

TTCK Việt Nam: Nâng tầm chất lượng-Kỳ vọng tăng trưởng

NỘI DUNG

KINH TẾ VĨ MÔ VÀ TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Tóm tắt kinh tế Việt Nam và Thị trường Chứng khoán năm 2015-2016	1-2
Triển vọng kinh tế Thế giới năm 2016	3-4
Triển vọng Kinh tế Việt Nam năm 2016	5-8
Triển vọng Thị trường Chứng khoán năm 2016	8-10
Dự báo xu hướng VN-Index theo phương pháp Phân tích kỹ thuật	11-12

PHÂN TÍCH NGÀNH VÀ KHUYẾN NGHỊ

• Ngành Bất động sản - Khuyến nghị MUA	13-16
• Ngành Ô tô và Phụ tùng - Khuyến nghị MUA	17-19
• Ngành Hàng hóa Phi tiêu dùng - Khuyến nghị MUA	20-22
• Ngành Hàng hóa Tiêu dùng - Khuyến nghị MUA/GIỮ	23-25
• Ngành Dệt may - Khuyến nghị MUA	26-28
• Ngành Vật liệu Xây dựng - Khuyến nghị MUA/GIỮ	29-31
• Ngành Cảng biển và Hậu cần - Khuyến nghị MUA/GIỮ	32-34
• Ngành Ngân hàng - Khuyến nghị GIỮ	35-38
• Ngành Thủy sản - Khuyến nghị GIỮ	39-40
• Ngành Cao su và Lốp xe - Khuyến nghị BÁN	41-43
• Ngành Dầu khí - Khuyến nghị GIỮ	44-46

Mặc dù kinh tế Việt Nam năm 2015 vẫn tăng trưởng thuộc nhóm cao nhất trên thế giới (> 6%) với các yếu tố nội tại ổn định và đang trong chu kỳ tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên, những yếu tố chính từ bên ngoài đã tác động mạnh và ảnh hưởng trực tiếp đến Thị trường Chứng khoán Việt Nam. Cụ thể VN-Index chỉ tăng mức khiêm tốn 6,1% khi trải qua những thách thức như giá dầu thô giảm mạnh-ảnh hưởng nhóm cổ phiếu ngành dầu khí, tỷ giá USD/VND tăng 5% cùng với việc FED tăng lãi suất tác động đến dòng tiền Nước ngoài đầu tư vào Thị trường Chứng khoán Việt Nam và các yếu tố tiêu cực khác.

Triển vọng Kinh tế Việt Nam và Thị trường Chứng khoán năm 2016.

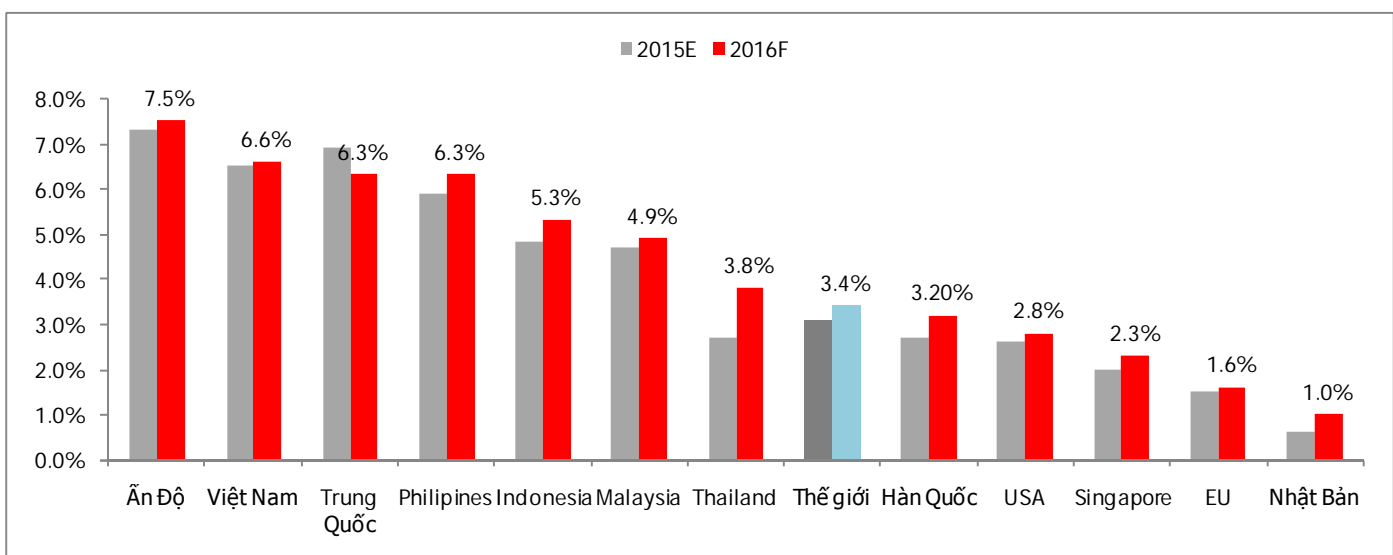
- Trong năm 2016, GDP của Việt Nam dự báo sẽ ghi nhận mức tăng trưởng 6,6% - 7%.
- Lãi suất được dự báo sẽ ở tăng nhẹ khoảng 0,5% so với năm 2015, do: (1) Nhu cầu vốn tăng cao, (2) Áp lực tăng tỷ giá USD/VND, (3) Lãi suất trái phiếu Chính phủ có khả năng sẽ được tăng lên, (4) Ngân hàng sẽ tăng tỷ lệ lãi cận biên (NIM) do đang ở mức thấp, và (5) Hồi phục của các kênh đầu tư như Bất động sản, Chứng khoán.
- Lạm phát năm 2016 sẽ ở quanh mức phù hợp 4% do chi phí đầu vào (giá dầu và giá hàng hóa) vẫn ở mức thấp.
- Bùng nổ dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam (khoảng 16 tỷ USD) do (1) Ký kết các Hiệp định tự do thương mại song phương FTAs và đa phương TPP và gia nhập AEC, (2) Chi phí nhân công thấp, địa chính trị ổn định, ưu thế về vị trí địa lý, (3) Dịch chuyển nhà máy sản xuất của các tập đoàn đa quốc gia từ Trung Quốc về Việt Nam.
- Áp lực tăng tỷ giá USD/VND bằng hoặc thấp hơn +5% so với năm 2015. Tuy nhiên nội lực bên trong đủ để đáp ứng những biến động tỷ giá mà không gây ảnh hưởng đến nền kinh tế.
- Dự báo tăng trưởng tín dụng trong năm 2016 sẽ tăng với mức 18% - 21%.
- Giá dầu trong năm 2016 dự báo sẽ tiếp tục ở mức thấp, tuy nhiên do tỷ trọng nguồn thu ngân sách từ dầu hiện không còn quá cao nên kế hoạch NSNN sẽ không cần phải điều chỉnh nhiều. Ngược lại, các ngành nghề sẽ được hưởng lợi nhờ chi phí đầu vào giảm.
- Xu hướng bán rong của khối ngoại tại TTCK Việt Nam từ đầu năm 2016 đến nay không đáng kể và chủ yếu tập trung vào một vài mã cổ phiếu riêng lẻ. Dòng tiền từ khối ngoại có thể sẽ sớm quay trở lại và mức độ lớn hơn vì những yếu tố cơ bản tích cực.
- Định giá P/E của TTCK Việt Nam còn rẻ so với các thị trường khác và còn nhiều tiềm năng.
- Kế hoạch niêm yết của các doanh nghiệp lớn trong năm 2016 sẽ thu hút các nhà đầu tư mới.

Chỉ tiêu Kinh tế vĩ mô/TTCK	2015E	2016F
GDP (%)	6.5	6.6-7.0
CPI (% y/y)	0.6	4.0
FDI (tỷ USD)	14.5	16.0
Tỷ giá USD/VND (%)	+5.0	+4.0
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.0	18-21
VN-Index (%)	6.1	8-10

Triển vọng Kinh tế Thế giới năm 2016: Trên đà hồi phục và cảnh giác những rủi ro mới (khủng hoảng di cư, khủng bố, căng thẳng leo thang...)

- Tăng trưởng kinh tế thế giới - Hồi phục, kinh tế thế giới dự báo sẽ tiếp tục phục hồi, theo IMF dự báo mức tăng trưởng kinh tế toàn cầu ở mức 3,4% năm 2016, cao hơn mức tăng trưởng 3,1% năm 2015. Việc giá dầu thô và các hàng hóa giảm mạnh trong hai năm qua giúp thúc đẩy quá trình hồi phục của nền kinh tế toàn cầu nhanh hơn do chi phí đầu vào giảm và lạm phát được kiểm soát ở mức vừa phải tại hầu hết ở các quốc gia. Đặc biệt là các quốc gia có nhu cầu tiêu thụ dầu thô lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản, Trung Quốc và Ấn Độ.
- Mỹ với vai trò đầu tàu kinh tế thế giới, đã hồi phục chắc chắn với mức tăng trưởng GDP 2,6% năm 2015, đây cũng là cơ sở để Cục dự trữ Liên bang Mỹ FED quyết định nâng lãi suất cơ bản lên 0,25% lần đầu tiên kể từ khủng hoảng tài chính năm 2008. Cũng theo IMF dự báo, năm 2016 kinh tế Mỹ tiếp tục mức tăng trưởng 2,8%, một số tổ chức tài chính có thể lạc quan hơn khi năm 2016 sự kiện bầu cử lại Tổng thống Mỹ sẽ kéo theo những chính sách mới nhằm kích thích nền kinh tế lớn nhất thế giới tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao và ổn định trở lại sau nhiều năm chống chọi với khủng hoảng kinh tế thế giới.
- EU phục hồi chưa chắc chắn - Sau giai đoạn khủng hoảng kinh tế thế giới, EU lại phải đối mặt với những sức ép mới khi khủng hoảng nợ công xảy ra, xóa tan đi những nỗ lực vực dậy nền kinh tế còn đang trì trệ, năm 2015 khu vực EU ước tính tăng trưởng GDP ở mức 1,5%. Cuối năm 2015, EU đối diện thêm vấn đề mới là khủng hoảng người di cư trầm trọng và kéo theo đó là các vấn đề xã hội khác, do đó dự báo năm 2016 nền kinh tế EU chỉ có thể tăng trưởng ở mức khiêm tốn 1,6%.
- Điểm sáng châu Á - Tất cả các nước lớn châu Á đều ghi nhận mức tăng trưởng kinh tế tốt như Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc và khu vực các nước ASEAN. Đặc biệt, Ấn Độ vượt trội với mức tăng trưởng GDP năm 2015 đạt 7,3%, mức cao nhất trong số các nền kinh tế lớn trên thế giới. Dự báo năm 2016 Ấn Độ tiếp tục là điểm sáng nhất về kinh tế với mức dự báo tăng trưởng 7,5%.
- Trung Quốc – Thay đổi cấu trúc kinh tế đã làm giảm tốc tăng trưởng, ghi nhận mức tăng trưởng GDP 6,9% trong năm 2015 và sẽ có những thất vọng trong ngắn hạn, kỳ vọng bền vững hơn trong dài hạn và sự thật Trung Quốc là nền kinh tế lớn có mức tăng trưởng cao so với các nền kinh tế lớn khác. Sự giảm tốc của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới (chiếm 15% GDP toàn cầu) đã ảnh hưởng tiêu cực một phần đến sự hồi phục của nền kinh tế thế giới. Và tác động trực tiếp đến giá hàng hóa (Trung Quốc là nước tiêu thụ hàng hóa, đặc biệt là nguyên liệu thô như: dầu thô, than đá, đồng, và máy móc thiết bị... lớn nhất thế giới). Sự sụt giảm này tác động không nhỏ đến các nước có phụ thuộc thương mại lớn với Trung Quốc trong đó có Úc, Singapore và Việt Nam..

GDP các nước (2015E - 2016F)



Nguồn: IMF, WB, ADB

Giá dầu thô Brent (US\$/thùng)



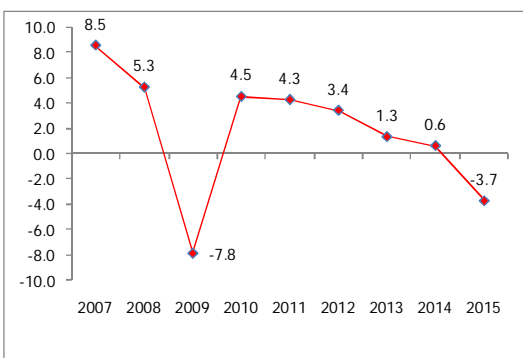
Nguồn: Bloomberg

- Giá dầu thô và hàng hóa giảm mạnh - thúc đẩy kinh tế tăng trưởng. Một số nước không có tài nguyên dầu và sử dụng nhiều nhiên liệu từ dầu như Nhật Bản, Trung Quốc, Ấn Độ, Châu Âu (những khách hàng lớn của hàng hóa này) sẽ được hưởng lợi nhiều nhất khi giá dầu giảm. Ngay cả bản thân Mỹ, nước cũng phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu dầu thô cũng được hưởng lợi rất nhiều từ giá dầu liên tiếp giảm trong hai năm qua.
- Tác động của FED tăng lãi suất – Một phần dòng tiền sẽ chạy về Mỹ và ảnh hưởng đến dòng tiền tại các thị trường mới nổi, tuy nhiên tác động không đáng kể, do phần lớn dòng tiền đã bị rút khỏi các thị trường trước khi FED quyết định nâng lãi suất.
- Câu chuyện TPP và bầu cử Tổng thống Mỹ năm 2016 là những sự kiện tác động tích cực đến nhóm 12 nước trong khối TPP, bao phủ 40% nền kinh tế toàn cầu, trong đó có các nền kinh tế hàng đầu như Mỹ, Nhật và các nước ASEAN.

Yếu tố rủi ro và khó đoán định

- Khủng hoảng người di cư tại EU sẽ tác động xấu đến sự hồi phục kinh tế của các nước trong khối.
- Căng thẳng Nga - EU (Thổ Nhĩ Kỳ) leo thang có thể sẽ dẫn đến những yếu tố thay đổi địa chính trị khó lường.
- Khủng hoảng tại Syria với sự phức tạp hiện tại và bất cứ sự thay đổi chính trị nào tại quốc gia này cũng sẽ làm bùng phát lên những rủi ro trong khu vực, kéo theo các vấn đề xã hội, kinh tế và nguồn cung dầu thô.
- Chủ nghĩa cực đoan – khủng bố là yếu tố bí ẩn và khó đoán định nhất khi các nhóm cực đoan gieo rắc những sợ hãi đã tác động một phần đến việc hồi phục của nền kinh tế toàn cầu.
- Các yếu tố thiên tai và dịch bệnh, Ebola năm 2015 hay những dịch bệnh tương tự có thể bùng phát là những rủi ro tác động xấu đến nền kinh tế toàn. Thiên tai như động đất, El Nino có xảy ra và làm thiệt hại ở quy mô lớn khó kiểm soát.

Tăng trưởng GDP của Nga (%)



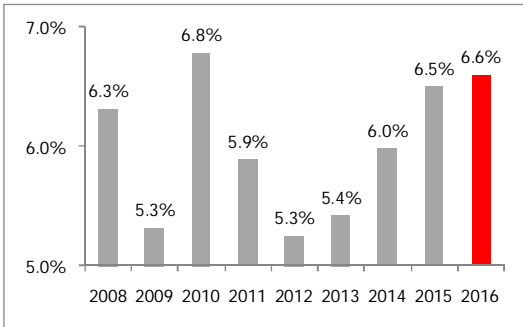
Nguồn: Bloomberg

Kinh tế Nga chìm trong suy thoái

Việc giá dầu liên tiếp giảm mạnh trong hai năm qua đã tác động đến các nước thuộc khối xuất khẩu dầu mỏ OPEC, Nga và các quốc gia có nguồn thu chính từ dầu thô.

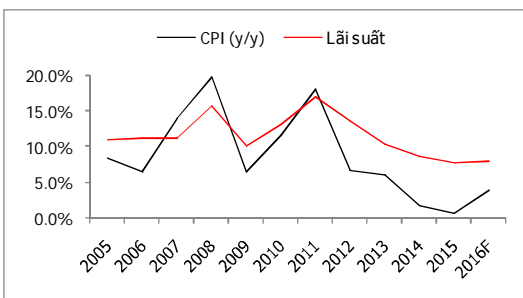
Đặc biệt là nền kinh tế Nga, sau khi bị các nước phương Tây cấm vận về kinh tế và căng thẳng leo thang với Thổ Nhĩ Kỳ, Nga chịu thêm áp lực giá dầu giảm làm cho ngân sách tiếp tục ảnh hưởng, đồng Rúp tiếp tục mất giá và kinh tế Nga tiếp tục chìm sâu trong khủng hoảng. GDP giảm 3,7% trong năm 2015 (mức giảm lớn nhất kể từ năm 2009 - ghi nhận mức giảm kỷ lục 7,8%) và dự báo tiếp tục tăng trưởng âm trong năm 2016.

GDP giai đoạn 2008 - 2015, dự báo 2016



Nguồn: Cục thống kê, IMF, ADB

Lãi suất và CPI (2005-2016F)



Nguồn: Cục thống kê, Ngân hàng

Triển vọng Kinh tế Việt Nam năm 2016

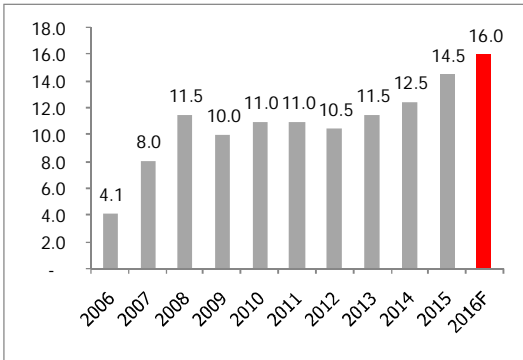
- GDP– Duy trì mức tăng trưởng cao, ghi nhận mức tăng trưởng tốt nhất sau khủng hoảng năm 2008, trừ năm 2010 (GDP +6,8% - do tác động tích cực chính từ gói kích cầu hỗ trợ sau khủng hoảng năm 2009).
- Dự báo năm 2016 tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng cao từ mức 6,6% - 7% do những cơ hội mới mang lại như thúc đẩy xuất khẩu, cải cách cơ cấu của các doanh nghiệp trong nước, tăng cường quản trị, tăng trưởng tín dụng kích thích sản xuất và chi tiêu.
- Cho giai đoạn 05 năm 2016-2020, với kỳ vọng sự đổi mới toàn diện trên khía cạnh kinh tế với một niềm tin các lãnh đạo mới với tầm nhìn mới, tư duy mới sẽ có những chính sách quan trọng chuyển tiếp và kế thừa những thành tựu của các lãnh đạo tiền nhiệm, theo đó những kết quả và cơ hội như TPP, FTAs và Cộng đồng kinh tế AEC cũng như những chiến lược quan hệ và giao thương với các nước lớn tiêu biểu như Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Ấn Độ và EU sẽ giúp Việt Nam tiếp tục duy trì mức tăng trưởng kinh tế cao cho giai đoạn năm năm với mức dự báo bình quân 6,8%/năm.
- Thay đổi lãnh đạo tạo động lực mới, duy trì chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng bền vững cho kế hoạch năm năm 2016-2020 với nhiều hy vọng và lạc quan mới.

Lãi suất: Dự báo ở mức hợp lý và có thể tăng nhẹ trong năm 2016, chúng tôi dự báo ở mức tăng khoảng 0,5% với lý do sau:

- Nhu cầu về vốn tăng cao với xu thế hồi phục của nền kinh tế, nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh, đầu tư cũng như cầu tiêu dùng nội địa sẽ tiếp tục gia tăng, cầu về vốn của các chủ thể trong nền kinh tế sẽ cao hơn.
- Áp lực tăng tỷ giá USD/VND: áp lực tăng tỷ giá USD/VND ngày một lớn hơn sẽ tạo ra sức ép điều chỉnh tăng lãi suất tiền VND ở mức hợp lý nhằm đảm bảo giá trị tiền VND, tránh việc nợ công trở nên trầm trọng hơn, thâm hụt thương mại gia tăng, dự trữ ngoại hối giảm sút và đặc biệt là nguy cơ rút vốn của các nhà đầu tư nước ngoài.
- Khả năng mặt bằng lãi suất trái phiếu Chính phủ sẽ được nâng lên để đảm bảo mục tiêu huy động vốn cho ngân sách nhà nước.
- NIM của các ngân hàng đã giảm về mức thấp, trích lập dự phòng rủi ro cao.
- Sự hồi phục của các kênh đầu tư khác như bất động sản, chứng khoán cũng góp phần tạo sức ép lên việc tăng lãi suất.

Lạm phát: Sau khi ghi nhận tăng thấp nhất trong vòng 13 năm qua mức chạm đáy 0,6% năm 2015, do tác động chính từ giá dầu và các hàng hóa giảm mạnh kéo theo chi phí đầu sứt giảm. Dự báo lạm phát năm 2016 sẽ ở mức phù hợp quanh mức 4% do yếu tố chi phí đầu vào vẫn ở mức thấp.

FDI (giải ngân, tỷ USD)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, MSI dự báo

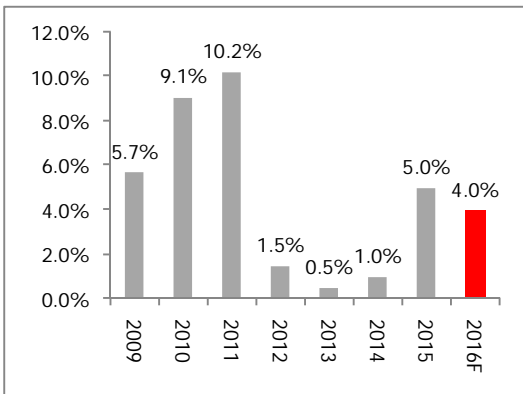
Bùng nổ dòng vốn đầu tư trực tiếp FDI

Việt Nam dự báo tiếp tục là nơi hấp dẫn được dòng vốn đầu tư gián tiếp đổ vào, do có những ưu điểm về vị trí địa lý, ổn định chính trị, chi phí công nhân rẻ, cùng với việc gia nhập các hiệp định thương mại song phương FTAs, đa phương TPP, và công đồng kinh tế chung các nước ASEAN (AEC) sẽ tiếp tục gia tăng đầu tư từ nước ngoài vào Việt Nam.

Ngoài ra, sự dịch chuyển sản xuất của các tập đoàn đa quốc gia từ Trung Quốc đến Việt Nam như Samsung, LG... hoặc những dự báo lạc quan về tăng trưởng kinh tế, sự thay đổi mạnh mẽ về quản trị, cơ cấu sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước, các công ty tư nhân Việt Nam và làm thay đổi hoàn toàn bộ mặt của nền kinh tế Việt Nam và cũng góp phần thúc đẩy dòng vốn FDI chảy mạnh vào Việt Nam trong thời gian tới.

Theo đó, dự báo năm 2016 dòng vốn FDI sẽ tiếp tục đầu tư mạnh và ước tính khoảng 16 tỷ USD.

Biến động tỷ giá USD/VND



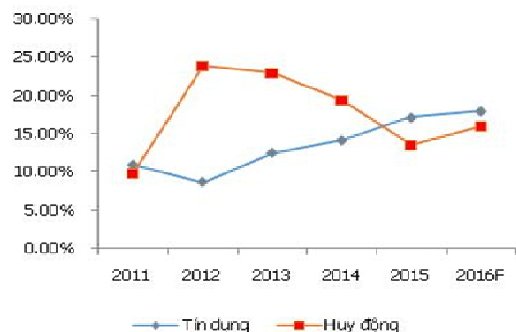
Nguồn: Ngân hàng NN, MSI dự báo

Biến động tỷ giá USD/VND – Áp lực từ bên ngoài và nội lực bên trong.

Việc FED tăng lãi suất dẫn đến đồng USD tăng giá sẽ tạo áp lực lên đồng tiền của các nước khác, trong đó có Việt Nam. Tuy nhiên, tác động trực tiếp đến tỷ giá đồng USD/VND lại xuất phát từ áp lực bên ngoài từ việc giảm giá của các đồng tiền trong khu vực, đặc biệt là Trung Quốc. Ngoài ra dự báo năm 2016 tiếp tục nhập siêu, trong đó có nhập siêu từ Trung Quốc.

Chúng tôi cho rằng áp lực tăng tỷ giá USD/VND trong năm 2016 là rất rõ ràng. Tuy nhiên nội lực đủ đáp ứng những biến động bên ngoài mà không gây tổn hại đến nền kinh tế và mức độ biến động có thể bằng hoặc thấp hơn năm 2015 (+5%) do những yếu tố tích cực: (1) FDI tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2016, (năm 2015 giải ngân 14,5 tỷ USD), (2) khiếu hồi dự báo tiếp tục tăng (năm 2015 đạt khoảng 14 tỷ USD) và (3) dự trữ ngoại hối đủ bù đắp cho những áp lực tỷ giá.

Tăng trưởng tín dụng, huy động



Nguồn: NHNN, MSI dự báo

Tăng trưởng tín dụng

Tăng trưởng tín dụng năm 2016 được chúng tôi nhận định sẽ tăng với tốc độ khoảng 18% - 21% do:

Nhu cầu về vốn tăng cao hơn: mở rộng sản xuất kinh doanh (đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp, xây dựng và bất động sản) cũng như cầu tiêu dùng nội địa sẽ tiếp tục gia tăng.

NIM được kỳ vọng cải thiện sẽ tạo động lực cho các tổ chức tín dụng tập trung nguồn vốn hơn để đẩy mạnh cho vay tín dụng thay vì các kênh đầu tư khác.

Chính sách tiền tệ hỗ trợ việc tăng trưởng tín dụng để đảm bảo đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Theo tính toán của các chuyên gia, để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng GDP từ 6,5% - 6,7% trong năm 2016, tín dụng cần phải đảm bảo mức tăng ít nhất 18%.

Giá dầu và Ngân sách– Không quá xấu như chúng ta tưởng

Năm 2015, tác động từ việc giá dầu trên thị trường thế giới sụt giảm sâu (giá dầu trung bình năm chỉ đạt mức 49 USD/thùng) đã khiến cho số hụt thu ngân sách nhà nước (NSNN) từ dầu thô và các khoản thu khác do giảm giá dầu vào khoảng 63.000 tỷ đồng, dẫn đến khó khăn trong cân đối NSNN.

