

# Vietnam Sector Outlook

Báo cáo triển vọng ngành (part 1)

# 2016



# BSC

# Mục lục

<b>Tổng kết Chiến lược đầu tư Ngành 2015</b>	<b>1</b>
1. Đánh giá Nhận định TTCK và các Ngành năm 2015 của BSC	1
2. Tăng trưởng KQKD và định giá	5
3. So sánh tăng trưởng Ngành và VNIndex năm 2015	6
3. Top các Cổ phiếu của năm 2015	8
4. Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	9
5. Tổng hợp KQKD các Ngành 9T2015	10
<b>Ngành Ngân hàng 2015</b>	<b>12</b>
<b>Ngành Bất động sản 2015</b>	<b>17</b>
<b>Ngành Xây dựng 2015</b>	<b>20</b>
<b>Ngành Xi măng 2015</b>	<b>22</b>
<b>Ngành Gạch men 2015</b>	<b>24</b>
<b>Ngành Công nghệ 2015</b>	<b>27</b>
<b>Ngành Cảng biển 2015</b>	<b>30</b>
<b>Ngành Ô tô 2015</b>	<b>32</b>
<b>Ngành Bảo hiểm 2015</b>	<b>34</b>
<b>Ngành Dệt may 2015</b>	<b>37</b>
<b>Ngành Điện 2015</b>	<b>40</b>
<b>Ngành Săm lốp 2015</b>	<b>44</b>
<b>Ngành Nhựa 2015</b>	<b>46</b>
<b>Ngành Dược 2015</b>	<b>49</b>
<b>Ngành Thép 2015</b>	<b>51</b>
<b>Ngành Thủy sản 2015</b>	<b>56</b>
<b>Ngành Dầu khí 2015</b>	<b>58</b>
<b>Ngành Phân bón 2015</b>	<b>61</b>
<b>Ngành Mía đường 2014/2015</b>	<b>65</b>
<b>Ngành Vận tải biển 2015</b>	<b>66</b>
<b>Ngành Cao su tự nhiên 2015</b>	<b>70</b>

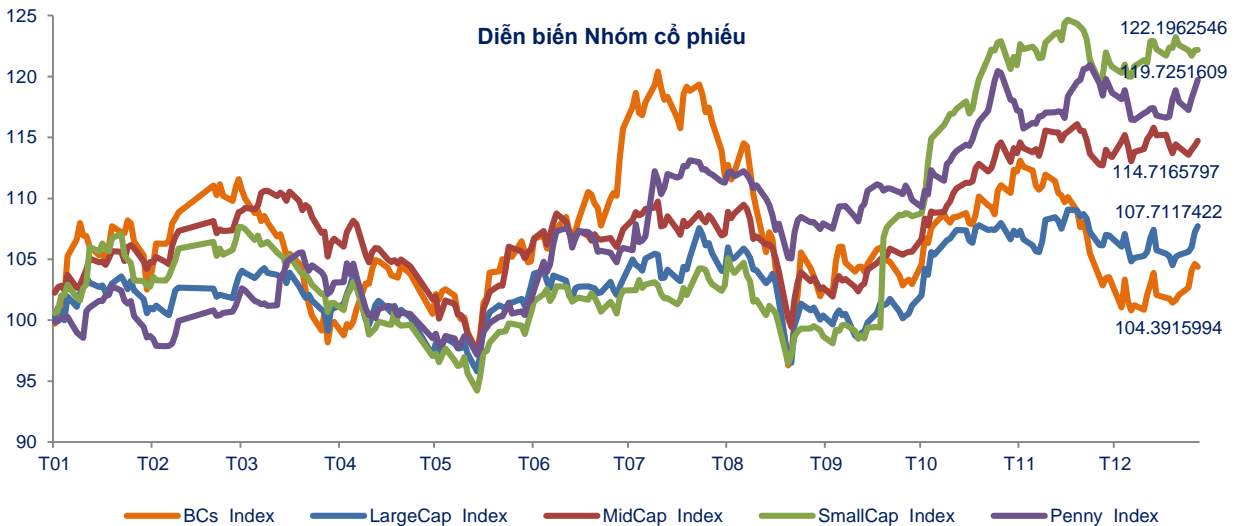
## TỔNG KẾT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2015

### 1. Đánh giá Nhận định TTCK và các Ngành năm 2015 của BSC

Để đánh giá lại mức độ chính xác và hiệu quả nhận định của BSC trong **Báo cáo Triển vọng ngành năm 2015**, chúng tôi xét đến các yếu tố gồm: (1) Diễn biến TTCK 2015; (2) Chiến lược đầu tư Ngành. Cụ thể như sau:

#### (1) Diễn biến chung của TTCK 2015

- Xét về Điểm số.** Chốt phiên ngày 31/12, Vnindex đóng cửa ở mức 579,02 điểm (+6,1%). Đây là vùng điểm thuộc kịch bản Trung bình đã được chúng tôi dự báo trong báo cáo vĩ mô và thị trường năm 2015: “Chúng tôi thiên về Kịch bản Trung bình VN-Index đạt 600 điểm, và trong trường hợp các thông tin hỗ trợ đủ mạnh VN-Index kỳ vọng sẽ đạt và giữ được mức 650 trong kịch bản tích cực”. BSC đã dự báo khá sát điểm số VN-Index trong năm 2015 khi đánh giá rằng các nhân tố như Hiệp định thương mại TPP, các FTAs với liên minh kinh tế Á Âu, EU, Hàn Quốc, và sự ổn định của kinh tế vĩ mô Việt Nam ảnh hưởng đáng kể đến thị trường.
- Về diễn biến thị trường.** Dự báo về diễn biến thị trường trong năm khá sát với diễn biến thực tế trong năm. Trong báo cáo Vĩ mô & TTCK năm 2015, chúng tôi đưa ra nhận định rằng thị trường sẽ diễn biến tích cực trong 6 tháng đầu năm và chịu thử thách lớn trong 6 tháng cuối năm. Trong báo cáo quý 3, chúng tôi cũng cho rằng thị trường sẽ diễn biến tích cực trong tháng 10, sideways tháng 11 và giảm vào tháng 12.
- Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến Vnindex và TTCK năm 2015.** Các yếu tố được chúng tôi cho rằng sẽ có ảnh hưởng tích cực đến thị trường và doanh nghiệp đã diễn ra như dự báo là: tình hình vĩ mô ổn định, giảm lãi suất cho vay, gia nhập FTAs, TPP và nới room cho nhà đầu tư nước ngoài ,... Những yếu tố tiêu cực cũng nằm trong dự báo chúng tôi là Fed tăng lãi suất năm 2015, sự trì trệ của nền kinh tế Trung Quốc và rủi ro từ Thông tư 36 đã khiến dòng tiền vào thị trường bị co hẹp.
- Về Chiến lược đầu tư Ngành 2015 theo chu kỳ thời gian.** Chúng tôi đã đưa ra nhận định sau: **“Giai đoạn nửa đầu năm 2015: nhóm cổ phiếu sẽ dẫn dắt thị trường xét theo quy mô là: nhóm Blue Chip và Large cap”** và **“Giai đoạn nửa cuối năm 2015: nhóm cổ phiếu mạnh mẽ nhất giai đoạn này sẽ có quy mô vừa và nhỏ (midcap và small cap)”** Chúng tôi đã nhận định chính xác một phần xu hướng nhóm cổ phiếu trong năm 2015, trong giai đoạn 6 tháng đầu năm với sự tăng trưởng tốt của nhóm BCs và LargeCap, tăng trưởng lần lượt 10% và 1,5%; nhóm MidCap và SmallCap thực tế hầu như sideways suốt 3 quý đầu năm và chỉ bứt phá vào những tháng cuối năm tăng 14,7% và 22,2%.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

## (2) Chiến lược đầu tư Ngành 2015

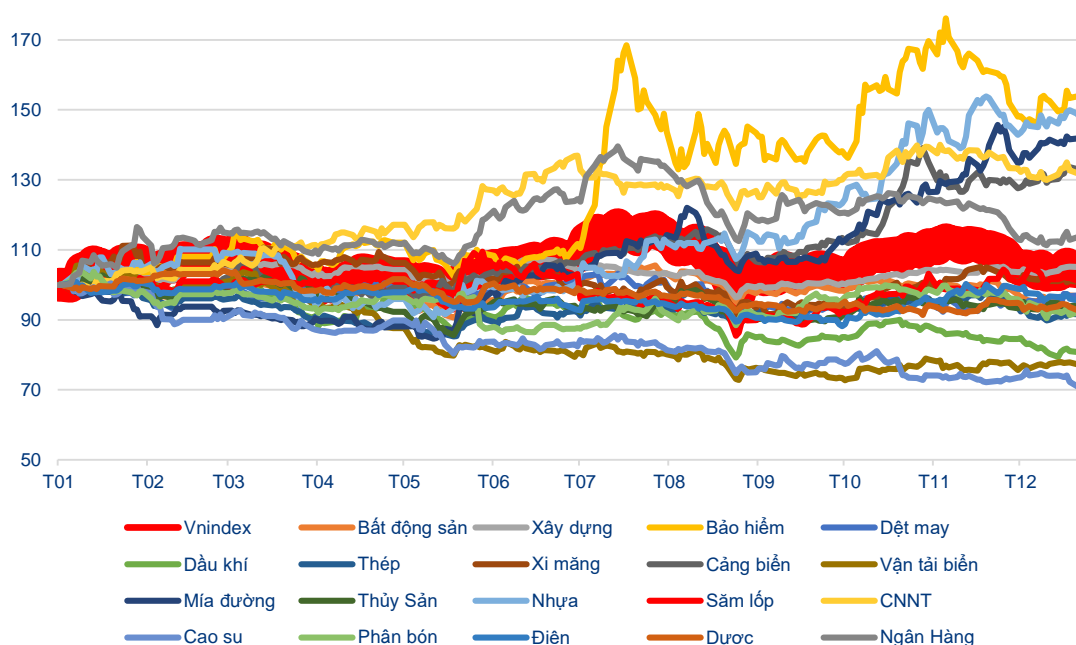
**Về 5 chủ đề đầu tư đáng lưu ý của năm 2015.** Chúng tôi đã đưa ra 5 chủ đề đầu tư đầu năm ngoài, và 5 chủ đề này cũng đã có tác động mạnh đến Vnindex trong cả năm. Hơn nữa các mã cổ phiếu quan trọng được chúng tôi khuyến nghị theo các chủ đề này, đa số đều tăng trưởng và vượt Vnindex trong năm 2015. Cụ thể

- Thứ nhất, sự phục hồi của nền kinh tế vĩ mô trở nên rõ ràng hơn, với nhóm Tài chính được hưởng lợi từ xu hướng này. Kết thúc năm, Nhà đầu tư theo chủ đề này đã khá thành công trong đó: Ngân hàng tăng 12,1% (tiêu biểu như VCB, BID), Bảo hiểm tăng 51,23% (BIC, BMI);
- Thứ hai, bất động sản ấm trở lại, thanh khoản tăng vọt, dẫn đến cơ hội hồi phục cho một loạt nhóm ngành downstream của nền kinh tế như Xây dựng, Vật liệu, Nội thất với tăng trưởng đột biến tập trung vào các doanh nghiệp khu vực phía Nam do quá trình đẩy mạnh đầu tư dân dụng và đón đầu FTAs. Hết năm 2015, Nhà đầu tư theo chủ đề này có thể thấy hiệu quả ở các mã được khuyến nghị từ BSC hoặc các mã đầu các ngành được lưu ý như Xây dựng (CTD, HBC), BĐS (VIC, DXG), Vật liệu (BMP, NTP), xi măng (HT1, BCC), Gạch (CVT, VSC, VIT)...
- Thứ ba, giá năng lượng giảm và giá điện tăng, dẫn đến sự cải thiện KQKD của nhóm Vận tải, ô tô, phân bón, nhiệt điện, hóa chất,...nhờ hưởng lợi giá đầu vào; Trong năm 2015, Các cổ phiếu được khuyến nghị cũng tăng trưởng khá trong các ngành Hóa chất (PLC), Điện (NT2), Phân bón (DPM); vận tải (GSP),...
- Thứ tư, ECB và JCB nới lỏng tiền tệ EUR và JPY cùng giảm giá. BSC đã nhận định tương đối chính xác về xu hướng này, mặc dù các doanh nghiệp có dư nợ EUR lớn như HT1, BCC, BTS và NT2 chỉ được ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá trong Q1/2015, và ghi nhận lỗ tỷ giá trong 3 quý

còn lại của năm, nhưng xét cả năm 2015, các doanh nghiệp này vẫn được ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá; (HT1 và NT2 cũng tăng trưởng mạnh trong năm 2015)

- Thứ năm, các Hiệp định Thương mại tự do (FTAs) với ACFTA có hiệu lực từ 1/1/2015 đã ảnh hưởng tiêu cực đến các ngành Dược và Thép, diễn biến giá cổ phiếu nhìn chung không tích cực trong năm. Trong khi đó những ngành được chúng tôi kỳ vọng nhất như Logistic (GMD), cảng biển (VSC, HAH), khu công nghiệp (KBC, LHG) đều tăng trưởng mạnh, một số ngành được NĐT kỳ vọng nhiều như ngành dệt may tăng trưởng không đáng kể.

Diễn biến VNINDEX và các ngành



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

### Về Nhận định Triển vọng Ngành 2015.

- Chúng tôi đã đưa ra quan điểm “lưu ý ngành Bất động sản và Ngân hàng có khả năng sẽ trở thành ngành dẫn dắt VNIndex trong năm tới thay thế cho Dầu khí” và thực tế ngay từ đầu năm, ngành Ngân hàng đã tăng mạnh, tổng cộng đạt 12,1% trong cả năm 2015, cùng với đó, xét về tỷ trọng vốn hóa trong VNIndex, Ngân hàng là nhóm lớn nhất đóng vai trò dẫn dắt thị trường. Tỷ trọng vốn hóa của nhóm ngân hàng (VCB – CTG – BID – STB – EIB – MBB) tăng từ mức 22,85% (05/01/2015) lên mức 27,55% (29/12/2015), trong đó VCB là cổ phiếu có vốn hóa lớn thứ 2, chiếm 10,28% tổng giá trị vốn hóa thị trường. Mặc dù đưa ra quan điểm tương đối chính xác với ngành Ngân hàng, nhưng ngành BĐS đã không tăng trưởng khả quan như kỳ vọng của chúng tôi, với lợi suất giảm 2,93% trong năm.

Tuy nhiên những cổ phiếu ngành BĐS mà BSC đã khuyến nghị đều có mức tăng trưởng rất tốt là VIC (+20,37%), DXG (+61,02%) và KDH (+24,42%).

- Bên cạnh đó, trong năm 2015, BSC là một trong những đơn vị đầu tiên trên thị trường cập nhật quan điểm với các ngành CNTT, Cảng biển, Bảo hiểm. Với ngành Cảng biển và Bảo hiểm, trong khi triển vọng Ngành chưa hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư, BSC đã có báo cáo nhận định Khả quan trong tháng 06/2015, ngay trước giai đoạn tăng mạnh của các Ngành này từ tháng 7 tới nay ([link báo cáo Cảng biển](#), [link báo cáo Bảo hiểm](#)).
- Chúng tôi đã chưa nhận định đúng triển vọng ngành sẫm lớp và mía đường từ đầu năm 2015. Sau đó trong các báo cáo update trong năm, chúng tôi đã hạ triển vọng ngành sẫm lớp và nâng triển vọng ngành mía đường và khả năng được lọt vào danh mục ETF của hai mã SBT và BHS ([link báo cáo](#)). Chúng tôi cũng đã chưa đánh giá được ngành có mức tăng lớn nhất năm 2015 là ngành ô tô.



Nguồn: BSC



## 2. Tăng trưởng KQKD và định giá

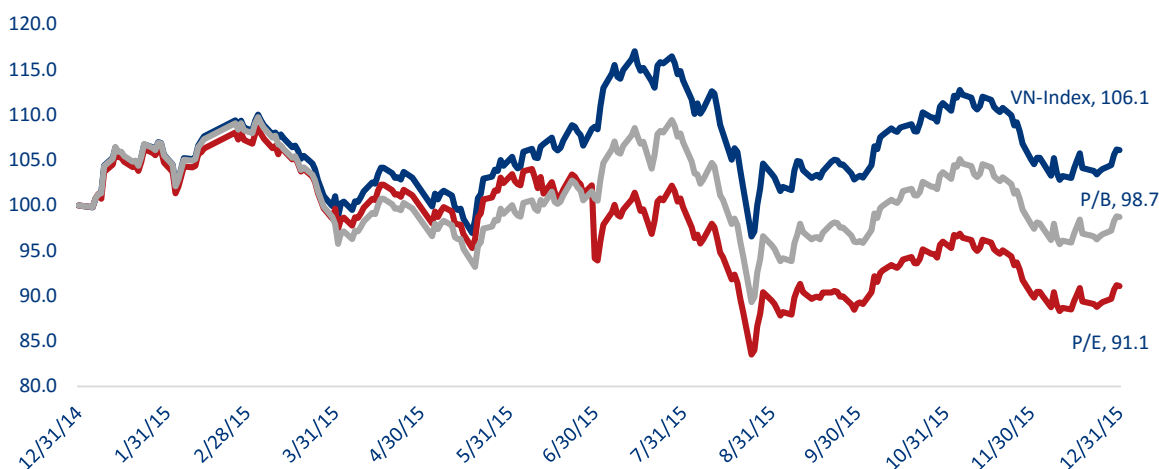
*VN30 chỉ tăng trưởng nhẹ, VN midcap phục hồi về KQKD*

Kinh tế vĩ mô tiếp tục ổn định, GDP tăng trưởng cao đã có tác động khá tích cực đến các doanh nghiệp niêm yết. Hoạt động sản xuất kinh doanh được mở rộng và lợi nhuận tiếp tục được thiện trong năm 2015. EPS thị trường trailing 2015 tính đến hết quý III đạt 2.430, tăng trưởng 9.7% so với EPS thị trường năm 2014 (nếu loại bỏ lợi nhuận đột biến từ bán tài sản của KDC thì EPS trailing 2015 là 2.230, tăng 4.5% so với năm 2014). Trong 2 năm gần nhất mức tăng trưởng EPS bình quân thị trường đạt trên 5%. Tuy nhiên EPS của VN30, nhóm cổ phiếu có tầm ảnh hưởng lớn đến thị trường lại không duy trì đà tăng trưởng tương xứng với thị trường. EPS của VN30 trong năm 2013, 2014 và trailing 2015 đạt lần lượt 2.167, 2.096, và 2.077 (Nếu loại bỏ phần lợi nhuận tăng đột biến từ bán tài sản của KDC). Lợi nhuận không có sự tăng trưởng là lý do nhóm cổ phiếu VN30 không thể hiện được vai trò là nhóm cổ phiếu trụ và dẫn dắt thị trường trong năm 2015.

*Thanh khoản suy giảm khiến vận động giá của VN-Index không bắt kịp mức cải thiện lợi nhuận và giá trị sổ sách của các cổ phiếu niêm yết trong 7 tháng cuối năm.*

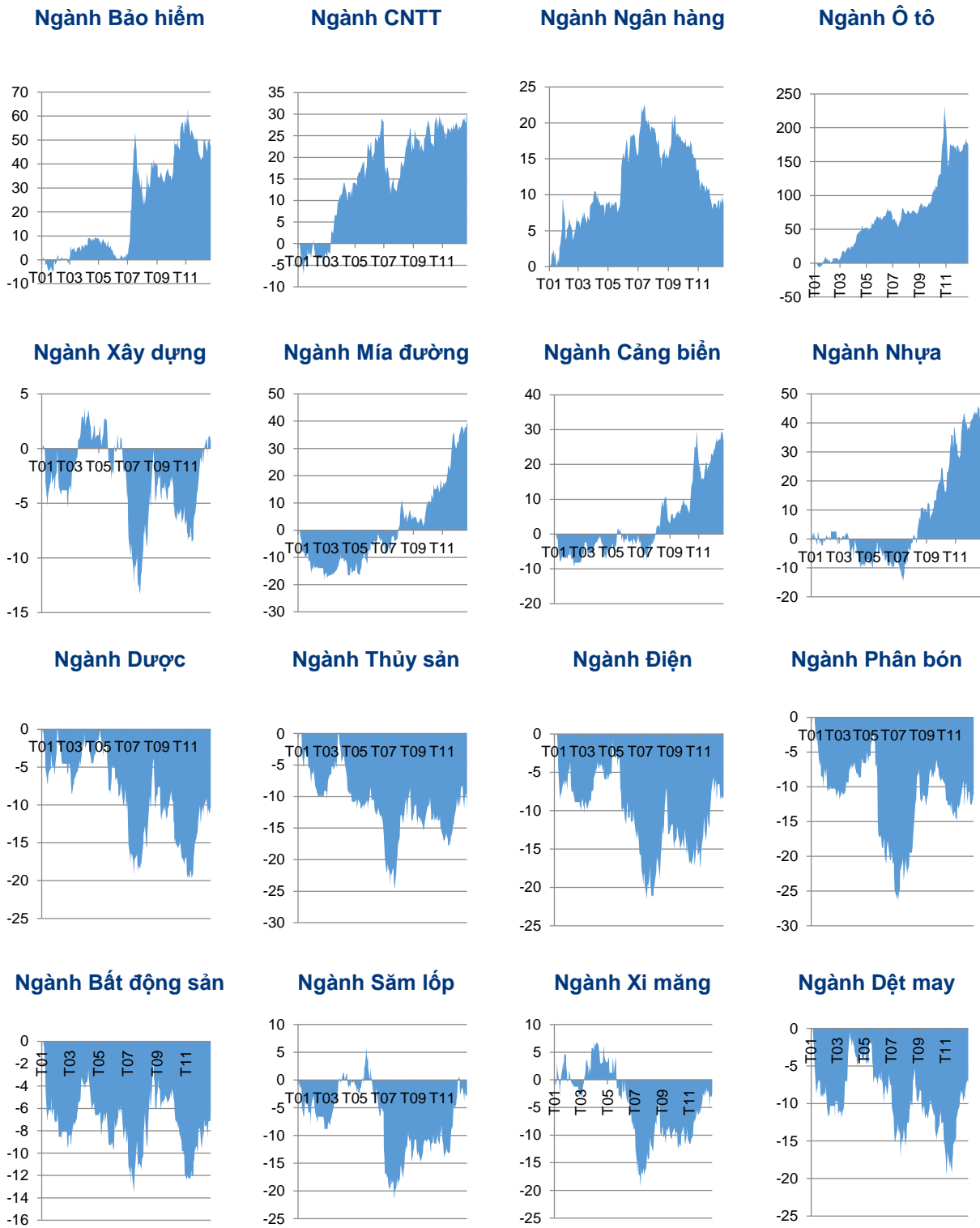
Xét tương quan giữa VN-Index và chỉ số PE và PB của chỉ số cho thấy các đường chỉ số khá sát trong 5 tháng đầu năm. Khoảng cách này được nới rộng dần trong tháng 6 và duy trì đến hết năm. Kết thúc năm 2015, VN-Index tăng 6.1% trong khi chỉ số PE giảm 8.9% và PB giảm 1.3%. Số liệu này cho thấy vận động giá trong nửa sau năm 2015 đã không bắt kịp tốc độ cải thiện các yếu cơ bản như lợi nhuận và giá trị sổ sách của cổ phiếu.

### Đồ thị 34: Tương quan VN-Index và các chỉ số PE, PB trong năm 2015



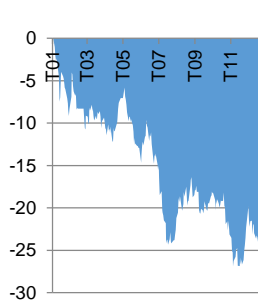
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## 3. So sánh tăng trưởng Ngành và VNIndex năm 2015

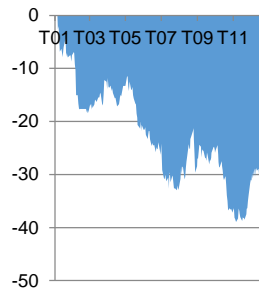




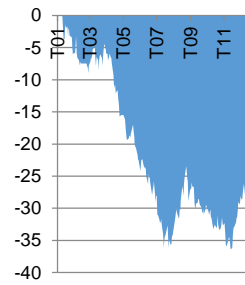
**Ngành Dầu khí**



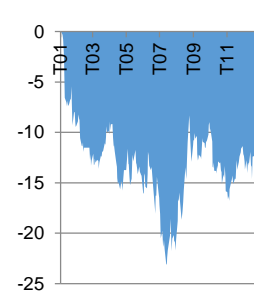
**Ngành Cao su**



**Ngành Vận tải biển**



**Ngành Thép**



*Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp*

## 3. Top các Cổ phiếu của năm 2015

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/12/2015	Thay đổi giá trong 12T (%)	Index pt
VNM	128.000	+ 62.1	+31.1
VCB	43.900	+42.8	+20.1
BID	20.600	+69.3	+13.7
BVH	53.000	+70.3	+8.3
VIC	45.700	+22.8	+5.5

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/12/2015	Thay đổi giá trong 12T (%)	Index pt
GAS	36.200	-48.2	-34.4
PVD	26.500	--51.2	-5.0
HAG	10.400	-47.8	-4.1
KDC	24.300	-49.8	-3.4
HPG	29.200	-13.3	-1.7

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX (Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
SVC	16.000	41.400	158
TTF	10.300	29.000	181
VSC	41.600	77.000	85
BMP	73.000	131.000	79
SBT	12.900	24.100	86

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX (Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
JVC	16.700	5.300	-68
HAI	11.700	5.200	-56
PVD	56.000	26.500	-53
HAG	22.100	10.400	-53
PPI	10.600	5.300	-50

TOP 5 CP CÓ KL và GTGD NHIỀU NHẤT VN-INDEX			
CK	KLGD BQ / phiên	CK	GTGD BQ / phiên
FLC	11.596.354	FLC	92.603.817.814
OGC	6.631.183	CII	84.455.271.255
HHS	4.383.816	SSI	70.022.121.457
SBT	3.820.263	HHS	43.587.093.117
HQC	3.686.493	VIC	42.305.380.563

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/12/2015	Thay đổi giá trong 12T (%)	Index pt
ACB	19.800	+25.9	+2.2
VCS	74.000	+157.0	+1.3
PVI	25.500	+41.0	+0.9
PHP	21.100	+32.5	+0.9
DGC	52.000	+110.0	+0.6

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/12/2015	Thay đổi giá trong 12T (%)	Index pt
PVS	16.700	-35.3	-2.4
OCH	12.500	-48.6	-1.5
SHB	6.500	-18.4	-0.7
KLS	6.600	-34.3	-0.4
NVB	6.000	-10.5	-0.3

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX (Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
VCS	27.100	74.000	173
CTX	10.100	24.500	142
PTI	15.600	23.900	53
TPP	13.500	19.600	45
CHP	14.400	20.100	39

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX (Giá > 10,000 đồng)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
ITQ	28.000	5.700	-80
NDF	13.800	2.700	-80
VMI	30.600	6.400	-79
SDP	10.900	4.600	-58
KLF	10.100	4.400	-57

TOP 5 CP CÓ KL và GTGD NHIỀU NHẤT HNX			
CK	KLGD BQ / phiên	CK	GTGD BQ / phiên
SHB	4.332.562	KLF	37.825.011.741
SCR	3.748.853	PVS	34.860.947.656
KLF	3.529.267	SCR	23.522.970.968
TIG	3.167.114	SHB	22.059.446.769
PVX	1.961.516	PVC	19.593.705.474

Nguồn: BSC tổng hợp

## 4. Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

Ngành	Mã cp	Giá ngày 05/01/2015	Giá ngày 31/12/2015	Tăng/Giảm	KLGD TB 2015
Ngân hàng	VCB*	31,200	43,900	40.71%	865,492
	BID*	11,600	20,600	77.59%	108,366
	CTG	13,200	18,600	40.91%	2,150,014
	MBB*	12,200	14,600	19.67%	2,587,447
	ACB	14,700	19,800	34.69%	386,714
BDS	VIC*	37,800	45,700	20.90%	1,024,665
	DXG*	11,810	18,900	60.04%	1,489,485
	KBC*	15,600	13,100	-16.03%	1,832,880
	KDH	17,200	21,600	25.58%	184,011
	UNI	8,400	10,100	20.24%	38,295
Xây dựng	LCG*	8,500	7,000	-17.65%	340,366
	HBC	10,800	19,000	75.93%	629,502
	CMS	9,900	10,300	4.04%	57,022
	HUT*	12,321	11,300	-8.29%	1,085,985
Xi măng	BCC*	14,600	13,400	-8.22%	232,171
	HT1*	17,400	26,800	54.02%	237,622
	BTS*	7,600	9,000	18.42%	N/A
CNTT - Viễn thông	FPT	39,900	48,300	21.05%	758,815
	CMG	8,700	14,900	71.26%	90,604
	ITD	8,100	17,500	116.05%	74,085
	HIG	4,300	5,900	37.21%	N/A
Cảng biển	VSC	40,200	77,000	91.54%	91,736
	HAH	43,800	43,200	-1.37%	N/A
	GMD	27,200	42,400	55.88%	256,989
Bảo hiểm	PTI	15,800	23,900	51.27%	60,511
	BIC	12,500	18,500	48.00%	161,430
	PGI	9,000	16,700	85.56%	56,485
Dệt may	TCM*	31,400	30,800	-1.91%	539,316
	TNG*	15,100	19,000	25.83%	322,124
	STK*	28,100	31,900	13.52%	N/A
Điện	NT2*	17,900	26,600	48.60%	1,152,166
	CHP	13,400	20,700	54.48%	63,550
	SJD	29,000	25,900	-10.69%	17,414
	SHP*	19,200	19,000	-1.04%	42,479
Sâm lóp	DRC*	48,500	43,600	-10.10%	54,582
	CSM*	33,700	24,700	-26.71%	196,481
Nhựa	BMP*	69,900	131,000	87.41%	66,723
	NTP*	46,800	60,200	28.63%	33,225
Dược	TRA	70,200	88,500	26.07%	3,752
	IMP	40,200	37,500	-6.72%	16,395
Thép	NKG*	13,200	12,600	-4.55%	80,796
	HSG*	34,800	31,500	-9.48%	347,259
	HPG*	34,500	29,200	-15.36%	1,245,299
Thủy sản	FMC*	18,000	25,800	43.33%	105,804
	VHC*	36,500	29,200	-20.00%	106,130
Dầu khí	PXS	17,200	11,600	-32.56%	536,728
	PVS*	24,800	16,700	-32.66%	1,438,076
	CNG	26,800	31,400	17.16%	21,269
	PGS	18,000	17,500	-2.78%	249,580

	PGD	19,300	36,200	87.56%	860,019
<b>Phân bón</b>	DPM*	27,300	29,100	6.59%	638,415
	LAS	29,600	31,000	4.73%	181,044
	DCM	13,600	12,900	-5.15%	N/A
	LSS	9,000	9,000	0.00%	216,137
<b>Mía đường</b>	SBT	12,400	24,100	94.35%	1,457,043
	NHS	11,700	15,800	35.04%	N/A
	<b>Trung bình</b>			<b>25.23%</b>	

*Nguồn: BSC tổng hợp*

*Lưu ý: (1) Dấu \* là những cổ phiếu được nêu trong báo cáo Triển vọng Ngành 2015, các cp còn lại được bổ sung hàng quý; (2) HAH, STK, DCM tính theo ngày bắt đầu niêm yết, NHS tính ngày chốt theo ngày hủy niêm yết.*

Tổng hợp các các cổ phiếu BSC đã khuyến nghị và lưu ý trong năm 2015 đạt mức tăng trung bình là 25,23%, nếu chỉ tính riêng các mã được khuyến nghị từ Báo cáo đầu năm 2015 tăng trung bình 11,9%, vẫn cao hơn nhiều so với lợi tức cả năm của VNIndex là 6,1%.

Trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi, ITD là cổ phiếu có mức tăng trưởng cao nhất, đạt 116,05%, bên cạnh đó, tổng cộng có 14 cổ phiếu đạt mức tăng trên 50%, chủ yếu thuộc nhóm CNTT, Ngân hàng, Cảng biển và Bảo hiểm. Đây đều là những ngành, mã cổ phiếu BSC đã ra báo cáo khuyến nghị trong năm. Ngoài ra, trong tổng số 56 mã được BSC lưu ý, có 19 mã chịu mức lợi tức âm trong năm 2015, mức thua lỗ lớn nhất là cổ phiếu PVS và PXS do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ xu hướng giá dầu suy giảm.

## 5. Tổng hợp KQKD các Ngành 9T2015

Ngành	Tổng doanh thu (tỷ đồng)	Tăng trưởng cùng kỳ	Tổng LNST (tỷ đồng)	Tăng trưởng cùng kỳ	Ghi chú
<b>Ngân hàng</b>			19,193	7.58%	LN trước trích lập tăng 73%, trích lập dự phòng chiếm 41% LN trước trích lập; VCB, MBB có tỷ lệ trích lập dự phòng cao, LNST BID tăng 23.5%
<b>BDS</b>	15,900	24.00%	3,600	230.00%	Nhóm các DN có tăng trưởng LNST tốt là: DXG (74% yoy), KDH (142% yoy), CEO (114% yoy)
<b>Xây dựng</b>	65,600	22.00%	2,900	260.00%	KQKD cải thiện ở nhóm xây dựng dân dụng (CTD, HBC), nhóm xây dựng công nghiệp (LCG, VCG), nhóm xây dựng hạ tầng (CII).
<b>Xi măng</b>	12,993	2.75%	884	283.86%	Tăng trưởng tốt nhất ngành là HT1 với LNST 9T2015 đạt 534.6 tỷ đồng (+487.47%yoy)
<b>Gạch men</b>	3,082	-0.41%	83	32.68%	Biên lợi nhuận cải thiện tốt do giá khí, than giảm. 4/7 DN có lợi nhuận
<b>CNTT - VT</b>	30,757	16.35%	1,780	8.99%	14/17 DN có lãi. Biên lợi nhuận của ITD, CMG cải thiện mạnh, FPT tăng trưởng tốt hơn 2014
<b>Cảng biển</b>	7,182	31%	1,655	9%	Ngoại trừ đợt biến KQKD 2014 của GMD, đa số DN cảng biển đều tăng trưởng DT và LNST

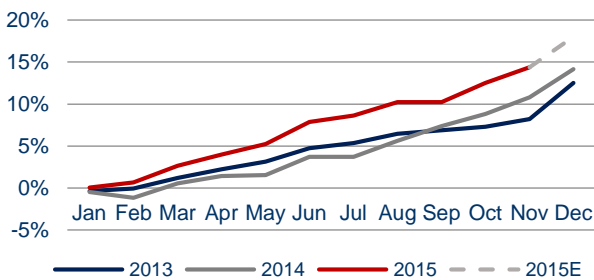
<b>Ô tô</b>	14,917	77.30%	826	427%	Ngành có tăng trưởng DT và LNST cao nhất
<b>Bảo hiểm</b>	24,006	18.28%	1,542	6.80%	Phí Bảo hiểm gốc tăng mạnh, KQKD phân hóa
<b>Đệt may</b>	7,605	7.8%	466	11.7%	10/10 DN có lãi, nhưng chỉ có TNG, EVE tăng trưởng mạnh so với 2014
<b>Điện</b>	15,771	5.66%	2,155	1.09%	KQKD phân hóa mạnh do ảnh hưởng El nino
<b>Săm lốp</b>	5,972	12.00%	564	1.32%	Doanh thu HDKD cốt lõi giảm, LNST giảm
<b>Nhựa</b>	10,529	16.20%	803	29.40%	Đa số có tăng trưởng Doanh thu và lợi nhuận, khối nhựa xây dựng cải thiện mạnh
<b>Dược phẩm</b>	8,367	1.29%	926	6.85%	Hầu như không có tăng trưởng doanh thu
<b>Thép</b>	54,892	3.30%	3,613	12.25%	LNST chủ yếu là của HPG (2,938 tỷ đồng, +6.67%yoy) Tăng trưởng LNST mạnh nhất là HSG (71.02%yoy) và NKG (79.71%yoy)
<b>Thủy sản</b>	25,238	10%	648	-41%	BLN giảm, chi phí tài chính tăng mạnh
<b>Dầu khí</b>	97,602	-16.46%	11,642	-15.39%	Đa số suy giảm Doanh thu, trừ PXS, PVE, PVB, Lợi nhuận tăng: PVS, PGC, PVB, PVE
<b>Phân bón</b>	28,443	3.69%	1,902	9.00%	Phần lớn có doanh thu suy giảm, riêng DPM nhờ giá khí đầu vào nên LNST cải thiện mạnh
<b>Mía đường</b>	9,995	5.9%	459	-7.9%	Vụ 2014/15: 7/2014-6/2015, 6/6 DN có lãi, trong đó doanh thu của BHS, SLS cải thiện khá
<b>Vận tải biển</b>	9,169	-4.60%	243	-45%	Doanh thu giảm nhẹ, trong khi LNST giảm mạnh do tác động của chênh lệch tỷ giá
<b>Cao su</b>	2,142	-17.50%	364	-32%	Doanh thu sụt giảm mạnh, lợi nhuận giảm trừ doanh nghiệp thanh lý vườn cây
<b>Sữa</b>	30,050	15.7%	5,871	35.3%	VNM cải thiện mạnh KQKD

### Ngành Ngân hàng 2015 [Điểm nhấn Tái cơ cấu]

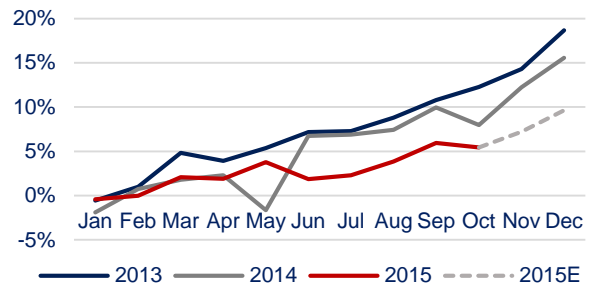
- Tính đến 21/12/2015, tín dụng tăng 17,17% trong khi đó, huy động vốn tính đến 31/10/2015 tăng 6,38%.
- Đề án tái cơ cấu ngành ngân hàng đạt được những kết quả tích cực: tỷ lệ nợ xấu tính đến 30/11/2015 giảm còn 2,72%, nợ gốc lũy kế bán cho VAMC từ năm 2013 đến hết 14/12/2015 là 102.350 tỷ đồng; thanh khoản hệ thống ngân hàng được cải thiện.
- Kết quả kinh doanh của các ngân hàng khả quan, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu cao.

**Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao nhất kể từ năm 2011.** Tính đến ngày 21/12/2015, tín dụng tăng trưởng 17,17% so với đầu năm, giải ngân 4.652 nghìn tỷ đồng. Trái với diễn biến tăng trưởng tín dụng trong 2 năm 2013 và 2014 (tín dụng tăng chậm/ tăng trưởng âm trong các tháng đầu năm và tăng nhanh vào cuối năm), tín dụng tăng trưởng tích cực ngay từ những tháng đầu năm 2015. Điều này cho thấy nhu cầu vay vốn đã bền vững và thực chất hơn. NHNN ước tính tăng trưởng tín dụng cả năm 2015 đạt khoảng 18%.

**Tăng trưởng tín dụng lũy kế hàng tháng**

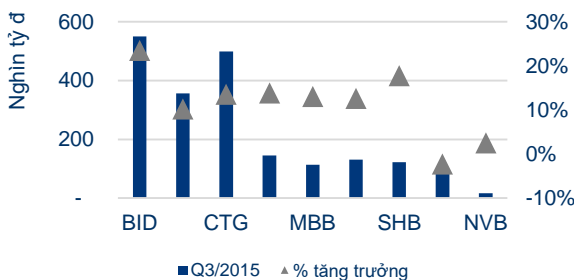


**Tăng trưởng huy động vốn hàng tháng**

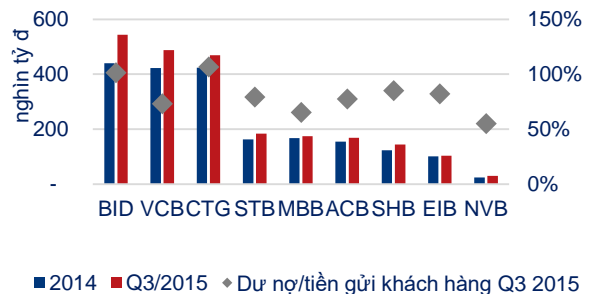


Nguồn: SBV, BSC ước tính

**Dư nợ cho vay của các Ngân hàng niêm yết Q3 2015**



**Tiền gửi của khách hàng tại các Ngân hàng niêm yết Q3 2015**

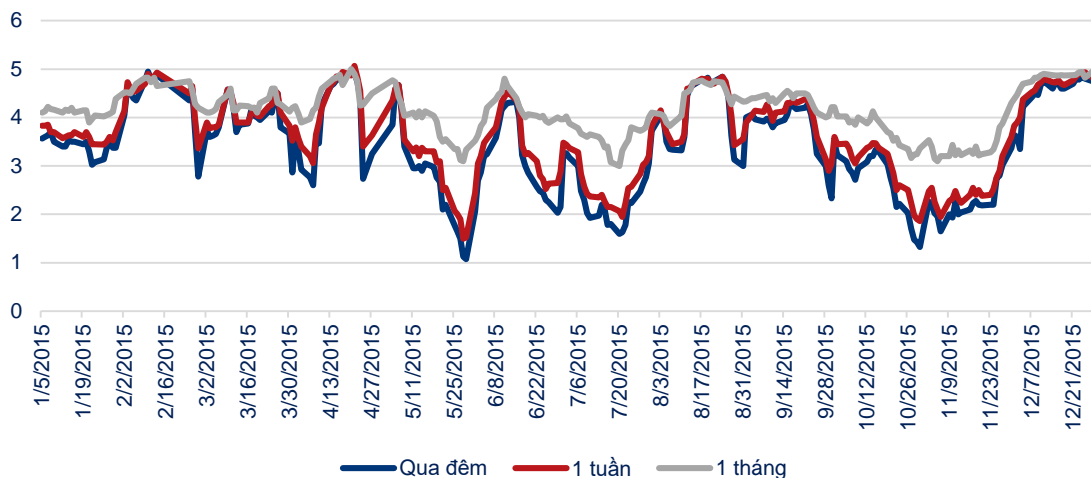


Nguồn: BCTC các NH niêm yết

**Thanh khoản được cải thiện nhưng cần chú ý.** Điều này xuất phát từ: (1) Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, trong khi đó huy động vốn tăng trưởng chậm lại, chỉ tăng 5,96% so với đầu năm (đạt 5.028 nghìn tỷ đồng, tính đến 30/9/2015). (2) Kỳ vọng đồng USD lên giá làm tăng nhu cầu nắm giữ ngoại tệ.

- **Tỷ lệ cấp tín dụng/ huy động tăng**, đạt 88,54% vào 30/09/2015, cao hơn so với thời điểm 31/12/2014 (đạt 83,67%) và cao hơn so với định hướng của NHNN là giảm tỷ lệ cho vay/huy động về dưới 80% đối với các NHTM CP và dưới 90% đối với các NHTM NN.
- **Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn tăng**, đạt 28,48% vào cuối tháng 9/2015, cao hơn so với thời điểm 31/12/2014 (đạt 20,15%). Tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn thấp hơn nhiều so với quy định tại thông tư 36 (là 60%).
- **Lãi suất liên ngân hàng biến động mạnh.** Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng đã thấp hơn nhiều so với giai đoạn căng thẳng thanh khoản từ năm 2009-2012. Tuy nhiên, do áp lực tỷ giá, lãi suất liên ngân hàng biến động mạnh trong năm 2015 (lãi suất qua đêm dao động từ 1,08% đến 4,95%).

**Diễn biến lãi suất liên ngân hàng năm 2015**



*Nguồn: BSC tổng hợp*

**Nợ xấu được kiểm soát và phản ánh thực chất hơn chất lượng tín dụng của các TCTD.** Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo triển vọng ngành 2/2015 và quý 3/2015, tỷ lệ nợ xấu tăng trong 2 quý đầu năm tăng do (1) tác động của quy định phân loại nợ thống nhất theo CIC, (2) kết hợp phân loại nợ theo phương pháp định tính và phương pháp định lượng; (3) chấm dứt việc cơ cấu lại nợ, giữ nguyên nhóm nợ từ 1/4/2015. Chúng tôi đánh giá, tỷ lệ nợ xấu hiện tại theo báo cáo của các TCTD đã trở về thực chất hơn, về gần với kết quả phân loại nợ theo giám sát của NHNN. Tỷ lệ nợ xấu cuối tháng 11/2015 giảm còn 2,72%. Tính đến hết ngày 30/11/2015, các TCTD đã xử lý được 463 nghìn tỷ đồng nợ xấu, tương đương 99,6% tổng nợ xấu xác định tại thời điểm tháng 9/2012, thông qua:

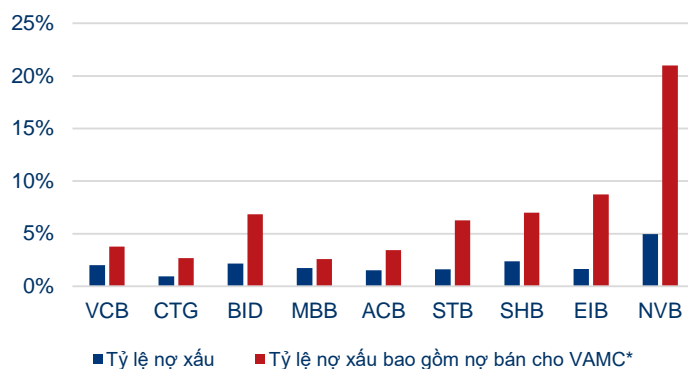


- Khoảng 49% nợ xấu được bán cho VAMC.** Tính đến ngày 14/12/2015, VAMC đã mua được 102.350 tỷ đồng nợ gốc nội bảng (phát hành trái phiếu đặc biệt trị giá 93.622 tỷ đồng). Lũy kế từ năm 2013 đến 20/10/2015, VAMC đã mua 228.416 tỷ đồng nợ xấu. Tuy nhiên, giá trị thu hồi nợ chưa cao, đạt 18 nghìn tỷ đồng (chiếm 7,91% nợ xấu đã mua). Hoạt động mua nợ xấu của VAMC có tác động tích cực là cải thiện chất lượng tài sản trên bảng cân đối kế toán của các TCTD, đưa nợ xấu về mức mục tiêu 3%, tuy nhiên, sẽ làm tăng chi phí trích lập dự phòng rủi ro của các TCTD. Một số ngân hàng niêm yết có số dư nợ xấu bán cho VAMC cao là BIDV (khoảng 28 nghìn tỷ đồng), CTG (khoảng 9 nghìn tỷ đồng), STB (hơn 7 nghìn tỷ đồng), EIB (gần 7 nghìn tỷ đồng), SHB (khoảng 6 nghìn tỷ đồng) và NVB (với hơn 3 nghìn tỷ đồng trên tổng dư nợ 17 nghìn tỷ đồng).
- 51% nợ xấu được các ngân hàng xử lý bằng nguồn dự phòng và thông qua cán nợ, xiết nợ.** Hoạt động xử lý nợ xấu được các ngân hàng đẩy mạnh trong năm 2015. Dẫn đầu danh sách các NHTM tự xử lý nợ xấu là VCB với 8.400 tỷ đồng, theo sau là các ngân hàng BID (4.200 tỷ đồng), MBB (hơn 3.000 tỷ đồng), VPbank (hơn 2.000 tỷ đồng), SHB (1.100 tỷ đồng).

**Tỷ lệ nợ xấu của các TCTD**

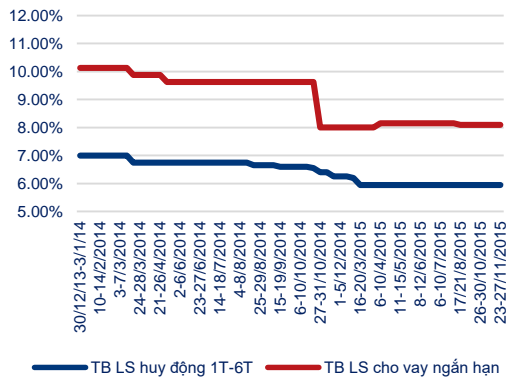
Tỷ lệ nợ xấu	Giám sát của NHNN	Báo cáo của các TCTD
12/2014	4.83%	3.25%
01/2015	4.55%	3.49%
02/2015	4.75%	3.59%
03/2015	3.81%	3.81%
06/2015	N/A	3.□2%
08/2015	N/A	3.21%
09/2015	N/A	2.93%
10/2015	N/A	2.91%
11/2015	2.72%	2.72%

**Tỷ lệ nợ xấu của các NHTM niêm yết Q3 2015**

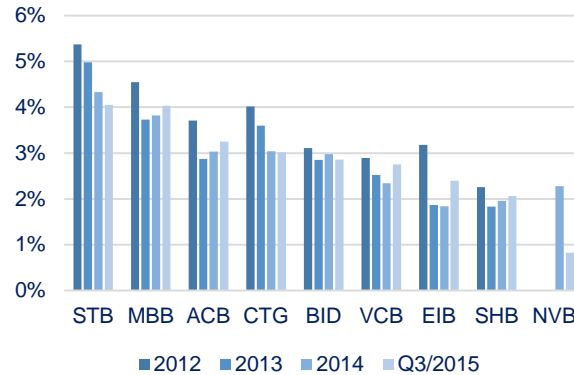


*Nguồn: NHNN, BCTC các NHTM, BSC ước tính*

**Tỷ lệ lãi cận biên (NIM) giảm dần.** Chênh lệch lãi suất cho vay và huy động trung bình của hệ thống giảm cùng với việc các NHTM thận trọng hơn trong vấn đề giải ngân các khoản vay tiềm ẩn rủi ro đã kéo giảm NIM của nhiều NHTM từ năm 2012-2014. Tính đến hết quý 3/2015, một số ngân hàng niêm yết có NIM (lũy kế 12 tháng) tăng là VCB, MBB, ACB, SHB, EIB.

**Diễn biến lãi suất huy động & cho vay năm 2014 và năm 2015**

Nguồn: NHNN

**NIM (lũy kế 12 tháng) của các ngân hàng niêm yết từ năm 2012-quý 3/2015**

Nguồn: BCTC các NH niêm yết

**Tái cấu trúc hệ thống ngân hàng thông qua hoạt động mua lại ngân hàng với giá 0 đồng và M&A.** 8 thương vụ M&A đã được thực hiện trong 4 năm thực hiện đề án tái cơ cấu ngành ngân hàng từ 2011-2015, số lượng NHTM giảm từ 42 xuống còn 34 ngân hàng và có thể tiếp tục giảm trong thời gian tới. Trong năm 2015, NHNN mua lại 3 ngân hàng là VNCB và Oceanbank và GPbank với giá 0 đồng, đặt Ngân hàng Đông Á vào tình trạng kiểm soát đặc biệt. MHB sáp nhập vào BID theo tỷ lệ 1:1, Ngân hàng Phương Nam sáp nhập vào STB với tỷ lệ 1:0,7, sáp nhập MDBank vào Maritime Bank và đề án sáp nhập ngân hàng PGbank vào CTG với tỷ lệ 1:0,9. Bên cạnh đó, nhiều ngân hàng cũng hoàn tất hoặc trình phương án mua lại, thành lập công ty con chuyên về tài chính tiêu dùng như VPbank, Techcombank, SHB, MBB,...

**Kết quả kinh doanh của các ngân hàng niêm yết có sự phân hóa, chi phí trích lập dự phòng rủi ro cao.** Kết thúc quý 3/2015, tổng tài sản của các ngân hàng niêm yết đạt 3.076 nghìn tỷ đồng (+10,58% so với đầu năm). Cho vay khách hàng tăng trưởng cao, đạt 2.021 nghìn tỷ đồng (+14,74% so với đầu năm). Một số ngân hàng có tăng trưởng cho vay cao là BID (+ 23,47%), SHB (+17,74%) và NVB (+ 16,68%). Cùng với đà phục hồi của nền kinh tế, tăng trưởng tín dụng khả quan, kết quả kinh doanh của các ngân hàng tích cực trong 9T2015. Tổng thu nhập hoạt động trước chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của các ngân hàng niêm yết là 41 nghìn tỷ đồng, tăng 73%. Tuy nhiên, do các ngân hàng đẩy mạnh trích lập dự phòng (chi phí trích lập dự phòng chiếm đến 41% tổng thu nhập trước dự phòng, lên tới 17 nghìn tỷ đồng), lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 7,58%, đạt 19 nghìn tỷ đồng. BID là cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, tăng 27,81% yoy, theo sau là các ngân hàng VCB (+5,34% yoy), MBB (+4,62% yoy) và CTG (+ 4,32% yoy), ACB (+1,8% yoy). Trong khi đó, một số ngân hàng như NVB (-82,18% yoy), EIB (-28,4% yoy), STB (-11,19% yoy) và SHB (-3,4% yoy) lại chứng kiến kết quả kinh doanh suy giảm.

### So sánh các chỉ tiêu hoạt động của các NHTM niêm yết 9T2015

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB
<b>Quy mô</b>									
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	26,650	37,234	34,187	16,000	9,377	12,425	9,486	12,355	3,010
Tổng tài sản (tỷ đồng)	615,575	710,692	786,161	207,978	192,997	213,077	183,309	126,983	39,394
Vốn chủ sở hữu/TTS	7.15%	7.83%	5.05%	10.65%	6.54%	9.15%	6.04%	11.46%	8.16%
<b>Tăng trưởng (so với đầu năm)</b>									
Tăng trưởng tài sản	6.69%	7.50%	20.88%	3.74%	7.45%	12.26%	8.44%	-21.18%	6.94%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	10.23%	13.58%	23.47%	13.06%	12.63%	13.87%	17.74%	-2.31%	16.68%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	15.52%	10.53%	23.30%	4.13%	9.46%	12.80%	17.04%	-1.32%	25.11%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng		106.56%	101.32%	65.15%	77.41%	79.26%	84.99%	85.11%	63.50%
<b>Chất lượng tài sản</b>									
Tỷ lệ nợ xấu	2.00%	0.95%	2.17%	1.72%	1.51%	1.61%	2.38%	1.65%	4.94%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC*	3.07%	2.68%	6.85%	2.58%	3.42%	6.28%	7.00%	8.73%	20.99%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	2.16%	0.94%	1.57%	1.56%	1.17%	1.13%	1.03%	0.84%	1.58%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	107.72%	98.37%	72.40%	90.35%	77.94%	70.41%	43.14%	51.27%	31.96%
Lãi thực thu/ thu nhập lãi	96.47%	97.26%	98.34%	92.87%	108.62%	97.19%	79.08%	99.29%	48.39%
<b>Hiệu quả kinh doanh</b>									
Thu nhập hoạt động trước chi phí DPRRTD 9T2015 (tỷ đ)	10,442	9,546	9,495	4,253	1,910	3,144	1,113	1,176	72
% yoy	11.24%	19.73%	13.57%	8.69%	17.79%	-0.93%	10.29%	-4.13%	0.71%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng 9T2015 (tỷ đ)	4,566	3,820	3,960	1,700	819	1,004	385	498	11
LNST 9T2015 (tỷ đ)	4,612	4,450	4,481	2,032	853	1,668	572	525	2
% yoy	5.34%	4.32%	27.81%	4.62%	1.80%	-11.19%	-3.40%	-28.40%	-82.18%
NIM (TTM)	2.75%	3.02%	3.06%	4.03%	3.25%	4.05%	2.06%	2.40%	0.83%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,562	1,315	1,420	1,514	1,070	1,379	817	(123)	(1)
ROA (TTM)	0.86%	0.89%	0.86%	1.30%	0.52%	1.00%	0.47%	-0.11%	0.00%
ROE (TTM)	11.34%	10.69%	16.53%	13.22%	7.71%	10.76%	7.38%	-1.04%	-0.01%

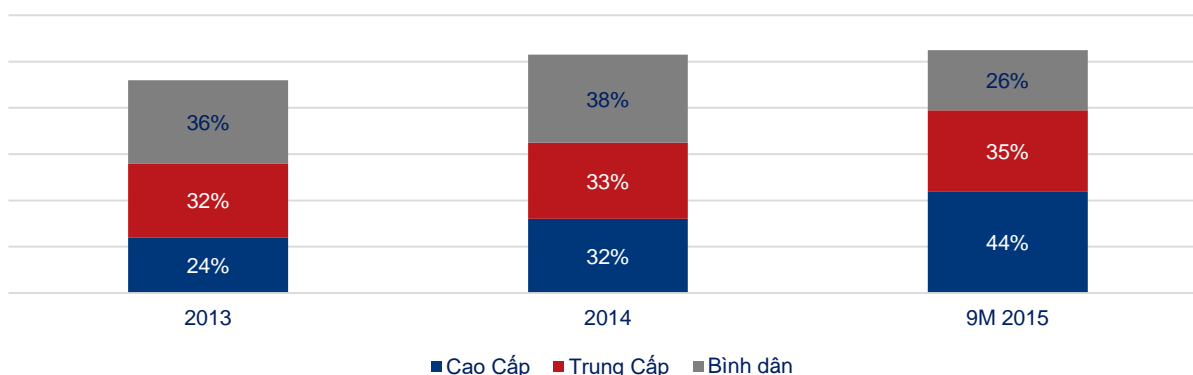
Nguồn: BCTC các ngân hàng niêm yết, BSC tổng hợp, (\*) BSC tính toán

## Ngành Bất động sản 2015 [Tăng trưởng mạnh]

- Số căn hộ đã bán tăng mạnh ở Tp. Hồ Chí Minh (+133% yoy) và Hà Nội (+114% yoy).
- Nói lỏng quy định sở hữu bất động sản cho người nước ngoài từ 1/7/2015.
- Tín dụng cho bất động sản tăng mạnh (+14% yoy) nhưng rủi ro vẫn đang ở mức thấp khi mới chiếm khoảng 8% dư nợ toàn hệ thống
- KQKD 9 tháng khả quan với các doanh nghiệp như KDH, DXG, BCI.

**Thị trường bất động sản tiếp tục có diễn biến tích cực trong năm 2015: (1)** Lũy kế 9 tháng, tại Hà Nội, có khoảng 14.439 căn hộ đã bán (+114% yoy) trong khi đó tại Tp. HCM là 24.675 căn (+133% yoy), tăng trưởng chủ yếu tập trung vào phân khúc trung cấp và cao cấp; **(2)** Giá bán ổn định tại tất cả các phân khúc; **(3)** Tổng giá trị tồn kho bất động sản đạt 53.245 tỷ (-58% so với quý I 2013).

Tỷ trọng tiêu thụ theo phân khúc



Nguồn: CBRE

**Nói lỏng quy định mua và sở hữu bất động sản của cá nhân người nước ngoài từ 1/7: (1)** Bên cạnh căn hộ chung cư, người nước ngoài có thể sở hữu nhà liền kề, biệt thự,... **(2)** Không giới hạn số lượng căn hộ chung cư sở hữu và chỉ quy định không sở hữu quá 30% căn hộ tại 1 tòa chung cư; **(3)** mục đích sử dụng có thể là cho thuê lại, mua bán, thừa kế hoặc thế chấp, trước đây chỉ được mua dùng để ở.

**Thông tư 200 không ảnh hưởng nhiều đến các doanh nghiệp niêm yết:** Theo đó, các doanh nghiệp bất động sản không được ghi nhận doanh thu theo hợp đồng xây dựng và số tiền thu trước của khách hàng theo tiến độ. Phần lớn các doanh nghiệp bất động sản niêm yết sẽ không chịu ảnh hưởng của thông tư này do chủ yếu đều ghi nhận doanh thu khi bàn giao nhà cho khách hàng.

**Dòng vốn ngoại góp phần gia tăng nguồn cung cho thị trường:** Lũy kế 11 tháng năm 2015, vốn FDI đăng ký đầu tư vào lĩnh vực BĐS đạt 2,32 tỷ USD (+100% yoy). Đáng chú ý, dòng vốn đang có xu hướng tập trung vào Tp. HCM với các dự án lớn tại khu vực Thủ Thiêm như Khu phức hợp thành phố Đế Vương

(1,2 tỷ USD), Thủ Thiêm Smart Complex. Bên cạnh việc đầu tư trực tiếp, các DNNN cũng tăng cường việc góp vốn vào các doanh nghiệp bất động sản như: Creed Group đầu tư 200 triệu USD vào An Gia, Gamuda Land (Malaysia) bỏ 1.400 tỉ đồng mua lại vốn góp của Sacomreal và Công ty cổ phần Đầu tư Thành Công tại dự án Celadon City.

**Tín dụng cho bất động sản tăng mạnh nhưng rủi ro vẫn đang ở mức thấp:** Lũy kế 9 tháng, tín dụng cho bất động sản tăng 14% so với cuối năm 2014 (chiếm khoảng 8% tổng dư nợ) và dự báo có thể đạt mức tăng trưởng khoảng 18% cho cả năm 2015 do sự gia tăng nhu cầu đầu tư của người dân cũng như nhu cầu cao về vốn để xây dựng và hoàn thiện dự án của chủ đầu tư khi thị trường đang tăng trưởng mạnh. Mặc dù tăng trưởng mạnh nhưng rủi ro vẫn tương đối thấp nếu so sánh với năm 2009 khi tín dụng cho bất động sản tăng khoảng 42% và chiếm 19% tổng dư nợ.

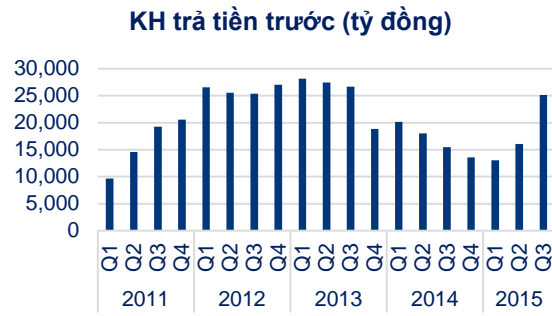
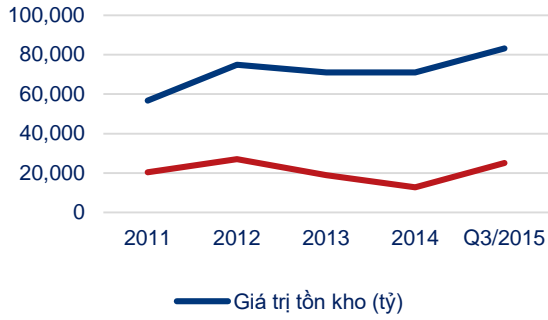
**KQKD phân hóa, tình hình bán hàng có sự tăng trưởng mạnh:** Theo thống kê của chúng tôi có, lũy kế 9 tháng tổng doanh thu đạt 15,9 nghìn tỷ (+24% yoy), LNST 3,6 nghìn tỷ (tăng gần 2,3 lần so với cùng kỳ). Có 24/46 doanh nghiệp có KQKD tăng trưởng so với cùng kỳ nhưng chỉ có 15 doanh nghiệp là KQKD cải thiện từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (bàn giao nhà và ghi nhận doanh thu –lợi nhuận), nhóm các doanh nghiệp còn lại tăng trưởng đến từ những khoản thu nhập khác như chuyển nhượng vốn góp hoặc chuyển nhượng dự án.

