cổ tức bằng cổ phiếu và 40% cổ phiếu thưởng.

Kết quả kinh doanh Q1/2016. Kết thúc quý 1/2016, tổng doanh thu của các doanh nghiệp sản lốp đạt 1.630 tỷ đồng (-1,37% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 153 tỷ đồng (+9,56% yoy). Ngoại trừ DRC có kết quả kinh doanh hầu như không đổi so với cùng kỳ, 2 doanh nghiệp còn lại là CSM và SRC có lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt là 13% (đạt 62 tỷ đồng) và 65% (đạt 17 tỷ đồng), nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh, tăng từ 21% lên 24% và từ 17% lên 21%.

	DTT Q1 2016 (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG Q1 2016	Biên LNG Q1 2015	LNST (tỷ đ)	% yoy
DRC	746	2.66%	21%	22%	88	1%
CSM	685	0.72%	24%	21%	62	13%
SRC	199	1.33%	21%	17%	17	65%

Nguồn: BSC research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu sản lốp. Kết quả kinh doanh năm 2016 có thể không tăng trưởng do (1) sản lượng tiêu thụ lốp Radial còn chậm; (2) cạnh tranh cao, đặc biệt cạnh tranh với các doanh nghiệp Trung Quốc; (3) xu hướng giảm giá cao su nguyên liệu đã chững lại. Trong ngắn hạn, cổ phiếu sản lốp tăng giá nhờ tỷ lệ chi trả cổ tức và cổ phiếu thưởng cao. Về dài hạn, nhà đầu tư cần lưu ý tốc độ tiêu thụ sản phẩm, tiến độ các nhà máy và diễn biến giá cao su nguyên liệu.

DRC – Theo dõi.

DRC là doanh nghiệp đầu ngành sản lốp, với năng lực bán hàng tốt. Công ty có nhiều khách hàng tổ chức là các nhà lắp ráp ô tô trong nước. Sản lượng lắp ráp ô tô trong nước được kỳ vọng tăng cùng với nhu cầu tiêu thụ ô tô cao tạo ra nguồn cầu tăng trưởng cho DRC. Chúng tôi lưu ý, việc đầu tư giai đoạn 2 nhà máy

Radial sẽ giảm chi phí giá thành trên một sản phẩm cho DRC, do vậy, kết quả kinh doanh của công ty được kỳ vọng cải thiện từ quý 1/2018. Tỷ lệ chi trả cổ tức cao, đạt 30% tiền mặt và 30% cổ phiếu thưởng trong năm 2016. Chúng tôi lưu ý, nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ diễn biến giá cao su và tình hình tiêu thụ lốp Radial của DRC.

CSM – Theo dõi.

Cổ phiếu CSM thu hút sự chú ý của nhà đầu tư trong ngắn hạn nhờ tỷ lệ chi trả cổ tức cao (20% tiền mặt và 40% cổ phiếu thưởng), tuy nhiên, trong trung hạn, nhà đầu tư cần lưu ý tình hình tiêu thụ lốp, tiến triển các dự án và diễn biến giá cao su nguyên liệu. Kết quả kinh doanh năm 2016 có thể giảm do (1) giá bán sản phẩm trong 5T2016 giảm trung bình 8-10% so với đầu năm 2015, (2) sản lượng tiêu thụ trung bình 5T2016 đạt 9.000 lốp/tháng, thấp hơn so với kế hoạch và điểm hòa vốn (trung bình 20.800 lốp/tháng); (3) giá cao su nguyên liệu đã rất gần với đáy, và khó giảm tiếp. BSC dự báo, doanh thu của CSM đạt 3.226 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 277 tỷ đồng (-4,6%, loại trừ lợi nhuận từ bất động sản ghi nhận trong năm 2015).

Mã CK	DT 2016E	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 24/06/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
DRC	3,774	455	3,551	10.95	2.02	26.06%	N/A	38,900		Link
CSM	3.235	277	2,445	10.18	1.83	22.68%	>= 10%	24,900		Link

Nguồn: BSC research

Ngành Ngân hàng [Trung lập]

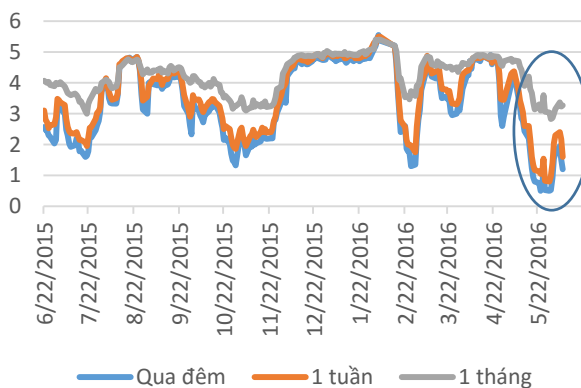
- Tính đến ngày 20/06/2016, tín dụng tăng 6,2%, huy động vốn tăng 8,23% so với đầu năm
- Thanh khoản dồi dào, lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh trong quý 2/2016
- Lãi suất huy động có xu hướng tăng nhẹ tại các kỳ hạn dài, lãi suất cho vay giảm
- Thông tư 06 nới lỏng hơn các quy định về an toàn trong hoạt động cho vay đối với TCTD, đồng thời giãn thời gian thực hiện theo lộ trình từ 6-18 tháng so với Dự thảo sửa đổi TT36
- VAMC dự kiến triển khai mua nợ theo giá trị thị trường từ năm 2016.
- Khuyến nghị mua MBB, theo dõi ACB, VCB

Thực trạng Quý 2/2016

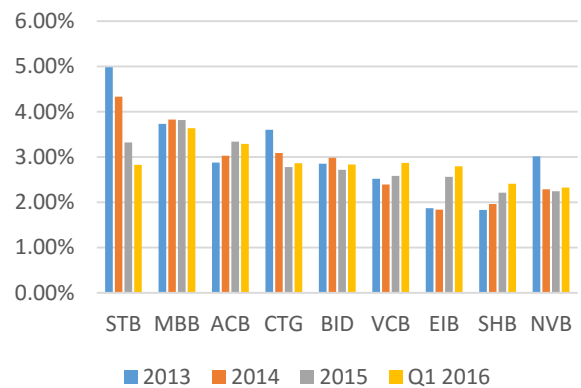
Tín dụng tăng trưởng tích cực. Tính đến ngày 20/06/2016, tín dụng tăng 6,2% so với đầu năm (tương đương cùng kỳ 2015), huy động vốn tăng 8,23% so với đầu năm⁴.

Thanh khoản dồi dào. Tín dụng tăng trưởng thấp hơn huy động, cùng với việc NHNN bơm ra 72.000 tỷ đồng qua kênh ngoại hối trong tháng 4,5/2016, hỗ trợ tích cực cho thanh khoản của hệ thống ngân hàng. Tỷ lệ LDR đến cuối tháng 4/2016 là 87.52%, thấp hơn so với cuối năm 2015 là 87,96%. Điều này đã kéo giảm lãi suất liên ngân hàng và tạo điều kiện cho một số ngân hàng giảm lãi suất huy động trong quý 2/2016.

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng từ tháng 6-2015 đến tháng 6/2016



Xu hướng NIM của các ngân hàng niêm yết từ năm 2012-Q1 2016



Nguồn: Bloomberg, BSC research

⁴ Tổng cục thống kê Việt Nam

Lãi suất huy động có xu hướng tăng trong khi lãi suất cho vay giảm có thể làm giảm NIM của các ngân hàng. Sau khi hàng loạt ngân hàng tăng lãi suất huy động trong quý 1/2016, bước sang quý 2/2016, lãi suất huy động diễn biến trái chiều, tuy nhiên, so với cuối năm 2015, xu hướng chính vẫn là tăng nhẹ lãi suất huy động kỳ hạn dài. Một số ngân hàng tăng lãi suất huy động gồm: LienVietPostbank tăng 0,1-0,5% đối với tất cả các kỳ hạn, MBB tăng 0,1% đối với kỳ hạn 6-9 tháng và 0,3% đối với kỳ hạn 36-60 tháng, Maritime Bank, SCB và SHB nâng 0,1-0,3% đối với lãi suất kỳ hạn ngắn; VIB và Techcombank nâng 0,1-0,2% đối với lãi suất kỳ hạn 12 tháng. Trong khi đó, OCB, STB giảm 0,1% lãi suất huy động đối với tất cả các kỳ hạn, ACB giảm 0,1% đối với kỳ hạn 9 tháng. Đồng thời, lãi suất cho vay ở nhiều ngân hàng giảm. 3 ngân hàng có vốn nhà nước là BIDV, Vietcombank, Vietinbank giảm 0,5% lãi suất cho vay ngắn hạn và áp dụng mức lãi suất cho vay trung và dài hạn tối đa là 10%. EIB giảm 0,2-0,5%; Techcombank giảm 1,5% và DongABank giảm 0,3%. ACB và STB giảm lãi suất cho vay ngắn và trung hạn (giảm 0,11-1,5%) nhưng tăng lãi suất kỳ hạn dài (tăng 0,2-0,33%). Điều này, có thể tác động làm giảm NIM của các ngân hàng thương mại.

Thông tư 06/2016/TT-NHNN nới lỏng hơn, đồng thời đưa ra lộ trình thực hiện cho các ngân hàng so với dự thảo sửa đổi bổ sung TT36. So với TT36, TT06 siết chặt hơn các quy định về cho vay trung, dài hạn hạn, cho vay kinh doanh bất động sản và kinh doanh cổ phiếu. Trong dài hạn, điều này sẽ góp phần lành mạnh hóa hệ thống ngân hàng thông qua điều tiết các khoản tín dụng tiềm ẩn rủi ro cao, minh bạch hơn các khoản nợ xấu và đảm bảo thanh khoản cho hệ thống. Trong ngắn hạn, việc nới lỏng hơn các quy định cùng với việc đưa ra lộ trình thực hiện thêm 6-18 tháng giúp các ngân hàng có thêm thời gian để đáp ứng các yêu cầu đề ra, tránh các cú sốc trong ngắn hạn, đồng thời, mở thêm room tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là tín dụng bất động sản và tín dụng trung và dài hạn. ([Tham khảo Báo cáo đánh giá tác động của TT06](#)).

VAMC dự kiến triển khai mua nợ theo giá trị thị trường từ năm 2016. Vốn điều lệ hiện tại của VAMC là 2.000 tỷ đồng, nhỏ hơn nhiều so với quy mô nợ xấu lũy kế đã mua đến 18/6/2016 là 247 nghìn tỷ đồng. NHNN đã ban hành quyết định 618 ngày 12/4/2016 cho phép VAMC phối hợp với các tổ chức, cá nhân trong và ngoài nước mua nợ xấu theo giá trị thị trường, được nhận vốn ủy thác để mua nợ xấu theo giá trị thị trường. Đồng thời, các TCTD được dùng trái phiếu đặc biệt để mua lại các khoản nợ đã bán cho VAMC, chuyển đổi các khoản nợ đã bán cho VAMC theo giá trị sổ sách thành các khoản bán theo giá trị thị trường. Như vậy, quy định mới mở rộng hơn nguồn vốn được mua nợ theo giá trị thị trường. Qua đó, nợ xấu được xử lý thực chất hơn, đồng thời, giảm áp lực trích lập dự phòng 20% mỗi năm trên tổng mệnh giá trái phiếu đặc biệt cho các ngân hàng. Chủ tịch VAMC ông Nguyễn Quốc Hùng cho biết năm 2016, VAMC sẽ tiến hành mua nợ xấu bằng tiền mặt. VAMC đang lên kế hoạch xử lý 30.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm nay thông qua bán tài sản đảm bảo, nợ xấu lũy kế đã xử lý từ năm 2013 đến hết quý 2/2016 ước đạt 30.780 tỷ đồng.