Chúng tôi nhận định năm 2016 sẽ tiếp tục là năm khó khăn đối với ngành dầu khí khi giá dầu được nhiều tổ chức quốc tế dự báo tiếp tục giảm về dưới 30 USD/thùng và thậm chí có thể tiến sát về mức 25 USD/thùng, cả năm khó có thể đạt mức trung bình khoảng 49 USD/thùng như trong năm 2015. Bên cạnh đó, sản lượng khai thác và tiêu thụ dầu trên toàn cầu sẽ tiếp tục sụt giảm. Những yếu tố này ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp đến nguồn thu NSNN trong năm 2016. Tuy nhiên, chúng tôi nhìn nhận mức độ tác động sẽ không quá tiêu cực, về cơ bản NSNN vẫn sẽ được đảm bảo do:

- Tỷ trọng nguồn thu ngân sách từ dầu hiện không còn quá cao, có khả năng được bù đắp bởi các khoản thuế khác: Theo tính toán của Bộ Tài chính về dự toán NSNN năm 2016, thu từ dầu thô ước tính chỉ chiếm khoảng 5,3% tổng thu ngân sách. Khi giá dầu ở mức 30 USD/thùng, tác động giảm thu ngân sách cả gián tiếp và trực tiếp chỉ khoảng 45.000 tỷ đồng, thấp hơn so với năm 2015. Trong trường hợp giá dầu xuống 25 USD/thùng, về cơ bản kế hoạch NSNN cũng sẽ không phải điều chỉnh nhiều. Ở chiều ngược lại, giá dầu tiếp tục giảm thấp hơn sẽ giúp nhiều ngành nghề được hưởng lợi nhờ chi phí đầu vào giảm, tạo động lực kích thích nền kinh tế phát triển, các khoản thu từ thuế quan trọng sẽ đảm bảo bù đắp được hụt thu từ dầu (nguồn thu từ các khoản thuế quan trọng của nền kinh tế được dự báo sẽ tăng 10%-12% so với 2015).
- Chính phủ đẩy mạnh phát hành trái phiếu trong nước và quốc tế: Theo kế hoạch dự kiến trong năm 2016, Chính phủ sẽ phát hành 220.000 tỷ đồng trái phiếu trong nước và 3 tỷ USD trái phiếu quốc tế. Việc phát hành trái phiếu thành công sẽ bổ sung nguồn thu lớn cho NSNN.
- Ngành thuế tiếp tục tăng cường thu hồi nợ đọng thuế: Theo ước tính của Tổng cục thuế, cuối năm 2014, đầu năm 2015, nợ thuế trong nền kinh tế đã có lúc lên đến mức trên 70.000 tỷ đồng – cao nhất từ trước đến nay. Tuy nhiên, trong năm 2015 công tác thu hồi nợ đã được đẩy mạnh và đem lại kết quả tích cực. Tính đến 31/12/2015, ngành thuế đã thu hồi được 34.000 tỷ đồng tiền nợ đọng thuế, đưa mức nợ thuế về dưới mức 5% GDP. Ngành thuế sẽ tiếp tục quyết liệt hơn trong công tác thu nợ thuế trong năm 2016 để đảm bảo nguồn thu cho NSNN.

Câu chuyện hội nhập với các hiệp định song phương, đa phương như TPP, FTAs và AEC– Tạo ra cơ hội và thách thức

Việc gia nhập các hiệp định thương mại song phương và đa phương ngày càng sâu rộng tạo thuận lợi cho hàng hóa Việt Nam tiến vào các thị trường mới, tuy nhiên cũng tạo ra những thách thức mới cho các doanh nghiệp trong nước khi phải cạnh tranh và chia sẻ thị phần ngay tại thị trường Việt Nam.

Những nước có vốn đầu tư lớn vào Việt Nam tiếp tục có những cam kết thúc đẩy tăng trưởng đầu tư giao thương như Hàn Quốc, Nhật Bản, Singapore và Đài Loan.

Những yếu tố bất ngờ và rủi ro

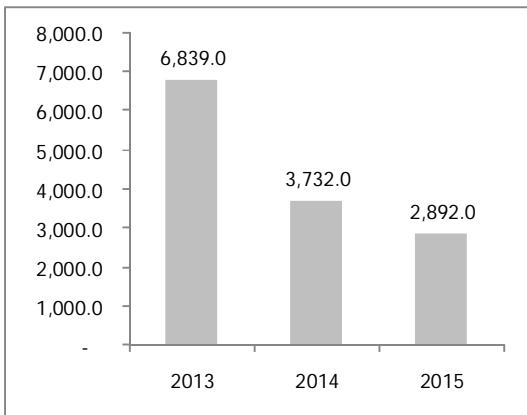
- Quan hệ giữa Việt Nam với các nước lớn đặc biệt là với Mỹ và Trung Quốc, với những thay đổi về lãnh đạo mới của Việt Nam cho nhiệm kỳ năm năm 2016-2020 cũng như những thay đổi Tổng thống tại Mỹ vào năm 2016 sẽ tác động không nhỏ đến chính sách ngoại giao và quan hệ giữa Việt Nam và các nước lớn này, và đây là một trong những lưu ý quan trọng.
- Biến động giá dầu và giá hàng hóa: Tác động đến ngân sách (dù hiện nay mức tác động không lớn) và các công ty thuộc nhóm ngành dầu khí, khi cắt giảm đầu tư.

- Biến động tỷ giá USD/VND: Mặc dù chúng tôi dự báo biến động tỷ giá năm 2016 ở mức thấp hơn năm 2015 (+5%), tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý những yếu tố bên ngoài như áp lực giảm giá các đồng tiền trong khu vực sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ giá USD/VND.

Triển vọng Thị trường Chứng khoán năm 2016

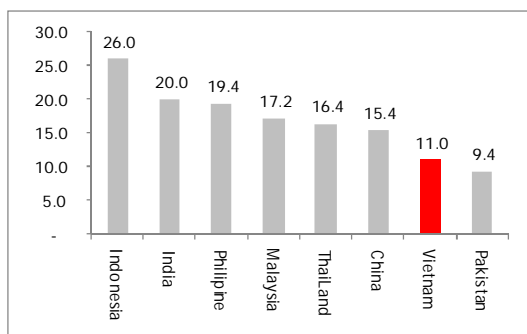
- **Dòng tiền:** Tiếp tục tác động mạnh bởi dòng vốn ngoại, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng dòng tiền năm từ khối ngoại sẽ tích cực hơn năm 2015, theo đó kết hợp và cộng hưởng tác động tích cực với dòng vốn nội trong nước.
- Theo thống kê, dù đầu năm 2016 dòng tiền nước ngoài đang bán rông trên thị trường chứng khoán, tuy nhiên mức độ không đáng kể và chủ yếu tập trung vào một vài mã mã cổ phiếu đơn lẻ. Dòng tiền từ khối các nhà đầu tư này có thể sớm quay trở lại với thị trường và mức độ lớn hơn khi: (1) Định giá thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn khá hấp dẫn so với các nước. (2) Tăng trưởng kinh tế thuộc nhóm cao nhất trên thế giới và duy trì mức tăng trưởng trong nhiều năm. (3) Các yếu tố kinh tế vĩ mô ổn định. (4) Sự chuyển giao lãnh đạo trong nhiệm kỳ mới 2016-2020 cũng sẽ tạo những nội lực mới và động lực mới cho sự tăng trưởng kinh tế. (4) Các doanh nghiệp lớn tiếp tục IPO và niêm yết trên thị trường thu hút thêm nhiều nhà đầu tư mới. (5) Cơ chế điều hành tỷ giá mới, điều chỉnh biến động chủ động hơn và giảm những rủi ro biến động mạnh như những năm qua tạo sự yên tâm hơn cho các nhà đầu tư nước ngoài.
- Do đó, dự báo dòng vốn nước ngoài tiếp tục chảy vào thị trường chứng khoán Việt nam như là một địa điểm đầu tư hấp dẫn, vào các công ty IPO, các doanh nghiệp Nhà nước thoái vốn.
- **Dòng vốn nội:** Lãi suất vay thấp dự báo năm 2016 ở mức khoảng 8%/năm và chi phí lãi vay các dịch vụ chứng khoán ở mức thấp- hỗ trợ dịch vụ chứng khoán/ hỗ trợ nhà đầu tư, thêm các công ty chứng khoán nước ngoài (KIS Việt Nam, Maybank KimEng, Shinhan Bank Investment) với tiềm lực tài chính mạnh sẽ tạo thêm luồng tiền cho thị trường.
- Tăng trưởng tín dụng dự báo ở mức cao 18-21% cũng góp phần hỗ trợ một phần dòng vốn trên TTCK và lãi suất thấp.

Dòng tiền nước ngoài (tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg, NDH

Định giá theo PE các thị trường trong khu vực



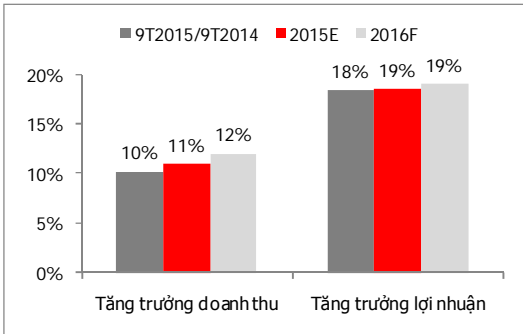
Nguồn: Bloomberg

Định giá còn rẻ so với khu vực và tiềm năng

Với mức PE của VN-Index ở mức 11 lần, đây là mức khá rẻ so với các nước trong khu vực, ghi nhận mức bình quân 16,8 lần, và so với chính PE của VN-Index khi thị trường tăng điểm ở mức 14-15 lần. Đây là mức khá hấp dẫn để thu hút các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư ngoại khi nội tại các công ty niêm yết được dự báo vẫn duy trì được mức tăng trưởng tốt trong năm 2016.

Chúng tôi cũng thống kê nhóm 100 công ty có vốn hóa lớn nhất thị trường, cổ phiếu lớn thuộc nhóm này chỉ có mức P/E bình quân quanh mức 12 lần, đây là mức khá rẻ hiện nay so với thị trường thuộc nhóm cận biên như Việt Nam, trong khi các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục tăng trưởng và tiềm năng tăng trưởng cao sau giai đoạn đổi mới là rất lớn.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế (100 công ty niêm yết vốn hóa lớn nhất)



Nguồn: FiinPro, MSI dự phóng

Triển vọng tăng trưởng các doanh nghiệp niêm yết tích cực năm 2016

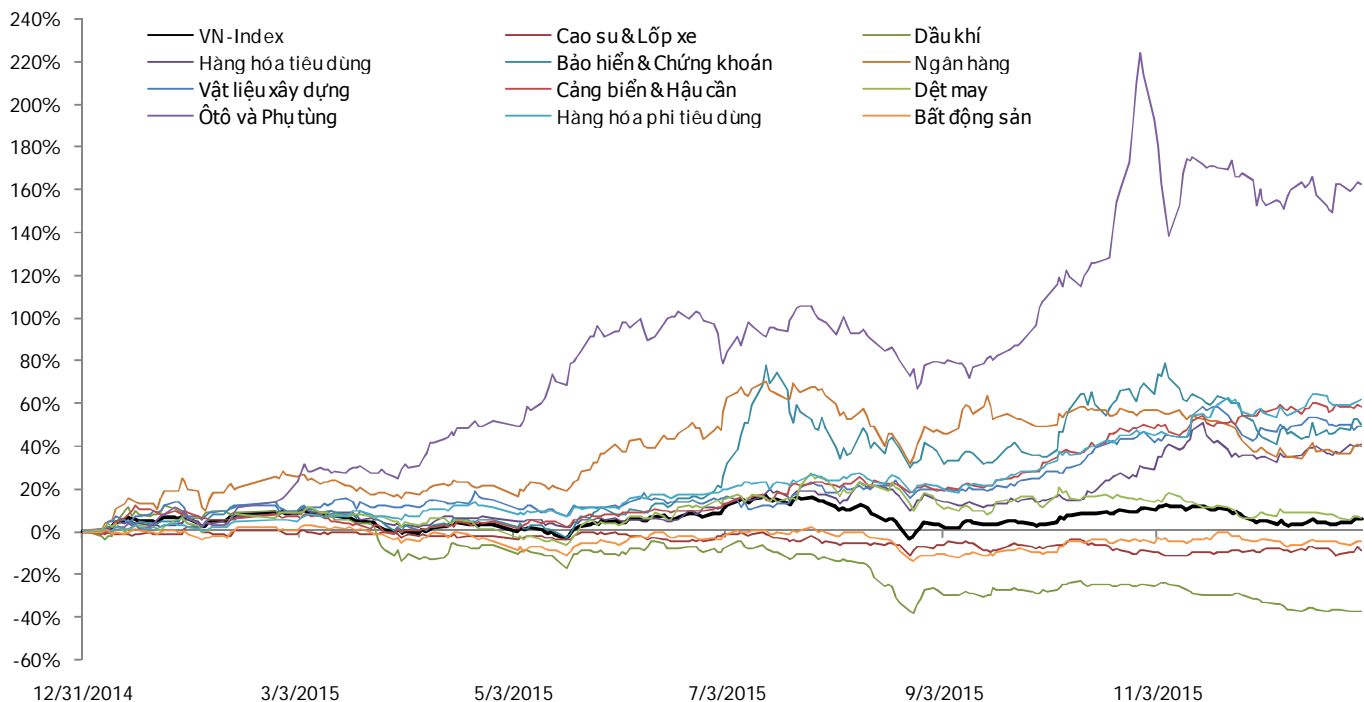
Theo thống kê nhóm 100 công ty có mức vốn hóa lớn, chiếm 89% vốn hóa toàn thị trường cho thấy, doanh thu và lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2015 tăng trưởng lần lượt 10,2% và 18,4%, tập trung nhóm ngành sản xuất, xây dựng & bất động sản và phân phối. Theo đó, chúng tôi ước tính năm 2015 doanh thu và lợi nhuận của nhóm công ty này tăng trưởng lần lượt là 11% và 19%.

Chúng tôi cũng kỳ vọng các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tích cực trong năm 2016 cho hầu hết các nhóm ngành, (trừ các cổ phiếu thuộc nhóm ngành dầu khí). Theo đó, dự báo doanh thu và lợi nhuận tăng lần lượt 12% và 19% do: (1) do giá dầu giảm, (2) tăng trưởng xuất khẩu, (3) lạm phát ở mức thấp, kích thích tiêu dùng, (4) tăng trưởng tín dụng ở mức cao, (5) kinh tế duy trì mức tăng trưởng cao và ổn định, (6) thuế thu nhập doanh nghiệp giảm còn 20% giúp doanh nghiệp tiết giảm thêm chi phí và tăng lợi nhuận.

Biểu đồ dưới đây thống kê cổ phiếu ngành tăng trưởng so với VN-Index trong năm 2015.

Theo đó, ngành Ô tô và Phụ tùng ghi nhận mức tăng 163%, hàng hóa phi tiêu dùng tăng 62%, cảng biển tăng 59%, bảo hiểm và hàng hóa tiêu dùng tăng lần lượt là 51% và 41%. Phía ngược lại, với 3 ngành giảm, trong đó dầu khí giảm mạnh nhất với -37%, ngành cao su & sản phẩm và bất động sản giảm lần lượt -9% và -4%.

Tăng trưởng các ngành so với VN-Index (theo ngành – trong năm 2015)



Nguồn: FiinPro, MSI

Triển vọng tăng trưởng theo nhóm ngành và Khuyến nghị:

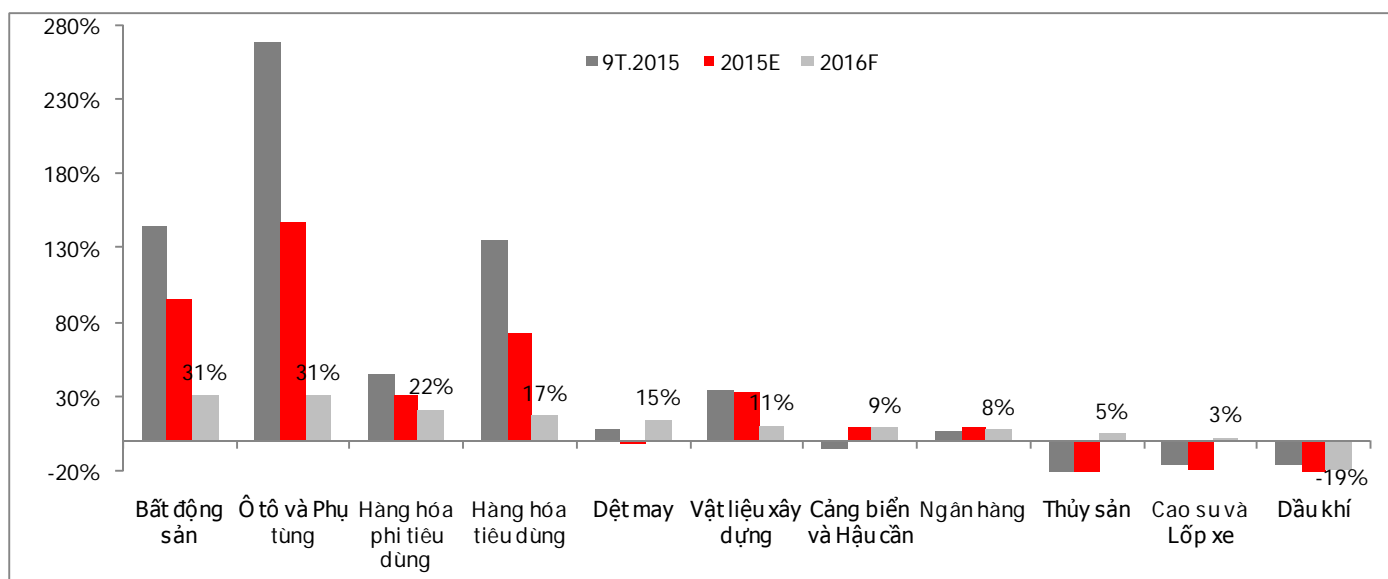
Chúng tôi dự báo triển vọng năm 2016 trên 11 nhóm ngành, theo đó 10 nhóm ngành có mức dự báo tăng trưởng dương, ngoại trừ ngành dầu khí được dự báo với mức tăng trưởng âm 19% với những lý do chính sau:

(1) Các hiệp định thương mại FTAs, TTP, EAC khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài tìm đến Việt Nam, kích thích lĩnh vực Bất động sản phát triển, (2) Chi phí đầu vào giảm, do tác động từ giá dầu thô giảm mạnh kéo theo giá một số hàng hóa nguyên liệu đầu vào giảm, (3) Tiết kiệm chi phí vận tải do giá dầu giảm và cơ sở hạ tầng tốt hơn, các dự án liên quan đến cơ sở hạ tầng như Metro số 1, đường cao tốc TP.HCM- Long Thành - Dầu Giây hay Hà Nội - Hải Phòng là những dự án tiêu biểu giúp các doanh nghiệp trong ngành cảng biển, vận tải, logistic được hưởng lợi vì tiết kiệm chi phí vận tải và thời gian vận chuyển hàng hóa, (4) từ năm 2016, thuế thu nhập doanh nghiệp giảm thêm 2% do đó tiết kiệm thêm chi phí cho các doanh nghiệp và cũng đóng góp một phần vào việc tăng trưởng lợi nhuận, (5) tăng trưởng xuất khẩu, (6) lạm phát ở mức thấp, kích thích tiêu dùng, (7) tăng trưởng tín dụng ở mức cao, (8) chi phí sử dụng vốn thấp, (9) kinh tế duy trì mức tăng trưởng cao và ổn định.

Bảng Khuyến nghị theo ngành

STT	Ngành	Tăng trưởng LNST 2015	Tăng trưởng LNST 2016	Khuyến nghị	Đánh giá
1	Bất động sản	95%	31%	Mua	Xem chi tiết báo cáo ngành
2	Ô tô và Phụ tùng	147%	31%	Mua	Xem chi tiết báo cáo ngành
3	Hàng hóa phi tiêu dùng	31%	22%	Mua	Xem chi tiết báo cáo ngành
4	Hàng hóa tiêu dùng	72%	17%	Mua/Giữ	Xem chi tiết báo cáo ngành
5	Dệt may	-1%	15%	Mua	Xem chi tiết báo cáo ngành
6	Vật liệu xây dựng	34%	11%	Mua/Giữ	Xem chi tiết báo cáo ngành
8	Cảng biển và Hậu cần	9%	9%	Mua/Giữ	Xem chi tiết báo cáo ngành
7	Ngân hàng	9%	8%	Giữ	Xem chi tiết báo cáo ngành
9	Thủy sản	-25%	5%	Giữ	Xem chi tiết báo cáo ngành
10	Cao su và Lốp xe	-18%	3%	Bán	Xem chi tiết báo cáo ngành
11	Dầu khí	-23%	-19%	Giữ	Xem chi tiết báo cáo ngành

Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế theo ngành (9T.2015, ước tính 2015 và dự báo 2016)



Nguồn: FiinPro, MSI dự phóng

Dự báo xu hướng VN-Index theo phương pháp Phân tích kỹ thuật

Dựa trên những nguyên nhân ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán và những triển vọng cơ bản nêu trên, chúng tôi cũng đưa ra một số dự báo diễn biến VN-Index trong năm 2016 dựa trên phương pháp phân tích kỹ thuật như sau:

Diễn biến hiện tại: Chỉ số chứng khoán VN-Index đã liên tiếp chọc thủng 2 mốc hỗ trợ quan trọng 560 và 550 điểm và quay về ngưỡng hỗ trợ mạnh mốc 530 – 535 điểm. Theo phân tích sóng Elliot cùng với ngưỡng hỗ trợ Fibonacci gần nhất thì khả năng VN-Index sẽ tạo đáy ngắn hạn tại cứ điểm 510 – 515 điểm.

Đồ thị nền tuần VN-Index giai đoạn 2010 – 2015



Thị trường Chứng khoán Việt Nam đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất nếu tính từ thời điểm 2010 đến nay. Nếu VN-Index rơi sâu nhất dưới mốc 340 điểm trong năm 2011 thì cho đến hiện tại, chúng tôi vẫn cho rằng TTCK đang ở giai đoạn xu hướng tăng lớn (tính cả các giai đoạn điều chỉnh đi ngay). Trong 2 năm 2014 & 2015, Vn-Index đã 4 lần rơi về ngưỡng hỗ trợ mạnh quanh mốc 515 điểm và đây có thể được coi là ngưỡng hỗ trợ trung hạn đối với chỉ số VN-Index và xác suất để VN-Index giảm qua ngưỡng hỗ trợ này là thấp.

Dự báo VN-Index có thể đạt mốc 640 điểm trong năm 2016

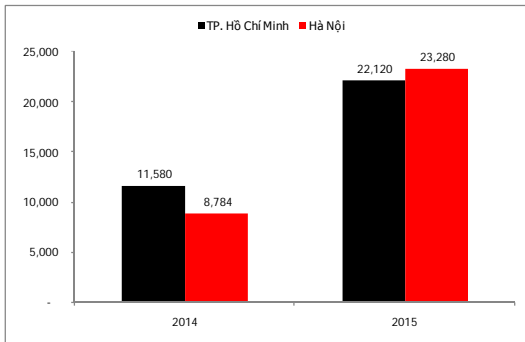
Xem xét dưới góc độ thời điểm thì các sóng hồi phục của Thị trường Chứng khoán (TTCK) thường diễn ra vào 2 giai đoạn đầu năm và cuối năm. Do đó, khả năng thị trường sẽ hồi phục từ điểm đáy 510 (+/-5 điểm) ngay trong tháng 1 lên đến ngưỡng kháng cự 600 (+/- 10 điểm) trong giai đoạn 6 tháng đầu năm 2016.

Tuy nhiên, dưới tác động xấu từ việc dự báo khả năng tiếp tục tăng lãi suất từ FED cũng như việc điều chỉnh biên độ tỷ giá của NHNN khoảng 3 – 5% ở giai đoạn giữa năm thì việc TTCK có khả năng điều chỉnh mạnh ở các tháng giữa năm và việc điều chỉnh có thể giao động từ vùng 600 (+/- 10 điểm) về vùng 570 (+/- 10 điểm). Rõ ràng các tín hiệu như MACD, các đường trung bình động MA20, 50 hoặc PSAR đang phản ánh việc thị trường sẽ còn giao động biên độ lớn trong khoảng thời gian 6 tháng đầu năm 2016.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng Thị trường Chứng khoán sẽ hồi phục tốt ở giai đoạn cuối năm khi mà chỉ số VN-Index sẽ quay đầu tăng điểm vượt ngưỡng 610 điểm và có thể quay lại ngưỡng kháng cự 640 điểm giai đoạn cuối năm 2016.



Số lượng căn hộ đã bán trong 2015



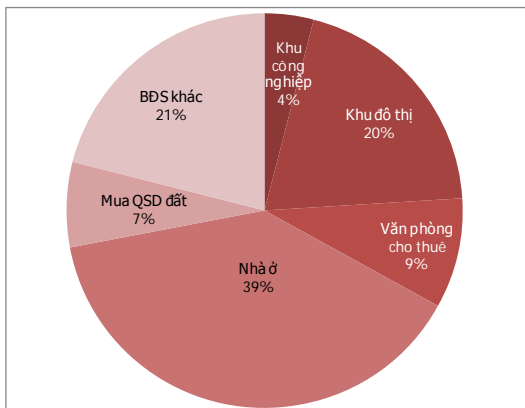
Nguồn: Savills Vietnam và MSI

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN - Khuyến nghị MUA

- Hiện nay có 66 doanh nghiệp Bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán, với tổng giá trị vốn hoá tính đến ngày 31/12/2015 là 152.558,4 tỷ đồng, chiếm 11,7% tổng giá trị vốn hoá thị trường. Tuy nhiên, nhận định trong Báo cáo triển vọng ngành năm 2016 của MSI, chúng tôi đã chọn ra 24 doanh nghiệp tiêu biểu hoạt động trong ngành bất động sản. Đặc biệt chúng tôi sẽ không bao gồm VIC trong danh mục đánh giá, mặc dù 9T.2015 VIC chiếm hơn 45% doanh thu thuần và 18% LNST của các doanh nghiệp BĐS niêm yết, tuy nhiên do VIC là doanh nghiệp tham gia hoạt động đầu tư và kinh doanh ngoài ngành rất đa dạng, như du lịch, bất động sản, dịch vụ y tế và bán lẻ...

- Theo Bộ Xây dựng, thị trường BĐS năm 2015 tiếp tục phục hồi tích cực. Theo đó, lượng giao dịch nhà ở thành công đã tăng khá mạnh, chủ yếu tại phân khúc căn hộ có diện tích vừa và nhỏ, các dự án đã hoàn thành, cùng với một số dự án trung và cao cấp. Trong năm 2015, tại Hà Nội có khoảng 19.350 giao dịch BĐS thành công, tăng gần 1,7 lần so với 2014. Trong khi đó, tại TP.HCM có khoảng 18.700 giao dịch thành công, tăng 1,8 lần so với 2014. Tuy nhiên, số lượng giao dịch thành công thống kê bởi Bộ Xây dựng thấp hơn nhiều so với đánh giá của các công ty nghiên cứu thị trường mới công bố gần đây. Cụ thể, tại thị trường TP.HCM, Hiệp hội Bất động sản TP.HCM (HOREA) cho biết số lượng giao dịch BĐS tăng mạnh trong năm 2015, với hơn 26.000 giao dịch thành công. Trong khi đó, Công ty nghiên cứu thị trường CBRE Việt Nam ước tính chỉ riêng phân khúc căn hộ, số lượng giao dịch thành công trong 2015 là 36.160 căn hộ, tăng 98% so với năm 2014 và năm 2015 là năm mà thị trường TP.CHM có tổng lượng giao dịch cao nhất lịch sử trong một năm. Ngoài ra, tại Hà Nội, cũng theo báo cáo thị trường BĐS của CBRE, lượng căn hộ giao dịch cả năm 2015 đạt kỷ lục với khoảng 21.100 căn đã bán trong tất cả các phân khúc. Trong khi đó, Savillis Việt Nam đưa ra con số 23.280 căn giao dịch thành công tại Hà Nội và 22.120 căn tại TP.HCM.