Mã	DT 9T/2015 (tỷ đồng)	LN 9T/2015 (tỷ đồng)	DT 9T 2014 (tỷ)	LN 9T 2014 (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	19702	972.3	21.533	2.823	-9%	-66%	49%	15031	22485	67%
DXG	910.7	93.4	283.9	53.6	221%	74%	24%	750	981	76%
KDH	737.1	172	198.7	71	271%	142%	28%	136	3260	4%
CEO	345.5	75.4	194.1	35	78%	114%	45%	143	359	40%

*Nguồn: BSC tổng hợp*

Thống kê khoản mục người mua trả tiền trước (khách hàng ứng trước tiền mua bất động sản nhưng doanh nghiệp chưa ghi nhận doanh thu do chưa bàn giao nhà), đặc điểm là VIC chiếm hơn 73% lượng tiền người mua, tiếp theo là SCR (3%), DXG (3%), BCI (2%), KBC (2%),... Sự phân hóa khá mạnh khi chỉ 1 nhóm nhỏ các doanh nghiệp trên sàn là đang bán được hàng và tiếp tục hút được dòng tiền của thị trường như: VIC, DXG, KDH, SCR, CEO,....

Vietnam Sector Outlook 2016  
Phần 1



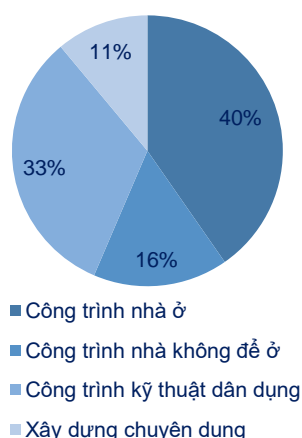
Nguồn: BSC tổng hợp

### Ngành Xây dựng 2015 [Tăng trưởng cùng Bất động sản]

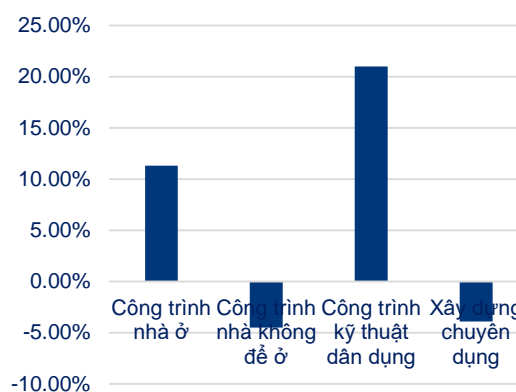
- Ngành xây dựng tiếp tục phục hồi nhờ ngành bất động sản. Giá trị sản xuất tăng 9,3% so với cùng kỳ.
- Nghị định 15/2015/NĐ, về đầu tư theo hình thức đối tác công – tư (PPP) được ban hành.
- KQKD 9 tháng khả quan với các doanh nghiệp niêm yết

**Giá trị sản xuất xây dựng có mức tăng trưởng nhẹ:** Giá trị sản xuất xây dựng 9T ước đạt 660,9 nghìn tỷ đồng (theo giá hiện hành) và đạt 524,4 nghìn tỷ đồng (theo giá so sánh 2010) tăng 9,3% so với cùng kỳ 2014. Đóng góp chủ yếu cho sự tăng trưởng trong 9T đến từ các công trình nhà ở (+11,3%yoy) và công trình kỹ thuật dân dụng (+21%yoy).

Tỷ trọng xây dựng 9T



Tăng trưởng so với cùng kỳ 2014 (theo giá so sánh 2010)



Nguồn: BSC tổng hợp

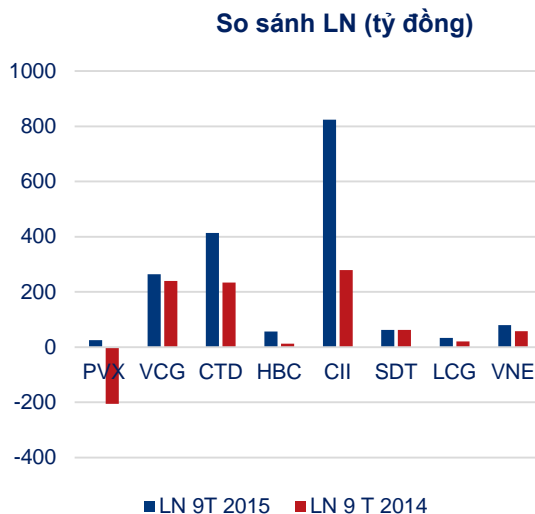
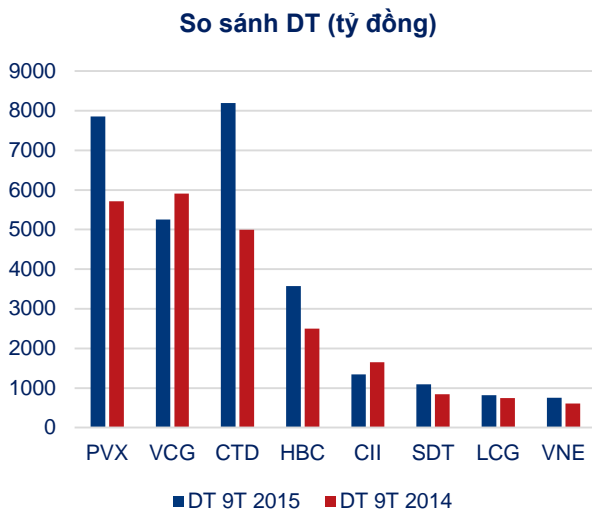
**Chính sách mở đường cho đầu tư hạ tầng** với việc Nghị định 15/2015/NĐ, về đầu tư theo hình thức đối tác công – tư (PPP) được ban hành trong đó mở rộng thêm nhiều lĩnh vực đầu tư cho PPP (giáo dục, văn hóa, thể thao,...), bỏ quy định về mức góp vốn tối đa của nhà nước, quy định rõ hơn về sự chia sẻ rủi ro và ưu đãi cho các nhà đầu tư tư nhân.

**Nhiều công trình xây dựng lớn được đưa vào sử dụng** như cao tốc Hà Nội – Hải Phòng (tổng vốn đầu tư hơn 45.500 tỷ đồng), cao tốc Tp. HCN – Long Thành – Dầu Giây (21.000 tỷ đồng), nhà ga T2 Nội Bài (1 tỷ USD),...

**KQKD 9 tháng khả quan với các doanh nghiệp niêm yết:** Thống kê 117 doanh nghiệp xây dựng trên sàn, doanh thu lũy kế 9 tháng đạt 65,6 nghìn tỷ (+22% yoy), LNST đạt 2.9 nghìn tỷ (tăng gần 2,6 lần so với 2014). KQKD cải thiện đến từ việc các doanh nghiệp nhận thêm các gói thầu mới và tiết giảm chi phí lãi



vay. Sự tăng trưởng diễn ra trên diện rộng với nhóm xây dựng dân dụng (CTD, HBC), nhóm xây dựng công nghiệp (LCG, VCG), nhóm xây dựng hạ tầng (CII).



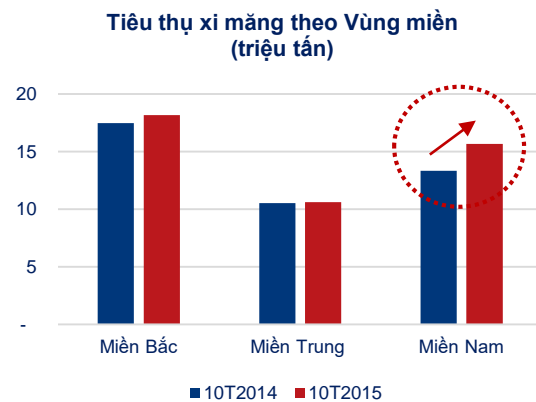
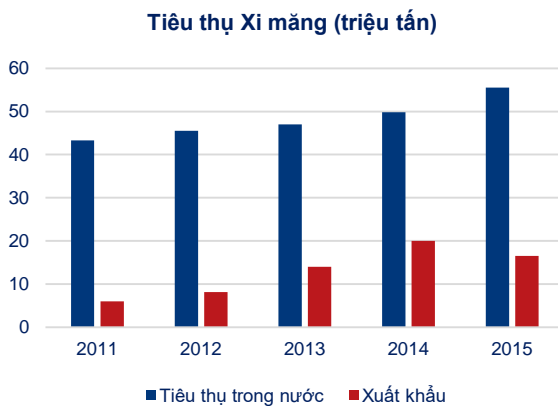
*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp*

### Ngành Xi măng 2015 [Thị trường phía Nam tăng trưởng nhanh]

- Sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 11,38%yoy – mức cao nhất trong 5 năm gần đây
- Tăng trưởng tiêu thụ chủ yếu ở phía Nam với 17,57%yoy
- Diễn biến tỷ giá ảnh hưởng đến KQKD các doanh nghiệp

**Sản lượng tiêu thụ tốt – Lực đỡ từ thị trường trong nước.** Tổng tiêu thụ xi măng năm 2015 ước đạt 72 triệu tấn, tăng 3,11% so với năm 2014, trong đó đóng góp chủ yếu đến từ thị trường nội địa với 55,5 triệu tấn, tăng 11,38% yoy, mức tăng cao nhất trong 5 năm trở lại đây nhờ sự phục hồi của ngành BĐS và Xây dựng. Với xi măng / clinker xuất khẩu, trái với xu hướng tăng trưởng như các năm trước (trung bình tăng trưởng 50,23% trong 3 năm gần đây), sản lượng xi măng / clinker xuất khẩu năm 2015 lại giảm 17,5% so với 2014, và chỉ đạt 16,5 triệu tấn.

Chúng tôi cho rằng một phần nguyên nhân sụt giảm xuất khẩu do tăng cạnh tranh từ đối thủ Trung Quốc (nước chiếm khoảng 60% lượng sản xuất xi măng toàn cầu), đã đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu do lực cầu nội địa suy yếu. Hiện tại các doanh nghiệp xi măng Trung Quốc đã cắt giảm công suất xuống mức 65%, trong 3 quý đầu năm 2015, số doanh nghiệp xi măng thua lỗ tại Trung Quốc lên tới 1.339 (chiếm 40% tổng số doanh nghiệp xi măng, theo Phó chủ tịch Hiệp hội Xi măng Trung Quốc).



Nguồn: Bản tin HH thép, BSC tổng hợp

**Tiêu thụ xi măng trong nước – Tăng trưởng phân bố theo Vùng miền.** Mặc dù khu vực miền Bắc chiếm tới 40,85% tổng lượng tiêu thụ cả nước trong 10T2015, nhưng tăng trưởng so với cùng kỳ 2014 chỉ đạt 3,9%, thấp hơn nhiều so với mức tăng trung bình 17,57%yoy của thị trường miền Nam. Nguyên nhân được lý giải do bên cạnh sự hồi phục của thị trường BĐS dân cư với nhiều dự án mới được triển khai, việc đẩy mạnh đầu tư xây dựng nhà máy, cơ sở kinh doanh bởi các doanh nghiệp FDI tại Vùng kinh tế trọng

điểm phía Nam như Tp. Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bình Dương nhằm đón đầu FTAs đã tạo động lực tăng trưởng cho ngành VLXD phía Nam cao hơn các vùng khác trên cả nước.

Đơn vị: tấn	10T2014	10T2015	Tăng trưởng	Thị phần
Miền Bắc	17,486,601	18,168,627	3.90%	40.85%
Miền Trung	10,527,550	10,620,952	0.89%	23.88%
Miền Nam	13,339,445	15,682,721	17.57%	35.26%

Nguồn: HHXM, BSC tổng hợp

**Lãi chênh lệch tỷ giá – Dự kiến sẽ vẫn được ghi nhận trong năm 2015.** Tạm tính theo tỷ giá bán của VCB, tỷ giá VND/EUR chênh lệch giữa ngày 31/12/2014 và 18/12/2015 là 1.894 đồng. Với dự nợ dự kiến tại thời điểm 31/12/2015 của các doanh nghiệp xi măng là HT1 – 64 triệu EUR, BCC – 28,6 triệu EUR và BTS – 34 triệu EUR, thì lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện tạm tính cho năm 2015 sẽ lần lượt khoảng 113 tỷ đồng, 51 tỷ đồng và 60 tỷ đồng.

#### Đánh giá KQKD của các doanh nghiệp xi măng

Trong 9T2015, 8/8 doanh nghiệp xi măng niêm yết trên HSX và HNX đều kinh doanh có lãi, không có doanh nghiệp nào thua lỗ như các năm trước. Tổng DTT các doanh nghiệp niêm yết đạt 12.993 tỷ đồng (+2,75%yoy) và LNST đạt 884 tỷ đồng (+283,86%yoy).

Mã	TTS 9T2015 (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	DTT 9T2015 (tỷ đồng)	% trên DTT					Price 17/12/15	EPS T12M	BVPS	PE trailing	PB	ROA 9T	ROE 9T
				LN gộp	Lãi vay	Cp bán hàng	Cp QLDN	LN thuần							
HT1	12,324	4,222	5,572	22%	6%	1%	3%	10%	28,200	2,366	13,280	11.92	2.12	4.34%	12.66%
BCC	5,341	1,617	2,911	19%	4%	6%	4%	6%	13,500	2,975	16,901	4.54	0.80	3.14%	10.38%
BTS	4,413	1,216	2,104	19%	5%	4%	5%	6%	8,600	1,945	11,148	4.42	0.77	2.77%	10.05%
HOM	2,052	906	1,302	19%	2%	7%	6%	4%	6,400	834	13,089	7.67	0.49	2.26%	5.12%
SCJ	533	281	234	9%	4%	1%	3%	2%	8,200	646	14,382	12.69	0.57	0.87%	1.65%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp

**Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp có diễn biến trái chiều nhau.** Với HT1, biên LNG 9T2015 đạt 22,06%, cao hơn mức 18,08% của cùng kỳ 2014, nguyên nhân chủ yếu do năm 2015 nhu cầu tiêu thụ tại phía Nam tăng mạnh, đồng thời dây chuyền hoạt động ổn định và không bị gián đoạn sản xuất do sự cố máy móc như năm 2014. Với HOM, biên LNG 9T2015 đạt 18,95% cao hơn mức 15,77% của cùng kỳ 2014, nguyên nhân do tiết giảm được tiêu hao nhiệt lượng, trước là 889.4 Kcal/kg clinker giảm còn 869 Kcal/kg clinker và tăng cơ cấu sản lượng tiêu thụ xi măng bao thay vì xi măng rời.

Trái ngược với HT1 và HOM, biên LNG của BCC và BTS có giảm so với cùng kỳ 2014, chủ yếu do quá trình bảo dưỡng sửa chữa dây chuyền (BCC) và tăng sản lượng tiêu thụ xi măng rời (BTS).

### Ngành Gạch men 2015 [Hồi phục cùng BĐS]

- Là một trong những nước sản xuất gạch men nhiều nhất Thế giới
- Thị trường trong nước còn bị cạnh tranh bởi Trung Quốc
- Đài Loan là đối tác xuất khẩu lớn nhất
- Thị trường trong nước đang trong chu kỳ hồi phục nhờ hưởng lợi ngành BĐS và Xây dựng

**Việt Nam là một trong những nước sản xuất gạch men nhiều nhất Thế giới.** Hiện tại với năng lực sản xuất khoảng 447 triệu m<sup>2</sup>/năm và công suất vận hành trung bình đạt trên 80% công suất thiết kế, Việt Nam đứng thứ 8 trong nhóm 10 nước sản xuất gạch men nhiều nhất Thế giới, chiếm tỷ trọng khoảng 2,9% lượng sản xuất toàn cầu năm 2014. Xuất khẩu gạch men của Việt Nam cũng nằm trong top 10, với tốc độ tăng trưởng sản lượng CAGR đạt 21,32% từ năm 2010 – 2013.

Các doanh nghiệp sản xuất gạch Việt Nam đa phần là doanh nghiệp nhỏ lẻ với công suất dưới 10 triệu m<sup>2</sup>/năm. Hiên Prime Group là doanh nghiệp lớn nhất với công suất 75 triệu m<sup>2</sup>/năm (trong đó 85% cổ phần thuộc SCG Thái Lan).

Sản lượng qua các năm (triệu m<sup>2</sup>)

Sản lượng Gạch men của Việt Nam (triệu m <sup>2</sup> )						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Sản xuất</b>	292	375	380	290	300	360
<b>Tiêu thụ</b>	240	330	360	254	251	310
<b>Xuất khẩu</b>	28	28	42	41	50	N/A

Công suất một số nhà máy Gạch men (triệu m<sup>2</sup>/năm)

Tên doanh nghiệp	Mã CP	CS thiết kế
CTCP CMC	CVT	15
CTCP Viglacera Tiên Sơn	VIT	6.5
CTCP Gạch men Thanh Thanh	TTC	5.5
CTCP Công nghiệp Gốm sứ Taicera	TCR	15
CTCP Gạch men Chang Yih	CYC	4
Prime Group		75

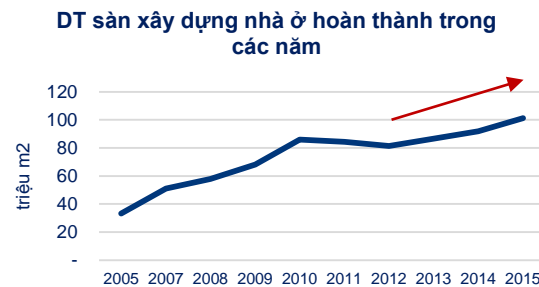
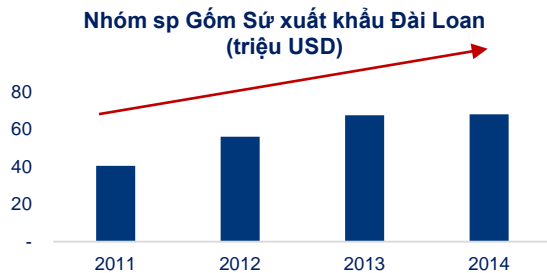
Nguồn: World Production and Consumption of Ceramic Tiles - third edition 2015, BSC tổng hợp

**Thị trường gạch men trong nước còn bị cạnh tranh bởi Trung Quốc.** Do Trung Quốc là nước sản xuất gạch men lớn nhất Thế giới với sản lượng 6 tỷ m<sup>2</sup> (chiếm 48,35% tổng sản lượng toàn cầu), lại có vị trí địa lý giáp ranh Việt Nam cùng với giá rẻ, đã tạo lợi thế vững chắc cho hàng Trung Quốc chiếm lĩnh thị trường. Với riêng dòng gạch Granite, sản phẩm Trung Quốc đang chiếm 40 – 45% thị phần (hàng lậu loại 1 rẻ hơn gạch trong nước khoảng 15%).

**Đài Loan là một trong những đối tác xuất khẩu lớn nhất.** Tại Đài Loan, gạch men thuộc danh mục các mặt hàng cấm nhập khẩu từ Trung Quốc đại lục, do đó nhờ chất lượng tốt và giá cả phù hợp đã tạo cơ hội cho doanh nghiệp gạch men Việt Nam phát triển thị trường. Trong nhóm doanh nghiệp gạch men niêm yết có TCR và VIT xuất khẩu chủ yếu sang thị trường Đài Loan (chiếm khoảng trên 50% tổng sản lượng xuất khẩu của doanh nghiệp). Năm 2014, nhóm sản phẩm Gốm sứ Việt Nam xuất khẩu vào Đài Loan đạt giá trị 68 triệu USD (+0,7%yoy) và chiếm 3% tổng kim ngạch XK của Việt Nam vào Đài Loan.

**Thị trường trong nước đang trong chu kỳ hồi phục nhờ tăng trưởng của ngành BĐS và Xây dựng.**

Sau giai đoạn ảm đạm của ngành BĐS và Xây dựng (2014 – 2015), các dự án đang triển khai bắt đầu bước vào giai đoạn hoàn thiện, qua đó tạo động lực tăng trưởng cho nhóm VLXD khâu hoàn thiện nói chung và ngành Gạch men nói riêng. Ước tính Diện tích sàn xây dựng nhà ở hoàn thành trong năm 2015 đạt 101 triệu m<sup>2</sup>, tăng 10%yoy.



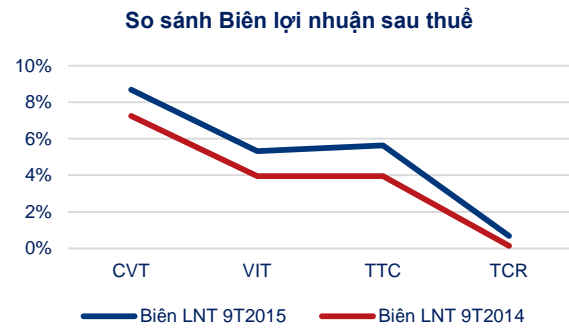
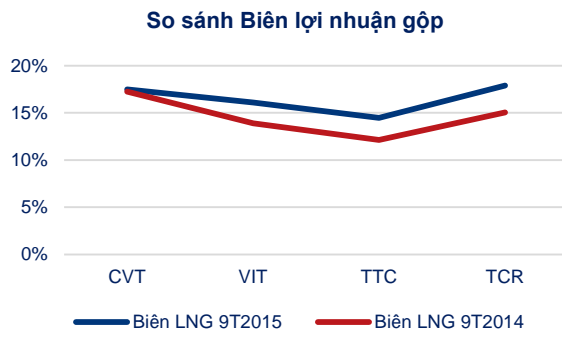
Nguồn: Tổng cục hải quan, GSO, BSC tổng hợp

**Tổng hợp KQKD các doanh nghiệp 9T2015**

Mã	TTS 9T2015	DTT 9T2015	% trên DTT 9T2015						Price 18/12/15	EPS T12M	BVPS	PE T12M	PB	ROE 9T	ROA 9T
			LN gộp	Lãi vay	Cp BH	Cp QLDN	LN thuần								
CVT	814	512	17%	3%	1%	3%	9%	25,400	3,164	14,150	8.03	1.80	16.34%	5.45%	
VIT	607	493	16%	5%	1%	2%	5%	19,200	2,864	12,182	6.70	1.58	14.36%	4.32%	
TTC	173	290	14%	0%	4%	4%	6%	14,000	3,062	15,637	4.57	0.90	17.57%	9.45%	
TCR	1,559	1,561	18%	2%	9%	5%	1%	5,900	283	13,832	20.85	0.43	1.74%	0.69%	
CYC	345	226	6%	4%	3%	4%	-6%	3,600	N/A	9,794	N/A	0.37	-16.4%	-4.2%	

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp

Tổng DTT các doanh nghiệp niêm yết đạt 3.082 tỷ đồng (-0,41%yoy) và LNST đạt 83 tỷ đồng (+32,68%yoy). Xét tổng số 7 doanh nghiệp gạch men niêm yết trên HSX và HNX, trong 9T2015 có 4/7 doanh nghiệp kinh doanh có lãi (chiếm 57,14%), còn lại 3/7 doanh nghiệp thua lỗ (là CYC, BHV và DAC, chiếm 42,86%). 4 doanh nghiệp kinh doanh có lãi là CVT, VIT, TTC và TCR đều có KQKD cải thiện so với cùng kỳ 2014, cho thấy ngành Gạch men cũng đang được hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành Bất động sản và Xây dựng.

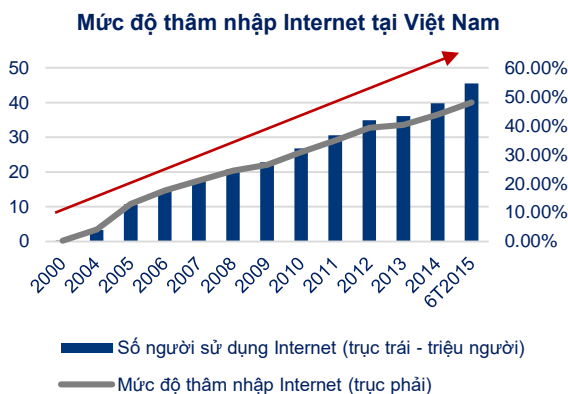


*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp*

**Ngành Công nghệ 2015 [Khả quan]**

- Mức độ thâm nhập Internet tại Việt Nam cao hơn trung bình châu Á và Thế giới
- Tiếp tục là một trong những điểm đến hấp dẫn của lĩnh vực Gia công phần mềm
- Tích hợp hệ thống hồi phục sau giai đoạn khó khăn

**Mức độ thâm nhập Internet tại Việt Nam tăng trưởng nhanh và cao hơn trung bình Thế giới.** Tính từ năm 2000 đến nay, số người sử dụng Internet tại Việt Nam tăng từ mức 200 nghìn người lên mức 45,5 triệu người (6T2015), chiếm 48% dân số và cao hơn so với mức trung bình 38,8% của châu Á và 45% của toàn cầu. Bên cạnh đó, tốc độ đường truyền Internet trung bình tại Việt Nam trong Q3 2015 đạt 3,4 Mbps (xếp thứ 97 / 138 quốc gia khảo sát), tăng 33%yoy, là mức tăng trưởng cao thứ 2 tại khu vực châu Á Thái Bình Dương chỉ sau Sri Lanka.



Global Rankings	Nước	Avg. Mbps Q3 2015	Yoy change
71	Sri Lanka	5.1	50.00%
97	Việt Nam	3.4	33.00%
116	Ấn Độ	2.5	26.00%
43	Thái Lan	8.2	25.00%
42	New Zealand	8.7	23.00%
73	Malaysia	4.9	20.00%
108	Philippines	2.8	14.00%
46	Australia	7.8	13.00%
33	Đài Loan	10.1	5.50%
17	Singapore	12.5	2.40%
7	Nhật Bản	15.0	0.20%
5	Hong Kong	15.8	-2.70%
91	Trung Quốc	3.7	-2.80%
1	Hàn Quốc	20.5	-19.00%
104	Indonesia	3.0	-20.00%

*Nguồn: Moore Corporation, World Bank data, Akamai's Q3 2015 Report*

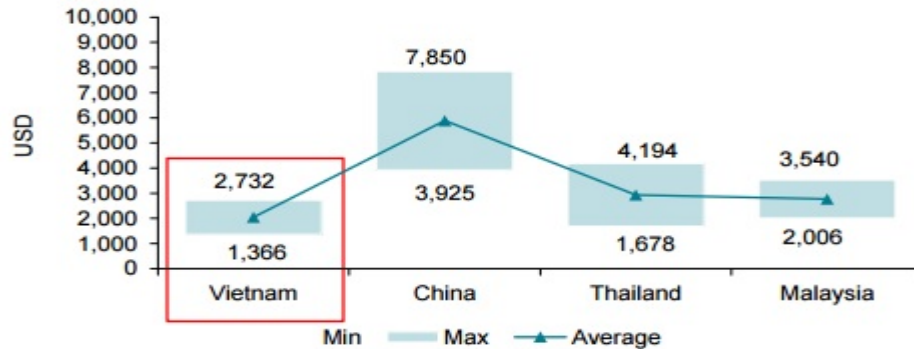
**Với các doanh nghiệp trong nước, đầu tư hạ tầng viễn thông tạo lợi thế cạnh tranh.** Những doanh nghiệp sở hữu hạ tầng Viễn thông sẽ chủ động trong việc cung cấp dịch vụ (kết hợp nhiều dịch vụ trên một đường truyền Internet – Truyền hình cáp – Điện thoại), qua đó giúp cải thiện kết quả kinh doanh. Đối với những doanh nghiệp niêm yết, chỉ có FPT hiện đang sở hữu đủ hạ tầng quốc tế và trong nước, CMG cũng sẽ triển khai xây dựng trực cáp nội địa, tuy nhiên trong năm nay kế hoạch tạm thời chưa được triển khai. Bên cạnh trực cáp biển AAG, trực cáp quang biển APG cũng sẽ được đưa vào khai thác cuối năm 2015, góp phần tăng lợi thế cho Viettel, FPT và CMG.

**Lĩnh vực Gia công phần mềm (Outsourcing) tại Việt Nam đang tiếp tục phát triển.** Theo khảo sát tháng 8/2015 của KPMG với 80 doanh nghiệp trong Công viên phần mềm Quang Trung, lĩnh vực Outsourcing tại Việt Nam chủ yếu là các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, với 84% doanh nghiệp có doanh thu nhỏ hơn 50 tỷ đồng trong năm 2014, doanh thu chủ yếu từ xuất khẩu (80%) trong đó các thị trường nhắm tới là Châu Âu, Úc, Châu Mỹ và một số nước Châu Á (HongKong, Nhật Bản và Singapore).



Bên cạnh đó, do đặc thù dân số trẻ, kinh tế vĩ mô ổn định và thu nhập còn ở mức thấp nên Việt Nam tiếp tục được đánh giá là một trong những điểm đến hấp dẫn. Theo báo cáo xếp hạng các điểm đến Outsourcing năm 2015 của Tholons, Hà Nội đang được xếp thứ 20 và thành phố Hồ Chí Minh đang được xếp thứ 18. Ngoài ra, năm 2015 thị trường gia công phần mềm Việt Nam lần đầu tiên được xếp hạng hấp dẫn nhất thế giới xét về mặt chi phí, rủi ro và điều kiện hoạt động (báo cáo của C&W).

**Lương tháng của vị trí IT Manager - 2015**



*Nguồn: Adecco salary guide 2015, BSC tổng hợp*

**Lĩnh vực Tích hợp tăng trưởng trở lại sau giai đoạn khó khăn.** Bên cạnh lĩnh vực tích hợp truyền thống cho các khách hàng là ngành Thuế, các định chế tài chính... lĩnh vực tích hợp Giao thông thông minh (ITS) cũng đang được đẩy mạnh nhờ các dự án phát triển hạ tầng giao thông. Hiện tại số lượng nhà thầu có kinh nghiệm thi công ITS tại Việt Nam không nhiều, hai mã niêm yết là ITD (chiếm 80% thị phần mảng thu phí giao thông) và ELC (mảng cân tải trọng) đều có KQKD cải thiện tích cực trong năm 2015. Ngoài ra, FPT cũng đã bắt đầu tham gia vào lĩnh vực này với việc triển khai thí điểm hệ thống giám sát, xử lý vi phạm trật tự ATGT tên tuyến Cao tốc Nội Bài – Lào Cai (đoạn Hà Nội – Phú Thọ) trong T11/2015.