Giãn thời gian trích lập dự phòng trái phiếu VAMC lên 10 năm đối với 1 số ngân hàng. NHNN đã ban hành thông tư 08/2016/TT-NHNN có hiệu lực từ ngày 1/8/2016. NHNN gia hạn thời gian trích lập dự phòng rủi ro trái phiếu đặc biệt từ 5 năm lên tối đa 10 năm cho (1) tổ chức tín dụng đang thực hiện phương án tái cơ cấu; (2) tổ chức tín dụng gặp khó khăn về tài chính mà việc trích lập dự phòng TPĐB khiến chênh lệch thu chi trước thuế dự kiến của năm đề nghị gia hạn thời hạn trái phiếu đặc biệt bị âm. Quy định này sẽ giảm áp lực trích lập dự phòng đối với nhóm các ngân hàng này, trong đó, một số ngân hàng niêm yết là BIDV, CTG (sau sáp nhập với PGbank), STB, NVB, EIB,....

Một số ngân hàng xin nới room cho nhà đầu tư nước ngoài. Như đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành 2016, các ngân hàng Việt Nam cần tăng vốn để đảm bảo an toàn hoạt động, hướng đến áp dụng Basel II. Trước áp lực này, CTG trình NHNN xin mở room cho khối ngoại lên 40%, VCB xin nới room nước ngoài lên 35%. ABBank xin nới room cho khối ngoại lên 49%. SCB cũng muốn bán vốn trên 50% cho nhà đầu tư nước ngoài.

Kết quả kinh doanh quý 1/2016. Kết thúc quý 1/2016, tổng cho vay khách hàng của 9 ngân hàng niêm yết đạt 2.288 nghìn tỷ đồng, (+3,94% yoy). Một số ngân hàng ghi nhận tốc độ tăng trưởng cho vay cao là ACB (+8%), VCB (+6%), SHB (+5%) và BID (+4%). Trong khi đó, một số ngân hàng chứng kiến sự sụt giảm về cho vay là EIB (-3%), NVB (-2%). Lợi nhuận sau thuế của 9 ngân hàng niêm yết đạt 6.870 tỷ đồng (-15% yoy) chủ yếu do tăng mạnh chi phí dự phòng rủi ro. Tổng chi phí dự phòng rủi ro của 9 ngân hàng niêm yết lên tới 5.765 tỷ đồng vào năm 2016, chiếm 40% tổng lợi nhuận trước dự phòng của các ngân hàng.

Kết quả kinh doanh của các ngân hàng niêm yết trong quý 1/2016

Q1 2016	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB
Quy mô									
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	26,650	37,234	34,187	16,312	9,377	18,167	9,486	12,355	3,010
Tổng tài sản (tỷ đồng)	662,324	791,737	858,962	228,771	209,868	306,515	203,631	122,221	48,407
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.70%	7.33%	5.09%	10.23%	6.24%	7.40%	5.67%	10.79%	6.66%
Tăng trưởng (so với đầu năm)									
Tăng trưởng tài sản	-2%	2%	30%	103%	4%	5%	-1%	-2%	0%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	6%	3%	4.22%	2%	8%	3%	5%	-3%	-2%
Tiền gửi của khách hàng (tỷ đồng)	513,997	503,441	612,339	181,565	181,063	274,328	154,817	101,065	36,034
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng		2%	32%	-1%	4%	5%	4%	3%	6%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	80%	110%	102%	68%	80%	70%	89%	82%	56%
Chất lượng tài sản									
NPL ratio	1.85%	0.96%	1.80%	1.60%	1.32%	2.29%	1.90%	2.79%	2.17%
NPL ratio (bao gồm nợ xấu đã bán cho	3.33%	2.95%	5.19%	4.70%	3.10%	4.03%	7.06%	10.02%	N/A
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	2.40%	1.00%	1.40%	1.72%	1.19%	1.23%	1.15%	1.11%	1.03%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	130.22%	104.18%	77.72%	107.56%	90.03%	53.49%	60.80%	39.86%	47.63%
Lãi thực thu/ thu nhập lãi	100.82%	97.97%	95.13%	109.53%	113.68%	93.29%	87.46%	93.98%	62.48%
Lãi, phí phải thu/Tổng cho vay	1.16%	2.37%	1.62%	2.01%	1.59%	13.41%	6.53%	1.39%	12.27%
Hiệu quả kinh doanh									
LN thuần trước chi phí DPRRD (tỷ đ)	3,605	3,846	4,068	1,122	623	249	473	368	11
% yoy	21%	25%	25%	-28%	2.63%	-78%	119%	-32%	-44%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	1,305	1,441	1,991	239	233	50	168	337	-
% vs lợi nhuận trước dự phòng	36%	37%	49%	21%	37%	20%	36%	92%	0%
LNST (tỷ đ)	1,837	1,919	1,659	705	310	162	244	24	9
% yoy	62.32%	54.16%	-11%	13.75%	10.53%	-74.56%	47.46%	-94.23%	-43.94%
NIM (TTM)	2.87%	2.86%	2.83%	3.64%	3.29%	2.82%	2.41%	2.80%	2.32%
ROA (TTM)	1.00%	0.89%	0.74%	1.21%	0.53%	0.27%	0.47%	-0.26%	0.00%
ROE (TTM)	13.15%	11.15%	14.24%	12.70%	8.21%	3.25%	7.86%	-2.54%	-0.01%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,855	1,389	1,252	1,579	1,203	329	922	(286)	(1)
Giá trị ghi sổ	17,691	15,582	12,801	14,350	15,042	12,487	12,184	10,741	10,824
Định giá									
P/E	25.39	12.17	14.38	9.63	15.88	34.39	6.73	N/A	N/A
P/B	2.66	1.08	1.41	1.06	1.27	0.90	0.51	1.10	0.53

Nguồn: BSC research, *: BSC ước tính

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng. Việc nới lỏng các quy định giới hạn về an toàn đồng thời giãn thời gian thực hiện theo lộ trình thêm 6-18 tháng sẽ hỗ trợ tăng trưởng cho nhóm cổ phiếu ngân hàng trong ngắn hạn. Quy định này là tiền đề ổn định hoạt động của hệ thống ngân hàng trong dài hạn trong khi tránh được các cú sốc ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng, tốc độ tăng trưởng cho vay tại một số ngân hàng như CTG, BID, SHB và EIB có thể chậm lại trong thời gian tới, nhằm đưa tỷ lệ cho vay/tiền gửi của khách hàng về mức yêu cầu của thông tư 06. Áp lực trích lập dự phòng sẽ tiếp tục ăn mòn lợi nhuận của hệ thống các ngân hàng Việt Nam. Ngoài 2 ngân hàng là VCB, MBB có chi phí dự phòng rủi ro dự kiến giảm, chi phí dự phòng rủi ro được dự báo tiếp tục tăng ở nhóm các ngân hàng còn lại.

VCB – Theo dõi – Giá mục tiêu 45.500 đồng/cp.

Với vị thế dẫn đầu toàn ngành, VCB tiếp tục được hưởng lợi từ sự phục hồi của nền kinh tế cũng như xu hướng hội nhập hóa. Thanh khoản tốt, tỷ lệ LDR trong ngưỡng cho phép của TT 06 (80%) cho phép ngân hàng đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới. Tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn cao tạo ra mặt bằng lãi suất huy động bình quân thấp hơn các ngân hàng khác, cùng với danh mục gồm 2 khoản đầu tư trái phiếu Chính phủ trị giá 1 triệu USD/khoản mang lại khả năng sinh lời (NIM) cao hơn cho VCB. Đồng thời, chất lượng tín dụng tốt, tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro trên tổng nợ xấu cao, do vậy, chi phí trích lập dự phòng rủi ro của ngân hàng được kỳ vọng giảm trong thời gian tới. LNST của ngân hàng được kỳ vọng đạt 6.700 tỷ đồng (+26% yoy), tương đương EPS 2016 là 2,208 đồng/cp.

MBB – Mua – Giá mục tiêu 16.600 đồng/cp, upside 11%.

MBB là một trong những ngân hàng dẫn đầu về hiệu quả hoạt động tại thị trường Việt Nam, kết quả kinh doanh được kỳ vọng cải thiện. (1) Ngân hàng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng tín dụng do tỷ lệ cho vay/tiền gửi khách hàng thấp, đạt 68% trong năm 2015. (2) Nguồn vốn giá rẻ chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu nguồn vốn huy động, chiếm 31% trong năm 2015 mang lại lợi thế về chi phí và giúp ngân hàng duy trì tỷ lệ NIM cao. (3) Dự phòng rủi ro chặt chẽ với tỷ lệ bao nợ xấu cao, đạt 108%, tỷ lệ lãi thực thu/thu nhập lãi đạt 110%, các khoản lãi, phí phải thu giảm mạnh. Chúng tôi cho rằng, chi phí trích lập dự phòng rủi ro của MBB sẽ có xu hướng giảm trong thời gian tới. Lưu ý, một số trái phiếu trong danh mục trái phiếu lãi suất cao do MBB nắm giữ giai đoạn trước đã đáo hạn, điều này sẽ ảnh hưởng đến NIM và thu nhập lãi của MBB trong năm 2016. Đồng thời, việc sáp nhập SDFC có thể làm tăng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của MBB, tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng không lớn so với quy mô của MBB ([tham khảo báo cáo thăm doanh nghiệp](#))

ACB – Theo dõi.