Tỷ lệ tín dụng dành cho BĐS năm 2015



Nguồn: Bộ Tài Nguyên và Môi Trường

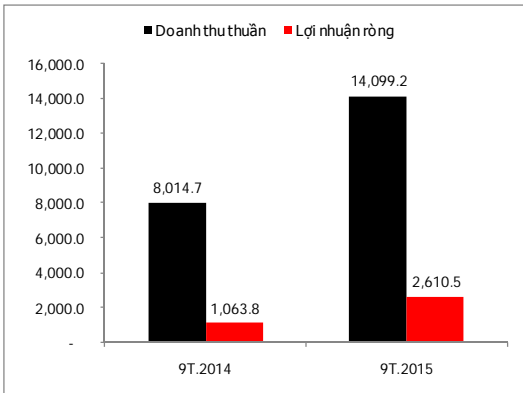
- Lượng vốn đổ vào thị trường BĐS ngày càng tăng, ngoài kiều hối, vốn FDI và tín dụng cũng tăng trưởng tốt. Năm 2015, trong tổng nguồn vốn đầu tư nước ngoài (FDI) vào Việt Nam là khoảng 22,7 tỷ USD tăng 12,5% so với 2014, lĩnh vực kinh doanh BĐS chiếm 10,5%, đứng vị trí thứ 3 với tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới và tăng thêm là 2,39 tỷ USD (34 dự án đầu tư mới, 12 lượt dự án tăng vốn). Bên cạnh đó, trong năm 2015, tín dụng trong lĩnh vực BĐS tăng trưởng cao hơn những năm trước. Theo Vụ Tín dụng (NHNN), hiện dư nợ cho vay kinh doanh BĐS vào khoảng 360.000 tỷ đồng. Như vậy, so với con số cách đây 3 năm (2012) khoảng 197.000 tỷ đồng, thì các ngân hàng đã “bơm” vào lĩnh vực địa ốc 163.000 tỷ đồng (khoảng 7,4 tỷ USD), tăng 80%. Thực tế cho thấy, trong năm qua các ngân hàng thương mại đã mạnh tay đẩy vốn cho cá nhân vay mua nhà và chủ đầu tư BĐS. Chính điều này đã góp phần vào tăng trưởng tín dụng đến 18% của ngành ngân hàng trong năm 2015. Sự phát triển của ngành BĐS có mối quan hệ mật thiết với sự tăng trưởng tín dụng

Kiều hối năm 2015 tăng mạnh ước tính đạt khoảng 13-14 tỷ USD, khi các kênh đầu tư trong nước hồi phục, nhất là kênh đầu tư BĐS với tác động tích cực từ chính sách cho phép người nước ngoài được sở hữu nhà ở tại Việt Nam kể từ ngày 1-7-2015 theo Luật Nhà ở. Theo thống kê cho thấy, tỷ lệ kiều hối chuyển vào BĐS chiếm khoảng 20,7%.

- Có thể thấy hiện nay nhu cầu nhà ở xã hội đang rất cao, trong khi hầu hết các doanh nghiệp đều đang thiếu vốn, do đó Nghị định của Chính Phủ đã chỉ rõ Nhà nước có chính sách hỗ trợ trực tiếp cho doanh nghiệp tham gia xây dựng nhà ở xã hội, đồng thời người dân mua nhà xã hội được vay với nguồn vốn có lãi suất ưu đãi. Theo báo cáo của Cục Quản lý nhà và Thị trường bất động sản (Bộ Xây dựng) vừa cho biết, tính đến hết tháng 12/2015, các ngân hàng đã cam kết cho vay 26.999 tỷ đồng, tức hơn 90% gói tín dụng 30.000 tỉ đồng hỗ trợ mua nhà cho người có thu nhập thấp. Trong đó đó, số tiền các ngân hàng đã giải ngân đạt 17.711 tỷ đồng, chiếm khoảng 59% số vốn cam kết cho 60 dự án và gần 40.037 hộ gia đình và cá nhân. Dự kiến đến cuối quý 1/2016 các ngân hàng thương mại sẽ giải ngân xong gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng.

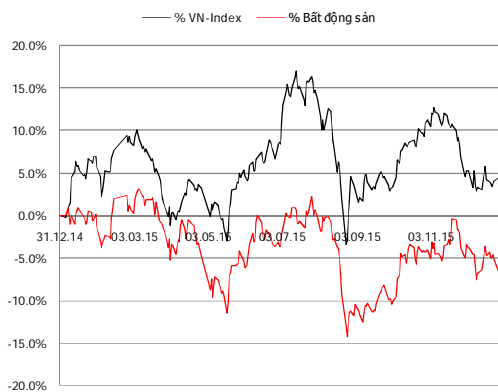
- Luật Kinh doanh BĐS 2014 có hiệu lực từ ngày 1/7/2015 cho phép người nước ngoài sở hữu BĐS sẽ giúp cho phân khúc nhà ở (mua hoặc thuê căn hộ) hoạt động tích cực hơn nữa khi mà các chuyên gia nước ngoài đến Việt Nam làm việc, phát sinh nhu cầu nhà ở. Theo đó, Nghị định hướng dẫn Luật nhà ở sửa đổi đã chính thức ban hành và có hiệu lực từ ngày 10/12/2015. Trong đó, Nghị định hướng dẫn Luật nhà ở sửa đổi yêu cầu người nước ngoài không được sở hữu quá 30% tổng số căn hộ của một tòa chung cư. Về thời hạn sở hữu, sau khi hết thời hạn 50 năm theo luật nhà ở cá nhân nước ngoài có thể làm thủ tục gia hạn thời gian sở hữu một lần nhưng cũng không được quá 50 năm.
- Sau khi Hiệp định thương mại tự do xuyên Thái Bình Dương (TPP) được thông qua và Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC) ra đời sẽ kéo theo sự chuyển dịch nhà máy của các tập đoàn nước ngoài khi đầu tư vào Việt Nam, giúp Việt Nam thu hút nhiều dòng vốn đầu tư từ nước ngoài để thúc đẩy tăng trưởng thị trường BĐS. Trước hết là phân khúc BĐS công nghiệp, hạ tầng khu công nghiệp, hậu cần, thương mại, văn phòng sẽ hưởng lợi từ những nguồn cầu mới xuất phát từ mục tiêu giao thương. Do đó, các cổ phiếu BĐS như KBC, ITA sẽ là đối tượng được hưởng lợi từ TPP khi các tập đoàn đa quốc gia hay các doanh nghiệp không thuộc khối TPP như Trung Quốc, Đài Loan có xu hướng đặt nhà máy tại Việt Nam để hưởng lợi về thuế.
- Trong giai đoạn 2014-2015, Chính phủ đã đầu tư rất lớn cho cơ sở hạ tầng gần bằng 8 năm trước cộng lại, cao hơn cả một số nước phát triển trong khu vực Đông Nam Á. Trong 2016, Chính phủ sẽ tiếp tục ưu tiên đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, đây chính là động lực cho thị trường Bất động sản phát triển và mở rộng. Tại TP.HCM, hàng loạt dự án hạ tầng đầu tư xây dựng trong thời gian qua như tuyến Metro, đường cao tốc Long Thành - Dầu Dây, đường Vành đai 2 kết nối khu vực Q7, Q2 và Q9; đại lộ Mai Chí Thọ... đã khiến thị trường BĐS khu vực phía Đông TPHCM phát triển mạnh trong thời gian gần đây. Tại Hà Nội, ba dự án hạ tầng giao thông quan trọng tại khu vực bắc TP, bao gồm đường 5 kéo dài, cầu Nhật Tân và đường nối từ sân bay Nội Bài đến cầu Nhật Tân. Ba dự án này có tổng mức đầu tư gần 27.000 tỷ đồng và đây là những tuyến đường huyết mạch kết nối trung tâm Thủ đô với Đông Anh - Nội Bài. Bên cạnh đó, phải kể đến làn sóng đầu tư vào Phú Quốc - nơi được hưởng nhiều cơ chế ưu đãi nhất. Theo kế hoạch, tổng vốn đầu tư xây dựng cơ bản trên đảo Phú Quốc được giao trong 2015 là 1.678 tỷ đồng, trong đó Trung ương sẽ đầu tư 1.004 tỷ đồng và còn lại là nguồn vốn địa phương. Ngoài đầu tư hạ tầng, Phú Quốc còn được các doanh nghiệp BĐS lớn đổ vốn để phát triển các khu nghỉ dưỡng ven biển như Vinpearl Phú Quốc 17.156 tỷ; Sonasea Villas & Resorts Phú Quốc 4.500 tỷ; Khách sạn Crowne Plaza 1.500 tỷ...
- Năm 2015 cũng chứng kiến nhiều thương vụ mua bán - sáp nhập (M&A) trong lĩnh vực BĐS nhiều nhất trong lịch sử. Điều này cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài đang có xu hướng mua lại các dự án có quỹ đất lớn để phát triển hoặc hợp tác với chủ đất để phát triển thành khu dân cư, chuỗi trung tâm thương mại. Nổi bật nhất trong năm trong làn sóng M&A của doanh nghiệp nội phải kể đến Công ty CP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền đã nâng tỷ lệ sở hữu CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (BCI) lên mức 57,31% vốn điều lệ, nơi tỷ lệ sở hữu như vậy, BCI hiện đã trở thành công ty con của Khang Điền. Bên cạnh đó, thị trường cũng chứng kiến không ít hoạt động M&A mang yếu tố nước ngoài, như: quỹ đầu tư Nhật Bản Creed Group đã ký hợp đồng 200 triệu USD hợp tác đầu tư với An Gia Investment thông qua việc mua lại 20% cổ phần của công ty, tham gia vào HĐQT và đầu tư phát triển các dự án; tập đoàn Chow Tai Fook (Hong Kong) hợp tác cùng VinaCapital triển khai Dự án resort casino Nam Hội An với vốn đầu tư khoảng 4 tỷ USD; AON Holdings - một tập đoàn tài chính của Hàn Quốc đã trở thành chủ mới của Keangnam Hanoi Landmark Tower sau khi đã trả khoảng 450 tỷ won cho Keangnam Enterprises; quỹ đầu tư Gaw Capital Partner (HongKong) đã chi 106 triệu USD mua 4 dự án của Indochina Land bao gồm Indochina Plaza Hanoi, Hyatt Regency Danang và 2 dự án đang phát triển khác tại Quảng Nam và TP.HCM.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản (tỷ đồng)



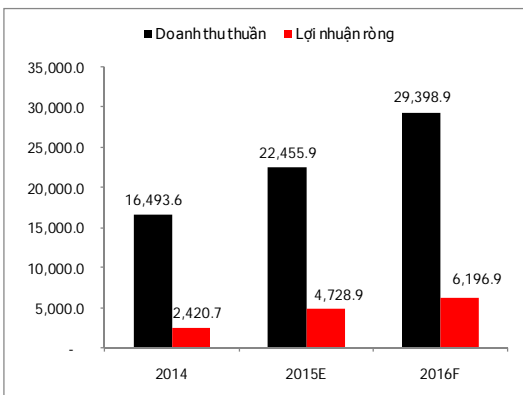
Nguồn: FiinPro và MSI

Tăng trưởng ngành BĐS (1 năm so với VN-Index)



Nguồn: FiinPro và MSI

Kết quả kinh doanh ngành Bất động sản (tỷ đồng)



Nguồn: MSI dự phóng

Kết quả kinh doanh của 24 doanh nghiệp BĐS tiêu biểu

- Trong 9T.2015, kết quả kinh doanh của 24 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn có sự cải thiện tích cực, tổng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp này tăng lần lượt 75,9% và 145,4% so với 9T2014. Trong số 24 doanh nghiệp, có 66,7% doanh nghiệp có sự tăng trưởng về doanh thu thuần và 70,8% có lợi nhuận ròng tăng so với cùng kỳ năm 2014. Số lượng doanh nghiệp có lợi nhuận ròng âm giảm từ 3 xuống còn 2 công ty.
- Tồn kho bất động sản tiếp tục giảm, tính đến 30/09/2015, hàng tồn kho của 11/24 doanh nghiệp giảm mạnh so với Q3.2014, tỷ trọng hàng tồn kho trên tổng tài sản giảm từ 53,2% xuống còn 47,8%.
- Theo đánh giá của MSI, tính tới 31/12/2015, chỉ số tăng trưởng giá cổ phiếu ngành BĐS đã giảm 4,5% so với thời điểm cuối năm 2014, thấp hơn so với mức tăng trưởng 6,1% của VN-Index.
- Tuy nhiên, theo thống kê của chúng tôi cho thấy có những công ty đã có sự tăng trưởng giá cổ phiếu mạnh trong vòng một năm qua, điển hình như: **DXG** (+58.9% y/y), **BCI** (+36.6% y/y), **KDH** (+23% y/y) và **NLG** (+32.7% y/y). Khi xem xét lại nguyên nhân khiến những cổ phiếu này tăng giá vượt bậc so với ngành BĐS, chúng tôi nhận ra rằng trong năm 2015 những công ty này có sự cải thiện cực tích về doanh thu cũng như lợi nhuận và là những cổ phiếu có nền tảng phát triển tốt như quỹ đất lớn (BCI, KDH, NLG), dẫn đầu trong mảng môi giới (DXG).
- Ngược lại, cũng có những cổ phiếu BĐS giảm mạnh trong năm 2015, tiêu biểu như **QCG** (-47,4% y/y), **IJC** (-41,8% y/y) và **TDC** (-26,7% y/y). Có nhiều yếu tố khiến cổ phiếu sụt giảm, tuy nhiên yếu tố quan trọng nhất vẫn là KQKD không đáp ứng được kỳ vọng của cổ đông công ty. QCG sau 9T.2015 chỉ ghi nhận khiêm tốn 18 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với kế hoạch 90 tỷ cho cả năm. IJC ước lãi ròng 117 tỷ đồng năm 2015, chỉ hoàn thành 46% kế hoạch. TDC ước lãi 110 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 90% kế hoạch 2015.

Triển vọng kinh doanh ngành BĐS năm 2016

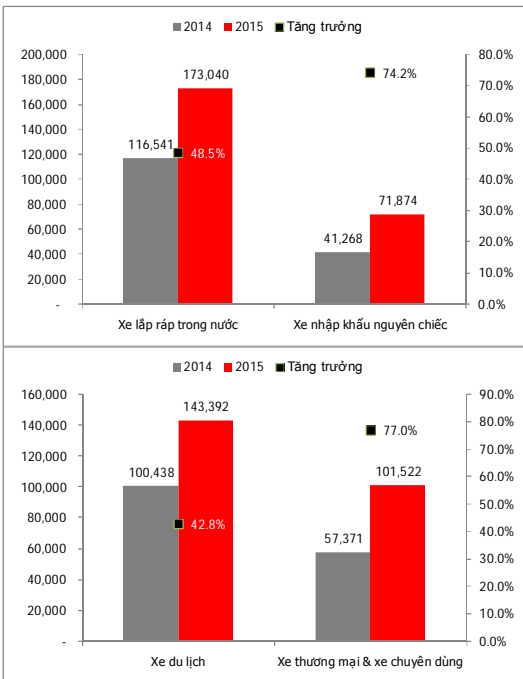
- Chúng tôi đánh giá triển vọng cổ phiếu của ngành BĐS dựa trên khả năng tăng trưởng kết quả kinh doanh trong ngắn hạn của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành Bất động sản mà chúng tôi đã lựa chọn. Theo đó, chúng tôi ước tính mức EPS 2016 sẽ đạt khoảng 1.569 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E forward của cổ phiếu ngành BĐS là 10,4x. Do đó, chúng tôi cho rằng với P/E forward của ngành BĐS ở mức 10,4x, thì giá cổ phiếu của ngành BĐS là tương đối rẻ và hấp dẫn so với mức P/E trung bình của thị trường hiện tại (11,5x). Dựa trên những ước tính KQKD của chúng tôi cho các doanh nghiệp BĐS trong năm 2016, có thể thấy rằng EPS của các cổ phiếu ngành BĐS sẽ có sự tăng trưởng đột biến so với năm 2015. Đây là động lực để giá cổ phiếu tăng trong tương lai và chúng tôi cho rằng trong năm 2016 ngành BĐS là một trong những ngành có nhiều khả năng sẽ dẫn dắt thị trường. Do đó, việc đầu tư vào các cổ phiếu ngành bất động sản có thể mang lại mức lợi suất cao hơn so với mức lợi suất của toàn thị trường. Tuy nhiên, mỗi doanh nghiệp BĐS sẽ có những ưu điểm riêng ảnh hưởng đến KQKD của mỗi công ty, do đó chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của những doanh nghiệp BĐS có quỹ đất lớn và chi phí quỹ đất rẻ, ví dụ như BCI, KDH, NLG, DXG, IJC, DIG.

- Đặc điểm nổi bật của ngành BĐS là tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp luôn bị chi phối và phụ thuộc nhiều vào quỹ đất và chi phí hình thành quỹ đất. Trong dài hạn, khi quỹ đất cạn kiệt và giá đất tăng thì những doanh nghiệp nào có quỹ đất lớn và kiểm soát được giá vốn ở mức thấp sẽ có được ưu thế rất lớn so với các doanh nghiệp còn lại.
- Năm 2015, KQKD của các công ty BĐS cho thấy những dấu hiệu cải thiện tích cực hơn thông qua những báo cáo của các tổ chức nghiên cứu công bố gần đây về số lượng nhà ở bán được tăng kỷ lục. Do đó, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu 2015 của các công ty ngành BĐS đạt khoảng 36,1% cao hơn so với 2014. Với mức tăng trưởng này, chúng tôi ước tính doanh thu của các công ty BĐS đạt khoảng 22.455,9 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 4.728,9 tỷ đồng, tăng 95,4% so với 2014.
- Năm 2016, với những chính sách và Nghị định mới hướng dẫn rõ ràng từ Chính phủ và nhu cầu cho nhà ở còn rất lớn, chúng tôi kỳ vọng các công ty BĐS sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao ở mức 30,9%. Theo đó, ước tính doanh thu trong 2016 của các công ty BĐS sẽ đạt khoảng 29.398,9 tỷ đồng, tương ứng với lợi nhuận ròng khoảng 6.196,9 tỷ đồng (+31% y/y).

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính. 15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	KBC	102.8	1,569.1	46.8	51.8	116.0	473.9	45.5	51.8	1,100	1,009	1,531	51.8	11.9	8.56	0.8	(17.6)
2	KDH	260.8	980.2	57.8	62.8	142.0	229.4	124.6	62.8	1,128	1,274	2,075	62.8	19.1	10.41	1.5	23.0
3	NLG	77.1	1,387.1	60.0	30.0	N/A	160.7	68.1	68.3	1,322	1,135	1,911	68.3	17.2	11.93	1.5	32.7
4	PDR	269.7	468.4	12.8	17.8	875.2	105.1	152.3	17.8	557	521	613	17.8	23.9	21.69	1.2	2.2
5	DXG	239.9	1,650.0	226.0	53.3	360.0	310.0	84.7	44.5	3,079	2,645	3,822	44.5	6.1	4.94	1.3	58.9
6	SJS	456.7	796.9	(35.0)	25.0	284.3	184.8	18.2	25.0	2,391	1,866	2,333	25.0	9.8	10.07	1.3	(6.4)
7	HQC	2,696.1	1,173.3	257.3	30.0	1,062.3	293.3	873.9	30.0	310	743	965	30.0	17.1	5.49	0.8	(25.6)
8	BCI	(39.3)	550.4	128.6	27.2	263.4	280.0	187.9	25.0	2,813	3,229	4,036	25.0	8.5	5.92	1.0	36.6
9	DIG	10.1	829.2	20.0	25.0	6.3	46.5	6.0	25.0	212	217	271	25.0	42.9	33.56	0.7	(25.0)
10	HDG	20.7	1,632.1	5.0	15.0	(27.7)	155.7	5.0	15.0	1,874	2,276	2,617	15.0	15.2	10.85	1.5	(11.0)
11	IJC	72.3	776.7	(25.0)	25.0	68.3	170.9	(25.9)	25.0	966	623	779	25.0	7.5	9.24	0.7	(41.8)
12	SCR	(82.8)	167.0	(75.7)	20.0	723.7	195.0	634.7	20.0	728	898	1,078	20.0	11.9	8.07	0.7	(0.7)
13	NBB	(39.9)	254.6	10.0	(50.0)	21.0	101.8	186.7	(50.0)	738	1,750	875	(50.0)	28.4	24.00	1.0	(3.7)
14	NTL	41.7	342.5	50.0	(50.0)	112.5	67.7	84.7	(50.0)	998	1,111	555	(50.0)	12.5	22.51	0.8	(3.9)
15	HDC	(8.5)	450.8	15.0	15.0	10.1	40.6	78.8	15.0	595	987	1,135	15.0	23.4	12.25	0.9	(2.2)
16	TDH	804.2	710.3	25.0	25.0	(75.5)	99.4	94.8	25.0	523	2,370	2,962	25.0	26.4	4.66	0.4	(17.6)
17	ITC	(63.4)	179.6	(60.4)	50.0	(92.6)	9.0	23.3	170.0	278	131	353	170.0	30.2	23.79	0.4	12.0
18	FDC	(29.2)	12.7	(21.1)	(16.1)	(36.8)	13.3	(16.8)	(16.1)	368	482	404	(16.1)	51.1	46.56	1.2	12.0
19	FLC	219.8	4,522.8	119.2	30.0	122.7	1,160.0	226.0	29.3	1,271	2,189	2,831	29.3	6.2	2.79	0.7	(13.0)
20	ITA	132.3	1,035.0	201.3	50.0	103.9	253.2	75.4	50.0	279	302	453	50.0	20.1	12.36	0.5	(30.0)
21	OCG	(48.2)	276.2	(47.2)	10.0	(204.7)	24.0	(27.0)	10.0	247	87	96	10.0	20.6	53.15	0.4	(47.4)
22	NDN	54.1	299.9	27.6	32.6	53.1	68.1	33.6	32.6	1,329	1,317	1,747	32.6	7.9	6.01	1.4	1.0
23	TDC	(34.0)	1,583.0	(9.3)	20.0	(589.4)	110.0	(5.7)	10.0	361	1,100	1,210	10.0	19.4	5.79	0.7	(26.7)
24	CEO	78.0	808.1	80.0	50.0	130.3	176.5	107.4	16.8	1,862	2,571	3,003	16.8	8.4	5.20	1.1	43.3
Ngành		75.9		36.1	30.9185	145.4		95.4	31.042	1,055.4	1,284.7	1,569.0		12.4	10.4	0.82	

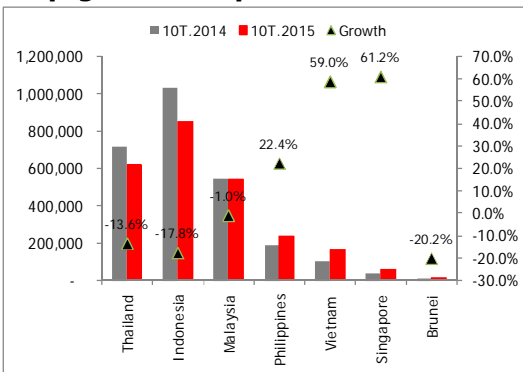
Nguồn: MSI thống kê và dự phóng

Cơ cấu tiêu thụ xe ô tô tại Việt Nam

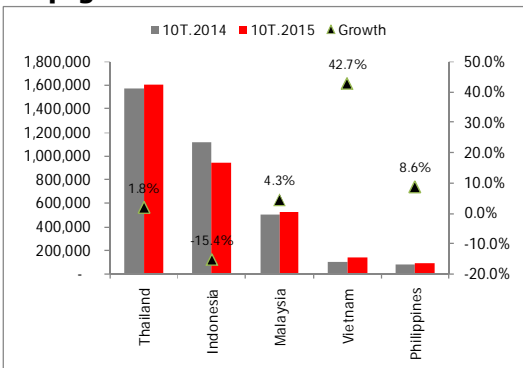


Nguồn: VAMA, MSI

Lượng xe tiêu thụ của các nước AAF



Lượng xe sản xuất của các nước AAF



Nguồn: AAF, MSI

NGÀNH Ô TÔ VÀ PHỤ TÙNG - Khuyến nghị: MUA

- Hiện nay có sáu doanh nghiệp ô tô được niêm yết trên sàn chứng khoán với tổng giá trị vốn hóa tính đến ngày 31/12/2015 là 8.118,8 tỷ đồng, chiếm 0,6% giá trị vốn hóa toàn thị trường.
- Theo VAMA, doanh số tiêu thụ xe ô tô của toàn thị trường Việt Nam trong năm 2015 là 244.914 xe, tăng 55,2% so với con số 157.809 xe của năm 2014. Trong đó, số lượng xe lắp ráp trong nước (CDK) là 173.040 xe (+48,5% yoy) và xe nhập khẩu nguyên chiếc (CBU) là 71.874 xe (+74,2% yoy). Trong năm 2015, thị trường xe ô tô có sự thay đổi về tỷ trọng. Theo đó, nếu như trong năm 2014, xe lắp ráp trong nước chiếm tỷ trọng 73,8% thì đến năm 2015, tỷ lệ này giảm xuống còn 70,7%. Ngược lại, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2015, xe nhập khẩu nguyên chiếc giữ tỷ trọng 29,3%, tăng 12,2% so với mức 26,2% của năm trước.

Doanh số bán xe du lịch trong năm 2015 là 143.392 chiếc, tăng 42,8% so với năm 2014. Xe thương mại và xe chuyên dùng có mức tăng trưởng vượt trội, đạt 101.522 xe, 77% cao hơn năm 2014. Chính sách thắt chặt tải trọng của xe vận tải đã tạo nên một nguồn cầu mạnh mẽ cho các dòng xe tải hạng trung và hạng nặng dẫn đến sự thay đổi tỷ trọng của xe du lịch - xe chuyên dụng và xe thương mại. Tỷ trọng của dòng xe du lịch đã giảm mạnh từ 63,6% trong năm 2014 xuống còn 58,5% trong năm 2015. Trong khi đó, tỷ trọng của xe thương mại - xe chuyên dụng đã tăng từ mức 36,4% trong năm 2014 lên mức 41,5% trong năm 2015.