### Đánh giá KQKD các doanh nghiệp

Mã	TTS 30/09	DTT lũy kế đến 30/09	% trên DTT lũy kế đến 30/09					Price 18/12/15	EPS T12M	BVPS	PE T12M	PB	ROE	ROA
			LN gộp	Lãi vay	CP BH	CP QLDN	LN thuần							
FPT	23,677	27,497	20%	1%	6%	6%	6%	48,900	4,344	25,090	11.26	1.95	16.62%	7.00%
ELC	1,041	410	27%	1%	4%	13%	4%	25,800	1,820	16,406	14.18	1.57	2.21%	1.43%
ONE	309	348	10%	1%	1%	5%	2%	9,000	1,785	13,290	5.04	0.68	11.81%	2.51%
CMG	2,066	1,648	14%	1%	6%	4%	4%	14,500	1,661	15,340	8.73	0.95	5.81%	2.90%
ITD	530	203	30%	1%	10%	9%	9%	17,000	1,695	16,736	10.03	1.02	7.11%	3.44%

*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp*

*Lưu ý – CMG và ITD có niên độ tài chính bắt đầu từ 01/04/2015, Tỷ lệ biên trong 6T, ROE và ROA 6T.*

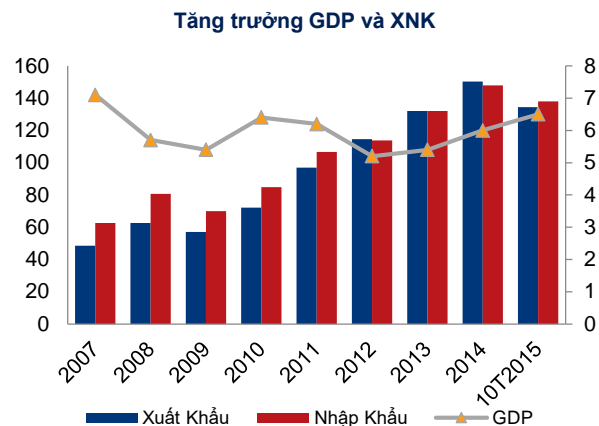
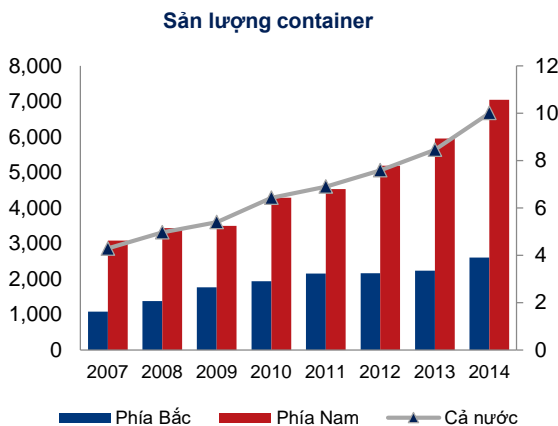
Xét KQKD trong năm 2015 của các doanh nghiệp niêm yết ngành CNTT – Viễn thông, có tổng cộng 14 doanh nghiệp kinh doanh có lãi (chiếm 82,35%), còn lại 3 doanh nghiệp thua lỗ (chiếm 17,65%) là LTC, SRA và VTC. Xét 5 doanh nghiệp đáng lưu ý (bảng trên), doanh thu thuần trong năm 2015 đạt mức tăng

trung bình 56,11% so với cùng kỳ 2014, trong đó FPT, CMG và ITD có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với cùng kỳ. Với biên lợi nhuận thuần, chỉ có CMG và ITD cải thiện, CMG đạt 3,64% (6T2015), cao hơn mức 2,94% (6T2014) do tăng trưởng mảng Viễn thông và ITD có biên LNT đạt 8,97%, cao hơn mức 1,18% (6T2014) do ghi nhận lợi nhuận từ dự án ITS cao tốc Hà Nội – Hải Phòng.

### Ngành Cảng biển 2015 [Tăng trưởng nhanh]

- 6T2015 sản lượng hàng hóa và container qua hệ thống cảng biển tiếp tục tăng trưởng cao, lần lượt ở mức 10.43% yoy và 26.3% yoy
- Xuất nhập khẩu hàng hóa, nền kinh tế phục hồi và việc áp dụng giá sàn của chính phủ tác động tích cực tới lưu lượng hàng hóa qua cảng.
- Nhiều cảng biển phía Bắc vẫn hoạt động vượt công suất thiết kế, trong khi đó các cảng phía Nam vẫn trong tình trạng thừa công suất.
- Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp cảng biển tiếp tục tăng trưởng nhanh.

**Sản lượng khai thác tăng trưởng nhanh** với CAGR giai đoạn 2007-2014 đạt 11.2%. 6T2015, sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt 203,6 triệu tấn (+10.43% yoy), hàng container đạt 6.2 triệu TEUs (+26.3%yoy), nhờ tăng trưởng xuất nhập khẩu hàng hóa, trong đó 10T2015 nhập khẩu hàng hóa đạt 137.99 tỷ USD (+13.7%yoy) và xuất khẩu đạt 134.41 tỷ USD (+8.3%yoy). Khai thác cảng chủ yếu tập trung ở khu vực Hải Phòng và thành phố Hồ Chí Minh với tỷ lệ trên 90%.



Nguồn: tổng cục hải quan, hiệp hội cảng biển

**Giá sàn dịch vụ cảng tại Cái Mép-Thị Vải mang lại kết quả tốt.** Với giá sàn ở mức 46 USD/container 20', 68 USD/container 40' và 75 USD/container trên 40', các doanh nghiệp khai thác cảng đã bù đắp được toàn bộ giá thành dịch vụ bốc dỡ container và một phần chi phí đầu tư cảng. Giá sàn tại khu vực sông Thị Vải đã hết hiệu lực ngày 30/6/2015. 13/7/2015, Chính phủ đã đồng ý giao bộ tài chính và giao thông vận tải tiếp tục thực hiện giá sàn tại khu vực Cái Mép-Thị Vải đến ngày 30/7/2017 và nghiên cứu áp dụng tại các cảng phía Bắc.

**Nhiều cảng thuộc khu vực Hải Phòng tiếp tục hoạt động trên công suất, trong khi đó thành phố Hồ Chí Minh thừa công suất.** Một số cảng tại Hải Phòng tiếp tục hoạt động vượt công suất do sản lượng

hàng hóa qua khu vực cao (10T2015, sản lượng hàng hóa đạt 56.473 triệu tấn (+13.22% yoy) trong khi đó các cảng không còn nhiều khả năng mở rộng). Ngược lại, các cảng khu vực thành phố Hồ Chí Minh vẫn trong tình trạng thừa công suất do hệ quả của việc tính toán đầu tư mở rộng cảng trong quá khứ chưa phù hợp.

**Tổng hợp kết quả kinh doanh 9T2015.** Tổng doanh thu 9T2015 của các doanh nghiệp cảng biển niêm yết đạt 7,182 tỷ (+31%yoy), LNST đạt 1,655 tỷ (+9%yoy). Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp đã phản ánh đúng kỳ vọng tăng trưởng của ngành (chỉ có GMD có LNST giảm mạnh do không còn ghi nhận doanh thu từ thanh lý tài sản như cùng kỳ 2014), trong đó PHP có mức tăng trưởng doanh thu cao nhất ~75%yoy, tiếp sau là HAH, DXP và GMD.

#### Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp cảng biển 9T2015

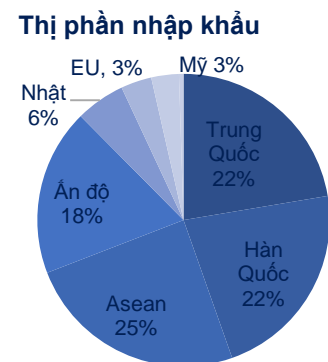
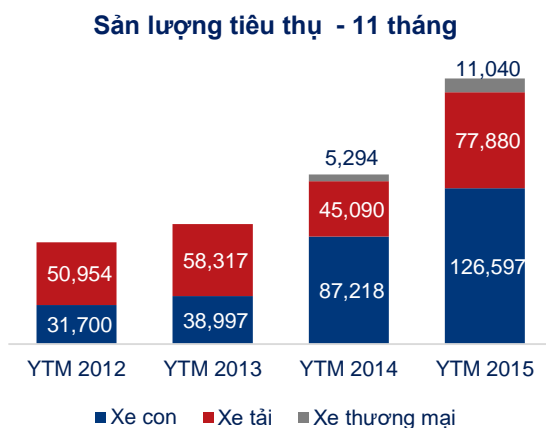
Ticker	Doanh thu		BLN thuần		LNST		P/E	P/B
	9T2015	%yoy	9T2015	9T2014	9T2015	%yoy		
GMD	2,660	25%	14%	19%	355	-36%	14.84	0.8
PHP	1,759	75%	29%	25%	432	30%	41.4	1.6
VSC	697	7.8%	40%	29%	224	39%	10.02	2.07
DVP	492	26.8%	51%	47%	228	33%	10.31	2.39
HAH	374	35%	34%	33%	113	38%	6.1	1.7
TMS	360	8%	30%	15%	124	36%	12.47	1.72
VGP	259	14%	20%	6%	37	270%	3.51	0.82
PDN	229	18%	19%	22%	41	5%	9.65	1.39
CLL	193	13.5%	34%	43%	55	-4%	9.44	1.75
DXP	159	31%	35%	29%	46	64%	7.47	1.43
	<b>Trung bình</b>		31%	28%			12.52	1.57

Nguồn: BSC tổng hợp

### Ngành Ô tô 2015 [Đột biến]

- Sản lượng ô tô tiêu thụ tăng mạnh 56.6% yoy trong 11T2015, trong đó xe nhập khẩu tăng 77%
- Giá bán xe thời điểm cuối năm tăng 5-15% so với đầu năm
- Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp ô tô khả quan

**Sản lượng tiêu thụ ô tô tăng trưởng mạnh trong năm 2015.** Theo thống kê của hiệp hội sản xuất ô tô Việt Nam, trong 11 tháng đầu năm 2015, lượng xe ô tô tiêu thụ toàn thị trường đạt 215,517 xe (+56.6% yoy), trong đó có 126,597 xe du lịch (+45% yoy), 77,880 xe thương mại (+72.7% yoy), và 11,040 xe chuyên dụng (+108.5% yoy). Mức tăng trưởng tốt ở tất cả các mặt hàng xe là do : **(1)** Sự phục hồi của nền kinh tế **(2)** Sự cải thiện trong thu nhập người dân **(3)** Việc kiểm soát chặt chẽ tải trọng của xe tải lưu hành đã khiến cung xe thiếu hụt nhiều so với nhu cầu vận chuyển, qua đó đẩy mạnh sức tiêu thụ xe tải.



Nguồn: VAMA, BSC tổng hợp

**Xe nhập khẩu đạt sức tăng trưởng mạnh, đặc biệt là xe nhập khẩu từ Trung Quốc.** Trong 11 tháng đầu năm, sản lượng bán hàng của xe lắp ráp trong nước đạt 154,257 xe (+49.6% yoy), và của xe nhập khẩu đạt 61,260 xe (77.4% yoy). Số lượng xe nhập khẩu từ Trung Quốc trong 10 tháng đầu năm đạt 21,265 xe, tăng 54% yoy và trở thành nước có tỷ trọng xuất khẩu xe ô tô sang Việt Nam lớn nhất với 22%. Hàn Quốc đứng thứ 2 với 21,155 xe, tăng 26% so với cả năm 2014. Lý do chính cho sự tăng mạnh của xe Trung Quốc nhập khẩu là việc hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN - Trung Quốc giai đoạn 2015-2018, có hiệu lực ngày 1-1-2015 đã áp dụng thuế suất ưu đãi cho xe tải nhập khẩu từ Trung Quốc, đưa phần lớn các loại xe về mức thuế nhập khẩu 5-15%, thấp hơn đáng kể so với mức thuế suất 30-70% được áp dụng khi nhập khẩu từ các quốc gia khác.

**Giá bán xe ô tô trong tháng 12 tăng nhẹ so với đầu năm.** Khảo sát các mẫu xe bán chạy nhất thị trường, mức giá tại thời điểm cuối năm đã có mức tăng trong khoảng từ 5 – 15% tùy mẫu xe. Giá bán xe ô tô phụ thuộc vào nhiều yếu tố như: tỷ giá, các biến động về thuế, hay các chương trình khuyến mãi được áp dụng.

Việc tỷ giá tăng mạnh trong năm 2015 đã góp phần khiến giá nhập khẩu xe nguyên chiếc, cũng như giá phụ tùng nhập khẩu phụ tùng xe ô tô tăng lên.

**Tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp ô tô khả quan trong năm 2015.** Ngành ô tô hiện chỉ có 5 doanh nghiệp niêm yết, trong đó có 2 doanh nghiệp phân phối ô tô con (SVC và HAX), 2 doanh nghiệp kinh doanh ô tô tải (TMT, và HHS) và 1 doanh nghiệp kinh doanh xe chuyên dụng (HTL). Nhờ sức tăng trưởng tốt trên toàn thị trường, các doanh nghiệp ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2015. Trong 9T2015, tổng DTT các doanh nghiệp niêm yết đạt 14.917 tỷ đồng (+77,3%yoy) và LNST đạt 826 tỷ đồng (+427%yoy).

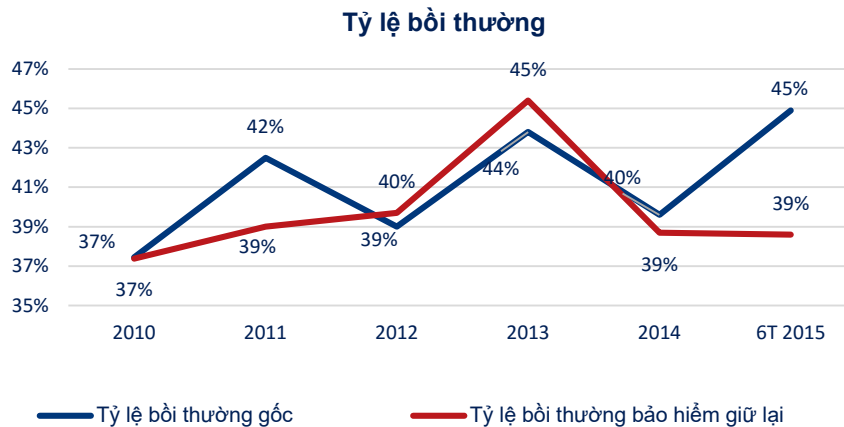
Mã	Doanh thu 9T2015	% yoy	LNTT 9T 2015	% yoy	P/E	P/B	Ghi chú
<b>SVC</b>	6,811	26%	147.4	82%	11.0	1.3	Doanh thu từ phân phối ô tô tăng trưởng 26%; hoạt động thoái vốn khỏi 2 dự án bất động sản lớn đóng góp 15 tỷ vào LNTT của doanh nghiệp, và giúp giảm áp lực lãi vay đáng kể
<b>HAX</b>	1,216	40%	23.6	144%	8.2	1.8	Thu nhập từ thường đạt chỉ tiêu doanh số đóng góp đáng kể cho lợi nhuận (8 tỷ)
<b>TMT</b>	2,833	239%	225.0	411%	7.3	4.1	
<b>HTL</b>	1,261	190%	130.7	360%	8.3	6.8	
<b>HHS</b>	2,797	229%	441.1	557%	4.9	2.3	Việc thuế nhập khẩu xe từ Trung Quốc giảm theo hiệp định Asean- Trung Quốc giúp biên lợi nhuận gộp tăng mạnh

*Nguồn: BSC tổng hợp*

### Ngành Bảo hiểm 2015 [Tăng trưởng]

- Phí bảo hiểm gốc tăng trưởng mạnh trong 10T2015 (+17.7% yoy), đặc biệt trong các mảng bán lẻ: xe cơ giới (+26% yoy); sức khỏe (+32% yoy)
- Tỷ lệ bồi thường gốc tăng cao, nhưng tỷ lệ bồi thường thực chỉ giảm nhẹ
- Kết quả kinh doanh bảo hiểm gốc có sự phân hóa; kết quả đầu tư không khả quan.

**Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ đạt mức tăng trưởng tốt trong 10 tháng đầu năm 2015.** Toàn ngành ước đạt 26,899 tỷ đồng phí bảo hiểm gốc, tăng trưởng 17.8% yoy, cao hơn mức tăng trưởng trung bình 12.4% trong giai đoạn 2005-2014. Tỷ lệ tái bảo hiểm ra nước ngoài từ các doanh nghiệp bảo hiểm gốc<sup>1</sup> tăng nhẹ từ 20% năm 2014 lên 22.5% phí bảo hiểm gốc trong 6T2015.

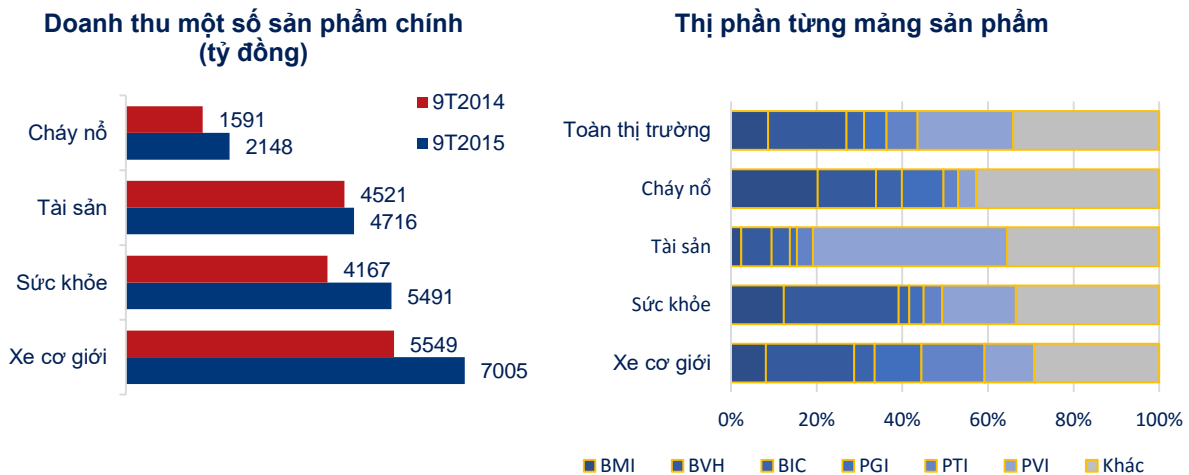


*Nguồn: Cục quản lý, giám sát Bảo Hiểm, BSC tổng hợp*

**Tỷ lệ bồi thường gốc tăng cao, nhưng tỷ lệ bồi thường trên phí bảo hiểm giữ lại giảm nhẹ.** Số tiền chi bồi thường trong 10 tháng đầu năm bảo hiểm gốc ở mức 11,156 tỷ đồng, tương đương mức bồi thường bảo hiểm gốc là 41.5%, cao hơn con số 36.9% của cùng kỳ 2014. Tuy vậy, tỷ lệ bồi thường bảo hiểm giữ lại (tính trên khoản phí bảo hiểm đã loại trừ các khoản nhượng tái) của ngành được kiểm soát tốt ở mức 38.6%, giảm nhẹ từ mức 38.7% của 2014. Lý do cho sự phân hóa này là 30% thiệt hại chi trả trong năm nay thuộc mảng tài sản thiệt hại, là phân khúc có tỷ lệ nhượng tái ra nước ngoài ở mức 70%. Trong năm nay, mảng tài sản thiệt hại có tỷ lệ bồi thường gốc tăng cao lên 72%, do phải đền bù các tổn thất lớn trong năm 2014. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp cũng bắt đầu chi trả các tổn thất bồi thường liên quan đến vụ việc Bình Dương, Hà Tĩnh, làm chi phí bồi thường tăng cao.

<sup>1</sup> Tỷ lệ tái bảo hiểm của các doanh nghiệp bảo hiểm gốc, chưa tính đến tái bảo hiểm ra nước ngoài của các doanh nghiệp tái bảo hiểm như Vinare, PVI Re





Nguồn: Cục quản lý và giám sát bảo hiểm, BSC tổng hợp

**Sức tăng trưởng của ngành bảo hiểm phi nhân thọ chủ yếu đến từ các mảng bán lẻ, nhờ sự tập trung phát triển hệ thống bán lẻ của các doanh nghiệp bảo hiểm, cũng như các yếu tố thuận lợi của ngành:**

- **Phí bảo hiểm xe cơ giới** trong 9 tháng đầu năm đạt 7,005 tỷ đồng (+26% yoy). Số lượng xe ô tô tiêu thụ đạt mức tăng 56.6% yoy trong 11T2015 đã giúp doanh thu phí bảo hiểm xe cơ giới tăng trưởng tốt. Tỷ lệ bồi thường của phân khúc này giảm mạnh từ 45.2% của 2014 xuống còn 39.3% trong 6 tháng đầu năm.
- **Bảo hiểm sức khỏe** đạt mức tăng trưởng doanh thu 32% trong 9T 2015, nhờ sự chú trọng phát triển kênh bán hàng của các doanh nghiệp bảo hiểm và sự cải thiện tốt trong thu nhập người dân. Tỷ lệ bồi thường giảm nhẹ từ 39.4% năm 2014 xuống còn 37.9% trong 6 tháng đầu năm.
- **Mảng tài sản kỹ thuật** chỉ có mức tăng doanh thu nhẹ 4%, và tỷ lệ bồi thường tăng cao từ 34% năm 2014 lên tới 72% năm 2015. Một phần các chi phí bồi thường này không ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh các doanh nghiệp bảo hiểm, do đã được trích dự phòng từ năm 2014.
- **Phí bảo hiểm cháy nổ** tăng mạnh 35%, nhờ thông tư liên tịch 214 quy định về bảo hiểm cháy nổ bắt buộc cho các tòa nhà chung cư cao tầng, cùng với sự đi lên của bất động sản. Tuy vậy, tỷ lệ bồi thường của mảng sản phẩm này luôn ở mức cao, tăng nhẹ từ 57% năm 2014 lên 59.6% năm 2015.

**Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bảo hiểm phần lớn là khả quan, chủ yếu nhờ sự cải thiện trong kết quả kinh doanh bảo hiểm gốc**

- **Kết quả kinh doanh bảo hiểm gốc của các doanh nghiệp bảo hiểm có sự phân hóa, phụ thuộc vào khả năng kiểm soát bồi thường.** 4 doanh nghiệp BVH; PVI; PGI; PTI có tỷ lệ bồi thường giảm. Ngược lại BIC và BMI có tỷ lệ bồi thường tăng khiến lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm giảm mạnh. Chúng tôi lưu ý rằng trong năm 2014/2015, một số thay đổi hạch toán kế toán

đã làm cho chi phí hoa hồng 2014 giảm mạnh còn ½ mức phí thông thường. Trong năm 2015, chi phí hoa hồng quay về mức bình thường đã ảnh hưởng đến lợi nhuận của năm.

- **Tình hình đầu tư không khả quan trong 2015 do mặt bằng lãi suất thấp.** Hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp vẫn không có nhiều thay đổi, với mức tỷ trọng trung bình 70% đầu tư vào tiền gửi. Do vậy, không tính đến các khoản lợi nhuận đột biến, thì mặt bằng lãi suất ở mức thấp trong 2015 đã khiến doanh thu đầu tư các doanh nghiệp sụt giảm. Cụ thể:

Mã	BVH	PVI	BMI	PTI	PGI	BIC
Hoạt động bảo hiểm gốc						
<b>DT 9T 2015 (tỷ đ)</b>	11,618	5,888	2,064	1,766	1,580	1,090
<b>% yoy</b>	18%	17%	4%	64%	5%	29%
<b>% Bồi thường<sup>1</sup></b>	46.6%	36.6%	43.7%	45.4%	51.7%	43.2%
<b>Tăng/giảm so với 9T 2014</b>	Giảm 0.4%	Giảm 4.1%	Tăng 1.1%	Giảm 1.0%	Giảm 1.7%	Tăng 6.2%
<b>Hệ số kết hợp (9T 2015)<sup>2</sup></b>	105%	99%	99.5%	100.6%	99.8%	99.2%
Hoạt động đầu tư						
<b>Tổng số tiền đầu tư (tỷ đ) Q3/2015</b>	45798.9	11621.9	2747.7	1851.1	2676.4	2725.7
<b>% so với Q4 2014</b>	0.143	0.147	0.043	0.083	1.02	0.704
<b>LN đầu tư 9T2015 (tỷ đ)</b>	1905.7	326.2	96.8	81.7	77.9	88.7
<b>% yoy</b>	-0.02	-0.17	0.59	0.114	0.237	-0.009
<b>Tỷ suất đầu tư 2015<sup>3</sup></b>	0.079	0.057	0.065	0.071	0.064	0.071
<b>Tăng/giảm so với 2014</b>	Giảm 1.3%	Giảm 1.2%	Tăng 0.04%	Giảm 0.5%	Giảm 1.4%	Giảm 2.1%
<b>LNNT 9T2015 (tỷ đ)</b>	1,203	360	129	129	89	94
<b>% yoy</b>	0%	44%	20%	20%	14%	-13%
<b>P/E</b>	27.1	15.7	15.8	16.4	12.3	17.3
<b>P/B</b>	2.6	0.9	1.0	1.1	1.4	1.7
<b>Ghi chú</b>	Lỗi nghiệp vụ bảo hiểm giảm 7%. Lợi nhuận từ các công ty liên kết sụt giảm 33%	Lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm có sức tăng tốt 53.2%	Lợi nhuận đầu tư đột biến từ việc hoàn nhập dự phòng giảm giá đầu tư Lợi nhuận gộp HĐ bảo hiểm giảm mạnh 24.7%	Lợi nhuận tài chính tăng tốt 21% yoy nhờ nguồn tiền lớn từ Dongbu	Ghi nhận bán một số khoản đầu tư dài hạn	Hoạt động BH gốc giảm -70% do tỷ lệ bồi thường tăng cao; Nguồn tiền từ Fairfax nhận về đầu T11, nên không đóng góp nhiều vào kết quả 2015, nhưng khiến tỷ suất đầu tư giảm

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

<sup>2</sup> 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

<sup>3</sup> Tỷ suất đầu tư được ước tính = doanh thu đầu tư trailing 12M/tổng số tiền đầu tư trung bình tại Q3/2015

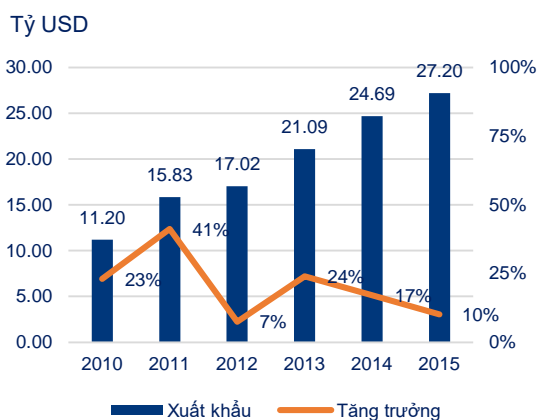
**Ngành Dệt may 2015 [Tăng trưởng chậm lại]**

- Giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam giảm tốc độ tăng trưởng, đạt 8.44% yoy trong 10T2015
- Nhập khẩu dệt may Việt Nam cũng giảm tăng trưởng, đạt 6.92% yoy trong 10T2015
- Giá bông thế giới tiếp tục giảm 22% trong vụ 2014/2015
- Có 4 hiệp định thương mại đã ký kết hoặc hoàn thành đàm phán gồm FTA VN-AEAO, VKFTA, FTA VN-EU, TPP
- Các doanh nghiệp Dệt may niêm yết có sự phân hóa trong kết quả SXKD 9T2015

**Giá trị xuất khẩu dệt may tăng trưởng với tốc độ chậm lại:** Trong 10T2015, tổng giá trị XK dệt may đạt 22,208 triệu USD, tăng 8.44% yoy. Ước tính trong 2015, xuất khẩu dệt may đạt khoảng 27,200 triệu USD, tăng 10.2% yoy, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng bình quân 22%/năm trong giai đoạn 2010-2014. Nguyên nhân của sự giảm tốc này một phần do các nước cạnh tranh xuất khẩu dệt may với Việt Nam như Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia,... phá giá nội tệ, khiến giá thành sản phẩm dệt may của Việt Nam giảm để cạnh tranh với sản phẩm nước khác.

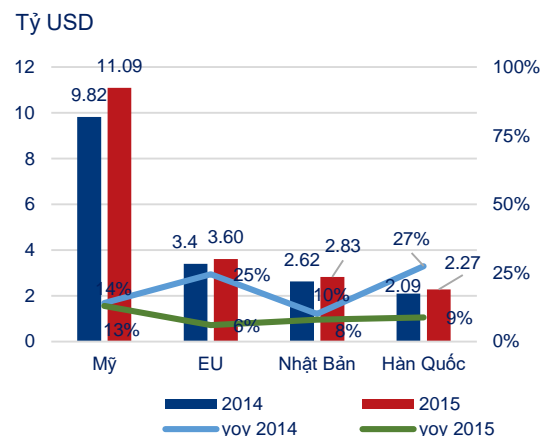
Giá trị xuất khẩu tại các thị trường trọng điểm cũng giảm tốc độ tăng trưởng (biểu đồ), tuy nhiên Mỹ vẫn tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Trong 2015, ước tính giá trị xuất khẩu vào Mỹ đạt 11,100 triệu USD, chiếm 40.8% tổng kim ngạch xuất khẩu. Đứng thứ 2 là thị trường EU với giá trị xuất khẩu đạt 3,603 triệu USD, chiếm 13.2% tổng giá trị. Xuất khẩu vào Nhật Bản và Hàn Quốc đạt lần lượt 2,830 và 2,273 triệu USD, chiếm 10.4% và 8.4% tổng giá trị xuất khẩu.

**Kim ngạch xuất khẩu và tốc độ tăng trưởng xuất khẩu giai đoạn 2010-2015**



Nguồn: Tổng cục hải quan

**Kim ngạch xuất khẩu và tốc độ tăng trưởng theo thị trường (2014-2015)**



Nguồn: Tổng cục hải quan

**Nhập khẩu dệt may cũng giảm tốc độ tăng trưởng:** Tổng giá trị nhập khẩu 10T2015 là 13,791 triệu USD tăng 6.92% yoy, thấp hơn mức tăng 15.3% trong 2014 do nhu cầu nhập nguyên phụ liệu cho sản xuất, nhất là cho xuất khẩu giảm. Cụ thể, Nhập khẩu cho xuất khẩu chiếm khoảng 80% kim ngạch nhập khẩu, đạt 10,971 triệu USD, chỉ tăng 7.55% yoy, thấp hơn mức tăng 17.6% yoy cùng kỳ 2014.

Giá trị nhập khẩu các nguyên liệu vải, bông tăng nhẹ, trong khi giá trị nhập xơ sợi giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Cụ thể, nhập khẩu Vải trong 10T2015 đạt 8,395 triệu USD (+7.92% yoy), nhập khẩu Bông đạt 1,453 triệu USD, +43.2% yoy về lượng và +17.6% yoy về trị giá do giá bông nhập khẩu giảm 17.9% so với cùng kỳ. Nhập khẩu xơ, sợi nguyên liệu 10T2015 đạt 1,263 triệu USD, tăng 6.5% về lượng và giảm 2.5% về trị giá so với cùng kỳ 2014 do giá sợi nhập khẩu bình quân 10T2015 giảm 8.4% so với cùng kỳ.

**Giá bông thế giới tiếp tục giảm trong vụ 2014/2015:** Giá bông thế giới trung bình trong vụ 2014/15 (từ 08/2014-07/2015) là 66 cents/pound, giảm 22% so với giá bông trung bình trong vụ 2013/14. Nguyên nhân là **(1)** Sản lượng bông tiếp tục tăng nhẹ 3.4% đạt 26.4 triệu tấn, vượt 9.5% nhu cầu tiêu thụ, trong khi lượng tồn kho bông trên thế giới vẫn rất lớn **(2)** Trung Quốc, nước nhập khẩu bông lớn nhất thế giới cắt giảm hạn ngạch nhập khẩu bông, khuyến khích sử dụng bông trong nước **(3)** Giá dầu thô tiếp tục giảm, khiến mặt hàng sợi nhân tạo có nguồn gốc từ dầu mỏ cạnh tranh hơn sợi sản xuất từ bông.