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành 2016, từ năm 2012-nay, ACB đã tích cực trong vấn đề xử lý các tồn đọng, rủi ro phát sinh trong năm 2012. Điểm tích cực trong năm 2016 là ACB đã xử lý tốt 1 trong 2 rủi ro đã được BSC nêu trong báo cáo triển vọng ngành 2016. Về cơ bản, ngân hàng đã hoàn tất xử lý rủi ro đối với nhóm tiền gửi liên ngân hàng. ACB đã (1) xử lý rủi ro và thoái lãi dự thu đối với 695 tỷ đồng tiền gửi tại Vietinbank; (2) thoái lãi dự thu (126 tỷ đồng) đối với 772 tỷ đồng tiền gửi tại GPbank, nhận lại

500 tỷ đồng nợ của GPBank với lãi suất 9,2%/năm để cản trừ nợ; (3) mua lại 600 tỷ đồng trái phiếu do một công ty trong nhóm G6 phát hành để cản trừ khoản cho vay ngân hàng “D”, đồng thời, thoái toàn bộ 117 tỷ đồng tiền lãi; (4) điều chỉnh kỳ hạn thu hồi 400 tỷ đồng tiền gửi tại VNCB đến năm 2020, lãi suất 2%/năm, ACB thể ghi nhận 176 tỷ đồng trích lập dự phòng đối với VNCB khi ngân hàng này bắt đầu trả nợ. Mặc dù chất lượng tài sản của ACB đã được cải thiện, tuy nhiên, chi phí trích lập dự phòng rủi ro vẫn có thể cao do ACB cần tiếp tục xử lý nợ của nhóm G6. Lộ trình thu hồi nợ của nhóm G6 đã được NHNN phê duyệt kéo dài từ 2015 -2018. Trong năm 2015, ngân hàng đã phải trích lập 751 tỷ đồng cho số nợ không thu hồi được theo lộ trình trong năm 2015. Mục tiêu năm 2016, ACB thu hồi được 2.000 tỷ đồng, trích lập dự phòng tối đa cho nhóm này là 1.000 tỷ đồng. Riêng quý 1/2016, ngân hàng đã thu hồi 100 tỷ đồng, trích lập dự phòng hơn 200 tỷ đồng đối với nhóm nợ này. Nhà đầu tư cần cần theo dõi quá trình thu hồi, trích lập và xử lý đối với các khoản nợ của nhóm G6.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2016	Giá tại ngày 24/06/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
MBB		2,823	1,561	9,54	1.04	12.1%	10% cash or stock	14,900	16,600	Link
VCB		6,682	2,102	22.26	2.65	14.32%	10% cash	46,800	45.500	
ACB		1.208	1.337	14.36	1.31	8.45%	10% stock	19,200		

Nguồn: BSC research

Ngành Dược [Trung lập]

- Nhập khẩu dược phẩm tăng 25% trong khi nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm tăng 7% tính đến 5T2016.
- Tác động của Luật Dược sửa đổi đến các doanh nghiệp Dược trong nước chưa rõ ràng.
- Quy định về đấu thầu thuốc cho phép chia nhỏ gói thầu, hỗ trợ các doanh nghiệp dược tham gia được các gói thầu lớn.
- Khuyến nghị theo dõi DHG, DMC, IMP, TRA

Thực trạng Quý 2/2016

Thị phần dược phẩm trong nước rơi vào tay các doanh nghiệp nước ngoài. Lũy kế hết tháng 5/2016, tổng giá trị nhập khẩu dược phẩm đạt 1,02 tỷ USD (+25% yoy). Nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm đạt 145,1 triệu USD (+6,9% yoy). Sản xuất thuốc, hóa dược, dược liệu trong nước chỉ tăng 6% so với cùng kỳ. Tiêu thụ dược phẩm tại Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng, song tăng trưởng thị phần của các doanh nghiệp nước ngoài vẫn áp đảo so với các công ty trong nước.

Luật Dược sửa đổi chưa có tác động rõ ràng đối với doanh nghiệp. Như chúng tôi đã nhận định trong [Báo cáo triển vọng ngành Quý 2 năm 2016](#), Luật dược sửa đổi ưu tiên thuốc nội tham gia vào các gói thầu dược phẩm, với điều kiện thuốc sản xuất trong nước chứng minh được tương đương sinh học, tương đương điều trị với thuốc nước ngoài, điều này đòi hỏi quá trình kiểm tra kỹ thuật và thử nghiệm lâm sàng chặt chẽ, trong khi Việt Nam chưa thực hiện được các thử nghiệm này. Do vậy, tác động của Luật dược mới đối với các doanh nghiệp dược phẩm trong nước là chưa rõ ràng.

Thông tư 11/2016/TT-BYT giúp các doanh nghiệp trong nước có thể tham gia vào các gói thầu lớn. Theo Thông tư mới được ban hành vào tháng 5/2016, gói thầu dược có thể chia thành nhiều phần, cho phép nhà thầu tham gia một, một số hoặc toàn bộ các phần của gói thầu. Đối với gói thầu hoặc một phần của gói thầu thuộc danh mục mua thuốc tập trung cấp quốc gia, trường hợp thuốc có nhu cầu sử dụng lớn, một doanh nghiệp không đủ khả năng cung cấp được cả gói thầu thì đơn vị mua thuốc tập trung được phép chia ra các gói thầu theo khu vực hoặc theo vùng kinh tế xã hội. Luật dược và Luật dược sửa đổi đều yêu cầu các doanh nghiệp tham gia thầu phải đáp ứng các yêu cầu về khả năng cung ứng. Do vậy, chúng tôi cho rằng quy định này sẽ cho phép các doanh nghiệp dược trong nước tham gia vào các gói thầu lớn, trong điều kiện năng lực sản xuất và cung ứng còn hạn chế.

KQKD Quý 1 năm 2016: Tổng doanh thu thuần Quý 1 đạt 2.885 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ. Tổng lợi nhuận trước thuế tăng 18% so với cùng kỳ, đạt 417 tỷ đồng. Một số doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận: DCL (DTT tăng 24%, LNTT tăng 45% nhờ mở rộng mạng lưới bán hàng, giảm chi phí tài chính); DBT (LNTT tăng 89% nhờ ảnh hưởng của tỷ giá giảm); DHG (DTT tăng 22%, LNTT tăng 26%, nhờ tái cấu trúc hệ thống bán hàng); DP3 (DTT tăng 34%, LNTT tăng 45%). Trong khi đó, DTT và LNTT của IMP giảm lần lượt 12% và 20%. LNTT của OPC giảm 7% dù DTT tăng 5% do tăng chi phí tài chính và chi phí bán hàng.

	DTT Q1/2016	% yoy	LNTT Q1/2016	% yoy	Kế hoạch 2016	DT	Kế hoạch 2016	LNTT
DHG	815	22%	171	26%	3.733		750	

TRA	494	7%	63	12%	2.100	210*
DMC	280	8%	44	22%	1.415	155*
IMP	193	-12%	27	-20%	1.100	140
DHT	273	28%	11	15%	850	28
DCL	178	24%	26	45%	850	82*
OPC	201	5%	27	-7%	680	95
DBT	129	3%	8	89%	580	22.5*
LDP	122	13%	5	17%	500	22
PMC	101	13%	22	16%	390	72
DP3	69	34%	12	45%	220	20
PPP	30	20%	3	88%	120	7*
Tổng	2.885	13%	417	18%		

* LNST

Nguồn: BSC research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với cổ phiếu ngành dược. Là ngành phòng thủ, cổ phiếu của các công ty dược phẩm thích hợp cho đầu tư dài hạn, đặc biệt, trong giai đoạn thị trường có nhiều biến động xấu. 2 quý đầu năm 2016, cổ phiếu dược tăng giá mạnh nhờ các thông tin về việc nới room cho nhà đầu tư nước ngoài (DMC), thoái vốn và chuyển nhượng sở hữu giữa các nhà đầu tư nước ngoài (DHG, TRA), kỳ vọng luật dược sửa đổi. Chúng tôi đánh giá, luật dược sửa đổi không mang lại nhiều tác động tích cực đến hoạt động của các doanh nghiệp dược. Các công ty trong nước có thể tiếp tục đối mặt với cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ nước ngoài, đặc biệt là sau khi các FTAs có hiệu lực. Việc nâng cấp hoặc xây dựng nhà máy thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP, PICs của các công ty như IMP, DHG, DMC,... được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh số kênh ETC, qua đó, cải thiện doanh thu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Lưu ý, định giá của các doanh nghiệp dược trong nước (P/E và P/B của ngành lần lượt là 12,66x và 2,18x) tương đối hấp dẫn so với khu vực (P/E, P/B lần lượt là 23,70x và 2,82x)

DHG – Theo dõi.

DHG là doanh nghiệp đầu ngành về thị phần, doanh thu và lợi nhuận, kênh phân phối trong nước sâu rộng. Kết quả kinh doanh được kỳ vọng khả quan nhờ thực hiện tái cấu trúc hệ thống bán hàng, danh mục sản phẩm, và ưu đãi thuế đối với 2 nhà máy Non-betalactam và Betalactam. Dự án xây dựng nhà máy thuốc gói sủi bọt đạt chuẩn PICs được kỳ vọng đưa thuốc của DHG thâm nhập sâu hơn vào kênh phân phối ETC. Tuy nhiên, dự án có thể hoàn thành vào sau năm 2018, thị trường ETC khi đó có thể sẽ phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt hơn khi nhiều nhà máy dược trong nước đạt được tiêu chuẩn EU-GMP, PICs (như IMP, DMC,...) và mở cửa thị trường dược theo các cam kết EVFTA, FTA Việt Nam- Hàn Quốc. Trong dài hạn, nhà đầu tư cần chú ý đến tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, tiến độ của các nhà máy mới cũng như tình hình cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước và quốc tế.

IMP – Theo dõi

IMP là doanh nghiệp dược tập trung vào phân khúc thuốc chất lượng cao. Năm 2016, tốc độ tăng trưởng kênh OTC của IMP đã có dấu hiệu chậm lại. Việc nâng cấp tiêu chuẩn nhà máy lên EU-GMP được kỳ vọng giúp IMP định vị lại kênh phân phối ETC. Theo đó, thuốc của IMP sẽ được tham gia các gói thầu cùng phân

khúc với thuốc chất lượng cao của châu Âu với lợi thế về giá (thấp hơn 20-30% so với thuốc ngoại). 2 nhà máy Cephalosporin và Penicilin tại Bình Dương dự kiến chính thức nhận chuẩn EU-GMP trong tháng 6/2016. Nhà máy sản xuất thuốc đặc trị công nghệ cao theo tiêu chuẩn EU-GMP tại Bình Dương dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2017. Đồng thời, IMP sẽ triển khai đầu tư dự án nhà máy kháng sinh công nghệ cao tại khu công nghiệp Vĩnh Lộc, TP.HCM với vốn đầu tư 250 tỷ đồng. Nhà đầu tư cần lưu ý tiến độ của các nhà máy mới và kết quả trúng thầu vào các cơ sở y tế của IMP.

TRA – Theo dõi.

TRA là công ty dẫn đầu thị trường đông dược trong nước, có tốc độ tăng trưởng cao trong ngành. TRA hiện sở hữu hệ thống phân phối mạnh nhất ngành, sở hữu 20 chi nhánh, 3 công ty con phân phối, bán hàng trực tiếp đến 21.788 khách hàng (+20%). Sản lượng tiêu thụ kênh OTC tăng đến 41% trong năm 2015. TRA trở thành nhà phân phối độc quyền các sản phẩm của Sandoz từ tháng 7/2015. Công ty mở rộng sản xuất thuốc tân dược, dự kiến hoàn thành nhà máy Dược Việt Nam tại Hưng Yên vào quý 4/2016 và chính thức có sản phẩm từ quý 3/2017 với tổng công suất 1,2 tỷ đơn vị sản phẩm/năm, trong đó, dây chuyền thuốc nhỏ mắt, mũi đạt tiêu chuẩn EU-GMP. 6T2016, cổ phiếu TRA thu hút dòng tiền nhờ thông tin về thoái vốn của quỹ ngoại. Nhà đầu tư nên lưu ý đến tiến độ của nhà máy Dược và KQKD của TRA.