- Trong khu vực ASEAN, tính đến hết tháng 10/2015, Việt Nam có tỷ lệ tăng trưởng về lượng xe tiêu thụ đứng thứ 2 trong khu vực (59%), sau Singapore (61,2%). Về sản lượng sản xuất xe ô tô, Việt Nam là nước đứng đầu trong khu vực về tốc độ tăng trưởng với tỷ lệ 42,7%, cách rất xa nước đứng thứ 2 trong khu vực là Philippine với 8,6%. Trong khi thị trường ô tô Việt Nam đang ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ của doanh số bán hàng thì các nước như Thái Lan, Indonesia lại có xu hướng chậm lại.

Tuy ngành ô tô Việt Nam có tỷ lệ tăng trưởng cao vượt trội trong năm 2015 nhưng số lượng xe tiêu thụ và lượng xe sản xuất thực tế vẫn thấp hơn nhiều so với các quốc gia khác. Đến hết tháng 10/2015, Việt Nam đứng vị trí thứ 5 về lượng xe tiêu thụ và đứng thứ 4 về lượng xe sản xuất trong các nước AAF. Vì vậy đòi hỏi các doanh nghiệp ô tô phải nỗ lực hơn và cần có sự phối hợp giữa Chính phủ và các doanh nghiệp ô tô để có những chính sách định hướng và chiến lược phát triển hợp lý hơn cho thời gian tới.

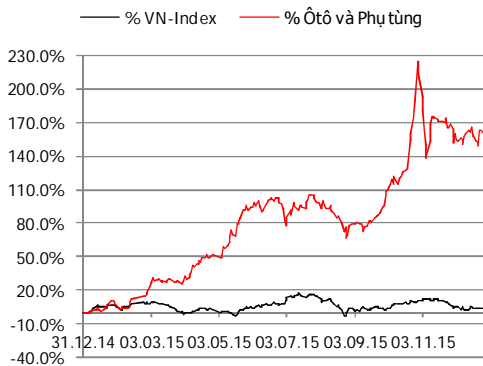
- Theo Bộ Tài chính, thuế TTĐB sẽ được điều chỉnh theo hướng giảm thuế đối với các dòng xe có dung tích xi lanh từ 2.000 cm³ trở xuống nhằm khuyến khích người dân mua ô tô loại nhỏ để phù hợp với chủ trương mà Chính phủ đề ra. Ngược lại, mức thuế TTĐB đối với các dòng xe có dung tích xi lanh từ 2.000 cm³ trở lên sẽ tăng. Cách tính thuế TTĐB mới khiến cho việc giảm thuế suất nhập khẩu về bằng 0-5% đến năm 2018 do gia nhập Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) không còn nhiều tác dụng đối với các dòng xe có dung tích xi lanh trên 2.000 cm³. Thực tế bắt đầu từ 01/01/2016, giá xe ô tô nhập khẩu nguyên chiếc đã bắt đầu tăng, đặc biệt là những dòng xe sang có dung tích xi lanh lớn.

- Ưu thế:** (1) Là ngành công nghiệp quan trọng vẫn nằm trong chiến lược phát triển công nghiệp quốc gia, được nhiều hỗ trợ từ Chính phủ. Theo chính sách của Chính phủ, các nhóm sản phẩm xe ưu tiên gồm : (i) Dòng xe tải nhỏ đa dụng phục vụ cho sản xuất nông nghiệp và các loại xe khách tầm trung và tầm ngắn chạy liên tỉnh, nội thành ... với giá thành hợp lý, an toàn và tiện dụng. (ii) Dòng xe cá nhân kích thước nhỏ, tiết kiệm năng lượng, giảm lượng khí thải ra môi trường, phù hợp với hạ tầng giao thông và thu nhập của người dân. (iii) Các chi tiết, linh kiện quan trọng ... đầu tư công nghệ tiên tiến, sản xuất phục vụ xuất khẩu. (2) Là nước có dân số đông thứ 3 trong khu vực ASEAN, do tỷ lệ sở hữu xe ô tô của Việt Nam (chiếm 1,85% của 90 triệu dân) vẫn còn thấp hơn nhiều so với những nước khác như Thái Lan, Indonesia, Malaysia ... nên dư địa của thị trường ô tô Việt Nam còn rất lớn, biến Việt Nam trở thành thị trường tiêu thụ ô tô hấp dẫn trong thời gian dài. (3) Tổng thu nhập bình quân trên đầu người tại Việt Nam đang tăng khá ổn định khiến nhu cầu tiêu thụ xe ô tô ngày càng tăng, là một trong những yếu tố quan trọng tạo đà phát triển rất tốt cho ngành công nghiệp ô tô.
- Hạn chế:** (1) Tỷ lệ nội địa hóa thấp (theo Bộ Công thương, trung bình 7-10% đối với xe du lịch và 38-45% đối với xe khách và xe tải nhẹ), quy mô thị trường tiêu thụ nhỏ (bằng khoảng 10% thị trường Thái Lan), chi phí sản xuất cao (bình quân cao hơn khoảng 20% so với các nước khác như Thái Lan, Indonesia)... Khiến ngành công nghiệp sản xuất ô tô ở Việt Nam yếu hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực. Đặc biệt với những tác động từ 2 hiệp định TPP và AFTA, ngành ô tô Việt Nam gặp thách thức rất lớn và sẽ phải nhờ vào các chính sách bảo hộ của Chính phủ để có thể tiếp tục tồn tại và phát triển. (2) Sự yếu kém của ngành sản xuất linh kiện, phụ tùng (sản phẩm chủ yếu là các linh kiện lắp ráp với công nghệ đơn giản, giá trị thấp) khiến các nhà lắp ráp xe ô tô trong nước phải phụ thuộc nhiều vào linh kiện phụ trợ nhập khẩu. Theo thống kê, số lượng doanh nghiệp phụ trợ ở Việt Nam chỉ hơn 200 công ty, bằng 1/10 Thái Lan và 1/8 Malaysia. Do chưa có sự hợp tác liên kết chặt chẽ giữa các doanh nghiệp lắp ráp, sản xuất ô tô với các doanh nghiệp sản xuất phụ tùng linh kiện, nên chưa hình thành được hệ thống các mạng lưới và chuỗi cung ứng phụ tùng, linh kiện quy mô lớn. (3) Hạ tầng giao thông của Việt Nam còn yếu kém, chưa tạo điều kiện kích cầu cho ngành ô tô. Cơ chế chính sách thuế, phí không ổn định gây ảnh hưởng đến sự phát triển của ngành.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp Ngành Ô tô và phụ tùng

- Trong 9 tháng năm 2015, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành ô tô và phụ tùng có sự tăng trưởng đáng kể. Tổng doanh thu thuần của 6 công ty ngành ô tô trong 9T.2015 là 17.069,8 tỷ đồng, tăng 69,4% so với cùng kỳ năm trước. Cũng trong 9T.2015, tổng lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp này là 923 tỷ đồng, tăng mạnh vượt bậc 268,6% so với mức 250,4 tỷ đồng của 9T.2014. Toàn bộ các công ty đều có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao, trong đó có đến 3 doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu thuần trên mức 100% là TMT (+240,4% yoy), HHS (+228,2% yoy) và HTL (+190,8% yoy). Trong các doanh nghiệp, HHS là công ty có mức tăng trưởng lợi nhuận ròng ấn tượng nhất với tỷ lệ 550,2% yoy.
- Theo đánh giá của chúng tôi, tính đến hết ngày 31/12/2015, chỉ số tăng trưởng giá cổ phiếu Ngành Ô tô và phụ tùng đã tăng 163,2% so với đầu năm, cao hơn nhiều lần so với mức tăng trưởng 6,1% của VN-Index. Theo thống kê của MSI, có những cổ phiếu ngành ô tô tăng rất mạnh trong 1 năm qua như **HTL** (+540,2% yoy), **TMT** (+227,4% yoy) và **SVC** (174,1% yoy). Nhìn chung, nguyên nhân chủ yếu cho sức tăng vượt bậc của các cổ phiếu ngành ô tô là do nhu cầu tiêu thụ xe ô tô ngày càng mạnh. Bên cạnh đó, mỗi doanh nghiệp ngành ô tô đều có thế mạnh riêng. Tiêu biểu như SVC là nhà phân phối chính của khá nhiều hãng xe, đặc biệt là Toyota và Ford - 2 hãng xe có doanh số bán xe lớn nhất tại thị trường Việt Nam. HTL có lợi thế trong việc phân phối các dòng xe vận tải chuyên dùng như xe cầu, xe trộn bê tông ... nên tránh được cạnh tranh trong ngành như THACO, HHS...

Tăng trưởng ngành Ô tô và Phụ tùng (1 năm so với VN-Index)



Nguồn: Fiipro, MSI

Triển vọng kinh doanh của Ngành Ô tô và phụ tùng năm 2016

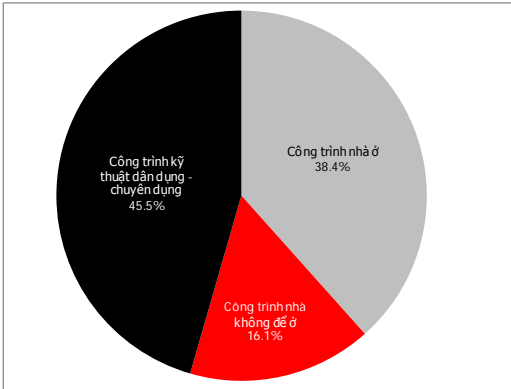
- Có thể thấy 2015 là một năm thành công của ngành ô tô và phụ tùng khi ngành này là một trong những ngành công nghiệp có mức tăng trưởng mạnh nhất và có triển vọng rất lớn trong những năm tới. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu thuần trong năm 2015 của các doanh nghiệp ngành ô tô là 23.116,7 tỷ đồng và tổng lợi nhuận ròng là 1.088 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng lần lượt là 49,9% và 147%.
- Tính đến hết tháng 10/2015, lượng tiêu thụ xe ô tô của Việt Nam chiếm 6,6% tổng doanh số bán xe của khu vực ASEAN-5 (gồm Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Việt Nam, và Philippine), tăng mạnh gần 3 lần so với mức 2,3% của năm 2012. Theo Financial Times, con số này có thể đạt 10% trong năm 2016. Tuy thị trường ô tô Việt Nam có quy mô nhỏ nhưng đang có xu hướng lớn dần lên do thu nhập của người dân đang tăng trưởng ổn định khiến nhu cầu sử dụng xe ô tô tăng. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ xe ô tô trong năm 2016 sẽ vẫn tiếp tục tăng mạnh. Tổng doanh thu thuần dự phóng của các doanh nghiệp ngành ô tô và phụ tùng trong năm 2016 là 29,175.2 tỷ đồng (+ 26,2% yoy), tổng lợi nhuận ròng là 1.424,7 tỷ đồng (+ 30,9% yoy).
- MSI khuyến nghị các nhà đầu tư nên theo dõi và MUA những cổ phiếu sau khi thị trường đã điều chỉnh về mức giá hợp lý: SVC, TMT, PTB.

Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính cổ phiếu trong Ngành Ô tô và Phụ tùng

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	HHS	228.2	3,508.0	146.4	30.0	550.2	481.0	254.1	30.0	2,168	2,064	2,683	30.0	6.0	4.8	2.0	12.5
2	TMT	240.4	3,365.0	146.3	30.0	448.2	186.6	200.0	30.0	6,875	6,132	7,972	30.0	7.4	6.4	4.1	227.4
3	HTL	190.8	1,706.7	65.5	30.0	353.2	135.3	116.6	30.0	17,741	16,913	21,986	30.0	8.5	6.8	6.9	540.2
4	SVC	25.7	9,928.2	25.2	25.6	117.8	98.9	90.9	59.2	3,640	3,959	6,302	59.2	11.4	6.6	1.0	174.1
5	HAX	39.8	1,644.9	34.8	30.0	96.1	25.2	51.3	30.0	2,320	2,267	2,947	30.0	7.6	6.0	1.6	102.3
6	PTB	29.0	2,964.0	20.9	15.0	33.5	161.0	44.4	18.5	9,727	11,178	13,246	18.5	8.1	5.9	2.5	76.1
Ngành		69.4		49.9	26.2	268.6		147.0	30.9					7.3	2.23		

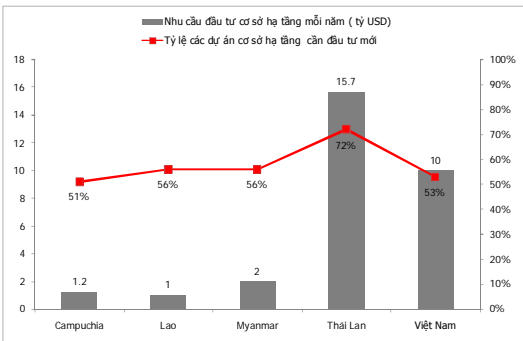
Nguồn: MSI dự phóng

Tỷ Trọng Ngành Xây Dựng 2015



Nguồn: Tổng cục Thống kê, MSI tổng hợp

Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng 2010-2020



Nguồn: Asian Development Bank Institute, MSI

	2010	2013	2014	2015	2016F	2020
Diện tích bình quân nhà ở (m2/người)	17.5	19.6	20.9	22.0	22.6	29.0
Tỷ lệ đô thị hóa	30.4%	33.4%	34.5%	35.7%	36.8%	45%

- Thị trường xây dựng chịu tác động và ảnh hưởng lớn từ thị trường nhà ở và BĐS, đặc biệt là phân khúc xây dựng nhà ở dân dụng. Trong 2015, thị trường BĐS đã hồi phục tích cực với thanh khoản tăng kỷ lục, tại Hà Nội có khoảng 19.350 giao dịch bất động sản thành công, tăng gần 1,7 lần so với 2014. Trong khi đó, tại TP.HCM có khoảng 18.700 giao dịch thành công, tăng 1,8 lần so với 2014. Theo Bộ Xây dựng, đến cuối năm 2015, lượng tồn kho bất động sản còn 50.889 tỷ đồng, giảm 54.100 tỷ so với tháng 12/2014. Trong năm 2015, cả nước đã hoàn thành đầu tư 33 dự án nhà ở xã hội, tương đương với quy mô 14.437 căn hộ. Thêm khoảng 1,0 triệu m2 nhà ở xã hội đã được hoàn thành và đưa tổng diện tích nhà ở xã hội khu vực đô thị đạt khoảng 2,8 triệu m2.

Giai đoạn 2016-2020, dự báo quy mô dân số Tp.HCM vào khoảng trên 12 triệu người, tổng diện tích nhà ở xây dựng mới đạt 40 triệu m2. Theo Sở Xây dựng TP.HCM cho biết dự kiến đến 2020, TP.HCM sẽ đầu tư thêm 21.000 căn nhà ở xã hội. Do đó, chúng tôi kỳ vọng phân khúc nhà ở dân dụng trong những năm tới đây được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng vượt bậc, qua đó thúc đẩy ngành xây dựng dân dụng.

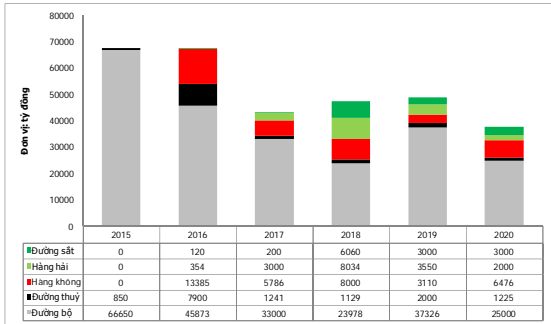
- Các Hiệp định thương mại tự do (FTAs) như TPP, AEC, EVFTA, VKFTA sẽ giúp gia tăng giá trị xây dựng khi làn sóng dịch chuyển các nhà máy lớn từ Trung Quốc về Việt Nam của các công ty sản xuất công nghiệp trên thế giới diễn ra mạnh, nhằm tận dụng lợi thế thuế của các FTAs, chi phí nhân công giá rẻ và môi trường đầu tư ổn định.
- Về đầu tư xây dựng kết cấu hạ tầng giao thông, Bộ Giao thông vận tải (GTVT) cho biết, tổng cộng các nguồn vốn ước tính giải ngân năm 2015 là 87.136,3 tỷ đồng và kết quả giải ngân đạt 89.907 tỷ đồng. Trong năm 2016, ngành GTVT cũng sẽ hoàn thành kế hoạch thực hiện và giải ngân tất cả các nguồn vốn được giao dự kiến 80.993 tỷ đồng. Trong đó, vốn có nguồn gốc NSNN khoảng 48.993 tỷ đồng, vốn ngoài NSNN khoảng 32.000 tỷ đồng (giá trị giải ngân). Nhu cầu vốn đầu tư hạ tầng giao thông đã tăng mạnh trong những năm qua. Tổng chi đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng giao thông do Bộ GTVT quản lý bình quân năm đã tăng từ mức 12 nghìn tỷ đồng/năm (khoảng 0,76 tỷ USD) ở giai đoạn 2001 - 2005 lên mức 36 nghìn tỷ đồng/năm (khoảng 1,9 tỷ USD) ở giai đoạn 2006 - 2010 và hiện đã ở mức 70 nghìn tỷ đồng/năm (khoảng 3,1 tỷ USD).

NGÀNH HÀNG HOÁ PHI TIÊU DÙNG - Khuyến nghị MUA

- Hiện nay có 23 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán được chúng tôi chọn lọc và xếp vào ngành hàng hoá phi tiêu dùng, với tổng giá trị vốn hoá tính đến ngày 31/12/2015 là 36.146,5 tỷ đồng, chiếm 2,8% tổng giá trị vốn hoá thị trường. Trong đó, chúng tôi chia làm 3 nhóm ngành chính: Xây dựng, Phát triển hạ tầng và Công nghiệp hỗ trợ.
- Theo Bộ Xây dựng, kết thúc năm 2015, giá trị sản xuất của ngành xây dựng theo giá hiện hành ước tính đạt khoảng 974,4 nghìn tỷ đồng (tăng 11,4% so với năm 2014). Giá trị tăng thêm ngành xây dựng đạt 171,97 nghìn tỷ đồng, tăng 10,82% so với năm 2014 (tính theo giá so sánh của năm 2010), chiếm tỷ trọng 5,9% GDP cả nước (năm 2014 chiếm 5,8% GDP) và là mức tăng cao nhất kể từ năm 2010. Trong đó, mảng xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng - chuyên dụng chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng giá trị sản xuất ngành xây dựng (45,5%), tiếp đến là xây dựng nhà để ở chiếm 38,4% và còn lại là nhà không để ở chiếm 16,1%.

Tính đến hết tháng 12/2015, theo thống kê của Bộ Xây dựng, diện tích sàn bình quân nhà ở toàn quốc đạt khoảng 22m2 /người, tăng 1,1m2 /người so với năm 2014 và tăng tới 4,5m2 /người so với năm 2010. Cho năm 2016, Bộ Xây dựng đặt ra mục tiêu thực hiện tỷ lệ đô thị hóa cả nước đạt khoảng 36,8%; diện tích sàn bình quân nhà ở toàn quốc đạt khoảng 22,6 m2/người; giá trị sản xuất xây dựng toàn ngành tính theo giá hiện hành tăng khoảng 10% so với năm 2015.

Nhu cầu đầu tư Hạ tầng Giao thông từ 2015-2020 theo lĩnh vực

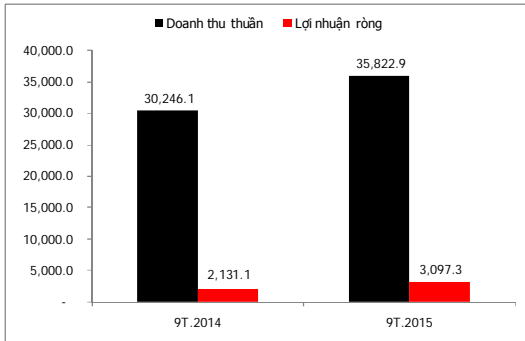


Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải

Hiện đầu tư theo hình thức đối tác công – tư (PPP) hiện nay đã có Nghị định 15/2015/NĐ-CP, tuy nhiên để Nghị định 15 phát huy được tác dụng trên thực tế, cần khẩn trương ban hành thông tư hướng dẫn cụ thể. Một trong những hạn chế chủ yếu của mô hình PPP là nhà nước vẫn phải bố trí vốn tham gia vào các dự án PPP. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thông tư hướng dẫn Nghị định 15/2015 NĐ CP dự kiến sẽ được thông qua trong năm 2016, sẽ giúp tăng tỷ trọng giá trị xây dựng của khối tư nhân, qua đó làm giảm áp lực cho ngân sách Nhà nước.

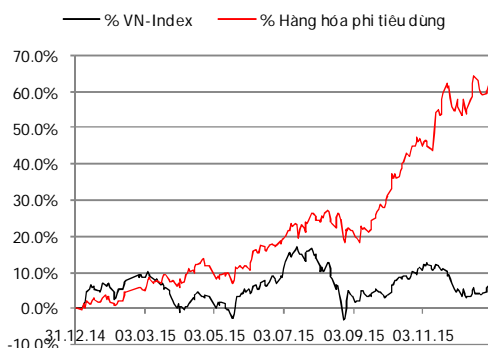
- Ngành Công nghiệp hỗ trợ cho ngành xây dựng dự báo sẽ được hưởng lợi từ quá trình phát triển đô thị, nhà ở và công nghiệp hoá rất nhanh như hiện nay. Nhu cầu xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng sẽ tạo cơ hội lớn cho các ngành phụ trợ phát triển, như sản xuất thiết bị điện, vật liệu xây dựng... Theo đó, giá trị sản xuất ngành thiết bị điện, điện tử cũng không ngừng tăng trưởng trong những năm qua.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành hàng hóa phi tiêu dùng



Nguồn: FiinPro và MSI

Tăng trưởng ngành Hàng hóa phi tiêu dùng (1 năm so với VN-Index)



Nguồn: FiinPro và MSI

Theo Bộ GTVT, tổng nhu cầu vốn đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng giao thông Việt Nam giai đoạn 2016 - 2020 toàn ngành ước tính khoảng 1.015.000 tỷ đồng (khoảng 48 tỷ USD, là nhu cầu vốn đầu tư cho các công trình giao thông do Bộ GTVT trực tiếp quản lý). Dự kiến trong 5 năm tới (2016-2020), ngành GTVT sẽ huy động khoảng 200 nghìn tỷ đồng, trung bình mỗi năm 40 nghìn tỷ đồng nguồn vốn từ khu vực xã hội hoá để đầu tư vào hệ thống hạ tầng. Chính phủ Việt Nam không thể tài trợ toàn bộ khoản đầu tư này từ nguồn ngân sách nhà nước hoặc vốn vay ODA và do vậy hình thức đầu tư PPP là một lựa chọn thay thế.

Đầu tư theo hình thức đối tác công – tư (viết tắt PPP) khá mới mẻ tại Việt Nam khi Luật đầu tư công 2014 được ban hành vào ngày 18/06/2014 mới bắt đầu thừa nhận hình thức đầu tư này. Việc thực

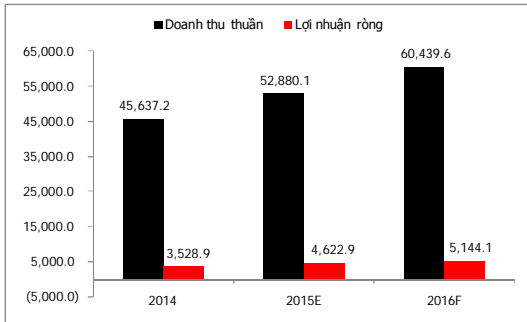
Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp ngành hàng hóa phi tiêu dùng tiêu biểu

- Trong 9T.2015, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành hàng hóa phi tiêu dùng đang được niêm yết trên sàn có sự tăng trưởng khả quan, tổng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp này tăng lần lượt 18,4% và 45,3% so với 9T2014. Trong số 24 doanh nghiệp, có 73,9% doanh nghiệp có sự tăng trưởng về doanh thu thuần và 82,6% có lợi nhuận ròng tăng so với cùng kỳ năm 2014.
- Theo đánh giá của MSI, tính tới 31/12/2015, chỉ số tăng trưởng giá cổ phiếu ngành hàng hoá phi tiêu dùng đã tăng 61,6% so với thời điểm đầu năm, cao hơn mức tăng trưởng 6,1% của VN-Index.

Theo thống kê của chúng tôi cho thấy những công ty đã có sự tăng trưởng giá cổ phiếu mạnh trong vòng một năm qua, điển hình như: CTD (+186,7% y/y), CTX (+142,6% y/y), THG (+137,8% y/y), LIX (+99,8%), PAC (+87,8% y/y), HBC (+78,2% y/y), CAV (+42,7% y/y). Có thể thấy năm 2015 là năm ngành xây dựng đạt mức tăng trưởng ấn tượng, trong đó những cổ phiếu tiêu biểu cho phân khúc xây dựng dân dụng như CTD, HBC đã đạt kết quả kinh doanh tích cực nhờ vào sự hồi phục của thị trường bất động sản. Bên cạnh đó, nhóm ngành công nghiệp hỗ trợ tiêu biểu như CAV, DQC, PAC, RAL là những doanh nghiệp lớn trong ngành cũng được hưởng lợi từ giảm giá nguyên liệu đầu vào đã cho thấy sự tăng trưởng tốt trong doanh thu cũng như lợi nhuận.

Tuy nhiên, cũng có những cổ phiếu trong nhóm ngành xây dựng hỗ trợ có xu hướng giảm trong năm 2015, như: PXS (-39,1% y/y), LCG (-17,6% y/y), HUT (-10,9%). Nguyên nhân do PXS là mã cổ phiếu bị ảnh hưởng từ ngành dầu khí và LCG ghi nhận lỗ tại các công ty con.