**Trong 2015, Có 4 hiệp định thương mại hoàn thành đàm phán và ký kết, bao gồm (1)** Hiệp định thương mại tự do Việt Nam- Liên minh kinh tế Á Âu (**FTA VN-AEAO**) ký kết ngày 29/5/2015 và chính thức có hiệu lực vào 01/01/2016 **(2)** Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Hàn Quốc (**VKFTA**) đã ký kết vào 05/2015 và có hiệu lực từ 20/12/2015 **(3)** Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-EU (**FTA VN-EU**) kết thúc đàm phán trong 2015 và dự kiến có hiệu lực vào 2018 và **(4)** Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (**TPP**) kết thúc đàm phán trong 2015, dự kiến sẽ ký kết vào T2/2016 và chính thức có hiệu lực từ nửa đầu năm 2018. Đàm phán và ký kết thành công các hiệp định thương mại này giúp hàng hóa xuất nhập khẩu của Việt Nam, trong đó có Dệt may, được hưởng nhiều ưu đãi về thuế suất, thúc đẩy tăng trưởng xuất nhập khẩu trong thời gian tới.

### **Các doanh nghiệp Dệt may niêm yết có sự phân hóa trong kết quả SXKD 9T2015:**

Tính đến hết quý 3/2015, toàn bộ 10 mã CP dệt may niêm yết trên thị trường đều có lãi. Tổng DTT nhóm dệt may niêm yết đạt 7.605 tỷ đồng (+7,8%yoy) và LNST đạt 465,8 tỷ đồng (+11,7%yoy).

Trong 9T2015, có 5 mã CP có tăng trưởng DTT so với cùng kỳ 2014, gồm TNG (+38.3%), TCM (+11%), EVE (+23%), KMR (+4.4%) và GMC (+0.5%); 3 mã CP có DTT giảm là GIL (-3.4%), NPS (-24%) và TET (-11%) (Hai mã STK và G20 mới niêm yết trong 2015).

Mức thay đổi biên LNG các doanh nghiệp có sự khác biệt: biên gộp của GIL và KMR tăng mạnh lần lượt từ 14.2% và 20.2% lên 17.9% và 22.3%, trong khi biên gộp của TCM, GMC, EVE chỉ tăng nhẹ 0.4%-0.5% so với năm trước. TNG có biên gộp giảm nhẹ 0.7% trong khi biên của NPS và TET giảm mạnh lần lượt từ 19.5% và 57% trong 9T2014 xuống mức 12.4% và 30% trong 9T2015.

Mã	TTS 9T2015	DTT 9T2015	% trên DTT 9T2015					Giá 31/12/15	EPS T12M	BVPS	PE	PB	ROE	ROA
			LN gộp	Lãi vay	Cp BH	Cp QLDN	LN thuần							
<b>TCM</b>	2,370	2,144.3	15.6%	0.9%	2.9%	4.2%	6.5%	3,470	17,798			15.1%	5.6%	
<b>STK</b>	1,694	925.3	17.3%	0.4%	2.3%	3.2%	6.7%	2,441	14,619			9.1%	3.6%	
<b>TNG</b>	1,543	1,424.2	18.1%	2.8%	2.0%	8.4%	4.2%	3,762	16,574			16.3%	3.8%	
<b>GMC</b>	844	1,114.2	15.7%	0.4%	2.1%	6.7%	5.6%	5,742	20,445			26%	7.3%	
<b>EVE</b>	1,112	630.3	33.3%	0.03%	8.7%	10.8%	11.0%	3,964	31,512			8.0%	6.3%	
<b>GIL</b>	855	787.0	17.9%	1.1%	1.8%	6.2%	6.3%	4,939	27,118			13.2%	5.8%	
<b>KMR</b>	691	314.4	22.3%	1.7%	5.9%	7.3%	6.6%	279	10,624			4%	3%	
<b>NPS</b>	76.4	32.9	12.4%	1.5%	3%	8.9%	0.5%	455	15,349			0.5%	0.2%	
<b>G20</b>	331	216.8	12.2%	4.5%	0.9%	1.5%	4.3%	1,248	11,345			8.5%	2.8%	
<b>TET</b>	75.5	30.5	30%	0%	2.5%	29.1%	31.7%	2,366	12,111			14%	12.8%	

*Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, BSC tổng hợp*

*Chú thích: đơn vị của TTS và DTT - tỷ đồng*

## Ngành Điện 2015 [Phân hóa KQKD giữa Nhiệt điện và Thủy điện]

- Sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng trưởng ổn định 12%
- Sản xuất thủy điện giảm 6% do elnino trong khi nhiệt điện tăng 17%
- Giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng 5 đồng/kWh
- Giá khí đầu vào giảm 15-45%
- Biến động của tỷ giá và việc áp dụng thông tư 200 khiến các doanh nghiệp ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá.

**Sản lượng điện sản xuất tiếp tục giữ mức tăng trưởng ổn định:** trong 11 tháng đầu năm 2015, sản lượng điện sản xuất và mua ngoài của EVN đạt 146.49 tỷ kWh, tăng 12% so với cùng kỳ 2014. Trong đó:

**Sản xuất thủy điện giảm nhẹ do elnino:** sản lượng thủy điện ước đạt 54 tỷ kWh, giảm 6%y.o.y. Do ảnh hưởng của elnino nên mùa mưa về chậm hơn 1 tháng so với mọi năm ở miền Nam và miền Trung đồng thời mực nước các sông hồ trong 6 tháng cuối năm thấp hơn trung bình nhiều năm dẫn đến sản lượng sản xuất của thủy điện giảm nhẹ.

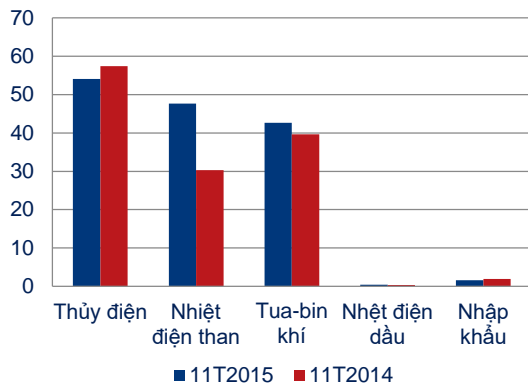
**Sản xuất nhiệt điện than tăng mạnh nhờ việc các nhà máy mới đi vào hoạt động:** sản lượng nhiệt điện than ước đạt 48 tỷ kWh, tăng 57% y.o.y. Trong năm 2015, nhiệt nhà máy nhiệt điện lớn đã được chính thức vận hành, giúp tổng công suất nhiệt điện than của Việt Nam tăng 28% lên 12,492 MW. Mặc dù tháng 8/2015, bão lũ nghiêm trọng tại Quảng Ninh làm gián đoạn đến nguồn cung than cho các nhà máy nhiệt điện và việc truyền tải điện tại miền Bắc nhưng do các nhà máy có nguồn than dự trữ và hậu quả bão lũ được khắc phục nhanh chóng nên không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động của các nhà máy nhiệt điện than lớn.

**Sản xuất nhiệt điện khí tăng nhẹ:** sản lượng nhiệt điện khí ước đạt 43 tỷ kWh, tăng 8%. Do các nhà máy thủy điện tại miền Nam và miền Trung chịu ảnh hưởng bởi elnino mạnh hơn các nhà máy thủy điện tại miền Bắc nên sản lượng thủy điện trong Nam bị thiếu hụt. Nhờ vậy, các nhà máy nhiệt điện khí (tập trung chủ yếu tại miền Nam) được huy động nhiều hơn. Đồng thời, trong năm 2015, nguồn khí từ bể PM3 được cung cấp ổn định hơn với số ngày dừng cấp khí giảm 9 ngày xuống 14 ngày và chỉ cắt khí 1 đợt vào tháng 8/2015 trong khi năm 2014 có 2 đợt cắt khí vào tháng 7 và tháng 10. Ngoài ra, nguồn khí tại bể Nam Côn Sơn cũng giảm/ngưng cấp khí trong 3 ngày tháng 9/2015.

**Nhiệt điện dầu tăng mạnh 29%, đạt 0.42 tỷ kWh:** việc cắt khí cung cấp cho điện diễn ra trong những tháng nhu cầu tiêu thụ điện ở mức cao nên EVN buộc phải huy động nhiệt điện dầu. Đồng thời, trong tháng 6/2015, tổ máy 2 - nhiệt điện Ô Môn 1 có công suất 330 MW đi vào hoạt động giúp tăng sản lượng nhiệt điện dầu.

**Sản lượng điện nhập khẩu từ Trung Quốc giảm mạnh:** trong 11 tháng đầu năm 2015, sản lượng điện nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 1.6 tỷ kWh, giảm mạnh 15% so với cùng kỳ 2014. Đồng thời năm 2015 cũng là năm kết thúc hợp đồng nhập khẩu điện từ Trung Quốc cấp cho 13 tỉnh ở miền Bắc.

**Sản lượng điện sản xuất và mua ngoài 11 tháng đầu năm 2015 của EVN**



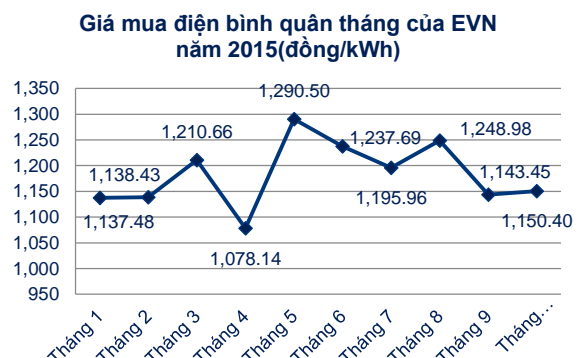
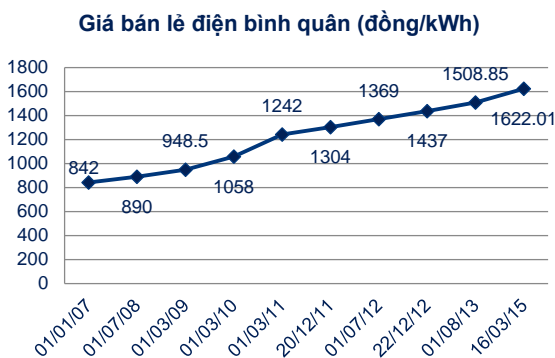
**Các nhà máy điện đưa vào vận hành trong 2015**

Tên nhà máy	Loại hình	Công suất	Thời gian vận hành
Mông Dương- tổ máy 1	NĐ than	540	T1/2015
Duyên Hải 1 - tổ máy số	NĐ than	622.5	T2/2015
Duyên Hải 1 - tổ máy 2	NĐ than	622.5	T4/2015
Mông Dương- tổ máy 2	NĐ than	540	T6/2015
Ô Môn 1- tổ máy 2	NĐ dầu/khí	330	T6/2015
Formosa - tổ máy 2	NĐ than	150	T7/2015
Nậm Mực- tổ máy 1	Thủy điện	22	T7/2015
An Khánh- tổ máy 2	NĐ than	57.5	T8/2015
Formosa - tổ máy 3	NĐ than	100	T9/2015
Formosa - tổ máy 4	NĐ than	100	T12/2015
Lai Châu- tổ máy 1	Thủy điện	400	T12/2015
Huội Quảng- tổ máy 1	Thủy điện	260	T12/2015

Nguồn: EVN

**Sản lượng điện thương phẩm tăng 12% y.o.y:** Việt Nam tiêu thụ khoảng 131 tỷ kWh điện thương phẩm trong 11 tháng đầu năm 2015. Tương tự như sản xuất điện, sản lượng tiêu thụ điện của Việt Nam vẫn giữ mức tăng trưởng ổn định. Trong đó, nhu cầu tiêu thụ điện cho nông nghiệp tăng mạnh nhất với 24%, theo sau là điện cho thương mại tăng 23%. Nhu cầu điện cho công nghiệp- xây dựng và cho quản lý-tiêu dùng đều tăng 11%.

**Giá điện bán lẻ tăng 7.5% từ ngày 16/3/2015:** sau khi được giữ ổn định trong năm 2014, giá điện bán lẻ đã tăng từ 1508.85 đồng/kWh lên 1622.01 đồng/kWh theo quyết định chính thức ban hành ngày 12/3/2015 của Bộ Công thương.



Nguồn: EVN

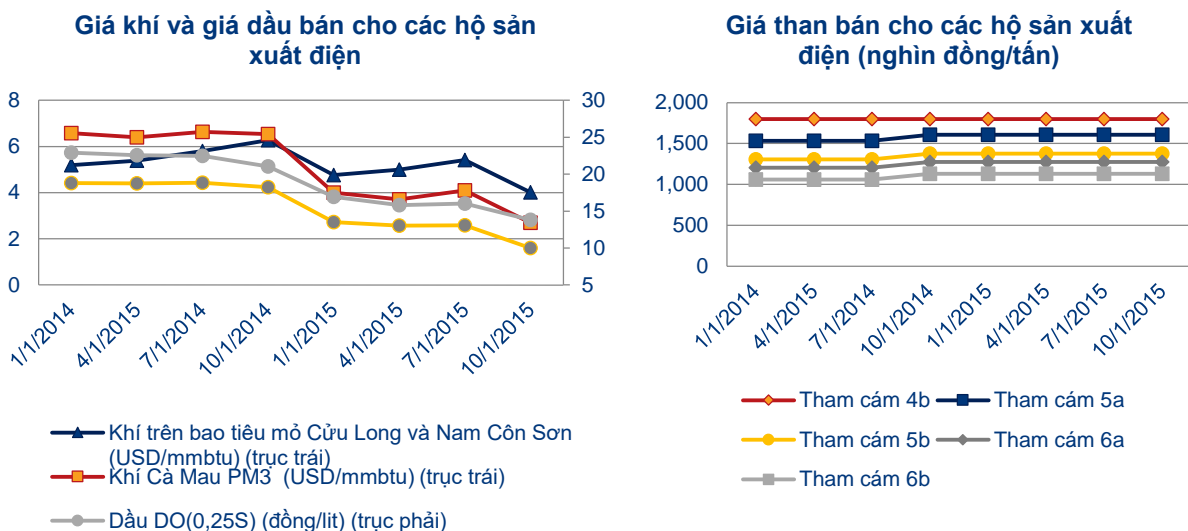


**Giá mua điện bình quân của EVN trên thị trường phát điện cạnh tranh có xu hướng tăng:** giá mua điện bình quân của EVN trên thị trường phát điện cạnh tranh trong 10 tháng đầu năm 2015 là 1,183 đồng/kWh, cao hơn mức giá bình quân 3 năm là 1,087 đồng/kWh. Do ảnh hưởng của elnino, nguồn thủy điện với giá thành rẻ bị cắt giảm nên EVN buộc phải huy động những nguồn điện có giá thành cao hơn là nhiệt điện khí và nhiệt điện than.

**Giá than bán cho điện ổn định:** sau khi tăng 5-7% vào tháng 10/2014, giá các loại than bán cho các nhà máy nhiệt điện được giữ ổn định trong năm 2015.

**Giá tính thuế tài nguyên nước tăng:** theo quyết định số 567/QĐ-BTC, từ ngày 16/3/2015, giá bán điện thương phẩm bình quân để tính thuế tài nguyên nước thiên nhiên dùng cho sản xuất thủy điện là 1,622.01 đồng/kWh, tăng 113.21 đồng/kWh- tương ứng 7.5% so với mức giá cũ được áp dụng từ ngày 1/8/2013.

**Giá khí và dầu bán cho điện giảm mạnh:** trung bình năm 2015, giá khí bán cho các nhà máy nhiệt điện khí ở mức 4.80 USD/mmbtu đối với khí trên bao tiêu mỏ Cửu Long và Nam Côn Sơn, giảm 15% so với năm 2014; ở mức 3.6 USD/mmbtu đối với khí mỏ PM3- Cà Mau, giảm 45% so với 2014. Theo quyết định của chính phủ, từ 1/4/2014, giá mua khí trên bao tiêu mỏ Cửu Long và Nam Côn Sơn sẽ được tính bằng 70% giá thị trường (tính bằng 46% MFO-giá dầu trung bình tháng trước tại thị trường singapore + chi phí vận chuyển), từ 1/7/2014 tính bằng 80% giá thị trường, từ 1/10/2014 tính bằng 90% giá thị trường và từ 1/1/2015 tính bằng 100% giá thị trường. Do đó giá khí bán cho điện trên bao tiêu tại mỏ Cửu Long và Nam Côn Sơn và giá khí bán cho điện tại mỏ PM3 phụ thuộc trực tiếp vào diễn biến giá dầu. Tuy nhiên, từ tháng 7/2015 nhà máy Nhơn Trạch 2 (mã NT2) bắt đầu được tính giá theo giá thị trường và từ tháng 10/2015 sẽ được áp dụng đồng bộ cho các nhà máy nhiệt điện khí. Với xu hướng giảm mạnh của giá dầu diễn ra từ tháng 6/2014, giá dầu FO và DO trung bình năm 2015 cũng giảm lần lượt 30% y.o.y và 34%.y.o.y.



Nguồn: EVN



**Diễn biến tỷ giá và việc áp dụng thông tư 200 ảnh hưởng tiêu cực đến các doanh nghiệp nhiệt điện:** các doanh nghiệp nhiệt điện niêm yết đều có dư nợ lớn bằng ngoại tệ cụ thể NT2 (USD, EUR), PPC(JPY), BTP (USD, KRW). Theo thông tư 200/2014/TT-BTC ban hành ngày 22/12/2014 hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp, khi đánh giá lại các khoản vay nợ ngoại tệ, doanh nghiệp phải áp dụng tỷ giá bán thay vì tỷ giá chuyển khoản như trước đây. Như vậy các doanh nghiệp sẽ phải áp dụng mức tỷ giá cao hơn. Tính đến ngày 19/12/2015, tỷ giá USD, JPY và KRW lần lượt tăng 5%, 6% và 9% trong khi tỷ giá EUR lại giảm 4%. Do vậy, 3 doanh nghiệp nhiệt điện đều sẽ ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá đối với khoản dư nợ bằng ngoại tệ trong năm 2015, kể cả với NT2.

Mã	Dư nợ tính đến ngày 31/12/2014	Tỷ giá ngày 19/12/2015	Lỗ chênh lệch tỷ giá tính đến ngày 19/12/2015 (tỷ đồng)
PPC	25,066,020,700 JPY	JPY/VND=186.27	274 tỷ đồng
NT2	146,099,081 USD và 133,480,136 EUR	USD/VND=22,547 EUR/VND=24,630	49 tỷ đồng
BTP	1,628,056.42 USD và 29,986,926,074 KRW	USD/VND=22,547 KRW/VND=19.18	52 tỷ đồng

Nguồn: BSC ước tính

**Diễn biến trái chiều trong kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất điện:** elnino ảnh hưởng làm giảm kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp thủy điện niêm yết, đặc biệt là các nhà máy thủy điện tại miền Nam và miền Trung. Ngược lại, do được huy động nhiều hơn để bù đắp cho lượng điện thiếu hụt của các nhà máy thủy điện, hoạt động kinh doanh chính của các nhà máy nhiệt điện lại mang lại kết quả khả quan.

Ticker	Loại hình	Công suất (MW)	Vị trí	DT 9T 2015 (tỷ đồng)	% y.o.y	LNST 9T2015 (tỷ đồng)	% y.o.y	Lưu ý
PPC	Nhiệt điện than	1040	Hải Dương	6,046	7%	443	-11%	Lỗ tỷ giá, sản lượng quý 1 thấp; ghi nhận lỗ từ công ty liên kết
NT2	Tua-bin khí	750	Đồng Nai	5,341	15%	692	20%	Sản lượng và giá bán tăng mạnh
BTP	Tua- bin khí	388	Vũng Tàu	1,321	-15%	3	-97%	Sản lượng giảm và lỗ tỷ giá
NBP	Nhiệt điện than	100	Ninh Bình	525	-30%	9	-66%	Sản lượng giảm và suất tiêu hao than tăng
TMP	Thủy điện	150	Bình Phước	492	1%	186	25%	Giá bán điện tăng
CHP	Thủy điện	170	Huế	432	54%	149		Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh
SHP	Thủy điện	122.5	Lâm Đồng	417	-1%	115	-29%	Sản lượng tiêu thụ giảm
VSH	Thủy điện	136	Bình Định	363	73%	216	129%	Sản lượng tăng và phát điện cạnh tranh
SJD	Thủy điện	104	Bình Phước; Gia Lai; Điện Biên;	306	-3%	156	6%	Thêm nhà máy mới
TBC	Thủy điện	120	Yên Bái	192	-18%	93	-15%	Sản lượng giảm
HJS	Thủy điện	12	Hà Giang	120	15%	23	77%	Giá bán điện tăng
SBA	Thủy điện	73	Quảng Nam; Phú Yên	99	-29%	11	-75%	Sản lượng giảm
GHC	Thủy điện	28.2	Gia Lai	75	-17%	35	-7%	Sản lượng giảm
DRL	Thủy điện	16	Đắk Nông	42	-5%	24	-6%	Sản lượng giảm

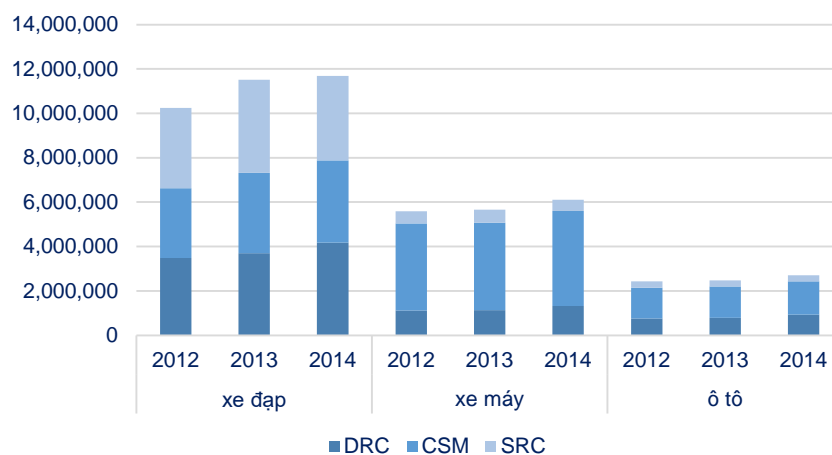
Nguồn: BSC tổng hợp

### Ngành Săm lốp 2015 [Sản lượng tăng chậm]

- Cạnh tranh cao và đang tăng, đặc biệt là cạnh tranh với các doanh nghiệp sản lốp Trung Quốc.
- Sản lượng tiêu thụ lốp Radial năm 2015 còn thấp, chưa đạt điểm hòa vốn.
- Giá cao su giảm không giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp nội địa.

**Quy mô thị trường sản lốp.** Như chúng tôi đã nhận định trong báo cáo triển vọng ngành năm 2015, sản lượng tiêu thụ sản lốp xe đạp đã bão hòa, hầu như không tăng trưởng từ năm 2013. Nhu cầu tiêu thụ sản lốp xe máy tăng trưởng chậm trong giai đoạn 2012-2014, chỉ tăng 4% đối với lốp. Động lực tăng trưởng chính của ngành đến từ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ lốp ô tô (sản lượng tiêu thụ của 3 doanh nghiệp nội địa tăng 9,6% yoy) nhờ doanh số bán ô tô tăng mạnh, tăng trung bình 40%/năm từ 2011-2014.

**Sản lượng tiêu thụ lốp ô tô, xe máy và xe đạp từ 2012-2014 của DRC, CSM và SRC**



*Nguồn: BCTC DRC, CSM, SRC, BSC tổng hợp*

**Cạnh tranh tăng.** (1) Áp lực cạnh tranh lớn nhất đối với các doanh nghiệp sản lốp hiện tại đến từ các nhà sản xuất sản lốp Trung Quốc, đặc biệt sau khi Trung Quốc phá giá đồng CNY (CNY đã giảm giá 4,43% so với USD trong năm 2015). Sản phẩm sản lốp Trung Quốc có giá thấp hơn 10-15% so với sản lốp Việt Nam; mức chiết khấu của các doanh nghiệp sản lốp cao hơn 5-8 lần so với của các doanh nghiệp Việt Nam. (2) Năng lực sản xuất toàn ngành tăng, đặc biệt của các doanh nghiệp FDI. Cuối năm 2014, Bridgestone khánh thành nhà máy sản xuất sản lốp tại Việt Nam nâng tổng công suất lên hơn 9 triệu lốp/năm, Kumho đã tăng công suất sản xuất từ 3 triệu lên 5 triệu sản phẩm/năm. Điều này làm tăng mức độ cạnh tranh trong phân khúc xe con, xe tải nhẹ do đây là dòng sản phẩm chủ lực của các doanh nghiệp FDI.

**Sản lượng tiêu thụ lốp Radial của các doanh nghiệp nội còn thấp.** Mặc dù tiêu thụ được 125.102 lốp trong 3 quý đầu năm 2015, tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ này mới chỉ đạt 56% công suất thiết kế giai đoạn

1 của nhà máy và còn thấp hơn nhiều so với kế hoạch đầu năm của công ty là 240.000 lốp. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ lốp Radial của CSM chỉ đạt khoảng 60.000 lốp trong 9T2015, tương đương 23% công suất thiết kế. Với sản lượng tiêu thụ còn thấp, chưa đạt điểm hòa vốn, 2 nhà máy Radial của DRC và CSM tiếp tục lỗ trong năm 2015 (biên lợi nhuận gộp lốp Radial của DRC chỉ đạt -5% trong quý 3/2015).

**Giá cao su giảm không giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp nội địa.** Giá cao su nguyên liệu giảm mạnh, tính đến ngày 21/12/2015, giá trung bình RSS3 trong năm 2015 giảm 15,51% so với năm 2014. Tuy nhiên, do áp lực cạnh tranh cao, các doanh nghiệp sản lốp trong nước phải giảm mạnh giá bán sản phẩm. Tính từ đầu năm 2015, mức giảm giá bình quân đối với các sản phẩm của DRC và CSM là 8%. Do vậy, các doanh nghiệp sản lốp không còn được hưởng lợi nhiều từ giá cao su giảm. Biên lợi nhuận gộp của CSM giảm từ 26% trong Q3/2014 (bắt đầu hoạt động nhà máy Radial) xuống còn 24% trong Q3/2015. Biên lợi nhuận gộp của DRC giảm từ 25% năm 2014 xuống còn 24% trong 9T2015. Lưu ý, biên lợi nhuận gộp của DRC giảm còn do trong quý 3/2015, công ty bắt đầu rút ngắn thời gian khấu hao đối với máy móc, thiết bị sử dụng trong nhà máy Radial từ 12 năm xuống còn 7 năm. Điều này làm tăng mạnh chi phí khấu hao của DRC, tuy nhiên, lại mang lại dòng tiền cao hơn, là tiền đề để công ty tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 nhà máy Radial. Duy chỉ có SRC có biên lợi nhuận gộp tăng từ 19% năm 2014 lên 21% trong 9T2015.

**Kết quả kinh doanh 9T2015.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp sản lốp nội địa hầu như không tăng trưởng. Kết thúc 9T2015, tổng doanh thu thuần của các doanh nghiệp sản lốp đạt 5.972 tỷ đồng, tăng 12% yoy. Nếu loại trừ doanh thu hạch toán bất động sản của CSM trong quý 2/2015, doanh thu thuần của các doanh nghiệp sản lốp chỉ tăng 4% yoy, đạt 5.572 tỷ đồng. Tổng lợi nhuận sau thuế 9T2015 của các doanh nghiệp đạt 564 tỷ đồng, hầu như không tăng trưởng so với 9T2014.

	DTT 9T2015 9 (tỷ đ)	% yoy	LNST 9T2015	% yoy	Biên LNG 9T2015	ROE (TTM)	ROA (TTM)	P/E	P/B
<b>DRC</b>	2,463	5%	288.57	16%	24%	22%	13%	10.39	2.63
<b>CSM</b>	2,779	22%	213.12	-14%	22%	22%	9%	6.01	1.29
<b>SRC</b>	730	-1%	62.42	5%	21%	22%	13%	10.2	2.08

*Nguồn: BSC tổng hợp*

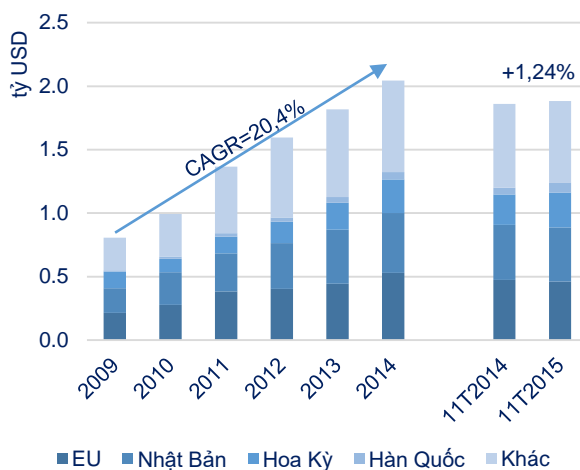
### Ngành Nhựa 2015 [Tích cực]

- 6T2015, doanh thu toàn ngành tiếp tục tăng trưởng nhanh, tăng 10,3%, trong khi xuất khẩu tăng trưởng chậm, chỉ tăng 1,3%.
- Giá hạt nhựa tiếp tục giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp cho các doanh nghiệp nhựa.
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa khả quan trong 9T2015.

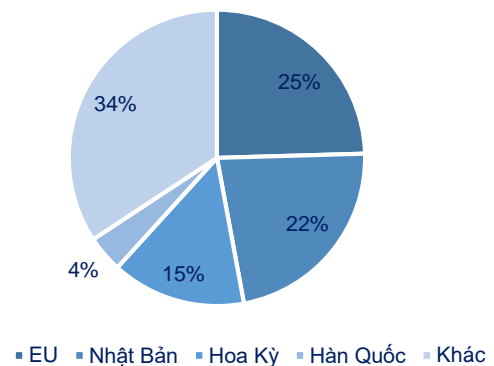
**Doanh thu ngành nhựa tăng 10,3% trong 6T2015.** Doanh thu ngành nhựa đạt 9,1 tỷ USD vào năm 2014 (+8,3% yoy), và đạt 4,2 trong 6T2015. Trong đó:

- **Thị trường nội địa tăng trưởng nhanh.** Nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nội địa được hỗ trợ bởi mức tiêu thụ nhựa bình quân đầu người thấp và sự phục hồi của phân khúc nhựa xây dựng (+15% trong 6T2015). Năm 2013, tiêu thụ nhựa bình quân đầu người đạt 35 kg/người/năm, thấp hơn so với nhiều nước trong khu vực và trên thế giới (66,7 kg/người/năm).
- **Thị trường xuất khẩu đối mặt nhiều khó khăn.** Sau giai đoạn tăng trưởng nhanh, trên 20% từ 2009-2014, nhựa xuất khẩu chỉ tăng 1,24% trong 11T2015. 2 thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam là EU và Nhật Bản đều chứng kiến sự suy giảm trong 11T2015, giảm lần lượt là 3% và 2%. Điều này là do áp lực cạnh tranh cao với sản phẩm nhựa tại các thị trường này và hàng nhập khẩu từ các quốc gia khác khi VNĐ lên giá tương đối so với các đồng tiền khác. Điểm tích cực là xuất khẩu vào thị trường Hoa Kỳ (chiếm 15% cơ cấu xuất khẩu) tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao (+15,24%).