DMC – Theo dõi

Hoạt động tái cơ cấu danh mục đầu tư cải thiện kết quả kinh doanh của công ty trong năm 2015 và quý 1/2016. Cụ thể, Quý 1 năm 2016, DTT tăng 8% so với cùng kỳ, LNTT tăng 22%, biên lợi nhuận gộp cải thiện (37% so với 33% quý 1/2015). Nhà máy non-betalactam mới tại Đồng Tháp có công suất 3 tỷ đơn vị sản phẩm, tổng vốn đầu tư 250-300 tỷ đồng, xây dựng theo chuẩn PIC/s và EU-GMP, dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2017, được kỳ vọng sẽ mang lại tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho công ty. Trong dài hạn, nhà đầu tư cần lưu ý tiến độ các nhà máy, cạnh tranh trong ngành và tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của doanh nghiệp.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 30/06/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
DHG	3530	695	7,196	14.31	3.50	24%	35% cash div.	103.000		Link
IMP	999	104	3,103	14.44	1.43	11%	20% cash div.	44.800		Link
TRA	2100	210	7,829	14.69	2.94	19%	30% cash div.	115.000		Link
DMC	1415	155	5,802	12.67	2.47	17%	20% cash div.	73.500		Link

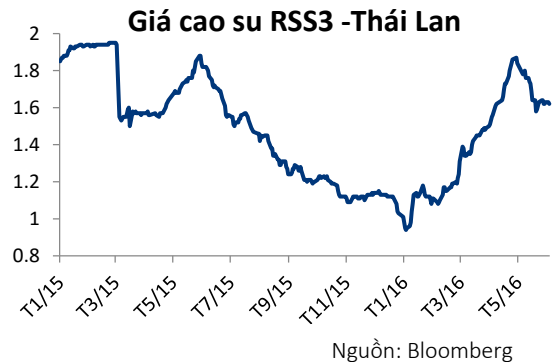
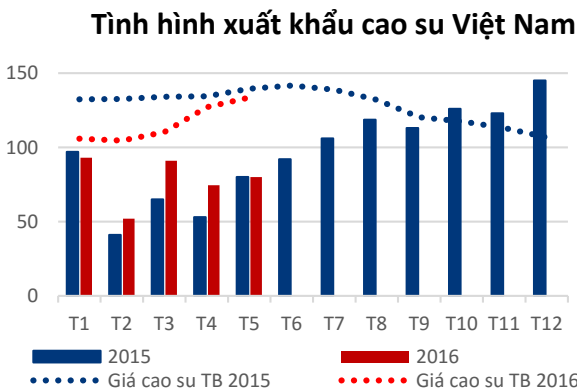
Nguồn: BSC research

Ngành Cao su tự nhiên [Trung lập]

- Sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam 5T2016 tăng 16.2 % yoy, với giá trị tăng nhẹ 0.4% yoy
- Giá cao su thế giới giảm 13.4% trong tháng 5 và khá ổn định trong tháng 6
- KQKD kém khả quan với doanh thu giảm trung bình 22%, và lợi nhuận giảm 44% yoy.
- Giá cao su dự báo giảm trong 2H2016, với khả năng hồi phục tùy thuộc mức độ ảnh hưởng Lanina.
- Khuyến nghị mua TRC, theo dõi PHR

Thực trạng ngành cao su – Đáy đã rất gần

Giá trị cao su xuất khẩu tăng nhẹ trong 5 tháng đầu năm so với cùng kỳ năm ngoái, nhờ giá cao su hồi phục: Theo số liệu thống kê sơ bộ của Tổng cục Hải quan, xuất khẩu cao su thiên nhiên trong 5 tháng đầu năm 2016 đạt 390.5 nghìn tấn (+16.2% yoy) với giá trị đạt 485 triệu USD (+0.4% yoy). Giá cao su xuất khẩu trung bình đã tăng tốt trong tháng 4 và tháng 5 lên mức \$1.43/kg, cao hơn 6.1% so với mức giá trung bình cả năm 2015, và hiện tại đang xấp xỉ bằng mức giá cùng kỳ 2015.



Giá cao su đạt đỉnh vào ngày 29/4/2016 và bắt đầu xu hướng đi xuống. Sau khi đạt mức tăng giá 74% giai đoạn tháng 1 – tháng 4, giá cao su đã giảm 13.4% trong tháng 5 và khá ổn định trong tháng 6 quanh mức \$1.62 – 1.65/kg. Tại ngày 20/6/2016, giá cao su RSS3 YTD ở mức trung bình \$1.39/kg, thấp hơn 7.4% so với mức giá trung bình 2015. Yếu tố chu kỳ là nguyên nhân chính diễn biến trong giá cao su nửa đầu năm, do cây cao su rụng lá vào quý 1 và bắt đầu thu hoạch trở lại từ tháng 4. Mặc dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng chu kỳ phục hồi năm 2016 đã diễn ra mạnh hơn và kéo dài hơn đáng kể so với các năm trước, với mức tăng 74.3% và thời gian tăng kéo dài từ tháng 1 – cuối tháng 4.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp cao su trong quý 1/2016 nhìn chung là kém khả quan. Giá cao su Việt Nam thấp hơn và có độ trễ nhất định đối với giá cao su thế giới, khiến cho việc giá cao su phục hồi chưa được phản ánh lên mặt bằng giá bán của các doanh nghiệp cao su trong quý 1. Thêm vào đó, do cây cao su trong thời kỳ rụng lá, hoạt động bán hàng của quý 1 chủ yếu đến từ các hợp đồng dài hạn với sản lượng ở mức thấp và mức giá không phản ánh được hoàn toàn sự hồi phục của giá cao su.

Quý 1 2016	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST	%yoy	KH cổ tức 2016	Chú thích
HRC	13.8	-48.7%	2.9	-86.6%	20% cp	Sự giảm sút do 29 tỷ đồng lợi nhuận hoạt động thanh lý cao su ghi nhận vào quý 1/2015
TNC	14.5	-4.7%	1.24	-77.5%		Hoạt động cao su gần như hòa vốn
TRC	52.2	-38.7%	8.5	-49%	10% tiền	Lợi nhuận gộp hoạt động sản xuất cao su giảm mạnh 63% về mức 3.7 tỷ đồng
DPR	148.7	+17.4%	37.7	0%	30% tiền	Tăng trưởng đến từ việc ghi nhận doanh thu thanh lý trong quý 1 (thay vì quý 2 như 2015). Lợi nhuận từ hoạt động sản xuất cao su là 2.5 tỷ đồng (-70.1% yoy)
PHR	179.6	-33%	35.9	-8%	10% tiền	Lợi nhuận từ hoạt động sản xuất cao su là 13.2 tỷ đồng (-67.8%)

Tình hình quý 2 vẫn khó khăn: Trong quý 2, mức giá cao su bán ra của các doanh nghiệp trong nước giao động trong khoảng 29 – 30 triệu/ tấn, cao hơn đáng kể so với mức kế hoạch đề ra (26 triệu/tấn) của doanh nghiệp. Tuy vậy, do ảnh hưởng của thời tiết xấu, sản lượng cao su sản xuất được thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái. Các chi phí phát sinh liên quan đến giai đoạn đầu mùa cạo làm gia tăng giá thành sản xuất và làm giảm lợi nhuận trong quý 2. Do vậy, trong quý 2, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành sẽ vẫn kém khả quan so với cùng kỳ năm ngoái.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Dựa trên diễn biến và triển vọng giá cao su, chúng tôi nâng quan điểm cho ngành cao su từ kém khả quan lên **TRUNG LẬP** cho ngành cao su trong Q3/2016. Ở mức giá hiện tại, giá cao su đang cao hơn 7% so với mức giá trung bình 2015. Giá cao su nhiều khả năng sẽ theo đà giảm trong quý 3, do sản lượng cao su thu hoạch bắt đầu tăng cao gây áp lực giảm lên giá. Mặc dù vậy, căn cứ vào diễn biến giá cao su 6 tháng đầu năm, và xu hướng giá dầu ở mức cao hỗ trợ nguồn cầu cho giá cao su, chúng tôi cho rằng mức giảm giá cao su trung bình trong năm sẽ không nhiều như dự báo của World Bank (-26%yoy) và như kế hoạch của doanh nghiệp cao su (-16% yoy). Bên cạnh đó, BSC lưu ý khả năng tác động của Lanina trong nửa cuối 2016 ảnh hưởng đến nguồn cung cao su của các nước sản xuất lớn. Trong năm 2011, Lanina đã gây lũ lụt ở Thái Lan, nâng giá cao su lên mức cao nhất trong lịch sử.

Chúng tôi cho rằng ngành cao su tự nhiên có thể thu hút các nhà đầu tư trong thời gian tới. Tại 24/6/2016, 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 ở mức 0.61, thấp hơn mức 0.82 của khu vực. Cổ phiếu đáng chú ý:

TRC – Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 25,100 – upside +14.6%

Trong trường hợp giá cao su tạo đáy thành công, BSC cho rằng CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi rõ nét nhất nhờ các yếu tố cơ bản tốt, cùng các biện pháp quản lý chi phí hiệu quả. Công ty có năng suất dẫn đầu ngành, cơ cấu vườn cây trẻ, cùng với 65% sản phẩm là Latex và CV 50,60 có giá bán cao và không phụ thuộc vào tình hình sản xuất sẫm lớp. Trong năm 2016, công ty cũng sẽ không ghi

nhận mức chi phí đột biến hơn 17 tỷ đồng trợ cấp thất nghiệp. Cổ phiếu TRC hiện đang được giao dịch ở mức giá 21,900 VND/cp, tương đương với P/E forward = 11.2x và P/B forward là 0.4x.

PHR – khuyến nghị Theo Dõi

CTCP Cao su Phước hòa là doanh nghiệp có vườn cây rộng lớn nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết, nhưng cơ cấu vườn cây không tối ưu với 60% diện tích thuộc nhóm cây già, khiến cho năng suất khai thác không ổn định. Tuy nhiên, trong bối cảnh giá cao su ở mức thấp khiến hoạt động chế biến cao su gần như không mang lại lợi nhuận, PHR có lợi thế lớn với 1000 ha cao su thanh lý mỗi năm trong khoảng 5 năm tới, tương đương với mức lợi nhuận khoảng 140 – 150 tỷ mỗi năm. Tại ngày 24/6/2016, cổ phiếu PHR đang giao dịch ở mức giá 21,600 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing là 8.1x và P/B là 0.8x.