Kết quả kinh doanh ngành Xây dựng và Hàng hóa phi tiêu (tỷ đồng)



Nguồn: MSI dự phóng

Triển vọng kinh doanh ngành Hàng hóa phi tiêu dùng năm 2016

- Trong 2015, các doanh nghiệp ngành Xây dựng và hàng hoá phi tiêu dùng cho thấy những dấu hiệu cải thiện tích cực trong KQKD cùng với tăng nhu cầu về xây dựng của các dự án trong lĩnh vực dân dụng và cơ sở hạ tầng. Cụ thể, trong 2015 chúng tôi ước tính doanh thu của các công ty ngành xây dựng và hàng hoá phi tiêu dùng đạt 52.880,1 tỷ đồng, tăng 15,9% so với 2014 và lợi nhuận cao hơn 31% so với 2014, đạt 4.622,9 tỷ đồng.
- Trong năm 2016, Thông tư hướng dẫn cho Nghị định 15/2015 dự kiến sẽ được Chính phủ thông qua về đầu tư theo hình thức đối tác công-tư (PPP). Đây là cơ sở cho chúng tôi kỳ vọng ngành Xây dựng sẽ tiếp tục được duy trì mức tăng trưởng ổn định dựa trên các công trình phát triển cơ sở hạ tầng sẽ được nguồn vốn tư nhân tham gia

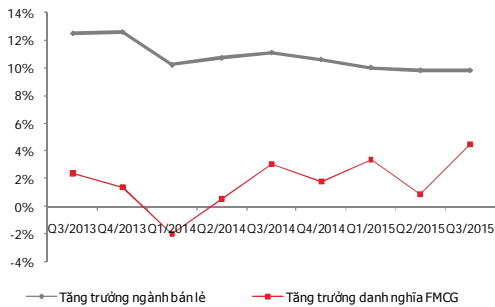
đầu tư vào mạnh mẽ, qua đó thúc đẩy giá trị xây dựng. Ngoài ra, các Hiệp định thương mại tự do cũng mang đến nhiều cơ hội cho mảng xây dựng công trình công nghiệp trong những năm tới, điển hình như Samsung và Intel đã đầu tư xây dựng các nhà máy sản xuất điện tử gia dụng tại Việt Nam.

- Chính phủ cũng vừa ban hành Nghị định 111/2015/NĐ-CP về ưu tiên phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ, Theo đó, 6 lĩnh vực công nghiệp hỗ trợ được ưu tiên bao gồm Dệt may, da giày, điện tử, cơ khí chế tạo, lắp ráp ô tô, công nghiệp công nghệ cao với gần 60 mặt hàng. Trong đó, ngành điện tử có mặt hàng dây cáp điện trong ngành điện tử (CAV) và ắc quy trong ngành sản xuất ô tô (PAC). Cụ thể, Nhà nước sẽ hỗ trợ đến 75% chi phí chuyển giao công nghệ và tối đa 50% chi phí chế tạo thử nghiệm cho các doanh nghiệp thực hiện việc chuyển giao công nghệ sản xuất các sản phẩm công nghiệp hỗ trợ thuộc danh mục hàng hoá ưu tiên.
- Ngoài ra, chi phí nguyên liệu đầu vào của các ngành xây dựng và công nghiệp sản xuất sản phẩm hỗ trợ dự báo sẽ vẫn giữ ở mức thấp trong 2016, như sắt thép, đồng, nhựa, chì kẽm.. Do đó, cho năm 2016, chúng tôi ước tính các doanh nghiệp ngành Xây dựng và Hàng hóa phi tiêu dùng sẽ ghi nhận doanh thu đạt 60.439,6 tỷ đồng(+14,3% y/y) và lợi nhuận ròng đạt 5.620,6 tỷ đồng (+21,6%, y/y).
- MSI khuyến nghị các nhà đầu tư nên theo dõi và MUA những cổ phiếu sau khi thị trường đã điều chỉnh về mức giá hợp lý: CTD, HBC, DQC, CAV, PAC.

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	CTD	64.1	11,450.4	50.0	25.0	76.3	578.3	76.7	50.0	11,726	13,392	20,088	50.0	13.0	7.62	2.2	186.7
2	CII	(16.8)	2,624.0	0.7	20.0	182.1	910.0	134.4	4.4	3,822	4,169	4,353	4.4	5.7	5.0	1.0	22.9
3	HUT	(10.4)	2,127.0	(23.0)	10.0	56.5	128.3	(50.2)	10.0	2,114	999	1,099	10.0	5.3	10.3	0.9	(10.9)
4	HBC	42.0	5,060.4	43.8	13.7	344.4	93.1	31.2	55.0	1,500	1,232	1,910	55.0	12.7	9.9	1.4	78.2
5	FCN	49.8	1,804.8	33.3	21.9	59.7	160.0	22.8	21.9	3,408	3,499	4,266	21.9	6.0	4.8	1.2	3.2
6	VNE	24.1	1,158.3	11.9	31.9	44.1	121.5	36.5	31.9	1,404	1,505	1,985	31.9	8.0	5.6	1.0	25.9
7	PXS	9.1	1,780.0	6.8	5.0	(10.4)	150.0	21.1	5.0	1,886	2,500	2,625	5.0	6.2	4.4	1.0	(39.1)
8	CTX	(45.4)	225.0	(40.5)	(20.0)	2,115.8	20.6	(28.0)	(20.0)	1,736	782	626	(20.0)	14.1	39.2	1.2	142.6
9	CTI	90.5	750.0	91.5	50.0	933.4	65.0	300.2	23.1	1,928	1,970	2,424	23.1	10.1	8.0	0.6	90.3
10	LCG	9.8	1,442.0	13.9	10.0	46.3	35.0	645.5	22.0	197	459	560	22.0	35.5	12.5	0.5	(17.6)
11	SDT	26.6	1,326.8	5.1	10.1	1.1	69.0	(10.7)	10.1	1,825	1,615	1,778	10.1	6.8	7.0	0.6	(0.3)
12	SD6	3.1	1,337.5	3.3	5.0	(3.1)	75.8	6.3	5.0	2,007	2,181	2,290	5.0	6.7	5.9	0.9	1.2
13	HTI	61.7	290.0	61.6	66.6	52.5	52.0	42.1	66.6	2,013	2,083	3,471	66.6	7.0	4.1	1.0	35.7
14	SJE	(17.0)	1,120.2	(16.7)	5.0	141.1	71.2	58.3	5.0	6,128	6,161	6,469	5.0	4.4	4.2	0.9	79.1
15	THG	39.8	631.7	20.3	20.3	394.9	53.0	213.4	20.3	4,867	5,305	6,382	20.3	6.7	5.1	1.7	137.8
16	REE	8.5	2,860.0	8.8	4.9	(13.2)	935.7	(11.9)	15.5	3,612	3,478	4,018	15.5	7.0	6.3	1.1	(5.5)
17	DQC	(35.4)	1,197.9	(2.1)	15.0	(20.9)	219.0	(7.4)	88.7	6,973	7,548	14,243	88.7	8.2	4.0	1.7	40.7
18	CAV	6.6	5,722.3	6.1	5.6	35.7	161.4	24.3	30.3	5,628	5,603	7,301	30.3	9.0	6.9	2.5	42.7
19	RAL	6.8	2,789.4	7.3	5.0	8.1	67.8	3.3	8.0	6,026	5,895	6,367	8.0	9.0	8.6	1.3	30.9
20	NET	(2.2)	784.0	(2.5)	3.0	97.4	86.0	85.7	3.0	4,799	5,375	5,537	3.0	7.9	6.9	2.3	58.5
21	LIX	0.5	1,757.3	3.0	5.0	82.2	181.4	124.6	(24.7)	5,795	8,398	6,322	(24.7)	10.0	9.2	3.1	99.8
22	DGC	21.8	2,400.0	17.8	15.0	93.6	272.0	82.4	30.0	5,850	6,444	8,378	30.0	8.9	6.2	1.9	90.5
23	PAC	6.8	2,241.0	10.6	5.0	33.0	116.7	56.5	9.9	2,968	3,811	4,190	9.9	11.2	7.9	2.0	87.8
Ngành		18.4		15.9	14.3	45.3		31.0	21.6					8.0	7.8	1.3	

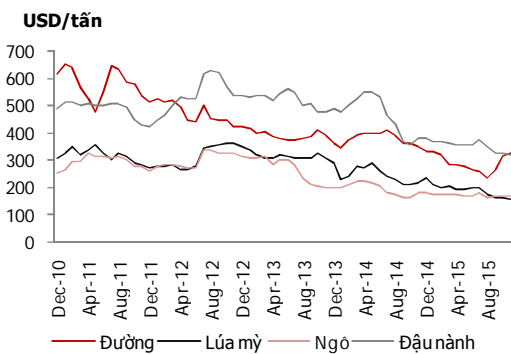
Nguồn: MSI thống kê và dự phóng

Tăng trưởng ngành bán lẻ



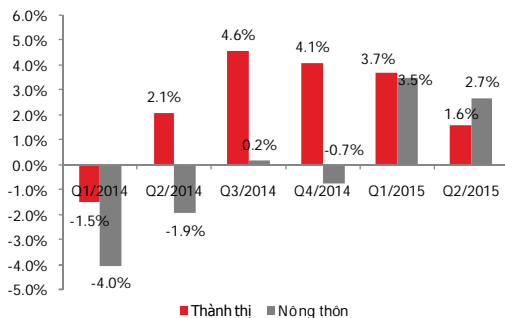
Nguồn: Tổng cục thống kê, Nielsen

Biến động giá các loại nguyên liệu



Nguồn: Index Mundi

Tăng trưởng tiêu dùng nhanh FMCG ở Thành thị và Nông thôn



Nguồn: Nielsen

NGÀNH HÀNG HÓA TIÊU DÙNG — Khuyến nghị: MUA/GIỮ

- **Giá trị tiêu dùng đang tăng trở lại trong các tháng cuối năm 2015:** Theo số liệu của Tổng cục thống kê, doanh số bán lẻ hàng hóa năm 2015 đạt 2.469,9 nghìn tỷ đồng, chiếm 76,2% tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng, tăng 10,6% so với cùng kỳ.

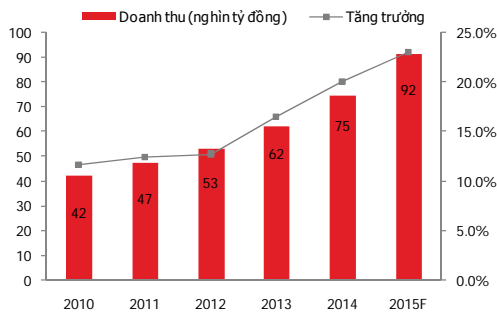
Cùng chung xu hướng tăng trưởng, ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tại 6 thành phố theo báo cáo của Nielsen đã tăng trở lại trong quý 3 với mức tăng 4,5% (so với 0,9% của quý trước). Chỉ số niềm tin người tiêu dùng cũng tăng liên tiếp trong 3 tháng cuối năm, đạt 144,8 điểm, mức cao nhất trong vòng 2 năm qua.

- **Làn sóng M&A, liên doanh tiếp tục gia tăng:** Xu hướng M&A trong ngành đã bắt đầu từ vài năm gần đây. Trong năm 2015, các thương vụ M&A tiếp tục gia tăng. Đáng chú ý nhất là Masan với các thương vụ như: Mua 32,8% cổ phần của Cholimex Food, giúp Masan nắm giữ phân khúc thị phần gia vị tương ớt; Thâu tóm 2 doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất thức ăn chăn nuôi là Proconco (sở hữu 52%) và ANCO (sở hữu 70% cổ phần) với mục tiêu trở thành nhà cung cấp thức ăn chăn nuôi lớn tại Việt Nam,... Trong năm 2016, cùng với xu thế hội nhập sâu rộng hơn, chúng tôi cho rằng làn sóng M&A, liên doanh trong ngành sẽ còn sôi động do những hấp dẫn về dân số và mức thu nhập ngày càng tăng của Việt Nam.

- **Ngành Thực phẩm, đồ uống ở khu vực nông thôn - Phân khúc đầy tiềm năng:** Ngược lại với việc giá trị tiêu dùng đang chững lại ở khu vực thành thị, giá trị tiêu dùng Thực phẩm, đồ uống ở khu vực nông thôn lại có sự tăng trưởng tích cực. Theo thống kê của Nielsen, nông thôn chiếm 68% dân số và đóng góp 60% GDP cả nước, nhưng mới chỉ có 54% doanh số bán hàng tiêu dùng nhanh đến nông thôn. Vì vậy, đây là thị trường đầy tiềm năng trong tương lai đối với các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên, để thâm nhập vào khu vực này sẽ khá khó khăn nếu doanh nghiệp không có sự chuẩn bị và tìm hiểu kỹ về thị trường.

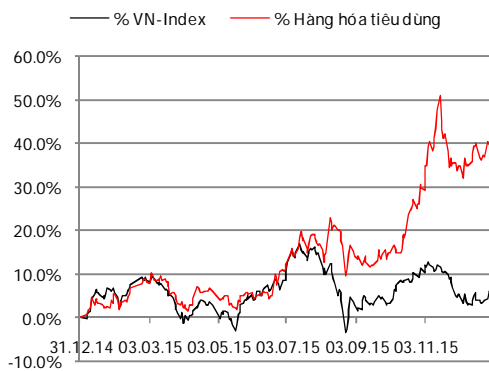
- **Kết quả kinh doanh 9T.2015 của một số doanh nghiệp niêm yết:** Hầu hết các doanh nghiệp tiêu biểu thuộc ngành tiêu dùng, nhìn chung đều có kết quả kinh doanh được cải thiện trong 9T.2015: VNM, HNG, BHS,... Đặc biệt, một số doanh nghiệp có biến động lớn trong kết quả kinh doanh: MSN (DTT: +76% yoy, LNST: +291% yoy) nhờ việc hợp nhất kết quả kinh doanh với công ty con Masan Nutri Science và mảng kinh doanh bia tăng mạnh; KDC (DTT -27% yoy nhưng LNST +1.036% yoy) do Công ty không còn mảng kinh doanh chính là bánh kẹo (đã bán 80% cổ phần cho tập đoàn Mondelez).

Doanh thu ngành sữa và tăng trưởng



Nguồn: Euromonitor International

Tăng trưởng ngành hàng hóa tiêu dùng (1 năm so với VN-Index)



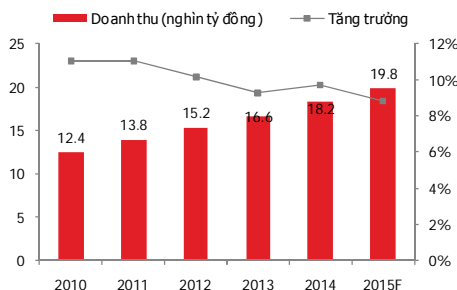
Nguồn: Fiinpro, MSI

Thống kê và dự báo cung cầu đường

Niên vụ	Sản xuất	Nhập khẩu	Tiêu thụ
2012-2013	1.500.000	70.000	1.300.000
2013-2014	1.587.000	73.500	1.450.000
2014-2015	1.417.800	77.200	1.400.000
2015-2016F	1.560.000		1.600.000

Nguồn: VSSA

Doanh thu nhóm sản phẩm bánh kẹo



Nguồn: Euromonitor International

Các phân ngành chính:

- Sữa - Vẫn đạt tốc độ tăng trưởng cao:** Trong khi các lĩnh vực khác như Bánh kẹo, đường có xu hướng bão hòa, đồ uống vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng ổn định, đặc biệt là mặt hàng sữa. Theo Euromonitor International ước tính, doanh thu ngành sữa Việt Nam năm 2015 đạt trên 92 tỷ đồng (+23% yoy). Quy mô đàn bò tiếp tục được mở rộng trong năm 2015, số lượng đàn bò vẫn giữ tốc độ tăng cao, theo tổng cục Thống kê, số lượng đàn bò sữa đạt 275,3 nghìn con (+21,3% yoy).

Trong năm 2016, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp ngành sữa sẽ có kết quả tích cực nhờ giá sữa nguyên liệu được dự báo sẽ tiếp tục ở mức thấp. Việc gia nhập các Hiệp định thương mại TPP hay FTA sẽ chưa tác động ngay đến các doanh nghiệp nội địa ở mặt hàng sữa nước (sản phẩm chủ lực của ngành sữa) do các công ty Việt Nam vẫn đang chiếm ưu thế, cạnh tranh chỉ tăng cao trong phân khúc mặt hàng sữa bột, sữa công thức - nơi đang được chiếm lĩnh bởi các doanh nghiệp nước ngoài (sữa nhập khẩu chiếm khoảng 70% thị phần). Chúng tôi ưu thích và khuyến nghị Mua cổ phiếu VNM.

- Mía đường: Khó khăn vẫn còn nhưng sẽ tích cực hơn**

Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA), lượng đường tồn tại kho các nhà máy đến ngày 15/11/2015 là 58.500 tấn, thấp hơn cùng kỳ năm trước 91.700 tấn. Giá bán đường trong vụ mới cũng đã tăng 10% so với cùng kỳ năm trước, ở khoảng 13.000-14.000 đồng/kg. Trong năm 2016, vẫn còn nhiều khó khăn với ngành mía đường như: (1) Năng lực sản xuất xuống thấp do vùng nguyên liệu đang bị thu hẹp dần; (2) Không những phải cạnh tranh với đường nhập lậu mà ngành đường Việt Nam cũng phải chịu sức ép lớn với đường nhập khẩu khi các Hiệp định thương mại tự do có hiệu lực, thuế nhập khẩu đường sẽ giảm xuống mức 0% - 5%. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá triển vọng của các doanh nghiệp trong ngành sẽ tích cực hơn trong năm 2016 nhờ cán cân cung cầu trong nước đang được cải thiện, giá đường dự báo sẽ tiếp tục tăng do nguồn cung suy giảm, nhất là tại các nước xuất khẩu chính như Brazil, Thái Lan, Ấn Độ. Chúng tôi ưu thích và khuyến nghị Mua cổ phiếu SBT.

- Bánh kẹo: Tăng trưởng chậm lại tuy nhiên vẫn ở mức cao**

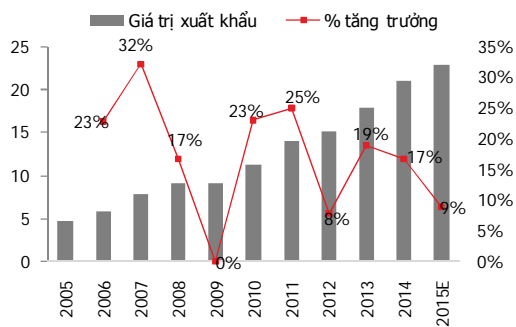
Trong các năm trở lại đây, ngành bánh kẹo Việt Nam tăng trưởng với tốc độ chậm hơn. Theo Euromonitor International ước tính, giá trị mặt hàng bánh kẹo năm 2015 chỉ tăng 8,9%, đạt 19,8 nghìn tỷ đồng. Mặc dù vậy, thị trường bánh kẹo Việt Nam vẫn được đánh giá khá hấp dẫn. Theo dự báo của Business Monitor International (BMI) từ nay đến năm 2018, mức tăng trưởng toàn ngành bánh kẹo tại Việt Nam sẽ đạt hơn 7% trong khi các nước trong khu vực và thế giới chỉ khoảng 1% - 3%. Trong năm 2016, chúng tôi cho rằng ngành bánh kẹo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng như hiện tại. Xu hướng M&A trong ngành sẽ tiếp tục gia tăng, tạo nền tảng vững chắc cho sự phát triển của các doanh nghiệp nội địa.

Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính cổ phiếu trong Ngành Tiêu dùng

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	VNM	15.8	38,424.0	9.9	13.1	35.5	7,587.0	25.0	14.8	6,338	6,322	7,255	14.8	20.2	17.64	8.0	69.7
2	MSN	76.2	22,000.0	36.7	28.8	291.4	672.1	(37.8)	31.4	2,638	900	1,182	31.4	29.4	65.5	2.3	(6.6)
3	HNG	115.9	5,225.6	136.2	17.7	32.6	1,305.5	72.1	27.1	1,383	1,844	2,344	27.1	20.8	12.3	2.0	n/a
4	KDC	(26.6)	3,209.4	(35.2)	(35.5)	1,035.7	5,222.7	873.6	(93.9)	25,894	25,395	1,559	(93.9)	0.9	15.6	0.8	(14.8)
5	SBT	11.0	2,315.5	12.0	6.1	21.2	227.1	20.6	11.4	1,196	1,245	1,387	11.4	20.1	17.4	1.8	93.7
6	BHS	23.6	3,605.0	21.2	15.4	17.5	123.7	25.0	21.3	914	1,003	1,158	15.5	21.3	16.0	2.5	75.0
7	DBC	17.0	5,739.3	12.1	10.5	92.2	252.8	22.9	12.8	4,666	4,030	4,547	12.8	5.6	5.8	0.9	(2.5)
8	HNM	16.2	249.1	12.3	9.1	886.2	3.4	2,110.5	14.6	111	171	196	14.6	80.3	45.4	0.8	(29.9)
Ngành		34.3		21.8	17.6	55.1		21.1	17.4					14.9	24.1	3.7	

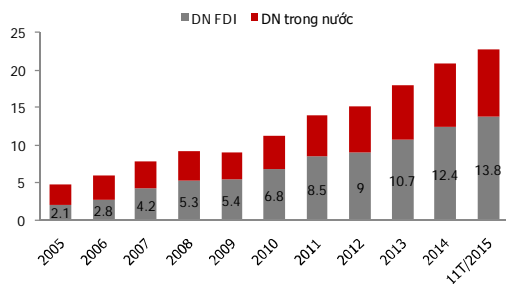
Source: MSI thống kê và dự phóng
 Lưu ý: Chúng tôi không tính KDC vào qua trình đánh giá tăng trưởng DT và LN của Ngành hàng hóa tiêu dùng

Giá trị xuất khẩu Dệt may (tỷ USD)



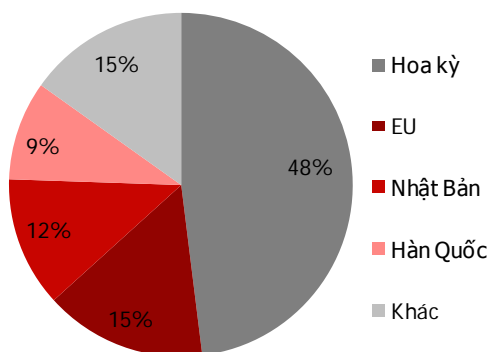
Nguồn: Tổng cục hải quan

Giá trị xuất khẩu của DN FDI và DN trong nước (tỷ USD)



Nguồn: Tổng cục hải quan, MSI tổng hợp

Thị trường xuất khẩu chính năm 2015



Nguồn: Tổng cục hải quan, MSI tổng hợp

NGÀNH DỆT MAY - Khuyến nghị: MUA

Diễn biến ngành Dệt may trong năm 2015

- FDI vào Dệt may tăng mạnh.** Để đón đầu cơ hội từ TPP, FTA, dòng vốn FDI vào ngành Dệt may đang có xu hướng gia tăng nhanh chóng, đặc biệt từ các nước không thuộc TPP như Trung Quốc, Hàn Quốc và chủ yếu vào các mảng công nghiệp phụ trợ của ngành như dệt, nhuộm, hoàn tất. Tính chung 6T.2015, tổng vốn FDI vào ngành Dệt may khoảng 1,4 tỷ USD. Trong đó, số vốn tăng thêm chiếm khoảng 70% với hơn 900 triệu USD. Trong điều kiện doanh nghiệp nội địa chưa đủ vốn để đầu tư sợi, dệt, nhuộm thì các dự án FDI vào lĩnh vực này sẽ hỗ trợ đáng kể cho ngành Dệt may trong nước chủ động nguyên phụ liệu, gia tăng tỷ lệ nội địa hóa.

- Năm 2015 - cột mốc đáng nhớ với Dệt may Việt Nam** khi các hiệp định quan trọng đã được đàm phán và ký kết thành công trong năm 2015. Cụ thể:

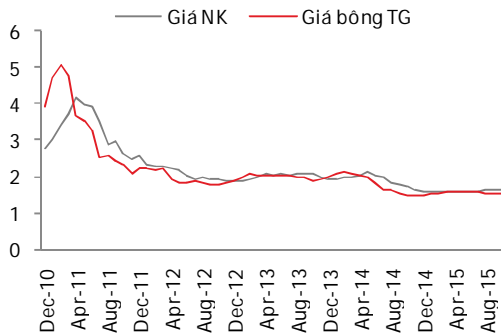
Hiệp định đối tác kinh tế xuyên Thái Bình Dương (TPP): Được thông qua vào ngày 05/10/2015 và dự kiến sẽ ký kết vào 04/02/2016. Dệt may Việt Nam được đánh giá là ngành được hưởng lợi nhiều nhất từ TPP, giá trị xuất khẩu vào TPP trong 10T.2015 đạt 12,29 tỷ USD (chiếm 54% kim ngạch xuất khẩu Dệt may), trong đó, thị trường quan trọng nhất là Hoa Kỳ đạt 10,96 tỷ USD. Hiệp định TPP sẽ giúp Dệt may Việt Nam xuất khẩu vào các nước thuộc TPP hưởng mức thuế suất 0% từ mức trung bình khá cao là 17 – 18% như hiện tại.

Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam - Hàn Quốc (KVFTA): Hàn Quốc là một trong những thị trường xuất khẩu lớn, chiếm hơn 10% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam. Hiệp định KVFTA chính thức được ký kết vào ngày 05/05/2015 và có hiệu lực từ ngày 20/12/2015 sẽ đem lại nhiều ưu thế cho mặt hàng dệt may khi mức thuế suất sẽ được giảm về 0% ngay khi có hiệu lực thay vì mức 8 - 13% hiện nay.

Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA): Chính thức ký kết vào ngày 2/12/2015, theo đó, mức thuế đối với hàng dệt may của Việt Nam sẽ được giảm dần trong vòng 7 năm từ mức 12% xuống 0%.

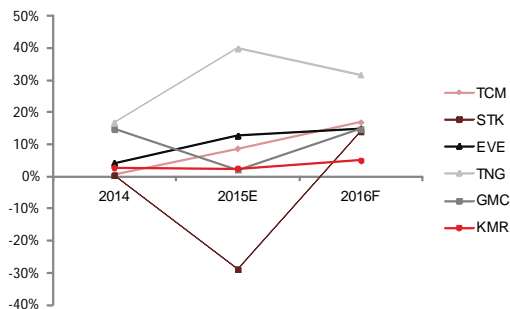
- Kết quả kinh doanh năm 2015 tương đối khả quan:** Theo BCTC Q4.2015, nhìn chung, các doanh nghiệp đều có kết quả doanh thu ước tính 2015 tăng trưởng khả quan (ngoại trừ STK -29% yoy do giá bán và sản lượng giảm). Trong đó, nổi bật nhất là TNG với mức tăng trưởng ấn tượng (+40% yoy). Tuy nhiên, LNST lại không giữ được sự tích cực này khi chỉ có EVE, TNG, KMR đạt tốc độ tăng trưởng tốt trong khi các doanh nghiệp còn lại như TCM, STK, GMC có tốc độ tăng trưởng âm so với cùng kỳ năm trước.

Giá bông nguyên liệu trong giai đoạn 2011-2015 (USD/kg)



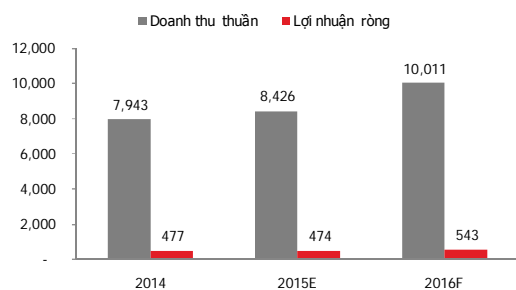
Nguồn: Index Mundi, VITAS

Tăng trưởng DTT các công ty trong ngành



Nguồn: MSI tổng hợp

Kết quả kinh doanh ngành Dệt may



Nguồn: MSI tổng hợp

Triển vọng ngành Dệt may năm 2016

Mặc dù vẫn còn gặp phải nhiều thách thức nhưng chúng tôi đánh giá năm 2016, Dệt may tiếp tục tăng trưởng ổn định nhờ thuận lợi từ các Hiệp định thương mại đã được ký kết, giá nguyên liệu sẽ tiếp tục giảm. Trong năm 2016, ngành Dệt may đặt mục tiêu kim ngạch xuất khẩu đạt 31 tỷ USD, tăng tỷ lệ nội địa hóa sản phẩm dệt may lên mức 55%.

