

Vietnam Sector Outlook

Báo cáo triển vọng ngành



BSC

BSC RESEARCH

Vietnam Sector Outlook 2016
Quý 4

BSC

Mục lục

Chiến lược đầu tư ngành quý 4/2016.....	3
Chủ đề đầu tư cho Quý 4 và năm 2016	4
Đánh giá và nhận định TTCK Quý 3 năm 2016 của BSC	8
Đánh giá các chính sách và thông tin sẽ có ảnh hưởng lớn đến TTCK 2016	10
So sánh ngang với TTCK khu vực	13
Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	14
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 9T/2016.....	17
Triển vọng ngành quý 4/2016	19
Ngành Bất động sản [Khả quan]	19
Ngành Xây dựng [Khả quan]	22
Ngành Gạch men [Khả quan]	25
Ngành Công nghệ [Khả quan]	28
Ngành Cảng biển [Khả quan]	31
Ngành Điện [Khả quan]	33
Ngành Thép [Trung lập]	36
Ngành Sữa [Trung lập]	40
Ngành Phân bón [Trung lập]	42
Ngành Xi măng [Trung lập]	46
Ngành Ô tô [Trung lập]	48
Ngành Bảo hiểm [Trung lập]	51
Ngành Nhựa [Trung lập]	53
Ngành Mía đường [Trung lập]	57
Ngành Săm lốp [Trung lập]	1
Ngành Ngân hàng [Trung lập]	4
Ngành Dược [Trung lập]	9
Ngành Cao su tự nhiên [Trung lập]	12
Ngành Dầu khí [Trung lập]	15
Ngành Dệt may [Trung lập]	20
Ngành Thủy sản [Kém khả quan]	24
Ngành Vận tải biển [Kém khả quan]	26

Chiến lược đầu tư ngành quý 4/2016

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 3/2016](#), thực sự việc chọn ngành đầu tư trở nên khó khăn hơn các năm trước khi tính từ đầu năm, LargeCap (+31.6%) có mức tăng điểm ấn tượng ấn nhất, nhóm MidCap và BCs đều tăng +28.3%, SmallCap (+22.6%), Penny (+11.7%). Trong 9T2016, đa phần những chủ đề đầu tư và các cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi đều tăng trưởng như kỳ vọng. Tuy nhiên bên cạnh đó vẫn có những nhóm ngành và cổ phiếu có diễn biến không như dự báo.

Việt Nam đang ở đâu trong chu kỳ kinh tế? Khó để đánh giá về chu kỳ hiện tại do kinh tế những nước mới nổi như Việt Nam sẽ phụ thuộc lớn vào chính sách của những nước như Trung Quốc hay Mỹ, châu Âu. Theo định nghĩa của các giai đoạn kinh tế, Việt Nam vẫn đang nằm ở giữa giai đoạn Hồi phục và Đầu tăng tốc (Initial Recovery và Early Upswing trước khi đến Late Upswing – Slowdown – Recession) với những đặc điểm là Tăng trưởng với lạm phát thấp, lạm phát bắt đầu tăng nhẹ, lãi suất ngắn hạn ở mức thấp, lợi suất trái phiếu ở mức thấp / giảm. Đây là giai đoạn thích hợp đầu tư cổ phiếu hơn so với các kênh đầu tư khác. Chúng tôi cũng lưu ý, tăng trưởng tín dụng dự báo 2016 đạt 18 – 20%, mức cao nhất trong 5 năm gần đây, tăng trưởng tín dụng có ảnh hưởng trực tiếp đến GDP, lãi suất và lạm phát. Tăng trưởng tín dụng sẽ cùng chiều với tăng cung tiền (lạm phát tăng) và tăng huy động vốn (lãi suất tăng). BSC dự báo mặt bằng lãi suất vẫn sẽ ở mức thấp và ổn định trong những tháng cuối năm, điều kiện thuận lợi cho đầu tư cổ phiếu.

Các rủi ro mà chúng tôi cho rằng cần lưu ý nhất: (1) Trung Quốc duy trì đà tăng trưởng tốt nhờ Chính phủ tăng chi tiêu với Đầu tư bởi các doanh nghiệp nhà nước tăng 21.4% và Chi tiêu ngân sách của Chính phủ Trung Quốc tăng 12.7% trong 8T2016 (2) Sự lan rộng của chủ nghĩa dân 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 và (4) Sự leo thang của IS tại Trung Đông. Thị trường cũng sẽ nóng lạnh cùng các cuộc họp của Opec và các NHTW của Anh, Nhật Bản, Châu Âu và FOMC.

Quý IV 2016, quý tăng tốc. Thông thường, quý cuối năm luôn là quý có mức độ nhộn nhịp về kinh doanh hơn phần còn lại của năm. Đặc biệt với điều kiện của năm 2016 là năm của bầu cử và chuyển giao, nhiều hoạt động kinh tế chậm lại đáng kể, nhất là từ khối đầu tư công trong 3 quý đầu năm. Do vậy dù có được luồng FDI tăng trưởng mạnh mẽ, cung tiền dồi dào, mặt bằng lãi suất thấp nhưng kinh tế tăng trưởng vẫn chậm hơn khá nhiều so với cùng kỳ. Do vậy quý IV này có thể đánh dấu việc các nỗ lực cải cách, thúc đẩy kinh tế bắt đầu có ảnh hưởng tích cực đến các doanh nghiệp và diễn biến của TTCK.

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 3 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 3 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 9/2016](#).

Chủ đề đầu tư cho Quý 4 và năm 2016

Trong 7 chủ đề đầu tư của chúng tôi (5 chủ đề đưa ra hồi đầu năm và 2 chủ đề bổ sung trong báo cáo triển vọng ngành Q3), diễn biến 9 tháng đầu năm 2016, một số ngành đã có kết quả và theo đúng dự báo, 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 4 năm 2016, chúng tôi có cập nhật và bổ sung một số quan điểm và thông tin. Cụ thể như sau:

- **“Thứ nhất, Bất động sản ảm trở lại, thanh khoản tăng”.** Thị trường BĐS đã bắt đầu xuất hiện những hoài nghi và lo ngại khi tính đến Q2/2016, dư nợ tín dụng trong lĩnh vực BĐS đạt gần 416.000 tỷ đồng, tăng 5,76% so với đầu năm 2016 và đang tăng nhanh hơn mức tăng chung của cả nền kinh tế. Tuy vậy, KQKD của nhóm cổ phiếu BĐS vẫn sẽ duy trì khả quan khi điểm rơi doanh thu lợi nhuận vào năm 2017 – 2018 với nhiều dự án hoàn thiện và bàn giao. Một số cổ phiếu đáng lưu ý là **(1)** Nhóm có sự tăng trưởng về KQKD do bán hàng tốt: KDH, VIC, DXG và **(2)** Nhóm chiết khấu cao so với giá trị sổ sách: ITC, SCR, SJS, VCG.

Q4/2016, BSC cho rằng cơ hội cũng sẽ đến từ các ngành downstream của BĐS khi mùa xây dựng bắt đầu trở lại sau mùa mưa ở miền Nam, và tháng ngâu tại miền Bắc. Chúng tôi tiếp tục kỳ vào các ngành Xây dựng (dân 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)”.** BSC duy trì đánh giá tích cực với Nhóm cổ phiếu được hưởng lợi từ FTAs là **Cảng biển** (VSC, GMD, CDN), **Hạ tầng** (CTI), **Khu công nghiệp** (KBC, LHG, D2D) kỳ vọng sẽ ghi nhận KQKD tăng trưởng trong Q4. Trong tháng 10/2016, Hiệp định Thương mại Tự do EAEU-Việt Nam chính thức có hiệu lực, chúng tôi nhận định hiệp định sẽ có tác động tích cực đến Dệt may và Thủy sản nhưng ảnh hưởng không quá lớn. Chúng tôi cũng lưu ý việc đề xuất tăng lương tối thiểu trong năm 2017 nếu được thông qua sẽ gây khó khăn cho DN Dệt may khi những ưu đãi về thuế (EVFTA, TPP) sớm nhất có hiệu lực từ 2018. Đồng thời rủi ro TPP không được thông qua cũng rất đáng lưu tâm.
- **“Thứ ba, ảnh hưởng từ mặt bằng giá nguyên vật liệu”.** 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](#)). BSC kỳ vọng vào những diễn biến khả quan hơn cho giá dầu khi khối OPEC có quyết định chính thức về việc cắt giảm sản lượng dầu trong cuộc họp ngày 30/11/2016. Những thông tin trên nhiều khả năng sẽ hỗ trợ giá dầu trong ngắn hạn, nâng giá dầu trung bình lên mức 45-50 USD/thùng trong Q4/2016 (mức trung bình 9 tháng đầu năm là 44.2 USD/thùng), qua đó tạo tâm lý tích cực cho nhóm cổ phiếu dầu khí. Đối với nhóm ngành nguyên vật liệu cơ bản, BSC cho rằng sẽ tiếp tục cải thiện theo diễn biến giá hàng hóa trên thị trường thế giới và chính sách bảo hộ trong nước (**Thép, Mía Đường**). Chúng tôi cũng lưu ý ngành **Cao su** khi giá bán cao su đã bắt đầu tăng trong Q3, và Quý 4 là điểm rơi về sản lượng thu hoạch (40% tổng sản lượng cả năm).
- **“Thứ tư, nhóm cổ phiếu thoái vốn hoặc hết room”.** Thị trường về cuối năm càng chứng kiến sự sôi động của nhóm cổ phiếu trong danh sách SCIC thoái vốn, đặc biệt là nhóm 10 cổ phiếu trong danh sách thoái là VNM, FPT, NTP, BMP, BMI, VNR, HGM, CTCP Hạ tầng và BĐS Việt Nam, SGC và FPT Telecom. Việc SCIC lựa chọn được đơn vị tư vấn để bán cổ phần tại VNM vừa qua được kỳ vọng là tín hiệu đẩy nhanh hoàn tất quá trình thoái vốn. BSC cũng lưu ý danh sách CP có kế hoạch thoái vốn trong năm 2016 của SCIC công bố 31/05/2016 còn có các doanh nghiệp đáng chú ý như: HDC, VSH, VNC và VCG. Bên cạnh nhóm SCIC thoái vốn, 2 doanh nghiệp là Sabeco và Habeco phải niêm yết trên sàn chứng khoán ngay trong năm 2016 cũng sẽ là điểm nhấn của TTCK Việt Nam, sự kiện đang thu hút sự quan tâm lớn của NĐT trong và ngoài nước.
- **“Thứ năm, các cổ phiếu cơ bản, cổ tức cao đều đặn, beta thấp có thể tiếp tục là điểm đến của dòng tiền”.** Trong Q3/2016, thị trường tiếp tục được dẫn dắt bởi nhóm LargeCap và BlueChips, trong đó chủ yếu là các cổ phiếu

cơ bản tốt, chúng tôi cho rằng xu hướng đó sẽ vẫn tiếp tục trong Q4 khi là mùa ghi nhận chủ yếu doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp. Những cổ phiếu có hoạt động kinh doanh tốt, cổ tức cao đều đặn và triển vọng tăng trưởng dài hạn sẽ tiếp tục là điểm đến của dòng tiền (VNM, HPG, BFC, PNJ, MWG,...). Những cổ phiếu có beta thấp vẫn sẽ hấp dẫn nhà đầu tư ưa thận trọng (nhóm cổ phiếu Gạch men, Cao su, Thủy điện, phân phối khí...)

- **“Thứ sáu, cơ hội từ Upcom”.** 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 3 tháng cuối năm. Đáng chú ý, **Thông tư 115/2016/TT-BTC** có hiệu lực từ 01/11/2016 cũng sẽ góp phần tăng tính sôi động và hấp dẫn của sàn Upcom, khi trong vòng tối đa 20 ngày kể từ ngày hết hạn thanh toán tiền mua cổ phần đấu giá, cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ bị bắt buộc và tự động giao dịch trên sàn Upcom. Đây là cú hích lớn cho quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước.
- **“Thứ bảy, biến đổi khí hậu”.** Theo dự báo của Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên hợp quốc (FAO), La Nina tại khu vực Đông Nam Á có thể bắt đầu từ tháng 9/2016 kéo dài đến tháng 2/2017, chủ yếu tập trung vào Indonesia, Malaysia, Philippines, Papua New Guinea. Miền Trung và Nam Bộ Việt Nam ngay cả khi La Nina không diễn ra, thì với việc El Nino kết thúc, lượng mưa nhiều và tăng cao, BSC cho rằng các ngành **Thủy điện, Cao su** và phần nào là **thủy sản** sẽ được hưởng lợi.

Ngoài ra, mưa nhiều tại các tỉnh Tây Nguyên và Nam Bộ, độ mặn giảm, hạn hán chấm dứt cùng với tình trạng lũ về chậm tại các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiêu thụ cho ngành **Phân bón**.

Triển vọng Ngành Quý 4 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, nhựa), Công nghệ, Cảng biển, và Điện**. Chúng tôi nâng triển vọng của ngành **Thép** từ kém khả quan lên Khả quan, nhờ các yếu tố hỗ trợ lớn về chính sách. Các ngành downstream của BDS dự báo duy trì sức tăng trong thời gian tới. Nhóm ngành hạ tầng như cảng biển và 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, Phân bón, Dầu khí, Cao su**, và hạ triển vọng từ khả quan xuống Trung lập đối với ngành **Dệt may và Sữa**. 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 Q3 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 IV 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	DXG, ITC	KDH, SCR, VIC
2	Xây dựng	Khả quan		CTD, HBC, FCN, CTI
3	Gạch men	Khả quan	TLT, TTC, VGC	VIT, CVT
4	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG, ITD	ELC
5	Cảng biển	Khả quan	HAH, VSC, GMD, PHP	CDN
6	Điện	Khả quan	SJD, CHP; REE	NT2, BTP, PPC
7	Thép	Trung lập	HSG, HPG, NKG	SWC, VIS
8	Sữa	Trung lập		VNM, HNM, VLC
9	Phân bón	Trung lập		BFC, DPM, LAS
10	Xi măng	Trung lập	BCC	HT1, BTS
11	Ô tô	Trung lập		SVC, HTL, TMT, HHS, HAX
12	Bảo hiểm	Trung lập		PGI, VNR, BMI, PVI, BIC
13	Nhựa	Trung lập	NTP	BMP, AAA
14	Mía đường	Trung lập	BHS	SBT, LSS, SLS, KTS
15	Săm lốp	Trung lập		DRC, CSM
16	Ngân hàng	Trung lập	MBB	VCB, ACB
17	Dược	Trung lập		DHG, IMP, DMC
18	Cao su	Trung lập	TRC	DPR, PHR
19	Dầu khí	Trung lập	PGS, PGC	CNG, PXS, PVD, GAS
20	Dệt may	Trung lập	TNG, VGG	TCM, EVE
21	Thủy sản	Kém khả quan		HVG, VHC, FMC
22	Vận tải biển	Kém khả quan	VTO, PVT	GSP, SKG, VIP

Nguồn: BSC Research

Đánh giá và nhận định TTCK Quý 3 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 2016Q3](#) 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.** Nhìn chung trong quý III, thị trường vẫn nằm trong xu hướng tăng dài hạn được hình thành từ đầu năm 2016. Chỉ số VN-index tăng 8.5% trong quý III, tăng 21.9% kể từ đầu năm nay; trong khi Chỉ số HNX chỉ tăng nhẹ 0.32% trong quý III, tăng hơn 6.3% kể từ đầu năm. Cụ thể, thị trường trong tháng 7 có sự biến động khá lớn, giao động trong biên độ rộng từ 620 đến 680, khi thị trường tiếp cận đỉnh nhạy cảm của 8 năm trở lại đây thì cũng là lúc đà tăng thị trường suy yếu không thể vượt qua khu vực đỉnh lịch sử. Trong giai đoạn này, NĐT đã thực hiện chiến lược “bán có tin chính thức” khi thực hiện chốt lãi ngắn hạn ở nhiều cổ phiếu tăng mạnh trong thời gian qua và bắt đầu thực hiện công bố thông tin.

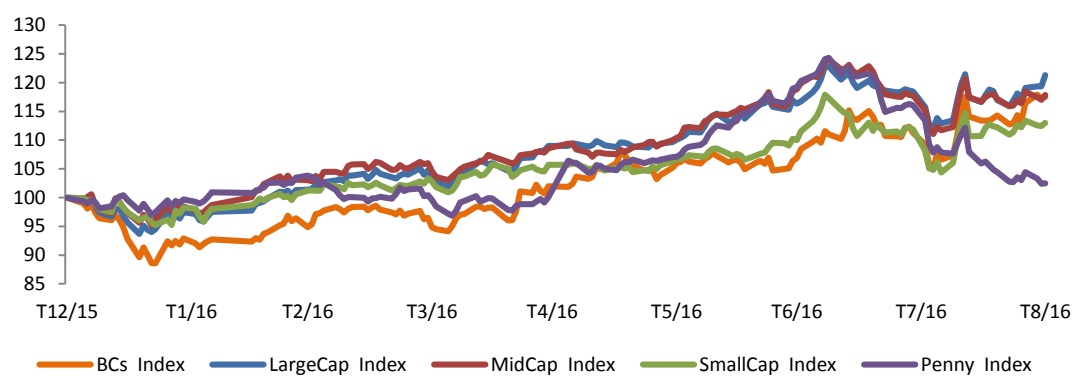
Thị trường chịu ảnh hưởng chung từ xu hướng giá dầu điều chỉnh và các tổ chức quốc tế WB, IMF đánh giá hạ triển vọng tăng trưởng thế giới. Thời gian tháng 8 là giai đoạn thị trường tạo đáy và hình thành một xu hướng hồi phục vào đầu tháng, vận động chậm chạp và đi ngang trong giai đoạn cuối tháng, tuy nhiên biên độ giao động cũng hẹp hơn vào giai đoạn cuối tháng trong khoảng 650-670.

Thị trường khởi sắc trở lại vào tháng 9, khi hầu hết các ảnh hưởng từ bán rông của khối ngoại giảm bớt, tâm lý giao dịch cũng trở nên tích cực hơn và nhà đầu tư hướng quan tâm chờ đón KQKD quý 3 và triển vọng tăng trưởng cuối năm của nhóm cổ phiếu cơ bản và trụ dẫn dắt thị trường. Thị trường lại một lần nữa vượt qua ngưỡng kháng cự nhạy cảm 680 và duy trì đà tăng dài từ dòng tiền luân phiên giữa các nhóm trụ đỡ thị trường tạo tâm lý hưng khởi trong những ngày giao dịch cuối tháng.

- (2) Về xu hướng Nhóm cổ phiếu quý III 2016,** nhìn chung, trong Q3 tất cả các nhóm cổ phiếu sắp xếp theo vốn hóa đều tăng điểm trừ nhóm cổ phiếu Penny và được dẫn dắt bởi nhóm LargeCap và BCs. Đây là hỗ trợ cần thiết cho sự đi lên vững chắc và thách thức và chinh phục vùng đỉnh cũ của VN-Index 680. Tiếp đà tháng 7, trong tháng 9, BlueChips tiếp tục là nhóm dẫn đầu đà tăng điểm khi tăng tới 6.5% MoM, theo sau lần lượt là LargeCap, SmallCap, MidCap và Penny với mức tăng lần lượt 3.5%, 3.0%, 1.4% và -11.3 % MoM. Tính từ đầu năm, LargeCap (+31.6%), có mức tăng điểm ấn tượng ấn nhất, nhóm MidCap và BlueChips đều tăng +28.3% trong khi, SmallCap (+22.6%), Penny (+11.7%).

Thị trường phân hóa mạnh giữa các ngành và giữa các cổ phiếu trong cùng ngành. Chỉ có 10/20 ngành có mức tăng mạnh hơn VN-Index, trong đó có 9 ngành giảm điểm. VN30 cũng có đến 13 cổ phiếu giảm điểm. Những ngành tăng giá mạnh, xu thế tăng điểm cũng chỉ tập trung ở các cổ phiếu dẫn đầu như: Thép (HPG+36.9%, NKG+66%), Dược phẩm (IMP+44.2%, DMC+22.4%), Nhựa (BMP+32.7%, NTP+30.7%, DAG+30%), Thủy Sản (VHC+29.2%), Xây dựng (HBC+41%, CTD+34.5%)

Đồ thị diễn biến các nhóm cổ phiếu 9T2016



Nguồn: BSC Research

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

Trong những tháng cuối năm chúng tôi đánh giá cao về sự chuyển biến tích cực kinh tế vĩ mô và các giải pháp hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ, đây vẫn sẽ là bộ đỡ quan trọng cho thị trường chứng khoán duy trì đà tăng trưởng kể từ đầu năm.

Về kinh tế vĩ mô, GDP quý III đã có chuyển biến tích cực tăng 6.4% sau khi tăng trưởng chậm chạp 2 quý đầu năm với mức tăng 5.48% và 5.78%. GDP 9 tháng đầu năm tăng khoảng 5.93%, trong đó khu vực công nghiệp và xây dựng và khu vực dịch vụ vẫn đóng góp chủ yếu cho tăng trưởng 9 tháng. Sự sụt giảm đến từ lĩnh vực công nghiệp khai khoáng và nông nghiệp khiến cho mức tăng trưởng chậm lại so với cùng kỳ.

Xét các thông tin tích cực:

- **Lãi suất giảm, tín dụng tăng trưởng tốt, thanh khoản tăng cao;**
- **Các chỉ báo kinh tế vĩ mô khả quan được công bố cuối quý III (GDP, FDI, Xuất nhập khẩu);**
- **Các giải pháp của Chính phủ nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng 6.7%:** Duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ, đẩy mạnh cải cách hành chính giải phóng các nguồn lực tăng trưởng, đẩy mạnh giải ngân ODA và nguồn vay trái phiếu chính phủ;
- **KQKD quý III năm 2016;**
- **Bầu cử Tổng thống Mỹ vào 8/11:** Tích cực với ứng cử viên Hillary, tiêu cực với ứng cử viên Donald Trump
- **Kỳ họp OPEC vào 30/11:** Sản lượng cắt giảm công bố sau thống nhất cắt tại cuộc họp 28/9 và các cuộc đàm phán với Nga và Mỹ sau đó;
- **FTA Á Âu chính thức có hiệu lực;**
- **Các hoạt động thoái vốn nhà nước diễn ra mạnh mẽ.**

Xét các thông tin tiêu cực:

- **Xét xử 6 vụ án kinh tế nghiêm trọng quý IV – quý I năm 2017:** Sai phạm tại Công ty In, thương mại, DV Agribank; Tổng công ty xây dựng đường Thủy VN; CTCP dệt Quế Võ và chi nhánh quỹ hỗ trợ Bắc Ninh; CT Vận tải Viễn Dương Vinashin; Phòng GD Biên Biên – NH Công thương và NHCP Đại Dương;
- **FED có 2 kỳ họp 1 - 2/11 và 13-14/12 cho quyết định tăng LS:** Kỳ họp tháng 11 nhiều khả năng chưa tăng LS do ngay trước kỳ bầu cử Tổng thống và nhiều khả năng tăng vào kỳ họp tháng 12;
- **Những diễn biến liên quan đến khả năng được thông qua của TPP;**
- **Thị trường xuất hiện nhiều cổ phiếu có tính đầu cơ cao như TCH, ROS...;**
- **Quy mô margin tăng cao ở các CTCK.**

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng đến ngày 24/9/2016
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá	Q4/2016	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)	Q4 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

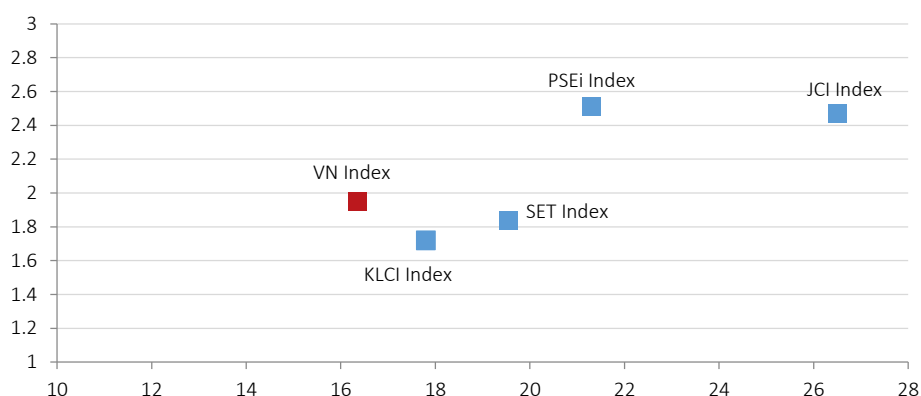
	Giá dầu hồi phục	Fed nâng lãi suất	Đồng USD tăng giá	Kinh tế Châu Âu khó khăn / Brexit / EUR giảm giá	Đồng Yên tăng giá	Lãi suất trong nước tăng	KT Trung Quốc tăng trưởng chậm	Bầu cử Tổng thống Mỹ	Hiệp định TPP, ACFTA FTA Việt Nam - EU
Vận tải biển	(-)		(-)			(-)	(-)	(-)	
BDS						(-)			
Xây dựng	(-)					(-)			
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), tại ngày 23/9/2016, Việt Nam đã có mức P/B ở mức trung bình so với khu vực, và có mức P/E thấp hơn không đáng kể so với Malaysia và Trung Quốc. Như vậy, sức tăng tốt hơn trong quý 3 đã giúp VN Index tiến gần hơn mức định giá của khu vực. Trong từng lĩnh vực, mức chiết khấu xét trên từng ngành có sự phân hóa.

So sánh PE và PB khu vực châu Á mới nổi



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

So sánh với các quốc gia thuộc khu vực châu Á mới nổi là Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippines và Trung Quốc, các ngành của Việt Nam nhìn chung đang được định giá ở mức tương đối hấp dẫn. Trong số đó có những ngành có mức chiết khấu tốt hơn khá nhiều so với khu vực như: Viễn thông, công nghệ, tiện ích, chăm sóc sức khỏe, dầu khí, dịch vụ tiêu dùng... Nhóm tài chính (bao gồm Bất động sản, chứng khoán, ngân hàng và bảo hiểm) không còn cách xa mức chấp nhận giá của khu vực.

	Vietnam	Median	Indonesia	Malaysia	Phillipines	Thailand
Chăm sóc sức khỏe	17.2	36.0	32.9	51.2		39.1
Dịch vụ tiêu dùng	11.4	23.8	25.7	22.3	32.5	23.8
Công nghệ	10.4	16.2	16.2	24.3	20.3	11.3
Tiện ích	11.5	17.5	30.0	20.1	17.2	17.5
Công nghiệp	9.4	17.3	13.7	20.1	21.3	17.3
Dầu khí	13.9	28.0	28.0	32.8	29.6	15.2
Hàng tiêu dùng	10.1	16.6	18.3	22.3		14.9
Vật liệu cơ bản	9.4	12.1	12.1	19.0	11.9	12.7
Tài chính	12.0	13.3	14.5	12.5	19.2	13.3

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

Trong 9T2016, trong khi toàn thị trường có 299/693 mã tăng điểm thì danh mục cổ phiếu lưu ý mà chúng tôi đề cập trong ***báo cáo triển vọng ngành 2016 quý 3/2016*** có 59/75 cổ phiếu tăng điểm hoặc giữ giá. Tổng danh mục bình quân tăng 39.2% YTD, cao hơn đáng kể so với mức tăng 16% của VNIndex. Trong đó top cổ phiếu tăng điểm mạnh nhất thuộc về các ngành như Thép (NKG, HSG) Dược (DMC), Mía đường (SLS); Nhựa (AAA), Gạch men (CVT). Bên cạnh đó, một số cổ phiếu trong danh mục của chúng tôi đã có mức giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm như TCM (-37.5%), HTL (-34%). Chúng tôi cập nhật danh mục cổ phiếu lưu ý cho quý 4/2016 như sau:

Phân bón	Mã CK	DT 2016	LNST 2016	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Giá ngày 31/12/2015	Giá ngày 23/9/2016	Tăng / Giảm	Giá mục tiêu
BĐS	VIC	53,000	4,100	2,110	26	2.03	24%	33,609	44,350	32%	53,000
	DXG	2,148	661	2,300	8.2	1.1	28%	14,574	11,412	-22%	22,800
	KDH	1,765	290	2,305	9.4	1.08	11%	21,040	27,100	29%	25,100
	ITC	450	20	289	31.8	0.43	1%	8,400	11,000	31%	14,443
	SCR	1,448	176	810	12.2	0.7	6%	8,700	9,800	13%	N/A
Xây dựng	CTD	16,000	877	18,743	10.7	2.31	22%	148,191	242,000	63%	N/A
	HBC	6,500	175	2,300	8.3	1.15	17%	15,200	29,000	91%	N/A
	FCN	2,342	157	3,290	6.5	1.3	21%	19,414	21,400	9%	23,493
	CTI	1,405	107	2,521	11.6	1.44	13%	18,281	31,300	71%	31,800
Gạch men	CVT	1,230	135	7,031	6.7	3.1	47%	21,299	47,400	123%	49,217
	VIT	920	52	3,400	8.9	2.4	27%	18,448	30,300	64%	25,642
	TTC	365	26	4,327	5.3	1.4	26%	12,446	22,900	84%	30,284
	VGC	8,250	448	1,694	9	1.3	14%	7,785	15,200	95%	19,696
	TLT	476	36	5,179	4	12.2	474%	12,000	20,700	73%	31,074
CNTT - Viễn thông	FPT	42,514	2,678	4,618	10.3	2.03	22%	40,146	47,400	18%	51,000
	CMG	4,209	171	1,808	9	1.12	18%	14,078	16,300	16%	18,900
	ITD	740	52	2,694	8.5	1.91	23%	13,991	22,800	63%	25,500
Cảng biển	GMD	3,954	583	3,910	7.1	1.04	11%	26,949	28,400	5%	32,800
	PHP	2,531	741	1,385	15	1.73	12%	20,598	18,600	-10%	22,980
	VSC	1,391	381	7,005	9.3	1.62	15%	68,824	73,000	6%	86,208
	HAH	509	113	4,564	8.9	1.78	21%	42,133	39,800	-6%	47,419
	CDN	597	177	1,575	15.9	2.21	14%		25,000		N/A
Điện	NT2	5,902	1,204	4,016	9.1	1.67	17%	23,537	36,600	56%	36,400
	PPC	7,271	532	1,669	8.7	0.79	14%	15,892	14,600	-8%	15,700
	SJD	348	163	3,289	8.5	1.17	21%	25,900	27,800	7%	30,940
	CHP	527	208	1,581	13	0.81	20%	19,052	20,600	8%	23,200
Thép	HPG	32,417	5,940	7,041	6.5	1.9	29%	24,614	45,900	86%	53,866
	HSG	17,098	1,503	7,650	5.4	1.99	37%	19,688	41,500	111%	48,540
	NKG	7,946	583	7,955	3.8	1.72	46%	11,053	39,300	256%	47,680
Sữa	VNM	45,016	8,823	7,353	19	7.54	41%	102,736	140,000	36%	N/A
	HNM	360	3	170	47.1	0.74	2%	8,900	7,800	-12%	N/A
Phân bón	DPM	9,404	1,666	3,736	7.6	1.46	19%	27,669	28,450	3%	N/A
	LAS	3,547	128	1,132	11.4	0.87	7.6%	31,000	14,100	-54%	N/A
	BFC	6,050	267	4,205	8.9	2.03	23%	20,661	37,300	81%	40,000
Xi măng	HT1	8,229	785	1,975	14	1.7	15%	26,800	27,700	3%	32,175

	BCC	4,384	257	2,689	7.1	0.95	13%	13,400	19,100	43%	25,487
	BTS	3,279	141	1,288	7.8	0.79	10%	9,000	10,000	11%	11,786
Ô Tô	SVC	11,000	160	3,778	12.1	1.2	10%	39,834	47,800	20%	52,000
	TMT	5,803	256.3	7,795	5.5	2.2	39.3%	44,160	24,500	-46%	N/A
	HTL	1,481	66	5,500	17.1	3.8	22%	96,940	64,000	-34%	N/A
	HAX	2,385	36	3,230	11.1	2.1	19.1%	17,600	33,300	-47%	N/A
	HHS	4000	398	1,475	6.7	0.7	10.8%	12,290	5,780	-53%	N/A
Bảo Hiểm	PGI	2,376	103	1,474	12.7	1.6	12%	16,700	22,700	36%	N/A
	BMI	3,590	134	1,578	15.1	0.9	6%	21,970	28,000	27%	31,800
	VNR	1,730	261	1,576	11.8	0.8	7%	19,915	21,800	9%	N/A
	PVI	10,367	249	1,117	22.1	0.8	4%	23,711	25,300	7%	N/A
	BIC	1,750	184	1,568	24.5	2.07	8.4%	18,000	38,500	113%	N/A
Nhựa	BMP	3,525	689	15,141	12.8	4.18	31%	126,934	175,500	38%	N/A
	NTP	4,063	418	6,368	13.5	3.66	23%	48,199	81,000	68%	98,100
	AAA	2,100	121	1,497	20.5	1.84	6%	11,802	30,500	158%	N/A
Mía đường	BHS	4,858	217	1,742	10.6	1.11	11%	19,500	17,300	-11%	22,023
	SBT	3,090	255	1,330	23.5	2.32	10%	24,100	30,900	28%	N/A
	LSS	1,697	75	1,066	16.1	0.73	5%	8,635	14,700	70%	N/A
	SLS	741	118	17,410	6.9	2.86	41%	49,534	136,400	175%	N/A
Săm lốp	DRC	3,774	455	3,551	11.3	2.02	26%	31,604	40,450	28%	N/A
	CSM	3,235	277	2,445	10.4	1.83	23%	16,673	22,800	37%	N/A
Ngân hàng	VCB		8,491	2,060	18.4	2.26	18%	31,875	37,350	17%	N/A
	ACB		1,223	1,353	12.9	1.16	9%	19,800	17,400	-12%	N/A
	MBB		2,823	1,561	9.5	1	12%	14,600	14,750	1%	16,600
Dược	DHG	3,530	695	7,196	15	4.01	22%	63,762	108,000	69%	N/A
	IMP	999	104	3,103	19.9	2.11	12%	35,873	61,800	72%	N/A
	TRA	2,100	210	7,829	14.3	4.8	22%	61,306	112,000	83%	N/A
	DMC	1,415	155	5,802	15.5	3.02	20%	30,970	90,000	191%	N/A
Cao su	TRC	340	74.4	2,046	11.7	0.45	4%	19,701	22,800	16%	27,800
	DPR		120	2,990	11.2	0.64	5.7%	32,570	33,800	3.8%	N/A
	PHR		170	1,792	11.0	0.63	9.2%	15,871	18,400	16%	26,800
Dầu khí	PGS	4,052	97	1,442	12.4	0.66	9%	15,663	16,500	5%	20,100
	CNG	900	123	4,600	8.7	0.85	15%	29,928	40,300	35%	N/A
	PXS	1,900	116	1,837	7.6	1.02	7%	11,344	12,500	10%	N/A
	PGC	2511	111	1600	7.2	0.98	14%	11,100	11,450	3%	13,200
	PVD		100	287	89.1	0.69	0.07%	26,500	25,600	-3.4%	N/A
	GAS		5,800	3,060	22.2	3.3	14.8%	34,420	68,130	100%	N/A
Dệt may	TNG	2,021	101	2,930	4.9	1	18%	17,273	14,200	-18%	21,128
	TCM	2,980	113	2,300	8.2	1.1	13%	30,256	18,900	-38%	N/A
	VGG	7,166	350	8,327	7	2	35%		58,300		70,333
	EVE	801	90	2,130	11.9	0.8	10%	17,253	25,500	48%	N/A
Thủy sản	HVG	23,994	349	1,537	6.2	0.75	12%	11,000	9,560	-13%	N/A
	VHC	7,500	340	3,696	16.8	2.49	15%	28,074	58,500	108%	N/A
	FMC	3,176	105	3,500	6.2	1.4	22%	20,844	21,650	4%	24,000
Vận tải biển	PVT	6,747	507	1,794	8	1.1	13%	8,815	14,400	63%	17,900
	GSP	1,132	71	1,922	7.1	1.06	20%	13,976	13,600	-3%	15,200
	SKG	382	218	8,921	10.1	5.55	37%	62,374	90,200	45%	100,400
	VTO	1,428	105	1,288	7.7	0.8	8%	6,385	9,790	53%	12,800
	VIP	625	106	1,561	5.6	0.53	N/A	8,879	8,690	-2%	N/A