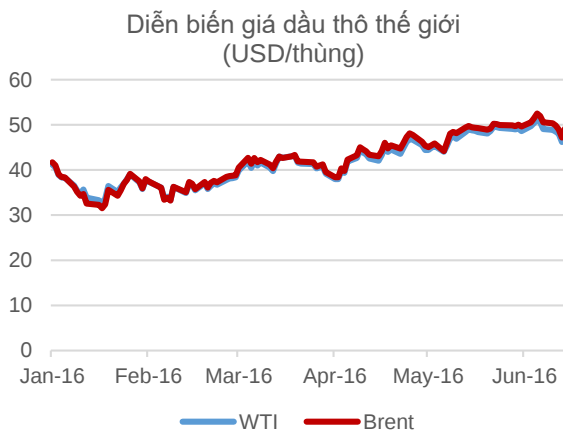
	DT2016	LN2016	EPS 2016	P/E F	P/B F	ROE	Cổ tức 2016	Giá 24/6/2016	Giá mục tiêu	Upside	Link
TRC	339.73	70.66	1,941	10.1	0.4	4%	10%	21,500	25,100	16.7%	Link

Ngành Dầu khí [Trung lập]

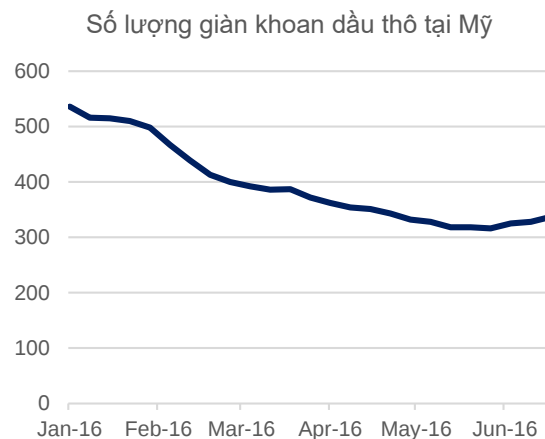
- Giá dầu tăng 57% từ đáy ngày 20/01/2016 nhưng đã phục hồi bắt đầu suy yếu. Giá LPG tăng 16% từ đáy nhưng vẫn thấp hơn cùng kỳ 24-30%
- Các tổ chức lớn nâng dự báo giá dầu lên khoảng 39-45 USD/thùng cho năm 2016
- Sản lượng khai thác dầu thô giảm 2.4% trong khi sản lượng khai thác khí tăng 6.5%
- Hệ thống khí Nam Côn Sơn bảo dưỡng tổng thể trong 6 ngày
- Sự phân hóa trong kết quả kinh doanh của các nhóm upstream và downstream
- Khuyến nghị mua PVS, PGS, PXS, PGC, theo dõi PVD, GAS

Thực trạng Quý 2/2016

Đà phục hồi giá dầu bắt đầu suy yếu: tính từ đáy ngày 20/1/2016 tới ngày 16/06/2016, giá dầu đã phục hồi 57% đối với giá dầu WTI và 67% đối với giá dầu Brent. Tính chung trong quý II/2016, giá dầu đã tăng lần lượt 18% và 19% đối với WTI và Brent. Nguyên nhân thúc đẩy giá dầu phục hồi chủ yếu đến từ nguồn cung suy yếu ở Nigeria do nội chiến và ở Canada do cháy rừng. Đồng thời số lượng giàn khoan của Mỹ tiếp tục giảm mạnh với tốc độ khoảng 12%/tháng trong 5 tháng đầu năm 2016 và sản lượng dầu nhập khẩu của Trung Quốc tăng mạnh. Tuy nhiên, đến tháng 6 số lượng giàn khoan của Mỹ đã bắt đầu tăng trở lại với tốc độ khoảng 7%/tháng và những lo ngại việc Anh rời khỏi EU (Brexit) tác động gián tiếp làm giá dầu giảm nhẹ 7% trong 2 tuần giữa tháng 6. Chúng tôi lo ngại với đà tăng trở lại của các giàn khai thác dầu đá phiến của Mỹ và sản lượng dầu thô của Canada hồi phục từ tháng 7/2016 sẽ khiến giá dầu suy yếu.



Nguồn: Bloomberg



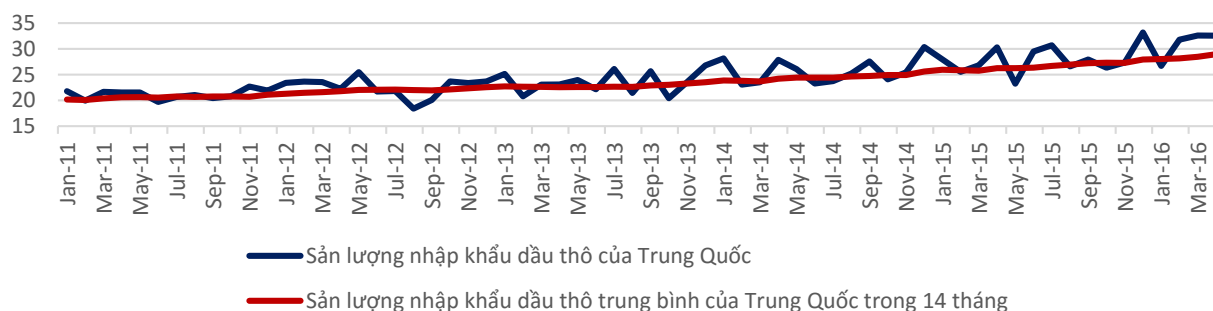
Nguồn: Bloomberg

Các tổ chức lớn nâng dự báo giá dầu: Các tổ chức lớn đều cho rằng cung cầu trên thị trường đang dịch chuyển về điểm cân bằng. Do vậy, họ đồng loạt nâng dự báo giá dầu trung bình năm 2016 và 2017 lên mức 39-45 USD/thùng cho dầu Brent.

	Dự báo trước	Dự báo hiện tại
Goldman Sachs	39	45
Morgan Stanley	33	43
Wood Mackenzie	36	39

Nguồn: BSC Research

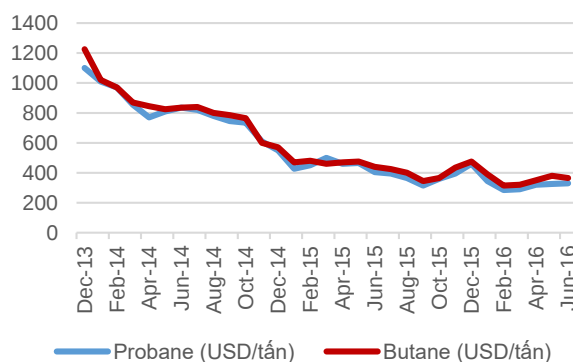
Sản lượng nhập khẩu dầu thô của Trung Quốc (triệu tấn)



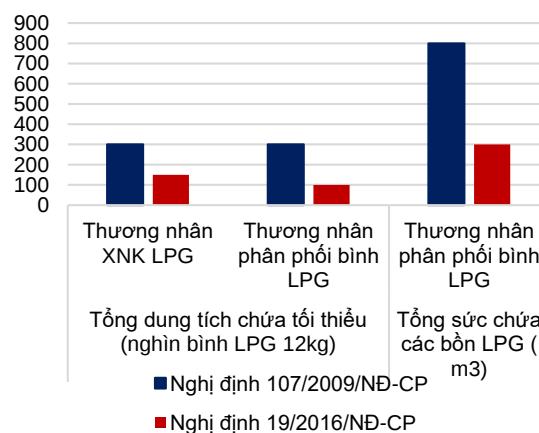
Nguồn: Bloomberg

Giá LPG hồi phục theo giá dầu: cùng với đà phục hồi của giá dầu, từ đáy tháng 2/2016, giá LPG đã tăng 4 tháng liên tiếp với tổng mức tăng khoảng 16%. Tuy nhiên, so với cùng kỳ giá LPG trong 6 tháng đầu năm 2016 thấp hơn lần lượt 30% và 24% đối với Propane và Butane.

Giá LPG thế giới (USD/tấn)



Điều kiện kinh doanh khí hóa lỏng LPG



Nguồn: BSC Research

Kinh doanh LPG được nới lỏng: nghị định số 19/2016/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 15/05/2016 với nhiều sửa đổi nhằm nới lỏng điều kiện kinh doanh LPG, đặc biệt là quy định về sức chứa LPG tối thiểu của các doanh nghiệp được điều chỉnh giảm từ 50% đến 65%. Qua đó, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ sẽ có điều kiện tham gia thị trường, tăng thêm áp lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp hiện tại như PVG, PGS, PGC.

Sản lượng khai thác dầu thô của Việt Nam suy giảm: sản lượng dầu thô khai thác 5 tháng đầu năm 2016 giảm 2.4% so với cùng kỳ 2015, ước đạt 7.5 triệu tấn. Việc giá dầu ở mức thấp khiến cho các nhà thầu nước ngoài tạm dừng hoặc giãn tiến độ các chiến dịch khoan. Ước tính số giếng khoan xác nhận hoạt động trong 5 tháng đầu năm 2016 chỉ đạt khoảng 11 giếng, giảm 80% so với năm 2015. Tuy nhiên, đối với khai thác khí, nhờ mỏ khí Thái Bình- Hàm Rồng đi vào hoạt động cũng như gia tăng khai thác ở các mỏ cũ nên sản lượng khai thác khí trong 5 tháng đầu năm 2016 tăng khoảng 6.5% so với cùng kỳ, đạt 4.7 triệu tấn.

Đường ống khí Nam Côn Sơn bảo dưỡng tổng thể: dự kiến trong tháng 9/2016, hệ thống đường ống khí Nam Côn Sơn sẽ tiến hành bảo dưỡng toàn bộ nhà máy xử lý khí và các trạm van. Đợt bảo dưỡng dự kiến sẽ tiến hành trong 6 ngày từ ngày 9/9 đến ngày 14/9. Việc bảo dưỡng có thể làm gián đoạn ngắn hạn nguồn khí cho các hộ tiêu thụ như DCM và các nhà máy điện khí.

Đẩy mạnh triển khai các dự án lọc hóa dầu: UBND các tỉnh đang đẩy mạnh tiến độ khởi công các dự án nhà máy lọc dầu tại địa phương như dự án lọc hóa dầu Long Sơn công suất 2.7 triệu tấn/năm dự kiến được khởi công vào quý IV/2016, dự án lọc hóa dầu Victory Nhơn Hội công suất 20 triệu tấn/năm dự kiến được khởi công từ quý I/2017. Ngoài ra dự án nâng cấp, tăng công suất nhà máy lọc dầu Dung Quất từ 6.5 triệu tấn/năm lên 8.5 triệu tấn/năm cũng đang được đẩy nhanh tiến độ để có thể khởi công. Việc các nhà máy lọc dầu được triển khai sẽ tạo việc làm cho các doanh nghiệp kỹ thuật như PVS, PXS, PVB và khi hoàn thành sẽ giúp tăng tính chủ động nguồn cung cho các doanh nghiệp phân phối như PGS, PVG, CNG, PGC.

Sự phân hóa trong kết quả kinh doanh: quý I/2016 ảnh hưởng của việc suy giảm giá dầu đã được thể hiện rõ hơn trong kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí khi đa số các doanh nghiệp đều ghi nhận sự suy giảm mạnh, đặc biệt là các doanh nghiệp thuộc thượng nguồn Upstream như GAS, PVD, PVS, PVC, PVB. Tuy nhiên, vẫn có một số doanh nghiệp duy trì kết quả kinh doanh khả quan như các doanh nghiệp phân phối khí ở hạ nguồn (PGD, PVG) và PXS nhờ sản lượng gia tăng. Sang đến quý II/2016, việc phục hồi tốt của giá dầu đã cải thiện kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp hạ nguồn gồm PGD, PGS, PVG, CNG, PGC. Đồng thời, một số doanh nghiệp có thể ghi nhận sự tăng trưởng đột biến trong lợi nhuận tài chính nhờ hoàn nhập dự phòng hoặc hồi tố như GAS, PXS, PVB. Ngược lại một số doanh nghiệp có thể vẫn ghi nhận việc sụt giảm so với cùng kỳ như PVC, PVD, PVS.