- Giá các nguyên liệu đầu vào dự báo ở mức thấp, biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp trong ngành sẽ được cải thiện:** Năm 2016, giá bông nhập khẩu được dự báo tiếp tục xu hướng giảm. Theo Ủy ban tư vấn bông quốc tế (ICAC) dự báo giá bông vụ 2015/2016 không tăng, do tiêu thụ và nhập khẩu của Trung Quốc - thị trường nhập khẩu lớn nhất thế giới giảm xuống mức thấp nhất trong hơn một thập kỷ.
- Xu hướng chuyển dịch của Dệt may thế giới đang theo hướng có lợi cho Việt Nam:** Hiện Việt Nam cùng với Trung Quốc, Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và Bangladesh là những nước xuất khẩu dệt may hàng đầu thế giới. Tuy nhiên, các thị trường trên đang gặp vấn đề về chính trị, giá nhân công đang ngày một tăng cao... nên không còn là điểm đến hấp dẫn của nhà đầu tư nước ngoài. Các đơn hàng đang dần chuyển dịch sang Việt Nam nhờ giá nhân công, môi trường kinh doanh và các ưu đãi trong TPP.

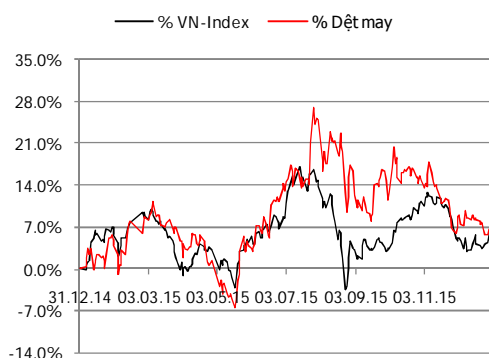
- Tiềm năng tăng trưởng ở các thị trường truyền thống:** Với việc ký kết thành công các hiệp định quan trọng như TPP, FTA sẽ là động lực giúp giúp Dệt may Việt Nam gia tăng thị phần tại các thị trường truyền thống như Hoa Kỳ, EU, Hàn Quốc (chiếm đến 73% tổng giá trị xuất khẩu dệt may trong 11 tháng đầu năm 2015). Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, bên cạnh lợi thế thể thấy rõ, dệt may Việt Nam còn đối mặt với nhiều thách thức:

Để được hưởng ưu đãi thuế 0%, ngành Dệt may cần đáp ứng những điều kiện ngặt nghèo đặt ra, đặc biệt là yêu cầu về quy tắc xuất xứ "từ sợi trở đi". Tuy nhiên, hiện tại nguyên liệu dệt may vẫn nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc – quốc gia không thuộc TPP, nếu nhập khẩu từ các nước thuộc TPP và FTA như Nhật Bản, Hàn Quốc phải chấp nhận chi phí nguyên liệu sẽ cao hơn.

Lợi ích từ Hiệp định KVFTA cho các doanh nghiệp Dệt may nội địa không đáng kể do phần lớn hoạt động xuất khẩu sang Hàn Quốc lại chủ yếu đến từ các doanh nghiệp có vốn đầu tư của Hàn Quốc.

- Doanh nghiệp bất lợi do chi phí nhân công tăng:** Các doanh nghiệp dệt may Việt Nam chỉ có ưu thế hơn các doanh nghiệp ngành dệt may ở các nước khác trong khối TPP về chi phí nhân công. Vì vậy, các chính sách như tăng lương tối thiểu thêm 12,4%, tăng số tiền trích nộp bảo hiểm xã hội và kinh phí công đoàn từ 01/01/2016 sẽ khiến chi phí tăng, lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may cũng sẽ bị ảnh hưởng do ngành Dệt may là ngành sử dụng nhiều lao động và tỷ trọng chi phí nhân công trong tổng chi phí cao.

Tăng trưởng ngành Dệt may (1 năm so với VN-Index)



Nguồn: FiinPro, MSI

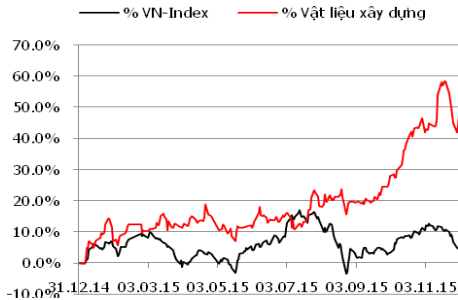
- **Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ - Tác động hai chiều với Dệt may Việt Nam:** (1) Hiện nay, Dệt may Việt Nam đang chịu phụ thuộc khá lớn vào nguồn nguyên liệu từ Trung Quốc (chiếm tới 45 - 50% giá trị nhập khẩu nguyên phụ liệu dệt may). Việc Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ sẽ giúp chi phí nguyên liệu đầu vào giảm xuống; (2) Tuy nhiên, sức ép cạnh tranh với hàng dệt may Trung Quốc cũng sẽ gia tăng do giá hàng xuất khẩu của Trung Quốc rẻ hơn.
- Với những tích cực của ngành trong năm 2016, chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp Dệt may sẽ có sự tăng trưởng tích cực hơn. Hiện tại, P/E của ngành đang ở mức 10,1x, khá hấp dẫn so với P/E thị trường là 11,5x. MSI Khuyến nghị **MUA** đối với TNG, TCM, KMR và **THEO DÕI** với STK, GMC. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua và khi thị trường điều chỉnh và giá cổ phiếu giảm về mức hợp lý. Ngoài ra, các mã cổ phiếu chuẩn bị lên sàn trong năm 2016 như Việt Tiến, Nhà Bè, May 10, cũng cần được chú ý.

Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính cổ phiếu trong Ngành Dệt may

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	TCM	11.0	2,791.9	8.6	16.9	1.5	153.4	(8.9)	4.5	3,470	3,123	3,263	4.5	8.9	9.44	1.7	(0.2)
2	STK	(15.4)	1,035.4	(29.0)	14.0	(24.8)	71.8	(32.3)	10.0	1,325	1,544	1,698	10.0	24.1	18.8	2.2	n/a
3	EVE	23.0	880.5	12.7	14.8	55.1	114.4	35.3	17.1	3,923	4,159	4,870	17.1	6.9	5.5	0.9	6.8
4	TNG	38.3	1,925.4	39.8	31.6	48.3	75.3	41.7	33.8	2,447	2,543	3,404	33.8	7.8	5.6	1.5	24.2
5	GMC	0.5	1,438.1	2.0	14.7	12.6	53.6	(11.4)	17.0	5,742	4,604	5,388	17.0	6.4	6.8	1.8	9.7
6	KMR	3.0	355.1	2.5	5.0	(33.5)	5.6	25.0	7.1	263	115	123	7.1	17.1	36.4	0.4	(30.3)
Ngành		9.5		6.1	18.8	7.4		(0.6)	14.5					10.1	10.4	1.4	

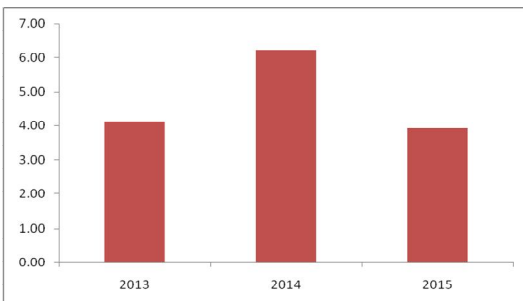
Nguồn: MSI thống kê và dự phóng

**Tăng trưởng ngành VLXD
(1 năm so với VN-Index)**



Nguồn: MSI tổng hợp

**Giá trị xuất khẩu Xi măng
(tỷ USD)**



Nguồn: MSI tổng hợp

NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG - Khuyến nghị: MUA/GIỮ

Diễn biến ngành VLXD năm 2015

Hiện nay trên thị trường niêm yết có hàng chục doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh Vật liệu xây dựng, trong đó các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh nhựa, thép và xi măng chiếm đa số. Ước tính trung bình toàn ngành năm 2015, giá trị cổ phiếu tăng trưởng cao hơn VNINDEX gần 40%. Trong đó mức tăng trưởng cao nhất thuộc về nhóm các cổ phiếu của doanh nghiệp sản xuất nhựa như BMP, NTP...

Trung bình ngành, giá cổ phiếu tăng trưởng 58,22%, với đà tăng diễn ra ở các mã đầu ngành như HT1, BMP, NTP, VCS...nhờ quản lý tốt và được hưởng lợi ngành được hưởng lợi từ nghị định 60/2015/NĐ-CP về việc mở room cho khối ngoại hay sự kiện SCIC thoái vốn...

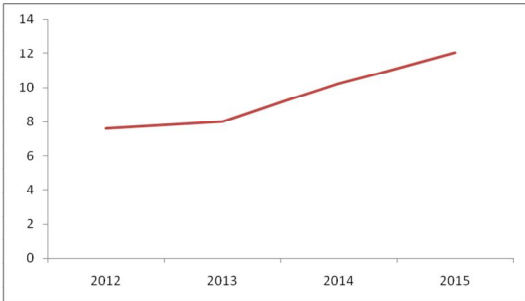
Phân ngành Nhựa

- Giá dầu thế giới lao dốc liên tiếp xuống dưới mốc 40 USD/thùng làm giá nguyên liệu PVC của các doanh nghiệp sản xuất nhựa giảm từ 15% - 17% qua đó làm biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp nhựa VN tăng mạnh.
- SCIC công bố thoái vốn tại một số doanh nghiệp ngành nhựa đã thu hút được dòng vốn của nhà đầu tư trong nước và nước ngoài vào mua cổ phiếu của các doanh nghiệp nhựa.
- Thông tin về việc mở room cho các nhà đầu tư nước ngoài đã thu hút dòng tiền các quỹ đầu tư nước ngoài vào mua ròng các cổ phiếu đầu ngành có hoạt động kinh doanh tốt, trong đó cổ phiếu doanh nghiệp nhựa, điển hình là BMP.
- Kết thúc 9 tháng đầu năm 2015, doanh thu của các doanh nghiệp nhựa tăng trưởng bình quân 25%, theo đó giá cổ phiếu của doanh nghiệp sản xuất nhựa cũng tăng trưởng bình quân cả năm trên 30%, NTP tăng 34%, DAG tăng 33%, BMP tăng 70%...

Phân ngành Xi măng

- Sản lượng xi măng xuất khẩu giảm 19% so với năm 2014, giá xuất khẩu xi măng cũng chỉ dao động quanh mốc 37-38 USD/tấn, thấp hơn so với mốc 40-42 USD/tấn của những năm trước và đang tiếp tục chịu nhiều áp lực cạnh tranh.
- Xi măng tiêu thụ nội địa dù tăng trưởng 9% nhưng giá bán lẻ trên thị trường không tăng, ổn định trong khoảng 1.050.000 - 1.550.000 đồng/tấn, không bù đắp được cho sự giảm sút từ thị trường xuất khẩu khiến cho lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng ở mức thấp.
- Đồng EUR tăng giá so với đồng VND khiến các doanh nghiệp sản xuất xi măng ghi nhận một khoản lỗ do đánh giá lại các khoản vay EUR.
- Tình trạng dư cung cùng những khó khăn chưa được khắc phục đã khiến cho năm 2015 đa số giá cổ phiếu xi măng đều sụt giảm mạnh, BCC giảm 31%, HOM giảm 45%, SCJ giảm 25%. Chỉ riêng có HT1 tăng trưởng do quản lý chi phí tốt và doanh thu tăng trưởng tốt trên 20%.
- Trung bình cả năm 2015, cổ phiếu của các doanh nghiệp sản xuất thép giảm giá trên 20%

Sản lượng nhập khẩu Thép (triệu tấn)



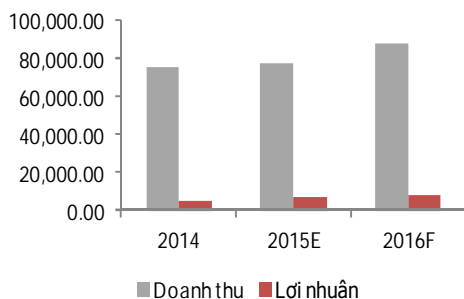
Nguồn: MSI tổng hợp

Dự báo giá trị kim ngạch xuất nhập Thép và Xi măng 2016 (tỷ USD)

	Xuất khẩu	Nhập khẩu
Thép	1.8	9
Xi măng	0.7	N/A

Nguồn: MSI tổng hợp

Kết quả kinh doanh ngành VLXD (tỷ VND)



Nguồn: MSI tổng hợp

Phân ngành Thép

- Nhập khẩu thép lên tới 7 tỷ USD trong khi xuất khẩu chưa tới 2 tỷ USD khiến thép nội địa gặp khó khăn trong khâu tiêu thụ.
- Doanh nghiệp Việt Nam thua kém Trung Quốc trong cạnh tranh mảng thép xây dựng. Cụ thể, đã có hơn 1,62 triệu tấn thép cuộn và thép cây được nhập khẩu trong năm 2015, trong khi sản xuất trong nước của loại thép này chỉ đạt 1,13 triệu tấn.
- Trung bình cả năm 2015, cổ phiếu của các doanh nghiệp sản xuất thép giảm giá trên 20%

Phân ngành vật liệu xây dựng khác:

- Một số mảng kinh doanh như tôn, cát sỏi, gạch và bê tông tăng trưởng bình quân 5% do thị trường bất động sản phục hồi tạo ra lực cầu giúp các doanh nghiệp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp cũng đã chủ động áp dụng các cải tiến kỹ thuật cho chất lượng sản phẩm cao hơn đáp ứng thị hiếu và sự phát triển thị trường.

Triển vọng ngành VLXD 2016

Cổ phiếu các doanh nghiệp sản xuất nhựa có tiềm năng tiếp tục tăng trưởng trong khi cổ phiếu các doanh nghiệp khác trong ngành có nguy cơ chững lại

Phân ngành Nhựa - Khuyến nghị: MUA

- Giá dầu thô được dự báo giảm về 20 USD/thùng sẽ gián tiếp làm nguyên liệu đầu vào PVC của các doanh nghiệp nhựa giảm xuống. Ước tính chi phí giá vốn của các doanh nghiệp nhựa sẽ giảm tầm 20% trong năm 2016. Thêm vào đó, mức tiêu thụ nhựa bình quân trên đầu người tại Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng từ 40kg/người/năm 2010 lên 45kg/người/năm vào năm 2020.
- Kim ngạch xuất khẩu liên tục tăng từ năm 2011, gia nhập TPP và việc Chính Phủ đang cân nhắc hạ thuế xuất khẩu xuống 1% sẽ là nhân tố thúc đẩy giúp các doanh nghiệp ngành nhựa tiết kiệm được chi phí thuế và nâng cao tăng trưởng lợi nhuận sau thuế.
- Các thương vụ M&A được dự báo sẽ bùng nổ trong ngành nhựa khi các đối tác nước ngoài mua cổ phiếu của các doanh nghiệp đầu ngành có hoạt động kinh doanh tốt. Dòng vốn nước ngoài sẽ giúp các doanh nghiệp cải tiến sản phẩm, nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh, đưa mặt bằng giá cổ phiếu tăng lên trong năm 2016.
- EUR và JPY mất giá sẽ làm doanh thu xuất khẩu của các doanh nghiệp nhựa giảm xuống một phần. Đối với các doanh nghiệp nhựa phải nhập khẩu nguyên vật liệu bằng đồng USD, sẽ chịu ảnh hưởng tăng giá vốn hàng bán do đồng USD tăng giá, tuy nhiên đối với những doanh nghiệp đầu ngành như BMP và NTP sẽ ít chịu tác động này do chủ yếu mua nguyên liệu của các nhà cung cấp trong nước là TPC Vina và PMPC.

Phân ngành Xi măng và Thép - Khuyến nghị: GIỮ

- Dự kiến nhu cầu tiêu thụ xi măng khoảng 75 - 77 triệu tấn, tăng 4,5% - 7% so với năm 2015, tuy nhiên giá bán không tăng và khó khăn trong xuất khẩu sẽ khiến các doanh nghiệp xi măng khó tạo ra được sự đột phá.

- Thép Trung Quốc tiếp tục dư cung sẽ khiến cho kim ngạch nhập khẩu thép Trung Quốc năm 2016 có thể tiếp tục tăng lên.
- Cạnh tranh với thép nhập khẩu từ Nga, do việc mở cửa thị trường sau Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga - Belarus - Kazakhstan (VCUFTA) vừa được ký kết và đồng rúp đang mất giá mạnh.
- Về mặt vĩ mô, chính sách tỷ giá mới sẽ khiến cho các doanh nghiệp thép và xi măng có các khoản vay ngoại tệ lớn, chủ yếu là EUR, sẽ phải chịu một khoản lỗ tỷ giá lớn lên đến hàng trăm tỷ đồng do chi phí tài chính tăng cao. Các khoản lỗ này có thể làm lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng giảm từ 5% - 10%. Các doanh nghiệp thép cũng sẽ phải giảm giá bán để cạnh tranh với thép Trung Quốc do đồng Nhân dân tệ mất giá.
- Ngành Thép vẫn đang phải đối mặt với những khúc mắc trong kê khai thuế và các vụ kiện chống bán phá giá và thị trường Thái Lan, Ấn Độ...
- ANZ dự báo giá quặng sắt giảm xuống mức dưới 50 USD/tấn trong năm 2016 sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước giảm chi phí giá vốn hàng bán. Cùng với đó, thông tư 12/2015/TT-BCT của Bộ công thương về việc siết chặt hoạt động nhập khẩu tự động thép sẽ tăng được sức cạnh tranh cho doanh nghiệp thép nội địa.
- Thị trường bất động sản đang trên đà phục hồi sẽ góp phần giúp các doanh nghiệp thép và xi măng tăng trưởng doanh thu khoảng 6% trong năm nay.

Phân ngành VLXD khác—Khuyến nghị GIỮ:

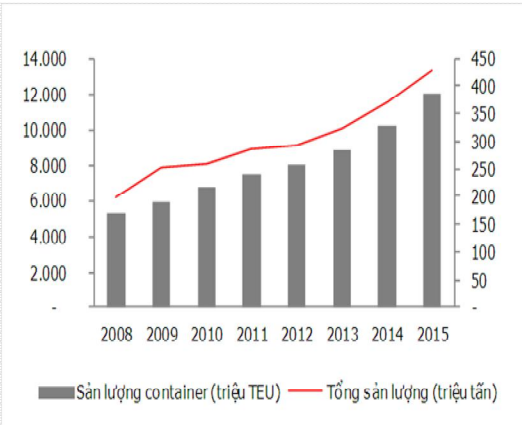
- Các doanh nghiệp sản xuất tôn, cát, sỏi, gạch và bê tông sẽ tăng trưởng cùng với sự phục hồi của thị trường Bất Động Sản.

Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính cổ phiếu trong Ngành Vật liệu xây dựng

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	HT1	13.6	6,801.1	0.6	2.0	512.5	652.5	114.0	2.0	2,366	2,052	2,092	2.0	11.3	12.81	2.0	54.0
2	BMP	17.5	2,758.7	14.2	14.0	43.9	518.7	37.6	35.0	10,896	11,405	15,397	35.0	12.0	8.5	3.0	85.8
3	NTP	20.0	3,393.9	13.2	13.0	11.3	348.4	7.2	20.0	5,673	5,622	6,746	20.0	10.3	8.7	2.3	24.6
4	BCC	(6.6)	4,402.7	1.6	2.0	262.7	276.6	70.6	20.0	3,079	2,891	3,469	20.0	4.4	3.9	0.8	(8.7)
5	BTS	0.2	2,627.0	(10.3)	(5.0)	283.5	152.5	25.2	(5.0)	1,945	1,398	1,329	(5.0)	4.6	6.8	0.8	18.4
6	VIS	(13.9)	3,081.6	(18.1)	5.0	(262.4)	(34.3)	(253.1)	5.0	(389)	(696)	(731)	5.0	(19.8)	(10.5)	0.6	(9.4)
7	VHL	11.5	1,491.8	3.5	7.0	14.4	100.5	20.5	7.0	5,811	6,284	6,724	7.0	6.6	5.7	1.4	34.4
8	HOM	0.0	1,950.0	11.7	6.0	45.9	69.4	61.0	6.0	834	1,003	1,063	6.0	8.5	6.7	0.5	(20.3)
9	DHA	10.7	182.9	6.9	11.0	234.8	44.4	192.8	11.0	2,558	2,948	3,273	11.0	8.1	6.3	0.9	66.9
10	HPG	7.3	27,107.9	6.2	5.0	9.3	3,893.6	23.8	5.0	4,631	5,313	5,578	5.0	6.3	5.2	1.5	(15.4)
11	DAG	19.5	1,297.4	17.1	13.0	47.9	43.3	46.3	13.0	1,005	1,085	1,226	13.0	11.5	9.5	1.0	29.0
12	HSG	11.5	17,376.3	7.9	30.0	71.1	701.6	62.2	30.0	4,970	5,354	6,961	30.0	6.3	4.5	1.4	(10.5)
13	SCJ	(4.3)	324.0	(5.4)	(5.0)	(67.5)	6.4	(71.0)	(5.0)	641	329	313	(5.0)	13.0	26.6	0.6	(10.1)
14	NKG	(10.4)	5,231.8	(10.3)	5.0	84.0	137.1	78.8	25.0	2,816	3,123	3,904	25.0	4.5	3.2	0.9	1.6
Ngành		6.1		3.4	10.6	34.6		33.9	11.2					7.5	7.1	1.6	

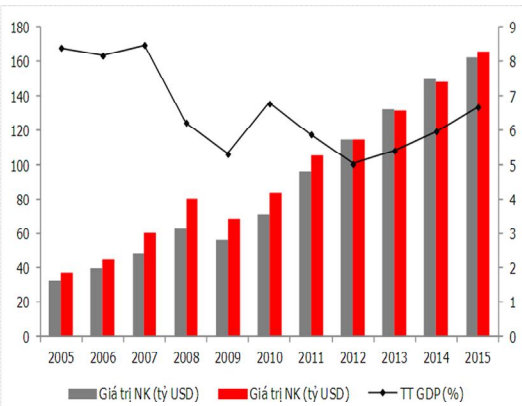
Nguồn: MSI thống kê và dự phóng

Sản lượng container và sản lượng hàng hóa qua cảng biển



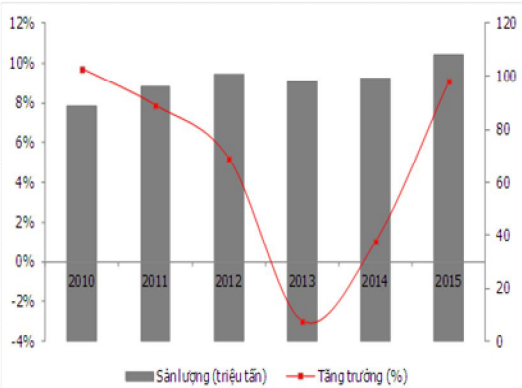
Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam

Giá trị XNK và tăng trưởng GDP



Nguồn: Tổng Cục thống kê

Sản lượng vận tải của đội tàu Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam

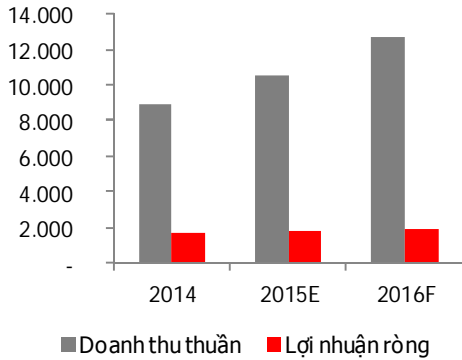
NGÀNH CẢNG BIỂN & HẬU CẦN - Khuyến nghị: MUA/GIỮ

Diễn biến ngành cảng biển và hậu cần 2015

- Sản lượng hàng hóa, container qua cảng tăng trưởng ấn tượng:** Năm 2015, sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ấn tượng, ước đạt 427,3 triệu tấn, tăng 14,6% yoy, trong đó hàng container đạt 12 triệu TEUs, tăng 15,5% yoy. Như vậy, so với kế hoạch đề ra đầu năm, sản lượng thực hiện vượt 4,1% so với kế hoạch. Điều này là do hoạt động xuất nhập khẩu trong năm 2015 diễn ra sôi động hơn các năm trước. Cụ thể, giá trị xuất khẩu trong năm 2015 đạt 162,4 tỷ USD (+8,1% yoy) và giá trị nhập khẩu trong năm 2015 đạt 165,6 tỷ USD (+12,0% yoy).
- Hoạt động vận tải biển của đội tàu Việt Nam cũng có sự tăng trưởng tích cực:** Theo Cục hàng hải Việt Nam, tổng sản lượng vận tải do đội tàu biển Việt Nam thực hiện ước đạt 118,7 triệu tấn, tăng 9,5% so với năm 2014. Nguyên nhân một phần là do sản lượng hàng hóa vận tải biển nội địa trên tuyến Hải Phòng—Hồ Chí Minh tăng, do chính sách hạn chế tàu biển nước ngoài chạy tuyến nội địa vẫn còn có hiệu lực.
- Chính Phủ áp dụng mức giá sàn cho các dịch vụ xếp dỡ container tác động tích cực tới lưu lượng hàng hóa qua cảng (đặc biệt là cảng Thị Vải—Cái Mép):** Ngày 30/06/2015, Chính Phủ đồng ý tiếp tục giá hạn mức giá sàn cho các dịch vụ xếp dỡ container đến tận 30/06/2017. Với mức giá sàn được điều chỉnh, mức giá áp dụng 46 USD/TEU-20feet và 68USD/TEU-40feet, các doanh nghiệp bù đắp được chi phí đầu tư xây dựng cảng và chi phí lưu kho, xếp dỡ. Thêm vào đó, số lượng tàu tải trọng lớn vào cảng Thị Vải— Cái Mép tăng 68% so với năm trước. Đây là một trong những thông tin đáng khích lệ cho ngành cảng biển.
- Phân bố công suất khai thác không đồng đều giữa các cảng biển theo từng khu vực:** Khai thác cảng chủ yếu tập trung ở khu vực Hải Phòng và Tp.Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, hầu hết các cảng ở khu vực Hải Phòng hoạt động hết công suất trong khi đó các cảng ở Tp.Hồ Chí Minh lại dư thừa công suất.
- Các doanh nghiệp cảng biển, vận tải biển được hưởng lợi từ giá dầu giảm:** Diễn biến giá dầu giảm góp phần chi phí nguyên vật liệu đầu vào cho các doanh nghiệp vận tải biển. Mặc dù giá cước giảm nhưng do mức độ giảm thấp hơn so với nguyên vật liệu đầu vào, nên Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp vận tải biển vẫn ở mức cao. Chi phí vận tải biển thấp góp phần làm tăng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm bằng đường biển.
- Kết quả kinh doanh 9T.2015 của các doanh nghiệp cảng biển có sự tăng trưởng tốt, đặc biệt là các doanh nghiệp cảng biển tại khu vực cảng biển Hải Phòng.** Nổi trội vẫn phải kể đến các doanh nghiệp đầu ngành như GMD (DTT: 2.659 tỷ đồng, (+26,9% yoy)); VSC (DTT: 696,9 tỷ đồng, (+7,6% yoy)); HAH (DTT: 374 tỷ đồng, (+37,2%yoy)) và đặc biệt PHP (DTT: 1.252 tỷ đồng (+75% yoy)). Điều này không nằm ngoài sự kỳ vọng của nhà đầu tư về triển vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp ngành cảng biển.