Top các cổ phiếu của quý III/2016

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX

CK	Giá 23/09/2016	YTD(%)	Index pt
GAS	68,600	+89.5%	+31.2
VNM	140,000	+31.2%	+23.8
VIC	44,350	+31.9%	+13.1
VCB	37,350	+14.8%	+8.8
HPG	45,900	+80.7%	+8.5

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX

CK	Giá 23/09/2016	YTD(%)	Index pt
HNG	5,420	-81.2%	-8.4
BID	16,050	-22.1%	-7.8
CTG	16,900	-9.1%	-3.1
STB	9,500	-27.5%	-2.7
MSN	71,000	-8.4%	-2.1

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX

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

CK	Giá 04/01/2016	Giá 23/09/2016	%Chg
NKG	11,228	39,300	250%
DMC	30,746	90,000	193%
VHC	26,440	58,500	121%
C32	33,200	72,600	119%
NNC	44,225	95,045	115%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX

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

CK	Giá 04/01/2016	Giá 23/09/2016	%Chg
HNG	29,000	5,420	-81%
TNT	25,000	5,620	-78%
TSC	13,700	3,490	-75%
TTF	28,700	9,320	-68%
BCG	17,870	5,900	-67%

TOP 5 CP CÓ KLGD NHIỀU NHẤT VN-INDEX

CK	KLGD BQ / phiên
FLC	6,539,118
KBC	5,698,335
DLG	3,925,090
HPG	3,919,210
ITA	3,541,431

Nguồn: BSC Research

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX

CK	Giá 23/09/2016	YTD(%)	Index pt
VCS	146,500	+147.4%	+1.95
NTP	81,000	+61.5%	+1.66
VCG	15,900	+40.7%	+0.66
AAA	30,500	+147.9%	+0.46
TV2	123,400	+191.4%	+0.38

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX

CK	Giá 23/09/2016	YTD(%)	Index pt
ACB	17,400	-12.12%	-1.2
OCH	4,200	-66.4%	-0.98
SHB	4,700	-27.7%	-0.88
MBG	3,300	-79.5%	-0.63
PLC	27,500	-23.8%	-0.43

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX

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

CK	Giá 04/01/2016	Giá 23/09/2016	%Chg
VCS	57,282	146,500	156%
AAA	12,090	30,500	152%
DNP	12,243	28,000	129%
CVT	21,206	47,400	124%
VC7	12,775	26,500	107%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX

(Giá > 10,000 đồng)

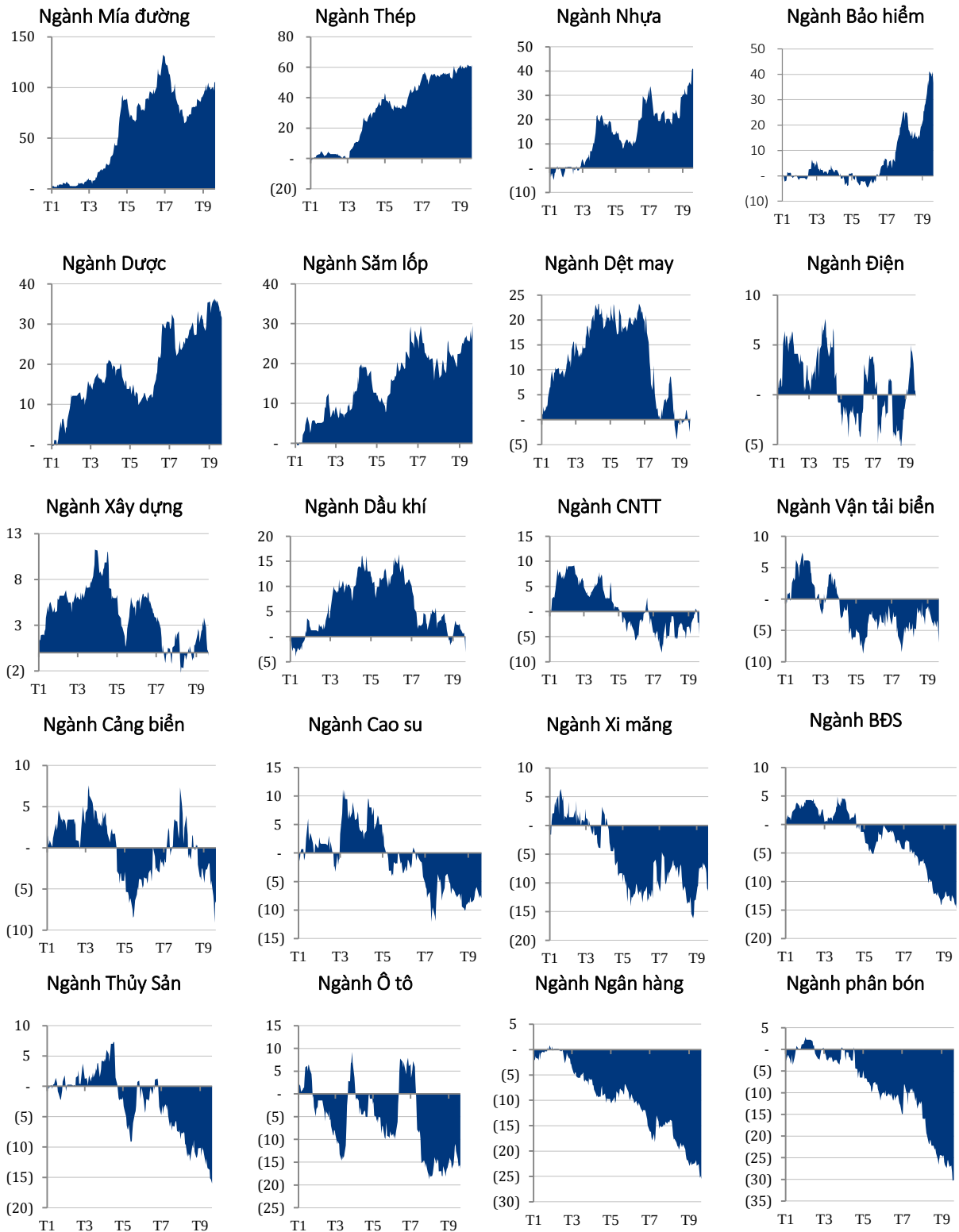
CK	Giá 04/01/2016	Giá 24/06/2016	%Chg
SGO	10,300	1,700	-83%
MBG	15,400	3,300	-79%
OCH	11,300	4,200	-63%
TFC	20,933	7,900	-62%
DPS	11,200	6,200	-45%

TOP 5 CP CÓ KLGD NHIỀU NHẤT HNX

CK	KLGD BQ / phiên
HUT	2,312,316
VCG	2,270,031
PVS	2,012,530
KVC	753,001
VGS	701,151

Nguồn: BSC Research

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 9T/2016



Nhóm ngành có tăng trưởng giá cổ phiếu tốt trong 9T2016 bao gồm: Mía đường; Thép; Nhựa, Bảo hiểm, Dược, Săm lốp là các nhóm ngành có những thông tin hỗ trợ đột biến như giá đường hồi phục; áp thuế tự vệ với thép nhập khẩu; kỳ vọng các đối tác Thái Lan thực hiện M&A với các doanh nghiệp nhựa, những thông tin về đối tác nước ngoài và SCIC thoái vốn đối với nhóm ngành bảo hiểm; và Luật Dược sửa đổi (tăng cường hàng rào phi thuế quan với sản phẩm nhập khẩu). Trong đó, ngành Mía đường đã điều chỉnh trong quý 3 sau đợt tăng mạnh trong 1H2016. Ngược lại, ngành Bảo hiểm đã có sức bật tốt trong quý 3 sau nửa đầu năm chỉ ở mức tương đương với VnIndex.

Nhóm ngành biến động tương đương Vnindex trong 9T2016: Nhóm ngành Dệt may, Điện, Xây dựng, Dầu khí, CNTT. Trong đó ngành Dệt may đã giảm điểm mạnh sau giai đoạn tăng nhanh 1H2016, dưới ảnh hưởng của khả năng TPP không được ký kết. Các ngành còn lại có sự 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.

Nhóm ngành suy giảm trong Quý 3/2016: Ngân hàng, phân bón, ô tô. Phân bón vẫn chịu sức ép từ dư cung và nhu cầu suy giảm do ảnh hưởng của elnino. Ngành ô tô cũng chịu ảnh hưởng bởi việc dư cung xe Trung Quốc gây áp lực giảm lên giá bán và ảnh hưởng KQKD các doanh nghiệp niêm yết.

Nhóm ngành đang ở khu vực đáy như Vận tải biển, cao su tự nhiên, thủy sản tiếp tục diễn biến bi quan trong quý III/2016. Chúng tôi vẫn đang chờ đợi các dấu hiệu của tạo đáy của chu kỳ kinh doanh ở các nhóm ngành này.

Triển vọng ngành quý 4/2016

Ngành Bất động sản [Khả quan]

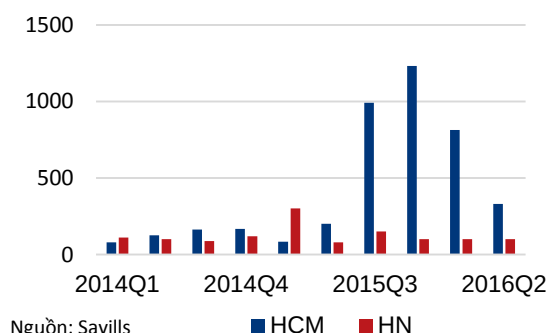
- Tín dụng cho thị trường BĐS đạt 416.000 tỷ đồng và đang tăng nhanh hơn mức tăng chung của cả nền kinh tế
- Các chủ đầu tư đang chuyển sang phân khúc biệt thự liền kề và các phân khúc cao cấp. Nguồn cung dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng khi nhiều dự án lớn sẽ mở bán
- Triển vọng KQKD quý 4/2016 và năm 2017 dự báo sẽ tiếp tục khả quan do kết quả bán hàng tích cực hiện tại sẽ được phản ánh vào giai đoạn này do có độ trễ trong ghi nhận doanh thu
- Nửa đầu năm 2016, doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng 55% và 27% so với cùng kỳ năm ngoái
- Nhóm cổ phiếu được kỳ vọng: Tiêu thụ tốt sản phẩm (VIC, KDH, DXG), chiết khấu cao với giá trị sổ sách (SCR, ITC)

Thực trạng 9T/2016

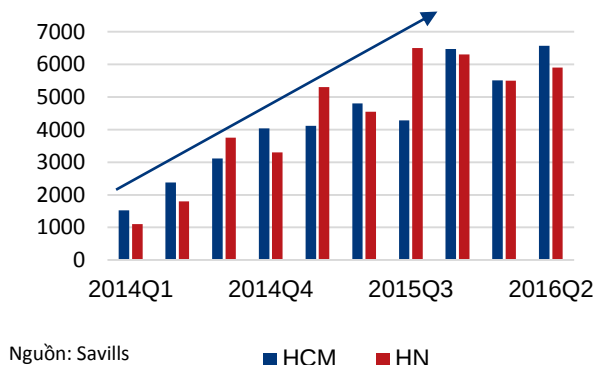
Tín dụng cho thị trường BĐS vẫn tăng trưởng: Tính đến Q2/2016, dư nợ tín dụng trong lĩnh vực BĐS đạt gần 416.000 tỷ đồng, tăng 5,76% so với đầu năm 2016, trong đó thành phố HCM chiếm khoảng 171.600 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng tín dụng cho thị trường BĐS đang tăng nhanh hơn so với mức tăng chung của cả nước cho thấy nhu cầu nhà ở của người dân rất lớn nên các ngân hàng vẫn đẩy mạnh việc cấp vốn cho phân khúc khách hàng cá nhân có nhu cầu thực về nhà ở. Các ngân hàng đang hướng đến đối tượng cá nhân vay mua nhà để ở thay vì đổ vốn ồ ạt vào BĐS như trước đây để tránh tiếp tục lặp lại nợ xấu cao.

Nguồn cung tiếp tục gia tăng: Tại phân khúc căn hộ để bán, tổng nguồn cung sơ cấp tại Tp.HCM và Hà Nội trong quý 2/2016 đạt 40.100 căn và 17.370 căn, lần lượt tăng 54% và 34% so với cùng kỳ năm ngoái. Một số dự án lớn dự kiến sẽ được mở bán trong thời gian tới tại phân khúc này là RiverCity (4800 căn), Venice City (3100 căn), Sunrise Riverside (2200 căn). Còn tại phân khúc nhà liền kề/biệt thự, nguồn cung sơ cấp ở Tp. HCM và Hà Nội trong quý 2/2016 đạt khoảng 3.200 (+180% yoy) và 2.396 căn (+133% yoy). Nguồn cung từ phân khúc này dự báo sẽ tiếp tục ở mức cao trong thời gian tới khi một số dự án lớn mở bán như dự án Villa Long Trường (135 căn), Lucasta (160 căn), Him Lam Phú Đông (207 căn). Tại Tp. HCM, tỷ lệ hấp thụ đang giảm từ mức 35% vào Q2/2014 xuống còn 25% vào Q2/2016.

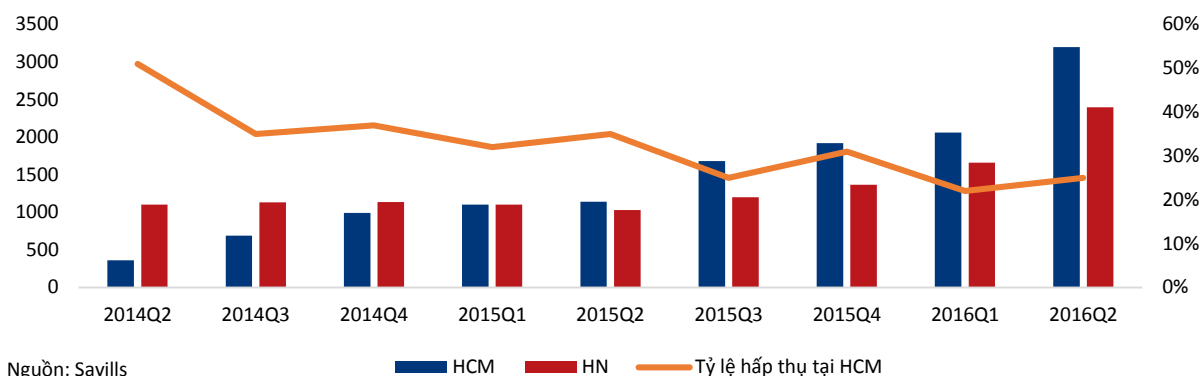
Nguồn cung sơ cấp căn hộ hạng A



Nguồn cung sơ cấp căn hộ hạng B và C



Nguồn cung sơ cấp biệt thự/nhà liền kề và tỷ lệ hấp thụ



Triển vọng KQKD quý 4 và năm 2017 dự báo sẽ khả quan: Do có độ trễ trong việc ghi nhận doanh thu nên KQKD quý 4 và năm 2017 của các doanh nghiệp BĐS được dự báo sẽ tiếp tục khả quan nhờ lượng giao dịch bất động sản vẫn đang tăng lên. Nhiều dự án lớn dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2017 – 2018, và đây là thời điểm phản ánh kết quả vào báo cáo tài chính.

Doanh thu và lợi nhuận 6T2016 đều tăng trưởng: 6 tháng đầu năm nay, các doanh nghiệp BĐS đang tạo ra 1.57 tỷ USD doanh thu, tăng trưởng 55% so với cùng kỳ, nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 3.212 tỷ đồng, tăng 27% so với 6 tháng năm 2015. Có 10/62 doanh nghiệp đang bị lỗ với tổng số lỗ ròng là 80.7 tỷ đồng. Các doanh nghiệp công bố mức lãi cao nhất sau 6 tháng 2016 là VIC (1544 tỷ đồng), KDH (200 tỷ đồng) và SJS (163 tỷ đồng).

Mã	DT 2015H1 (tỷ)	LN 2015H1 Q1 (tỷ)	DT 2016H1 (tỷ)	LN 2016H1 (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	12.426	717	24.005	1.544	93%	115%	30%	28.015	33.629	83%
DXG	384	153	1.087	149	183%	-3%	32%	416	939	44%
KDH	480	102	1.251	201	161%	98%	38%	480	5976	8.3%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành bất động sản do KQKD của nhiều doanh nghiệp sẽ tăng trưởng trong thời gian tới nhờ giao dịch BĐS đang tăng mạnh cùng với độ trễ trong việc ghi nhận doanh thu. Điểm rơi doanh thu lợi nhuận vào năm 2017 – 2018 khi nhiều dự án hoàn thiện và bàn giao nhà vào giai đoạn này. KQKD 6 tháng đầu năm 2016 cũng đã tăng trưởng như dự báo của chúng tôi trong [báo cáo triển vọng ngành quý 3/2016](#).

Một số cổ phiếu đáng lưu ý:

- Nhóm có sự tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận do bán hàng tốt:** KDH, VIC, DXG, HDG. Sản phẩm của nhóm doanh nghiệp trên đã được khẳng định về mặt chất lượng và thường mở bán thành công ở những dự án lớn. Nhóm 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:** ITC, SCR. Các doanh nghiệp trên cũng sở hữu dự án ở những vị trí tốt, nhưng do vướng thủ tục pháp lý trong quá khứ khiến tiến độ triển khai không đạt như mong muốn, hàng tồn kho lớn dẫn đến chiết khấu với giá trị sổ sách cao. Hiện tại, sau khi đã hoàn thiện thủ tục pháp lý, nhóm doanh nghiệp trên đang tập trung giải phóng mặt bằng, xây dựng và mở bán những dự án còn tồn đọng để xoay vòng vốn, ký kết thêm các dự án khác nhằm bắt kịp xu hướng chung của thị trường.

VIC – Khuyến nghị theo dõi

Dự kiến LNST hợp nhất 2016 của VIC đạt 4.000 tỷ đồng (+167% yoy), EPS = 1.161 đồng / cổ phiếu chủ yếu nhờ mảng chuyển nhượng BĐS tiếp tục khả quan. Các dự án có triển vọng bàn giao và hạch toán doanh thu nhiều nhất là Central Park, Park Hill (Times City), Nguyễn Chí Thanh và Vinpearl Villas. Còn về mảng bán lẻ, lỗ từ mảng này có thể sẽ không tăng nhanh khi VIC đã chủ động điều chỉnh tốc độ mở mới cửa hàng để chuyển sang tăng cường hiệu quả hoạt động của hệ thống hiện tại. Hiện tại VIC đang được giao dịch với giá 44.700 đồng/cổ phiếu, PE FW = 38.5x.

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

Chúng tôi dự báo KQKD của ITC sẽ được cải thiện tích cực trong năm tới nhờ việc triển khai dự án Intresco Plaza và chuyển nhượng một số dự án BĐS nhỏ khác. Theo kế hoạch của doanh nghiệp, LNST 2016 dự kiến đạt 20 tỷ đồng (+ 170% yoy). Ngày 23/09/2016, cổ phiếu ITC được giao dịch với giá 11.000 đồng, PB = 0.51x, thấp so với thị trường chung.

HDG – Khuyến nghị theo dõi

Chúng tôi cho rằng HDG là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong năm 2017 do kỳ vọng từ việc triển khai dự án Z756. Ngoài ra, HDG bắt đầu hợp nhất KQKD mảng thủy điện sau khi nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Thủy điện Za Hưng. Dòng tiền ổn định từ thủy điện sẽ còn tiếp tục tăng trong các năm tới khi công suất của các nhà máy thủy điện gia tăng vào năm 2018. Mảng xây lắp vẫn duy trì ổn định, đem lại biên lợi nhuận gộp tầm 10%.

SCR – Khuyến nghị theo dõi

Năm 2017 – 2018 sẽ là điểm rơi ghi nhận doanh thu – lợi nhuận từ các dự án đang triển khai của SCR. Việc giải phóng được dự án tồn kho Jamona City giúp doanh nghiệp có dòng tiền để thực hiện các dự án khác. Dự kiến lợi nhuận sau thuế 2016 đạt 176 tỷ (-11% yoy). Ngày 23/09/2016, cổ phiếu SCR được giao dịch với giá 9.800 đồng, PB = 0.7x, thấp so với thị trường chung.

Mã CK	DT 2016E	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Giá tại ngày 23/09/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
VIC	53,000	4,100	2,110	26.00	2.03	23.50%	44,350	53,000	Link
DXG	2,148	661	2,300	8.22	1.10	28.20%	14,800	22,800	Link
KDH	1,765	290	2,305	9.37	1.08	11.30%	27,100	25,100	Link
ITC (*)	450	20	289	31.8	0.43	1.3%	11,000	14,443	Link
SCR (*)	1,448	176	810	12.2	0.7	5.5%	9,800		

(*) Kế hoạch của doanh nghiệp

Nguồn: BSC Research

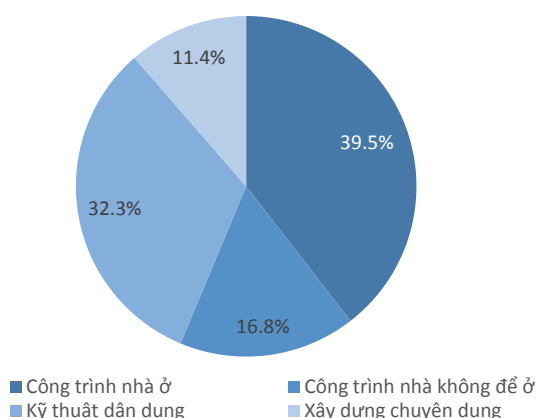
Ngành Xây dựng [Khả quan]

Thực trạng 9T2016

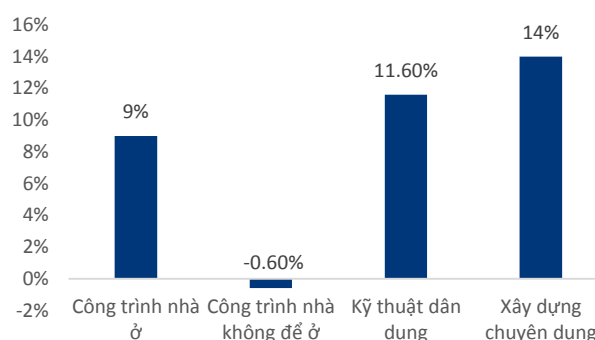
- Giá trị sản xuất xây dựng tăng trưởng đạt 456 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ 8.7% yoy.
- KQKD 2016Q2 vẫn khả quan với các doanh nghiệp xây dựng, 77/108 DN tăng trưởng so với cùng kỳ 2015.
- Nguồn vốn vay nước ngoài dành cho hạ tầng giao thông được đẩy mạnh giải ngân trong cuối năm.
- TT06 sửa đổi làm giãn tiến độ thất chặt nguồn tiền cho bất động sản.
- Ngành xây dựng dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong nửa cuối năm 2016

Giá trị sản xuất xây dựng tăng trưởng tốt: 6 tháng đầu năm 2016, giá trị sản xuất xây dựng theo giá hiện hành đạt 456 nghìn tỷ đồng, tính theo giá so sánh 2010 là 361 nghìn tỷ đồng, tăng 8.7% so với cùng kỳ năm trước. Các lĩnh vực xây dựng đều ghi nhận mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ ngoại trừ mảng công trình nhà không để ở giảm nhẹ (-0.6% YoY).

Tỷ trọng ngành xây dựng 1H2016



Tăng trưởng so với cùng kỳ



Nguồn: Tổng cục thống kê

KQKD 1H2016 khả quan đối với các doanh nghiệp xây dựng niềm yết nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản. Nửa đầu năm 2016, tổng doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng đạt 41,479 tỷ đồng (+14.6% YoY), tổng lợi nhuận sau thuế đạt 2,012 tỷ đồng (+9.7% YoY). Sự tăng trưởng tiếp tục diễn ra trên diện rộng với khoảng 77/108 doanh nghiệp tăng trưởng về lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước. Kết quả kinh doanh khả quan của ngành Xây dựng trong nửa đầu năm 2016 chủ yếu nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản. Trong đó, tổng giá trị tồn kho bất động sản giảm mạnh còn 37,489 tỷ đồng (số liệu cập nhật ngày 30/6/2016), giảm 26.33% so với tháng 12/2015.

6T2016	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST	%yoy	Cổ tức 2015 đã trả	Chú thích
CTD	8,145	+86.2%	595	+176.5%	55% tiền	Lợi nhuận gộp tăng từ 7.7% lên 9% nhờ có thêm nhiều dự án được thi công theo mô hình tổng thầu (D&B)
HBC	4,061	+74%	137	+205%	15% cp	Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh từ 5.9% lên 9.8% do mảng hạ tầng khu công nghiệp với biên LNG 51% bắt đầu đóng góp 211 tỷ vào doanh thu.
VCG	3,246	+0.1%	274	20.6%	7% tiền	Biên lợi nhuận gộp tăng từ 16% lên 17.5%.
FCN	644	+18.6%	45.3	-14.8%	10% tiền	Lợi nhuận giảm do chi phí tài chính tăng 53% và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 44.1%

HUT	1,186	+160.6%	159.4	+560%	12% tiền	Doanh thu từ mảng bất động sản (biên LNG = 36.3%) tăng đột biến lên 976 tỷ so với 4.8 tỷ của năm ngoái.
CTI	562	+64.77%	55	+100%	16% tiền	Bắt đầu ghi nhận doanh thu thuần thu phí giao thông từ trạm thu phí QL91A.

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Nghị quyết số 60/NQ-CP về việc đẩy mạnh giải ngân nguồn vốn vay nước ngoài trong giai đoạn cuối năm sẽ tác động tích cực tới mảng thi công hạ tầng giao thông. Theo đó, tiến độ giải ngân vốn ODA và vốn vay ưu đãi của nhà tài trợ nước ngoài, với khoảng 35-40% dành cho lĩnh vực giao thông, sẽ được điều chỉnh phù hợp với tiến độ thi công thực tế của các dự án thay vì giới hạn theo kế hoạch vốn nước ngoài mà Quốc hội đã phê duyệt. Trong 6 tháng đầu năm 2016, lượng vốn ODA và vốn vay ưu đãi ký kết là 2.56 tỷ USD (+61% yoy), nhưng tổng số vốn đã được giải ngân chỉ xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái, đạt 1.85 tỷ USD do bị giới hạn bởi kế hoạch vốn nước ngoài của Quốc hội. Do đó, chúng tôi dự báo mảng thi công hạ tầng sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh vào cuối năm nay.

TT06 sửa đổi làm giãn tiến độ thắt chặt nguồn tiền cho bất động sản, cụ thể: hệ số các khoản phải thu cho kinh doanh bất động sản tăng từ 150% lên 200% thay vì 250% như dự thảo; lộ trình giảm tỷ lệ tối đa sử dụng nguồn vốn ngắn hạn cho vay dài hạn được giảm dần từ 60% (hết 2016) xuống 50% (2017) và 40% (2018). Chúng tôi cũng lưu ý rằng tác động của lĩnh vực bất động sản đến mảng xây dựng dân dụng thường có một độ trễ từ 3 - 6 tháng. Do đó, trong trường hợp thị trường bất động sản tăng chậm lại sau khi thông tư 06 có hiệu lực vào ngày 1/1/2017, tác động đến mảng xây dựng dân dụng sẽ diễn ra vào nửa cuối năm 2017.

Ngành xây dựng dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong nửa cuối năm 2016. Động lực chính đến từ nhu cầu xây dựng dự án bất động sản mới tăng mạnh. Tính đến hết quý 2/2016, dư nợ cho vay xây dựng khu đô thị tăng 25.62% YoY lên mức 88,376 tỷ đồng. Bên cạnh đó, việc lãi suất tiếp tục giảm 0.3%-0.5% vào cuối tháng 9 vừa qua sẽ giúp các doanh nghiệp đang sử dụng đòn bẩy cao giảm bớt được gánh nặng lãi vay.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành xây dựng với việc các doanh nghiệp xây dựng đầu ngành đều có lượng hợp đồng ký kết lớn, đảm bảo khối lượng công việc để thực hiện trong thời gian dài. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng cũng sẽ được hưởng lợi nhiều từ các chủ trương tích cực từ phía nhà nước. Hiện tại, ngành xây dựng hiện có P/E và P/B trung vị lần lượt là 8.9 và 1.1 so với mức P/E=16.53 và P/B = 2.22 của thị trường.

CTD: Khuyến nghị Theo dõi

Tính đến hết quý 2, CTD đã đạt 49.4% kế hoạch doanh thu và 74% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Phía công ty cho biết tình hình kinh doanh tiếp tục diễn biến thuận lợi trong quý 3. Cùng với đó, hàng loạt dự án lớn được ký kết trong thời gian gần đây bao gồm D'Capitale Trần Duy Hưng (4,000 tỷ đồng), Diamond Lotus (1,300 tỷ đồng), dự án Khu căn hộ dịch vụ Sài Gòn (1,368 tỷ đồng)... Do đó, chúng tôi dự báo CTD sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu (16,500 tỷ) và vượt mức lợi nhuận sau thuế (1,000 tỷ) trong năm nay. EPS 2016 = 20,326; P/E forward = 12.1.

HBC: Khuyến nghị Theo dõi

Chúng tôi dự báo HBC sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn cuối năm 2016 và đầu năm 2017 lượng hợp đồng ký kết tính đến hết hiện tại đạt mức kỷ lục là 19,000 tỷ đồng. Hết quý 2/2016, HBC đã đạt 56% kế hoạch doanh thu và 55% kế hoạch LNST. Theo thông tin từ phía công ty, công ty tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng tốt trong quý 3 với doanh thu và lợi nhuận dự kiến lần lượt là khoảng 2,500 tỷ và 80 tỷ đồng. Ngoài ra, còn khoảng

40 tỷ lợi nhuận từ mảng hạ tầng công nghiệp được công ty dự kiến ghi nhận trong năm nay. Chúng tôi dự báo trong năm 2016, HBC sẽ ghi nhận doanh thu là 9,000 tỷ, lợi nhuận sau thuế là khoảng 290 tỷ. EPS 2016 = 3,072, P/E forward =9.96.

FCN: Khuyến nghị Mua – Giá mục tiêu 23,493/cp, Upside 9.7%

Trong năm nay, bên cạnh mảng xây lắp truyền thống là thi công nền móng và xử lý nền đất yếu, FCN dự kiến ghi nhận thêm 100 tỷ doanh thu từ mảng thi công công trình ngầm (dự án Metro Bến Thành – Suối Tiên) và 400 tỷ doanh thu từ mảng thi công hạ tầng giao thông (dự án BOT Phú Lý). Với khối lượng hợp đồng đã ký kết tính đến cuối tháng 8 là 2,300 tỷ đồng, cùng với đặc thù của công ty là doanh thu từ các dự án lớn thường được hạch toán vào cuối năm, chúng tôi kỳ vọng DT 2016 của FCN đạt 2342.7 tỷ (+41.1% yoy), LNST công ty mẹ đạt 157 tỷ đồng (+10.4% yoy). EPS 2016 =3,290, P/E forward =6.5.

CTI: Khuyến nghị Nắm giữ - Giá mục tiêu 31,800 đồng/cp

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 thực thuộc khu vực Đông Nam Bộ. Công ty hiện đang thực hiện 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. Công ty hiện cũng đang sở hữu 3 mỏ đá lớn ở Đồng Nai với giá trị trữ lượng còn lại theo ước tính của chúng tôi rơi vào khoảng 4,709 tỷ đồng. Trong quý 4, trạm thu phí QL 91B dự kiến sẽ đi vào hoạt động, dự kiến đóng góp thêm khoảng 22 tỷ đồng vào doanh thu quý 4 của công ty.

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 23/09/2016	Giá mục tiêu
CTD	16,500	1,000	20,326	12.1	3.3	28.3%	30% tiền	242,000	n/a
HBC	9,000	290	3,072	9.96	2.38	22.4%	15% tiền	29,000	n/a
FCN	2,342	157	3,290	6.5	1.3	20.9%	10% tiền	21,400	23,493
CTI	1,405	107	2,521	11.1	1.44	14.4%	16% tiền	31,300	31,800

Nguồn: BSC Research

Ngành Gạch men [Khả quan]

- Định giá vẫn hấp dẫn với mức P/E trung bình 6.8x
- Giá bán gạch ốp lát trong quý 3 giảm nhẹ 2-3% so với quý trước
- KQKD các DN gạch ốp lát niêm yết trong 6T2016 nhìn chung khả quan
- Trong Q4, giá bán gạch ốp lát được chúng tôi dự báo tăng nhẹ 3-5% so với quý 3

Thực trạng 9T2016

Giá bán gạch ốp lát trong quý 3 giảm nhẹ 2-3% so với quý trước. Lượng cung gạch ốp lát trong Q3/2016 tiếp tục tăng cao do sự mở rộng công suất của nhiều DN từ cuối 2015. Trong khi đó, nhu cầu gạch trong quý 3 gia tăng nhưng vẫn không hấp thụ hết lượng cung gạch trên thị trường, tạo sức ép giảm giá nhẹ.

KQKD các DN gạch ốp lát niêm yết trong 6T2016 nhìn chung khả quan: Trừ CYC, TTC và TCR, các DN khác đều có tăng trưởng doanh thu khá tốt trong 6 tháng đầu năm, đáng chú ý là CVT, VIT, VHL và VTA với mức tăng lần lượt là 42.4%, 27.9%, 20.7% và 23.8%. Ngoại trừ VIT và TLT, các DN khác đều có biên LNG 6T/2016 cải thiện đáng kể so với cùng kì năm trước. LNST của toàn bộ các DN nhờ vậy tăng trưởng ở mức rất tốt.

Mã	DTT 6T2016	% hoh	Biên LNG	Biên LNG	LNST 6T2016	%hoh	EPS trailing 12M	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
			6T2016	6T2015						Div 2015	DT 2016	LNNT 2016
VIT	389.2	27.9%	13.4%	16.7%	18.7	18.4%	2,680	11.3	2.4	15% cash	1020	70.5
CVT	449.7	42.4%	24.8%	17.8%	59.0	116.4%	4,930	9.6	3.1	25% cash	1000	90
TLT	206.0	+4.0%	18.7%	20.02%	17.7	+5.4%	4,854	4.26	12.2	0	476	43
TTC	184.7	-2.7%	16.6%	13.5%	13.0	33.5%	4,200	5.5	1.4	10% cash	n/a	15
TCR	808.3	-19.5%	21.5%	14.8%	23.9	n/a	1,940	4.0	0.5	n/a	1490.1	60.1
VHL	872.5	20.7%	22.3%	17.2%	57.4	17.4%	6,820	7.3	1.6	20% cash	1682.6	138.2
VTA	177.0	23.8%	12.3%	12.5%	8.2	44.3%	1,680	4.3	1.5			

Nguồn: BCTC, BSC Research

Trong Q4, giá bán gạch ốp lát được chúng tôi dự báo tăng nhẹ 3-5% so với quý 3: Quý 4 là quý cao điểm của vật liệu xây dựng hoàn thiện, trong đó có gạch ốp lát. Nhu cầu gạch ốp lát từ các công trình xây dựng và dân dụng được dự báo ở mức cao khi các công trình chung cư, nhà ở đẩy nhanh tiến độ hoàn thiện và giao nhà, cũng như nhu cầu sửa sang nhà cửa trước Tết trong dân cư.

Quan điểm đầu tư

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 khi tăng trưởng tại thị trường BĐS và Xây dựng tiếp tục ổn định, đồng thời nhu cầu gạch ốp lát kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh vào quý cuối năm.

Chúng tôi Khuyến nghị MUA với cổ phiếu VGC, TTC, TLT và THEO DÕI với cổ phiếu CVT, VIT, TCR.

VGC – MUA- 19,696 VND/cp

VGC là doanh nghiệp niêm yết duy nhất sản xuất VLXD đa dạng (kính xây dựng, gạch ngói đất sét nung, gạch ốp lát, sứ vệ sinh – sen vòi) cũng như sở hữu quỹ đất rộng lớn trong lĩnh vực BĐS – Khu công nghiệp. Công ty có thế mạnh về thị phần (kính -40% thị phần, gạch ngói đất sét nung – 50% thị phần, KCN – 6.6% thị phần), chất lượng sản phẩm vượt trội (chẳng hạn: kính tiết kiệm năng lượng, kính siêu trắng, gạch clinker và cotto, gạch ốp lát granite,...), và hưởng lợi từ thị trường BĐS- Xây dựng đang tăng trưởng bền vững. Nhờ vậy, 9T2016, công ty đạt 599.2 tỷ LNNT, tương đương 87% kế hoạch năm.