	DT 1Q2016 (tỷ)	%y.o.y	LNST 1Q2016 (tỷ đồng)	%y.o.y	DT KH 2016 (tỷ đồng)	LNST KH 2016 (tỷ đồng)	Cổ tức 2016 (%)	+/- giá cổ phiếu trong 1H2106
GAS	13,984	-10%	1,479	-44%	54,751	7,085	30	102%
PVS	4,443	-10%	245	-11%	22,000	960	10	35%
PVD	1,577	-64%	82	-84%	7,500	500		55%
PGD	889	-25%	82	5%	5,155	110	15	22%

PGS*	829	-13%	269	537%	5,108	413	30	29%
PVC	463	-48%	5	-92%	3,000	83	14	47%
PVG	601	-22%	5	35%	2,950	12	0	25%
PGC	582	-5%	22	-1%	2,436	120**		0%
PXS	625	35%	34	18%	2,200	145**	13	38%
PVB	1	-100%	(18)	-146%	246	5	0	5%
CNG	207	-2%	21	-8%	1,100	127	30	38%

(*: PGS quý I/2016 thoái vốn CNG ghi nhận 248 tỷ đồng LNST)

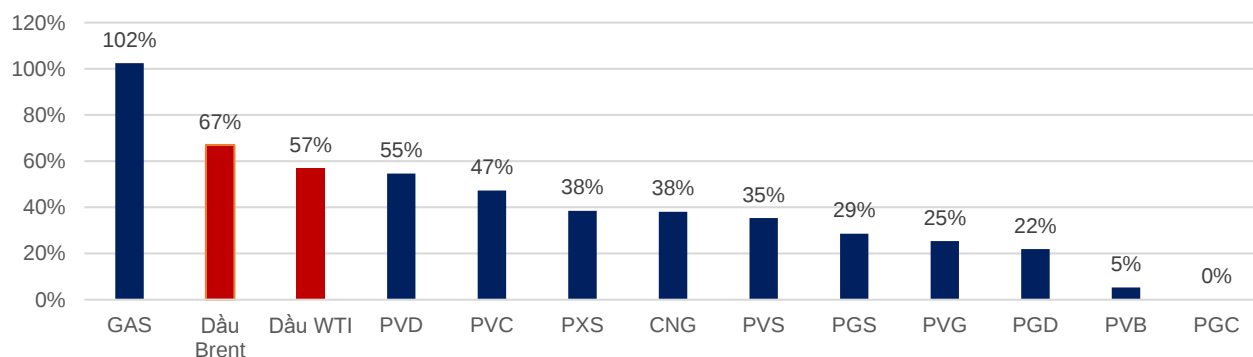
(**): Lợi nhuận trước thuế)

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Như chúng tôi đã đề cập đến trong [báo cáo “Đánh giá ảnh hưởng việc suy giảm giá dầu” ngày 1/2/2016](#), trong 6 tháng đầu năm 2016, giá cổ phiếu dầu khí đã tăng mạnh trở lại theo đà phục hồi của giá dầu trong khi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp chưa có dấu hiệu lạc quan. Các cổ phiếu tăng mạnh nhất là GAS (102%), PVD (55%), PVC (47%). Đây đều là những doanh nghiệp có mức suy giảm lợi nhuận mạnh nhất trong quý I/2016. Như vậy, mức độ tương quan giữa kết quả kinh doanh và giá cổ phiếu dầu khí đang được đánh giá không cao.

Mức tăng của các cổ phiếu dầu khí và giá dầu từ ngày 20/1/2016



Nguồn: BSC Research

Mặc dù các dấu hiệu từ việc cắt giảm nguồn cung đã suy yếu, chúng tôi vẫn nhận định giá dầu 6 tháng cuối năm 2016 sẽ ở mức lạc quan hơn 6 tháng đầu năm 2016 nhờ kỳ vọng vào việc đạt mục tiêu lạm phát của Mỹ. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ dao động xung quanh mức 45-50 USD/thùng cho 6 tháng cuối năm 2016 (cao hơn mức trung bình 6 tháng đầu năm là 42 USD/thùng). Do đó, chúng tôi nâng mức đánh giá ngành dầu khí từ Kém Khả Quan lên **TRUNG LẬP** cho 6 tháng cuối năm 2016. Chúng tôi lưu ý các doanh nghiệp sẽ duy trì kết quả kinh doanh khả quan với giá dầu ở mức 45-50 USD/thùng khi biên lợi nhuận được đảm bảo và sản lượng tiêu thụ tăng cùng với định giá hấp dẫn như PGS, PVG, PGC, PVS và PXS. Một số doanh nghiệp kết quả kinh doanh có khả năng đột biến nhưng định giá đang ở mức cao như GAS, PVD, PGD, CNG.

PVS- MUA- Giá mục tiêu 22,700 đồng/cổ phiếu (+26%)

Trong 5 tháng đầu năm 2016, PVS ước tính ghi nhận 7,500 tỷ đồng doanh thu và 500 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (riêng quý 1/2016, PVS ghi nhận 4,442 tỷ đồng doanh thu và 315 tỷ đồng LNTT), tương ứng đạt 34% kế hoạch doanh thu và 42% kế hoạch lợi nhuận. Chúng tôi đánh giá kết quả này tương đối lạc quan trong bối cảnh ngành dầu khí Việt Nam đang rất khó khăn do giá dầu ở mức thấp, số lượng công việc bị hạn chế và áp lực giảm giá dịch vụ cao. Mảng M&C và FSO/FPSO vẫn duy trì kết quả kinh doanh khả quan trong khi các mảng khác chứng kiến sự suy giảm mạnh.

Chúng tôi dự báo năm 2016, PVS sẽ ghi nhận 21,060 tỷ đồng doanh thu và 1,108 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương đương với EPS 20-16=2,177 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng mảng hoạt động M&C và FSO/FPSO sẽ duy trì kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2016 và mảng ROV phụ hồi từ quý II/2016 sẽ giúp doanh nghiệp đạt được kế hoạch sản xuất kinh doanh trong năm 2016.

PGS- MUA- Giá mục tiêu: 20,100 đồng/cổ phiếu (+19%)

Tính trong nửa đầu năm 2016, sản lượng tiêu thụ CNG ước đạt tăng 10%y.o.y và sản lượng tiêu thụ LPG tăng 6% đối với mảng công nghiệp và 10% đối với mảng dân dụng. Đây là tốc độ tăng trưởng tương đối khả quan trong bối cảnh mức độ cạnh tranh trên thị trường LPG tăng lên do được nới lỏng điều kiện kinh doanh theo nghị định 19. Hơn nữa, sản lượng CNG dự kiến tăng mạnh từ nửa cuối năm 2016 nhờ 2 khách hàng lớn là Samsung và Thép Nam Kim tăng sản lượng tiêu thụ. Ước tính cả năm 2016, sản lượng tiêu thụ của CNG tăng 18% so với năm 2015.

Chúng tôi dự báo năm 2016, PGS sẽ ghi nhận 4,052 đồng doanh thu (+2%y.o.y) và 122 tỷ đồng LNTT (+77%y.o.y.). Chúng tôi lưu ý dự báo của chúng tôi đã loại trừ ảnh hưởng của CNG đến kết quả kinh doanh của PGS trong 2015 và 2016.

PVG- MUA- Giá mục tiêu 9,500 đồng/cổ phiếu (+20%)

Sản lượng tiêu thụ CNG của PVG được kỳ vọng tăng mạnh trong năm 2016 nhờ các khách hàng đi và hoạt động và nâng công suất. Ước tính cả năm 2016, PVG sẽ tiêu thụ khoảng 40 triệu m³ CNG, tăng gấp 20 lần so với năm 2015. Đối với mảng LPG, công ty nhận định sẽ duy trì sản lượng ổn định cho một phần khách hàng LPG chuyển đổi sang dùng CNG nên phần khách hàng mới sẽ chỉ bù đắp cho phần khách hàng chuyển đổi. BSC dự báo năm 2016, PVG sẽ đạt 2,766 tỷ đồng doanh thu và 28 tỷ đồng LNST, tương đương với EPS đạt 836 đồng/cổ phiếu (đã trừ trích quỹ khen thưởng và phúc lợi 17%).

PXS- MUA- Giá mục tiêu 14,700 đồng/cổ phiếu (+16%)

PXS dự kiến ghi nhận 1,400 tỷ đồng doanh thu trong 1H2016 (Quý I/2016 doanh nghiệp ghi nhận 625 tỷ đồng doanh thu). PXS dự kiến ghi nhận 18 tỷ hoàn nhập bảo hành dự án P3-P4 vào quý II/2016. Khoản hoàn nhập này có thể khiến lợi nhuận quý II/2016 của doanh nghiệp tăng đột biến. Chúng tôi dự báo năm 2016, PXS sẽ ghi nhận khoảng 1,900 tỷ đồng doanh thu và 116 tỷ đồng LNST.

Kỳ vọng duy trì ổn định trong năm 2017: năm 2017, công ty dự kiến tiếp tục thực hiện dự án 3 giàn cho bộ Quốc phòng (679 tỷ) sẽ hoàn thành trong 6 tháng đầu năm 2017, dự án nhiệt điện Sông Hậu giá trị khoảng 280 tỷ và phần còn lại của dự án nhiệt điện Thái Bình 2 khoảng 50 tỷ. Công việc của công ty sẽ tập trung chủ yếu trong 6 tháng đầu năm 2017. Đối với 6 tháng cuối năm 2017, công ty kỳ vọng các dự án lọc hóa dầu Long Sơn và Sư tử trắng giai đoạn 2 sẽ được khởi công, qua đó tạo đầu việc cho công ty trong giai đoạn cuối năm

PGC- MUA- Giá mục tiêu 12,015 đồng/cổ phiếu (+17%)

PGC duy trì mức lợi tức cao và ổn định, ở khoảng 11%. Chúng tôi kỳ vọng PGC sẽ tăng trưởng lợi nhuận ổn định nhờ làm tốt công tác quản lý nguồn hàng và sản lượng tiêu thụ tăng lên từ các khách hàng mới. Đồng thời giá CP được dự báo sẽ tăng lên theo giá dầu. BSC dự báo năm 2016, PGC sẽ đạt 2,511 tỷ đồng doanh thu thuần (-2%y.o.y) và 111 tỷ đồng LNST (+14%y.o.y), tương ứng với EPS đạt 1,600 đồng/cổ phiếu. PGC đang được giao dịch với mức P/E FW 2016= 6.56 – mức tương đối thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành.

GAS- Theo dõi

Trong 6 tháng cuối năm, với kỳ vọng giá dầu ở mức lạc quan hơn 6 tháng đầu năm, kết quả kinh doanh của PVGAS sẽ được cải thiện do hơn 50% sản lượng khí tiêu thụ được tính theo giá dầu. Đồng thời, khoản hồi tố chênh lệch giá cước phí vận chuyển đường ống dẫn Phú Mỹ- Tp Hồ Chí Minh cho giai đoạn từ 2012 đến nay ước tính khoảng 1,800 tỷ sẽ được EVN thanh toán dần trong thời gian 2 năm có thể làm lợi nhuận của GAS ghi nhận sự đột biến. Tuy nhiên, cổ phiếu GAS đang được giao dịch với mức P/E=16- cao so với trung bình ngành và thị trường. Trong quá khứ, mức P/E cao nhất của GAS là 18.