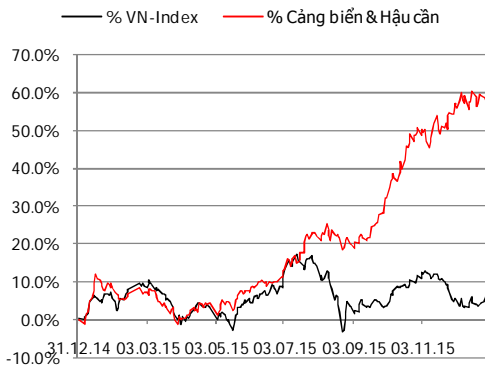
Triển vọng ngành cảng biển 2016

Kết quả kinh doanh các DNNY ngành cảng và hậu cần



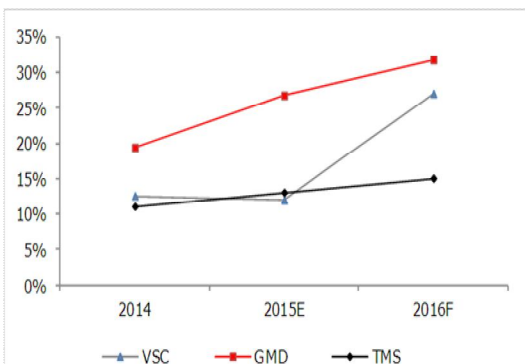
Nguồn: MSI dự phóng

Tăng trưởng ngành Cảng biển và hậu cần (1 năm so với VN-Index)



Nguồn: MSI tổng hợp

Tăng trưởng DTT một số công ty tiêu biểu trong ngành



Nguồn: MSI tổng hợp

- **Sản lượng hàng hóa, container thông qua cảng được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng:** (1) Việt Nam đang là điểm đến hấp dẫn của các nhà đầu tư: tốc độ tăng trưởng GDP giai đoạn 2016—2020 dự báo đạt 6,5% -7%/năm, kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 623 tỷ USD vào năm 2020. Đặc biệt, khi các hiệp định thương mại như TPP, FTA có hiệu lực sẽ tác động rất lớn đến nền kinh tế. Sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu tăng cao khi một số loại thuế giảm về 0% hoặc xóa bỏ. Thêm vào đó, sự phát triển của khối doanh nghiệp FDI tại một số khu vực miền Bắc và Bắc Trung Bộ như LG, Viscotone, SamSung, Formosa... khiến giao thương qua các cảng cũng trở nên sôi động hơn; (2) Sự hồi phục của các nền kinh tế xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như Mỹ, EU sẽ gia tăng thêm nhu cầu về các mặt hàng thủy sản, đồ gỗ, dệt may, giày dép...
- **Cơ sở hạ tầng ngày càng hoàn thiện sẽ góp phần tối ưu chi phí:** Một số công trình trọng điểm đã được hoàn thành trong những năm gần đây như cao tốc Long Thành - Dầu Giây, Nội Bài - Lào Cai, Hà Nội - Hải Phòng, Bến Lức - Long Thành và Quốc lộ 51 kết nối Khu công nghiệp với các cảng và công trình nạo vét Luồng Soài Rạp (vào cảng Hiệp Phước) và luồng Thị Vải - Cái Mép. Điều này sẽ tăng khả năng kết nối giữa các cơ sở logistics với khu sản xuất, giảm thiểu được chi phí và thời gian vận chuyển cho các doanh nghiệp trong ngành.

- **Đầu tư xây dựng thêm nhiều cảng mới, nâng công suất hoạt động:**

Cảng	Trực thuộc	Năm hoạt động	Công suất (TEU)
Cảng VIP-Green	Hải Phòng	2015	500.000
Cảng Lạch Huyện	Hải Phòng	2017	1.000.000
Cảng TC Hiệp Phước	Hiệp Phước	2015	450.000
Cảng SSIT	Thị Vải Cái Mép	2015	1.200.000
Cảng Gemalink	Thị Vải Cái Mép	2017	1.200.000
Cảng Phước An	Thị Vải Cái Mép	Chưa xác định	140.000

Nguồn: MSI tổng hợp

- **Chính Phủ và Bộ giao thông vận tải đã đưa ra nhiều chính sách nhằm định hướng, hỗ trợ sự phát triển bền vững của ngành logistic nội địa:** Chính Phủ và Bộ giao thông Vận tải đã đưa ra quyết định "Siết chặt kiểm soát tải trọng đường bộ", Theo đó giá cước sẽ tăng gấp 2-2,5 lần so với giá hiện tại, buộc các doanh nghiệp chuyển sang vận chuyển bằng đường biển và đường sắt thay vì vận chuyển bằng đường bộ như hiện nay. Ngoài ra, Chính Phủ còn ban hành thêm một số chính sách như: chính sách ưu tiên tàu Việt Nam trên tuyến nội địa, dự thảo thành lập chính quyền cảng nhằm phát triển cảng và dịch vụ hậu cảng.
- **Quá trình thoái vốn của Vinalines có thể được đẩy mạnh:** Vinalines quyết định thoái hết vốn ở 9 công ty con (CTCP cảng Khuyến Lương, Đà Nẵng, Vinalines—Đình Vũ, Cam Ranh, Nghệ Tĩnh...) và giảm tỷ lệ sở hữu xuống 20% (CTCP Cảng Hải Phòng & CTCP Cảng Sài Gòn). Điều này có khả năng tác động tích cực đến giá các cổ phiếu trong ngành.

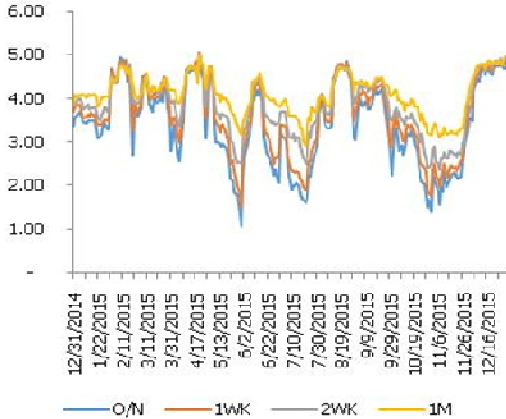
- MSI khuyến nghị các nhà đầu tư nên theo dõi và MUA những cổ phiếu sau khi thị trường đã điều chỉnh về mức giá hợp lý: VSC, SFI, TCL, HAH và GIỮ những cổ phiếu như GMD, MAS

Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính cổ phiếu trong Cảng biển và Hậu cần

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính. 15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	NCT	22.6	789.0	16.4	5.0	19.9	334.3	22.2	3.5	12,070	12,777	13,223	3.5	12.0	10.97	10.0	N/A
2	HAH	53.9	600.0	39.3	5.0	48.5	164.5	25.0	5.0	7,523	7,171	7,530	5.0	5.7	5.7	1.9	N/A
3	TCL	0.9	749.8	(11.2)	5.0	(0.6)	93.3	(13.8)	5.0	5,143	4,454	4,677	5.0	6.0	6.6	1.3	1.0
4	MHC	(50.4)	50.0	(28.3)	5.0	(43.2)	100.0	41.6	2.0	1,643	3,689	3,762	2.0	9.3	4.1	1.2	12.9
5	VNF	29.6	2,180.0	28.1	20.0	71.8	50.0	22.1	25.0	9,958	8,953	11,192	25.0	6.8	6.0	1.8	68.2
6	SFI	(9.1)	650.0	7.7	10.0	(18.0)	50.0	4.7	4.0	3,691	4,633	4,818	4.0	8.6	6.6	1.2	20.8
7	GMD	26.9	3,817.0	26.7	31.7	(42.4)	441.8	(16.8)	16.1	2,610	3,694	4,290	16.1	16.2	9.9	1.0	54.4
8	MAS	4.3	224.6	3.8	13.8	6.2	36.0	(1.5)	(3.9)	12,659	11,955	11,484	(3.9)	11.0	12.1	9.1	89.2
9	VSC	7.6	998.0	12.0	27.0	38.8	322.3	29.9	17.8	7,508	7,783	9,167	17.8	10.3	8.4	2.3	89.9
10	TMS	7.7	500.0	13.0	15.0	35.9	176.1	27.5	(4.1)	7,316	7,411	7,110	(4.1)	13.6	14.0	2.8	100.9
Ngành		18.7		18.7	20.8	(5.1)		8.7	9.1					11.2	10.0	1.9	

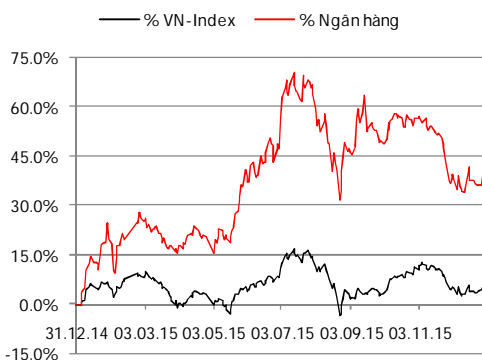
Nguồn: MSI thống kê và dự phóng

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng năm 2015 (%/năm)



Nguồn: MSI tổng hợp

Tăng trưởng ngành Ngân hàng (1 năm so với VN-Index)



Nguồn: FiinPro, MSI

NGÀNH NGÂN HÀNG - Khuyến nghị GIỮ

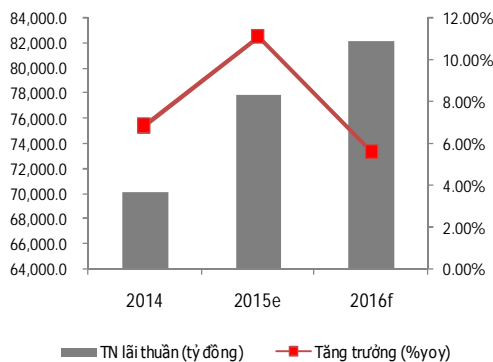
Diễn biến ngành ngân hàng năm 2015

- Tăng trưởng tín dụng cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây, vượt mức tăng trưởng huy động:** Theo NHNN, tăng trưởng tín dụng tính đến hết ngày 21/12/2015 đạt 17,17% so với đầu năm và ước tính cả năm 2015 có thể đạt mức 18% - mức cao nhất trong 5 năm gần đây. Điều này cho thấy khả năng hấp thụ vốn tín dụng của nền kinh tế đã được cải thiện. Cũng theo NHNN, tăng trưởng huy động của hệ thống ngân hàng tính đến hết ngày 21/12/2015 đạt 13,59% ytd, cả năm ước đạt khoảng 14%. Mặc dù tăng trưởng huy động thấp hơn tăng trưởng tín dụng nhưng nhờ nguồn vốn trong hệ thống ngân hàng tương đối dồi dào nên mặt bằng lãi suất trong năm vẫn có xu hướng giảm nhẹ và thanh khoản của toàn hệ thống ngân hàng vẫn được đảm bảo. Tăng trưởng tín dụng cao năm 2015 là một trong những yếu tố quan trọng cho việc đạt được tăng trưởng kinh tế vượt kế hoạch và góp phần cải thiện kết quả hoạt động kinh doanh của các ngân hàng.
- Mặt bằng lãi suất tiếp tục giảm trong năm, hỗ trợ tích cực cho sự ổn định và hồi phục của nền kinh tế:** Mặt bằng lãi suất của hệ thống ngân hàng trong năm 2015 có xu hướng giảm nhẹ (khoảng 0,2% - 0,5%/năm đối với lãi suất huy động và khoảng 0,2% - 0,5%/năm đối với lãi suất cho vay) so với năm trước (mặc dù mặt bằng lãi suất vào thời điểm cuối năm có xu hướng nhích nhẹ nhưng tính chung cả năm vẫn thấp hơn năm 2014). So với năm 2011, mặt bằng lãi suất hiện tại đã giảm khoảng 50%. Mặt bằng lãi suất giảm và ở mức độ thấp đã có tác dụng kích thích đáng kể hoạt động sản xuất kinh doanh của các chủ thể trong nền kinh tế, hỗ trợ tích cực cho sự ổn định và hồi phục của nền kinh tế.
- Áp lực tỷ giá lớn đối với hệ thống ngân hàng:** Năm 2015 là năm nền kinh tế Việt Nam chịu áp lực tỷ giá lớn nhất trong nhiều năm gần đây chủ yếu do tác động từ các yếu tố bên ngoài nền kinh tế (suy thoái kinh tế của Trung Quốc, sự mạnh lên của đồng USD) và điều này đã có tác động sâu sắc đến ngành ngân hàng. Đặc biệt trong Quý III/2015, thị trường ngoại hối có sự biến động mạnh, tỷ giá USD/VND tăng liên tục trước tác động của việc Trung Quốc bất ngờ thay đổi chính sách điều hành tỷ giá sau khi đồng Nhân Dân Tệ liên tục lao dốc và thông tin về việc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) dự kiến nâng lãi suất vào tháng 9/2015. Trước tình hình đó, NHNN đã thực hiện liên tiếp các biện pháp điều chỉnh tỷ giá: (1) Nới biên độ tỷ giá lên 2% từ mức 1% vào ngày 11/8/2015; (2) Phá giá thêm 1% vào ngày 19/8/2015 đồng thời (3) Nới biên độ tỷ giá lên 3% từ mức 2% trước đó trong cùng ngày. Sau diễn biến này, tỷ giá và thị trường ngoại hối vẫn tiếp tục nóng lên cho đến cuối tháng 9/2015 mới thực sự hạ nhiệt sau khi thị trường đón nhận những diễn biến mới tích cực hơn cộng với những biện pháp quyết liệt của NHNN để bình ổn thị trường: (1) FED quyết định chưa nâng lãi suất trong tháng 9/2015; (2) Đàm phán TPP chính thức kết thúc, tạo ra triển vọng Việt Nam sẽ là tâm điểm thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài trong những năm tới; (3) NHNN hạ lãi suất huy động USD nhằm nâng cao mức độ hấp dẫn của VND so với USD và (4) NHNN đã ban hành Thông tư số 15/2015/TT-NHNN quy định việc mua - bán ngoại tệ giao ngay chỉ được thực hiện khi khách hàng có nhu cầu và chứng minh được nhu cầu thanh toán trong

Tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống	Giám sát của NHNN	Báo cáo của các TCTD
T12/2014	4.83%	3.29%
T1/2015	4.55%	3.49%
T3/2015	3.81%	3.82%
T6/2015	N/A	3.41%
T9/2015	N/A	2.93%
T11/2015	2.72%	2.72%

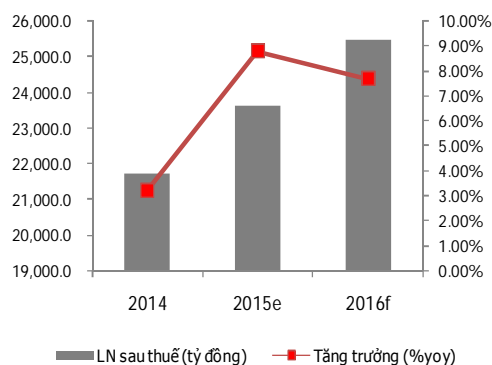
Nguồn: NHNN, MSI tổng hợp

Thu nhập lãi thuần của các ngân hàng niêm yết năm 2014 - 2016



Nguồn: MSI dự phóng

LN sau thuế của các ngân hàng niêm yết năm 2014 - 2016



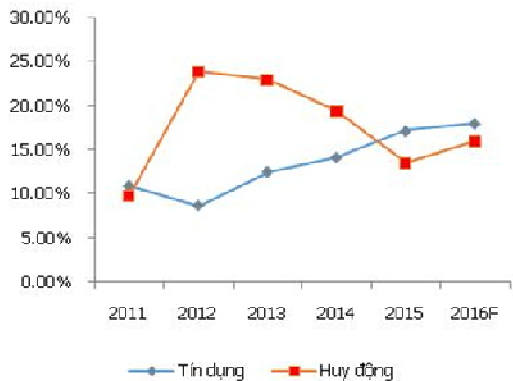
Nguồn: MSI dự phóng

phạm vi 2 ngày làm việc. Những diễn biến và động thái này đã giúp thị trường ngoại hối và hệ thống ngân hàng ổn định hơn cho đến hết năm 2015.

- Các giải pháp xử lý nợ xấu bước đầu phát huy tác dụng, giúp hoạt động của các ngân hàng an toàn và lành mạnh hơn:** Đến 30/11/2015, khoảng 99,6% nợ xấu của các tổ chức tín dụng ước tính tại thời điểm cuối năm 2012 đã được xử lý, nợ xấu của toàn hệ thống được đưa về mức 2,72% thông qua 2 kênh chủ yếu: các ngân hàng tự xử lý nợ và xử lý thông qua VAMC. Trong đó hoạt động xử lý nợ xấu thông qua VAMC đóng vai trò quan trọng: Tính đến hết năm 2015, theo ước tính VAMC đã mua khoảng 110.000 tỷ đồng nợ gốc nội bảng (phát hành trái phiếu đặc biệt gần 110.000 tỷ đồng). Kể từ năm 2013 đến nay, VAMC đã mua khoảng 243.000 tỷ đồng nợ xấu trong đó thu hồi được 22.700 tỷ đồng. Các giải pháp xử lý nợ xấu của ngành ngân hàng đã bước đầu phát huy tác dụng, giúp cho hoạt động của các ngân hàng an toàn và lành mạnh hơn.
- Chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng tăng lên, các ngân hàng vẫn phải đối mặt với áp lực kiểm soát nợ xấu:** Trong năm 2015, với nỗ lực xử lý nợ xấu của toàn ngành ngân hàng, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tiếp tục gia tăng mạnh. Chỉ tính riêng 9 ngân hàng niêm yết, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng đã tăng từ mức 13.578 tỷ đồng vào cuối quý III/2014 lên mức 16.915 tỷ đồng vào cuối quý III/2015 (+24,58% yoy), cao hơn tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (+8,88% yoy), thu nhập lãi thuần (+13,56 yoy) cũng như lợi nhuận sau thuế (+6,93% yoy). Các ngân hàng có chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh so với cùng kỳ là VCB (+34,28% yoy), CTG (+53,26% yoy), EIB (+139,39% yoy), ACB (+48,87% yoy) và STB (+30,12% yoy) trong khi dự phòng rủi ro tín dụng của NVB lại giảm mạnh (-81,89% yoy). Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh có thể coi là lý do chính khiến cho lợi nhuận của các ngân hàng bị ăn mòn sâu, ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh và điều này cho thấy các ngân hàng vẫn phải đối mặt với áp lực kiểm soát nợ xấu rất lớn mặc dù tỷ lệ nợ xấu chung của ngành ngân hàng đang có xu hướng giảm. Tuy nhiên, xét về lâu dài, điều này lại đem lại tác dụng tích cực cho các ngân hàng vì chất lượng tín dụng sẽ được nâng cao hơn trong những năm sau.
- Kết quả hoạt động kinh doanh của các ngân hàng có sự phân hoá rõ rệt:** Về cơ bản năm 2015 là năm mà kết quả hoạt động kinh doanh của phần lớn các ngân hàng được cải thiện nhờ được hưởng lợi từ sự hồi phục của nền kinh tế, tăng trưởng tín dụng tăng trở lại và NIM của hệ thống tăng nhẹ. Tuy nhiên kết quả kinh doanh của các ngân hàng không quá lạc quan so với kế hoạch đặt ra và cũng cho thấy bức tranh phân hoá rõ rệt. Tính đến hết tháng 9/2015, cả 9 ngân hàng niêm yết đều ghi nhận tăng trưởng thu nhập lãi thuần so với cùng kỳ năm 2014, trong đó các ngân hàng có tăng trưởng thu nhập lãi thuần cao là VCB, ACB, SHB. Tuy nhiên do mức độ kiểm soát chi phí rất khác biệt nhau giữa các ngân hàng (đặc biệt là các khoản chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng và chi phí hoạt động) nên lợi nhuận sau thuế của ngân hàng cũng có sự tương phản. Sau 9 tháng đầu năm 2015, trong số 9 ngân hàng niêm yết, chỉ có 5 ngân hàng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ là VCB (+11,1% yoy), BID (+27,8%

yoy), CTG (+4,3% yoy), MBB (+4,6% yoy), ACB (+1,8% yoy) tuy nhiên nhìn chung mức độ tăng trưởng không quá cao, trong khi đó chỉ tiêu này ở 4 ngân hàng còn lại giảm sút, cụ thể là STB (-11,2% yoy), EIB (-28,4% yoy), SHB (-3,4% yoy) và đặc biệt là NVB sụt giảm rất mạnh (-82,2% yoy).

Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng huy động vốn giai đoạn 2011 - 2016 (%yoy)



Nguồn: NHNN, MSI tổng hợp và dự phóng

Triển vọng ngành ngân hàng năm 2016

- Tăng trưởng tín dụng tiếp tục ở mức cao:** Tăng trưởng tín dụng năm 2016 được chúng tôi nhận định sẽ tăng với tốc độ khoảng 18% - 21% so với năm 2015 do (1): Cầu về vốn của các chủ thể trong nền kinh tế cao hơn; (2): Các ngân hàng tập trung đẩy mạnh hoạt động tín dụng; 3): Chính sách tiền tệ hỗ trợ việc tăng trưởng tín dụng để đảm bảo đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế.
- Mặt bằng lãi suất sẽ có xu hướng tăng nhẹ:** Như chúng tôi đã nhận định trong phần Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2016 của Báo cáo này, mặt bằng lãi suất được dự báo sẽ tăng nhẹ (khoảng 0,5%/năm) trong năm 2016. Mặt bằng lãi suất cao hơn sẽ là yếu tố kích thích hoạt động tín dụng - mảng hoạt động đem lại nguồn thu chính của các ngân hàng và kỳ vọng cải thiện kết quả hoạt động kinh doanh của các ngân hàng.
- Chi phí trích lập dự phòng rủi ro tăng lên, các ngân hàng vẫn phải nỗ lực kiểm soát nợ xấu:** Chúng tôi nhận định rằng vấn đề kiểm soát rủi ro nợ xấu vẫn là nhiệm vụ quan trọng trong hoạt động kinh doanh của các ngân hàng trong năm 2016. Tiếp nối năm 2015, chúng tôi cho rằng chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng của các ngân hàng tiếp tục tăng cao do: (1) Dự phòng rủi ro đối với trái phiếu VAMC đã tăng mạnh và hiện ở mức cao: Với tổng số nợ xấu VAMC đã mua tính đến hết năm khoảng 243.000 tỷ đồng (so với 92.400 tỷ đồng vào cuối năm 2014) trong đó phần lớn thông qua phát hành trái phiếu VAMC, chi phí trích lập dự phòng của các ngân hàng đã tăng khá cao. Theo quy định hiện tại, các tổ chức tín dụng phải trích lập dự phòng trong vòng 5 năm và trích lập tối đa 10 năm đối với khoản nợ của tổ chức tín dụng đang thực hiện tái cơ cấu hoặc gặp khó khăn về tài chính. Với mức trích lập dự phòng 20% trên mệnh giá trái phiếu đặc biệt, chi phí trích lập dự phòng rủi ro đối với trái phiếu VAMC ước tính hết năm 2015 khoảng trên 40 nghìn tỷ đồng, tăng 86% so với năm 2014 và sẽ còn tiếp tục tăng trong năm 2016; (2) Dự phòng rủi ro khoản tín dụng tại các ngân hàng sẽ tiếp tục tăng lên: Việc phân loại nợ theo hướng chặt chẽ hơn theo Thông tư số 09/2014/TT-NHNN sẽ làm tăng chi phí dự phòng rủi ro tại các ngân hàng.
- Chênh lệch lãi suất (NIM) của hệ thống ngân hàng có khả năng tiếp tục được cải thiện:** Mặc dù mặt bằng lãi suất chung được nhận định sẽ tăng lên so với năm 2015, tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, mức độ tăng của mặt bằng lãi suất cho vay sẽ cao hơn so với mặt bằng lãi suất huy động. Điều này sẽ giúp NIM của các ngân hàng có khả năng sẽ tiếp tục được cải thiện, qua đó gián tiếp hỗ trợ kết quả hoạt động kinh doanh đạt hiệu quả cao hơn trong năm 2016.

- **Việc triển khai thí điểm Hiệp ước Basel II tại 10 NHTM (Vietinbank, Vietcombank, Techcombank, BIDV, ACB, MBBank, VPBank, Sacombank, MaritimeBank, VIB) sẽ làm phát sinh nhu cầu tăng vốn và chi phí hoạt động cho các ngân hàng này:** Hiệp ước Basel II với 3 trụ cột: (1) Yêu cầu về vốn tối thiểu; (2) Rà soát giám sát; (3) Nguyên tắc thị trường.
- **Kết quả kinh doanh được kỳ vọng tiếp tục cải thiện, lợi nhuận của các ngân hàng có khả năng lạc quan hơn tuy nhiên sẽ chưa thể có đột biến:** Chúng tôi nhận định ngành ngân hàng Việt Nam sẽ tiếp tục xu hướng vận động tích cực sau quãng thời gian tái cấu trúc và duy trì được đà tăng trưởng của năm 2015 với các nền tảng cho sự tăng trưởng: (1) Sự hồi phục mạnh mẽ của nền kinh tế với tăng trưởng GDP dự báo đạt khoảng 6,6 – 6,7%/năm; (2) Chính sách tiền tệ được duy trì ổn định; (3) Tỷ lệ nợ xấu đã được kiểm chế và sức khỏe của hệ thống ngân hàng đã lành mạnh hơn; (4) Tăng trưởng tín dụng tiếp tục ở mức cao và (5) NIM trung bình của toàn hệ thống đang có dấu hiệu được cải thiện. Mặc dù vậy, chúng tôi đánh giá ngành ngân hàng vẫn sẽ phải đối mặt với những khó khăn nhất định (dự phòng rủi ro tín dụng tiếp tục tăng cao, chi phí hoạt động khó có thể kiểm soát ở mức thấp hơn, rủi ro tỷ giá khi đồng USD tiếp tục mạnh lên, rủi ro thanh khoản nếu tốc độ tăng trưởng tín dụng vượt quá xa tốc độ tăng trưởng huy động vốn) có thể tạo ra lực cản và khiến cho mức độ tăng trưởng của ngành ngân hàng trong năm 2016 chưa thể quá lạc quan, lợi nhuận của các ngân hàng nhiều khả năng tiếp tục được cải thiện nhưng sẽ không có đột biến.
- **Quan điểm đầu tư:** Chúng tôi nhận định cho dòng cổ phiếu ngân hàng vẫn sẽ giữ được vai trò dẫn dắt trên thị trường chứng khoán, tuy nhiên tác động của nhóm cổ phiếu này sẽ không quá mạnh đến thị trường như trong năm 2014 và 2015.