Trong quý cuối năm, VGC dự kiến ghi nhận những dự án BĐS sẽ bàn giao, cũng như có tăng trưởng doanh thu trong mảng VLXD khi nhu cầu hoàn thiện nhà cuối năm gia tăng. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ đạt 448 tỷ đ LNST trong 2016 (+36.4% yoy), tương đương EPS 2016 là 1,694 VND và EPS 2016 pha loãng là 1,459 VND. Với mức giá đóng cửa 15,200 đ/cp tại 23/9, P/E forward đạt 8.99x, mức tương đối hấp dẫn với 1 doanh nghiệp đầu ngành như VGC.

Kế hoạch phát hành tăng vốn, giảm dần sở hữu nhà nước và chuyển sàn: VGC dự kiến sẽ tiếp tục phát hành 43 triệu CP trong đầu 2017 nhằm giảm tỷ lệ sở hữu của Bộ Xây dựng từ 78.8% hiện nay xuống 69.1%. Kế hoạch tăng vốn lên 4,700 tỷ đồng có thể sớm thực hiện trong 2017 thay vì 2021 như kế hoạch trước đó. Việc chuyển sàn lên HNX sẽ được thực hiện trước khi phát hành tăng vốn.

TTC – MUA – 30,284 VND/cp

TTC tập trung vào sản phẩm gạch ốp lát bình dân, có sức tiêu thụ ổn định đồng thời tiết giảm các chi phí lãi vay, khấu hao và chi phí nhiên liệu. Điều này giúp lợi nhuận của DN tăng trưởng khá tốt dù doanh thu giảm nhẹ. Quý cuối 2016, nhu cầu gạch ốp lát gia tăng sẽ tiếp tục giúp TTC đạt KQKD tốt. Chúng tôi kỳ vọng DTT 2016 đạt mức 364.5 tỷ DT, LNST đạt 25.7 tỷ đ tương đương EPS 2016 = 4,327 VND/cp. Tại ngày 23/9, TTC đóng cửa tại mức giá 22,900 đ/CP tương đương PE trailing = 5.45x và P/E F = 5.29x, mức định giá tương đối hấp dẫn.

TLT – MUA- 31,074 VND/cp

Sản phẩm chủ yếu của TLT là gạch ốp tường (90%) và ngói tráng men (10%). Hoạt động sản xuất kinh doanh tại TLT trong 2016 tương đối ổn định. Trong Q3, tiêu thụ bình quân đạt 600 nghìn m2/tháng (quý trước là 570 nghìn m2/tháng), giá bán và chi phí đầu vào giảm nhẹ 3-4%. Chúng tôi ước tính TLT sẽ hoàn thành mục tiêu 43 tỷ LNST, tương đương LNST 36.2 tỷ đồng, EPS 2016 = 5,179 VND/CP. Với giá đóng cửa 20,700 VND/cp tại 23/9, PE trailing đạt 4.16x và PE fw đạt 3.99x, mức tương đối hấp dẫn. ([link](#))

Điểm trừ duy nhất của TLT là doanh nghiệp hiện vẫn còn lỗ lũy kế (-46.3 tỷ đồng) tính đến 30/6/2016.

CVT – NẮM GIỮ- 49,217 VND/cp

Sau khi đưa nhà máy CMC 2-2 vào hoạt động trong Q1/2016, CSTK nhà máy tăng 50% lên mức 15 triệu m2/năm. Trong Q3, sản lượng tiêu thụ tương đối tốt, bình quân đạt 1.3tr m2/tháng, tăng 18% so với quý trước. Tỷ lệ loại 1 ở mức cao, nhất là nhà máy 1 từ mức 79% trong 2015 lên 92% trong năm nay. Theo ước tính của chúng tôi, LNST CVT trong 2016 dự kiến sẽ đạt khoảng 135 tỷ đồng, tương đương EPS = 7,031 VND/cp, PE trailing = 9.61x, PE fw = 6.74x (theo giá đóng cửa 47,400 VND/cp tại 23/9/2016).

Về kế hoạch đầu tư mới, CVT dự kiến đầu tư nhà máy ngói tráng men (công nghệ ép dẻo, hiện chưa sản xuất tại Việt Nam), công suất 15 triệu viên/năm (tổng vốn đầu tư 300-500 tỷ đ tùy công nghệ). Dự kiến dự án sẽ khởi công vào T10-T11/2016 và tài trợ từ lợi nhuận giữ lại của 2016 (từ kế hoạch cổ tức 2016 là 50%, trong đó 10% tiền mặt và 40% cổ phiếu). Kế hoạch sản xuất gạch vi tinh trong nửa cuối năm nay sẽ hoãn lại.

VIT – THEO DÕI

Sau nửa đầu năm đi vào hoạt động nhà máy mới tại Thái Bình, hoạt động kinh doanh của VIT hiện đang đi vào ổn định. Trong quý 3, tiêu thụ bình quân đạt 650-700 nghìn m2/tháng, (quý 2 bình quân 600 nghìn m2/tháng), chất lượng và tỷ lệ loại 1 ở mức cao (Thái Bình 94%, Tiên Sơn 90%). VIT đã chuyển sang dùng CNG ở nhà máy Tiên Sơn trong tháng 8 nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm, giá CNG và giá than hiện tương đương nhau.

Thời điểm Q4 sẽ là thời điểm doanh thu và lợi nhuận của VIT đạt mức cao nhất trong năm. Vì vậy chúng tôi dự báo DTT 2016 VIT đạt khoảng 919.7 tỷ đồng, LNST đạt khoảng 52 tỷ đồng, tương đương EPS 2016 = 3,400 VND/cp. Tính theo giá đóng cửa 30,300 VND/cp tại ngày 23/9, PE trailing = 11.3x và PE fw = 8.9x mức tương đương ngành. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với VIT.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Div 2015	Giá tại 23/9/16	Giá mục tiêu	Link
CVT	1,230	135	7,031	6.74	3.1	46.5%	Cash Div 5%; Share Div 10 : 2	47,400	49,217	
VIT	919.7	52	3400	8.90	2.4	26.8%	Cash Div 12%; Share Div 100 : 15	30,300	25,642	Link
TTC	364.5	25.7	4,327	5.29	1.4	26.2%	Cash Div 8%	22,900	30,284	Link
VGC	8,250	448	1,694	8.99	1.3	13.6%	Cash div 4%	15,200	19,696	
TLT	476	36.2	5,179	3.99	12.2	473.8%	0 (do còn lỗ lũy kế)	20,700	31,074	

Nguồn: BCTC, BSC Research

Ngành Công nghệ [Khả quan]

- Tăng trưởng từ nhóm khách hàng khối Nhà nước sẽ tích cực trở lại
- Ngành viễn thông vẫn còn tiềm năng tăng trưởng
- Gia công phần mềm tại Việt Nam vẫn hấp dẫn
- Định giá hấp dẫn với P/E trung bình 9.2x

Thực trạng 9T2016

Tăng trưởng từ nhóm khách hàng khối Nhà nước sẽ tích cực trở lại: Kể từ sau vụ sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài bị tin tặc tấn công, Chính phủ đã đẩy mạnh trở lại việc tăng cường ứng dụng CNTT trong quản lý và gia tăng tính bảo mật cho toàn hệ thống. Nghị quyết số 36a/NQ-CP về Chính phủ điện tử sẽ tiếp tục được triển khai, theo đó Văn phòng Chính phủ đang xây dựng lộ trình để áp dụng các hệ thống quản lý an toàn thông tin mạng theo tiêu chuẩn, tiếp tục tăng cường sử dụng chữ ký số và các giải pháp mật mã chuyên dùng để nâng cao tính bảo mật cho không gian mạng quốc gia.

Ngành viễn thông vẫn còn tiềm năng tăng trưởng: Theo Internet World Stats, tỷ lệ thâm nhập của internet tại Việt Nam tính đến tháng 6/2016 đạt 51.5%, cao hơn so với bình quân châu Á (44.2%) nhưng vẫn thấp hơn so với các khu vực phát triển khác như châu Âu (73.9%) và Bắc Mỹ (89%). Đối tượng chính sử dụng internet là nhóm dưới 35 tuổi và nhóm này hiện đang chiếm phần lớn dân số Việt Nam.

Gia công phần mềm tại Việt Nam vẫn hấp dẫn: Theo báo cáo 2016 Global Services Location Index (GSLI), Việt Nam đứng thứ 11 trong Top 55 quốc gia về dịch vụ outsourcing, tăng 1 bậc so với 2014, dựa trên các đánh giá về (1) mức độ hấp dẫn về tài chính, (2) môi trường kinh doanh và (3) trình độ của nhân lực. Nhật Bản vẫn là thị trường outsourcing chính của các doanh nghiệp Việt, và một số doanh nghiệp đầu ngành đang muốn cải thiện năng lực để thâm nhập sâu hơn vào dịch vụ outsource để có giá trị gia tăng lớn hơn.

Cập nhật KQKD của các doanh nghiệp. KQKD của các doanh nghiệp nhìn chung tăng trưởng khá tốt so với cùng kỳ 2015, ngoại trừ FPT do ảnh hưởng từ khối Tích hợp/CNTT (trong 6T đầu năm gần như không có dự án tài chính công được đấu thầu), tăng chi phí khấu hao của khối Viễn thông và hiệu quả kinh doanh giảm sút của lĩnh vực Phân phối, dự kiến KQKD Q3 của FPT vẫn sẽ chưa khả quan.

	DTT 6T2016	DTT 6T2015	+yoy	LNST 6T2016	LNST 6T2015	+yoy
FPT	17,425.04	17,970.02	-3.03%	1,076.70	1,137.86	-5.37%
ELC	359.71	258.75	39.02%	30.08	7.83	283.96%
CMT	196.38	127.19	54.40%	1.63	3.66	-55.55%
	DTT Q1/2016	DTT Q1/2015	+yoy	LNST Q1/2016	LNST Q1/2015	+yoy
CMG	987.31	756.78	30.46%	28.24	19.41	45.48%
ITD	101.75	55.60	82.99%	7.04	2.31	204.20%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, ITD và CMG có kỳ kế toán từ 01/04 – 31/03

KQKD của các doanh nghiệp ngành Công nghệ - Viễn thông sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong Q4/2016 do là quý cuối năm, các dự án tích hợp, giao thông thông minh, công nghệ thông tin, ... sẽ được đẩy nhanh tiến độ nghiệm thu và ghi nhận.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì nhận định **Khả quan** với ngành CNTT – Viễn thông như các báo cáo trước, tăng trưởng từ nhóm khách hàng khối nhà nước được kỳ vọng sẽ cải thiện tốt hơn so với tình hình của nửa đầu năm 2016 khi không có một dự án tài chính công được đấu thầu, bên cạnh đó thị trường Viễn thông Internet và Outsourcing vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

FPT – Mua – Giá mục tiêu 51.000 đồng/cp ([link](#))

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 8T2016 chưa khả quan: DTT 8T2016 đạt 24.544 tỷ đồng (-6%yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 1.119 tỷ đồng (-2%yoy), EPS 8T = 2.441 đồng (-2%yoy). FPT hiện có trên 1,5 triệu thuê bao, trong đó 2/3 là cáp quang và 1/3 là cáp đồng. Kế hoạch quang hóa sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới biên LN của FPT Telecom do FPT vẫn đang tiếp tục triển khai quang hóa, đồng thời chi phí quang hóa được chia làm 2 phần, một phần ghi nhận vào TSCĐ khấu hao từ 5 – 7 năm và một phần ghi nhận vào vật tư thuê bao sẽ phân bổ hết trong năm (phần này chưa chiếm đến 50% tổng đầu tư). Trong 6T đầu năm, FPT đã hoàn thành quang hóa giai đoạn 1 tại 5 tỉnh là Hải Phòng, Đà Nẵng, Đồng Nai, Bình Dương và Cần Thơ, chi phí khoảng 200 tỷ đồng, số lượng khoảng 100 nghìn thuê bao. Kế hoạch quang hóa tại các tỉnh vẫn đang tiếp tục được triển khai.

Thương vụ thoái vốn tại khối Phân phối Bán lẻ vẫn chưa được hoàn thiện, trường hợp xấu nhất có thể phải lùi sang đầu năm 2017. Tuy nhiên đây sẽ tạo kỳ vọng trong ngắn hạn cho cổ phiếu FPT.

CMG – Mua – Giá mục tiêu 18.900 đồng/cp ([link](#))

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.

Khối Viễn thông. Dịch vụ Truyền dữ liệu và FTTx cho doanh nghiệp tăng trưởng mạnh. Đáng chú ý, vào tháng 9, hệ thống cáp quang biển APG đi vào hoạt động. Hệ thống APG được công ty khấu hao trong 15 năm dự kiến sẽ giúp công ty tăng cường năng lực cạnh tranh và tạo sự chủ động trong hoạt động kinh doanh của mình. Tuy nhiên, việc này sẽ không tạo ra nhiều đột biến về doanh thu và lợi nhuận do hệ thống đồng thời được sử dụng để phục vụ cho việc truyền dẫn của các khối hoạt động khác của công ty.

Bên cạnh đó, sau khi hoàn thành hệ thống APG, công ty cũng dự kiến sẽ đầu tư xây dựng trục viễn thông Bắc nam vào cuối năm nay với suất đầu tư là 200 tỷ, thời gian thi công dự kiến là 1 năm, khấu hao sẽ là 10 năm.

Khối Phần mềm. Số lượng hợp đồng ký kết tăng trưởng mạnh, trong đó backlog cho năm 2016 đã đạt 200 tỷ, đảm bảo cho doanh thu kế hoạch trong năm nay của công ty (177 tỷ đồng).

Khối tích hợp. Hiện tại, doanh thu từ phần cứng vẫn đóng góp chính trong doanh thu khối tích hợp hệ thống của công ty. Tuy nhiên, biên lợi nhuận trước thuế của mảng phần cứng tương đối thấp (5%) so với của mảng phần

mềm (18%) cùng với việc nhu cầu phần cứng đang có dấu hiệu bão hòa, hướng đi chính của công ty sẽ là phát triển các dịch vụ và giải pháp đi kèm. Tới thời điểm hiện tại, backlog hiện đạt khoảng 1000 tỷ đồng.

ITD – Mua – Giá mục tiêu 25.500 đồng/cp ([link](#))

Năm tài chính 2016 – 2017, ITD ước tính DTT hợp nhất 740 tỷ đồng, LNST hợp nhất của cổ đông cty mẹ là 47 tỷ đồng (tương đương mức thực hiện 2015), EPS 2016 = 2.454 đồng.

Chúng tôi ước tính LNST HN của cổ đông cty mẹ 2016/2017 đạt 51,60 tỷ đồng, EPS 2016 = 2.694 đồng. Ngày 04/10/2016, cổ phiếu ITD được giao dịch với giá 21.500 đồng, PE FW = 7,98x.

Cập nhật các dự án Giao thông thông minh Động lực tăng trưởng của ITD sẽ tiếp tục đến từ mảng Giao thông thông minh, các mảng hoạt động còn lại ở mức ổn định, không phải yếu tố đem lại tăng trưởng

- Hợp đồng EPC 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: Doanh thu dự kiến ghi nhận là 195 tỷ đồng trong năm 2016, hoặc có thể 50% trong năm 2016 và 50% năm 2017, do hiện tại mặt bằng thi công chưa được bàn giao, ITD đã mua đầy đủ thiết bị để chuẩn bị lắp đặt, thời gian lắp thường từ 1 – 2 tháng. Biên LNG của dự án khoảng từ 22 – 23%.
- Dự án cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi chưa được đấu thầu, tổng giá trị khoảng 200 tỷ đồng, nếu thực hiện dự kiến ghi nhận doanh thu lợi nhuận cuối năm 2017.
- Dự án với Tp. Hồ Chí Minh về quản lý giám sát các nút giao thông chưa được chính thức triển khai, đang trong quá trình chuẩn bị.

Hiện tại tổng giá trị hợp đồng đã ký và đang thực hiện là 600 tỷ đồng, trong đó sẽ ghi nhận khoảng 400 tỷ đồng năm 2016.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 23/09/16	Giá mục tiêu
FPT	42,514	2,678	4,618	10.26	2.03	21.57%	30%	47,400	51,000
CMG	4,209	171	1,808	9.02	1.12	17.82%	N/A	16,300	18,900
ITD	740	52	2,694	8.46	1.91	23.09%	12%	22,800	25,500

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Cảng biển [Khả quan]

- Sản lượng container qua cảng 8T2016 tăng trưởng 19%
- KQKD quý 2 của doanh nghiệp cảng tại Hải Phòng tăng nhẹ, các doanh nghiệp kho bãi phía Nam tăng trưởng khá
- Quý 4 là điểm rơi doanh thu của doanh nghiệp cảng, lưu ý các doanh nghiệp kho bãi và ICD tại khu vực phía Nam

Thực trạng 9T2016

Sản lượng hàng hóa thông qua giữ đà tăng trưởng cao 10% trong 8 tháng 2016. Tổng sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2016 đạt 306 triệu tấn (+10%yoy), trong đó mặt hàng container tăng trưởng mạnh 19% yoy đạt mức khoảng 8.8 triệu TEUs. Đáng lưu ý, mặt hàng container xuất khẩu đã tăng 16% (cùng kỳ 2015 chỉ đạt mức độ tăng trưởng 12%) nhờ tăng trưởng vốn FDI đăng ký và giải ngân

Kết quả kinh doanh quý 2. Đúng như dự báo của chúng tôi trong báo cáo triển vọng ngành quý 3, phần lớn các cảng khu vực phía Bắc có doanh thu chỉ tăng trưởng nhẹ sao với cùng kỳ 2015 do thời gian nghỉ tết dài hơn và giảm mạnh sản lượng hàng container lạnh. Trong khi đó, các doanh nghiệp khai thác kho bãi tại khu vực phía Nam như GMD, TMS hưởng lợi lớn từ tăng trưởng mạnh hàng qua khu vực Cái Mép, Cát Lái và cải thiện giao thông phụ trợ.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh quý 2-2016.

	Doanh thu		BLNG		LNST		P/E	P/B
	Q2-2016	% yoy	Q2-2016	Q2-2015	Q2-2016	% yoy		
GMD	1,799	4%	29%	27%	188.03	-8%	13.56	1.00
PHP	1,179	2%	43%	36%	268.32	38%	18.06	1.70
VSC	503	11%	36%	39%	124.57	-8%	10.75	2.60
TCL	376	-7%	18%	21%	43.26	-7%	7.95	1.20
DVP	310	-4%	53%	47%	143.51	8%	10.33	3.40
TMS	277	16%	28%	25%	82.43	3%	12.22	1.60
PDN	186	21%	32%	35%	30.81	18%	11.46	2.10
DXP	69	-27%	36%	35%	25.40	5%	6.99	1.60
HAH	230	-23%	40%	35%	72.00	-9%	5.88	1.63
CLL	147	16%	42%	43%	44.72	26%	9.53	1.65
Trung bình			36%	34%			11.42	1.85

Nguồn: BCTC các công ty.

Sự kiện Hanjin phá sản không có tác động lớn tới các doanh nghiệp cảng biển. Hanjin vận chuyển hàng vào Việt Nam qua Cát Lái, Tận Cảng Hiệp Phước và VICT với số chuyển hàng tháng khoảng 10-11 chuyến. Ở khu vực Hải Phòng, Hanjin hiện không có tàu vận chuyển hàng hóa trực tiếp và chỉ có hàng trung chuyển nhưng lượng không nhiều. Thực tế, Hanjin cũng chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trong tổng doanh thu các cảng tại Hải Phòng (VSC 3-5%), DVP (5%). Vì vậy, chúng tôi cho rằng sự kiện Hanjin sẽ tác động không lớn tới sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp cảng Việt Nam.

Quý 4 là điểm rơi doanh thu của các doanh nghiệp cảng. Chúng tôi cho rằng sản lượng hàng hóa qua khu vực Hải Phòng cả năm 2016 có thể tăng trưởng khoảng 13-14%, giúp các doanh nghiệp cảng nằm trong khu vực bán đảo Đình Vũ như Tân Vũ (PHP), Vip-green (VSC), Nam Hải Đình Vũ (GMD) hưởng lợi. Chúng tôi lưu ý nhà đầu tư trong năm 2016, đặc biệt là quý 3 và 4, các cảng tại Hải Phòng không còn ghi nhận sản lượng container lạnh lớn như cùng kỳ 2015, vì vậy doanh thu và BLNG khó duy trì cao so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, nhà đầu tư có thể quan tâm

tới các doanh nghiệp kho bãi, ICD trong nội thành Hồ Chí Minh (TMS, SWC, TCL, STG, GMD) do dự báo các doanh nghiệp này sẽ được hưởng lợi từ cải thiện hạ tầng giao thông và xu thế tăng hàng hóa qua cảng.

Quan điểm đầu tư

Nhờ tăng trưởng lượng hàng hóa thông qua, đặc biệt là hàng container, giữ ở mức cao, chúng tôi duy trì đánh giá Khả Quan với ngành cảng biển. Nhờ tính phòng thủ cao (hoạt động kinh doanh ổn định, beta thấp, cổ tức cao), điểm rơi doanh thu vào 2 quý cuối năm, cổ phiếu cảng biển dự đoán tiếp tục là điểm đến của dòng tiền trong thời gian tới. Về mã cổ phiếu khuyến nghị, chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm MUA với VSC, HAH và nắm giữ với PSP, CDN, PHP và GMD

GMD- Khuyến nghị Nắm Giữ- giá mục tiêu 30.503 đồng/cổ phiếu.

Trong thời gian gần đây, GMD vẫn giao dịch quanh mức giá mục tiêu mà chúng tôi khuyến nghị trong báo cáo triển vọng quý 2 và báo cáo update GMD. Tuy nhiên, vài điểm nhà đầu tư lưu ý: (1) trong mô hình định giá, chúng tôi thận trọng không phản ánh lợi nhuận bán 15% vốn góp tại Gemadept tower (chấm nhất sẽ bán trong quý 2/2017 thu về khoảng 100 tỷ). (2) kho lạnh tại Hậu Giang đi vào hoạt động đầu quý 4/2016 với tỷ lệ lấp đầy năm 2016 dự báo ở mức khoảng 30%. (3) GMD sẽ rót 360 tỷ đồng (tương đương 60% vốn điều lệ) để thành lập CTCP Cảng Nam Đình Vũ với hoạt động kinh doanh chính gồm: vận tải hàng hóa ven biển và viễn dương, hoạt động dịch vụ hỗ trợ trực tuyến cho vận tải đường sắt và đường bộ, bốc xếp hàng hóa, vận tải hàng hóa đường bộ, kho bãi và lưu trữ hàng hóa, hoạt động dịch vụ hỗ trợ trực tiếp cho vận tải đường thủy. Kế hoạch mở cảng tại Hải Phòng vẫn chưa được GMD chia sẻ rõ. Nếu dự án đi vào hoạt động thực tế, đây sẽ là động lực cho GMD tăng trưởng rất mạnh trong tương lai.

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

Hiện tại, cầu QC4 tại cảng Vip-green port vẫn chưa hoàn thành lắp ráp, vì vậy cầu cảng 2 vẫn chưa được đưa vào hoạt động khai thác. Dự kiến VSC sẽ đưa vào khai thác cả 2 cầu vào giữa tháng 10/2016, tạo động lực tăng trưởng cả doanh thu và lợi nhuận trong quý 4/2016. Về cảng Green Port, VSC kế hoạch xây dựng kho DC tận dụng lợi thế là điểm kết nối của cả 3 loại hình giao thông là đường bộ, thủy và sắt. Chi tiết nhà đầu tư có thể tham khảo báo cáo cập nhật VSC.

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

HAH được đánh giá một trong những doanh nghiệp cảng hoạt động tốt nhất tại Hải Phòng, với các chỉ số lợi nhuận luôn ở mức cao. Hoạt động vận tải biển container tăng trưởng mạnh 24% (đạt 102 tỷ) trong 6T2016 bù đắp một phần cho sự giảm sút của hoạt động khai thác cảng. Trong quý cuối năm, chúng tôi cho rằng hoạt động vận tải biển sẽ giữ đà tăng trưởng tốt khi giá dầu vẫn đang ở mức thấp, nguồn hàng vận chuyển từ T.P HCM vẫn khá dồi dào. Trong khi đó mảng khai thác cảng sẽ giảm hơn so với cùng kỳ 2015 do không còn ghi nhận doanh thu lớn từ container lạnh và vị trí cầu cảng của HAH chịu ảnh hưởng tiêu cực của cầu Bạch Đằng.

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 23/09/2016	Giá mục tiêu	Tăng/ Giảm
GMD	3,954	583	2,858	9.93	1.09	10.64%	Cash:20%	28.400	32,800	13.40%
PHP	2,531	741	1,385	13.43	1.54	12%	Cash:3%	18.600	22,980	9%
VSC	1,391	381	7,005	10.42	1.82	14.8%	Cash:10%	73.000	86,208	33%
HAH	509	113	4,564	8.72	1.76	21%	Cash: 30%	39.800	47,419	17.7%
PSP	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Cash: 5%	10.800	N/A	N/A
CDN	597	177	1,575	15.87	2.21	14%	Cash: 10%	25.000	18,801	N/A

¹ Giá khuyến nghị tính đến việc CDN có thể phát hành 20 triệu cổ phiếu để xây dựng cảng Tiên Sa 2.

Ngành Điện [Khả quan]

- Sản lượng điện sản xuất và mua của EVN tăng trưởng 10.75% trong 6T2016.
- El Nino và biến động tỷ giá là 2 tác nhân chính tác động mạnh tới KQKD 6T2016 của các doanh nghiệp điện
- Elnino đã kết thúc, tác động tích cực các doanh nghiệp thủy điện (đặc biệt các doanh nghiệp từ miền Trung trở vào)
- Cổ phiếu ngành điện có mức định giá hấp dẫn, cổ tức cao, và có tính phòng thủ tốt.

Thực trạng 9T2016

6T2016, sản lượng điện sản xuất và mua của EVN tăng trưởng 10.75%, đạt 84,75 tỷ kWh, trong đó, tỷ trọng thủy điện chiếm 28.3% tua-bin khí chiếm 29,36%, nhiệt điện dầu chiếm 1,24%, điện mua Trung Quốc chiếm 1,38% và đặc biệt, nhiệt điện than đạt sản lượng huy động cao, chiếm 39,87%. Đáng chú ý, trong quý 2, do chịu ảnh hưởng của El Nino, cơ cấu sản lượng điện bán trên thị trường cạnh tranh cũng có biến động theo hướng tăng tỷ trọng nhiệt điện than (từ khoảng 42% lên 46%) và giảm tỷ trọng thủy điện (từ 17% xuống còn 13%).

Tỷ giá biến động làm phân hóa KQKD 6T2016 của các doanh nghiệp nhiệt điện (than, khí). Các doanh nghiệp có dư nợ EUR hoặc KRW như NT2, BTP hưởng lợi từ việc tỷ giá EUR/VND và KRW/VND giảm (lần lượt 1.63% và 1.02% so với cùng kỳ 2015). Trong khi đó, các doanh nghiệp như PPC ghi nhận lỗ tỷ giá lớn 672 tỷ (so với 77 tỷ cùng kỳ 2015) do đồng JPY tăng giá mạnh.

9T2016, thủy điện khó khăn do El Nino, nhiệt điện hưởng lợi. Mực nước xuống thấp do ảnh hưởng của El Nino, các doanh nghiệp thủy điện (đặc biệt tại khu vực miền Trung và phía Nam) có kết quả kinh doanh kém khả quan. Trong khi đó, nếu như loại bỏ tác động tỷ giá, đa phần các doanh nghiệp nhiệt điện có sản lượng điện đều có mức tăng trưởng cao. (PPC do trong 6T2016 chưa kí được hợp đồng PPA có PL1).

Tổng hợp kết quả kinh doanh 2Q2016

	Loại hình	Công suất	Vị Trí	DT 2Q2016	%yoy	LNST 2Q2016	%yoy	P/E	P/B
NT2	Tua bin khí	750	Đồng Nai	2,951.19	-21%	695.40	12%	7.5	1.9
VSH	Thủy điện	136	Bình Định	222.82	-18%	145.44	-16%	14.1	1.1
KHP				1,609.54	13%	25.83	-52%	8.6	0.7
SJD	Thủy điện	104	Bình Phước, Gia Lai, Điện Biên	136.71	-14%	60.10	-23%	7.7	1.1
PPC	Nhiệt điện than	1040	Hải Dương	3,222.58	-24%	(349.59)	-195%	0.0	1.0
HJS	Thủy điện	12	Hà Giang	81.73	0%	18.98	30%	8.2	1.4
TBC	Thủy điện	120	Yên Bái	138.94	-13%	72.55	-15%	13.8	1.7
BTP	Tua bin khí	388	Vũng Tàu	788.82	-7%	44.18	-198%	5.0	0.9
TMP	Thủy điện	150	Bình Phước	201.13	-40%	27.89	-79%	18.1	2.1
NBP	Nhiệt điện	100	Ninh Bình	352.82	1%	16.62	214%	4.3	1.0
CHP	Thủy điện	170	Huế	175.04	-45%	1.77	-99%	14.2	1.8
SHP	Thủy điện	123	Lâm Đồng	130.60	-28%	(53.17)	N/A	14.4	1.7
DRL	Thủy điện	16	Đắc Nông	38.62	57%	22.45	84%	10.5	3.1
SD3	Thủy điện		Pleiku	317	N/A	21	N/A	24.43	0.62

Nguồn: BCTC các công ty

Thủy điện có thể bùng nổ trong quý 4/2016. Theo International Research Institute for Climate and Society báo cáo ngày 8/9/2016, xác suất xảy ra La Nina vào quý cuối năm vào khoảng 36-40% (giảm so với dự báo trước đó ở mức 65%). Trong thời gian vừa qua, các tỉnh miền Trung cũng đang diễn xảy ra hiện tượng mưa nhiều, bão lụt. Khi La Nina diễn ra, hoặc ít nhất El Nino chấm dứt, các doanh nghiệp thủy điện từ miền Trung trở vào như CHP, SHP, VSH, TMP, SJD sẽ có lượng nước qua hồ tăng, giúp tăng mạnh sản lượng điện sản xuất so với cùng kì 2015 cũng như 2 quý đầu năm 2016.

Diễn biến tỷ giá là ẩn số với các doanh nghiệp nhiệt điện. Trong 2 quý đầu năm, tỷ giá USD/VND, EUR/VND hay KRW/VND đã có tác động mạnh tới LNST của các doanh nghiệp nhiệt điện. Việc dự báo diễn biến tỷ giá trong quý 4/2016 khá rủi ro, vì vậy chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi sát diễn biến tỷ giá, lưu ý cổ phiếu PPC với nhà đầu tư ngắn hạn do chúng tôi cho rằng khi JPY/VND diễn biến tích cực PPC có cơ hội tăng giá trong thời gian tới. (báo cáo update PPC).

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả Quan** với ngành điện. Trong các quý 4/2016, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp thủy điện sẽ hoạt động tốt hơn nhiều so với các quý đầu năm và cùng kì 2015 do hiện tượng thời tiết tiêu cực El Nino đã chấm dứt từ cuối quý 2/2016. Vì vậy trong các quý cuối năm, nhà đầu tư có thể quan tâm tới các doanh nghiệp thủy điện, đặc biệt từ miền trung trở vào như CHP, VSH, SHP, SJD.

NT2- NĂM GIỮ- Giá mục tiêu 36,045 đồng/cổ phiếu

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. 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.

BTP- Theo dõi

Giá bán điện trong 6 tháng đầu năm 2016 vẫn tạm tính theo giá năm 2015. 6T2016, BTP chỉ ghi nhận khoản lỗ tỷ giá khoảng 23.46 tỷ (trong năm 2015 là 62.95 tỷ) nhờ đồng KRW giảm giá. Trong quý 2/2016, một số nhà máy phải chạy dầu do đường ống khí gặp trục trặc. Vì vậy chúng tôi cho rằng trong các quý cuối năm, sản lượng điện sản xuất dự báo được cải thiện. Thêm vào đó, chúng tôi cũng cho rằng tỷ giá KRW/VND cũng sẽ giữ ổn định trong quý cuối năm 2016.

PPC- Theo Dõi.

Vào tháng 5/2016, PPC đã ký hợp đồng PPA cho nhà máy Phả Lại 1 với giá bán cố định là 261 đồng/kWh, thấp hơn 10 đồng so với giá trước đó. Sản lượng được ký là 595 triệu kWh trong 6 tháng cuối năm 2016. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PPC trong 6T2016 sẽ tăng nhẹ. Tuy nhiên, do nhà máy Phả Lại 1 đã hết khấu hao, chi phí bảo dưỡng sửa chữa cho nhà máy này sẽ tăng mạnh (6T2016, chi phí duy tu là 203 tỷ so với 169 tỷ trong cả năm 2015) làm cho BLNG của PPC sẽ giữ ở mức thấp như 6T2016. Thêm vào đó, yếu tố tỷ giá JPY/VND sẽ có tác động lớn tới lợi nhuận của PPC. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi với PPC.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016	EPS 2016	P/E fw	P/B	ROE 2016	Dividend 2016	Giá ngày 23/9/2016	Giá mục tiêu
NT2	5,902	1,204	4,016	9.11	1.67	17%	22% tiền, 7% cp	36.600	36,400
PPC	7,271	532	1,669	8.74	0.79	14%	12% tiền	14.600	15,700
SJD	348	163	3,289	8.45	1.17	21%	25% tiền	27.800	30,940
CHP	527	208	1,581	13.03	0.81	20%	9% tiền, 5% cp	20.600	23,200

Nguồn: BSC ước tính

Ngành Thép [Trung lập]

- Tín hiệu tích cực khi Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép
- Việt Nam áp thuế chống bán phá giá tạm thời với sản phẩm thép mạ
- Tiêu thụ thép trong nước tăng trưởng tốt trong 8 tháng và tháng 7 âm lịch, 26 – 33% tùy loại thép
- Định giá vẫn hấp dẫn với PE forward trung bình 5.24x

Thực trạng 9T2016

Tín hiệu tích cực khi Trung Quốc cắt giảm sản lượng. Mục tiêu trong năm 2016 của Trung Quốc là sẽ cắt giảm sản lượng 45 triệu tấn thép và 280 triệu tấn than, bên cạnh đó, cắt giảm từ 100 – 150 triệu tấn thép và 500 triệu tấn than đến năm 2020. BSC cho rằng đây là động thái rất tích cực với ngành thép toàn cầu bởi trong năm 2015 Trung Quốc đã sản xuất 803,8 triệu tấn thép (chiếm 49,6% tổng sản xuất toàn cầu), trong đó xuất khẩu tới 103 triệu tấn thép thô, chiếm 12,8% tổng sản lượng sản xuất.

Từ sự tích cực của Trung Quốc nói trên, dự báo cho giá quặng sắt cũng được điều chỉnh ở mức cao hơn, cũng là dấu hiệu khả quan cho ngành thép. Goldman Sachs nâng mức dự báo giá quặng sắt trong 3 và 6 tháng tới (tính từ tháng 8/2016) từ mức 45 USD và 35 USD/tấn lên mức 50 USD và 40 USD/tấn; bên cạnh đó UBS cũng nâng dự báo giá quặng ở mức 53 USD/tấn cho năm 2016 và 50 USD/tấn cho năm 2017.

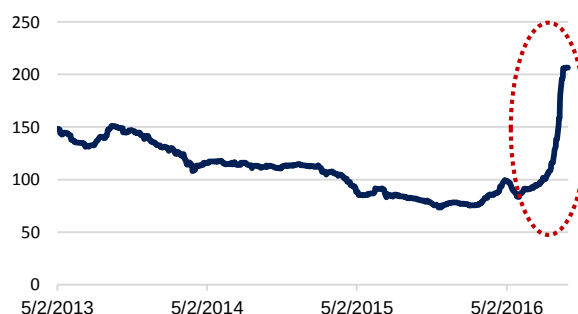
Sản lượng thép sản xuất của Trung Quốc bị cắt giảm cũng dẫn tới việc cắt giảm sản lượng than cốc; cùng với việc chính phủ Trung Quốc giảm số ngày làm việc của các mỏ than từ 330 ngày xuống còn 276 ngày và điều kiện thời tiết bất lợi cho khai thác than trong Q3 (mưa lớn) đã khiến giá than cốc tăng mạnh, từ mức 100,6 USD/tấn đầu tháng 8 lên mức 210,8 USD/tấn (29/09/2016), +110%.