**Xuất khẩu sản phẩm nhựa từ 2009-11T2015**



**Cơ cấu thị trường xuất khẩu sản phẩm nhựa Việt Nam 11T2015**

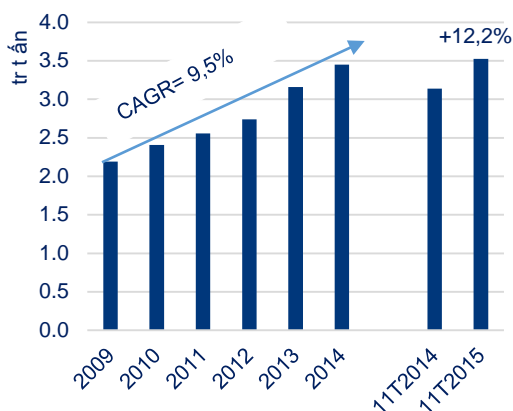


Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam

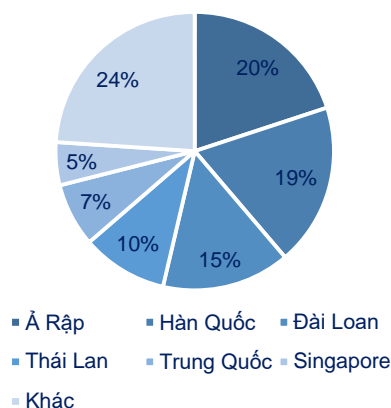
**Giá hạt nhựa giảm mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp nhựa.** Hạt nhựa chiếm đến 70-80% chi phí sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa. Tính trung bình năm 2015, giá hạt nhựa HDPE và LDPE giảm 20% yoy, giá PVC giảm 21% và giá PP giảm 25% so với giá hạt nhựa trung bình năm 2014 giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp cho nhiều doanh nghiệp nhựa trong nước.

**Đồng USD tăng giá 5% so với VND làm tăng nhẹ chi phí sản xuất kinh doanh trong kỳ.** Khoảng 70% nguyên liệu nhựa của Việt Nam phải nhập khẩu, thanh toán chủ yếu bằng USD khiến giá nguyên liệu tính theo VND giảm thấp hơn mức giảm chung của thế giới.

**Nhập khẩu chất dẻo nguyên liệu**

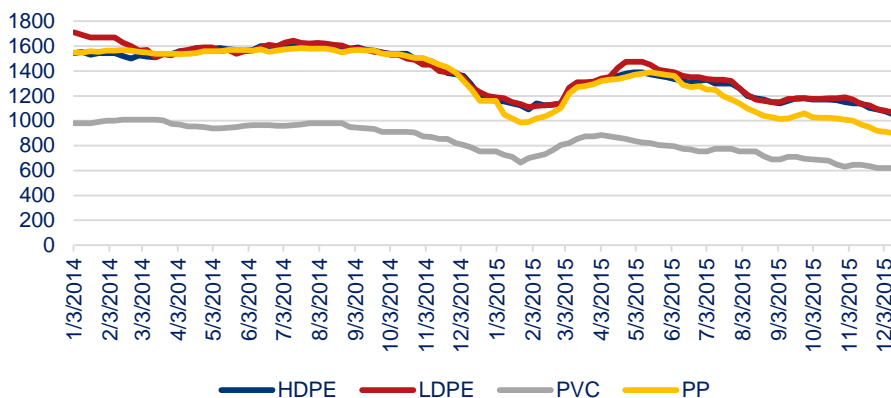


**Cơ cấu thị trường nhập khẩu hạt nhựa 11T2015**



*Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam*

**Diễn biến giá hạt nhựa từ năm 2014-2015**



Nguồn: Bloomberg, BSC tính toán

**Kết quả kinh doanh khả quan.** Kết thúc 9T2015, tổng doanh thu của 11 doanh nghiệp niêm yết đạt 10.529 tỷ đồng, tăng 16,2% yoy, lợi nhuận sau thuế đạt 803 tỷ đồng, tăng 29,4%. Như chúng tôi đã nhận định trong báo cáo triển vọng ngành năm 2015, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhựa xây dựng được cải thiện nhờ sản lượng tiêu thụ tăng và cải thiện biên lợi nhuận thuần từ HĐKD (BMP, DNP, DPC, DAG). Trong khi đó, các doanh nghiệp bao bì có biên lợi nhuận mỏng (từ 1%-7%) và nhiều doanh nghiệp phải đối mặt với tình trạng suy giảm biên lợi nhuận thuần từ HĐKD (AAA, SPP, TPC) do phải giảm giá bán cho khách hàng. Nhiều công ty có kết quả kinh doanh tăng trưởng cao là DNP (+169 lần do hợp nhất kết quả kinh doanh của công ty nước Bình Hiệp), RDP (+433%), DPC (+109% yoy), DAG (+46% yoy), BMP (+44% yoy), SPP (+30% yoy) và VBC (+21% yoy). Trong khi đó, AAA và TPC lại ghi nhận lợi nhuận sụt giảm lần lượt là -59% yoy và -19% yoy.

	Sản phẩm chính	DTT 9T2015 (tỷ đ)	% yoy	LNST 9T2015	% yoy	Biên LN thuần từ HĐSXKD	ROE	ROA	P/E	P/B
<b>NTP</b>	Ống nhựa	2,545	20%	261.30	13%	11%	23%	13%	10.93	2.38
<b>BMP</b>	Ống nhựa	2,069	14%	389.01	44%	24%	27%	24%	12.30	3.12
<b>DNP</b>	Ống nhựa	653	82%	6.00	16824%	7%	30%	9%	5.96	1.05
<b>DPC</b>	Ống nhựa	60	0%	1.07	109%	2%	4%	4%	42.85	1.61
<b>DAG</b>	Thanh Profile, cửa nhựa	973	21%	35.23	46%	4%	14%	5%	6.50	0.95
<b>AAA</b>	Bao bì xuất khẩu	1,155	3%	18.84	-59%	2%	3%	1%	16.77	0.55
<b>RDP</b>	Bao bì	836	3%	45.93	433%	7%	23%	8%	7.74	1.62
<b>TPP</b>	Bao bì	633	37%	11.76	26%	2%	16%	4%	8.46	1.40
<b>SPP</b>	Bao bì	615	12%	6.93	30%	1%	4%	1%	14.31	0.60
<b>TPC</b>	Bao bì	510	-4%	7.62	-19%	2%	3%	2%	13.44	0.44
<b>VBC</b>	Bao bì	479	12%	19.58	21%	5%	28%	9%	5.26	1.46

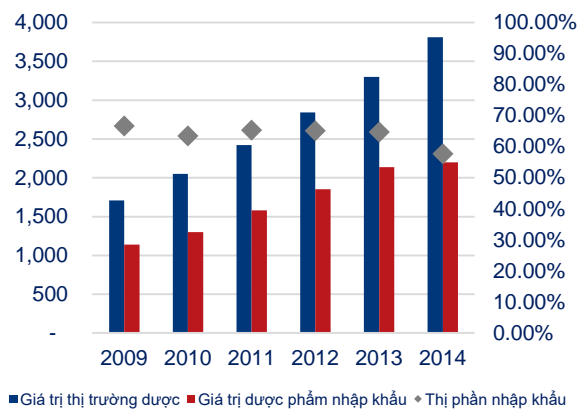
Nguồn: BSC tổng hợp

## Ngành Dược 2015 [Cạnh tranh tăng cao]

- Ngành dược phẩm duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh, ước tính tăng 13,39% trong năm 2015.
- Phần lớn tăng trưởng của ngành rơi vào tay các doanh nghiệp nước ngoài (10T2015, nhập khẩu dược phẩm tăng 11,4% trong khi đó chỉ số sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu trong nước chỉ tăng 3%).

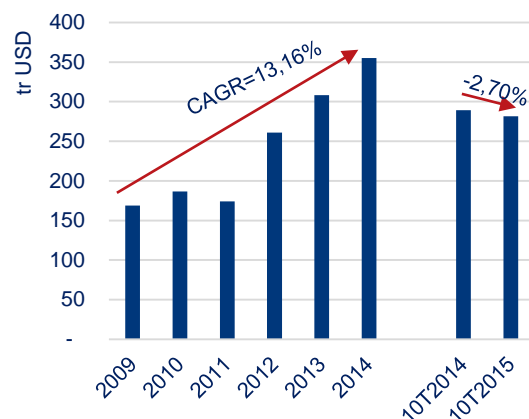
**Thị trường dược phẩm Việt Nam tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao.** Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành năm 2015, ngành dược Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng tốt, mặc dù tốc độ tăng trưởng toàn ngành đã chậm lại. Tốc độ tăng trưởng trung bình từ năm 2009-2014 đạt 17,38% và ước tính tăng 13,39% trong năm 2015, đạt 4,32 tỷ USD (BMI research).

**Giá trị thị trường dược và giá trị nhập khẩu dược phẩm từ 2009-2014**



Nguồn: BMI, Tổng cục hải quan Việt Nam

**Nhập khẩu nguyên liệu dược phẩm 2009-10T2015<sup>2</sup>**



Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam

**Các công ty dược phẩm trong nước mất dần thị phần vào các hãng dược nước ngoài.** Trong khi tốc độ tăng trưởng sản xuất dược phẩm trong nước đang có xu hướng chững lại, giá trị nhập khẩu thuốc vẫn tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao. (1) Dược phẩm nhập khẩu chiếm trung bình từ 60-70% tổng giá trị sử dụng tiền thuốc ở Việt Nam từ 2009-2014. Trong giai đoạn từ năm 2009-2014, tổng giá trị nhập khẩu dược phẩm tăng trung bình 14,04%, đạt 2,2 tỷ USD, và tiếp tục tăng 11,4% trong 10T2015, đạt 1,9 tỷ USD. Ở chiều ngược lại, giá trị nguyên liệu dược nhập khẩu giảm 2,7%yoy trong 10T2015 sau chu kỳ tăng trưởng kéo dài từ năm 2011-2014 (CAGR=13,16%), cho thấy sản xuất dược phẩm trong nước đang có

<sup>2</sup> Việt Nam nhập khẩu 90% nguyên liệu dược phẩm.



dấu hiệu suy giảm. Trong giai đoạn 2009-2014, một số thị trường nhập khẩu dược phẩm có quy mô lớn và tốc độ tăng trưởng cao của Việt Nam là Thụy Sĩ (CAGR =17,14%), EU (13,98%), Ấn Độ (CAGR =12,43%).

**Thông tư 36 tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến kênh phân phối ETC của các doanh nghiệp dược.** 2 kênh phân phối dược phẩm chính tại Việt Nam là ETC và OTC, trong đó, phân phối qua kênh ETC chiếm đến 74% giá trị thị trường dược phẩm. Thông tư 36 chia các gói thầu thành 7 nhóm kỹ thuật khác nhau, trong đó, các doanh nghiệp chưa đủ điều kiện tham gia đấu thầu với các sản phẩm thuốc đạt tiêu chuẩn GMP-EU, PIC (phân khúc thuốc có giá trị cao), và phải cạnh tranh gay gắt về giá, cùng nhóm với các công ty dược của Ấn Độ, Pakistan, Trung Quốc. Điều này, làm giảm doanh thu hệ điều trị về cả sản lượng và giá bán sản phẩm, qua đó làm giảm biên lợi nhuận gộp của các công ty dược trong nước. Doanh thu hệ điều trị của IMP trong 6T2015 giảm 16% yoy, của DHG trong 9T2015 giảm 61,7% yoy. Trước áp lực này, nhiều công ty dược phẩm cũng đã chuyển hướng sang đẩy mạnh kênh phân phối OTC như DMC, IMP,... càng làm tăng áp lực cạnh tranh đối với kênh phân phối này.

**Kết quả kinh doanh.** Do ảnh hưởng của cạnh tranh cao trong ngành, kết thúc 9T2015, doanh thu thuần của 11 doanh nghiệp niêm yết hầu như không tăng trưởng (chỉ tăng 1%). Một số doanh nghiệp đầu ngành sụt giảm mạnh về doanh thu là DMC và DHG. Đồng thời, do áp lực cạnh tranh, VNĐ mất giá 5% so với USD và ảnh hưởng của thông tư 36, biên lợi nhuận gộp của hầu hết các doanh nghiệp dược giảm so với năm 2014. Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp niêm yết tăng nhẹ (+7%). Một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh khả quan trong 9T2015 là PPP (+253% yoy), OPC (+22% yoy), DBT (+26% yoy), DCL (+18% yoy), TRA (+19%, bật tăng trở lại nhờ những thay đổi tích cực trong hệ thống phân phối).

Mã CK	DTT 9T2015 (tỷ đ)	% yoy	LNST 9T2015 (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG 9T2015	ROA (TTM)	ROE (TTM)	P/E	P/B
DHG	2,459	-5%	424	3%	40%	17%	23%	10.32	2.37
TRA	1,441	27%	123	19%	47%	15%	22%	13.27	2.24
DMC	861	-22%	101	5%	33%	14%	20%	11.43	1.22
DHT	711	14%	23	-4%	14%	7%	19%	7.55	1.40
IMP	629	6%	71	11%	41%	9%	11%	9.48	1.88
OPC	525	10%	57	22%	47%	13%	17%	6.33	0.86
DCL	481	-6%	40	18%	30%	7%	14%	6.67	21.45
DBT	398	4%	10	26%	23%	4%	14%	9.59	1.70
LDP	353	3%	13	-13%	12%	8%	22%	7.83	1.58
PMC	282	6%	47	2%	43%	27%	34%	9.95	1.19
DP3	154	10%	14	-18%	46%	0%	0%	10.78	1.31
PPP	71	-17%	5	253%	21%	5%	13%	4.21	0.73

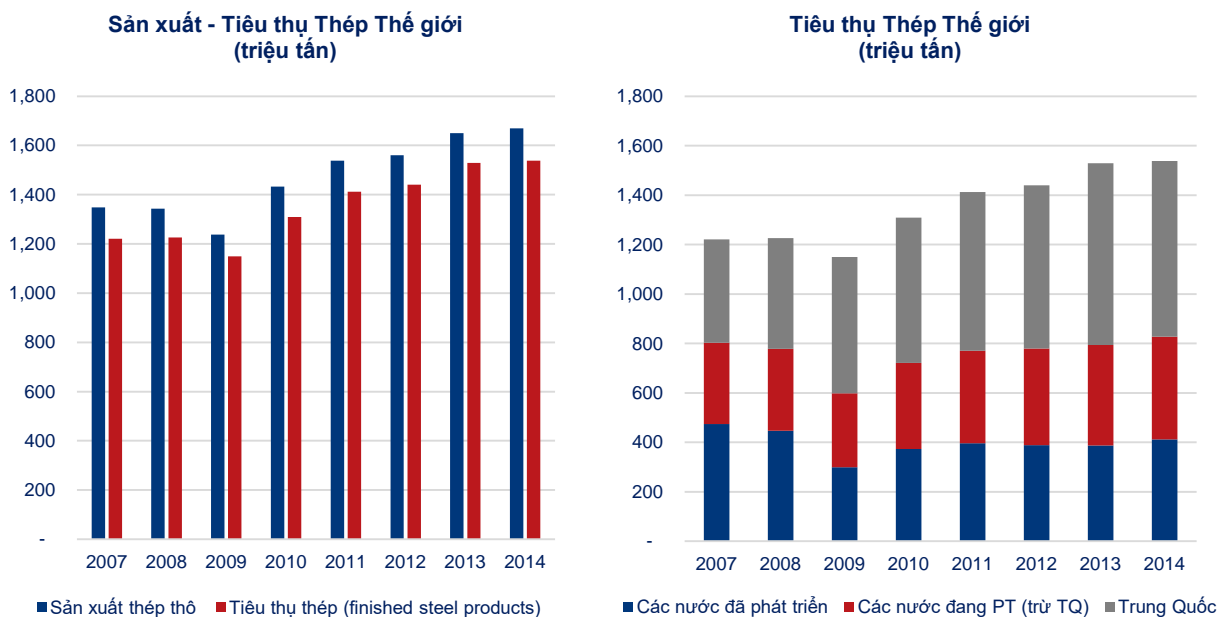
Nguồn: BSC tổng hợp



**Ngành Thép 2015 [Khó khăn]**

- Sản lượng tiêu thụ thép Toàn cầu giảm 1,7%yoy, thép Trung Quốc giảm 5,7%yoy
- Trung Quốc giảm công suất sản xuất thép, tăng xuất khẩu 22%yoy, Việt Nam là đối tác nhập khẩu lớn thứ 2
- Giá quặng giảm 79,62% sau 5 năm, vẫn cao hơn thời điểm trước năm 2008
- Tiêu thụ thép tại Việt Nam tăng trưởng tốt, miếng bánh thị phần tiếp tục được chia lại
- Biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp thép Xây dựng giảm, Tôn mạ/Ống thép tăng

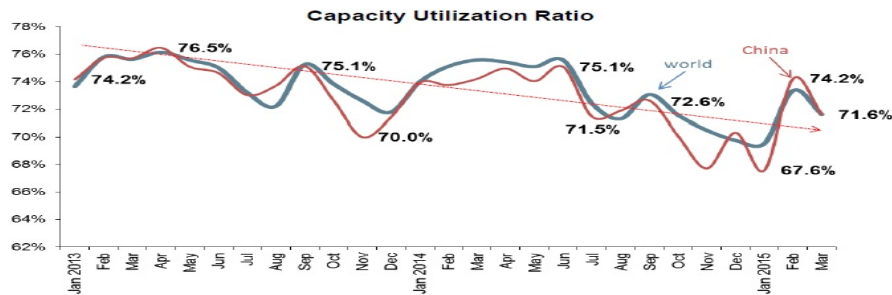
**Sản lượng tiêu thụ thép toàn cầu Giảm – Ảnh hưởng từ lực cầu Trung Quốc.** Theo World Steel Association (WSA), sản lượng tiêu thụ thép toàn cầu 2015 đạt khoảng 1.513 triệu tấn, giảm 1,7%yoy, nguyên nhân chủ yếu do sự sụt giảm từ Trung Quốc, nước chiếm đến 46,23% tổng sản lượng tiêu thụ toàn cầu; trong 10T2015, Trung Quốc tiêu thụ 590,47 triệu tấn (-5,7%yoy).



*Nguồn: World Steel Association, BSC tổng hợp*

**Ngành Thép Trung Quốc – Cắt giảm công suất và Đẩy mạnh xuất khẩu.** Mặc dù xuất khẩu thép trong 11 tháng 2015 của Trung Quốc lên tới 101,7 triệu tấn (+22%yoy) nhưng không đủ cân bằng áp lực suy giảm lực cầu của thị trường nội địa. Trong năm 2015, Trung Quốc đã cắt giảm 50 triệu tấn công suất sản xuất thép, chỉ tương ứng khoảng hơn 4% tổng năng lực sản xuất thép (1,14 tỷ tấn). HSBC ước tính Trung Quốc cần cắt giảm thêm 120 triệu đến 160 triệu tấn công suất để thị trường về trạng thái cân bằng hơn.

### Cắt giảm Công suất vận hành (TQ và Thế giới)



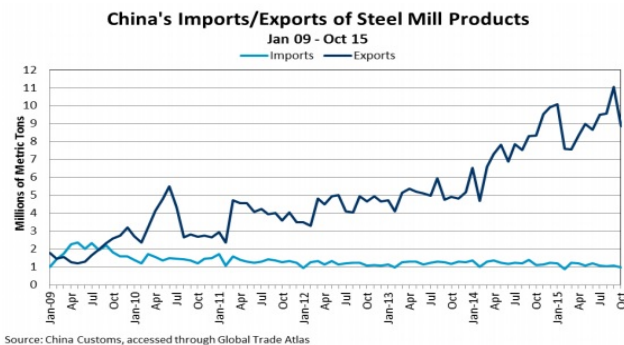
Nguồn: World Bank, World Steel Association, BSC tổng hợp

Theo báo cáo của Bộ Thương mại Hoa Kỳ, xét trong 10T2015, Trung Quốc xuất khẩu khoảng 90,1 triệu tấn thép (+25,4%yoy), Hàn Quốc là đối tác nhập khẩu nhiều nhất với khoảng 11,1 triệu tấn (+4,1%yoy). Sản lượng xuất khẩu của thép Trung Quốc tăng nhiều nhất vào Thổ Nhĩ Kỳ (+204,7%yoy), Việt Nam (+65,2%yoy) và Indonesia (+59,2%yoy).

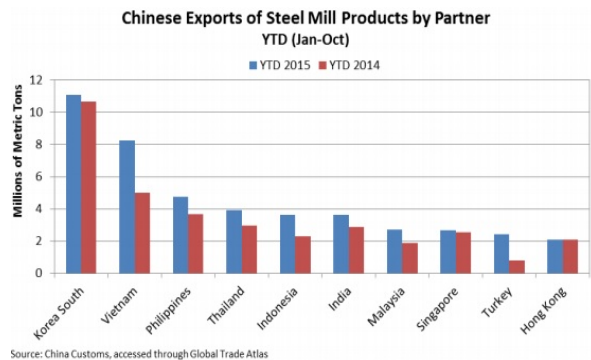
Đơn vị: triệu tấn	2010	2011	2012	2013	2014	10T2015	11T2015
Sản xuất thép thô TQ	639	702	731	822	823	675	N/A
Xuất khẩu thép TQ	24	47.9	54.8	61.5	92.9	90.1	101.7
% Xuất khẩu / Sản xuất	3.76%	6.82%	7.50%	7.48%	11.29%	13.63%	

Nguồn: World Steel Association, Financial Times, BSC tổng hợp

### SNK Thép của Trung Quốc



### Các đối tác XK chính của thép Trung Quốc

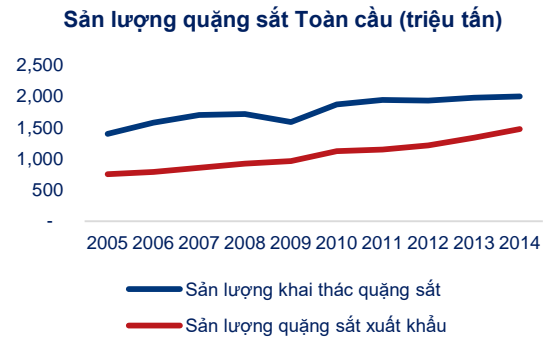


Nguồn: International Trade Administration, Department of Commerce, USA

**Giá quặng sắt – Tiếp tục lao dốc nhưng vẫn cao hơn thời điểm trước năm 2008.** Sự giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc cùng với quá trình đỉnh cao của đầu tư vào lĩnh vực khai thác quặng sắt (2012 – 2013) đã khiến giá quặng sắt liên tục giảm, cụ thể giá quặng 62% Fe giảm 79,62%, từ mức đỉnh 191,7 USD/tấn (17/02/2011) xuống còn 39,06 USD/tấn (14/12/2015).

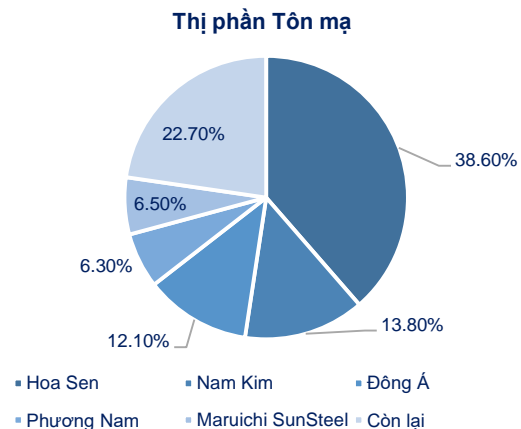
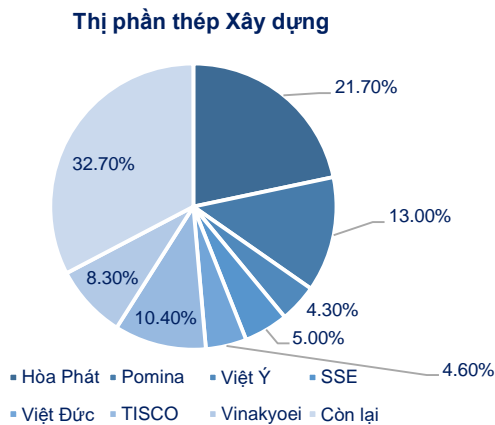
Do đặc thù của ngành thép là giá bán đầu ra có diễn biến cùng chiều với giá nguyên liệu, nên giá bán thép thành phẩm cũng chịu sức ép giảm giá, tại Việt Nam giá bán trung bình thép xây dựng là 18,5 triệu đồng /

tấn (2011), hiện nay giảm còn khoảng 9,5 triệu đồng / tấn (-48,65%), cho thấy giá quặng sắt ảnh hưởng trực tiếp tới giá trị hàng tồn kho và biên lợi nhuận của doanh nghiệp.



Nguồn: Bloomberg, WSA, BSC tổng hợp

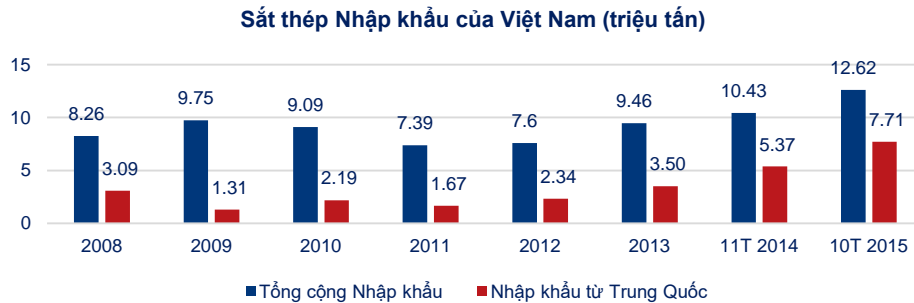
**Tại Việt Nam, tiêu thụ tăng trưởng tốt – Hưởng lợi từ ngành BĐS.** Tính trong 10T2015, **(1)** với thép Xây dựng, sản lượng tiêu thụ đạt 5,30 triệu tấn (+23,78%yoy), miếng bánh thị phần tiếp tục được chia lại khi đa số thị phần của các doanh nghiệp đều bị thu hẹp, chỉ có thị phần của HPG tăng từ mức 18,6% (10T2014) lên mức 21,7% (10T2015) và của TISCO tăng từ mức 9,1% (10T2014) lên thành 10,4% (10T2015); **(2)** với Tôn mạ, sản lượng tiêu thụ đạt 1,68 triệu tấn (+11,91%yoy), Hoa Sen – Nam Kim và Đông Á vẫn tiếp tục dẫn đầu thị trường; **(3)** với Ống thép, sản lượng tiêu thụ đạt 1,15 triệu tấn (+26,31%yoy), Hòa Phát dẫn đầu thị trường với thị phần tăng từ mức 19,77% (10T2014) lên thành 23,04% (10T2015).



Nguồn: Hiệp hội Thép, BSC tổng hợp

**Sắt thép nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam – Đang tăng nhanh.** Theo thống kê của Tổng cục Hải quan trong 10T2015, Việt Nam nhập khẩu khoảng 7,71 triệu tấn sắt thép từ Trung Quốc (+62,1%yoy) và chiếm 61,09% tổng lượng Sắt thép nhập khẩu. Tính từ 2009 – 10T2015, tỷ trọng nhập khẩu Sắt thép từ

Trung Quốc tăng 4,55 lần, từ mức 13,44% (2009), chúng tôi cho rằng sản lượng cũng như tỷ trọng nhập khẩu Thép từ Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới khi hiện tại Việt Nam là đối tác nhập khẩu Thép lớn thứ 2 của Trung Quốc và có vị trí địa lý giáp ranh.



*Nguồn: Tổng cục Hải Quan Việt Nam*

**Kiểm soát tiêu chuẩn Thép nhập khẩu – Chưa hiệu quả.** Cũng như các năm trước, vấn đề này vẫn chưa được khắc phục, thay vì khai mã HS của phôi thép thông thường là 7207, thuế suất 5% - 9%, các doanh nghiệp nhập khẩu khai thành mã HS 7224 để được hưởng thuế suất 0% dành cho phôi thép hợp kim. Hiện nay Việt Nam vẫn chưa có bộ tiêu chuẩn quốc gia về chất lượng thép, cũng như chưa đẩy mạnh các hàng rào kỹ thuật để kiểm soát chặt chẽ hơn tình trạng thép nhập từ Trung Quốc.

#### **Đánh giá KQKD của các doanh nghiệp niêm yết:**

Tính đến hết 3 quý 2015, trong tổng số 16 doanh nghiệp ngành thép niêm yết trên HSX và HNX, có 13 doanh nghiệp kinh doanh có lãi (chiếm 81,25%) và 3 doanh nghiệp thua lỗ (chiếm 18,75 %). Tổng DTT các doanh nghiệp niêm yết đạt 54.892 tỷ đồng (+3,3%yoy) và LNST đạt 3.613 tỷ đồng (+12,25%yoy).

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

Qua đó cho thấy mặc dù giá bán giảm cùng xu hướng với giá đầu vào nhưng các doanh nghiệp Tôn mạ / Ống thép có lợi nhuận xuất khẩu, có khả năng giữ biên lợi nhuận tốt hơn nhóm doanh nghiệp sản xuất thép Xây dựng.

Mã	TTS 9T2015	DTT 9T2015	% trên DTT 9T2015					Giá 15/12/15	EPS T12M	BVPS	PE T12M	PB	ROE 9T	ROA 9T
			LN gộp	Lãi vay	Cp BH	Cp QLDN	LN thuần							
HPG	24,597	20,331	21%	1%	2%	2%	14%	30,600	4,640	19,190	6.60	1.59	21%	12%
HSG	9,335	13,032	16%	1%	5%	3%	4%	32,800	6,461	28,863	5.08	1.14	18%	6%
NKG	3,406	3,924	8%	1%	2%	1%	3%	13,200	2,873	14,122	4.59	0.93	17%	3%
VGS	1,310	2,637	4%	1%	1%	1%	1%	5,500	736	14,332	7.48	0.38	5%	2%
POM	7,910	7,703	5%	3%	0%	1%	0%	6,700	74	12,688	90.54	0.53	1%	0%
DTL	2,524	1,308	10%	1%	1%	2%	0%	8,700	101	14,099	86.51	0.62	1%	0%
VIS	1,978	2,311	5%	3%	2%	2%	-1%	7,200	(389)	12,762	(18.51)	0.56	-4%	-1%

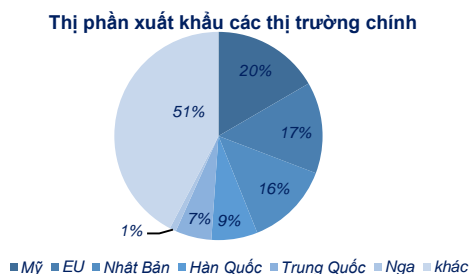
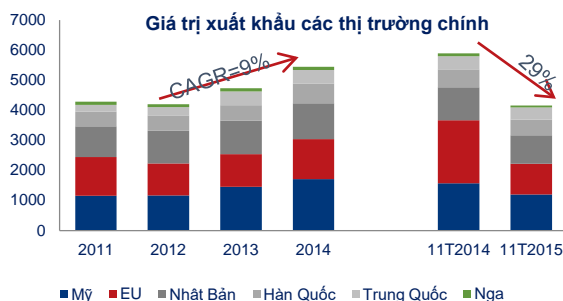
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, BSC tổng hợp Chú thích: đơn vị của TTS và DTT - tỷ đồng

## Ngành Thủy sản 2015 [Kém khả quan]

- Giá trị xuất khẩu toàn ngành thủy sản giảm mạnh (-18% yoy), trong đó tôm giảm 28%yoy và cá giảm 12%yoy, do khó khăn từ thị trường đầu ra lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc.
- Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp thủy sản giảm mạnh so với cùng kỳ 2014.

**Xuất khẩu thủy sản giảm mạnh.** Tổng giá trị xuất khẩu thủy sản của Việt Nam 10T2015 đạt 5.45 tỷ USD (-18%yoy), trong đó xuất khẩu tôm đạt 2.4 tỷ USD (-28%yoy), cá tra 1.3 tỷ USD (-12%yoy).