PVD- Theo dõi

Trong 1H2016, số lượng giàn khoan hoạt động trung bình của PVD là khoảng 2 giàn trong khi cùng kỳ là 6 giàn sở hữu và 2.7 giàn thuê ngoài hoạt động và thời gian hợp đồng của các giàn chủ yếu kết thúc trong 1H2016. Hiện công ty đang tiến hành đấu thầu cung cấp 2 giàn tại Myanmar và Malaysia và nếu thành công các giàn sẽ bắt đầu hoạt động từ tháng 9/2016. Trong quý 1/2016, đơn giá cho thuê giàn đạt bình quân khoảng 81,000 USD/ngày, giảm 25% so với cùng kỳ. Công ty kỳ vọng giá dầu duy trì ổn định ở mức khoảng 50 USD/thùng, các nhà thầu nước ngoài sẽ có thể bắt đầu khoan trở lại từ 2017, qua đó tăng nhu cầu giàn khoan trên thị trường. Tại ngày 20/06/2016, cổ phiếu PVD đang được giao dịch tại giá VND32,500/cổ phiếu, tương đương PE FW= 27.08 và P/B FW= 0.84. Như vậy PVD đang được giao dịch ở mức P/E cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 24/06/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
PVS	21,060	1,108	2177	8.27	0.69	9.44%	20% cash	18,000	22,700	link
PGS	4,052	97	1,442	11.85	0.63	15.00%	15% cash	16,800	20,100	link
PVG	2,766	28	836	9.18	0.51	7.00%	N/A	7,700	9,100	
PXS	1900	116	1837	7.01	0.95	15.00%	N/A	12,700	14,700	

PGC	2,511	111	1600	6.44	0.96	17%	>= 12% cash	10,300	12,015	link
-----	-------	-----	------	------	------	-----	----------------	--------	--------	----------------------

Nguồn: BSC Research

Ngành Thủy sản [Kém khả quan]

- Giá trị xuất khẩu thủy sản 5 tháng 2016 tăng trưởng 1.1% so với cùng kỳ 2015.
- Kết quả kinh doanh quý 1 chịu tác động mạnh của biến động tỷ giá.
- Tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản dự báo tăng 13% năm 2016.
- Khuyến nghị theo dõi VHC, HVG, FMC

Thực trạng Quý 2/2016

Xuất khẩu thủy sản 5 tháng 2016 tăng 1.1% yoy, đạt 2.43 tỷ USD. Hoa Kỳ, Nhật Bản, Trung Quốc và Hàn Quốc là 4 thị trường nhập khẩu hàng đầu của thủy sản Việt Nam trong 4 tháng đầu năm 2016, chiếm 51,74% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản. Trong 4 tháng đầu năm 2016, các thị trường có giá trị xuất khẩu thủy sản tăng mạnh là Hoa Kỳ (12,2%), Trung Quốc (39,3%), Thái Lan (18,47%) và Anh (17,15%).

Giá nguyên liệu thủy sản tăng do thiếu hụt nguồn cung. Giá cá tra tăng 10-15% trong quý 1.2016, đạt mức 19,000-21,500 đồng/kg, giá cá giống tăng 70% từ khoảng 20,000 đồng/kg lên mức 34,000 đồng/kg. Giá các loại tôm cũng tăng mạnh từ 2,000-4,000 đồng/kg. Nguyên nhân chính là tình trạng ngập mặn, ảnh hưởng của El Nino kéo dài. Các vùng nuôi cá chính như Đồng Tháp, An Giang, sản lượng cá giảm lần lượt 33%, 16%. Sản lượng tôm cũng chỉ đạt 38.000 tấn, giảm 2.6% so với cùng kỳ 2015.

Kết quả kinh doanh quý 1/2016. Mặc dù toàn ngành thủy sản có kết quả kinh doanh quý 1 khả quan: Tổng DT đạt 9,541 tỷ (+40%yoy), LNG đạt 836 tỷ (+24%yoy), lợi nhuận sau thuế giảm sâu do lỗ chênh lệch tỷ giá (VHC ghi nhận lỗ tỷ giá 19 tỷ quý 1/2016 trong khi quý 1/2015 chỉ 2.3 tỷ).

Tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1/2016.

Công ty	Doanh thu (tỷ)		Lợi nhuận gộp		Lợi nhuận sau thuế (tỷ)		P/E	P/B
	Q1/2016	%yoy	Q1/2016	%yoy	Q1/2016	%yoy		
HVG	5,413	20.24%	299	44%	12	-76%	-	0.87
VHC	1,601	3.63%	238	27%	100	-2%	8.04	1.61
IDI	814	-0.14%	84	28%	16	-24%	8.10	0.61
ANV	576	20.01%	69	3%	5	-64%	-	0.36
FMC	543	-9.93%	38	-12%	15	36%	5.21	1.56
ACL	270	33.14%	38	54%	0.7	-46%	6.66	0.59
TS4	223	-0.13%	47	0%	3	11%	12.52	0.46
ABT	100	5.80%	24	-31%	10.8	-47%	9.87	1.35
Trung bình							6.30	0.93

Nguồn: BCTC các công ty

Vasep dự báo kim ngạch xuất khẩu thủy sản có thể tăng 13% năm 2016. Chúng tôi cho rằng, giá trị xuất khẩu thủy sản 2016 có thể tăng trưởng tương đương với mức dự báo của Vasep nhờ: (1) Nhu cầu phục hồi tại thị trường Mỹ. Trong năm 2015, do giá cá tra, tôm luôn có xu hướng giảm, các doanh nghiệp Mỹ dự trữ hàng tồn kho nhỏ, tính đến tháng 1/2016 tổng tồn kho cá tra tại Mỹ chỉ bằng 80% so với cùng kỳ 2015. (2) Tỷ giá tại các thị trường tiêu thụ diễn biến có lợi hơn: đồng Yên tăng giá 11.7% so với đầu năm, giúp giá xuất khẩu thủy sản Việt Nam trở lên rẻ tương đối, tăng nhu cầu tiêu thụ. (3) Tôm xuất khẩu sang Trung Quốc dự báo tăng mạnh nhờ gỡ bỏ lệnh cấm nhập khẩu.

Thượng nghị viện Mỹ đã thông qua việc bãi bỏ luật Farm bill đối với cá da trơn, điều luật đang được xem xét tại Hạ Viện. Nếu Farm bill được dỡ bỏ, các doanh nghiệp thủy sản sẽ tiết được khoản chi phí lớn từ thay đổi quy trình nuôi trồng cũng như tránh được những quy định khắt khe hơn khi nhập khẩu vào Mỹ.

Quan điểm đầu tư – Kém khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **Kém Khả Quan** với ngành thủy sản. Mặc dù doanh thu các doanh nghiệp thủy sản có cải thiện so với cùng kỳ năm 2015, chúng tôi cho rằng đây chỉ là xu hướng ngắn hạn, triển vọng trung dài hạn của ngành thủy sản vẫn kém khả quan do: (1) Nguồn cung nguyên liệu đầu của ngành chịu tác động tiêu cực của hiện tượng hạn hán tại vùng đồng bằng Nam Bộ. (2) Biến động chính trị tại EU (Brexit) có thể làm giảm giá đồng euro, ảnh hưởng nhu cầu tiêu thụ với các mặt hàng thủy sản tại EU (3) Lỗ tỷ giá tiếp tục bào mòn lợi nhuận của các doanh nghiệp thủy sản. Tuy nhiên trong 2 quý cuối năm nhờ nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường chính, giá bán tăng làm kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thủy sản dự báo khả quan so với cùng kỳ 2015, tuy nhiên chưa đủ để nâng lên quan điểm trung lập. Với các nhà đầu tư ngắn hạn (3 tháng) chúng tôi khuyến nghị FMC và VHC ([chi tiết tại báo cáo ngành ngày 23/5/2016](#)) nhờ kế hoạch mở rộng sản xuất đáp ứng nhu cầu xuất khẩu, tự chủ nguồn nguyên liệu và chất lượng sản phẩm tốt, được thị trường tiêu thụ đánh giá cao

HVG- Khuyến nghị Theo Dõi

HVG là công ty thủy sản đứng đầu cả nước. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lũy kế từ 1/10/2015 tới 31/3/2016 có mức tăng trưởng lớn lần lượt ở mức 51%yoy và 41%yoy. Tuy nhiên điểm đáng chú ý là phần lớn tăng trưởng này đến từ các công ty con, đặc biệt là FMC vừa được hợp nhất trong kỳ báo cáo. Thực chất hoạt động của công ty mẹ giảm sâu với LNST giảm từ 46 tỷ xuống còn 41 tỷ, tương ứng mức giảm 11%. Thêm vào đó, khả năng thanh toán của HVG cũng đang ở mức đáng lo ngại khi tổng nợ vay đã lên tới trên 8,000 tỷ (bằng gần 4 lần VCSH), vay ngắn hạn chiếm gần 90%, trong khi tiền mặt chỉ có trên 800 tỷ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên thận trọng **Theo Dõi** với HVG và theo dõi khả năng bán hàng của công ty mẹ trong các quý cuối năm.

VHC- Khuyến nghị Theo Dõi.

Sau báo cáo Sector Insights của chúng tôi, giá cổ phiếu VHC đã tăng mạnh từ khoảng 30,000 đồng lên hơn 40,000 đồng tương ứng mức tăng 33%. Nguyên nhân chính: (1) Xuất khẩu 5 tháng 2016 tăng mạnh 50%, doanh thu xuất khẩu đạt 28.5 triệu USD đóng góp bởi tăng trưởng giá cá tra fillet (tăng 15%) và sản lượng xuất khẩu (tăng 50%). (2) Chiến lược mở rộng thị trường hướng tới các nhà bán lẻ đem lại hiệu quả tích cực.

(3) Vùng nuôi cá của VHC nằm tại Đồng Tháp, Tiền Giang, hạn chế ảnh hưởng của hạn mặn. Chúng tôi lưu ý, điểm rơi doanh thu ngành thủy sản rơi vào 2 quý cuối năm, vì vậy kết quả kinh doanh của VHC kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong thời gian cuối năm. Thêm vào đó, từ tháng 6/2016, năng lực sản xuất tăng lên 750 tấn nguyên liệu/ngày (tăng 25%) nhờ nhà máy Vạn Đức Tiền Giang đi vào hoạt động sẽ giúp VHC đáp ứng nhu cầu thủy sản tại các thị trường xuất khẩu chính.

FMC- Khuyến nghị Theo Dõi.

Giá cổ phiếu FMC hiện tại đã tăng gần với mức giá mục tiêu chúng tôi khuyến nghị trong báo cáo Sector insights ngày 23/5/2016. Triển vọng của FMC 2 quý cuối năm của FMC vẫn còn khả quan nhờ: (1) mở rộng diện tích nuôi trồng thêm 50 ha giúp tăng sản lượng nguyên liệu tôm thêm 30% yoy. Sau khi mở rộng, FMC kỳ vọng đáp ứng 20% nhu cầu nguyên liệu đầu vào. (2) Chính thức trở thành công ty con của HVG năm 2016, tận dụng lợi thế nguồn thức ăn đầu vào cho tôm từ VTF. (3) tiềm năng từ thị trường EU khi đối thủ chính là Thái Lan không còn được hưởng lợi từ GSP (Generalized Scheme of Preference) 3.5% từ năm 2016. (4) Tận dụng lợi thế từ FTA Việt Nam-EU đi vào hiệu lực 2017.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016	EPS 2016	P/E F	P/B F	ROE 2016	Cổ tức	Giá 24/06/16	Giá mục tiêu
HVG	23,994	162	870	11.26	0.7	7.3%	Cp: 10:2	9.800	N/A
VHC	6,746	382	4,131	10.14	1.78	17%	Tiền:10%	41.900	35,000
FMC	3,176	105	3.500	6.89	1.6	23%	Cp: 2:1	24.100	24.000

Nguồn: BSC Research

Ngành Vận tải biển [Kém khả quan]

- Chỉ số cước vận tải hàng rời giảm 10% yoy, hàng lỏng giảm 23%yoy
- Kết quả kinh doanh quý 1/2016 vẫn có sự phân hóa giữa vận tải hàng rời và hàng lỏng.
- Dự báo trong các quý cuối năm, vận tải hàng lỏng tiếp tục có tăng trưởng khá trong khi vận tải hàng rời vẫn khó khăn.
- Khuyến nghị mua PVT, GSP, theo dõi VIP, VTO

Thực trạng Quý 2/2016

Chỉ số giá cước vận tải biển hàng rời BDI phục hồi nhưng vẫn ở mức thấp. So với đầu năm BDI index đã tăng 29% đạt 612.37 điểm ngày 14/6/2016 tuy nhiên so với cùng kỳ năm 2016, BDI index vẫn giảm 10%. BCTI ngày 14/6/2016 cũng chỉ đạt 705 điểm, giảm 23% so với cùng kỳ.