BSC cho rằng KQKD của doanh nghiệp sản xuất thép bằng công nghệ lò cao sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực nếu không điều chỉnh giá bán, do giá nguyên liệu tăng sẽ được phản ánh từ tháng 10 (nếu tồn kho của doanh nghiệp là 2 tháng), ngoài ra, hiệu quả khi so sánh với lò điện cũng sẽ giảm xuống do trong điều kiện bình thường, lợi nhuận của thép luyện bằng lò cao thường chỉ cao hơn 5% so với lò điện (trường hợp của HPG).

Giá quặng 62% Fe



Giá than Cốc Australia



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Việt Nam áp thuế chống bán phá giá tạm thời với sản phẩm thép mạ (tôn mạ). Theo Quyết định 3584/QĐ-BCT, biện pháp chống bán phá giá tạm thời với thép mạ có hiệu lực từ 16/09/2016 đến hết 13/01/2017, sau đó sẽ

xem xét áp dụng biện pháp chống bán phá giá chính thức. Tùy từng nhà sản xuất sẽ bị áp mức thuế khác nhau, mức cao nhất là 38,34%.

BSC cho rằng các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam sẽ được hưởng lợi lớn khi hiện có khoảng 1 triệu tấn tôn mạ màu, mạ lạnh tiêu thụ tại Việt Nam có nguồn gốc từ Trung Quốc, ngoài ra khoảng 50 – 60% lượng ống thép bán ra thị trường là từ các doanh nghiệp nhỏ lẻ, nhập thép nguyên liệu từ Trung Quốc để cuộn (chi phí đầu tư 1 máy cuộn ống thép chỉ khoảng 1 – 2 tỷ đồng), nếu hạn chế được nguồn từ Trung Quốc sẽ giúp các doanh nghiệp thép quy mô như HSG, NKG, Đông Á ... tăng sản lượng tiêu thụ.

Sản lượng tiêu thụ Thép trong nước tăng trưởng tốt. Theo báo cáo của HH Thép, trong 8T2016, tiêu thụ thép Xây dựng đạt 5,16 triệu tấn (+26,75%yoy), tiêu thụ Ống thép đạt 1,20 triệu tấn (+31,3%yoy) và tiêu thụ Tôn mạ đạt 1,75 triệu tấn (+33,94%yoy). Đáng chú ý, lượng thép bán ra trong tháng 8 (tháng Ngâu âm lịch) tăng tương đối tốt, sản lượng tiêu thụ thép Xây dựng đạt 676.099 tấn (+36,05%yoy), ống thép đạt 173.470 (+42,07%yoy) và tôn mạ đạt 229.796 (+36,44%yoy).

Cập nhật KQKD của các doanh nghiệp. Diễn biến thị trường tích cực, giá nguyên liệu thép tăng, tồn kho giá thấp dẫn tới các doanh nghiệp thép có biên lợi nhuận cải thiện. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ trong nước tăng mạnh cũng góp phần tạo nên bức tranh Khả quan cho ngành Thép.

	DTT 6T2016	DTT 6T2015	+yoy	LNST 6T2016	LNST 6T2015	+yoy
HPG	15,191	13,486	12.64%	3,050	1,902	60.37%
HSG	8,985	9,115	-1.42%	866	360	140.89%
NKG	3,973	2,498	59.07%	307	65	368.32%
SMC	4,371	5,424	-19.42%	231	(202)	N/A
VIS	1,304	1,565	-16.70%	22	(37)	N/A

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, với HSG là DT và LNST từ 01/01 – 30/06/2016

Về KQKD Q3 chúng tôi cho rằng tình hình chung sẽ tiếp tục đột biến so với cùng kỳ 2015, nhưng sẽ không lạc quan như 2 quý đầu năm do yếu tố tâm lý tháng Ngâu và mùa mưa ảnh hưởng xây dựng. Triển vọng KQKD Q4 thường tốt nhất trong năm, nhưng có một số vấn đề cần lưu ý là giá than cốc tăng mạnh, ảnh hưởng chi phí sản xuất của doanh nghiệp luyện thép bằng công nghệ lò cao, bên cạnh đó, Mỹ cũng đang chuẩn bị điều tra thép mạ của Việt Nam, phần nào ảnh hưởng các đơn hàng tôn mạ xuất đi Mỹ.

Quan điểm đầu tư

Với tình hình thị trường và KQKD cải thiện tốt, BSC duy trì quan điểm từ Trung lập đối với ngành thép. Chúng tôi vẫn lo ngại về động thái cắt giảm sản lượng của Trung Quốc cùng với xu hướng giá quặng. Chúng tôi 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 53.866 đồng/cp ([link](#))

Chúng tôi ước tính DT 2016 = 32.417 tỷ đồng (+18,08%yoy), LNST 2016 = 5.940 tỷ đồng (+69,49%yoy), EPS 2016 = 7.041 đồng. Ngày 30/09/2016, cổ phiếu HPG được giao dịch với giá 45.700 đồng, PE FW = 6,49x.

Sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng tốt, giá thép được điều chỉnh tăng. Trong 8T2016, sản lượng tiêu thụ thép Xây dựng của HPG đạt 1,07 triệu tấn (+20,12%yoy), ống thép đạt 297.900 tấn (+45,39%yoy). Trong đó, sản

lượng tiêu thụ trong tháng 8 (tháng Ngâu âm lịch) đạt mức tăng ấn tượng với thép Xây dựng là 146.485 tấn (+37,46%yoy) và ống thép là 45.200 tấn (+53,22%yoy). Bên cạnh đó, trong Q3, giá thép HPG được điều chỉnh tăng khoảng 400 nghìn đồng, giá tại thời điểm đầu tháng 7 khoảng 9,6 triệu đồng/tấn thép cây và lên mức ~ 10 triệu đồng/tấn thép cây cuối tháng 9/2016. BSC ước tính DTT quý 3 đạt 8.591 tỷ đồng và LNST đạt 1.734 tỷ đồng.

Giá than tăng mạnh, có thể ảnh hưởng biên lợi nhuận trong Q4. Giá than cốc nói riêng và than nguyên liệu luyện cốc đã bắt đầu tăng mạnh từ đầu tháng 8/2016, tồn kho than của HPG vào khoảng 4 tháng, do đó giá than nguyên liệu tăng mạnh có thể chỉ phản ánh một phần vào KQKD Q4, biên lợi nhuận bị ảnh hưởng bất lợi.

Nhà máy thức ăn chăn nuôi hoạt động ổn định. Nhà máy tại Hưng Yên đang chạy khoảng 30% công suất thiết kế, sản lượng đạt khoảng 8 nghìn tấn trong tháng 9. Dự kiến cuối năm 2016, nhà máy tại Đồng Nai sẽ hoàn thành, đầu năm 2017 sẽ khởi công nhà máy tại Phú Thọ, dự kiến công suất khoảng 200 – 300 nghìn tấn, vốn đầu tư khoảng 200 – 300 tỷ đồng.

Cập nhật tiến độ dự án BĐS: Dự án Mandarin Garden 2 đã bán được 30%, giá trung bình 26 triệu đồng/m2 (chưa VAT)

HSG – Mua – Giá mục tiêu 48.540 đồng/cp ([link](#))

Ước tính LNST 2016 của HSG đạt 1.503 tỷ đồng, EPS 2016 = 7.650 đồng. Ngày 29/09/2016, cổ phiếu HSG được giao dịch với giá 42.000 đồng, PE FW = 5,49x.

Ước KQKD 2015 – 2016: HSG ước tính sản lượng tiêu thụ cả năm đạt 1,28 triệu tấn (+18%yoy), trong đó thành phẩm đạt 1,21 triệu tấn (+19%yoy), gồm: sản lượng tôn/thép dày mạ đạt 854 nghìn tấn (+14%yoy), ống thép đạt 328 nghìn tấn (+29%yoy) và ống nhựa đạt 31 nghìn tấn (+44%yoy). Xuất khẩu chiếm 40,7%, đạt 494 nghìn tấn (+21%yoy) và tiêu thụ Nội địa là 718 nghìn tấn, tăng 17%yoy, chiếm 59,3%.

Doanh thu 2015 – 2016 ước đạt 17.573 tỷ đồng (+1%yoy) và LNST ước đạt 1.350 tỷ đồng (+106%yoy).

Kế hoạch kinh doanh 2016 – 2017: tổng sản lượng tiêu thụ đạt 1,58 triệu tấn (+23%yoy). Doanh thu đạt 21.495 tỷ đồng (+22%yoy) và LNST mục tiêu 1.400 tỷ đồng (+4%yoy). Chúng tôi cho rằng mục tiêu đặt ra là tương đối thận trọng khi trong năm 2017 biên lợi nhuận được cải thiện nhờ dây chuyền cán nguội công suất 400.000 tấn/năm sẽ đi vào hoạt động từ tháng 6/2017 (công suất cán nguội hiện tại của HSG là 980.000 tấn/năm); ngoài ra sản lượng thành phẩm cũng tăng lên khi các dây chuyền ống nhựa, ống thép và tôn mạ tại Hà Nam và Bình Định đi vào hoạt động đầu năm 2017.

NKG – Mua – Giá mục tiêu 47.680 đồng/cp ([link](#))

Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Mua trung và dài hạn cổ phiếu NKG, giá mục tiêu 47.680 đồng/cp LNST ước 2016 = 583 tỷ đồng, EPS 2016 = 7.955 đồng (tính theo số lượng cp 73,241,233 – giả định phát hành tiếp 5 triệu cp cho đối tác chiến lược và phát hành cổ phiếu trả cổ tức tỷ lệ 20% sau đó) và là 10.404 đồng nếu tính theo số cp hiện tại là 56.034.361.

Cập nhật KQKD Q3/2016: Ước tính LNST quý 3 khoảng 120 – 150 tỷ đồng. Dây chuyền mạ kẽm/Mạ lạnh 300.000 tấn / năm đã đi vào hoạt động, sản xuất 1 tháng hiện là 20 nghìn tấn/tháng. Các đơn hàng xuất khẩu đã chốt đến tháng 11. Dây chuyền cán nguội 450 nghìn tấn/năm dự kiến sẽ được hoàn thiện trong tháng 12/2016 và đi vào hoạt động từ tháng 01/2017.

Trong Q4/2016, NKG dự kiến phát hành cổ phiếu trả cổ tức tỷ lệ 20%, thực hiện sau khi phát hành thành công cho đối tác chiến lược tiếp theo (số lượng cổ phiếu đang đàm phán, chưa chốt chính thức). ESOP 2% dự kiến tháng 12/2016 hoặc sang đầu năm 2017.

Cập nhật SMC

Ước tính LNST cả năm 2016 đạt 316,18 tỷ đồng (LNST Q4/2016 dự kiến đạt khoảng 20 – 30 tỷ đồng), LNST HN của cổ đông cty mẹ khoảng 310 tỷ đồng, EPS 2016 = 10.508 đồng (tính theo số lượng cổ phiếu hiện tại). Ngày 04/10/2016, cổ phiếu SMC được giao dịch với giá 18.100 đồng, PE FW = 1,72x.

Điểm nhấn của cổ phiếu SMC là (1) yếu tố bất ngờ trong KQKD nhờ điều kiện thị trường tích cực và (2) chuyển hướng đi sâu vào sản xuất nhằm cải thiện biên lợi nhuận và tăng tính ổn định.

BSC cho rằng KQKD đột biến năm 2016 sẽ khó lặp lại trong năm 2017 do mức tăng của giá thép nguyên liệu đã bắt đầu chững lại. Dự kiến LNST 2017 đạt khoảng 90 tỷ đồng (điều kiện ổn định), EPS 2017 = 3.050 đồng, và 2.451 đồng nếu phát hành thêm 7,2 triệu cổ phiếu cho Hanwa và một số cá nhân.

Cập nhật KQKD: Ước tính LNST Q3 đạt khoảng 60 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 1,86 tỷ đồng của Q3/2015. Sản lượng tiêu thụ 9T2016 đạt khoảng 780 nghìn tấn, trong đó 40% là thép dẹt (ống thép, thép tấm,...) và 60% là thép xây dựng. Mục tiêu của SMC trong các năm tới là đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ thép dẹt và giảm bớt thép xây dựng để dòng tiền an toàn, ổn định hơn. SMC đang chiếm 6 – 7% thị phần phân phối thép cả nước, và khoảng 14 – 15% thị phần tại miền Nam.

Chuyển hướng đi sâu vào sản xuất: nhà máy ống thép Sendo đang đầu tư dây chuyền tẩy rỉ cán nguội, công suất 80 – 100 nghìn tấn/năm, tổng vốn đầu tư 110 – 115 tỷ đồng (trong đó 75% - 80% là vốn vay), dự kiến hoạt động từ tháng 2/2017. Hiện tại SMC đang sản xuất 3 nghìn – 3,5 nghìn tấn ống thép/tháng (~40 nghìn tấn / năm), SMC sẽ đầu tư thêm dây chuyền ống thép để nâng công suất ống đạt 80 nghìn tấn/năm cuối năm 2017, phù hợp với năng lực sản xuất của dây chuyền tẩy rỉ cán nguội. Dự kiến sau khi đầu tư thêm dây chuyền cán nguội, biên lợi nhuận gộp của thép dẹt đang là 8 – 9% có thể tăng lên mức 15%.

Phát hành riêng lẻ cho Hanwa. Tỷ lệ 15% tổng vốn điều lệ. Thương vụ vẫn đang được đàm phán, có thể hoàn thành trong Q1/2017.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 23/09/16	Giá mục tiêu
HPG	32,417	5,940	7.041	6.52	1.90	29.20%	30%	45,900	53,866
HSG	17,098	1,503	7,650	5.42	1.99	36.76%	N/A	41,500	48,540
NKG	7,946	583	7,955	3.78	1.72	45.45%	N/A	39,300	47,680

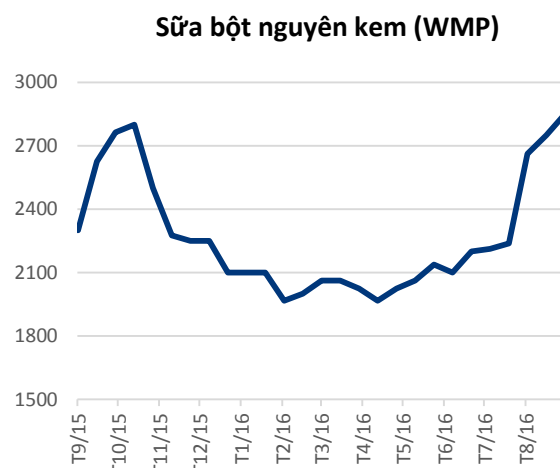
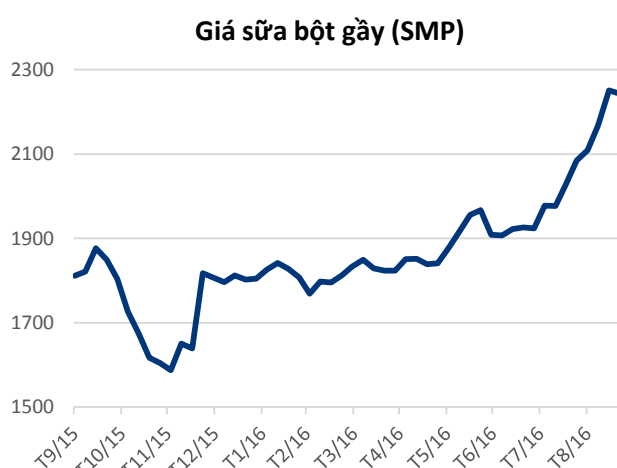
Nguồn: BSC dự báo

Ngành Sữa [Trung lập]

Thực trạng 9T2016

- Giá sữa nguyên liệu hồi phục: SMP +13.9% QoQ và WMP +33%QoQ nhờ sản lượng sữa sản xuất ra giảm.
- Giá sữa nguyên liệu được Hội đồng Xuất khẩu Sữa Hoa Kỳ dự đoán tăng nhẹ vào giai đoạn cuối năm.
- Kết quả kinh doanh quý II/2016 phân hóa mạnh giữa của hai doanh nghiệp ngành sữa
- Khuyến nghị Theo dõi đối với VNM, VLC, HNM.

Giá sữa nguyên liệu hồi phục nhờ nguồn cung giảm và cầu tăng tốt. Trong quý 3/2016, giá sữa trung bình có mức tăng mạnh so với cùng kỳ, tăng 19%yoy cho SMP, và 25% yoy cho WMP. Trong quý 2, lượng sữa sản xuất ra của nhóm 5 khu vực sản xuất lớn nhất bao gồm Liên minh Châu Âu, Mỹ, Australia, New Zealand và Argentina giảm 0.4% yoy. Trong đó, riêng trong tháng 6, sản lượng sữa từ nhóm này giảm 1.6% yoy chủ yếu do mức giảm mạnh 1.9% yoy về sản lượng của khu vực Liên minh Châu Âu. Cùng với đó, các nước nhập khẩu lớn cũng đẩy mạnh mua vào nhằm đón trước xu thế tăng giá sữa. Lượng sữa nguyên liệu nhập khẩu trong 7 tháng đầu năm của Trung Quốc, nước nhập khẩu lớn nhất, tăng tới 18% so với cùng kỳ 2015.



Nguồn: Bloomberg

Giá sữa nguyên liệu được Hội đồng Xuất khẩu Sữa Hoa Kỳ dự đoán tăng nhẹ vào giai đoạn cuối năm. Động lực chính sẽ là sự cắt giảm tiếp tục về sản lượng sữa, khoảng 5% yoy, của nhóm 5 khu vực cung cấp sữa lớn nhất. Trong khi sản lượng sữa của New Zealand sẽ biến động không đáng kể; sản lượng sữa của khu vực EU, Australia và Argentina sẽ tiếp tục đà giảm mạnh so với cùng kỳ. Hoa Kỳ sẽ là khu vực duy nhất có sự gia tăng về sản lượng sữa, tuy nhiên sức tiêu thụ mạnh của thị trường nội địa sẽ hạn chế lượng sữa bán ra thị trường thế giới. Bên cạnh đó, nhu cầu sữa nguyên liệu của các nước nhập khẩu chính được kỳ vọng tiếp tục tăng trong cuối năm.

Kết quả kinh doanh quý II/2016 phân hóa mạnh giữa của hai doanh nghiệp ngành sữa. VNM ghi nhận mức tăng trưởng mạnh với DT quý 2/2016 đạt 12,491 tỷ (+18.7% yoy) nhờ doanh thu từ thị trường nội địa tăng mạnh, đạt 10,321 tỷ (+20.7% yoy). Biên LNG cũng tăng lên mức 43% so với 41.7% cùng kỳ năm trước nhờ tăng tỷ trọng dòng sữa organic có biên lợi nhuận cao, dẫn tới LNST tăng mạnh, đạt 2,824 tỷ (+29.2% yoy). Trong khi đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HNM sụt giảm mạnh xuống lần lượt còn 50 tỷ (-35.5% yoy) và 0.25 tỷ (-85.7% yoy) do công ty đang tiến hành sửa chữa nhà máy.

BSC dự báo ngành sữa sẽ duy trì tăng trưởng ổn định trong nửa cuối năm 2016. Biên lợi nhuận gộp vẫn được duy trì ở mức tốt do giá nguyên liệu được chốt theo giá cuối năm 2015 ở mức tương đối thấp. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý giá sữa đầu vào cho năm 2017 sẽ được kí kết vào khoảng T11/2016, và dự kiến sẽ tăng cao đáng kể so với mức hiện tại, nếu giá sữa nguyên liệu trên thị trường thế giới duy trì xu hướng đi lên như hiện nay: tăng khoảng 20% yoy cho SMP và 25% cho WMP. Điều này sẽ dẫn tới chi phí đầu vào tăng mạnh, làm giảm biên lợi nhuận gộp của các công ty trong ngành.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi hạ triển vọng ngành Sữa từ Khả quan xuống **Trung lập** do lo ngại về chi phí nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong 2017.

VNM – Theo dõi

Chúng tôi khuyến nghị **Theo dõi** đối với **VNM** do bên cạnh yếu tố chi phí đầu vào tăng mạnh cho 2017, chúng tôi cũng lo ngại chi phí bán hàng sẽ tiếp tục tăng nhanh hơn so với doanh thu (tăng 27% YoY cho 6T2016), đặc biệt sau khi công ty mở thêm kênh bán hàng online. Ngoài ra chúng tôi cũng lưu ý là SCIC sẽ thoái thêm 9% trên tổng số 45% cổ phần mà công ty đang nắm giữ tại VNM trong Q4/2016.

Tại ngày 26/09/2016, cổ phiếu VNM đang được giao dịch với mức giá 141,400 đồng/cp, tương đương với P/E forward = 22.1 và P/B = 7.5.

HNM – Theo dõi

Chúng tôi khuyến nghị **Theo dõi** đối với **HNM** do tình hình hoạt động của công ty chưa có dấu hiệu khả quan, trong đó hoạt động sản xuất tiếp tục bị gián đoạn cùng với việc các chi phí ngoài sản xuất ở mức cao. Tại ngày 26/09/2016, cổ phiếu HNM được giao dịch ở mức giá 7,500 đồng/cp, tương ứng với P/E forward= 44.1 và P/B = 0.74.

VLC - Theo dõi

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%. Doanh thu 6 tháng đầu năm 2016 của VLC là 1,364 tỷ đồng (+3.4% yoy) trong đó doanh thu từ sữa là 998.7 tỷ đồng (+7.4% yoy), tương đương 73.2% tổng doanh thu. Chúng tôi khuyến nghị **Theo dõi** đối với **VLC**.

Mã CK	DT 2016F (tỷ đồng)	LN 2016F (tỷ đồng)	EPS 2016 F	P/E 2016F	P/B 2016F	ROE 2016F	Dividend 2016	Giá đóng cửa 26/09/2016	Giá mục tiêu
VNM	45,016	9,228	6,359	22.1	7.5	38.45%	40% (đợt 1)	141,000	n/a
HNM	360	3.4	170	44.1	0.7	1.6%	0	7,500	n/a
VLC	550(*)	51(*)	n/a	n/a	n/a	n/a	6.5% tiền	16,000	n/a

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

Nguồn: BSC Research

Ngành Phân bón [Trung lập]

- Dư cung, tồn kho phân bón tiếp tục ở mức cao, đạt lần lượt là 564 nghìn tấn, 354 nghìn tấn và 150 nghìn tấn đối với ure, NPK và DAP vào cuối quý 2/2016
- Tính đến đầu tháng 9/2016, giá phân bón giảm từ 6-15% so với cuối năm 2015
- Giá nguyên liệu đầu vào giảm, trung bình 9T2016, giá khí giảm 23%, giá lưu huỳnh giảm 40% so với năm 2015
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón tiếp tục giảm sút.

Thực trạng 9T2016

Dư cung, cầu thấp, tồn kho tiếp tục ở mức cao. Theo Agromonitor, sản lượng tồn kho ure, NPK và DAP đều tăng, đạt lần lượt là 564 nghìn tấn, 354 nghìn tấn và 150 nghìn tấn vào cuối quý 2/2016.

- **Sản lượng sản xuất giảm.** 7 tháng đầu năm 2016, tổng sản lượng sản xuất phân DAP giảm mạnh nhất, giảm tới 35,5%yoy còn 162 nghìn tấn, sản xuất phân NPK giảm còn 1.361 nghìn tấn (-7,6% yoy), sản xuất phân ure giảm còn 1.222 nghìn tấn (-6,6% yoy), sản xuất phân lân giảm 3,1% yoy còn 851 nghìn tấn.
- **Nhập khẩu phân bón giảm.** Tổng sản lượng nhập khẩu phân bón trong 7 tháng đầu năm là 2.294 nghìn tấn (-8,9% yoy). Tuy nhiên, sản lượng nhập khẩu ure tăng mạnh, tăng 57% yoy lên tới 319 nghìn tấn do giảm nguồn cung từ 2 nhà máy đạm Ninh Bình và đạm Hà Bắc trong quý 2/2016.
- **Cầu phân bón giảm** do ảnh hưởng của rét đậm, rét hại tại miền Bắc, khô hạn ở miền Trung Tây Nguyên và xâm nhập mặn tại Nam Bộ. Theo DPM, nhu cầu phân bón đã giảm 5% yoy trong 6 tháng đầu năm 2016. Từ cuối quý 2/2016, mưa nhiều tại các tỉnh Tây Nguyên và Nam Bộ, độ mặn giảm, hạn hán chấm dứt cùng với tình trạng lũ không về tại các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiêu thụ phân bón tại thị trường này.

Đơn vị: tấn	Ure		NPK		DAP	
	2015	1H2016	2015	1H2016	2015	1H2016
Tồn kho đầu kỳ	150,000	361,412	320,000	250,000	50,000	145,000
Cung	2,846,547	1,304,000	4,186,995	2,117,000	1,482,306	632,000
Sx trong nước*	2,259,072	1,033,000	3,800,000	1,945,000	468,608	213,000
Nhập khẩu	587,475	271,000	386,995	172,000	1,013,698	419,000
Cầu	2,647,920	1,101,000	4,249,373	2,013,000	1,399,299	627,000
Cây trồng	2,100,000	830,000	3,900,000	1,840,000	980,000	400,000
Sx NPK	300,000	210,000	349,373	173,000	180,000	120,000
XK	247,920	61,000	349,373	173,000	239,299	107,000
Tồn kho cuối kỳ	361,412	564,412	257,622	354,000	133,007	150,000

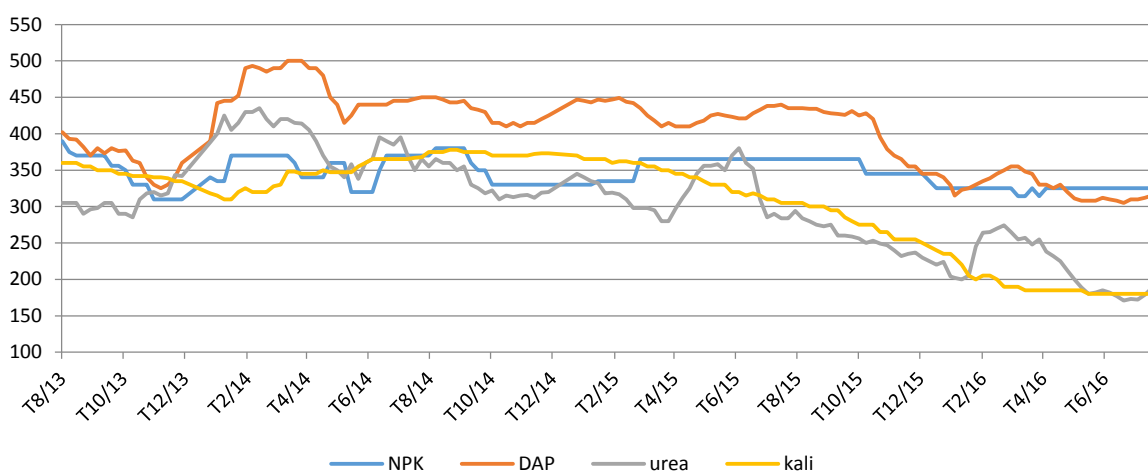
*Nguồn: Agromonitor, * số liệu có sai khác so với báo cáo của bộ Công thương*

Công suất sản xuất tiếp tục tăng, đặc biệt là công suất sản xuất phân bón NPK do chi phí đầu tư không lớn. Tổng công suất sản xuất phân bón NPK hiện tại khoảng 4 triệu tấn/năm. Bình Điền dự kiến tăng công suất thêm 250.000 tấn NPK sau khi hoàn thành giai đoạn 2 nhà máy Bình Điền Ninh Bình và Tây Ninh. Đạm Phú Mỹ dự kiến vận hành nhà máy Nhà máy NPK với công suất lên tới 250.000 tấn trong năm 2017. Đạm Cà Mau dự kiến đưa vào hoạt

động nhà máy NPK chất lượng cao, công suất 300.000 tấn vào năm 2018. Trong giai đoạn 2016-2018, theo danh mục dự án đầu tư ngành phân bón, một nhà máy mới với công suất 500.000 tấn dự kiến được triển khai tại miền Bắc. Tổng công suất sau năm 2018 ước tính tăng lên đến gần 5,6 triệu tấn/năm. Điều này sẽ đẩy cạnh tranh trong phân khúc phân bón càng gay gắt hơn.

Giá phân bón tiếp tục giảm mạnh. Do dư cung, tồn kho cao, giá phân bón liên tục giảm mạnh. Tại thị trường Việt Nam, tính đến đầu tháng 9/2016, giá phân Ure Phú Mỹ đã giảm 15% xuống khoảng 6.000 đồng/kg, ure Cà Mau giảm 10% xuống còn 5.650 đồng/kg, DAP giảm khoảng 15%, Kali giảm 6% so với cuối năm 2015. Tốc độ giảm giá phân NPK chậm hơn so với các loại phân đơn. Trung bình 6 tháng đầu năm, giá NPK Đầu Trâu giảm trung bình 1,3%, giá NPK của LAS, SFG giảm trung bình 5% so với năm 2015.

Diễn biến giá phân bón thế giới



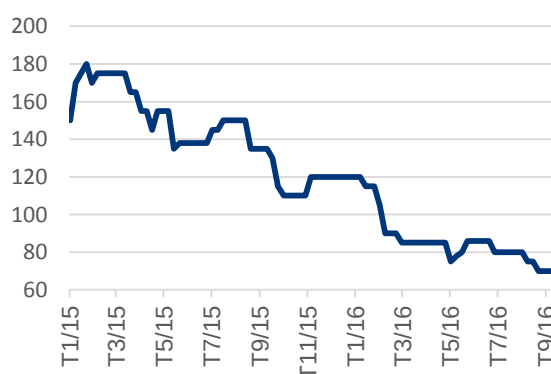
Nguồn: Bloomberg

Nguồn nguyên liệu đầu vào giá rẻ. Giá khí đầu vào có xu hướng tăng trong năm 2016, tuy nhiên, vẫn ở mức thấp hơn so với cùng kỳ năm 2015. Trung bình giá khí đầu vào 9 tháng đầu năm 2016 giảm khoảng 23% so với năm 2015 đem lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp sản xuất phân đạm. Trung bình giá lưu huỳnh 9 tháng đầu năm giảm khoảng 40% so với năm 2015 giúp giảm giá thành sản xuất đối với phân lân và phân NPK. Giá khí đầu vào và giá sulfur được kỳ vọng tiếp tục giao dịch ở mức thấp do dư cung giúp giảm áp lực về chi phí đối với các doanh nghiệp phân bón.

Diễn biến giá khí đầu vào



Diễn biến giá lưu huỳnh Vancouver



Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón sụt giảm. Do sản lượng tiêu thụ thấp, giá bán đầu ra giảm, và không được khấu trừ thuế giá trị gia tăng đầu vào. Tổng doanh thu thuần của các doanh nghiệp phân bón niêm yết giảm 6,3% yoy còn 22 nghìn tỷ đồng, tổng lợi nhuận sau thuế giảm đến 11,4% yoy còn 1,6 nghìn tỷ đồng. Kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp phân bón đều suy giảm, ngoại trừ BFC với LNST tăng lần lượt là 23% yoy nhờ giá phân đơn đầu vào giảm nhanh hơn so với giá NPK đầu ra của công ty và đóng góp từ nhà máy Bình Điền Ninh Bình (khoảng 20 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong quý 2/2016).

Mã	Sản phẩm chính	DTT	% yoy	Biên LNG (%)	Biên LN thuần từ HĐSXKD	LNST	% yoy
DPM	Ure	4,424	-14%	32%	20%	786	2%
DCM	Ure	2,309	-19%	26%	15%	347	-23%
LAS	Phân lân	2,034	-26%	21%	5%	61	-65%
VAE	Phân lân	642	-9%	25%	5%	34	-21%
NFC	Phân lân	347	4%	20%	5%	14	0%
SFG	Lân, NPK	1,232	1%	9%	5%	54	-9%
BFC	NPK	3,030	-2%	13%	9%	129	23%
QBS	Thương mại	2,687	67%	6%	3%	7	-84%
PCE	Thương mại	1,234	-6%	3%	1%	13	6%
PSE	Thương mại	1,197	-10%	4%	1%	9	-23%
PSW	Thương mại	1,139	-16%	3%	1%	14	-3%
PMB	Thương mại	764	-7%	5%	2%	16	-12%
PCN	Thương mại	130	61%	5%	0%	(0)	-118%

Nguồn: BSC research

Triển vọng kinh doanh 6 tháng cuối năm 2016. Thời điểm quý 3, 4 thường là thấp điểm tiêu thụ phân bón, sản lượng kinh doanh được kỳ vọng tăng so với cùng kỳ nhưng có thể không tăng so với 6 tháng đầu năm. Sản lượng tiêu thụ phân bón được kỳ vọng tăng nhờ mưa nhiều hơn tại các tỉnh Tây Nguyên và Nam Trung Bộ, xâm nhập mặn tại đồng bằng sông Cửu Long kết thúc, La Nina được dự báo có thể xảy ra. (1) Giá ure đầu ra giảm trong khi giá khí đầu vào tăng trở lại trong quý 3/2016 có thể co hẹp biên lợi nhuận của DPM. Biên lợi nhuận của DCM ổn định nhờ chính sách hỗ trợ của nhà nước. (2) Các doanh nghiệp phân lân vẫn tiếp tục gặp khó khăn do sản lượng tiêu thụ thấp, giá lân đầu ra giảm trong khi giá apatit đầu vào ổn định, không được hoàn thuế VAT đầu vào. (3) Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón NPK được kỳ vọng cải thiện nhờ sản lượng tăng và giá phân đơn đầu vào giảm nhanh hơn tốc độ giảm giá phân NPK đầu ra.

Quan điểm đầu tư:

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu ngành phân bón. Như đã trình bày ở trên, các doanh nghiệp phân bón có thể tiếp tục đối mặt với khó khăn do cạnh tranh cao, giá bán giảm, và không được hoàn thuế VAT đầu vào. Điểm sáng là sản lượng tiêu thụ phân bón kỳ vọng tăng sau khi El Nino chấm dứt, La Nina có thể xảy ra. Cơ hội có thể đến với các doanh nghiệp phân đạm do 2 nhà máy sản xuất của Vinachem gặp khó khăn, sản xuất cầm chừng và có thể nhận được một số hỗ trợ chính sách từ Nhà nước (Đạm Ninh Bình, đạm Hà Bắc giảm công suất mỗi nhà máy từ 550.000 tấn xuống còn lần lượt là 150.000 tấn, 220.000 tấn). Các doanh nghiệp phân bón trong nước hiện được giao dịch tại mức P/E và P/B trung vị lần lượt là 8,74x và 1,04x, tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp phân bón trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương lần lượt là 13,54x và 1,99x.

BFC – NĂM GIỮ – Giá mục tiêu 40.000 đ/cp

Là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường phân bón NPK Việt Nam với năng lực sản xuất vượt trội, đạt 925.000 tấn/năm, chiếm lĩnh 28% thị trường miền Nam, 10% tại miền Bắc và 10% tại miền Trung. Kết quả kinh doanh được kỳ vọng cải thiện nhờ giá phân đơn đầu vào giảm nhanh hơn so với tốc độ giảm giá phân NPK của công ty và tăng tỷ trọng tiêu thụ NPK chất lượng cao. Nhà máy Bình Điền Ninh Bình đi vào hoạt động từ cuối năm 2015 giúp tiết giảm chi phí vận chuyển và chi phí thuế TNDN, ước tính đóng góp khoảng 44 tỷ đồng cho công ty mẹ BFC trong năm 2016 (16% LNST ước tính). Việc mở rộng công suất (kỳ vọng tăng thêm 250.000 tấn/năm) giúp công ty tiếp cận sâu rộng hơn thị trường miền Bắc, và mở rộng các thị trường xuất khẩu. Chúng tôi dự báo, tổng sản lượng tiêu thụ năm 2016 của công ty đạt 647 nghìn tấn NPK, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2016 đạt lần lượt là 6.050 tỷ đồng và 267 tỷ đồng (+17% yoy), tương đương EPS 2016 là 4.205 đồng/cp.