- **Hầu hết các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam đều giảm**, trong đó Mỹ giảm mạnh nhất 22%, EU giảm 19% và Nhật Bản giảm 11.2%. Các nguyên nhân chính: (1) 10T2015, nhu cầu thủy sản tại các nước lớn như Mỹ hay Nhật Bản chỉ ở mức lần lượt là 15 tỷ USD (-8%yoy) và 9.4 tỷ USD (-10,4%yoy), duy chỉ có thị trường Hàn Quốc tăng nhẹ (+2.5%). (2) Đồng Yên Nhật, Euro, Bath, nhân dân tệ mất giá lần lượt 1.24%, 9.78%, 7.5% và 3.75% so với đồng USD từ đầu năm khiến các mặt hàng thủy sản Việt Nam đắt hơn tương đối. (3)Thuế CBPG POR 8 đối với tôm và POR 10 với cá tra vẫn cao, tác động tiêu cực tới khả năng cạnh tranh của Việt Nam. (4) Cung từ thủy sản đánh bắt tự nhiên tăng do giá dầu thô giảm mạnh làm giảm lượng tiêu thụ thủy sản nuôi trồng.
- **Xuất khẩu tôm, cá tra giảm.** (1) 9T2015, xuất khẩu tôm sú đạt 711.4 triệu USD (-31.7% yoy), tôm chân trắng đạt 1.2 tỷ USD (-27.5% yoy). Nguyên nhân: giá tôm giảm 25.2% còn 10.14 cent/lb do nguồn cung từ Thái Lan, Trung Quốc tăng sau tác động của dịch EMS; thêm vào đó, sản lượng sản xuất trong nước giảm 4.1% so với cùng kỳ 2014 do tình hình thời tiết nắng nóng tại đồng bằng sông Cửu Long và số đơn hàng xuất khẩu tôm bị FDA trả lại tăng mạnh (10T2015, 377 đơn hàng bị trả lại, bằng 1.8 lần so với cả năm 2014). (2) 10T2015, xuất khẩu cá tra giảm mạnh khoảng 12%, trong đó xuất khẩu sang thị trường lớn nhất là Mỹ đạt 260.7 triệu USD (-4.6%yoy) và thị trường EU đạt 245.9 triệu USD (-15% yoy), các thị trường nhỏ hơn như Asean, Mexico hay Brazil cũng giảm mạnh lần lượt ở mức 1.9%, 10% và 44.5%. Nguyên nhân do sản lượng cá tra thu hoạch giảm 5% đạt khoảng 1 triệu tấn và cạnh tranh cao từ các loại cá khác như rô phi, cá thịt trắng và cá hồi.



Nguồn: tổng cục hải quan, BSC tổng hợp

**Ngành cá tra hưởng lợi từ giảm giá nguyên liệu đầu vào** là ngô (-7%yoy) và bánh đậu nành (-15.9%yoy) do tăng cung từ các nước xuất khẩu lớn như Ấn Độ, Trung Quốc trong khi nguồn cầu giảm mạnh.

**Kết quả kinh doanh có sự phân hóa.** Các doanh nghiệp lớn đầu ngành như HVG và VHC có doanh thu tăng trưởng khá lần lượt ở mức 20% và 8%, tuy nhiên lợi nhuận giảm sâu do chi phí tài chính tăng mạnh 175% (HVG) và không còn ghi nhận khoản lợi nhuận từ chuyển nhượng công ty con như cùng kỳ năm 2014 (VHC). Còn lại đa số các doanh nghiệp nhỏ đều có kết quả kinh doanh giảm mạnh so với cùng kỳ 2014. Đáng chú ý, FMC có doanh thu giảm nhưng lợi nhuận tăng nhanh 105% nhờ chủ động nguyên vật liệu đầu vào từ công ty mẹ HVG và được bên nhà cung cấp bồi thường thiệt hại những chi phí liên quan đến lô hàng xuất khẩu trong năm 2014.

#### Kết quả kinh doanh 9T2015

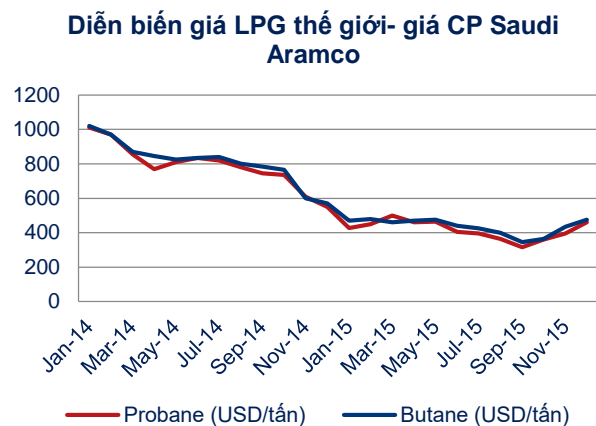
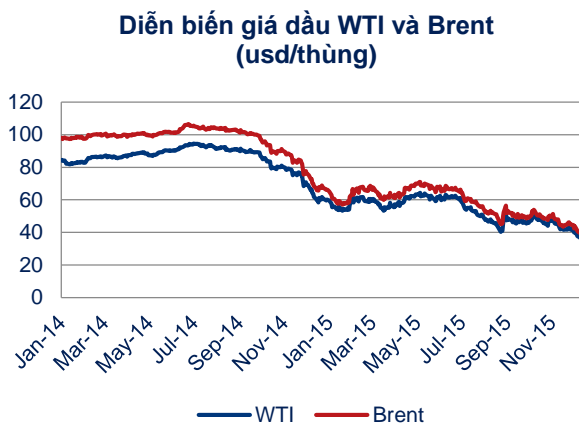
Công ty	Doanh thu (tỷ)		BLN thuần		Lợi nhuận sau thuế (tỷ)		P/E	P/B
	9T2015	%yoy	9T2015	9T2014	9T2015	%yoy		
HVG	13,013	20%	0.84%	3.99%	118	-74%	20.87	1.18
VHC	4,664	8%	6.62%	11.77%	250	-37%	10.97	1.68
FMC	2,096	-3%	3.56%	2.31%	78	105%	5.86	1.28
IDI	1,900	18%	4.16%	5.25%	91	14%	6.03	0.62
ANV	1,833	-5%	2.24%	1.93%	29	-36%	12.08	0.48
ACL	852	41%	3.19%	2.28%	25	127%	7.58	0.54
TS4	517	-6%	0.76%	2.23%	3	-73%	11.63	0.54
ABT	355	1%	16.81%	19.87%	54	-13%	7.83	1.44
Trung bình			<b>4.77%</b>	<b>6.2%</b>			<b>10.36</b>	<b>0.97</b>

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp

### Ngành Dầu khí 2015 [Khó khăn]

- Giá dầu giảm 39% và giá LPG thế giới giảm 47% và trong nước giảm 36%
- Mức đầu tư cho ngành dầu khí Châu Á Thái Bình Dương giảm 15%
- Sản lượng khai thác dầu thô tăng 9% và khai thác khí tăng 5% tại Việt Nam
- Chính sách giá khí thay đổi giúp giá khí đầu vào của các hộ công nghiệp giảm 10-30%.
- Doanh thu của các doanh nghiệp dầu khí suy giảm

**Giá dầu tiếp tục suy giảm mạnh trong năm 2015:** tính đến 11.12.2015, giá dầu đã giảm 39% trong năm 2015 từ 60 USD/thùng xuống còn 37 USD/thùng đối với dầu WTI và từ 65USD/thùng xuống 39 USD/thùng đối với dầu Brent. Tương tự, giá dầu xuất khẩu của Việt Nam cũng giảm mạnh từ 69 USD/thùng xuống 48 USD/thùng trong 11 tháng đầu năm 2015.



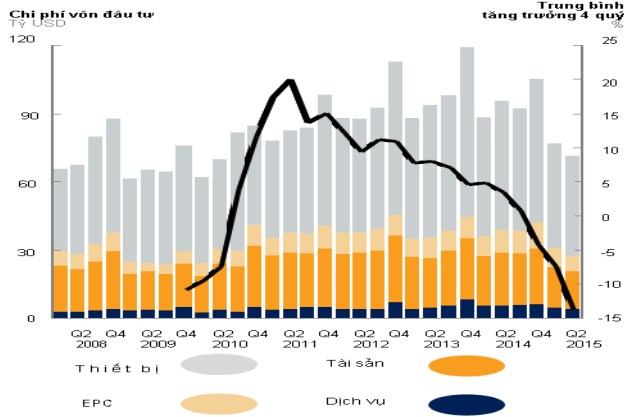
Nguồn: Bloomberg, BSC Tổng hợp

**Giá LPG cũng tiếp tục giảm:** LPG là sản phẩm của lọc dầu nên giá bán LPG phụ thuộc trực tiếp vào giá dầu. Chịu ảnh hưởng bởi xu hướng giảm của giá dầu, đồng thời nhu cầu tiêu thụ LPG tăng trưởng chậm trong năm 2015, đặc biệt là nhu cầu tiêu dùng LPG làm nhiên liệu sưởi ấm do thời tiết nóng, dẫn đến giá LPG thế giới trung bình năm 2015 giảm 47% so với năm 2014, đồng thời giá bán LPG trong nước năm 2015 cũng giảm khoảng 36% so với năm 2014.

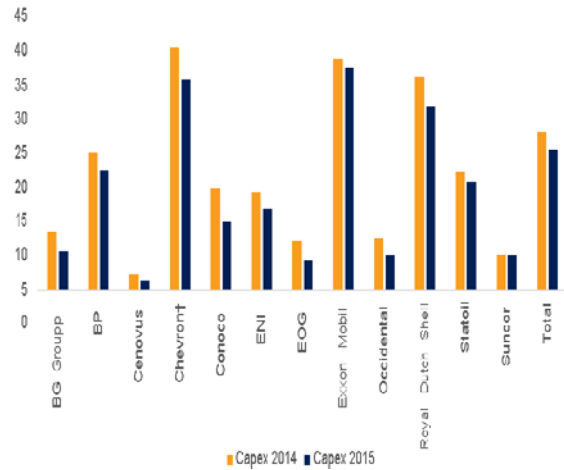
**Mức đầu tư (CAPEX) cho dầu khí giảm:** trước áp lực giá dầu giảm mạnh do lo ngại vì việc dư cung, ngân sách của các công ty dầu khí bị co hẹp nên buộc phải cắt giảm chi phí đầu tư. McKinsey thống kê mức đầu tư cho dầu khí toàn cầu trong quý 2/2015 đã giảm 25% so với cùng kỳ 2014. Ngoài ra, theo ước tính của Standard& Poor's, năm 2015, tổng mức đầu tư cho dầu khí tại Châu Á Thái Bình Dương giảm khoảng 15% so với năm 2014.



**Tổng chi phí đầu tư (CAPEX) cho dầu khí toàn cầu (tỷ USD)**



**Tổng chi phí đầu tư (CAPEX) cho các doanh nghiệp dầu khí lớn nhất toàn cầu năm giai đoạn 2014-2015 (tỷ USD)**

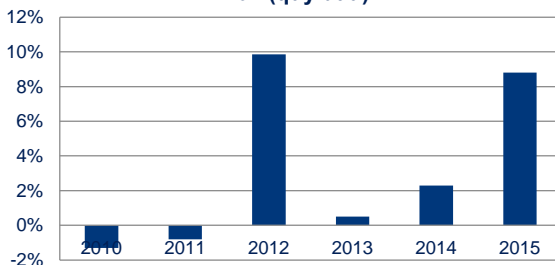


Nguồn: McKensey&Company, Carbon Tracker

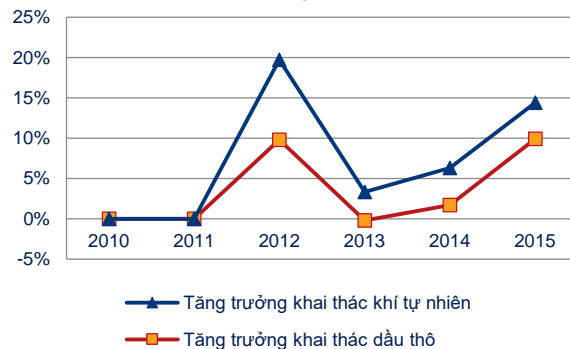
**Sản lượng khai thác và sản xuất tăng lên để bù đắp sự giảm giá:** tính chung 11 tháng đầu năm 2015, PVN đã khai thác được 35.5 triệu tấn dầu quy đổi trong đó dầu thô đạt 17.19 triệu tấn, tăng 9% y.o.y (khai thác dầu thô trong nước đạt 15.48 triệu tấn) và khí đạt 9.7 tỷ m<sup>3</sup>, tăng 5% y.o.y. Sản lượng dầu thô xuất khẩu tính đến 15/11/2015 đạt 7.99 triệu tấn, tăng 3% so với cùng kỳ 2014. Sản lượng sản xuất LPG ước đạt 662.1 nghìn tấn, tăng 16.9% y.o.y và sản lượng xăng dầu ước đạt 6.3 triệu tấn, tăng 22.7% y.o.y. Mức tăng trưởng các chỉ tiêu khai thác và sản xuất đều cao hơn so với cùng kỳ 2014.

**Nhiều mỏ khí mới được đưa vào khai thác:** trong khi việc tìm kiếm, thăm dò và khai thác các mỏ dầu mới có dấu hiệu chững lại, chủ yếu là các mỏ có trữ lượng nhỏ thì trong năm 2015, PVN đã đưa vào khai thác nhiều mỏ khí lớn như Thái Bình lô 102-106 (công suất 200 triệu m<sup>3</sup>/năm) và mỏ Đại Hùng (công suất 70 triệu m<sup>3</sup>/năm)

**Tăng trưởng khai thác dầu thô và khí tự nhiên (quy dầu)**



**Tăng trưởng khai thác dầu thô và khí tự nhiên**



*Nguồn: Tổng cục thống kê*

**Thay đổi trong chính sách tính giá bán khí:** trong năm 2015, giá bán khí cho các hộ kinh doanh khí thấp áp (PGD) và CNG (PGS và CNG) đã được tính dựa trên chiết khấu giá dầu FO thay vì tính giá cố định. Kết hợp với việc giá dầu ở mức thấp giúp cho giá khí đầu vào của các đơn vị kinh doanh khí công nghiệp giảm 10 đến 30%.

**Doanh thu của các doanh nghiệp dầu khí suy giảm:** tính chung 9 tháng đầu năm 2015, doanh thu và của hầu hết các doanh nghiệp dầu khí niêm yết đều đi xuống nhanh chóng. Tổng DTT các doanh nghiệp niêm yết đạt 97.602 tỷ đồng (-16,46%yoy) và LNST đạt 11.642 tỷ đồng (-15,39%yoy).

Các công ty dầu khí đang niêm yết chủ yếu cung cấp dịch vụ và kinh doanh khí thương mại nên ảnh hưởng của việc suy giảm giá dầu đến các doanh nghiệp này luôn có độ trễ. Giá dầu ở mức thấp dẫn đến đơn giá cũng như nhu cầu các dịch vụ dầu khí bị cắt giảm. Đồng thời, giá bán khí của các doanh nghiệp Việt Nam được tính dựa trên giá dầu và giá LPG thế giới nên đều có xu hướng giảm trong năm 2015. Về mặt lợi nhuận, các công ty như GAS, PVD, PGS, PVC, PXS, CNG và PCG ghi nhận sự giảm mạnh do chịu ảnh hưởng trực tiếp từ việc suy giảm sản lượng và đơn giá. Tuy nhiên, bên cạnh đó cũng có một số doanh nghiệp vẫn ghi nhận sự tăng trưởng lợi nhuận như PVS, PGD, PVG, PGC, PVB và PVE do một số yếu tố nội tại doanh nghiệp như hoàn nhập khoản dự phòng bảo hành công trình (PVS, PVB), giá đầu vào giảm (PGD, PVG và PGC) và ký kết được hợp đồng lớn với nước ngoài (PVE).

### Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí trong 9 tháng 2015:

STT	Mã	Hoạt động kinh doanh chính	DT 9T2015 (tỷ đồng)	%y.o.y	LNST 9T2015 (tỷ đồng)	%y.o.y
1	GAS	Khí đốt	47,094	-14%	7,731	-19%
2	PVS	Dịch vụ dầu khí	19,324	-16%	1,292	9%
3	PVD	Dịch vụ khoan	12,010	-22%	1,665	-17%
4	PGS	LPG và CNG	4,529	-20%	148	-15%
5	PGD	Khí thấp áp	3,747	-26%	191	26%
6	PVC	Dung dịch khoan	2,906	-13%	167	-34%
7	PVG	LPG	2,003	-43%	21	
8	PGC	LPG	1,824	-21%	77	20%
9	PXS	Xây lắp dầu khí	1,456	9%	93	-10%
10	PVB	Bọc ống dầu khí	915	21%	142	7%
11	CNG	CNG	692	-15%	88	-3%
12	PVE	Thiết kế dầu khí	634	44%	23	44%
13	PCG	LPG	468	-29%	4	-61%

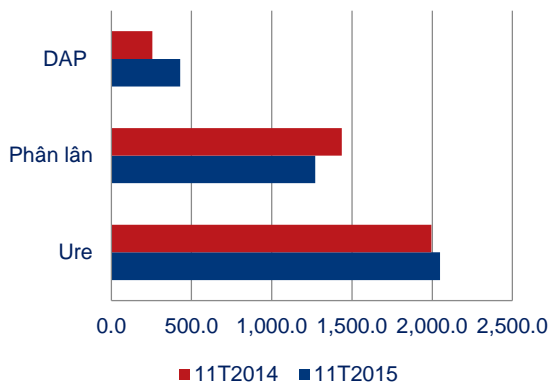
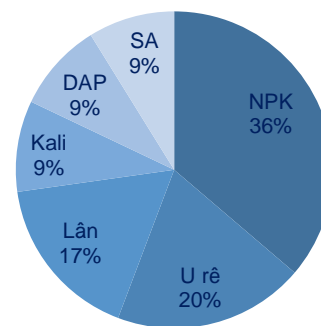
*Nguồn: BSC tổng hợp*

**Ngành Phân bón 2015 [Ổn định hơn]**

- Dự cung ở mức thấp (sản lượng sản xuất tăng 1% trong khi sản lượng tiêu thụ ổn định)
- Giá bán phân bón giảm nhẹ 1-7%
- Giá khí và lưu huỳnh giảm mạnh (20-32%)
- Miễn thuế GTGT làm giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp phân bón
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón suy giảm ngoại trừ DPM và QBS

**Thị trường phân bón trong nước vẫn trong tình trạng cung vượt cầu:**

- **Sản lượng sản xuất tăng nhẹ:** tính chung 11 tháng đầu năm Việt Nam sản xuất được 6,018 nghìn tấn phân bón các loại, tăng 1% so với cùng kỳ 2014. Trong đó, sản xuất phân DAP tăng mạnh nhất với 68%, đạt 429 nghìn tấn do nhà máy DAP số 2 đi vào hoạt động, theo sau là sản xuất phân đạm ure tăng 3%, đạt 2,049 nghìn tấn. Ngược lại sản xuất phân lân và NPK lại giảm lần lượt 12% và 1%.

**Sản lượng sản xuất theo từng loại phân bón trong 11 tháng đầu năm****Cơ cấu tiêu thụ phân bón của Việt Nam năm 2015**

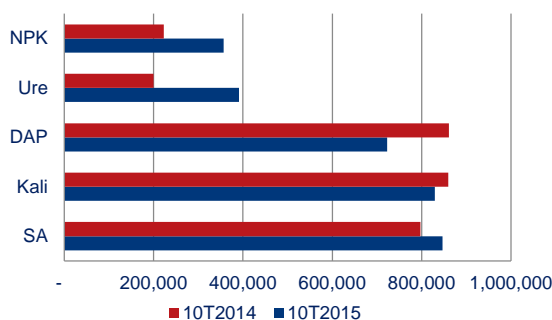
Nguồn: Bộ Công Thương

Nguồn: Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn

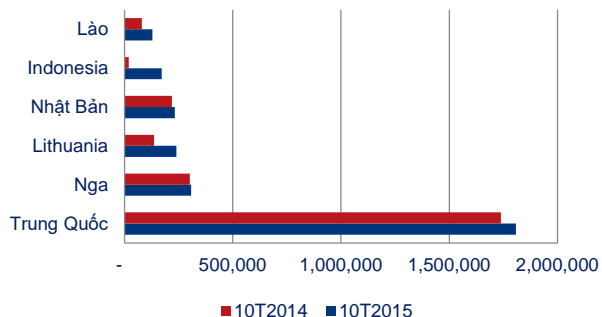
- **Sản lượng tiêu thụ ổn định:** trong 11 tháng đầu năm 2015, Việt Nam ước tính tiêu thụ 9,346 nghìn tấn phân bón các loại. Tính cả năm 2015, Việt Nam ước tính tiêu thụ 10,760 nghìn tấn phân bón các loại - tương đương với sản lượng 2014.

- **Sản lượng xuất khẩu phân bón giảm mạnh:** Việt Nam ước tính xuất khẩu được 722 nghìn tấn phân bón các loại trong 11 tháng đầu năm 2015, trị giá 258 triệu USD, giảm khoảng 26% so với cùng kỳ 2014.
- **Sản lượng nhập khẩu phân bón tăng trở lại:** sau khi giảm vào năm 2014, trong 11 tháng đầu năm 2015, Việt Nam nhập khẩu khoảng 4,050 nghìn tấn phân bón các loại, trị giá 1,282 triệu USD, tăng lần lượt 14% và 10% so với cùng kỳ 2014. Trong đó sản lượng nhập khẩu urea có mức tăng trưởng đột biến, đạt 522 nghìn tấn, trị giá 157 triệu USD, tăng 144% so với cùng kỳ 2014 do việc hàng loạt nhà máy tiến hành bảo dưỡng, sửa chữa trong quý II như Đạm Phú Mỹ, Đạm Hà Bắc, Đạm Ninh Bình và trong quý III như Đạm Cà Mau. SA và Kali vẫn là 2 loại phân bón nhập khẩu nhiều nhất của Việt Nam do trong nước không sản xuất được. Trung Quốc tiếp tục là nước nhập khẩu phân bón lớn nhất vào Việt Nam với tỷ trọng khoảng 50%.

**Sản lượng nhập khẩu theo các loại phân bón chính trong 10 tháng đầu năm (tấn)**

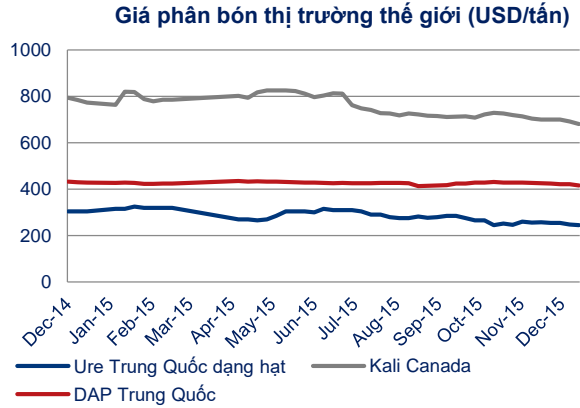
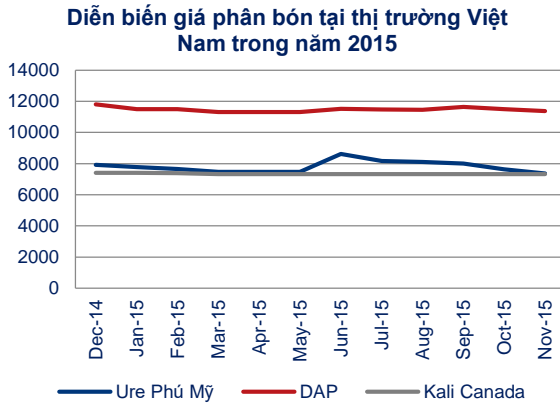


**Sản lượng nhập khẩu theo các thị trường chính trong 10 tháng đầu năm (tấn)**



*Nguồn: Tổng cục Hải quan*

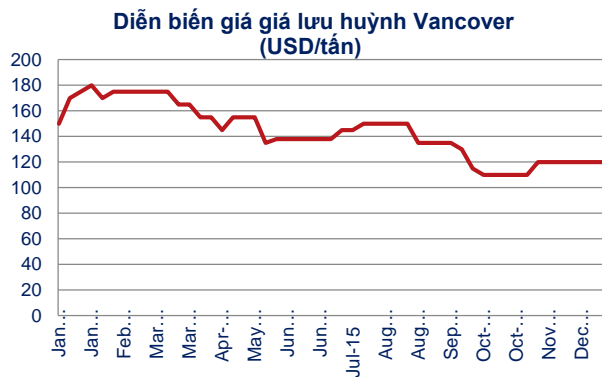
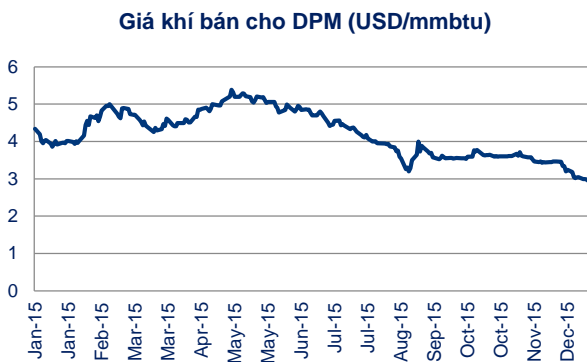
**Giá phân bón tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2015:** ảnh hưởng của xu hướng giảm giá phân bón trên thị trường thế giới, giá phân bón tại Việt Nam cũng giảm tương tự nhưng với mức giảm thấp hơn. Tính đến tháng 11 năm 2015, giá phân bón ure Trung Quốc, DAP Trung Quốc và Kali Canada đã có mức giảm lần lượt là 16%, 1% và 10% so với thời điểm đầu năm. Trong khi đó mức giảm giá này ở Việt Nam là 7%, 4% và 1%.



*Nguồn: BSC tổng hợp, Bloomberg*

**Việc tăng tỷ giá và biên độ giao động tỷ giá USD/VND giúp nâng cao sức cạnh tranh của phân bón trong nước:** trước kia, giá phân bón Trung Quốc nhập khẩu thường thấp hơn giá phân bón trong nước khoảng 100- 500 đồng/kg. Mặc dù Trung Quốc phá giá đồng nhân dân tệ, nhờ việc tăng tỷ giá và biên độ giao động tỷ giá USD/VND đã giúp giá các loại phân bón trong nước ngang bằng phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc

**Giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh:** ảnh hưởng chung của xu hướng giảm giá dầu thô, tính đến tháng 21/12/2015, giá dầu FO tại thị trường Singapore đã giảm khoảng 41% so với thời điểm đầu năm kéo theo giá khí bán cho DPM<sup>3</sup> giảm khoảng 32%. Tương tự giá lưu huỳnh cho sản xuất phân lân cũng giảm 20% trong cùng giai đoạn.



*Nguồn: BSC ước tính, Bloomberg*

<sup>3</sup> Giá khí bán cho DPM được tính bằng 46% giá dầu FO trung bình tháng trước của thị trường Singapore theo tạp chí Platts cộng với chi phí vận chuyển 0.92 USD/MMBTU

**Miễn thuế giá trị gia tăng cho mặt hàng phân bón gây khó khăn cho các doanh nghiệp:** từ ngày 1/1/2015, các mặt hàng phân bón sẽ thuộc đối tượng không chịu thuế GTGT từ khâu nhập khẩu đến khâu sản xuất, thương mại bán ra thay vì chịu thuế suất thuế GTGT 5% như trước. Việc miễn thuế này sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón vì không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào của các chi phí như điện, than, phụ gia, vỏ bao, chi phí quản lý, bán hàng... Ước tính giá trị thuế GTGT không được khấu trừ của LAS ở mức khoảng 100 tỷ đồng và của DPM ở mức khoảng 400 tỷ đồng trong năm 2015.

**Nhiều doanh nghiệp sản xuất phân bón niêm yết:** trong năm 2015, nhiều doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân bón tiến hành cổ phần hóa và niêm yết giúp mở rộng quy mô và tăng tính đa dạng của ngành trên thị trường chứng khoán. Trong đó có nhiều doanh nghiệp lớn như Đạm Cà Mau, Phân bón Bình Điền, và 4 công ty con của DPM là CTCP Phân bón và hóa chất dầu khí Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ, Miền Trung và Miền Bắc.

**Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón suy giảm:** tính chung 9 tháng đầu năm 2015 đa số các doanh nghiệp phân bón đều có kết quả kinh doanh suy giảm do giá bán phân bón giảm và chi phí tăng lên do không được khấu trừ VAT đầu vào. Tuy nhiên DPM ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về lợi nhuận do giá khí giảm theo giá dầu. QBS ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh do sản lượng tiêu thụ tăng lên.

	Sản phẩm chính	DT 9T2015	%y.o.y	LNST 9T2015	%y.o.y	Biên lợi nhuận gộp 9T2015	Biên lợi nhuận gộp 9T2014	P/E	P/B
DPM	Ure	7,470	5%	1203	24%	31.59%	25.72%	8.98	1.31
BFC	NPK	4,711	-6%	201	-6%	12.05%	10.03%	4.91	1.50
DCM	Ure	3,950		466		32.34%		8.08	1.19
LAS	NPK, phân lân	3,486	-7%	203	-15%	23.81%	18.31%	5.57	1.66
QBS	Thương mại	2,755	77%	70	17%	3.62%	7.51%	3.69	0.90
PSE	Thương mại	2,019	-7%	20	-9%	4.04%	3.74%	4.99	0.93
PCE	Thương mại	1,898	1%	16	-45%	3.36%	3.94%	3.53	0.82
PSW	Thương mại	1,879	10%	22	-8%	3.17%	3.22%	5.49	1.19
SFG	NPK, phân lân	1,786	0%	75	-9%	10.40%	12.64%	6.00	1.02
PMB	Thương mại	1,146	13%	22	0%	5.22%	5.45%	5.69	1.30
VAF	Phân lân	895	0%	56	-7%	24.36%	20.07%		
NFC	Phân lân	398	-22%	14	-48%	20.23%	22.16%	6.50	1.08

Nguồn: BSC tổng hợp

## Ngành Mía đường 2014/2015 [Dấu hiệu hồi phục]

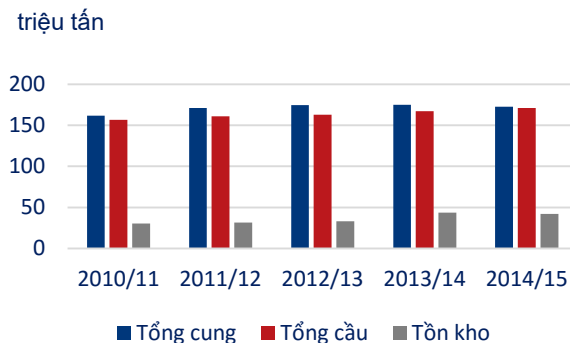
- Quy mô dư cung đường của thế giới giảm 81% so với vụ trước, tồn kho còn lớn
- Giá đường thế giới tiếp tục xu hướng giảm, mức giảm 11.7% so với vụ trước
- Mức dư cung đường trong nước giảm 38% so với vụ trước, tồn kho vẫn cao
- Giá đường trung bình trong nước giảm nhẹ, 9.15% với đường RS và 3.5% với đường RE
- Hai thương vụ sáp nhập: SEC sáp nhập vào SBT, NHS sáp nhập vào BHS
- Kết quả SXKD các doanh nghiệp mía đường niêm yết đa phần khả quan

### Thị trường đường thế giới

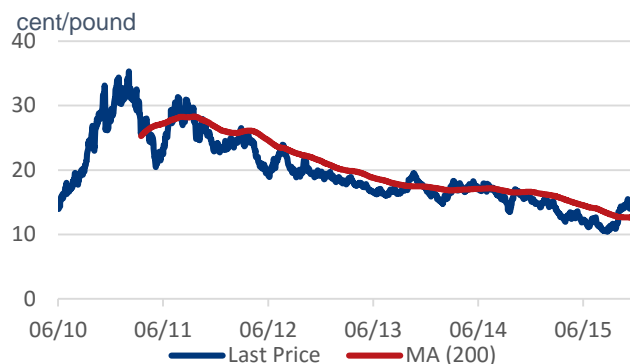
**Lượng cung tiếp tục vượt cầu nhưng quy mô giảm mạnh so với cùng kì năm trước, tồn kho cao:** Vụ 2014/2015 (T7/2014- T6/2015), tổng sản lượng sản xuất trên thế giới đạt khoảng 172.5 triệu tấn (-1.5% yoy), trong khi tổng lượng tiêu dùng đạt khoảng 171.0 triệu tấn (+2.2% yoy). Như vậy, dư cung khoảng 1.46 triệu tấn, giảm 81% so với mức dư cung 7.73 triệu tấn của vụ 2013/2014. Tồn kho giảm, cuối vụ 2014/15 còn 42.2 triệu tấn.