Sản lượng vận chuyển nội địa tăng trưởng khá. Tổng sản lượng vận tải của đội tàu biển Việt Nam năm 2015 đạt 125,8 triệu tấn (+27,5%yoy). Kết quả thực hiện 4 tháng đầu năm 2016 đội tàu vận tải biển Việt Nam đạt 30 triệu tấn (+5%yoy).

Kết quả kinh doanh quý 1 phân hóa. Các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng như PVT, VTO, GSP vẫn duy trì kết quả kinh doanh tăng trưởng khá trong quý 1/2016 như chúng tôi đã dự báo trong [báo cáo ngành quý 1/2016](#) với mức tăng trưởng bình quân đạt 12.25%. Đáng chú ý PVT là doanh nghiệp đầu ngành có mức tăng trưởng doanh thu lớn 37%yoy nhờ tăng sản lượng vận chuyển và hoạt động khai thác FSO/FPSO từ đầu năm 2016 thay vì chỉ hoạt động từ tháng 5/2015. Trong khi đó, nhóm vận tải hàng rời như VOS, VFR, HTV vẫn ghi nhận doanh thu kém khả quan do nhu cầu vận tải từ Trung Quốc vẫn ở mức yếu.

Mã CK	Ngành	DTT		BLN Thuần		LNST		P/E	P/B
		Q1/2016	%yoy	Q1/2016	Q1/2015	Q1/2016	%yoy		
PVT	Hàng lỏng	1,534	37%	10%	10%	99	46%	7.05	0.97
VOS	Hàng rời	369	-3%	14%	6%	-46	-55%	-	0.32
VTO	Hàng Lỏng	296	0%	18%	13%	31	158%	6.62	0.6
GSP	Khí, hóa chất	248	7%	12%	13%	16	-11%	7.87	1.13
VNA	Hàng rời	155	1%	36%	28%	-8	-58%	-	0.31
VIP	Hàng Lỏng	129	-18%	21%	28%	15	-21%	10.72	0.55
PJT	Hàng Lỏng	99	5%	8%	14%	7	49%	5.59	0.92
SKG	Chở khách	87	36%	70%	65%	54	54%	13.21	5.9
VFR	Hàng rời	62	-35%	-1%	-1%	1.2	-233%	-	0.73
HTV	Hàng rời	46	-4%	22%	18%	6.2	13%	6.36	0.66
TCO	Hàng rời	36	-10%	34%	24%	4	-41%	7.28	0.87
TJC	Hàng rời	31	-30%	7%	10%	3.8	9%	8.01	0.64

Nguồn: BCTC các công ty.

Nguồn cầu vận chuyển hàng rời từ Trung Quốc dự báo tiếp tục giảm. Sản xuất công nghiệp và xuất khẩu Trung Quốc quý 1/2016 giảm 5.9% so với cùng kỳ 2015 cho thấy nguồn cầu vận chuyển hàng rời tại thị

trường tiêu thụ lớn nhất thế giới vẫn trong chu kỳ giảm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng, các doanh nghiệp vận tải hàng rời khó phục hồi ít nhất cho đến cuối năm 2016.

Quan điểm đầu tư – Kém khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **Kém Khả Quan** với ngành vận tải biển. Mặc dù kết quả kinh doanh quý 1/2016 của các doanh nghiệp hàng rời so với đầu năm có cải thiện, kết quả kinh doanh các quý cuối năm dự báo vẫn kém khả quan so với cùng kỳ 2015 do rủi ro tỷ giá vẫn khá lớn và nguồn cầu vận chuyển không lớn. Đối với doanh nghiệp vận tải hàng lỏng, nguồn hàng tốt bắt nguồn từ các dự án trong nước khiến chúng tôi duy trì đánh giá khả quan và khuyến nghị **Mua** với PVT và GSP., theo dõi với VIP, VTO.

PVT- Khuyến nghị MUA- giá mục tiêu 16,190 đồng/cổ phiếu

PVT là doanh nghiệp vận tải hàng lỏng đứng đầu cả nước với tổng tải trọng đội tàu chiếm gần 30%, có nền tảng kinh doanh bền vững nhờ ưu thế độc quyền vận tải dầu thô cho NMLD Dung Quất và hơn 90% thị phần phân phối khí LPG. Trong thời gian qua, giá cổ phiếu PVT đi ngược lại với xu thế giá dầu trong nước và quốc tế. Chúng tôi lưu ý, PVT là doanh nghiệp vận tải dầu, khí thuộc downstream trong chuỗi giá trị ngành dầu khí. Giá dầu giảm tăng nhu cầu tiêu thụ dầu của nền kinh tế, thay thế cho loại nguyên liệu hóa thạch khác như than đá từ đó tăng nhu cầu vận chuyển và giảm chi phí đầu vào cho đội tàu. Trong khi đó, giá dầu giảm sẽ tác động trực tiếp lên doanh thu của các doanh nghiệp khai thác dầu như PVD hay PVS. Sản lượng vận chuyển kì vọng tăng nhờ: (1) Nguồn cầu vận chuyển ổn định từ nhà NMLD Dung Quất. (2) Vận chuyển dầu thô và thành phẩm cho NMLD Nghi Sơn (dự kiến đi vào hoạt động tháng 7/2017). (3) Thực hiện vận tải toàn bộ khí LPG cho PV Gas trading cả năm 2016. (4) Tăng trưởng mảng FPS/FPSO với BLNG cao nhờ FSO Đại Hùng Queen đi vào hoạt động từ tháng 5/2015 và mảng O&M từ tháng 4/2015.

GSP- Khuyến nghị MUA- giá mục tiêu 15,200 đồng/cổ phiếu

GSP là công ty con của PVT, thực hiện vận tải khí LPG với thị phần chiếm hơn 90% vận tải LPG cả nước. LPG là khí dùng chủ yếu trong tiêu thụ dân dụng, thành phần chủ yếu là C_3H_8 và C_4H_{10} chiết xuất từ dầu mỏ. Vì vậy, giá dầu mỏ ở mức thấp giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ và vận chuyển LPG. Doanh thu của GSP dự báo tăng trưởng nhanh trong năm 2016 nhờ: (1) Thực hiện vận chuyển toàn bộ khí LPG sản xuất và xuất nhập khẩu của PV Gas Trading trong cả năm 2016 thay vì chỉ thực hiện 6 tháng như trong năm 2015. (2) Đường ống Nam Côn Sơn II đi vào vận hành giúp sản lượng LPG của nhà máy lọc dầu Dinh Cố tăng 25%yoy lên mức 350,000 tấn/năm. (3) Sản lượng khí bán ra của nhà máy lọc dầu Dung Quất dự báo tăng nhờ giảm thuế suất nhập khẩu từ 20% xuống còn 10% và tăng nhu cầu tiêu thụ LPG cho sản xuất gốm sứ, gạch men và các loại vật liệu xây dựng khác. (4) GSP đầu tư 291 tỷ đồng, trong đó đầu tư 140 tỷ (42 tỷ vốn chủ và 98 tỷ vốn vay) mua tàu LPG trọng tải dưới 4,000 DWT và 135 tỷ (40.6 tỷ vốn chủ và 95 tỷ vốn vay) mua 2 xà lan chở LPG trọng tải dưới 700 DWT.

SKG- Khuyến nghị Theo Dõi.

Trong quý 1/2016 nhờ giá dầu giữ ở mức thấp, nguồn cầu từ khách du lịch đi Phú Quốc duy trì ở mức cao, SKG tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng rất nhanh 36% yoy với biên lợi nhuận gộp đạt 70% tăng 5% so với quý 1.2015. Trong năm 2016, lượng khách du lịch đến Phú Quốc dự báo tăng mạnh nhờ cải thiện hạ tầng và các dự án khu du lịch, nghỉ dưỡng, nguồn cầu vận chuyển sẽ giữ đà tăng trưởng nhanh. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư một số điểm sau: (1) Mạng vận tải hành khách đi Phú Quốc có rào cản gia nhập ngành không lớn, một số doanh nghiệp lớn (như VIC) có đủ tiềm lực tài chính đầu tư đội tàu. (2) Tăng trưởng nhanh với BLNG lớn (trên 60%) sẽ thu hút thêm nhiều đối thủ mạnh tham gia khai thác. (3) Sự phát triển của hình thức di chuyển thay thế- máy bay như Vietjet Air sẽ giảm dần sự hấp dẫn của ngành.

VIP- Khuyến nghị Theo Dõi

Cuối tháng 3/2016, VIP đã bán cổ phần tại công ty cổ phần cảng Xanh Vip, thu lợi nhuận khoảng 50 tỷ. Ngày 20/6/2016 VIP đã thực hiện nhận tàu 37,000 dwt dùng phục vụ chở dầu thành phẩm nhập khẩu cho tổng công ty mẹ Petrolimex. Đối với 2 dự án bất động sản, VIP vẫn chưa thể thoái vốn. Chúng tôi lưu ý, các công ty con của Petrolimex là PJT và VTO ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong quý 1, giá cổ phiếu đã có điều chỉnh khá lớn giữa quý 2. Tuy nhiên, VIP vẫn chỉ giao động quanh mức giá trên dưới 9,000. Chúng tôi cho rằng VIP là cổ phiếu đáng chú ý trong 2 quý cuối năm nhờ: (1) hoạt động kinh doanh chính dự báo cải thiện mạnh nhờ đưa tàu mới vào hoạt động. (2) VIP có tỷ suất cổ tức trên giá khá hấp dẫn tại thời điểm hiện tại.

Mã CK	DT 2016(tỷ)	LNST 2016(tỷ)	EPS F 2016	P/E F 2016	P/B F 2016	ROE F 2016	Cổ tức 2016	Giá 24/06/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
PVT	6,358	507	1,742	7.4	0.97	13%	Cp: 10%, cash 8%	12.900	16,190	link
GSP	1,132	71	1,922	7.13	1.03	20%	Tiền 12%	13.700	15,200	link
SKG	382	218	8,921	10.65	4.88	37%	30%	95.000	N/A	
VIP	625	106	1,561	5.7	0.55	N/A	Tiền: 8%	8.900	N/A	

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 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 Quốc Trưởng

truongnq@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