DPM – THEO DÕI

Là doanh nghiệp đầu ngành phân đạm, với công suất sản xuất lên tới 800.000 tấn/năm. Sản lượng tiêu thụ được kỳ vọng tăng, tốc độ giảm giá đầu ra chậm lại khi 2 nhà máy đạm Ninh Bình và đạm Hà Bắc gặp khó khăn. Tuy nhiên, do sản lượng sản xuất hiện đã chạm công suất thiết kế, chúng tôi kỳ vọng sản lượng ure của DPM tăng 3% trong năm 2016 lên tới 863 nghìn tấn. Giá khí đầu vào ở mức thấp và các nhà máy, máy móc sản xuất đạm đã hết khấu hao cũng đem lại lợi thế về chi phí sản xuất cho DPM. Chúng tôi dự báo, DTT và LNST của công ty đạt lần lượt là 9.404 tỷ đồng (-4% yoy) và 1.666 tỷ đồng (+12% yoy). Lưu ý, triển vọng dài hạn của công ty còn phụ thuộc vào: (1) Hiệu quả hoạt động của nhà máy NPK chất lượng cao, dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2018. Với công suất dự kiến là 250.000 tấn, tổng vốn đầu tư lên tới 5000 tỷ đồng, tương đương suất đầu tư khoảng 20 triệu đồng/tấn, cao hơn 20x so với nhà máy NPK của BFC tại Ninh Bình. Trong khi đó, thị trường NPK vẫn đang dư cung. (2) Sản lượng tiêu thụ UFC 85 thấp và không đạt kỳ vọng nếu Đạm Ninh Bình và đạm Hà Bắc dừng hoạt động. (3) Khoản trả thay PVTEX trị giá khoảng 57 triệu USD từ 2017-2029 có thể phải trích lập dự phòng hàng năm.

Mã CK	DT 2016E	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend	Giá tại ngày 23/09/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
BFC	6,050	267	4,205	8.87	2.03	23%	20% cp thưởng 20% tiền mặt	37,300	40,000	Link
DPM	9,404	1,666	3,736	7.62	1.46	19%	30% tiền mặt	28,450		Link
LAS	3,547	128	1,132	11.4	0.87	7.6%	15% tiền mặt 45% cổ phiếu	14,100	N/A	

Nguồn: BSC Research

Ngành Xi măng [Trung lập]

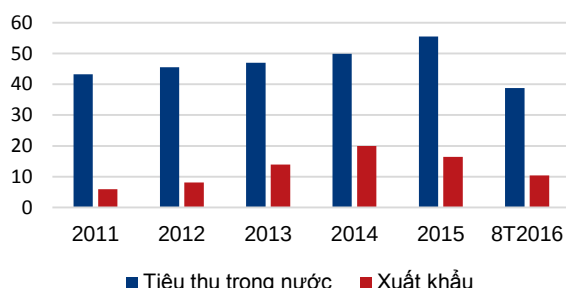
- Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ nội địa giảm tại cả ba miền về mức 11-12%, tiêu thụ tại miền Nam khả quan hơn miền Bắc và miền Trung
- Xuất khẩu xi măng đã có tín hiệu hồi phục, và lỗ tỷ giá nhẹ trong Q3/2016
- Kỳ vọng vào mùa xây dựng trong Q4 và cơ hội đầu tư ngắn hạn với thông tin IPO Vicem vào đầu 2017

Thực trạng 9T2016

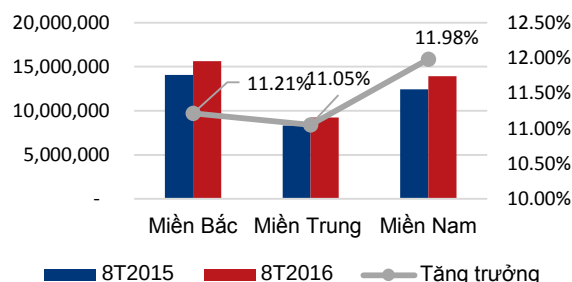
Lực cầu nội địa vẫn là động lực chính cho tăng trưởng toàn ngành. Theo báo cáo của HH Xi măng, tổng sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa 8T2016 đạt 38,81 triệu tấn (+10%yoy), sản lượng xuất khẩu đạt 10,39 triệu tấn, bằng 94% so với cùng kỳ 2015. Tăng trưởng tiêu thụ xi măng tại 3 miền có sự sụt giảm đáng kể trong tháng 7 và đặc biệt là tháng 8 do tâm lý tháng Ngâu âm lịch. Tại miền Bắc, mức tăng trưởng giảm từ 15,36%yoy trong 6T xuống còn 11,21%yoy trong 8T, từ 14,78% xuống 11,05% tại miền Trung, và từ 14,07% xuống 11,98% tại miền Nam. Hiện nay thị trường tiêu thụ tại miền Nam đang khả quan hơn miền Bắc và miền Trung.

Sản lượng xi măng xuất khẩu giảm so với cùng kỳ do thời gian qua Trung Quốc tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu, hiện công suất sản xuất tại Trung Quốc đang dư cung khoảng 670 triệu tấn xi măng, bên cạnh đó, Thái Lan cũng là đối thủ lớn ảnh hưởng thị trường xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên, BSC cho rằng xuất khẩu xi măng có thể sẽ khả quan hơn trong thời gian tới do sản lượng sản xuất tại Trung Quốc đã bắt đầu giảm nhẹ từ tháng 5/2016.

Tiêu thụ Xi măng



Tiêu thụ theo Vùng 8T2016



Nguồn: BSC tổng hợp, HHXM

Lỗ tỷ giá nhẹ trong Q3/2016. Theo tỷ giá bán của VCB, tỷ giá VND/EUR tại 29/09/2016 có tăng nhẹ 215.08 đồng so với tỷ giá ngày 30/06/2016. Với dư nợ tạm ước tại 30/09/2016 của HT1, BCC và BTS lần lượt là 55,5 triệu EUR, 19,61 triệu EUR và 26,7 triệu EUR, lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện tạm tính lần lượt khoảng 11,94 tỷ đồng, 4,22 tỷ đồng và 5,74 tỷ đồng.

Mã	DTT 6T2016 (tỷ đồng)	DTT 6T2015 (tỷ đồng)	%yoy	EBITDA 6T2016	EBITDA 6T2015	%yoy
HT1	3,928	3,663	7.24%	946	937	0.99%
BCC	2,200	1,932	13.82%	356	381	-6.52%
BTS	1,640	1,415	15.89%	289	301	-4.17%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp

Về KQKD Q3, BSC cho rằng hoạt động cốt lõi sẽ kém hơn so với Quý 2 do ảnh hưởng tâm lý tháng Ngâu. Đối với triển vọng Q4, chúng tôi cho rằng KQKD sẽ tăng trưởng tích cực do là mùa xây dựng chính trong năm, bên cạnh đó qua theo dõi dự báo tỷ giá EUR USD tổng hợp của Bloomberg, tỷ giá sẽ giao động quanh mức 1,12 USD/EUR như hiện tại, chưa có biến động lớn.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm **Trung lập** với ngành Xi măng như trong báo cáo Triển vọng Ngành 2016. Chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh doanh Q4 sẽ lạc quan hơn do bước vào mùa Xây dựng và cơ hội đầu tư ngắn hạn với thông tin IPO Vicem vào đầu năm 2017. Khuyến nghị nắm giữ HT1 và Mua BCC

HT1 – Nắm giữ – Giá mục tiêu 32,175 đồng/cp ([link](#))

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)

Ước tính KQKD Q3 2016: ước tính sản lượng tiêu thụ nội địa Q3 đạt 1,62 triệu tấn xi măng (+17%yoy) và sản lượng xuất khẩu đạt 72.533 tấn (tương tự mức cùng kỳ 2015). Trong tổng số xi măng tiêu thụ, sản lượng do xi măng Hạ Long gia công khoảng trên 200 nghìn tấn. Hiện tại, tổng công suất thiết kế các dây chuyền nghiền xi măng của HT1 là 6,4 triệu tấn (trong đó 5,2 triệu tấn là của HT1 và 1,2 triệu tấn của xi măng Hạ Long), công suất có thể mở rộng tối đa là 20%, hiện đang vận hành khoảng 83 – 85% tổng năng lực sản xuất. Dư nợ ngoại tệ ước tính còn 55,5 triệu EUR và 21 triệu USD. Chúng tôi ước tính LNTT hoạt động cốt lõi trong Q3 của HT1 đạt khoảng 257,86 tỷ đồng, tương tự cùng kỳ 2015.

BCC – Mua – Giá mục tiêu 25.487 đồng/cp ([link](#))

Ước LNST core 2016 đạt 257 tỷ đồng, EPS 2016 = 2.689 đồng (số lượng cổ phiếu là 95.661.397).

Ước tính KQKD Q3/2016: sản lượng xi măng tiêu thụ nội địa Q3 đạt khoảng 781.954 tấn (tương tự năm 2015) và xuất khẩu đạt khoảng 142.637 tấn (+43%yoy). Ước tính LNTT hoạt động cốt lõi Q3 đạt khoảng 50 – 60 tỷ đồng do sản lượng tiêu thụ trong tháng 9 sụt giảm bởi lượng mưa nhiều. Hiện tại dư nợ ngoại tệ của BCC còn khoảng 19,6 triệu EUR, mỗi kỳ trả 9 triệu EUR, 1 năm 2 kỳ, dự kiến T9/2017 sẽ hết nợ EUR.

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. Dự kiến vốn vay sẽ hoàn toàn là VND, lãi suất từ 8 – 8,5%/năm. Hiện dự án đang trong quá trình đấu thầu thiết bị, sẽ khởi công từ cuối 2016 hoặc đầu năm 2017.

Vấn đề Cổ tức. Phương án trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 15% đã được bộ Xây dựng thông qua và đang trình UBCK. Dự kiến ngày chốt trong Q4/2016.

BTS – Nắm giữ – Giá mục tiêu 11.786 đồng/cp ([link](#))

Ước tính LNST 2016 core đạt khoảng 141 tỷ đồng, EPS = 1.288 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 Q3/2016: Sản lượng tiêu thụ xi lũy kế đến 15/09/2016 đạt khoảng 2,24 triệu tấn (+25,05%yoy). Chúng tôi ước tính dư nợ ngoại tệ của BTS đến 30/09/2016 còn khoảng 26,7 triệu EUR.

Mã	DT 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	EPS 2016	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div yield 2016	Giá 23/09/16	Giá mục tiêu
HT1	8,229	785	1,975	14.03	1.70	15.06%	N/A	27,700	32,175
BCC	4,384	257	2,689	7.10	0.95	13.41%	10% cp	19,100	25,487
BTS	3,279	141	1,288	7.76	0.79	10.21%	5%	10,000	11,786

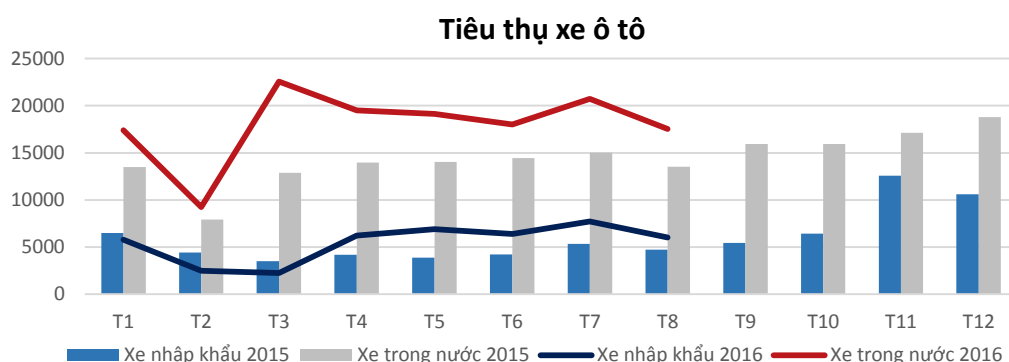
Nguồn: BSC dự báo

Ngành Ô tô [Trung lập]

- Sản lượng ô tô tiêu thụ tăng 32% yoy trong 8 tháng đầu năm 2016
- Các doanh nghiệp niêm yết nhìn chung gặp khó trong nửa đầu năm, với áp lực giảm giá bán
- Chúng tôi duy trì quan điểm đầu tư trung lập, với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ gia tăng trong Q4 theo tính chu kỳ

Thực trạng 9T2016

Sức tiêu thụ ô tô tăng tốt 8T2016. Theo thống kê của hiệp hội sản xuất ô tô Việt Nam, trong 8T2016, Việt Nam tiêu thụ 187,853 xe, tăng trưởng mức tăng tốt 32% yoy, mặc dù thấp hơn đáng kể mức tăng trưởng 58% yoy của 8T2015. Mức tăng trưởng tốt được duy trì đồng đều trên tất cả các chủng loại xe du lịch, thương mại và chuyên dụng. Xét theo xuất xứ, xe nhập khẩu chỉ tăng trưởng 19%yoy trong khi xe sản xuất trong nước tăng trưởng tốt hơn 37% yoy.



Nguồn: VAMA, BSC tổng hợp

Ngày 1/7/2016, chính sách thuế tiêu thụ đặc biệt được áp dụng, tác động chủ yếu đến các dòng xe có dung tích vừa và lớn, với mức tăng thuế khoảng 5% cho xe 2-3L và khoảng 30 – 90% đối với các dòng xe sang. Chính sách này đã ảnh hưởng nhiều đến sức tiêu thụ các dòng xe sang trong quý 3, điển hình là hãng xe Lexus giảm mạnh từ mức tiêu thụ 242 xe trong tháng 6, xuống còn 24 xe trong tháng 7 và 55 xe trong tháng 8.

Trái ngược với diễn biến khả quan trong sức tiêu thụ ô tô nói chung của cả thị trường, các doanh nghiệp niêm yết gặp khó trong nửa đầu năm, với tổng lợi nhuận giảm 60% yoy. Giá bán ô tô giảm đều ở tất cả các doanh nghiệp, khiến biên lợi nhuận co hẹp, nổi bật là HHS với mức giảm 4%, và các doanh nghiệp còn lại giảm trung bình 1%. Đối với xe tải, hàng tồn kho ở mức cao khi tiêu thụ xe Trung Quốc chững lại sau đợt tăng nóng năm 2015. Theo đó, các nhà phân phối xe đã giảm mạnh giá bán, gây sức ép lên các doanh nghiệp sản xuất trong nước. Các công ty phân phối xe du lịch có kết quả khả quan hơn: HAX tăng lợi nhuận đột biến xấp xỉ 100%, nhưng đóng góp lợi nhuận chủ yếu từ khoản tiền thưởng đạt doanh số bán hàng từ Mercedes; SVC có mức tăng 48% doanh thu, nhưng lợi nhuận chỉ tăng nhẹ 1.2%.

1H2016 (tỷ đ)	DT	% yoy	LNST	% yoy	Ghi chú
-----------------	----	-------	------	-------	---------

SVC	6,039	+48%	68.8	+2.6%	Lợi nhuận từ mảng bán xe và dịch vụ giảm 7% yoy; trong khi lợi nhuận từ mảng bất động sản tăng tốt 37% đóng góp cho tăng trưởng lợi nhuận
HAX	1,299	+75%	33.6	+119%	Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ thu nhập từ thưởng đạt chỉ tiêu doanh số, ở mức 29.3 tỷ đồng trong 1H2016
TMT	1478	-24%	47.4	-65.8%	Chịu ảnh hưởng của việc dư thừa cung xe tải Trung Quốc gây áp lực giảm lên giá bán
HTL	691	-12%	39.6	-36%	
HHS	950.2	-54%	81.6	-76%	

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành ô tô trong quý 4/2016. Theo tính chu kỳ, nhu cầu tiêu thụ ô tô thường có xu hướng tăng cao trong các tháng cuối năm, nhưng chưa hẳn đã phản ánh trên doanh số bán hàng của các doanh nghiệp niêm yết, như những diễn biến trong nửa đầu năm. Chúng tôi lưu ý các doanh nghiệp phân phối xe trong nước sẽ hưởng lợi từ xu hướng mua sắm xe hiện tại, trái ngược với các doanh nghiệp sản xuất xe tải hoặc các doanh nghiệp nhập khẩu gặp nhiều trở ngại về chính sách. Tại ngày 23/9/2016, cổ phiếu ngành ô tô đang giao dịch với mức P/E trailing trung bình là 9.3x.

SVC – Theo dõi

BSC cho rằng với thế mạnh về hệ thống phân phối, Savico là một doanh nghiệp có cơ bản tốt và sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sức tăng của nhu cầu tiêu thụ ô tô. Tuy vậy, sức ép lên giá bán và lên biên lợi nhuận dự kiến sẽ vẫn duy trì trong Q4/2016. Giá cổ phiếu SVC đã có mức tăng tốt và hiện vượt giá kỳ vọng trong báo cáo của BSC. Tại 23/9/2016, SVC đang giao dịch tại mức giá 47,800, tương ứng với P/E trailing 12x và P/B là 1.5x, tương đối cao so với mức trung bình ngành.

TMT – Theo dõi

Các kế hoạch mở rộng của TMT đều chậm hơn so với dự kiến. Dây chuyền lắp ráp Sinotruk chỉ hoàn thành trong quý 3 (thay vì đầu quý 2 như dự kiến), đồng thời kho vận miền Nam cũng chưa được hoàn thành, ảnh hưởng đến tham vọng mở rộng thị trường của doanh nghiệp. Kết quả kinh doanh quý 3 nhìn chung vẫn chịu áp lực cạnh tranh cao, nhưng chúng tôi kỳ vọng biên gộp sẽ được cải thiện do không còn ảnh hưởng bởi việc xử lý hàng tồn kho như trong nửa đầu năm. Tại 23/9/2016, cổ phiếu TMT đang được giao dịch với mức giá 24,500 VND/cp, tương ứng với P/E trailing ở mức 8.6x.

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. Trong 8 tháng đầu năm, lượng xe tải Hino bán ra toàn thị trường Việt Nam đạt 2,588 xe, giảm 27% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, riêng cho tháng 7 và tháng 8, lượng xe Hino bán ra toàn thị trường chỉ đạt 388 xe, giảm 56% so với cùng kỳ và giảm 40% so với sức tiêu thụ trung bình của dòng xe này trong 1H2016. Do vậy, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh cho nửa cuối 2016 của HTL tiếp tục gặp khó. Tại ngày 23/9/2016, cổ phiếu HTL đang được giao dịch ở mức giá 64,000VND/cp, tương ứng với P/E trailing là 6.8x và P/B trailing là 3.1x.

Tỷ đồng	Mã	DT KH 2016	LNST 2016 KH	EPS 2016 (KH)	PE 2016	PB 2016	ROE 2016	Div 2016	Giá 23/09/16	Giá mục tiêu	Link báo cáo
Ô TÔ	TMT	5,803	256.3	7,795	5.5	2.2	39.3%	50%	24,500	N.A	
	SVC	11,000	160	3,778	11.6	1.2	10%	14%	47,800	N.A	link

HTL	1,481	66	5,500	17.1	3.8	22%	50%	64,000	N.A
HAX	2,385	36	3,230	11.1	2.1	19.1%		33,300	N.A
HHS	4000	398	1,475	6.7	0.7	10.8%	15%	5,780	N.A

Nguồn: BSC Research

Ngành Bảo hiểm [Trung lập]

- Phí bảo hiểm gốc tăng trưởng mạnh trong 1H2016 (+15% yoy), đặc biệt trong các mảng bán lẻ: xe cơ giới (+23.6% yoy); sức khỏe (+31% yoy)
- Tỷ lệ bồi thường gốc giảm mạnh từ 43% về mức 30.2%.
- KQKD 1H2016 khả quan với doanh thu tăng trung bình 24% và lợi nhuận tăng 25%
- Triển vọng Q4/2016 trung lập, do bất ổn trong mặt bằng lãi suất và phụ thuộc vào tình hình bão lũ cuối năm

Thực trạng ngành bảo hiểm phi nhân thọ 1H2016

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tăng tốt trong 6 tháng đầu năm. Theo Cục quản lý giám sát bảo hiểm, toàn ngành đạt 17,623 tỷ đồng phí bảo hiểm gốc (+15.3% yoy). Mảng bán lẻ vẫn tiếp tục duy trì sức tăng trưởng cao như các năm qua: 23.6% cho bảo hiểm xe cơ giới, và 31.2% cho bảo hiểm sức khỏe. Bên cạnh sự nỗ lực đẩy mạnh các kênh phân phối của các doanh nghiệp bảo hiểm, các yếu tố thị trường đóng góp lớn bao gồm: (1) tiêu thụ ô tô tăng cao; (2) thu nhập người dân cải thiện, (3) nhận thức về bảo hiểm nâng cao.

Tổng số tiền bồi thường cho 1H2016 là 5,327 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ bồi thường thực là 30.2%, thấp hơn nhiều so với mức 43.9% của cùng kỳ năm 2015. Sự giảm mạnh chủ yếu do trong năm 2015 các doanh nghiệp đã đẩy mạnh chi trả bồi thường liên quan đến vụ việc Bình Dương, Hà Tĩnh.

Kết quả kinh doanh 1H2016 khả quan, với mức tăng trưởng lợi nhuận bình quân là 25%, và đồng đều ở hầu hết các doanh nghiệp niêm yết. Trong đó, một số doanh nghiệp mức tăng trưởng đến từ sự đột biến trong hoạt động tài chính (BMI, PTI, BIC, PVI); và PGI có mức tăng tốt nhờ hoạt động bảo hiểm gốc. Xét riêng hoạt động bảo hiểm gốc, các doanh nghiệp nhìn chung kém đi, với hệ số kết hợp trung bình tăng 1.5% lên mức 99.6%.

1H 2016 Tỷ đồng	BVH (*)	PVI	VNR	BMI	PTI	PGI	BIC
Doanh thu phí gốc	2,958	3,538	887	1,396	1,470	1,183	816.7
% yoy	+6.9%	-3.8%	+8.3%	+5.6%	+32.9%	+8.8%	+10%
% Bồi thường (1)	53.9%	51.2%	52.4%	43.5%	43.8%	50.8%	39.5%
Tăng/giảm so với cùng kỳ	Tăng 0.3%	Tăng 2.2%	Giảm 15%	Tăng 7%	Tăng 7%	Giảm 3%	Tăng 6%
Hệ số kết hợp (2)	96.1%	94%	93%	101%	100.2%	98%	99.3%
Tăng/giảm so với 2015	Giảm 3%	Giảm 3.8%	Giảm 5.3%	Tăng 2.4%	Tăng 2.3%	Giảm 0.8%	Tăng 2.3%
Hoạt động đầu tư							
Số tiền đầu tư	56,469	8,589	3,342	2,740.3	3,118.9	2,077	3,008
% qoq	2.3%	+12%	+3.2%	+0%	+3.8%	+8.4%	3.1%
LNG đầu tư	1,684.5	47.7	79.4	124.3	88.7	56.6	88.8
% yoy	11.4%	-77.1%	-25.6%	86.4%	116.4%	9.5%	48.5%
Tỷ suất đầu tư	6.0%	1.1%	4.8%	9.1%	5.7%	5.5%	5.9%
LNTT 1H2016	954.9	193.7	133.1	122	93.3	80.4	93.6
% yoy	+5.4%	-15%	+0.2%	25.4%	49%	22.6%	25.9%

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

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

Triển vọng kinh doanh quý 4/2016 là trung lập, do nhiều yếu tố bất ổn trên thị trường như (1) lãi suất biến động khó lường ảnh hưởng đến kết quả đầu tư; (2) Quý 4 là thời điểm nhiều mưa bão và lũ lụt, ảnh hưởng lớn đến chi phí bồi thường các doanh nghiệp bảo hiểm. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý lợi nhuận đầu từ 1 số doanh nghiệp như BIC và PTI sẽ không còn tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ như các quý đầu năm.

Quan điểm đầu tư: Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** cho ngành bảo hiểm. Cổ phiếu ngành bảo hiểm đã có mức tăng tốt trong quý 3, và hầu hết đã vượt mức giá mục tiêu của chúng tôi trong các báo cáo doanh nghiệp trước đây. Hiện tại nhóm cổ phiếu Bảo hiểm đang giao dịch tại mặt bằng giá mới với P/E trung bình = 14.9 và P/B trung bình = 1.73, cao hơn so với mức trung bình trong khu vực tương ứng là 13.5x và 0.9x. Với mặt bằng giá hiện tại, chúng tôi lưu ý nhóm cổ phiếu liên quan đến SCIC thoái vốn (VNR, BMI) và PGI với kỳ vọng từ cổ đông chiến lược nước ngoài.

BMI – MUA – Giá mục tiêu 31,800 VND/cp

Trong năm 2016, Bảo Minh thực hiện các bước tái cơ cấu danh mục đầu tư, bao gồm hoàn thành việc thoái vốn PTI, với mức lợi nhuận khoảng 60 tỷ đồng (quý 2) và thoái vốn khỏi CTCK Bảo Minh (BMSC), lợi nhuận ước tính là 20 tỷ đồng, sẽ được ghi nhận trong quý 3. 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. Tuy vậy, diễn biến mảng kinh doanh bảo hiểm của BMI có xu hướng xấu đi trong quý 2, với mức hệ số kết hợp 101%, cao nhất ngành. Tại ngày 23/9/2016, BMI đang giao dịch ở mức 28,000 VND/cp, tương đương với P/E trailing là 11.4x và P/B là 1.1, khá hấp dẫn so với mức trung bình ngành.

PGI – Theo dõi

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, chúng tôi kỳ vọng vào các thông tin mới hơn cho thương vụ bán cổ phần trong Q4/2016. 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. Về hoạt động kinh doanh, PGI đã có các chiến lược quản lý rủi ro hiệu quả, thể hiện ở mức hệ số kết hợp thấp nhất trong ngành, cho dù doanh thu chỉ tăng nhẹ. Cổ phiếu PGI tại 24/9/2016 đang được giao dịch ở mức 22,700 VND/cp, tương ứng với mức P/E trailing 15x và P/B forward là 1.5x

VNR – Theo dõi

Chúng tôi kỳ vọng VNR sẽ tiếp tục hưởng lợi trực tiếp từ sự tăng trưởng tốt của ngành bảo hiểm phi nhân thọ nói chung. VNR cũng là doanh nghiệp nằm trong nhóm có kế hoạch SCIC thoái vốn, với kỳ vọng bộ máy lãnh đạo mới sẽ có những chiến lược hiệu quả hơn cho doanh nghiệp. Tại ngày 23/9/2016, cổ phiếu VNR đang được giao dịch ở mức giá 21,800 VND, tương ứng với P/E là 11.8x và P/B là 1.0x, khá hấp dẫn so với ngành

PVI – Theo dõi

PVI vừa mới thực hiện chuyển nhượng 25% còn lại của PVI Sunlife, mang về mức lợi nhuận đột biến ước tính là 450 tỷ đồng, dự kiến ghi nhận trong Q4/2016. Ngoài ra, doanh nghiệp có chủ trương chuyển nhượng tòa nhà PVI Tower để hiện thực hóa lợi nhuận cho dự án đầu tư này. Các thương vụ thoái vốn sẽ mang lại nguồn tiền đầu tư dồi dào, nâng cao giá trị sổ sách của PVI. Tại 23/9/2016, cổ phiếu PVI đang giao dịch ở mức giá 25,300 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing 10.3 và P/B là 0.85x, khá hấp dẫn so với ngành.

	DT2016	LN2016	EPS 2016	P/E F	P/B F	ROE	Cổ tức	Giá 23/9/2016	Giá mục tiêu	Link
PGI	2,376	102.6	1,474	12.7	1.6	12.1%	14%- tiền	22,700	N/A	Báo cáo
BMI	3,590	134.1	1,578	15.1	0.9	5.9%	10%	28,000	31,800	Báo cáo
VNR	1,730	260.5	1,576	11.8	0.8	7.1%	15%	21,800	N/A	Báo cáo
PVI	10,367	608	2,732	9.2	0.8	8.6%	12%	25,300	N/A	Báo cáo
BIC	1,750	184	1,568	24.5	2.07	8.4%	8%	38,500	N/A	

Ngành Nhựa [Trung lập]

- Sản xuất sản phẩm nhựa tăng nhanh (+12,2% yoy cho 7T2016)
- Tiêu thụ nhựa tăng cao, trên 20% với các doanh nghiệp ống nhựa, tăng 5% tính đến 15/09/2016 đối với nhựa xuất khẩu.
- Giá hạt nhựa duy trì ở mức thấp mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp nhựa.
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa khả quan.

Thực trạng 9T2016

Sản xuất sản phẩm nhựa tăng nhanh. Chỉ số sản xuất sản phẩm từ hạt nhựa tăng 12,2%yoy trong 7 tháng đầu năm 2016. Hầu hết nguyên liệu hạt nhựa phải nhập khẩu. Tính đến 15/09/2016, sản lượng nhập khẩu hạt nhựa tăng 17,8% yoy, đạt 3,1 triệu tấn cho thấy sản xuất sản phẩm nhựa tiếp tục duy trì tốc độ cao trong quý 3/2016.

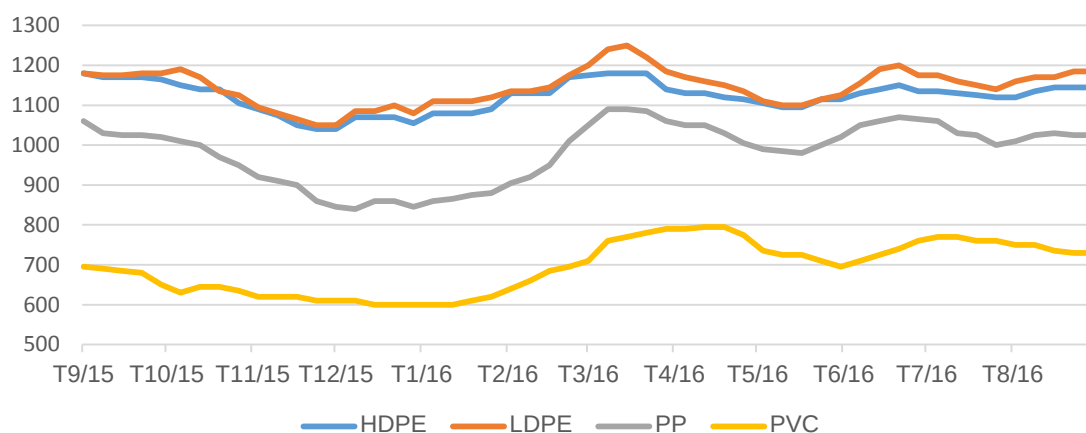
Tiêu thụ sản phẩm nhựa duy trì tốc độ tăng trưởng cao. Các doanh nghiệp nhựa niêm yết trên sàn chủ yếu hoạt động trong 2 phân khúc là nhựa xây dựng và nhựa bao bì. Sản phẩm nhựa xây dựng chủ yếu phục vụ giai đoạn hoàn thiện của các dự án bất động sản, được kỳ vọng tăng trưởng tốt nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản. Sản lượng tiêu thụ ống nhựa của BMP và NTP tăng mạnh, đạt lần lượt là 39,8 nghìn tấn (+29,5% yoy) và 40 nghìn tấn (+21% yoy). Nhu cầu tiêu thụ nhựa bao bì tăng trưởng cùng tốc độ tăng của thị trường bán lẻ (kỳ vọng tăng 12%/năm từ 2016-2020²) và tăng trưởng xuất khẩu (tính đến 15/9/2016, xuất khẩu sản phẩm nhựa tăng 5% yoy về giá trị, đạt 1,5 tỷ USD). 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 duy trì ở mức thấp. Giá các loại hạt nhựa PE tăng nhẹ trong quý 3/2016 do nguồn cung hạn chế, nhiều nhà máy châu Âu bảo dưỡng. Trong khi đó, giá hạt nhựa PP, PVC thế giới giảm trở lại vào cuối quý 3/2016. So với đầu năm, giá hạt nhựa có xu hướng tăng, tuy nhiên, vẫn ở mức thấp, tương đương cùng kỳ năm ngoái. Tính đến ngày 23/9/2016, giá hạt nhựa HDPE là 1,185 USD /tấn (+7% so với đầu năm, thấp hơn 3% yoy), giá hạt nhựa PP là 1025 USD/tấn (+22% so với đầu năm, thấp hơn 3,4% yoy), chỉ có giá hạt nhựa PVC là 730 USD/tấn (+19.6% so với đầu năm, cao hơn 5% yoy). Chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong thời gian tới, do nguồn cung tăng trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu yếu. Công suất sản xuất PE được dự báo tăng thêm khoảng 8,3 triệu tấn từ 2016-2025, công suất sản xuất PP được kỳ vọng tăng thêm 1,15 triệu tấn³.

² Viện Nghiên cứu Thương mại Bộ Công thương

³ <http://www.icis.com/resources/news/2016/03/23/9981688/market-outlook-europe-and-asia-polymer-outlook/>

Diễn biến giá hạt nhựa



Nguồn: Bloomberg

KQKD khả quan. Kết thúc nửa đầu năm 2016, tổng doanh thu của các doanh nghiệp nhựa tăng trưởng 18,3% đạt 7.879,6 tỷ đồng, LNST tăng 37,8%, đạt 757,7 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng cao, giá hạt nhựa thấp và tiết giảm chi phí. Một số doanh nghiệp có LNST tăng mạnh là DPC (+182%, nhờ tái cấu trúc hoạt động, tiết giảm chi phí), DNP (+115% chủ yếu do đóng góp của ngành nước vào KQKD toàn công ty), và DAG (+45.4%), AAA chuyển từ lỗ 1 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2015 sang lãi 62 tỷ đồng trong 1H2016, TPC (+3.1x), TPP (+51%), BMP (+26%) SPP (21.1%), RDP (+14.4%) NTP (+12%) và VBC(+8.2%).

KQKD của các doanh nghiệp niêm yết 6T2016

Mã	Sản phẩm chính	DTT (tỷ đ)	% yoy	Biên lợi	LNST 1H 2016 (tỷ đ)	% yoy
NTP	Ống nhựa	1,994.1	21.9%	36.8%	196.7	12.1%
BMP	Ống nhựa	1,599.1	22.6%	34.3%	345.4	26.0%
DNP	Ống nhựa	691.8	78.6%	22.4%	44.2	114.8%
DPC	Ống nhựa	35.8	-6.3%	19.2%	1.4	181.6%
DAG	Cửa nhựa, thanh profile	681.7	10.0%	8.9%	29.6	45.4%
AAA	Bao bì	940.6	36.8%	13.3%	62.0	n/a
RDP	Bao bì	583.2	10.0%	14.3%	32.4	14.4%
TPP	Bao bì	276.3	-33.5%	21.7%	14.9	51.0%
SPP	Bao bì	384.7	-4.3%	13.6%	5.0	21.1%
VBC	Bao bì	344.9	8.2%	11.4%	15.2	8.2%
TPC	Bao bì	347.3	7.7%	6.8%	10.8	210.2%
Tổng cộng		7,879.6	18.3%	18.4%	757.7	37.8%

Nguồn: BSC research, Bloomberg.

KQKD 6 tháng cuối năm 2016 được kỳ vọng khả quan nhờ sản lượng tiêu thụ nhựa cao. Lưu ý, các doanh nghiệp nhựa thường có thời gian tồn kho kéo dài 1 quý, việc giá hạt nhựa tăng từ quý 2/2016, mức giá hạt nhựa bình quân quý 2 và quý 3/2016 cao hơn quý 4/2015 và quý 1/2016 được dự báo sẽ làm giảm biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp nhựa so với 2 quý đầu năm 2016.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu ngành nhựa. Nhu cầu tiêu thụ nhựa cao cùng với giá hạt nhựa thấp mang lại triển vọng tích cực cho các doanh nghiệp nhựa, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, diễn biến thuận lợi này đã được phản ánh vào giá của các cổ phiếu trong ngành. Xu hướng M&A như đã đề cập trong [báo cáo triển vọng ngành quý 2/2016](#) cùng kỳ vọng thoái vốn của SCIC và mở room cho nhà đầu tư nước ngoài là tâm điểm chú ý của ngành. Khuyến nghị mua NTP, nắm giữ BMP và theo dõi AAA.