**Giá đường thế giới vụ 2014/2015 tiếp tục xu hướng giảm từ những vụ trước:** Giá đường thế giới tiếp tục giảm từ mức trung bình 18.84 cent/pound trong vụ 2013/14 xuống 16.64 cent/pound trong vụ 2014/15 (-11.7%) do **(1)** lượng cung vẫn vượt cầu, đặc biệt tại 2 nước xuất khẩu nhiều nhất là Ấn Độ và Brazil, Thái Lan **(2)** Brazil là nước xuất khẩu đường lớn nhất, trong 2015 đồng tiền Brazil – Real - giảm giá trị mạnh so với đồng USD, khiến cung đường tăng lên (đường được niêm yết giá bằng USD) **(3)** Ấn Độ, nước sản xuất đường lớn thứ 2 thế giới sau Brazil khuyến khích xuất khẩu với quy định các nhà sản xuất phải để ít nhất 4 triệu tấn đường dành cho xuất khẩu, khiến nguồn cung đường tăng.

### Tổng cung, cầu đường thế giới từ 2010-2015



### Giá đường thô thế giới 2010-2015



Nguồn: USDA, BSC tổng hợp

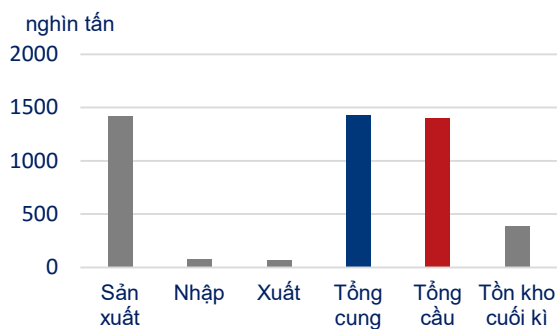
Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

### Thị trường đường trong nước

**Tổng cung lớn hơn tổng cầu với mức dư cung giảm, tồn kho còn lớn:** Trong vụ 2014/2015, 41 nhà máy đường trên cả nước với công suất thiết kế 105,000 TMN (+ 7.1% yoy) sản xuất được 1.42 triệu tấn đường (-10.8% yoy), trong đó đường tinh luyện là 700,000 tấn (-6.7%) do diện tích mía cả nước giảm 4,400 ha xuống còn 305,000 ha (-1.4%) mặc dù sản lượng mía bình quân tăng nhẹ lên 65.3 tấn/ha (+1%). Lượng đường nhập khẩu theo quota là 81,000 tấn đường. Như vậy tổng cung đường trong vụ 2015 là khoảng 1.5 triệu tấn đường. Trong khi đó, cầu trong nước khoảng 1.40 triệu tấn, đã bao gồm khoảng 70,000 tấn đường xuất khẩu. Như vậy, dư cung khoảng 100,000 tấn, giảm 38% so với vụ trước. Tồn kho tính đến 15/6/2015 còn khoảng 389,000 tấn, vẫn còn cao nhưng đã giảm 160,000 tấn so với vụ trước (-29%).

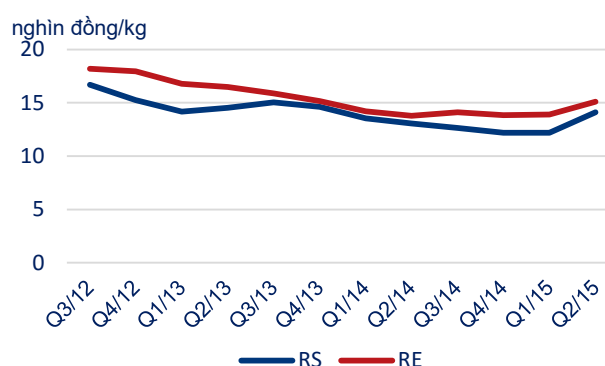
**Giá đường trung bình niên vụ 2014/15 tiếp tục giảm nhẹ so với vụ trước:** Cụ thể, đường RS bán buôn ở mức 12,780 đ/kg, giảm 9.15% và đường RE ở mức 14,240 đ/kg, giảm 3.5% so với niên vụ trước. Tuy nhiên, mức giá này vẫn gấp khoảng 1.5 lần giá đường thế giới. Nguyên nhân là vì chi phí sản xuất đường trong nước cao hơn chi phí trên thế giới do **(1)** Năng suất mía ở Việt Nam thuộc vào loại thấp trên thế giới với 1.6 triệu tấn đường và 5.5 tấn đường/ha trong khi Thái Lan đạt mức 10 triệu tấn đường và 7.1 tấn đường/ha, Brazil khoảng 38 triệu tấn đường, 8.1 tấn đường/ha **(2)** Mức cơ giới hóa thấp, chỉ khoảng 10-20% so với mức 80-90% của các nước sản xuất lớn thế giới **(3)** Sản xuất nhỏ lẻ, công suất trung bình một nhà máy là 3,250 TMN, thấp hơn nhiều so với công suất trung bình 7,000- 8,000 TMN của nhà máy ở Thái Lan, Ấn Độ, Brazil và **(4)** Việc thu hồi giá trị từ phụ phẩm cây mía cũng chưa được khai thác đúng mức.

#### Cung cầu đường trong nước niên vụ 2014/15



Nguồn: Viện mía đường Việt Nam, BSC tổng hợp

#### Giá đường bán buôn trong nước niên vụ 2012/13-2014/15



Nguồn: Viện mía đường Việt Nam, BSC tổng hợp



**Hai thương vụ sáp nhập lớn trong ngành diễn ra trong 2015 là SEC sáp nhập vào SBT và NHS sáp nhập vào BHS.** Trong 2015, SBT hoàn thành chuyển đổi cổ phiếu tỷ lệ SBT:SEC = 1:1.05 để sở hữu 100% SEC và đưa SEC thành công ty con 100% vốn sở hữu của SBT. Vốn điều lệ của SBT sau đó sẽ tăng 25% lên 1,856 tỷ đồng, trở thành DN có vốn hóa và nguồn lực sản xuất lớn nhất ngành đường. Trong 2015, BHS cũng phát hành cổ phiếu tỷ lệ 1:1 để hoán đổi mua lại NHS, đưa NHS thành công ty con 100% vốn sở hữu của BHS nhằm tăng nguồn nguyên liệu và mở rộng quy mô sản xuất.

### Đánh giá KQKD của các doanh nghiệp niêm yết

Tính đến hết 3 quý 2015, toàn bộ 6 doanh nghiệp mía đường niêm yết trên thị trường đều có lãi, khả quan hơn so với 9T2014 với chỉ 5/6 DN có lãi (trừ KTS).

DTT 9T2015 của SBT giảm nhẹ 1.3%, của LSS giảm 10% so với cùng kì 2014 do sản lượng mía giảm, không đủ cho sản xuất. Trong khi đó, SLS có DTT tăng mạnh 50%, BHS tăng 20.56% so với 9T2014.

Biên LNG nhìn chung đều cải thiện hơn so với cùng kì năm trước một phần do giá đường trong nước đã cải thiện, trong đó đáng chú ý là SLS có biên LNG cao nhất ngành với 16.4%, gần gấp đôi mức 8.78% trong 2014; KTS có biên LNG đạt mức 14%, gấp 3 lần mức biên 4.7% trong 9T2014. BHS và SBT có mức cải thiện biên LNG từ lần lượt 9.1 % và 12% trong 2014 lên 12% và 15.7% trong 2015. Riêng LSS có biên LNG giảm từ 14.5% xuống 12.2% một phần vì tăng sản xuất đường từ đường thô vốn có biên LNG thấp.

Mã	TTS 9T2015	DTT 9T2015	% trên DTT 9T2015					Giá 31/12/15	EPS T12M	BVPS	PE	PB	ROE	ROA
			LN gộp	Lãi vay	Cp BH	Cp QLDN	LN thuần							
SBT	5,273	1,737	16%	3%	3%	3%	10%	24,100	1,277	13,654	18.87	1.77	7%	3%
BHS	2,461	2,704	12%	2%	3%	4%	4%	19,500	1,718	7,701	11.35	2.53	10%	4%
SLS	271	516	16%	0%	1%	2%	7%	51,500	9,969	32,265	5.17	1.60	33%	27%
LSS	2,369	1,090	12%	3%	3%	3%	3%	9,000	409	21,113	22.00	0.43	2%	1%
KTS	140	203	14%	3%	1%	5%	6%	15,500	2,320	25,049	6.68	0.62	9%	8%

Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, BSC tổng hợp

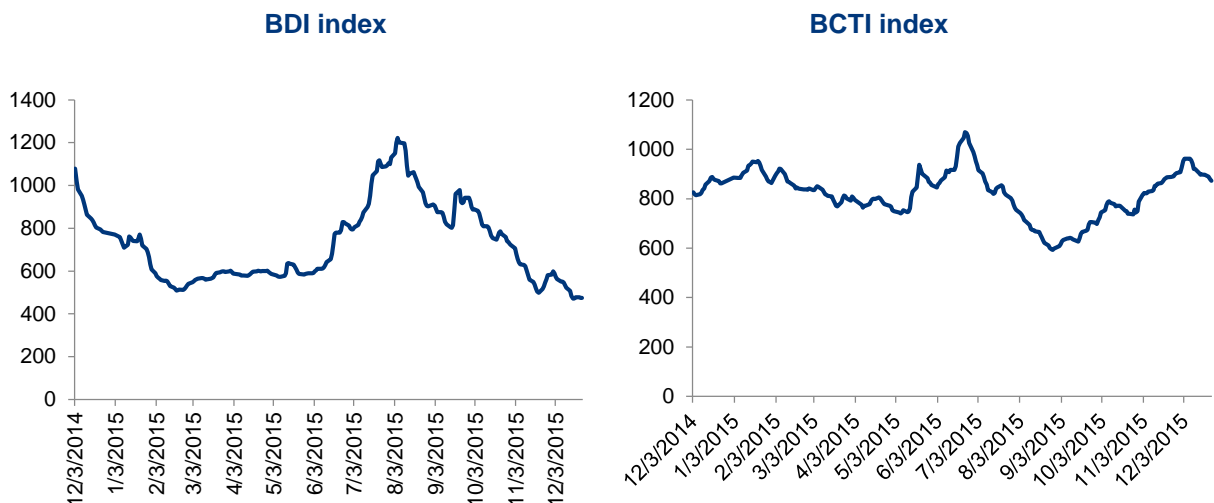
Chú thích: đơn vị của TTS và DTT - tỷ đồng

### Ngành Vận tải biển 2015 [Vẫn rất khó khăn]

- Thị trường vận tải biển thế giới khó khăn do nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc giảm.
- Các doanh nghiệp vận tải biển vay nợ ngoại tệ chịu ảnh hưởng tiêu cực khi tỷ giá USD tăng
- Kết quả kinh doanh tiếp tục kém khả quan.

**Chỉ số giá vận tải hàng rời BDI index thấp nhất từ trước tới nay.** Để duy trì kinh doanh có lãi cho các doanh nghiệp vận tải biển hàng khô, rời, BDI index cần nằm ở mức 2,000 điểm. Tuy nhiên, tính đến 4/12/2015, BDI index đóng cửa ở mức 563 điểm. Nguyên nhân chủ yếu (1) Nhu cầu vận chuyển hàng rời giảm do sự sụt giảm sản xuất, nhập khẩu của Trung Quốc (nước đứng đầu về nhập khẩu quặng sắt(50%), than(25%), khoáng sản). 8T2015, lượng than nhập khẩu giảm 31% so với 2014. Thương mại quặng sắt cũng có tốc độ tăng trưởng chậm nhất kể từ năm 2001 do sản lượng thép toàn cầu giảm. (2) Nguồn cung tàu hàng rời tiếp tục tăng. Tổng trọng tải tàu đóng mới đạt 39.7 triệu DWT trong khi đó trọng tải tàu bị loại bỏ chỉ 23.8 triệu DWT, tương ứng tốc độ tăng 2.1%.

**Chỉ số vận tải hàng lỏng BCTI tăng nhanh.** 3/10/2015, BDTI index ở mức 745 điểm (+15%yoy). Giá dầu có xu hướng giảm làm tăng nguồn cầu do các nước, đặc biệt là Trung Quốc tăng mua dầu dự trữ, đồng thời giảm chi phí đầu vào cho đội tàu hàng lỏng thế giới.



Nguồn: Bloomberg.

**Sản lượng hàng hóa vận chuyển tăng trưởng cao nhưng doanh thu giảm.** 9T2015, tổng sản lượng vận tải biển đạt 21.4 triệu tấn (+104% yoy), sản lượng vận tải nội địa tăng khoảng 8-10% so với cùng kỳ năm 2014, trong đó toàn bộ 34 tàu container đã được đưa vào khai thác. Tuy nhiên, doanh thu toàn ngành chỉ đạt 13.227 tỷ đồng (-21%yoy), do giá cước giảm.

**Vận tải biển hàng lỏng hưởng lợi từ sự mở rộng sản xuất của nhà máy lọc dầu Dung Quất.** Sản lượng dầu sản xuất tăng là nguồn cầu quan trọng khi đa số đội tàu hàng lỏng làm hợp đồng định hạn, vận chuyển dầu cho nhà máy Dung Quất. Ước tính, hiệu suất khai thác đội tàu hàng lỏng năm 2015 đạt 80% nhờ năm 2015, nhà máy lọc dầu Dung Quất tăng sản lượng sản xuất lên 6.8 triệu tấn xăng (+25%yoy).

**Các hãng vận tải biển nội địa chỉ chiếm ~10% thị phần,** trong đó vận tải hàng khô chiếm 12%, hàng container chiếm 8%, hàng lỏng chiếm 8%. Đội tàu Việt Nam chủ yếu chỉ vận tải hàng xuất nhập khẩu đi các nước Trung Quốc, Đông Nam Á, châu Á, còn các thị trường lớn như châu Mỹ, châu Âu do các hãng tàu nước ngoài đảm nhận. Nguyên nhân chính (1) Thói quen thương mại mua CIF bán FOB của các chủ hàng Việt Nam. (2) Đội tàu không đồng bộ, chủ yếu là tàu trọng nhỏ, hàng rời nên hạn chế khả năng hoạt động trên các tuyến biển xa. 6T2015, cả nước có 1,809 tàu vận tải biển các loại: 1,200 tàu hàng rời, 33 tàu container, 165 tàu hóa chất và chỉ khoảng 500 tàu chạy tuyến quốc tế (3) Thiếu tính liên kết giữa các nhân tố trong chuỗi logistics, dẫn đến tình trạng thiếu hàng vận chuyển khi lượng cầu vẫn còn.

### Kết quả kinh doanh 9T2015

**9T2015, kết quả kinh doanh có sự phân hóa.** Trong khi các công ty vận tải dầu khí có DTT tăng trưởng như GSP nhờ ký được hợp đồng định hạn ổn định, tăng sản lượng sản xuất của nhà máy lọc dầu Dung Quất và dư nợ vay ngoại tệ thấp, hầu hết các công ty vận tải hàng rời và hợp đồng chuyến có doanh thu và lợi nhuận giảm do sự giảm tốc của nền kinh tế, sản xuất công nghiệp của Trung Quốc và đồng USD tăng giá khoảng 5% so với đầu năm 2015. Tổng DTT 9T2015 của các doanh nghiệp niêm yết đạt 9.169 tỷ đồng (-4,6%yoy) và LNST đạt 243 tỷ đồng (-45%yoy).

### Kết quả kinh doanh 9T2015

Mã CK	HĐKD chính	DTT		BLN Thuần		LNST		P/E	P/B
		9T2015	%yoy	9T2015	9T2014	9T2015	%yoy		
PVT	Vận tải Dầu thô	4,043,381	4%	7%	6%	252	-12%	7.89	0.82
VTO	Vận tải xăng dầu	997,211	-14%	2%	4%	30	-26%	12.41	0.49
PJT	Vận tải xăng dầu	288,982	4%	7%	3%	16	48%	5.46	0.71
GSP	Vận tải Sản phẩm khí	756,334	6%	10%	7%	60	64%	8.3	1.05
VIP	Vận tải dầu, BDS, bán xăng dầu	432,843	-18%	8%	6%	30	25%	3.63	0.56
SKG	Vận tải hành khách	236,770	38%	60%	48%	137	73%	13	4.23
TJC	Vận tải hàng rời	149,781	-12%	8%	4%	12	-25%	4.89	0.61
VFR	Thuê và cho thuê tàu	280,907	-35%	-1%	-3%	-3	N/A	N/A	0.88
VNA	Vận tải hàng rời	468,749	-12%	-15%	-9%	-58	N/A	N/A	0.36
VOS	Vận tải hàng rời	1,233,139	-29%	-23%	-9%	-273	N/A	5.55	0.47
HTV	Vận tải hàng rời	151,507	4%	17%	10%	21	108%	5.78	0.53
TCO	Vận tải hàng rời, container	130,134	-8%	16%	14%	19	13%	7.3	0.91
	Trung bình		8%	7%				7.42	0.97

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC tổng hợp

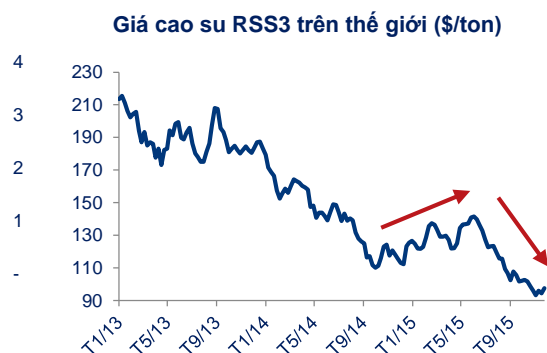
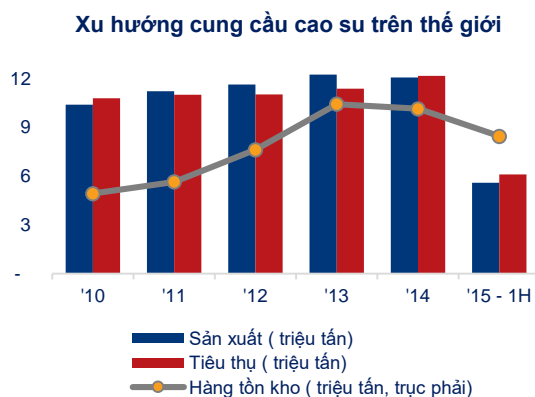
### Ngành Cao su tự nhiên 2015 [Khó khăn]

- Nguồn cung cao su giảm nhẹ 0.9% yoy; nhu cầu cao su toàn cầu tăng trưởng 1.8% trong 2015
- Giá cao su giảm sâu trong nửa cuối 2015, và về mức đáy trong 6 năm
- Sản lượng cao su xuất khẩu ở Việt Nam tăng 7.4% yoy trong 11 tháng đầu năm, nhưng giá trị giảm -12.9% yoy
- Giá cao su xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục giảm sâu, trung bình 2015 giảm -21% yoy
- Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết suy giảm trong 9T2015

#### Tình hình cao su thế giới – Khó khăn

**Nguồn cung cao su giảm nhẹ.** Trong 10 tháng đầu năm 2015, sản lượng cao su sản xuất của Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC), đại diện 92% tổng sản lượng cao su toàn cầu giảm nhẹ 0.9% yoy. Các yếu tố ảnh hưởng đến mức giảm trên bao gồm:

- **Các chính sách điều tiết nguồn cung của ITRC** (International Tripartite Rubber Council) bao gồm Thái Lan, Indonesia và Malaysia, cung cấp đến 70% tổng sản lượng cao su toàn cầu. Cụ thể: **(1)** Điều chỉnh sản lượng cao su xuất khẩu để đạt mức giá hợp lý **(2)** Cho chặt bỏ các vườn cây cao su ngoài quy hoạch và **(3)** tăng cường sức tiêu thụ cao su trong nước, tăng 5.9% yoy trong năm 2015.
- **Người dân chủ động chặt bỏ vườn cao su:** Thời tiết không thuận lợi, và giá cao su duy trì ở mức thấp trong nhiều năm khiến nhiều người dân ở Ấn Độ và Indonesia (cung cấp 30% sản lượng cao su thế giới) đã đốn hạ vườn cây cao su. Cho mùa thu hoạch 2015, sản lượng cao su hai nước trên ước tính lần lượt giảm -13.4% yoy và -10% yoy.



Nguồn: IRSG, Bloomberg, BSC tổng hợp

**Nhu cầu cao su tăng trưởng chứng lại ở mức 1.8% trong 2015**, theo dự báo của IRGS, thấp hơn đáng kể so với tăng trưởng 6.7% của năm 2014 do sản lượng tiêu thụ của Trung Quốc giảm và do giá dầu ở mức thấp. Trung Quốc, quốc gia tiêu thụ 40% tổng sản lượng cao su, đã nhập khẩu 2,172 tấn cao su tự

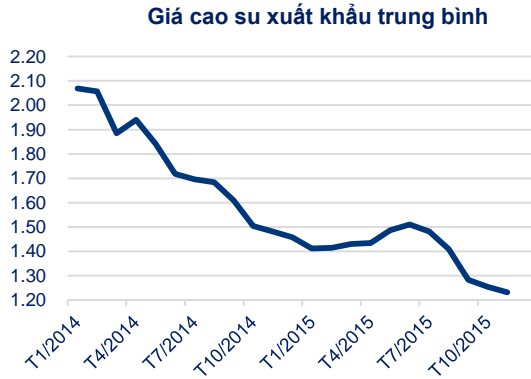
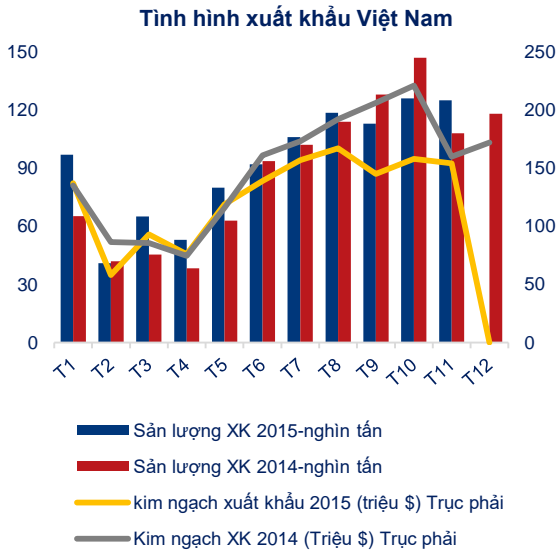
nhiên trong 10T2015, tăng trưởng 3% yoy, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trung bình 12.04% / năm giai đoạn 2010-2014. Bên cạnh đó, việc giá dầu ở mức thấp đã làm giảm chi phí sản xuất cao su tổng hợp, là sản phẩm thay thế cao su trong nhiều lĩnh vực. Trong 2015, việc giá cao su tổng hợp giảm đã đưa lại mức tăng 35% yoy trong sản lượng tiêu thụ cao su tổng hợp của Trung Quốc, gián tiếp giảm nhu cầu cao su tự nhiên.

#### **Giá cao su phục hồi nhẹ vào nửa đầu 2015, trước khi giảm sâu về mức thấp nhất trong 6 năm qua.**

Những biện pháp điều tiết nguồn cung của nhóm IRTC vào tháng 11/2014 đã giúp khôi phục giá cao su thế giới những tháng đầu năm 2015, lên mức cao nhất là \$141/tấn (+12.4% so với mức giá cuối 2014). Tuy nhiên tới nửa sau 2015, sự giảm sút trong sức cầu Trung Quốc, cùng với việc giá dầu thô giảm sâu trong 6 tháng cuối năm tạo sức ép khiến giá cao su giảm mạnh, hiện đang ở mức đáy của 6 năm qua, khoảng \$95/tấn cao su.

#### **Ngành cao su thiên nhiên Việt Nam 2015 – Khó khăn**

**Sản lượng cao su xuất khẩu tăng, nhưng giá trị giảm:** Theo thống kê sơ bộ của Tổng cục Hải quan, xuất khẩu cao su tự nhiên trong 11 tháng đầu năm ước đạt 1,017 nghìn tấn (+7.4% yoy), với giá trị đạt 1.4 tỷ USD (-12.9% yoy), do giá cao su xuất khẩu trung bình giảm 21% yoy. Sản lượng xuất khẩu ở Việt Nam đóng góp khoảng 80-85% sản lượng tiêu thụ cao su toàn quốc. Sản lượng cao su xuất khẩu đạt mức tăng tốt +23% yoy trong 6 tháng đầu năm nhờ việc nguồn cung toàn cầu giảm trong nửa đầu năm (-2.5% yoy). Tuy nhiên, sản lượng cao su xuất khẩu giảm nhẹ -2% yoy trong nửa cuối năm do (1) Hoạt động xuất khẩu tiểu ngạch sang Trung Quốc bị đình trệ trong nửa đầu tháng 8 do mưa lũ ở Quảng Ninh và (2) Giá dầu thô ở mức thấp trong nửa sau 2015 làm tăng sản lượng tiêu thụ cao su tổng hợp, qua đó làm giảm nhu cầu của cao su tự nhiên.

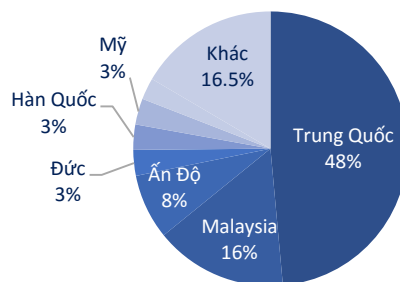


*Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp*

**Nguồn cung trong nước vẫn ở mức cao.** Theo cục Trồng Trọt – Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, trong 2014-2015, cả nước đã chặt bỏ hơn 6,000 ha dưới ảnh hưởng của việc giá cao su ở mức thấp. Tuy vậy, lượng diện tích chặt bỏ chỉ chiếm 0.6% tổng diện tích trồng cao su ở Việt Nam, hiện ở mức 977,000 ha trồng cao su hiện nay. Diện tích trồng cao su thực tế ở Việt Nam đang vượt quá hơn 20% tổng diện tích quy hoạch đề ra của nhà nước cho giai đoạn 2015-2020.

**Giá cao su xuất khẩu đã phục hồi nhẹ trong nửa đầu 2015, trước khi giảm sâu từ tháng 8.** Sản lượng xuất khẩu tăng tốt trong nửa đầu năm giúp cho giá cao su hồi phục nhẹ từ mức trung bình \$1.41/kg đầu năm lên \$1.51/kg vào thời điểm tháng 6/2015 (+7%). Tuy vậy, ảnh hưởng của giá dầu trong nửa cuối năm khiến cao su giảm giá sâu, hiện ở mức đáy trong 6 năm trở lại đây. Xét trung bình 11 tháng đầu năm, giá cao su ở mức \$1.4/kg (-21% yoy).

**Các nước xuất khẩu cao su chính của Việt Nam- 10T 2015**



*Nguồn: BSC tổng hợp*

**Xét về thị trường xuất khẩu, Trung Quốc tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của cao su Việt Nam.** Sản lượng xuất khẩu qua Trung Quốc trong 10 tháng đầu năm đạt 374.7 tấn (+25% yoy). Xuất khẩu

qua Mỹ cũng đạt mức tăng trưởng tốt 17% yoy. Các quốc gia còn lại như Malaysia, Ấn Độ và Đức đều có sự suy giảm trong sản lượng xuất khẩu, lần lượt là -12%, -8% và -5%

**Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cao su tự nhiên đều giảm sút**, dưới ảnh hưởng của việc giá cao su giảm sâu. Chỉ có duy nhất TNC ghi nhận mức tăng lợi nhuận tốt, nhưng là nhờ đóng góp từ các khoản thanh lý vườn cây cao su.

Mã	Doanh thu 9T2015 (tỷ đ)	% yoy	LNTT 9T2015 (tỷ đ)	%yoy	Sản phẩm chính	Chú thích
TNC	64.5	32.7%	19.0	34.3%	mủ sơ chế SVR3L, SVR5, RSS	Doanh thu tăng tốt nhờ sức tăng trong mảng kinh doanh hạt điều. Doanh thu hoạt động cao su giảm nhẹ -2% yoy. Thu nhập từ thanh lý cao su đóng góp 27.5 tỷ đồng, hoạt động gốc ghi nhận
TRC	244.3	-28.7%	36.3	-68.8%	Latex	Biên lợi nhuận gộp giảm sút do giá cao su sụt giảm
DPR	496.8	-23.0%	176.2	-2.2%	SVR 3L; SVR 10; latex	Thu nhập từ hoạt động thanh lý cao su đóng góp 88% tổng thu nhập. Lợi nhuận thuần giảm mạnh -50%
HRC	58.2	-52.2%	37.1	-20.8%	SVR 3L; SVR 10	
PHR	834.0	-26.0%	82.4	-58.9%	CV50, CV 60, CVR	

Nguồn: BSC tổng hợp



**Khuyến cáo sử dụng**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

**Lê Thị Hải Đường**  
**Trưởng phòng TVĐT Hội sở**  
 Tel: 0439352722 (155)  
 Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

**Trần Thăng Long**  
**Trưởng Phòng Phân tích**  
 Tel: 0439352722 (118)  
[longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

**Lương Thu Hương**  
 Thép, Xi măng, Gạch men, Công  
 nghệ  
[huonglt@bsc.com.vn](mailto:huonglt@bsc.com.vn)  
**Nguyễn Hồng Hà**  
 BĐS, Xây dựng  
[hanh@bsc.com.vn](mailto:hanh@bsc.com.vn)  
**Lê Thị Trang**  
 Dệt may, Mía đường, Sữa  
[tranglt@bsc.com.vn](mailto:tranglt@bsc.com.vn)

**Trần Thị Hồng Tươi**  
 Ngân hàng, Dược, Nhựa, Săm  
 lốp  
[tuoith@bsc.com.vn](mailto:tuoith@bsc.com.vn)  
**Chu Tuấn Phong**  
 Cảng biển, Vận tải biển, Thủy  
 sản  
[phongct@bsc.com.vn](mailto:phongct@bsc.com.vn)

**Vũ Thu Hà**  
 Dầu khí, Phân bón, Điện  
[Havt@bsc.com.vn](mailto:Havt@bsc.com.vn)  
**Nguyễn Bảo Hoàng Lê**  
 Bảo hiểm, Cao su, Ô tô  
[thanhptn@bsc.com.vn](mailto:thanhptn@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
 Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
 35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
 Tel: 84 4 39352722  
 Fax: 84 4 22200669  
 Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
 Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
 Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
 Tel: 84 8 3 8218885  
 Fax: 84 8 3 8218510  
 facebook: [www.Facebook.com/BIDVSecurities](http://www.Facebook.com/BIDVSecurities)





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

**TRỤ SỞ CHÍNH**

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

**CHI NHÁNH**

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