NTP – Mua – Giá mục tiêu 98.100 đồng/cp, upside 21%

Là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa lớn nhất cả nước, công suất thiết kế lên tới 120.000 tấn/năm, cung ứng chủ yếu tại thị trường miền Bắc với hơn 57% thị phần. Công ty được hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của thị trường bất động sản và ưu đãi thuế đối với nhà máy NTP miền Trung ([link báo cáo](#)). Sản lượng tiêu thụ liên tục tăng cao, tăng 21% trong năm 2014, 20% trong năm 2015 và tiếp tục tăng 21% trong 6T2016, đạt 60.000 tấn. Năm 2016, NTP thực hiện rút ngắn thời gian khấu hao tài sản cố định làm chi phí khấu hao ước tính tăng thêm 53 tỷ đồng, (tương đương 12% lợi nhuận trước thuế). Lưu ý, so với doanh nghiệp cùng ngành là BMP, mức chiết khấu của NTP dành cho nhà phân phối cao hơn nhiều, tối đa lên tới 65%, trung bình khoảng 25%-30%, trong khi đó, mức chiết khấu phổ biến của BMP khoảng 15%. 6 tháng đầu năm 2016, chi phí cho nhà phân phối của NTP tăng 93 tỷ đồng (tương đương 42% lợi nhuận trước thuế). Do vậy, dù biên lợi nhuận gộp của NTP cao hơn BMP (36,8% so với 34,3%), biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của NTP chỉ đạt 12,48% trong khi ở BMP là 26,57%. Chúng tôi kỳ vọng, chênh lệch này sẽ được co hẹp, hiệu quả sản xuất kinh tăng mạnh sau khi SCIC thoái vốn, cơ cấu lại hoạt động của doanh nghiệp.

BMP – Nắm giữ.

Chúng tôi chuyển từ khuyến nghị Mua sang Nắm giữ đối với cổ phiếu BMP do giá hiện tại đã vượt kỳ vọng của chúng tôi. BMP vẫn là cổ phiếu yêu thích của chúng tôi với KQKD được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng cao, trên 20% trong năm 2016, giá hạt nhựa thấp, hiệu quả sản xuất kinh doanh vượt trội, tài chính lành mạnh, cổ tức cao, quản trị minh bạch. Cổ phiếu BMP hiện thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư nhờ kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh (sản lượng tiêu thụ và doanh thu tăng lần lượt là 23% và 29% trong 7T2016, LNST tăng 26% trong 6T2016), kế hoạch mở room lên 100% cho nhà đầu tư nước ngoài và kế hoạch thoái vốn của SCIC trong năm 2017. BSC kỳ vọng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BMP đạt lần lượt là 3.525 tỷ đồng và 689 tỷ đồng, tương đương EPS 2016 là 15.141 đồng/cp.

AAA- Theo dõi.

Kết quả kinh doanh tăng mạnh nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng nhanh (tăng 37% trong 9T2016, đạt 51.122 tấn, mục tiêu đạt 20.454 tấn trong quý 4/2016); (2) công ty đã chấm dứt các hợp đồng giảm giá, bán lỗ cho khách hàng từ quý 2/2015. Lợi nhuận sau thuế 2016 kế hoạch tăng lên 121,3 tỷ đồng, tương đương EPS pha loãng 2016 là 1.497 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. Theo thỏa thuận của công ty và đối tác, khối lượng trái phiếu trên sẽ được chuyển đổi dần trong 2 năm 2016 và 2017 (ước tính không quá 82% giá trị trái phiếu chuyển đổi trong năm 2016).

Ngành	Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend	Giá tại ngày 23/09/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
Nhựa	BMP	3,525	689	15,141	12,80	4.18	31%	45% tiền mặt	193,800		Link
	NTP	4,063	418	6,368	13.51	3.66	23%	35% tiền mặt 20% cổ phiếu	86,000	98,100	Link
	AAA	2.100	121	1,497	20.51	1.84	6%	7% tiền mặt	30,700		Link

Nguồn: BSC research

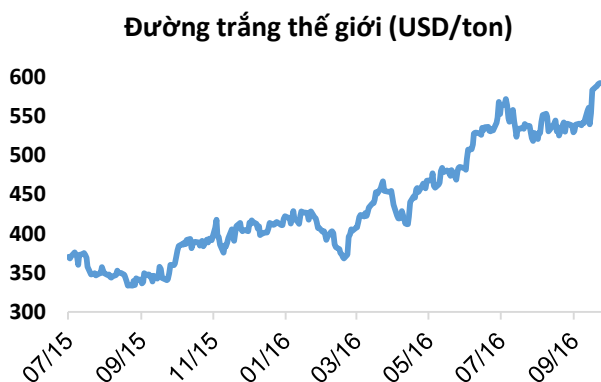
Ngành Mía đường [Trung lập]

- Giá đường trắng thế giới trong Q3 tiếp tục tăng, tiến gần tới giá đường trong nước
- Giá đường trong nước tăng nhẹ trong Q3
- Thực hiện thành công phiên thí điểm Đấu giá hạn ngạch nhập khẩu đường đầu tiên
- Kết quả kinh doanh vụ 2015/16 của các DN niêm yết tăng trưởng tốt
- Niên vụ 2016/2017, giá đường trong nước dự báo sẽ tăng trưởng nhẹ, bình quân 5-8% so với niên vụ 2015/16

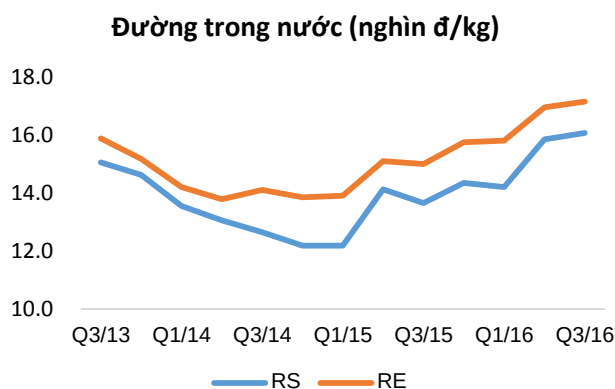
Thực trạng 9T2016

Giá đường trắng thế giới tiếp tục tăng, tiến gần tới giá đường trong nước (London No. 5): Giá đường trắng thế giới Q3 đạt bình quân 544.6 usd/tấn, tăng 13.1% so với Q2 và 55.1% so với cùng kì năm trước do lo ngại thiếu hụt nguồn cung trong vụ 2016-2017 sẽ tiếp tục xảy ra, với sản lượng sản xuất dự báo thấp hơn nhu cầu tiêu thụ (169.3 triệu tấn < 173.6 triệu tấn). Tính đến 23/9, giá đường trắng giao dịch ở mức 592.2 usd/tấn, tương đương 13,200 VND/kg, thấp hơn giá bán trong nước khoảng 16% so với giá bán buôn RS trong nước (Thời điểm 1/2016, mức chênh lệch vào khoảng 34%). Với tốc độ tăng giá nhanh hơn tốc độ tăng trong nước, chênh lệch giữa giá đường trong nước và thế giới đang thu hẹp nhanh chóng. Dự báo trong Q4, giá đường sẽ tiếp tục tăng nhẹ khoảng 10% so với quý 3/2016.

Giá đường trong nước tăng nhẹ: Trong Q3, giá đường tăng khoảng 1.2% -1.4% so với Q3/2016, trong đó giá đường tăng trong tháng 7 và giảm nhẹ trong tháng 8 và tháng 9. Nguyên nhân là do lượng cung đường dồi dào, với 416,000 tấn tồn kho tại các nhà máy và khoảng 300,000 tấn đường nhập khẩu (nhập lậu và nhập theo hạn ngạch).



Nguồn: Bloomberg, BSC Research



Nguồn: Bộ tài chính, BSC Research

Thực hiện thành công phiên thí điểm Đấu giá hạn ngạch nhập khẩu đường đầu tiên: Trong 9/2016, Bộ Công thương đã thực hiện đấu giá 40,000 tấn đường thô và 45,000 tấn đường tinh luyện nhập khẩu theo hạn ngạch. Đối tượng được đăng kí tham gia gồm DN trực tiếp sử dụng đường làm nguyên liệu sản xuất (chỉ được đăng kí đấu giá với đường tinh luyện) và DN dùng đường thô để sản xuất đường tinh luyện (chỉ được đăng kí đấu giá đường thô). Kết quả là 11/14 DN đấu giá thành công. Thực hiện đấu giá quyền thay vì cơ chế phân giao hạn ngạch trước đây sẽ phần nào đảm bảo quyền lợi giữa nhà máy sản xuất và các doanh nghiệp sử dụng đường nguyên liệu.

Kết quả kinh doanh vụ 2015/16¹

Vụ mía đường 2015/16 (7/2015-6/2016) là vụ đầu tiên giá đường tăng trở lại kể từ sau 4 vụ giảm giá liên tiếp. Bên cạnh đó, một số DN có sáp nhập trước và trong năm tài chính, vì vậy KQKD các DN mía đường tăng trưởng ấn tượng. Ngoại trừ KTS có doanh thu giảm nhẹ, các DN còn lại đều tăng trưởng 2 con số. Lợi nhuận các DN đều tăng vượt trội 3 con số, trừ SBT có mức tăng khiêm tốn hơn 1 chút (66.2%). Biên LNG các DN đều tăng mạnh, nhất là SLS và KTS.

Mã	DT 15/16	%yoy	Biên	Biên	LNST	%yoy	EPS trailing 12M	P/E	P/B	Div 2015	Kế hoạch 2016	
			LNG 15/16	LNG 14/15							DT 2016	LNST 2016
SBT	3,265.4	57.6%	15.2%	12.5%	270.7	66.2%	1,390	22.23	2.3	8%-10%	3,306	220⁽ⁱ⁾
BHS	4,371.4	46.9%	13.7%	11.7%	248.6	151.2%	1,919	9.01	1.1	8-10%	3,125	205 (i)
SLS	594.7	19.7%	25.9%	11.8%	136.5	193.4%	20,069	6.80	3.4	n/a	n/a	n/a
LSS	1,804.7	21.8%	13.0%	10.1%	89.1	138.9%	1,272	11.55	0.6	8.50%	1710	78
KTS	291.1	-4.7%	32.9%	10.4%	41.1	216.1%	8,113	7.95	2.3	20% cash	262.3	15.1

(i): LNTT

Nguồn: BCTC, BSC Research

Niên vụ mới 2016/2017, giá đường được dự báo sẽ có mức tăng trưởng nhẹ, bình quân 5-8% so với niên vụ 2015/16: Sau 1 niên vụ với mức tăng ấn tượng cả về giá đường và KQKD, chúng tôi cho rằng trong niên vụ mới 2016/2017, xu hướng tăng này vẫn sẽ tiếp tục do dự báo tổng lượng sản xuất vẫn thấp hơn tổng nhu cầu đường trong nước (1.4 triệu tấn < 1.6 triệu tấn). Tuy nhiên mức tăng trưởng kì vọng sẽ không đột biến như niên vụ vừa qua, với giá đường được chúng tôi dự báo sẽ tăng bình quân 5-8% so với niên vụ trước, và KQKD các DN mía đường sẽ phụ thuộc nhiều vào sản lượng mía thu mua trong kì.

Quý 4 là thời điểm một số DN sẽ bắt đầu vào vụ thu hoạch của niên vụ sản xuất mới, nhu cầu sản xuất bánh kẹo Tết tăng cao bù đắp cho nhu cầu sụt giảm từ DN sản xuất nước giải khát. Do vậy, chúng tôi cho rằng KQKD của một số DN trong quý 4 sẽ tăng nhẹ (với BHS, SBT và LSS), trong khi giảm tương đối mạnh với SLS và KTS.

Quan điểm đầu tư

Thời điểm này năm trước, chúng tôi đã nâng quan điểm về ngành Đường từ Kém khả quan lên Trung lập, cũng như dự báo giá đường trong nước và KQKD các DN mía đường sẽ có chuyển biến tích cực. Sau 1 năm nhìn lại, những diễn biến của ngành đường nói chung và giá cổ phiếu mía đường đã tăng trưởng rất mạnh mẽ đúng như kì vọng của chúng tôi ([Link báo cáo](#)).

Thời điểm hiện tại, ngoại trừ BHS chưa có chuyển biến lớn và còn tương đối hấp dẫn, giá của các cổ phiếu còn lại trong ngành (SBT, LSS, SLS, KTS) đã phản ánh tăng trưởng KQKD trong 1 năm vừa qua. Thêm vào đó, trong niên vụ mới 2016/2017, chúng tôi kì vọng tăng trưởng trong ngành sẽ không còn mạnh mẽ như vậy nữa. Do vậy, chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành Mía đường và khuyến nghị **MUA** với BHS, **THEO DÕI** với SBT, LSS, SLS, KTS.

Lưu ý, xu hướng M&A trong ngành mía đường dự báo sẽ tiếp tục diễn ra, nhất là với một số DN niêm yết, mức định giá DN theo đó cũng sẽ có ảnh hưởng.

Ngành	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 23/9/2016	Giá mục tiêu
Mía đường	BHS	4,858	217	1,742	10.62	1.11	10.5%	5% cash div	17,300	22,023
	SBT	3,090	255	1,330	23.5	2.32	9.9%	7% cash div	30,900	n/a
	LSS	1,697	74.6	1,066	16.1	0.73	4.5%	1.5% cash	14,700	n/a
	SLS	741	118	17,410	6.9	2.86	41.4%	65% cash	136,400	n/a

Nguồn: BSC Research

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng tiêu thụ ô tô tăng 32% yoy trong 8T2016 thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ săm lốp
- Cạnh tranh cao, sản lượng tiêu thụ lốp Radial còn chậm, thấp hơn lần lượt là 16% và 66% so với sản lượng hòa vốn đối với DRC và CSM
- Giá cao su trung bình quý 3/2016 đạt 1,68 USD/kg, cao hơn 14,7% so với năm 2015
- Kết quả kinh doanh 2 quý đầu năm kém khả quan.

Thực trạng 9T2016

Sản lượng ô tô tiêu thụ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ săm lốp. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2016, 3 doanh nghiệp săm lốp Việt Nam đã cung ứng 1.235 nghìn chiếc lốp ô tô (tương đương 42% năm 2015); hơn 3,5 triệu lốp xe máy⁴. Tính đến hết tháng 8/2016, sản lượng tiêu thụ ô tô tăng 32%yoy, trong đó, sản lượng xe lắp ráp trong nước tăng nhanh, tăng đến 35% yoy.

Sản lượng tiêu thụ lốp Radial còn chậm, DRC, CSM có thể tiếp tục lỗ đối với nhà máy lốp Radial. 2 quý đầu năm 2016, sản lượng tiêu thụ Radial đạt 101.250 lốp đối với DRC (tương đương 38% kế hoạch năm, thấp hơn 16% so với sản lượng hòa vốn), đạt 43.000 lốp đối với CSM (tương đương 34% kế hoạch năm, thấp hơn 66% so với sản lượng hòa vốn). Biên lợi nhuận gộp mảng lốp Radial của DRC là -9% trong 6T2016.

Cạnh tranh cao gây áp lực giảm giá bán sản phẩm. Như đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành trước đây, cạnh tranh cao và đang tăng gây áp lực làm giảm sản lượng, và giảm giá sản phẩm. Áp lực cạnh tranh lớn nhất đến từ nguồn cung dư thừa tràn sang từ thị trường Trung Quốc, đặc biệt sau khi Hoa Kỳ nâng mạnh thuế bán chống phá giá và thuế chống trợ cấp đối với sản phẩm săm lốp ô tô và lốp tải nhẹ nhập khẩu từ Trung Quốc⁵. Hoa Kỳ hiện là thị trường nhập khẩu săm lốp lớn nhất của Trung Quốc, chiếm khoảng 11% sản lượng tiêu thụ. Áp lực cạnh tranh được kỳ vọng sẽ giảm dần với nỗ lực cắt giảm sản lượng sản xuất lốp hàng năm của Chính phủ Trung Quốc. Do cạnh tranh cao, giá bán các sản phẩm săm lốp liên tục suy giảm kể từ giữa năm 2015, giảm gần 20% đối với lốp của CSM và giảm khoảng 8-10% đối với săm lốp DRC.

Giá cao su tăng mạnh trong quý 3/2016. Như chúng tôi đã đề cập trong phần triển vọng ngành cao su, giá cao su cuối quý 3/2016 là 1,68 USD /kg, cao hơn 17% so với giá trung bình 1H2016 và cao hơn 14,7% so với năm 2015.

KQKD suy giảm. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2016, kết quả kinh doanh của 2/3 doanh nghiệp săm lốp suy giảm do tiêu thụ chậm. Tổng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của 3 doanh nghiệp niêm yết đạt 3.565 tỷ đồng (-13% yoy) và 360 tỷ đồng (-10% yoy). Đáng chú ý, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của CSM giảm mạnh, giảm lần lượt là 25% yoy và 23% yoy, do quý 2/2015 công ty đã ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ

⁴ Vinachem

⁵ Thuế chống phá giá dao động từ 30,73%-100,77% và thuế chống trợ cấp là 14,35%-87,99%

thoái vốn bất động sản. Loại trừ ảnh hưởng này, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế giảm lần lượt là 3% yoy và 11% yoy.

Mã	DTT (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần	LNST (tỷ đ)	% yoy	ROE (TTM)	ROA (TTM)
DRC	1,634	-3%	22%	17%	199	-3%	27%	12%
CSM	1,491	-23%	23%	12%	124	-23%	18%	8%
SRC	440	-6%	22%	12%	38	2%	22%	13%

Nguồn: Bloomberg, BSC research

Triển vọng kinh doanh 6 tháng cuối năm 2016 kém khả quan. Quý 3 thường là mùa thấp điểm trong tiêu thụ xăm lốp, sản lượng tiêu thụ thấp. Giá cao su bình quân trong quý 2/2016 thấp hơn so với cùng kỳ 2015, tuy nhiên, vẫn cao hơn trung bình giá trong quý 1/2016, do vậy biên lợi nhuận gộp quý 3/2016 có thể giảm so với 2 quý đầu năm. Việc giá cao su nguyên liệu tiếp tục tăng trong quý 3/2016 sẽ tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xăm lốp trong quý 4/2016. Đồng thời, sản lượng tiêu thụ còn chậm, giá bán sản phẩm giảm khiến chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh quý 4/2016 và cả năm 2016 kém khả quan.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu xăm lốp. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xăm lốp kém khả quan. Việc triển khai nhà máy Radial giai đoạn 2 của DRC và nhà máy lốp bán thép của CSM, nếu tiêu thụ tốt, được kỳ vọng cải thiện kết quả kinh doanh cho các công ty. Nhà đầu tư cần lưu ý tốc độ tiêu thụ sản phẩm, tiến độ các nhà máy, diễn biến giá cao su nguyên liệu và thực trạng tiêu thụ lốp Trung Quốc.

DRC – Theo dõi.

DRC là doanh nghiệp đầu ngành xăm 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.

Cùng với DRC, CSM là một trong hai nhà sản xuất xăm lốp lớn nhất tại thị trường Việt Nam có lợi thế trong phân khúc lốp xe máy và lốp ô tô con. Tình hình tài chính lành mạnh, cổ tức cao (20% tiền mặt và 40% cổ phiếu thưởng). Tuy nhiên, tình trạng cạnh tranh cao, sản lượng tiêu thụ lốp Radial chậm cùng với việc giá cao su có dấu hiệu chậm đáy khiến triển vọng lợi nhuận 2016 kém khả quan. BSC dự báo, doanh thu của CSM đạt 3.235 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). Kết quả kinh doanh năm 2017 được kỳ vọng cải thiện với việc đưa vào vận hành và xuất khẩu khoảng 500.000 lốp Radial bán thép sang thị trường Hoa Kỳ, đóng góp khoảng 200 tỷ đồng doanh thu cho công ty.

Mã CK	DT 2016E	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend	Giá tại ngày 23/09/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
DRC	3,774	455	3,551	11.83	2.74	26.06%	30% tiền mặt 30% cp thưởng	42,000		Link
CSM	3.235	277	2,445	9.49	1.71	24.02%	20% tiền mặt 40% cp thưởng	23,200		Link

Ngành Ngân hàng [Trung lập]

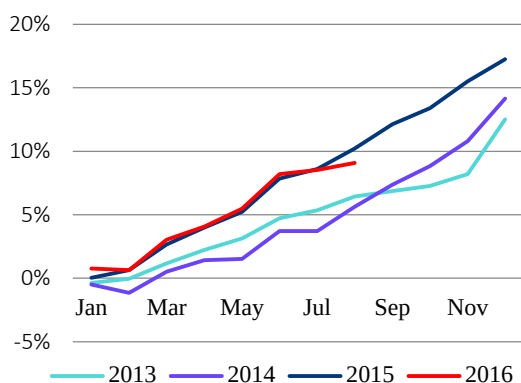
- Tín dụng có tăng trưởng chậm lại trong quý 3/2016, tăng 10.46% tính đến 20/09/2016
- Huy động vốn tăng nhanh hơn cùng kỳ, tăng 12,02% tính đến 20/09/2016
- Thanh khoản hệ thống dồi dào, lãi suất liên ngân hàng giảm xuống mức thấp nhất từ năm 2009.
- Lãi suất huy động có dấu hiệu giảm sau thời gian tăng cục bộ tại các NHTM.
- KQKD có sự phân hóa, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng ăn mòn lợi nhuận khối ngân hàng.

Thực trạng 9T2016

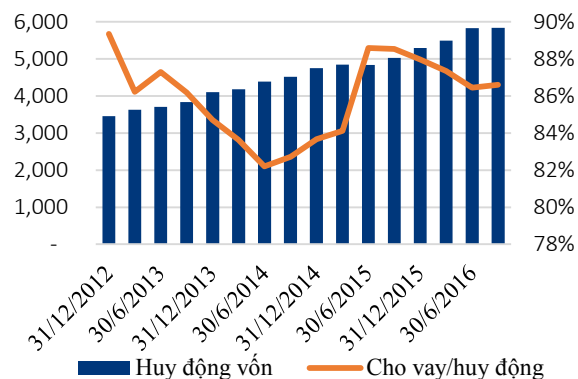
Tốc độ tăng trưởng tín dụng có dấu hiệu chậm lại trong quý 3/2016. Sau khi đạt tốc độ tăng trưởng cao trong 6T2016, đạt 8,21%, (cùng kỳ năm 2015 tăng 7,86%), tốc độ tăng trưởng tín dụng đến 20/9/2016 đạt 10,46%, thấp hơn so với cùng kỳ năm 2015 (đạt 10,78%). Tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại có thể do tác động của TT06 siết chặt cho vay lĩnh vực bất động sản, xây dựng và dư nợ tín dụng dài hạn. Nhà đầu tư có thể tham khảo đánh giá tác động của TT06 [tại đây](#). Cụ thể, tăng trưởng tín dụng lĩnh vực xây dựng chỉ còn đạt 4,1% trong 6T2016, trong khi cùng kỳ năm 2015 là 8,89%. Theo nhận định từ Vụ Chính sách tiền tệ (NHNN), hiện nay việc tăng trưởng tín dụng vào các phân khúc bất động sản có chiều hướng tăng chậm lại.

Thanh khoản hệ thống dồi dào. Tính đến 20/9/2016, tổng cung tiền M2 của hệ thống tăng 11,76% (cao hơn so cùng kỳ 2015, tăng 8,88%) đạt 6.728 nghìn tỷ đồng. Huy động vốn tăng 12,02% tính đến 20/9/2016 (cùng kỳ 2015 tăng 8,9%). Tỷ lệ cho vay/huy động đến cuối tháng 7/2016 đạt 86,61%. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn là 31,08% vào 30/6/2016, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ cho phép của NHNN là 60% trong năm 2016. Với thanh khoản dồi dào, lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh, xuống mức thấp nhất kể từ năm 2009, tính đến ngày 27/9/2016, lãi suất qua đêm giảm còn 0,54%, lãi suất 1 tuần còn khoảng 0,58%.

Tốc độ tăng trưởng tín dụng ngành ngân hàng

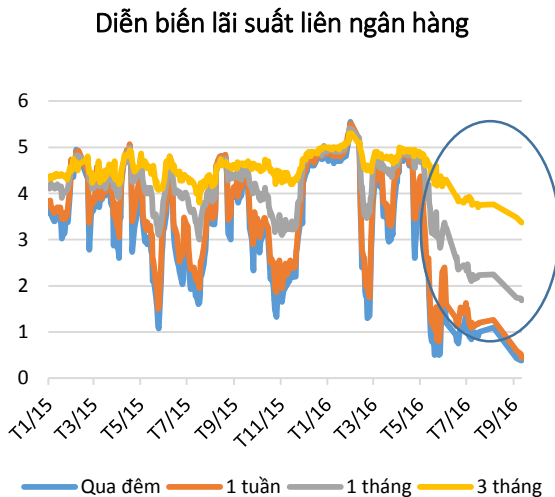


Tỷ lệ cho vay/huy động của nhóm các ngân hàng Việt Nam

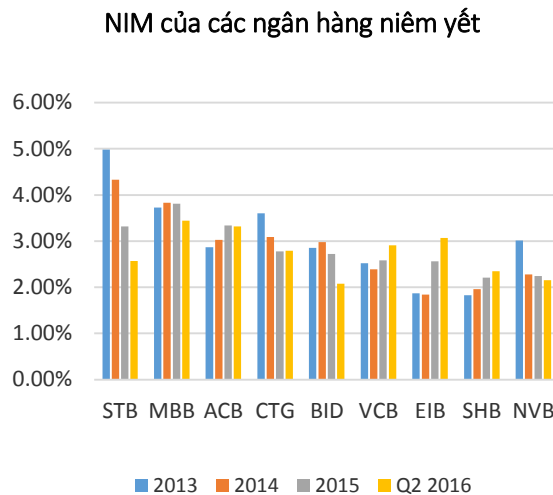


Nguồn: SBV, BSC research

Nguồn: Bloomberg, BSC research



Nguồn: Bloomberg



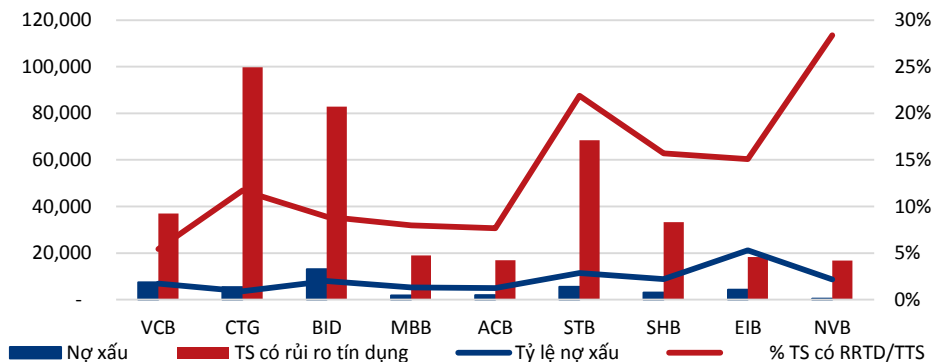
Nguồn: BSC research

Lãi suất huy động có dấu hiệu giảm. Sau nhiều đợt tăng lãi suất cục bộ của các ngân hàng thương mại trong năm 2016, tính đến ngày 26/9/2016, đồng loạt 4 ngân hàng thương mại có vốn nhà nước là VCB, BID, CTG và Agribank đồng loạt giảm từ 0,2-0,5% các kỳ hạn ngắn dưới 12 tháng. Thanh khoản hệ thống dồi dào, lạm phát thấp cùng với các chỉ đạo tích cực từ phía nhà điều hành, lãi suất huy động và cho vay được kỳ vọng giảm nhẹ và duy trì ở mức thấp trong nửa cuối năm 2016. Điều này sẽ làm chậm lại đà giảm của NIM của các NHTM.

Xử lý nợ xấu vẫn là nhiệm vụ trọng tâm, và có thể ăn mòn lợi nhuận của các ngân hàng. Tỷ lệ nợ xấu đến cuối tháng 6/2016 của toàn ngành ngân hàng là 2,58%, tương đương với quy mô nợ xấu là 130 nghìn tỷ đồng, giảm so với cùng kỳ 2016. Tổng nợ xấu lũy kế đã bán cho VAMC⁶⁶ tính đến cuối tháng 8/2016 khoảng 217 nghìn tỷ đồng. Như vậy, tổng nợ xấu toàn hệ thống tính cả nợ đã bán cho VAMC là 347 tỷ đồng, tương đương tỷ lệ nợ xấu là 6,89%, cao hơn tổng nợ xấu được xác định vào năm 2012 (239 nghìn tỷ đồng). Áp lực xử lý nợ xấu, nợ đã bán cho VAMC tiếp tục cao, và có thể ăn mòn lợi nhuận của các ngân hàng. Mặc dù, tỷ lệ nợ xấu đã phản ánh thực chất hơn chất lượng tín dụng của các ngân hàng, chúng tôi nhận thấy tỷ trọng các tài sản tiềm ẩn rủi ro tín dụng của các ngân hàng vẫn ở mức cao và cần được chú ý.

⁶⁶ Đã trừ nợ xấu tự xử lý

Nợ xấu và các tài sản tiềm ẩn rủi ro tín dụng của các ngân hàng niêm yết.



Nguồn: BSC research

Tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà đầu tư nước ngoài trong các ngân hàng nội có thể được nâng lên trên 30%. Đây là nội dung đã được nhiều ngân hàng như CTG, VCB, ABBank, SCB đề xuất với NHNN và được Thủ tướng Chính phủ đề cập trong chuyến thăm đến Hồng Kong, Trung Quốc. Đây là điều kiện cho các ngân hàng thu hút thêm dòng vốn ngoại, đáp ứng nhu cầu tăng vốn, hướng tới Basel II. Điều này sẽ tạo ra tấm đệm rủi ro tốt hơn cho các ngân hàng, là tiền đề để mở rộng các hoạt động kinh doanh trong đó, có tăng trưởng tín dụng. VCB dự kiến phát hành riêng lẻ 10% vốn trong đó có phát hành cho 2 cổ đông ngoại là GIC (Hồng Kong) và Mizuho với tỷ lệ lần lượt là 7,73% và 2,27%.

KQKD phân hóa, chi phí dự phòng RRTD lớn. Lũy kế 6 tháng đầu năm, tổng lợi nhuận sau thuế của 9 ngân hàng niêm yết đạt 12.440 tỷ đồng (+4% yoy). Động lực tăng trưởng chính của các ngân hàng vẫn đến từ hoạt động tín dụng, chiếm khoảng 85% tổng thu nhập hoạt động của các ngân hàng. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng lớn, chiếm 46% lợi nhuận trước dự phòng của các ngân hàng thương mại, đạt 13.221 tỷ đồng. Một số ngân hàng có lợi nhuận sau thuế tăng trong 6T2016 là VCB (+ 39,49% đạt 3.421 tỷ đồng), ACB (+16,19% đạt 663 tỷ đồng), MBB (+4,58% đạt 1.504 tỷ đồng) nhờ tín dụng tăng trưởng tích cực và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm, BID (+ 7,42% đạt 2.655 tỷ đồng) nhờ ghi nhận lợi nhuận từ thoái VID Public (827 tỷ đồng) và tăng trưởng thu nhập lãi. Kết quả kinh doanh của nhóm các ngân hàng còn lại suy giảm chủ yếu do tăng chi phí dự phòng rủi ro, trong đó, đáng chú ý EIB (-86% yoy), STB (-74% yoy).

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB
Quy mô									
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	26,650	46,209	34,272	17,140	9,377	18,167	9,582	12,449	2,981
VCSH (tỷ đ)	48,576	59,264	43,036	24,030	13,389	22,734	11,646	13,225	3,225
Tổng tài sản (tỷ đ)	679,001	850,210	930,458	239,122	221,826	312,375	211,887	121,662	59,054
Vốn chủ sở hữu/TTS	7.2%	7.0%	4.6%	10.1%	6.0%	7.3%	5.5%	10.9%	5.5%
Tăng trưởng (so với đầu năm)									
Tăng trưởng tài sản	0.7%	9.1%	40.5%	8.2%	10.1%	6.8%	3.5%	-2.6%	22.4%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	10.4%	10.2%	41.4%	16.6%	16.6%	7.1%	7.2%	-4.6%	7.4%

Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	7.0%	16.9%	49.5%	4.9%	8.9%	7.3%	7.0%	2.3%	14.3%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	79.8%	102.9%	94.9%	78.4%	82.0%	71.1%	88.5%	80.3%	55.6%
Chất lượng tài sản									
Tỷ lệ nợ xấu	1.8%	0.9%	2.0%	1.3%	1.2%	2.9%	2.2%	5.3%	2.2%
NPL ratio (including NPLs sold to VAMC)	3.2%	2.8%	5.2%	3.8%	2.9%	4.5%	7.5%	12.5%	2.2%
TS tiềm ẩn RRTD/TTS	5.4%	11.7%	8.9%	8.0%	7.7%	21.9%	15.7%	15.1%	28.4%
TS tiềm ẩn RRTD/VCSH	76.1%	168.3%	192.4%	79.3%	127.0%	300.8%	285.7%	138.9%	519.6%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	2.0%	1.0%	1.5%	1.5%	1.1%	1.4%	1.1%	1.3%	1.1%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	113.1%	112.5%	75.4%	108.9%	90.2%	48.9%	49.3%	25.2%	49.6%
Hiệu quả kinh doanh (lũy kế 6T2016)									
LN thuần trước chi phí DPRRTD (tỷ đ)	7,283	7,282	7,822	2,444	1,199	1,094	820	741	68
% yoy	12.1%	13.5%	12.9%	-18.9%	-1.9%	-50.8%	29.9%	1.0%	208.6%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	3,004	3,009	4,494	582	370	731	311	661	58
% vs lợi nhuận trước dự phòng	41.2%	41.3%	57.5%	23.8%	30.9%	66.8%	37.9%	89.3%	86.3%
LNST (tỷ đ)	3,421	3,408	2,655	1,504	663	309	412	61	7
% yoy	39.5%	-16.5%	7.4%	4.6%	16.2%	-73.8%	-18.5%	-86.3%	571.5%
NIM (TTM)	2.9%	2.8%	2.1%	3.4%	3.3%	2.6%	2.4%	3.1%	2.2%
CIR (lũy kế)	40.7%	43.7%	42.2%	42.5%	61.2%	71.3%	56.1%	61.8%	83.7%
ROA (TTM)	1.00%	0.79%	0.73%	1.15%	0.54%	0.11%	0.43%	-0.27%	0.03%
ROE (TTM)	13.3%	10.7%	15.3%	12.2%	8.7%	1.3%	7.4%	-2.5%	0.4%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,913	1,056	1,359	1,386	1,239	-7	881	-278	43
Giá trị ghi sổ	18,227	12,825	12,557	14,020	14,939	12,604	12,283	10,757	10,833
Định giá									
P/E	19.52	16.01	11.81	10.65	14.04	-1,354.8	5.33	-38.18	139.73
P/B	2.05	1.32	1.28	1.05	1.16	0.75	0.38	0.99	0.55

Nguồn: BSC research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng. Hoạt động của các ngân hàng gắn chặt và được hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng kinh tế, hội nhập quốc tế,... Như đã đề cập tốc độ tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng có sự phân hóa giữa các ngân hàng. Một số ngân hàng được kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao là VCB, MBB, ACB. 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. Chúng tôi cho rằng thông tin mở room cho nhà đầu tư nước ngoài, nếu thành hiện thực, cùng với việc giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước sẽ tạo nên hiệu ứng tích cực đối với nhóm cổ phiếu kín room ngân hàng như VCB, CTG, MBB. Chúng tôi khuyến nghị mua với MBB và theo dõi với VCB, ACB.

VCB – Theo dõi

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 (90%) cho phép ngân hàng đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới. NIM cao và đang có xu hướng tăng nhờ tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn cao (28% tổng tiền gửi), cơ cấu danh mục cho vay. 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 8.491 tỷ đồng (+60% yoy), tương đương EPS 2016 là 2.060 đồng/cp. Lưu ý, tỷ lệ bao nợ xấu, quy mô trái phiếu doanh nghiệp và tài sản có khác của VCB đang tăng. Hiện cổ phiếu VCB được giao dịch tại mức giá 37.900 đồng/cp, tương đương P/E FW và P/B lần lượt là 18,4x và 2.81x, tương đối cao so với các ngân hàng trong nước và khu vực châu Á- Thái Bình Dương (P/E và P/B trung vị lần lượt là 9,89x và 1,09x)

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 78% vào cuối quý 2/2016. (2) Nguồn vốn giá rẻ chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu nguồn vốn huy động, chiếm 26% trong năm 6T2016 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 109%, các khoản lãi, phí phải thu giảm. 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 giảm chất lượng tài sản, tăng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của MBB, đặc biệt là chi phí dự phòng rủi ro đối với các trái phiếu của SDF, tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng không lớn so với quy mô của MBB

ACB – Theo dõi.

Kết quả kinh doanh của ngân hàng được kỳ vọng cải thiện nhờ tăng trưởng tín dụng, thu nhập dịch vụ tích cực. Ngân hàng đã tích cực xử lý các tồn đọng, rủi ro phát sinh từ năm 2012. Ngân hàng cơ bản hoàn tất xử lý rủi ro đối với nhóm tiền gửi liên ngân hàng. Rủi ro lớn nhất của ACB hiện tại liên quan đến khả năng thu hồi được nợ của nhóm G6 (đã được NHNN phê duyệt lộ trình thu hồi nợ đến năm 2018). 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. 2 quý đầu năm 2016, ngân hàng đã thu hồi 100 tỷ đồng, trích lập dự phòng hơn 500 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 23/09/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
MBB		2,823	1,561	9.45	1.00	12.1%	10% cash hoặc stock	14,750	16,600	Link
VCB		8,491	2,060	18.40	2.26	17.85%	10% cash 35% cp thưởng	37,900		Link
ACB		1,223	1,353	12.86	1.16	8.54%	10% stock	17,400		

Ngành Dược [Trung lập]

- Nhập khẩu dược phẩm tăng 18% yoy, nhập khẩu nguyên phụ liệu dược tăng 5% yoy
- Nâng cấp tiêu chuẩn các nhà máy lên PICs, EU- GMP kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho các doanh nghiệp dược.
- M&A các doanh nghiệp dược phẩm và kỳ vọng nới room cho nhà đầu tư nước ngoài
- Kết quả kinh doanh 6T2016 khả quan

Cạnh tranh cao với sản phẩm nhập khẩu. Lũy kế từ đầu năm 2016 đến 15/09/2016, Việt Nam chi 1,8 tỷ USD cho nhập khẩu dược phẩm, tăng 18% yoy. Trong khi đó, nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm đạt 0,254 tỷ USD, tăng 5% yoy. BMI dự báo chi tiêu tiền thuốc nhập khẩu đạt 2.497 tỷ USD, tương đương với 54% giá trị sử dụng thuốc tại Việt Nam⁷. Các thị trường nhập khẩu dược phẩm chính của Việt Nam là Pháp (12%), Đức (9%), Hoa Kỳ (6%), Italia (6) Anh (5%), Thụy Sĩ (4%) cung cấp thuốc chất lượng cao, chưa cạnh tranh trực tiếp với dược phẩm trong nước, và các thị trường thuốc phổ thông cạnh tranh gay gắt với các doanh nghiệp dược nội địa là Ấn Độ (11%), Hàn Quốc (7%).

Nâng cấp tiêu chuẩn nhà máy hướng đến thị trường ETC. Như đã đề cập trong các báo cáo triển vọng ngành trước đây, các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu đạt tiêu chuẩn GMP-WHO, cạnh tranh gay gắt với nhau và với các doanh nghiệp Ấn Độ, Hàn Quốc về giá trong phân khúc thuốc giá rẻ (nhóm thầu số 3). Việc nâng cấp nhà máy sản xuất thuốc lên tiêu chuẩn GMP-EU và PIC/s –GMP, sau đó, xin visa xuất khẩu sang các nước tham gia ICH hoặc Australia là điều kiện cần để thuốc nội tham gia vào gói thầu số 2, và sau đó là gói thầu số 1 với giá thầu và biên lợi nhuận cao hơn. Điều này được kỳ vọng sẽ cải thiện mạnh kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp về cả doanh thu và lợi nhuận. Hiện, nhà máy dược phẩm số 3 tại Bình Dương của IMP đã nhận được chứng nhận GMP-EU Tây Ban Nha cho 2 dây chuyền thuốc Cephalosporin và 1 dây chuyền thuốc tiêm vô trùng Penicillin. DMC cũng đã được cấp chứng PICs-GMP của Phillipines, DHG đang đẩy mạnh việc xây dựng và xin cấp chứng nhận PICs đối với nhà máy Betalactam tại khu công nghiệp Tân Phú Thạnh (dự kiến đạt được vào cuối năm 2018, đầu năm 2019).

M&A các doanh nghiệp dược phẩm và kỳ vọng nới room cho nhà đầu tư nước ngoài. Cuối tháng 6/2016, Taisho, tập đoàn Dược phẩm của Nhật Bản đã hoàn tất mua 24,4% vốn chủ sở hữu của DHG. Tháng 8/2016, Abbott công bố mua lại thành công công ty Glomed, một trong những nhà sản xuất dược phẩm hàng đầu tại Việt Nam. Đồng thời, sau khi DMC được chấp thuận nâng tỷ lệ sở hữu tối đa cho nhà đầu tư nước ngoài lên tới 100%, CFR International SPA (công ty con của Abbott) cũng đã nâng tỷ lệ sở hữu tại DMC lên 51,68%, trở thành công ty con của CFR. Với quy mô dân số đông, tốc độ tăng trưởng ngành dược cao (trung bình đạt 15,8%/năm từ 2005-2015), chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp dược trong nước sẽ tiếp tục thu hút sự chú ý của nhà đầu tư nước ngoài. Việc mở room cho nhà đầu tư nước ngoài được chờ đợi thực hiện tại các doanh nghiệp khác, tiếp sau DMC.

⁷ Báo cáo phân tích thị trường dược phẩm VN quý 3/2016

KQKD quý 2/2016 khả quan. Mặc dù gặp phải những lo ngại về cạnh tranh với thuốc nhập khẩu trên cả thị trường OTC và ETC khi các hiệp định FTAs đi vào hiệu lực, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tăng trưởng tích cực. Doanh số bán hàng của hầu hết các doanh nghiệp nội địa tăng. Tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế 6T2016 của các doanh nghiệp được niêm yết tăng lần lượt 6,3% và 16,3%yoy. Kết quả này là nhờ việc tái cơ cấu hiệu quả hệ thống bán hàng (DHG, TRA) và tái cơ cấu danh mục sản phẩm, tiết giảm chi phí (DMC, DP3, DHT). Ngược lại, kết quả kinh doanh 6T2016 của IMP giảm mạnh, giảm 23% trong 6T2016 do sản lượng tiêu kênh OTC giảm sau thời gian tăng trưởng tốt trong năm 2014 và 2015 và tăng giá đầu vào sản xuất và chi phí khuyến mại. Kết quả kinh doanh nửa cuối năm 2016 của các doanh nghiệp được kỳ vọng tiếp tục khả quan do tiêu thụ thuốc thường cao hơn vào các tháng cuối năm, giao mùa.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh 6T2016.

	DTT Q2/2016	% yoy	LNST Q2/2016	% yoy	P/E	ROE
DHG	1,691	15%	306	17%	15.32	24.4%
TRA	1,019	6%	101	32%	20.87	23.8%
DMC	591	8%	81	21%	19.97	20.8%
IMP	429	-4%	41	-23%	23.40	8.5%
OPC	380	6%	38	-5%	12.77	13.5%
DCL	356	12%	41	38%	13.58	15.2%
PMC	198	9%	35	20%	8.62	30.1%
DHT	557	28%	18	21%	8.22	26.0%
LDP	248	9%	9	14%	12.32	22.8%
DP3	120	16%	15	60%	6.49	16.3%
DBT	271	2%	12	28%	9.03	22.2%
PPP	57	15%	4	-10%	13.69	7.0%
Trung Bình					13.69	18.6%

Nguồn: BCTC các công ty.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì đánh giá **Trung Lập** với cổ phiếu ngành dược. Năm 2016, nhờ hiệu ứng tích cực từ các thông tin thoái vốn và chuyển nhượng cho nhà đầu tư nước ngoài, nới room cho nhà đầu tư nước ngoài, cổ phiếu dược đã tăng giá mạnh như DMC (+2,92x), TRA (+2,01x), IMP (+1,8x) và DHG (+75%). Tại mức giá hiện tại, các cổ phiếu đầu ngành dược như DHG, DMC, TRA, IMP được giao dịch tại mức P/E tương đối cao, tiệm cận với mức P/E trung bình của khu vực (23.7x). Cổ phiếu dược có tính phòng thủ cao, thích hợp cho đầu tư trung và dài hạn. Khuyến nghị theo dõi đối với các cổ phiếu DHG, IMP, và DMC.

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. Trong quý 3, Taisho, một trong những công ty dược hàng đầu Nhật Bản đã hoàn tất mua 24.5% cổ phần

tại DHG, qua đó, hỗ trợ DHG về (1) cơ cấu danh mục sản phẩm, (2) nghiên cứu, phát triển sản phẩm mới, (3) xuất khẩu.

IMP- Theo Dõi.

Mặc dù kết quả kinh doanh 8 tháng đầu năm 2016 kém khả quan với doanh thu thuần đạt 564 tỷ đồng (-3,5% yoy), lợi nhuận trước thuế đạt 69 tỷ đồng (-18% yoy), kết quả kinh doanh từ năm 2017 được kỳ vọng cải thiện nhờ tăng trưởng kênh ETC. Với chứng nhận EU-GMP cho nhà máy thuốc tại Bình Dương, và kỳ vọng visa xuất khẩu sang EU, thuốc của IMP được kỳ vọng tham gia cùng nhóm thầu với thuốc ngoại chất lượng cao. Tại phân khúc này, giá thuốc của IMP thấp hơn thuốc ngoại cùng loại từ 20-30%, do vậy, sản lượng và giá bán thuốc bình quân được kỳ vọng tăng, lợi nhuận được cải thiện. Công ty cũng dự kiến hoàn thành nhà máy thuốc đặc trị công nghệ cao theo tiêu chuẩn EU-GMP tại Bình Dương vào cuối năm 2017 và dự kiến triển khai dự án nhà máy kháng sinh công nghệ cao tại khu công nghiệp Vĩnh Lộc. 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.

DMC – Theo dõi.

Cổ phiếu DMC thu hút sự chú ý của nhà đầu tư trong năm 2016 với vai trò là công ty được tiên phong mở room cho nhà đầu tư nước ngoài, kế hoạch thoái vốn của SCIC và việc tăng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn CFR. Hoạt động tái cơ cấu danh mục sản phẩm tiếp tục cải thiện mạnh kết quả kinh doanh của công ty. DMC dừng hoạt động trung gian phân phối cho các hãng dược khác, tập trung phát triển các dòng sản phẩm thế mạnh, có biên lợi nhuận cao. Nhờ vậy, LNST 6T2016 tăng đến 21% trong khi DTT chỉ tăng 8%. Tháng 7/2016, DMC đã nhận được chứng nhận đạt tiêu chuẩn PICs do FDA Phillipines cấp. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp sản phẩm của công ty tham gia vào các gói thầu cao hơn với giá trị gia tăng lớn hơn, qua đó, tiếp tục cải thiện mạnh kết quả kinh doanh của công ty. 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, cũng sẽ đóng góp vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho công ty. Nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ lộ trình tăng tỷ lệ sở hữu của CFR tại DMC, kết quả trúng thầu vào các bệnh viện và tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm của DMC.

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2015	Giá tại ngày 30/09/2016	Giá mục tiêu	Link báo cáo
DHG	3530	695	7,196	15.00	4.01	27%	30% cash div.	108.000		Link
IMP	999	104	3,103	19.92	2.11	11%	18% cash div.	61.800		Link
TRA	2100	210	7,829	14.31	4.80	33%	30% cash div.	112.000		Link
DMC	1415	155	5,802	15.51	3.02	19%	15% cash div.	90.000		Link

Nguồn: BSC Research

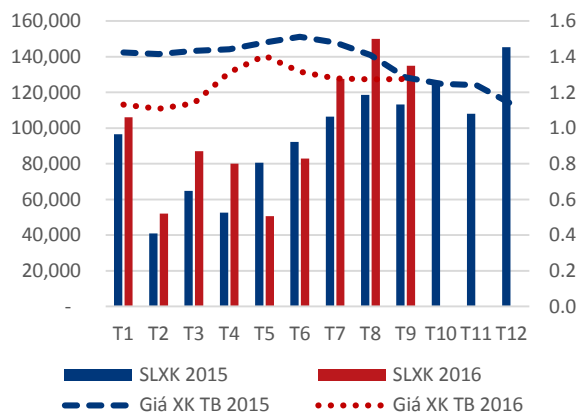
Ngành Cao su tự nhiên [Trung lập]

- Sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam 9T2016 tăng 14.2 % yoy, với giá trị tăng nhẹ 1% yoy
- Giá cao su thế giới biến động mạnh trong Q3/2016, với mức giá trung bình tăng 14.7% yoy.
- KQKD kém khả quan với doanh thu giảm trung bình 13%, và lợi nhuận giảm 23% yoy.
- Giá cao su dự báo đã thoát đáy và đi ngang trong Q4/2016.

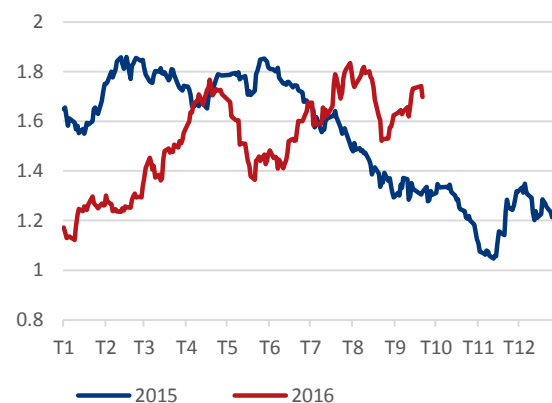
Thực trạng 9T2016

Giá trị cao su xuất khẩu tăng nhẹ 1%yoy, trong khi sản lượng tăng 14.6% yoy. Cho 9T2016, tổng lượng xuất khẩu cao su cả nước ước đạt 854 nghìn tấn (+14.6% yoy), với giá trị xuất khẩu chỉ đạt 1.1 tỷ USD (+1% yoy). Giá cao su xuất khẩu có xu hướng đi ngang trong quý 3, đạt mức trung bình \$1.28/kg, tăng nhẹ 3.2% so với mức giá xuất khẩu trung bình 1H2016. Đây là diễn biến khả quan, do theo tính chu kỳ giá cao su nửa cuối năm thường thấp hơn giá nửa đầu năm – trong Q3/2015, giá cao su trung bình đã giảm 4% so với 1H2015.

Tình hình xuất khẩu cao su Việt Nam



Diễn biến giá cao su (\$/kg)



Giá cao su thế giới biến động mạnh trong quý 3, đạt mức trung bình \$1.68/kg, tăng 17% so với mức giá 1H2016, và tăng 14.7% so với mức giá trung bình 2015. Sự tăng tốt của giá cao su là tác động của (1) Sản lượng cao su sản xuất hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su (ANRPC) giữ nguyên ở mức cùng kỳ năm ngoái cho 9T2016; trong khi sức tiêu thụ của ANRPC tăng 3.5%: Ấn Độ (+6.2%); Indonesia (+12.7%). Bên cạnh đó, sản lượng sản xuất ô tô của Trung Quốc tăng tốt 10.7%; (2) Các chính sách cắt giảm xuất khẩu của hiệp hội sản xuất cao su ba bên (ITRC); (3) giá dầu biến động mạnh.

KQKD các doanh nghiệp cao su trong 1H2016 là kém khả quan. Trong quý 2, mức giá cao su bán ra của các doanh nghiệp trong nước dao động trong khoảng 29-30 triệu đồng/tấn, cao hơn đáng kể so với mức kế hoạch đề ra khoảng 26 triệu đồng/tấn của hầu hết các doanh nghiệp. Tuy nhiên, sản lượng cao su sản xuất giảm mạnh so với cùng kỳ năm ngoái do ảnh hưởng bởi thời tiết xấu. Bên cạnh đó, sau thời gian rụng lá, các chi phí liên quan đến việc khởi động lại quá trình cạo mủ cao su tăng làm giảm lợi nhuận trong kỳ. Theo đó, lợi nhuận từ hoạt động bán cao su là không đáng kể cho hầu hết các doanh nghiệp niêm yết. Một số doanh nghiệp ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan hơn (TNC, PHR) chủ yếu là do tác động của việc ghi nhận doanh thu thanh lý cây cao su.

1H2016	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST	%yoy	Cổ tức 2016 đã trả
HRC	14.9	-56.8%	4.6	-83%	25% cp
TNC	26.5	-33.6%	19.4	+133%	5% tiền
TRC	123	-18.9%	20.3	-8.4%	7.5% tiền
DPR	305.6	-2.6%	57.5	-44.2%	35% tiền
PHR	414.8	-20.9%	67.1	+13.7%	5% tiền

Kết quả kinh doanh 3Q2016 dự kiến khả quan hơn so với nửa đầu năm: Như những kỳ vọng của chúng tôi về việc giá cao su tạo đáy trong [báo cáo cập nhật ngành cao su](#), diễn biến giá cao su 9T2016 có xu hướng thuận lợi cho các doanh nghiệp, khi được giữ được ở mức cao trong quý 3, là giai đoạn sản lượng cao su thu hoạch gia tăng (đóng góp khoảng 30% tổng sản lượng cả năm). Giá cao su bán ra trong quý 3 của các doanh nghiệp trong nước giao động trong khoảng 31-32 triệu/tấn, tương đương với mức giá trung bình 2015, và cao hơn đáng kể so với mức kế hoạch đề ra (26 triệu/tấn) của doanh nghiệp. Do chi phí sản xuất đã được tiết giảm về mức tối thiểu, và sản lượng mủ cao su bắt đầu gia tăng, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh khả quan trong quý 3/2016, với đóng góp chính từ hoạt động cốt lõi.

Giá cao su trong Q4/2016 sẽ chịu ảnh hưởng của các vấn đề lớn như (1) thỏa thuận của ITRC trong việc có tiếp tục cắt giảm sản lượng sẽ được quyết định trong phiên họp tháng 11/2016. (2) Diễn biến các nền kinh tế lớn như Trung Quốc, Mỹ. BSC kỳ vọng vào sự phục hồi tăng trưởng của các nền kinh tế lớn như Trung Quốc, Mỹ và Ấn Độ sẽ giúp giá cao su duy trì ở mức hiện tại trong quý 4/2016. Theo đó, kết quả kinh doanh từ hoạt động sản xuất cao su của các doanh nghiệp cao su ước tính tăng mạnh trong quý 4 so với cùng kỳ, do giá bán cao su Q4/2015 chỉ ở mức 26-27 triệu/tấn, và quý 4 là điểm rơi về sản lượng thu hoạch (40% tổng sản lượng cả năm).

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Dựa trên diễn biến và triển vọng giá cao su, chúng tôi duy trì mức đánh giá **Trung Lập** cho ngành Cao su trong Q4/2016. Chúng tôi vẫn lo ngại cho sự bền vững của sự phục hồi lượng cầu, khi những cắt giảm nguồn cung chỉ là các yếu tố ngắn hạn. Tại 23/9/2016, cổ phiếu ngành cao su đang được giao dịch với mức P/E trung vị là 8.7x, và P/B của ngành ở mức 0.55x. Chúng tôi lưu ý một số cổ phiếu trong ngành với yếu tố cơ bản tốt, có thể thu hút nhà đầu tư trong thời gian tới:

TRC – MUA – Giá mục tiêu 27,800 – upside +21.9% ([link](#))

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 cơ cấu sản phẩm cao cấp, có giá bán cao và không phụ thuộc vào tình hình sản xuất sẫm lớp.

BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh nửa sau của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tốt. LNST cả năm 2016 ước tính là 74.4 tỷ đồng (+30% yoy), tương đương với EPS 2016 là 2,046 VND/cp (đã loại trừ 20% trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi). Lưu ý rằng mức dự báo này cao hơn so với dự báo của chúng tôi trong [báo cáo TRC](#), nhờ diễn biến tốt hơn dự kiến của giá cao su. Tại 23/9/2016, cổ phiếu TRC hiện đang được giao dịch ở mức giá 22,800 VND/cp, tương đương với P/E forward = 11.2x và P/B là 0.4x.

PHR – MUA – Giá mục tiêu 22,800 – upside +24.6%

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. 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 120 – 150 tỷ mỗi năm.

Chúng tôi ước tính LNTT của PHR có thể đạt 220 tỷ, giảm 15.7% so với cùng kỳ, chủ yếu do lợi nhuận từ cao su thanh lý chỉ đóng góp khoảng 120 tỷ trong 2016, so với mức 170 tỷ cùng kỳ. EPS 2016 của PHR có thể đạt 1,792 VND/cp, sau khi loại trừ 20% trích quỹ khen thưởng phúc lợi. Theo đó, cổ phiếu PHR tại ngày 12/10/2016 đang được giao dịch với mức P/E forward là 11.0x, hấp dẫn đối với ngành.

Tại ngày 23/9/2016, cổ phiếu PHR đang giao dịch ở mức giá 18,300 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing là 6.3x và P/B là 0.6x.

DPR – Theo dõi

Tương tự như TRC, DPR có lợi thế với vườn cây năng suất cao và cơ cấu sản phẩm cao cấp. 75% sản lượng cao su khai thác được tập trung trong 2H2016 sẽ là yếu tố chính đóng góp vào lợi nhuận của doanh nghiệp. Trong trường hợp giá cao su giữ được mức ổn định 30 triệu/tấn, lợi nhuận đóng góp từ hoạt động cao su của DPR trong 2016 sẽ vào khoảng 45 - 50 tỷ đồng, cao hơn mức 19 tỷ đồng của năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý việc DPR thay đổi quy định trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi làm ảnh hưởng đến lợi nhuận để lại cho cổ đông. Tại 23/9/2016, cổ phiếu DPR hiện đang được giao dịch ở mức giá 33,500 VND/cp, tương đương với P/E trailing = 13x và P/B forward là 0.34x

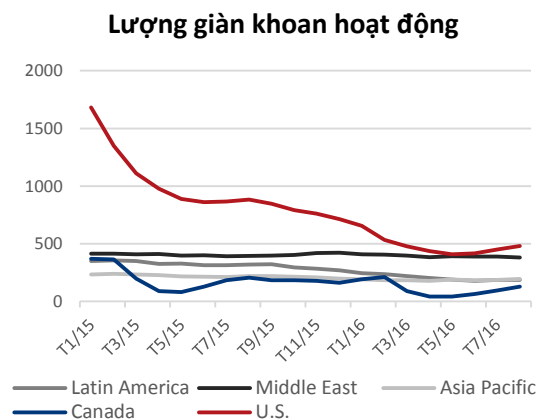
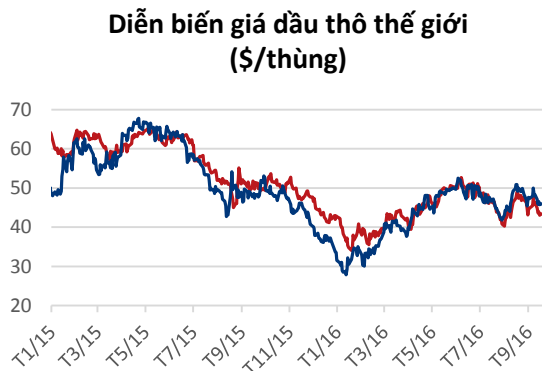
	DT2016	LN2016	EPS 2016	P/E F	P/B F	ROE	Cổ tức	Giá 23/9/2016	Giá mục tiêu	Upside	Link
TRC	339.73	70.66	1,941	11.7	0.45	3.9%	10%	22,800	27,800	21%	Báo cáo
DPR		120	2,990	11.2	0.64	5.7%	30%	33,800	n/a		
PHR		198	2,520	6.8	0.63	9.2%	10%	18,300	22,800	25%	

Ngành Dầu khí [Trung lập]

- Giá biến động mạnh trong quý 3, với mức giá trung bình \$45.2/ thùng cho WTI
- Kỳ vọng giá dầu tăng trước thỏa thuận cắt giảm sản lượng của OPEC
- Giá LPG giảm 10% so với cùng kỳ năm ngoái, và giảm 18.6% so với 1H2016
- Sản lượng khai thác dầu thô của PVN giảm 7%
- Sự phân hóa trong kết quả kinh doanh của các nhóm upstream và downstream

Thực trạng 9T2016

Giá dầu biến động mạnh trong quý 3: Tính trung bình trong quý 3, giá dầu WTI đạt mức trung bình \$45.2/thùng, tăng nhẹ 2% so với mức trung bình của 1H2016. Tuy nhiên, giá dầu đã giảm mạnh 20% trong tháng 7 về mức \$41.8, trước khi tăng mạnh trở lại lên mức \$50 vào đầu tháng 9. Những biến động trong giá dầu chịu ảnh hưởng của (1) số lượng giàn khoan trên thế giới đã bắt đầu tăng từ tháng 7 sau 10 tháng liên tục suy giảm, với mức tăng 5% m.o.m, trong đó mức tăng nổi bật đến từ Mỹ (7.5% m.o.m) và Canada (40-50% m.o.m) (2) Những biến động trong sản lượng dầu khai thác của khối OPEC, tăng trong tháng 7 và giảm nhẹ trong tháng 8; (3) Những báo cáo về tình hình kinh tế của các quốc gia lớn trên thế giới như Mỹ, Trung Quốc cũng ảnh hưởng lớn đến diễn biến giá dầu.



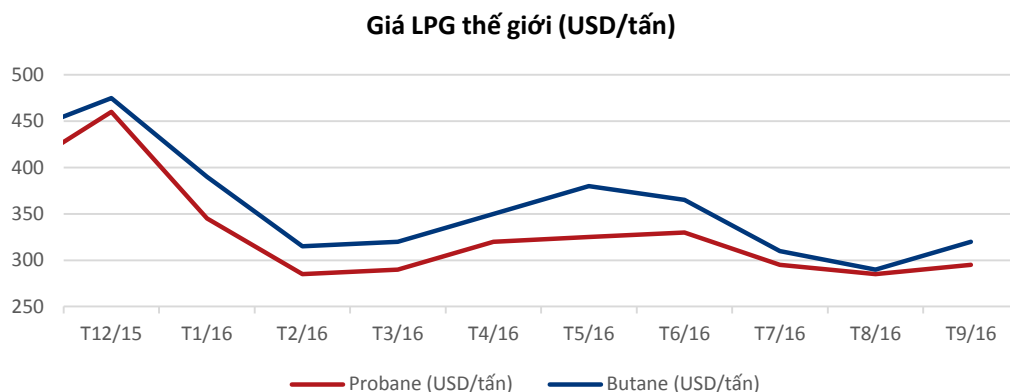
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Thị trường kỳ vọng giá dầu tăng trước thỏa thuận của OPEC: Ngày 29/9/2016, OPEC đã đồng ý về bản thỏa thuận sơ bộ đối với việc cắt giảm sản lượng khai thác dầu. Mức cắt giảm sơ bộ là 750 ngàn thùng dầu/ngày, tương ứng với 2% sản lượng, với chi tiết cho từng quốc gia sẽ được quyết định vào ngày 30/11/2016. Sự đồng thuận của khối OPEC trong việc cắt giảm sản lượng dầu đã giúp giá dầu WTI đã tăng mạnh 5.3% lên mức \$47.05/thùng.

Tuy nhiên, một số tổ chức quốc tế vẫn duy trì những nhận định kém khả quan cho giá dầu. Chuyên gia từ Goldman Sachs cho rằng tác động của việc cắt giảm sản lượng sẽ chỉ hỗ trợ giá dầu trong ngắn hạn, do các quốc gia ngoài OPEC sẽ gia tăng sản lượng khai thác bù đắp sự cắt giảm của OPEC, như Libya và Iraq. Theo đó, Goldman giữ nguyên mức dự báo giá dầu WTI là \$43/thùng cho quý 4/2016 và ở mức \$53/ thùng cho

năm 2017. Tổ chức Societe Generale cũng chung nhận định rằng sự cắt giảm sản lượng sẽ không ảnh hưởng nhiều lên nguồn cung dầu khí, với mức dự báo giá WTI là \$48.5 trong Q4/2016 và \$58.5 trong 2017.

9T2016, sản lượng khai thác dầu thô của PVN ước đạt 12.93 triệu tấn, giảm 7% so với cùng kỳ năm ngoái, và đạt 80% so với mức kế hoạch 16.03 triệu tấn đề ra cho năm 2016. Ngày 26/9, tập đoàn Dầu khí PVN công bố thông tin Chính phủ đã giao tập đoàn này khai thác thêm 1 triệu tấn dầu trong 2016, nâng mức khai thác kế hoạch lên 17.03 triệu tấn, tăng nhẹ 1% so với mức thực hiện năm 2015. Theo đó, trong 3 tháng cuối năm, các công trình mỏ Thiên Ưng, dự án Sư Tử Trắng... sẽ bắt đầu được khai thác, góp phần đẩy mạnh sản lượng khai thác trong các tháng cuối năm.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá LPG có diễn biến tương tự theo giá dầu: với diễn biến giảm trong tháng 7, tháng 8 và tăng trở lại trong tháng 9. Mức giá LPG trung bình ở mức thấp trong quý 3/2016, với mức giá trung bình của Propane là \$291.7/tấn, giảm 10% so với quý trước, và giảm 18.6% so với cùng kỳ năm ngoái.

Cập nhật tiến độ các dự án lọc hóa dầu: (1) Dự án lọc hóa dầu Nghi Sơn (Thanh Hóa) với công suất 2.7 triệu tấn/năm dự kiến đi vào vận hành chạy thử vào quý IV/2016. Đến cuối tháng 9/2016, dự án đã đạt 92% lộ trình. Vận hành thương mại dự kiến vào cuối 2017. (2) Dự án Victory Nhon Hội đã chính thức dừng dự án vào 22/7/2016, do sự chậm trễ của Tập đoàn Dầu khí Thái Lan, và sự rút lui của đối tác Saudi Aramco (3) Dự án lọc hóa dầu Long Sơn cũng gặp khó khi Tập đoàn dầu khí quốc gia Qatar, chủ đầu tư đóng góp 25% vốn cùng hợp đồng cung cấp nguyên liệu cho nhà máy, đã chính thức rút vốn khỏi dự án. Theo đó, ngày khởi công xây dựng dự án bị hoãn lại cho tới quý 4/2017, thay vì cuối 2016 như trước đây. Như vậy, nguồn cung dầu nội địa sẽ bắt đầu gia tăng từ năm 2018, khi nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn vận hành thương mại. Trong năm 2016 và 2017, việc thi công xây dựng các dự án Nghi Sơn và Long Sơn là động lực tăng trưởng cho các công ty xây lắp như PVS, PXS, PXT.

Sự phân hóa trong kết quả kinh doanh: Trong 1H2016, ảnh hưởng của việc suy giảm giá dầu đã thể hiện rõ 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. Ngược lại, doanh nghiệp phân phối khí ở hạ nguồn duy trì được kết quả khả quan hơn (CNG, PGS, PGD).

	DT 1H2016 (tỷ đồng)	%y.o.y	LNST 1H2016 (tỷ đồng)	%y.o.y	DT KH 2016 (tỷ đồng)	LNST KH 2016 (tỷ đồng)	Cổ tức 2016 (%)
GAS	29,803	-5%	3,137	-41.3%	54,751	7,085	30
PVS	9,146	-27%	688	-22.0%	22,000	960	12
PVD	3,353	-59%	116	-89.1%	7,500	100	
PGS	2,116	5%	292.201	256.0%	6,220	116	
PGD	2,028	-20%	195.289	13.6%	5,155	110	10
PVC	1,409	-26%	-6220	N.A	3,000	83	14
PVG	1,196	-8%	10.74	-27.7%	2,950	12	
PGC	1,160	-6%	58.786	11.1%	2,439	120**	
PXS	1,055	-1%	73.563	-5.2%	2,200	145**	13
CNG	438.465	-4%	58.81	1.6%	1,133	92	30

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

(**: Lợi nhuận trước thuế)

Nguồn: BSC tổng hợp

Tình hình kinh doanh quý 3 của các doanh nghiệp ngành dầu khí vẫn duy trì xu hướng của nửa đầu năm. Các doanh nghiệp phân phối khí duy trì được lợi nhuận ổn định, nhờ các chính sách neo giá đầu vào và đầu ra vào giá dầu FO. Theo đó, hoạt động kinh doanh gần như không chịu ảnh hưởng bởi diễn biến giá dầu, vốn đang theo xu hướng bất lợi. Ngược lại, với giá dầu duy trì ở mức thấp, các hoạt động khai thác, thăm dò dầu khí bị ngưng trệ, kéo theo sự sụt giảm nghiêm trọng ở các doanh nghiệp xây lắp dầu khí (PVD, PVS).

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** cho ngành dầu khí đối với triển vọng quý 4/2016. BSC kỳ vọng vào những diễn biến khả quan hơn trong giá dầu, khi khối OPEC có những quyết định chính thức và chi tiết về việc cắt giảm sản lượng dầu trong cuộc họp ngày 30/11/2016. Chúng tôi kỳ vọng những thông tin về việc cắt giảm sản lượng sẽ hỗ trợ giá dầu trong ngắn hạn, nâng giá dầu trung bình quý 4 lên mức 45-50 USD/thùng (mức trung bình 9 tháng đầu năm là 44.2 USD/thùng). Chúng tôi lưu ý các doanh nghiệp phân phối khí, và các doanh nghiệp xây lắp đã có những hợp đồng được ký kết cho nửa cuối 2016 và 2017. Cổ phiếu ngành dầu khí tại ngày 23/9/2016 đang được giao dịch với mức P/E trung vị là 10.7x

PGS- MUA- Giá mục tiêu: 19,000 đồng/cổ phiếu (+15.2%)

9T2016, sản lượng tiêu thụ CNG ước đạt tăng 10%yoy và sản lượng tiêu thụ LPG tăng 22% đối với mảng công nghiệp và 4% 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 đầu 2017 nhờ 2 khách hàng lớn là Samsung và Thép Nam Kim tăng sản lượng tiêu thụ. Hai khách hàng lớn này ước tính sẽ đóng góp mức tăng trưởng 18% so với sản lượng CNG hiện tại. Ngày 23/9/2016, cổ phiếu PGS đang giao dịch ở mức 16,500 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing 8.1x. (BSC ước tính, đã loại trừ các yếu tố đột biến lợi nhuận và đóng góp của CNG Việt Nam trong kết quả kinh doanh)

Chúng tôi dự báo năm 2016, PGS sẽ ghi nhận 4,052 đồng doanh thu (+2% yoy) và 106 tỷ đồng LNST (-8% yoy) Chúng tôi lưu ý dự báo của chúng tôi đã loại trừ đột biến từ việc thoái CNG đến kết quả kinh doanh của PGS 2016.

PGC – Mua – Giá mục tiêu 13,200 VND/cp

CTCP Gas Petrolimex là một trong những đơn vị kinh doanh LPG lớn nhất tại thị trường Việt Nam, với thị phần 10% tổng sản lượng LPG tiêu thụ toàn quốc. Công ty có lợi thế lớn trong khâu phân phối qua tập đoàn Petrolimex với 2,100 cửa hàng xăng dầu toàn quốc, giúp PGC là doanh nghiệp phân phối LPG phủ rộng cả 3 miền toàn quốc.

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. 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%yoy), 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.

CNG – Theo dõi

Trong số các cổ phiếu ngành dầu khí, CNG duy trì được sự ổn định trong lợi nhuận nhờ cơ chế neo giá đầu ra và đầu vào theo giá dầu FO. Đây là một điểm mạnh của doanh nghiệp trong bối cảnh giá dầu có nhiều biến động và ở mức thấp. Trong năm 2016, BSC kỳ vọng CNG sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận do sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng lên nhờ sự hoạt động sản xuất của các công ty xây dựng (mảng khách hàng đóng góp hơn 70% sản lượng tiêu thụ của CNG). Triển vọng 2017 khả quan nhờ sự đóng góp từ khách hàng lớn Vigracera, với mức tăng sản lượng khoảng 20%. Ngày 23/9/2016, cổ phiếu CNG đang giao dịch ở mức 40,300 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing 9.2x và P/B là 2.8x.

Chúng tôi dự báo năm 2016, CNG sẽ ghi nhận 910 tỷ đồng doanh thu (- 4.3% y.o.y) và 123 tỷ đồng LNST (+ 4.3% yoy), tương ứng với mức EPS 2016 là 4,600 VND/cp

PXS- Theo dõi

Tính từ 1/1/2016 đến 31/8/2016, doanh nghiệp hiện có 1,459 tỷ đồng giá trị hợp đồng đã thực hiện, (tương đương với mức 9 tháng 2015), trong đó 1,273 tỷ đã được thanh toán. Các dự án của PXS đều chịu áp lực giảm lên đơn giá, trong bối cảnh giá dầu ở mức thấp khiến các chủ đầu tư gặp nhiều khó khăn. Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp duy trì ở mức 13-14%, trong đó biên gộp các dự án on-shore vào khoảng 15% và biên gộp các dự án off-shore khoảng 10%. Chúng tôi dự báo năm 2016, PXS sẽ ghi nhận khoảng 1,900 tỷ đồng doanh thu và 116 tỷ đồng LNST. Ngày 26/9/2016, cổ phiếu PXS đóng cửa với mức giá là 12,600 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing là 7.05x.

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 (636 tỷ) sẽ hoàn thành trong 6 tháng đầu năm 2017, dự án nhiệt điện Sông Hậu giá trị khoảng 152 tỷ và phần còn lại của dự án nhiệt điện Thái Bình 2 khoảng 160 tỷ. Công việc của công ty sẽ tập trung chủ yếu trong 6 tháng đầu năm 2017. Ngoài ra, Công ty vừa mới ký kết dự án Long Sơn, với tổng giá trị \$110 triệu, dự kiến thực hiện trong 3 năm từ Q4/2017, với mức đóng góp trong 2017 là không đáng kể (kế hoạch khoảng 10 tỷ đồng)

Mã CK	DT 2016	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend 2016	Giá tại 23/09/16	Giá mục tiêu	Link
PGS	4,052	97	1,442	12.4	0.66	15.00%	25% tiền & 31% cp	17,700	20,100	
CNG	900	123	4,600	8.7	0.85	9.8%	30% tiền	40,300		
PXS	1900	116	1837	7.56	1.02	15.00%	13% tiền & 10 % cp	13,700		
PGC	2,511	111	1,600	7.15	0.98	13.6%	12% tiền & 20% cp	11,450	13,200	Link
PVD		100	287	89.1	0.69	0.07%	N/A	25,600		
GAS		5,800	3,060	22.2	3.3	14.8%	25%	68,130		

Nguồn: BSC dự báo

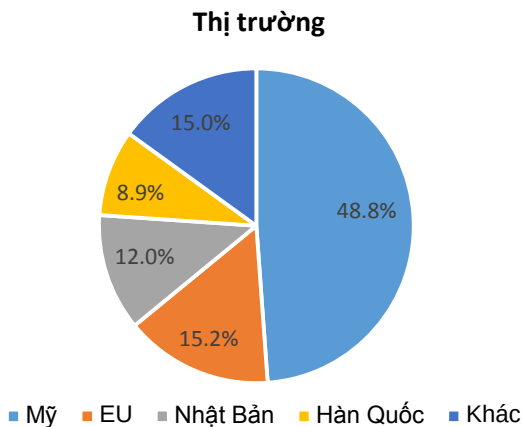
Ngành Dệt may [Trung lập]

- Giá trị xuất khẩu Dệt may toàn ngành trong 8T/2016 tiếp tục duy trì ở mức thấp
- Trong nửa đầu năm 2016, phần lớn DN dệt may niêm yết có tăng trưởng doanh thu tốt, tuy nhiên tăng trưởng lợi nhuận phân hóa mạnh
- Đề xuất tăng lương tối thiểu trong 2017 nếu được phê duyệt sẽ gây khó khăn cho DN Dệt may
- Một số quy định ảnh hưởng tích cực đến ngành
- Hiệp định Thương mại Tự do EAEU-Việt Nam (hiệu lực vào 05/10/2016) tác động tích cực đến Dệt may

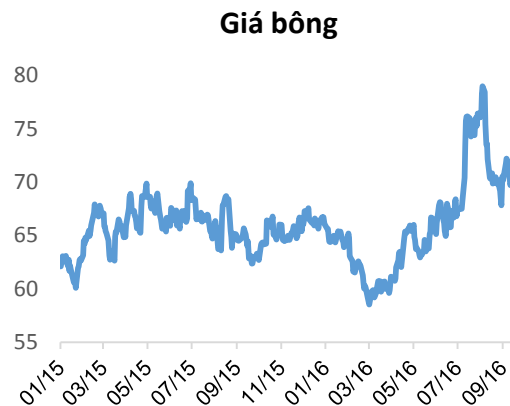
Thực trạng 9T/2016

Giá trị xuất khẩu Dệt may toàn ngành tiếp tục duy trì ở mức thấp: Tính chung đến hết T8/2016, tổng giá trị xuất khẩu Dệt may đạt 15.64 tỷ USD, tăng 5.5% so với cùng kì 2015. Các đơn hàng chuyển dịch sang những nước Myanmar, Bangladesh, Lào... do **(1)** Chi phí lao động tại đây thấp hơn Việt Nam; **(2)** Thuế suất nhập khẩu hàng Dệt may của những nước này vào Mỹ và Châu Âu đã được ưu đãi, trong khi các hiệp định thương mại tự do của Việt Nam như EVFTA, TPP theo kịch bản tích cực nhất sẽ có hiệu lực từ 2018; **(3)** Các nước không nằm trong TPP như Trung Quốc, Ấn Độ, Bangladesh, Pakistan,... đã điều chỉnh chính sách ưu đãi cho ngành dệt may của họ để ứng phó với TPP.

Các thị trường chính (gồm Mỹ, EU và Nhật Bản, Hàn Quốc) vẫn có tăng trưởng dương, với Mỹ tăng 4.5%, EU tăng 5.1%, Nhật Bản tăng 6.4% và Hàn Quốc tăng 15.7 so với cùng kì 2015.



Nguồn: Tổng cục Hải quan, BSC Research



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Trong nửa đầu năm 2016, phần lớn DN dệt may niêm yết có tăng trưởng doanh thu tốt, tuy nhiên tăng trưởng lợi nhuận phân hóa mạnh. Trong 6T2016, tổng doanh thu các DN dệt may niêm yết vẫn tăng trưởng ở mức 14.5% so với cùng kì, đạt 8756.1 tỷ đồng. Ngoại trừ EVE và NPS có tăng trưởng doanh thu âm lần lượt -4.4% và -2.9% hoh, các DN còn lại đều có tăng trưởng doanh thu, điển hình như VGG, TCM, KMR, GIL có mức tăng trưởng 2 con số. Tuy vậy, tổng LNST các DN niêm yết đạt 472.1 tỷ đồng, tăng trưởng 0.01% hoh. 4/11 DN niêm yết có LNST giảm mạnh, với EVE (-16.2%), TCM (-42.4%), STK (-41.5%) và TET (-63% hoh). Số DN còn lại có mức tăng trưởng lợi nhuận dương, đáng chú ý là VGG (+9.1%), TNG (+17.3%), GIL (+126.2%), G20 (+13.9%) và NPS (+567.4%).

Mã CP	DTT 2016H1	% yoy	LNST 2016H1	%yoy	Biên LNG 2016H1	Biên LNG 2015H1	EPS trailing 12M	P/E	P/B	Kế hoạch 2016		
										Div 2015	DT 2016	LNST 2016
VGG	3,516.1	19.2%	171.6	9.1%	11.7%	12.3%	9,830	5.9	2.0	30% cash	6,300	200
TCM	1,517.4	13.3%	49.8	-42.4%	13.9%	19.2%	2,380	7.9	1.1	10%	3,264	160
TNG	853.7	7.0%	39.9	17.3%	17.7%	20.1%	2,730	5.2	1.0		2,485	120
STK	663.5	5.3%	32.0	-41.5%	10.2%	18.4%	910	21.1	1.5	5% cash, 10% stock	1,860	130.9
GMC	698.3	6.4%	49.8	1.2%	15.9%	15.3%	6,010	5.6	1.4	n/a	n/a	n/a
EVE	377.8	-4.4%	42.2	-16.2%	34.5%	36.2%	3,830	6.7	0.8	20% cash	1,100	150
KMR	225.4	18.4%	12.1	n/a*	21.2%	20.1%	440	11.9	0.5	n/a	n/a	n/a
G20	137.4	0.4%	6.1	13.9%	12.3%	12.1%	870	7.4	0.6	n/a	n/a	n/a
GIL	730.5	41.6%	64.4	126.2%	20.7%	16.6%	7,340	8.6	1.9	n/a	n/a	n/a
NPS	15.3	-2.9%	0.6	567.4%	20.0%	13.0%	420	31.0	0.8	n/a	n/a	n/a
TET	20.6	3.2%	3.6	-63.0%	47.6%	34.5%	1,300	16.2	1.6	n/a	n/a	n/a
Tổng	8,756.1	14.5%	472.1	0.01%								

* cùng kì lỗi

Nguồn: BCTC, BSC Research

Đề xuất tăng lương tối thiểu trong 2017 nếu được phê duyệt sẽ gây khó khăn cho DN Dệt may: Trong phiên họp đề xuất tăng lương tối thiểu 2017 của Hội đồng Tiền lương Quốc gia, có 93% thành viên đồng ý tăng lương theo đề xuất (trừ Hiệp hội Dệt may Việt Nam). Theo đó, lương tối thiểu vùng trong 2017 sẽ tăng 7% so với 2016. Hội đồng Tiền lương Quốc gia sẽ trình Thủ tướng chính phủ xem xét phê duyệt trong thời gian tới đây. Hiện tại, mức lương tối thiểu Việt Nam ở mức tương đối cao so với khu vực khiến ngành Dệt may gặp khó khăn trong việc giữ đơn hàng của những khách hàng truyền thống. Thêm vào đó, những ưu đãi về thuế vào các thị trường chính (Mỹ, Châu Âu) theo các hiệp định thương mại tự do (EVFTA, TPP) sớm nhất là vào 2018. Như vậy, nếu chính sách lương tối thiểu vùng 2017 được phê duyệt, ngành Dệt may sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong năm tới.

Một số quy định ảnh hưởng tích cực đến ngành: (1) Luật Thuế XNK 2016 có hiệu lực thi hành từ 01/09/2016, trong đó có quy định miễn thuế nhập khẩu với nguyên liệu, vật tư nhập khẩu để sản xuất hàng xuất khẩu, từ đó khuyến khích chuyển đổi từ hình thức gia công sang FOB; (2) VITAS kiến nghị bãi bỏ Thông tư 37/2015/TT-BCT do những quy định không rõ ràng về việc kiểm tra cả những hàng mẫu, gây tốn kém chi phí và thời gian cho DN; (3) DN nhỏ và vừa (DNNVV) sẽ được giảm thuế suất xuống còn 17% giai đoạn 2017-2020.

Hiệp định Thương mại Tự do EAEU-Việt Nam sẽ có hiệu lực vào 05/10/2016: Liên minh kinh tế Á Âu (EAEU) gồm các nước: Nga, Armenia, Belarus, Kazakhstan và Kyrgyzstan là thị trường tương đối tiềm năng của Việt Nam. Theo quy định trong FTA, các sản phẩm dệt may được cam kết cắt giảm 82% số dòng thuế, trong đó 36% dòng thuế được xóa bỏ hoàn toàn ngay khi hiệp định có hiệu lực. Tuy nhiên hiệp định có áp dụng (1) Biện pháp phòng vệ ngưỡng cho 180 dòng thuế, trong đó có Dệt may, đặt ngưỡng giới hạn về số lượng và có xem xét mức ảnh hưởng đến sản xuất nội địa ở EAEU; (2) Quy tắc xuất xứ, chứng nhận thông qua cơ quan nhà nước (thay vì DN tự chứng nhận như FTA mới). Bên cạnh đó, Việt Nam hiện đã và đang

hoàn tất 14 FTAs, tương đương khoảng 55 nền kinh tế, trong đó có 17/20 đối tác trong nhóm G20 và 7/7 đối tác trong nhóm G7, chưa tính đến TPP. Do vậy, chúng tôi nhận định hiệp định vẫn sẽ có tác động tích cực đến Dệt may Việt Nam nhưng ảnh hưởng không quá lớn.

Quan điểm đầu tư

Sau một loạt FTAs kí kết thành công và một phần có hiệu lực từ 2015, chúng tôi đã kì vọng ngành Dệt may sẽ khởi sắc trong 2016. Tuy nhiên toàn ngành gặp phải những khó khăn từ chi phí lao động tăng cao khiến đơn hàng chuyển sang các thị trường khác, giá trị xuất khẩu trong 8T2016 tiếp tục ở mức thấp (+5.5% cùng kì); các doanh nghiệp niêm yết nhìn chung có mức tăng trưởng lợi nhuận ở mức thấp trong 6T2016, cũng như gặp khó khăn với những đơn hàng vào những tháng cuối năm. Bên cạnh đó, nếu TPP không được thông qua sau kì bầu cử tổng thống Mỹ sắp tới, cổ phiếu ngành dệt may sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề. Do vậy, chúng tôi thay đổi quan điểm từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** với ngành Dệt may trong những tháng còn lại của 2016.

Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với các mã cổ phiếu TCM, EVE và khuyến nghị MUA với TNG và VGG.

TNG – MUA – 21,128 VND/CP

Trong 8T/2016, Doanh thu ước đạt 1301.3 tỷ đồng (52.3% kế hoạch năm), LNST 8T đạt 64.7 tỷ đồng (40.4% kế hoạch năm). Đơn hàng kí kết khá tốt, đến đầu tháng 8 được khoảng 93.3 triệu USD, tương đương 91.1 % kế hoạch DTT 2016 và 77 % năng lực sản xuất. Trong những tháng còn lại của năm, với đơn hàng khá tích cực, cũng như việc tiết giảm những chi phí như bán hàng, QLDN,... chúng tôi dự báo DTT 2016 của TNG đạt 2,021 tỷ đồng, LNST đạt 100.5 tỷ đồng, tương đương EPS F 2016 = 2,930 VND/cp. Tại giá đóng cửa ngày 23/9 là 14,200 đ/cp, P/E trailing = 5.7x và P/E F = 4.85x tương đối hấp dẫn.

Lưu ý (1) rủi ro pha loãng: Trong 4 năm tiếp theo đến 2020, TNG dự kiến phát hành mỗi năm 5% ESOP/năm. (2) Cơ cấu nợ vay ngắn hạn cao: 62% tổng tài sản được tài trợ bằng nợ vay, trong đó 70% là nợ vay ngắn hạn, gây áp lực trả nợ cho TNG.

VGG – MUA – 70,333 VND/cp

VGG hiện có những điều kiện tương đối thuận lợi như (1) 75% DTT từ FOB chủ động tạo thêm giá trị gia tăng, (2) dùng nguyên liệu từ nhà cung ứng trong nước, (3) thương hiệu lớn, được nhận diện giúp kí kết đơn hàng thuận lợi hơn (4) Giảm nợ vay đáng kể khi chuyển đổi 140 tỷ trái phiếu sang cổ phiếu phổ thông. Điều này giúp kết quả kinh doanh của VGG vẫn tăng trưởng ổn định trong bối cảnh ngành dệt may đang trong giai đoạn khó khăn.

Chúng tôi ước tính trong cả năm 2016, VGG đạt mức DT là 7,166.3 tỷ đồng, LNST = 349.7 tỷ đồng, EPS F 2016 = 8,327 VND/cp. Với giá đóng cửa 58,300 VND/cp tại ngày 23/9, P/E trailing = 5.93x, P/E forward = 7.0x tương đối hấp dẫn.

TCM – THEO DÕI

TCM là DN niêm yết duy nhất sở hữu chuỗi sản xuất khép kín. Triển vọng trong những tháng cuối năm của TCM có thể sẽ tích cực hơn với: (1) Mảng Sợi (40% DTT) kì vọng sẽ cải thiện mức biên LNG từ -3% trong nửa đầu năm lên mức 3%; (2) Nhu cầu Vải (chiếm 10% DTT) tương đối ổn định và dự kiến sẽ tăng công suất trong T10/2016; (3) Mảng may tiếp tục gặp khó khăn với thiếu hụt đơn hàng, tuy nhiên nhà máy may Vĩnh Long dự kiến sẽ hòa vốn vào Q4/2016, giảm bớt gánh nặng cho TCM. ([link](#))

Năm 2016, chúng tôi ước tính DTT của TCM đạt 2980 tỷ đồng, LNST đạt 113 tỷ đ tương đương EPS F 2016 = 2,300 VND/cp. Với giá đóng cửa ngày 23/9 là 18,900 đ/cp, P/E trailing = 7.4x và P/E F = 8.2x.

EVE – THEO DÕI

Sở hữu thị phần dẫn đầu trong mảng chăn – ga – gối – đệm (26%) và bông tắm (29%), lượng khách hàng truyền thống chiếm 80-90% DTT, EVE có KQKD tương đối ổn định. Giai đoạn quý cuối năm là giai đoạn cao điểm bán sản phẩm chăn ga, vì vậy chúng tôi kì vọng kết quả kinh doanh cả năm của EVE sẽ tích cực hơn, với DTT ước đạt 801 tỷ đ, LNST đạt 89.5 tỷ đồng tương đương EPS F 2016 = 2,130 VND/cp. Với giá đóng cửa 25,500 VND/cp tại 23/9, tương đương P/E trailing = 9.96x và P/E forward = 11.97x, mức tương đối cân bằng. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với mã CP này.

Một điểm đáng lưu ý là EVE dự kiến phát hành tối đa 15 triệu CP vào đầu 2017 cho nhà đầu tư nước ngoài. Trong đó 15 triệu CP sẽ được lưu kí tại 1 ngân hàng lưu kí (được chỉ định), và chứng chỉ lưu kí (chứng nhận sở hữu của nđt nước ngoài trên 15 triệu CP này) sẽ được niêm yết trên sàn chứng khoán nước ngoài (có thể Hàn Quốc). Tiền thu về từ đợt phát hành sẽ dùng để (1) Xây nhà máy mới tại Khoái Châu - Hưng Yên và (2) Thuê đất 50 năm tại Khoái Châu - Hưng Yên, trong đó 30% diện tích dùng để xây nhà máy mới, 70% diện tích còn lại dùng để cho thuê lại mặt bằng, mang lại khoảng 20% DT cho EVE.

Mã CK	DT 2016E	LNST 2016E	EPS 2016	P/E FW	P/B	ROE 2016	Div 2015	Giá tại ngày 23/09/2016	Giá mục tiêu	Link
TNG	2,021	100.5	2,930	4.85	1.0	23.3%	6% cash div 10% share div Bán ưu đãi tỷ lệ 4:1	14,200	21,128	
TCM	2980	113	2.300	8.2	1.1	12.6%	6% cash div	18.900	-	-
VGG	7166.3	349.7	8.327	7.0	2	35.0%	30% cash	58.300	70.333	
EVE	801	89.5	2,130	11.97	0.8	9.9%	20% cash	25,500	n/a	

Nguồn: BCTC, BSC Research

Ngành Thủy sản [Kém khả quan]

- Giá trị xuất khẩu thủy sản 8 tháng 2016 tăng trưởng 4% so với cùng kỳ 2015.
- Kết quả kinh doanh quý 2 ghi nhận tăng trưởng nhanh của các doanh nghiệp đầu ngành.
- Tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản có thể đạt 7.1 tỷ USD (+8%yoy) cả năm 2016

Thực trạng 9T2016

Xuất khẩu thủy sản 8 tháng 2016 tăng 4.1% yoy, đạt 4.3 tỷ USD. Hoa Kỳ, Nhật Bản, Trung Quốc và Hàn Quốc là 4 thị trường nhập khẩu thủy sản hàng đầu của Việt Nam; các thị trường có giá trị xuất khẩu thủy sản tăng mạnh là Trung Quốc (53,9%), Hoa Kỳ (11,9%), Thái Lan (9,9%).

Tình trạng thiếu hụt làm giá nguyên liệu tăng nhẹ. 8T2016, diện tích nuôi mới cá tra tại các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long đã giảm khoảng 26%, diện tích thu hoạch cũng giảm gần 20% so với cùng kỳ năm 2015. 9/10 tỉnh nuôi trồng chính giảm mạnh như: Kiên Giang, Sóc Trăng, Cần Thơ. Trong quý II/2016, giá cá tra nguyên liệu tại thị trường trong nước tăng nhẹ từ 18.000 - 19.300 đồng/kg lên 20.300-20.800 đồng/kg.

Kết quả kinh doanh quý 2. Ngoài VHC có kết quả kinh doanh cốt lõi tăng trưởng mạnh nhờ tăng kim ngạch xuất khẩu qua Mỹ (+11%yoy), Nhật Bản và Trung Quốc (tăng gấp đôi cùng kỳ 2015), các doanh nghiệp thủy sản khác như HVG chỉ có kết quả kinh doanh cốt lõi tăng nhẹ (HVG ghi nhận DT thủy sản 9T2016 tăng mạnh 148% nhờ hợp nhất FMC tuy nhiên LNG giảm từ 105 tỷ xuống còn 104 tỷ , LNST tăng trên 9 lần nhờ nhập bã đậu nành giá thấp và đã bán một nửa với giá cao hơn khoảng gần 30%.

Tổng hợp kết quả kinh doanh quý 2/2016.

Mã CK	Doanh thu (tỷ)		Lợi nhuận gộp(tỷ)		LNST (tỷ)		P/E	P/B
	Q2/2016	%yoy	Q2/2016	%yoy	Q2/2016	%yoy		
HVG	10,427	44%	741	59%	62	33%	29.63	1.18
VHC	3,681	15%	605	47%	325	70%	9.87	1.87
FMC	1,182	-4%	89	-14%	36	13%	7.15	1.53
IDI	1,412	25%	196	18%	37	-42%	8.45	0.76
ANV	1,393	27%	230	50%	(19)	N/A	N/A	0.41
ACL	571	0%	93	17%	16	26%	6.06	0.59
TS4	377	0%	68	-3%	5	82%	21.69	0.48
ABT	218	-5%	43	-32%	24	-39%	10.59	1.31
Trung bình							13.35	1.02

Nguồn: BCTC các công ty

Xuất khẩu tôm sẽ gặp khó khăn lớn do tăng thuế chống bán phá giá từ 0.91% lên đến 4.78%. Cụ thể, tất cả các lô hàng tôm đông lạnh nhập khẩu vào Mỹ từ ngày 1/2/2014 đến 31/1/2015 sẽ phải chịu mức thuế chống bán phá giá là 4,78%, trong khi mức thuế lần gần nhất là 0,91%. Mức thuế này nếu được thực thi sẽ khiến các doanh nghiệp tôm Việt Nam khó cạnh tranh xuất khẩu vào Mỹ vì các đối thủ như Thái Lan, Ấn Độ hiện chịu mức thuế chống bán phá giá thấp hơn Việt Nam từ 2-3 lần.

Vasep dự báo xuất khẩu thủy sản tăng khoảng 8% trong cả năm 2016, đạt 7.1 tỷ USD, trong đó tôm đạt 3 tỷ USD và cá tra đạt 1.6 tỷ USD. Mức dự báo này thấp hơn trước đó, ở mức 13% do nguồn cung nguyên liệu dự báo vẫn khó khăn trong quý cuối năm và xuất khẩu tôm chịu thuế CBPG bất lợi.

Quan điểm đầu tư.

Chúng tôi duy trì đánh giá Kém khả quan với ngành thủy sản. Trong Q1/2016, chúng tôi đã có [báo cáo cập nhật ngành thủy sản](#), với kỳ vọng ngành thủy sản sẽ phục hồi trong 2016, tuy nhiên xét chung toàn ngành, chúng tôi cho rằng các rào cản kỹ thuật từ các thị trường tiêu thụ chính và biến động thời tiết sẽ tác động tiêu cực tới xuất khẩu thủy sản trong trung và dài hạn. Do vậy, BSC duy trì quan điểm Kém khả quan cho ngành. Các doanh nghiệp đầu ngành như VHC, HVG dự báo trong 3 tháng cuối năm tiếp tục duy trì đà tăng trưởng khá do đây là thời gian cao điểm tiêu thụ thủy sản tại các thị trường chính như Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản, EU.. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư Theo Dõi với một số mã đầu ngành như HVG, FMC, VHC 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.

Lợi nhuận đột biến 3 quý đầu năm không đến từ hoạt động kinh doanh chính mà nhờ chênh lệch giá bán đầu nài nhậ- bán. Trong 127,000 tấn đầu nài nhậ với giá khoảng 7000 đồng/kg, HVG đã xuất bán ½ với giá khoảng 11,000 đồng/kg. Dự kiến một nửa còn lại sẽ được hạch toán trong quý 4/2016 và quý 1/2017. Bên cạnh đó, HVG đang thuê tư vấn của E&Y tái cấu trúc công ty theo hướng: Cty mẹ hiện tại sẽ trở thành công ty Holding, tập trung vào 05 nhóm kinh doanh bao gồm (1) Cá; (2) Tôm; (3): Chăn nuôi (lợn); (4) Thức ăn chăn nuôi; (5) Kho lạnh. Kế hoạch tái cấu trúc đang thực hiện, vì vậy chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên Theo dõi với HVG trong thời điểm hiện tại.

VHC- Khuyến nghị Theo Dõi.

Trong các quý đầu năm 2016, thị trường Mĩ là điểm sáng của VHC khi nhập khẩu thủy sản của nước này tăng 21% yoy, đạt 87 triệu USD. Ngoài ra, Trung Quốc cũng là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng khi tăng 159% yoy, đạt 7 triệu USD. Trong tháng 9, nhà máy Vạn Tiền Đức Giang đi vào hoạt động tập trung vào sản phẩm cá nẫu sẵn Teriyaki với giá trị gia tăng cao, kì vọng đem lại kết quả tốt hơn cho VHC trong quý 4/2016 và năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của VHC các quý cuối năm đã được phản ánh trong giá hiện tại, vì vậy khuyến nghị nhà đầu tư Theo dõi với VHC.

FMC- Khuyến nghị Theo Dõi.

FMC là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất niêm yết. Khi thuế CBPG tôm tăng lên 4.78%, FMC sẽ chịu tác động tiêu cực lớn nhất khi hiện tại Mĩ vẫn là thị trường xuất khẩu chính. Gần đây, FMC cũng đã điều chỉnh kế hoạch DT 9T2016 giảm tới 66% chỉ còn 2.230 tỷ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng triển vọng quý 4 của FMC khá khó khăn.

Ngành	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 23/09/2016	Giá mục tiêu
Thủy sản	HVG	23,994	349	1,537	6.22	0.75	12%	Tiền:20%	9.560	N/A
	VHC	7,500	340	3,696	16.83	2.49	15%	Tiền:20%	58.500	N/A
	FMC	3,176	105	3,500	6.18	1.40	22%	Tiền 15%	21.650	24,000

Ngành Vận tải biển [Kém khả quan]

- Sản lượng hàng vận chuyển của đội tàu nội địa giảm 4% trong 6T2016.
- KQKD quý 2 vẫn duy trì phân hóa mạnh giữa vận tải hàng lỏng và hàng rời
- Trong quý 4/2016, dự đoán các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng duy trì KQKD tăng trưởng khá, vận tải hàng rời tiếp tục khó khăn.
- Định giá của các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng hiện đang khá thấp so với trung bình ngành (PE từ 6x – 8x)

Thực trạng 9T2016

Sản lượng hàng hóa vận chuyển của đội tàu Việt Nam giảm 4% chỉ đạt 54.2 triệu tấn và đạt 43% kế hoạch 2016. Doanh thu của Tổng công ty Hàng Hải giảm mạnh, trong đó tàu hàng khô giảm 16% đội tàu container giảm 2% và đội tàu dầu giảm 20%. Nguyên nhân chủ yếu do tình trạng dư cung khiến giá thuê tàu chuyển và định hạn giảm từ 30-50% so với cùng kì 2015

Nguồn cầu cho đội tàu hàng khô vẫn ở mức khá thấp. Chỉ số cước vận tại hàng rời BDIY đóng cửa ngày 19/9/2016 ở mức 836 điểm, tăng mạnh so với cuối quý 2 (chỉ ở mức 660 điểm). Tuy nhiên so với cùng kỳ 2015 vẫn thấp hơn khoảng 7%.

Kết quả kinh doanh quý 2- Duy trì phân hóa hàng lỏng và hàng rời. Nhìn chung, các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng duy trì kết quả kinh doanh tăng trưởng khá cao nhờ tăng mạnh lượng dầu thành phẩm nhập khẩu và NMLD Dung Quất hoạt động ổn định. Ngược lại, các doanh nghiệp vận tải hàng rời vẫn khá khó khăn do nguồn cầu yếu, tỷ giá biến động và chi phí khấu hao lớn.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh quý 2-2016.

Mã CK	Ngành	DTT		BLN Thuần		LNST		P/E	P/B
		Q2/2016	%yoy	Q2/2016	Q2/2015	Q2/2016	%yoy		
PVT	Hàng lỏng	3,265	29%	11%	12%	192	40%	9.17	1.06
VOS	Hàng rời	683	-14%	7%	-2%	-126	N/A	0.00	0.24
VTO	Hàng Lỏng	599	-8%	19%	12%	51	92%	9.56	0.7
GSP	Khí, hóa chất	558	11%	12%	14%	32	-7%	8.64	1.13
VNA	Hàng rời	279	-14%	1%	4%	(29)	N/A	0.00	0.26
VIP	Hàng Lỏng	283	-5%	24%	25%	80	177%	5.95	0.55
PJT	Hàng Lỏng	203	4%	15%	13%	16	62%	5.91	0.83
SKG	Chở khách	189	22%	70%	67%	119	33%	16.19	5.9
VFR	Hàng rời	0	-100%	0%	-2%	-	-100%	0.00	0.82
HTV	Hàng rời	98	1%	26%	21%	15	-5%	6.82	0.72
TCO	Hàng rời	76	-9%	25%	26%	16	30%	5.88	0.93
TJC	Hàng rời	86	-11%	18%	12%	8	6%	8.17	0.64

Nguồn: BCTC các công ty.

Các doanh nghiệp vận tải hàng rời khó phục hồi ít nhất tới hết năm 2016. Do nguồn cầu vận chuyển với các mặt hàng rời như sắt thép, gạo vẫn duy trì ở mức thấp, cộng thêm việc đội tàu được đầu tư vào thời điểm giá cao kéo theo chi phí khấu hao và lãi vay lớn, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp vận tải hàng rời như VOS, NOS khó có thể phục hồi trong quý 4-2016.

Các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng sẽ suy trì đà kinh doanh ổn định trong quý 4/2016. Nhờ lợi thế kí hợp đồng định hạn với Petrolimex và PVN, các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng nội địa duy trì kết quả kinh doanh khá ổn định. Trong quý 3, VTO, VIP, PJT (các công ty con của Petrolimex) đều thực hiện đầu tư mua tàu chở dầu mới, phục vụ nhu cầu nhập khẩu dầu tăng nhờ giảm thuế, dự báo sẽ mang lại doanh thu khả quan trong quý 4/2016. Ngoài ra, PVT, doanh nghiệp vận tải lỏng đầu ngành, cũng sẽ duy trì kết quả kinh doanh khả qua trong quý cuối năm nhờ tỷ lệ uptime 100% của FSO/FPSO và sản lượng dầu thô vận chuyển cho NMLD Dung Quất.

Quan điểm đầu tư.

Do nguồn cầu từ thị trường chính là Trung Quốc vẫn ở mức thấp, nguồn cầu nội địa vẫn còn yếu và khó có thể giúp các doanh nghiệp vận tải hàng rời thoát khỏi khó khăn, vì vậy chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá Kém Khả Quan với ngành vận tải biển nói chung. Tuy nhiên, với các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng trong nước như PVT, VTO, PJT, VIP, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh tiếp tục duy trì ổn định trong quý cuối năm nhờ NMLD Dung Quất hoạt động ổn định và nguồn dầu nhập khẩu tăng mạnh (tận dụng lợi thế thuế nhập khẩu dầu thành phẩm giảm).

PVT- Khuyến nghị MUA- giá mục tiêu 17,900 đồng/cổ phiếu

Triển vọng PVT trong quý cuối năm 2016: (1) vận tải dầu thô cho NMLD Dung Quất dự báo tiếp tục giữ ổn định ở mức khoảng 7.2 triệu tấn mặc dù giá dầu ở mức thấp. (2) Hoạt động kho nổi FSO/FPSO đạt tỷ lệ uptime cao 100%. (3) yếu tố tỷ giá không có tác động lớn tới LN của PVT khi 6T2016 chỉ còn 80 triệu USD dư nợ. Trong năm 2017 cũng như dài hạn, khi NMLD Nghi Sơn đi vào hoạt động, nguồn cầu vận tải dầu thô dự báo tăng trưởng mạnh. Vì vậy trong năm 2018, PVT kế hoạch hợp tác cổ đông chiến lược mua tàu VLCC và giảm phần vốn góp của PVN từ 51% xuống còn 36%.

VTO- Khuyến nghị MUA- giá mục tiêu 12.800 đồng/cổ phiếu.

Trong khoảng tháng 8/2016, VTO đã thực hiện mua tàu trọng tải 20.000 dwt phục vụ chở tàu thành phẩm cho tổng mẹ Petrolimex từ thị trường Singapore, thay thế cho 1 tàu VTO thuê trước đó. Hiện tại, lượng hàng vận chuyển của tàu mới này vẫn khá đều nhờ tổng công ty mẹ tăng cường nhập khẩu dầu thành phẩm, tận dụng thuế nhập khẩu giảm khi AEC đi vào hiệu lực. Vì vậy chúng tôi cho rằng triển vọng quý 4/2016 của VTO vẫn khá khả quan. Tuy nhiên từ năm 2017, VTO có thể phải đưa tàu ra chạy chuyển ở thị trường ngoài sau khi NMLD Nghi Sơn đi vào hoạt động (dự kiến chạy toàn dụng vào cuối năm 2017) với hiệu quả thấp hơn hẳn so với cho thuê tàu định hạn với tổng mẹ Petrolimex.

GSP- Khuyến nghị Theo Dõi.

Vào cuối tháng 8/2016, GSP thay đổi kết quả kinh doanh 2016 theo hướng tăng doanh thu lên 1.135 tỷ (kế hoạch trước đó là 620 tỷ) do tách CTCP vận tải Nhật Việt và kinh doanh thêm thương mại LPG và vận tải LPG bằng xe bồn, LNST tăng lên thành 43.8 tỷ (trước đó là 40 tỷ). Triển vọng quý 4/2016 của GSP chúng tôi cho rằng vẫn ổn định nhờ thị phần chở khí LPG nội địa cao, ở mức khoảng 90% (GSP chủ yếu vận tải khí LPG cho NMLD Dung Quất (40%) và PV Gas (60%)). Trong năm 2017, GSP đầu thầu là đầu mới vận chuyển LPG cho GPP Cà Mau, sản lượng khoảng 30,000 tấn/tháng. GSP dự kiến ghi nhận doanh thu từ GPP Cà Mau vào tháng 4/2017.

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 23/09/2016	Giá mục tiêu
PVT	6,747	507	1,794	8.03	1.10	0.13	N/A	14.400	17,900
GSP	1,132	71	1,922	7.07	1.06	0.2	Tiền 12%	13.600	15,200
SKG	382	218	8,921	10.11	5.55	0.37	Tiền 30%	90.200	100.400
VTO	1,428	105	1,288	7.69	0.80	8%	Tiền 8%	9.790	12.800
VIP	625	106	1,561	5.57	0.53	N/A	Tiền: 8%	8.690	N/A

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, Công nghệ

Trần Thị Hồng Tươi

tuoith@bsc.com.vn

Ngân hàng, Dược, Nhựa, Săm lốp, Phân bón

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

lenbh@bsc.com.vn

Dầu khí, Bảo hiểm, Cao su, Ô tô

Lê Thị Trang

tranglt@bsc.com.vn

Dệt may, Mía đường, Gạch men

Chu Tuấn Phong

phongct@bsc.com.vn

Điện, Cảng biển, Vận tải biển, Thủy sản

Nguyễn Trần Trí

trint@bsc.com.vn

Xây dựng, Sửa

Nguyễn Quốc Trưởng

tranglt@bsc.com.vn

BDS



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH

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