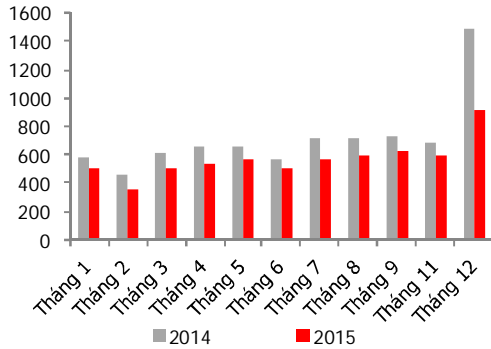
Chúng tôi đưa ra quan điểm trung lập với ngành ngân và khuyến nghị **GIỮ** các cổ phiếu đầu ngành như **VCB, ACB, STB, MBB** nhờ việc các ngân hàng này đạt được kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2015 và triển vọng lạc quan trong năm 2016: VCB và MBB là 2 ngân hàng đã phân loại và trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu tương đối chặt chẽ, tỷ lệ bao nợ xấu cao, tỷ lệ nợ xấu bán cho VAMC khá thấp so với các ngân hàng khác nên chi phí trích lập dự phòng đối với 2 ngân hàng này có xu hướng giảm trong thời gian tới; VCB và ACB đạt tốc độ tăng trưởng thu nhập lãi thuần cao, NIM được mở rộng; ACB ghi nhận những chuyển biến tích cực trong việc xử lý những hậu quả tồn đọng sau khi tái cơ cấu, tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh.

Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính chủ yếu của các ngân hàng niêm yết

STT	MCK	Tổng TS Q3.2015 (tỷ đồng)	Thu nhập lãi thuần 2015E (tỷ đồng)	Tăng trưởng thu nhập lãi thuần 2015E (%)	Thu nhập lãi thuần 2016F (tỷ đồng)	Tăng trưởng thu nhập lãi thuần 2016F (%)	LNST 2015E (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST 2015E (%)	LNST 2016F (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST 2016F (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS 2015E (đồng)	EPS 2016F (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP 2015 (%)	CP dự phòng rủi ro TD 9T.2015 (tỷ đồng)	CP dự phòng rủi ro TD 9T.2014 (tỷ đồng)
1	VCB	615,575.4	13,037.0	10.9	14,053.8	7.8	5,191.0	13.7	5,710.1	10.0	1,859	1,948	2,143	10.0	23.6	20.5	2.6	40.6	4,717,390	3,512,998
2	BID	786,161.3	19,033.1	13.0	19,645.3	3.2	5,265.0	6.4	5,602.4	6.4	1,739	1,540	1,639	6.4	11.8	12.6	1.8	79.8	3,959,777	4,138,065
3	CTG	710,691.6	17,650.2	0.4	18,347.3	4.0	5,741.0	0.5	6,028.1	5.0	1,584	1,542	1,619	5.0	11.7	11.5	1.2	41.5	3,820,336	2,492,701
4	MBB	207,977.7	7,393.4	13.0	7,767.3	5.1	2,709.6	9.4	2,965.2	9.4	1,604	1,693	1,853	9.4	9.1	7.9	1.1	18.6	1,699,809	1,487,999
5	STB	213,077.2	8,491.3	29.3	9,185.4	8.2	2,340.0	6.1	2,481.6	6.1	1,110	1,297	1,376	6.1	11.8	9.5	1.2	(12.7)	1,003,675	771,317
6	ACB	192,996.9	6,789.8	42.5	7,703.5	13.5	1,136.7	19.4	1,357.6	19.4	1,081	1,268	1,515	19.4	18.3	13.1	1.4	34.2	818,990	550,144
7	EIB	126,983.2	2,016.9	(25.6)	1,909.6	(5.3)	469.1	736.4	493.5	5.2	(124)	382	401	5.2	(90.4)	27.9	0.9	(12.5)	498,492	208,233
8	SHB	183,308.8	3,221.4	18.2	3,424.2	6.3	760.0	(3.9)	784.3	3.2	842	802	827	3.2	7.7	7.9	0.6	(14.1)	385,325	356,589
9	NVB	39,393.6	208.5	(65.3)	201.4	(3.4)	3.3	(59.2)	3.5	5.0	(13)	11	12	5.0	(494.5)	563.4	0.6	(2.9)	10,775	59,503
Ngành		3,076,165.7		11.1		5.6		8.8		7.7					14.9	14.5	1.5		16,914,569	13,577,549

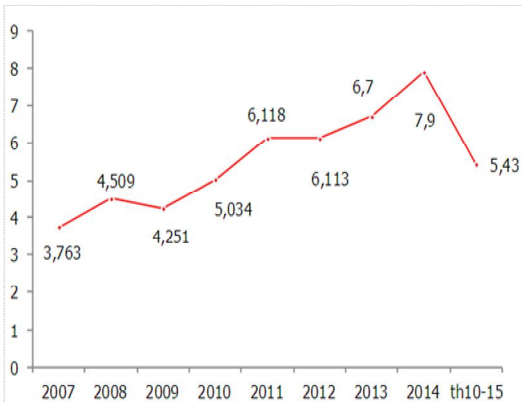
Nguồn: MSI dự phóng

Tương quan GTXK thủy sản 2 năm



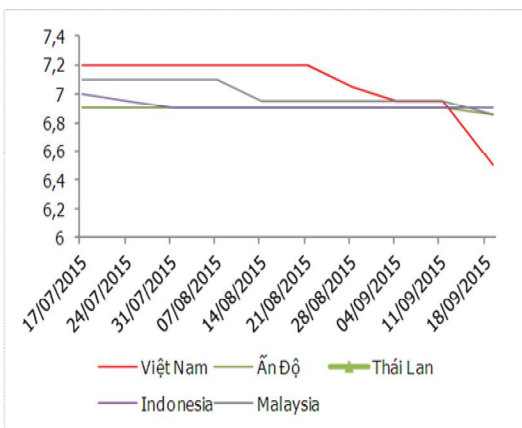
Nguồn: VASEP, Tổng cục Hải Quan

GTXK thủy sản qua các năm



Nguồn: Vasep, Tổng cục Hải Quan

Giá tôm 21/25 XK qua các thị trường Mỹ



Nguồn: Vasep

NGÀNH THỦY SẢN - Khuyến nghị: GIỮ

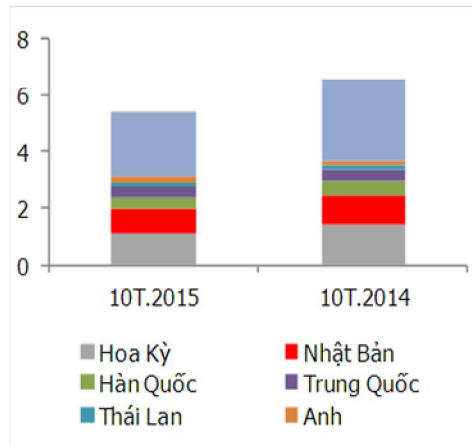
Diễn biến ngành thủy sản 2015

- Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực đều giảm:** Theo Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP): 10 tháng đầu năm 2015, tổng giá trị xuất khẩu thủy sản đạt 5,43 tỷ đồng, giảm 17,19% so với cùng kỳ năm ngoái. Các mặt hàng xuất khẩu giảm mạnh, xuất khẩu tôm đạt 2,4 tỷ USD, giảm 28%; Cá tra đạt 1,3 tỷ USD, giảm 12%; Cá ngừ 383 triệu USD, giảm 6%; Mực, bạch tuộc giảm 13%, đạt 345 triệu USD.
- Hầu hết các thị trường tiêu thụ của Việt Nam đều giảm:** Theo thống kê 10T/2015, các thị trường xuất khẩu chính đều giảm mạnh (8%-25%), trong đó thị trường Mỹ giảm mạnh nhất 25,3% yoy, EU giảm 19% yoy và Nhật Bản giảm 13,45% yoy. Tuy nhiên, xuất khẩu sang 2 thị trường Iraq, Séc lại tăng lần lượt là 30,13% yoy và 28,04% yoy. Điều này, có thể do sự linh hoạt của các doanh nghiệp thủy sản khi chuyển hướng xuất khẩu sang các thị trường có nhu cầu tiêu thụ hơn. Nguyên nhân dẫn đến sự sụt giảm giá trị xuất khẩu ở các thị trường tiêu thụ truyền thống là do: (1) Nhu cầu thủy sản ở các nước Mỹ, Nhật 10T.2015 có sự sụt giảm (Nhu cầu thủy sản ở Mỹ ở mức 15 tỷ USD (-8%yoy) và ở Nhật ở mức 9,4 tỷ USD (-10,4% yoy)); (2) Các đồng nội tệ ở các nước thi nhau phá giá như Đồng THB (Thái Lan) mất 7,5% với đồng USD, đồng CNY (Trung Quốc) mất giá 3,75% so đồng USD, đồng JPY (Nhật Bản) mất giá 1,24% và đồng EUR (Châu Âu) mất giá 9,78% so với USD, trong khi đó VND mất giá không quá 3% so với đồng USD. Chính điều này đã làm cho giá thủy sản Việt Nam đầu năm 2015 tương đối đắt hơn so với các nước; (3) Áp lực từ thuế chống bán phá giá của Bộ Thương mại Mỹ (POR8 đối với tôm và POR 10 đối với cá tra) vẫn cao, ảnh hưởng không nhỏ đến khả năng cạnh tranh hai mặt hàng chủ lực là tôm và cá tra; (4) Giá dầu liên tục giảm trong năm 2015, nên việc khai thác tự nhiên được các nước khuyến khích, vì vậy sản lượng thủy sản nuôi trồng kém hấp dẫn hơn trong vấn đề tiêu thụ.

- Nguồn cung ở hai mặt hàng chủ lực đều giảm:** Sản lượng tôm ở thị trường Thái Lan và Trung Quốc phục hồi sau dịch bệnh EMS (Hội chứng tôm chết sớm). Mặt hàng cá tra năm 2015 phải cạnh tranh với các sản phẩm thủy sản thịt trắng mà người tiêu dùng các nước chọn thay thế như cá tuyết, cá rô phi và cá minh thái.
- Kết quả kinh doanh 9T.2015 của các doanh nghiệp thủy sản có sự phân hóa rõ rệt:** Các doanh nghiệp đầu ngành như VHC, HVG tiếp tục có kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt, doanh thu thuần 9T.2015 so với cùng kỳ tăng lần lượt 8,2%, 19,6%, tuy nhiên lợi nhuận lại giảm mạnh do tác động của tỷ giá. Hầu hết các doanh nghiệp khác trong ngành doanh thu đều giảm mạnh so với năm 2014. Duy chỉ có FMC, doanh thu thuần giảm so với năm 2014, nhưng lợi nhuận lại tăng so với năm 2015, do linh hoạt chuyển đổi thị trường xuất khẩu.

Triển vọng ngành thủy sản 2016

Thị trường xuất khẩu 10T.2015



Nguồn: Tổng cục Hải Quan

- Nhu cầu tiêu thụ thủy sản ở thị trường Mỹ có triển vọng:** (1) Thuế chống bán phá giá POR 9 (đối với tôm) và POR 11 (đối với cá tra, cá basa) có lộ trình áp dụng trong năm 2016 sẽ có lợi hơn cho các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản đầu ngành như: Minh Phú, Sao Ta, Thuận Phước và Hùng Vương; (2) Nguồn cung ở một số quốc gia có thể bị thu hẹp: Theo VASEP, các trận lụt gần đây ở quận Nellore thuộc bang Andhra Pradesh, trung tâm nuôi tôm lớn nhất của Ấn Độ, sự bùng phát dịch vi bào tử trùng (EHP) sẽ có khả năng ảnh hưởng tới sản lượng và doanh thu của ngành nuôi tôm Ấn Độ năm 2016, đẩy giá tôm ở Ấn Độ tăng cao khiến khả năng cạnh tranh của "con tôm" Ấn Độ kém hấp dẫn hơn.
- FTA là cơ hội của ngành tôm Việt Nam:** Hiệp định FTA được ký kết giữa Việt Nam - Hàn Quốc giúp mặt hàng tôm Việt Nam xâm nhập vào thị trường này với mức thuế nhập khẩu 0%. Tại thị trường EU, hiệp định FTA được ký kết vào đầu năm 2016, sản phẩm tôm của Việt Nam tự tin cạnh tranh với sản phẩm tôm Thái Lan, do mức thuế xuất khẩu tôm của Thái Lan qua EU tăng 3 lần từ 3,4% lên 12%.
- TPP vừa là thách thức vừa là cơ hội của ngành:** 11 nước thành viên còn lại tham gia ký kết TPP với Việt Nam đều là những đối tác chiến lược của ngành thủy sản Việt Nam. Theo đó, mở ra các cơ hội về thị trường xuất khẩu cho doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên, bên cạnh đó thủy sản Việt Nam cũng phải cạnh tranh khốc liệt hơn.
- Vấn đề tỷ giá, lãi suất ảnh hưởng không nhỏ đến các doanh nghiệp trong ngành:** Phần lớn các doanh nghiệp thủy sản hiện nay đều có nhu cầu vốn cao, đặc biệt là vốn lưu động để mua nguyên vật liệu đầu vào cho chế biến và thu gom thủy sản đến vụ thu hoạch. Do vậy, nếu năm 2016 mặt bằng lãi suất cho vay cao hơn sẽ tạo ra gánh nặng lãi vay cho doanh nghiệp. Thêm vào đó, không thể không kể đến tác động tiêu cực của rủi ro tăng tỷ giá trong năm tới do đa số các doanh nghiệp đều có dư nợ vay bằng ngoại tệ lớn.
- Giá tôm được dự báo có xu hướng giảm:** Theo IMF dự báo, do nhu cầu tiêu thụ yếu tại các thị trường tiêu thụ lớn, những biến động của thị trường mới nổi và khả năng dư cung ở các nước xuất khẩu, nên giá tôm trên thế giới có khả năng giảm trong những năm tới. Cụ thể, IMF dự báo năm 2016 giá tôm sẽ giảm 4% so năm 2015, năm 2017 giảm 7% và năm 2020 có thể giảm tới 13%.
- Sản lượng nuôi trồng thủy sản có thể bị ảnh hưởng bởi hiện tượng El Nino:** Do tác động của hiện tượng El Nino mà thời tiết nắng nóng có thể kéo dài, ảnh hưởng đến thời gian thu hoạch cũng như chất lượng các vụ nuôi trồng thủy sản.

Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính chủ yếu của các cổ phiếu Ngành thủy sản

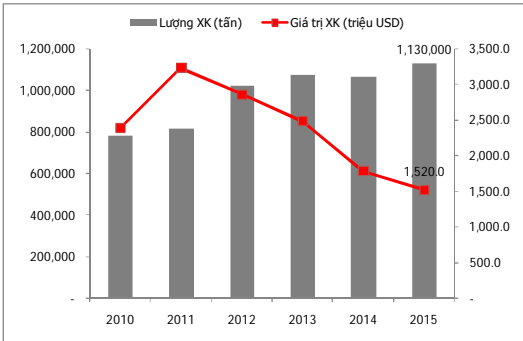
STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính. 15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính. 15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính. 15 (đồng)	EPS ước tính. 16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	VHC	8.2	6,809.5	8.2	10.1	(32.9)	368.5	(16.1)	5.1	3,122	3,987	4,192	5.1	9.4	7.0	1.3	(20.9)
2	HVG	19.6	17,207.3	15.5	14.8	(65.2)	159.4	(45.1)	23.9	570	843	1,044	23.9	23.1	12.6	0.9	(35.2)
3	ABT	1.5	472.0	5.1	(5.4)	(10.7)	67.5	(12.9)	(4.3)	6,167	5,870	5,616	(4.3)	7.9	8.6	1.3	3.1
4	ANV	(5.7)	2,494.4	(9.9)	(0.9)	(34.5)	4.7	(92.3)	(0.9)	695	72	71	(0.9)	11.5	112.1	0.4	(11.2)
5	FMC	(2.3)	2,876.7	(0.1)	(1.1)	81.7	95.0	51.2	(17.9)	4,542	4,748	3,897	(17.9)	5.7	6.6	1.3	44.9
Ngành		11.9		9.4	10.6	(39.0)		(25.4)	5.3					11.3	9.8	1.0	

Nguồn: MSI thống kê và dự phóng

NGÀNH CAO SU VÀ LỚP XE - Khuyến nghị: BÁN

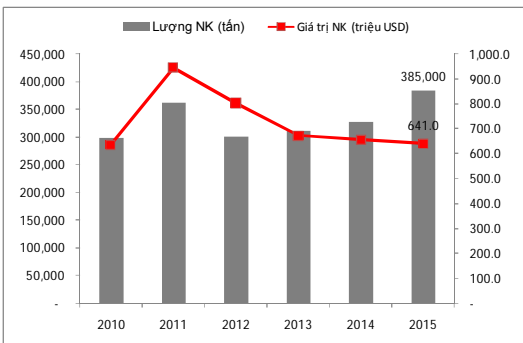
Hiện nay có ba doanh nghiệp lốp xe và sáu doanh nghiệp cao su được niêm yết trên sàn chứng khoán với tổng giá trị vốn hóa tính đến ngày 31/12/2015 là 11.018 tỷ đồng, chiếm 0,8% giá trị vốn hóa toàn thị trường.

Lượng và giá trị XK cao su



Nguồn: MSI tổng hợp

Lượng và giá trị NK cao su



Nguồn: MSI tổng hợp

Ngành cao su

- Trong năm 2015, xuất khẩu cao su của Việt Nam đạt 1,13 triệu tấn, giá trị xuất khẩu là 1,52 tỷ USD, tương ứng với giá cao su xuất khẩu bình quân là 1.345 USD/tấn. Như vậy, tuy sản lượng cao su xuất khẩu năm 2015 tăng 6% nhưng giá cao su xuất khẩu trung bình lại giảm 19,5% và giá trị xuất khẩu giảm 14,6% so với năm 2014. 3 Thị trường xuất khẩu cao su lớn nhất là Trung Quốc (49,7%), Malaysia (15%) và Ấn Độ (8%).

Khối lượng nhập khẩu cao su trong năm 2015 là 385.000 tấn, giá trị nhập khẩu là 641 triệu USD, tương đương với giá nhập khẩu trung bình là 1.665 USD/tấn. Theo đó, khối lượng cao su nhập khẩu tăng 17,4% nhưng lại giảm 2,6% về giá trị nhập khẩu và giảm 17% về giá nhập khẩu cao su bình quân so với năm 2014. Cao su được nhập khẩu chủ yếu từ các thị trường như Hàn Quốc (20%), Nhật bản (15,9%) và Campuchia (11,6%).

- Bộ Tài chính đã ban hành Biểu thuế xuất khẩu và Biểu thuế nhập khẩu ưu đãi theo danh mục mặt hàng chịu thuế kèm theo Thông tư số 182/2015/TT-BTC. Theo đó, các mặt hàng cao su xuất khẩu gồm cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp và cao su hỗn hợp sẽ được áp dụng mức thuế suất xuất khẩu là 0%. Bên cạnh đó, có 16 mặt hàng nguyên liệu, vật tư, linh kiện nhập khẩu để sản xuất các sản phẩm cao su kỹ thuật được giảm thuế nhập khẩu về 0% và 2 mặt hàng khác được giảm thuế nhập khẩu còn 5 - 10%. Chính sách hỗ trợ của Chính phủ sẽ giúp giảm bớt gánh nặng cho các doanh nghiệp cao su, nâng cao năng lực cạnh tranh cho doanh nghiệp trong thời kỳ hội nhập kinh tế thế giới.

Các mặt hàng cao su nhập khẩu như cao su thiên nhiên, cao su hỗn hợp với cao su thiên nhiên hoặc dạng khác, cao su tái sinh, cao su phế liệu sẽ chịu thuế suất nhập khẩu là 3%; đối với hầu hết mặt hàng cao su tổng hợp, mức thuế nhập khẩu là 0%; cao su hỗn hợp bị đánh thuế nhập khẩu cao nhất, 5%. Những sản phẩm cao su chịu mức thuế nhập khẩu cao nhất là săm lốp xe các loại (10 - 35%), găng tay (20%) và đệm cao su (20 - 30%). Ngoài ra, thuế nhập khẩu cao su nguyên liệu và sản phẩm cao su còn được áp dụng theo biểu thuế nhập khẩu ưu đãi trong các Hiệp định thương mại FTAs mà Việt Nam đã ký kết.

- Ưu thế:** (1) Với nỗ lực đa dạng hóa thị trường của các doanh nghiệp cao su trong nước, thị trường xuất khẩu chính là Trung Quốc đã giảm tỷ lệ chiếm giữ giá trị xuất khẩu từ 70% xuống dưới 50%, giảm bớt sự phụ thuộc vào thị trường này. Bên cạnh đó, các thị trường mới như Malaysia, Ấn Độ có mức tăng trưởng tốt, thị trường Mỹ duy trì ổn định. (2) Các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ như giảm thuế xuất khẩu từ 3% về 0% tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh, cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài và phát triển ngành cao su. (3) Theo dự báo của IMF, giá cao su sẽ dần phục hồi trong năm 2016 với mức giá bình quân là 1.540 USD/tấn và tăng dần lên 2.090 USD/tấn trong năm 2025 nhờ vào (i) các quốc gia sản xuất cao su lớn kim hãm sản lượng khai thác nhằm giảm nguồn cung và tồn kho, và thực hiện quản lý nguồn cung cân đối phù hợp với thị trường, (ii) ngành công nghiệp sản xuất ô tô Trung Quốc sẽ dần phục hồi.
- Hạn chế:** (1) Thực trạng tồn kho cao su trong nước vẫn tiếp tục tăng dẫn đến áp lực phải giảm giá bán để cạnh tranh và giữ thị phần. (2) Mặc dù có rất nhiều thị trường xuất khẩu cao su nhưng Trung Quốc là thị trường lớn nhất chiếm tới gần 50% giá trị xuất khẩu nên mặt hàng cao su xuất khẩu vẫn phải phụ thuộc nhiều vào nhu cầu của nước này. (3) Mặc dù các doanh nghiệp cao su được hoàn lại thuế giá trị gia tăng nhưng do thời gian hoàn thuế kéo

dài cùng làm số tiền thuế lớn bị ứ đọng khiến nhiều doanh nghiệp thiếu vốn quay vòng cho hoạt động sản xuất kinh doanh. (4) Chất lượng cao su trong nước vẫn không đồng đều, một vài nơi vẫn còn tình trạng pha trộn tạp chất vào mủ cao su. Mức tiêu thụ cao su thiên nhiên trong nước để chế biến sản phẩm vẫn còn thấp nên ngành cao su sẽ phải tiếp tục xuất khẩu nguyên liệu thô.

- Hiện ngành cao su Việt Nam và thế giới đang trong thời kỳ khó khăn. Để duy trì sản xuất cao su thiên nhiên trong giai đoạn này và hướng tới sự phát triển bền vững, người trồng cao su ở Việt Nam đang tìm giải pháp ứng phó chủ động như tăng hiệu quả sử dụng đất và nguồn thu bằng xen canh, chăn nuôi, áp dụng tiến bộ khoa học kỹ thuật để tiết kiệm chi phí chăm sóc và vận chuyển nhằm giảm giá thành nhưng vẫn đảm bảo năng suất và lợi nhuận của người trồng.

Ngành lốp xe

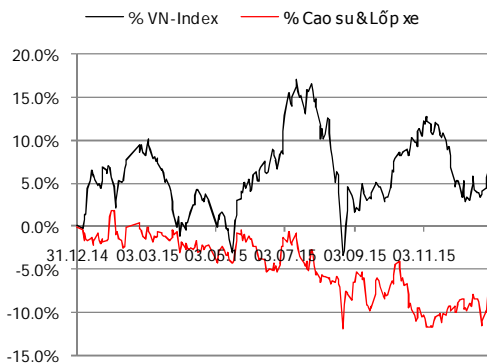
- Các doanh nghiệp sản xuất lốp Việt gần như chiếm lĩnh 100% thị trường ở mảng lốp xe đạp, 70% thị phần mảng sản xuất lốp xe máy và hầu hết thị phần của mảng lốp Bias. Đối với thị trường sản xuất lốp ô tô, hiện lốp Bias chiếm gần 90% nhu cầu do hạ tầng giao thông Việt Nam chưa phát triển, nhưng trong dài hạn sẽ có sự dịch chuyển cơ cấu sản xuất từ Bias sang Radial do lốp Radial có độ bền cao hơn, đặc biệt phù hợp với ô tô chạy trên các tuyến đường cao tốc. Đây cũng là mảng nhiều tiềm năng nhất và cạnh tranh nhất giữa các nhà sản xuất nội địa lẫn nước ngoài.
- **Ưu thế:** (1) Các doanh nghiệp sản xuất lốp vẫn đang hưởng lợi khi giá nguyên liệu đầu vào là giá cao su đang ở mức thấp. (2) Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm gia tăng đáng kể do sự phát triển mạnh mẽ của ngành ô tô và tiêu thụ xe tăng trưởng tốt. Đặc biệt, do các chính sách của Chính phủ nên nhu cầu cho sản xuất xe tải và xe ô tô kích cỡ nhỏ sẽ gia tăng đáng kể. (3) Việt Nam có nguồn nguyên liệu cao su dồi dào, giá nhân công thấp và thuế suất xuất khẩu là 0% ... là nhiều yếu tố thuận lợi cho hoạt động kinh doanh sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất nội địa.
- **Hạn chế:** (1) Áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp FDI rất lớn, đặc biệt là phân khúc lốp Radial do hiện tại chỉ có 2 doanh nghiệp nội địa sản xuất được loại lốp này là Cao su Đà Nẵng và Casumina. (2) Quy mô sản xuất của các doanh nghiệp trong nước còn khá nhỏ so với các doanh nghiệp nước ngoài, công nghệ sản xuất sản phẩm đang sử dụng hiện nay kém hơn các doanh nghiệp ngoại từ các thị trường như Châu Âu, Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản ... Bên cạnh đó, các doanh nghiệp trong nước không chỉ phải đầu tư nhà máy công suất lớn với công nghệ hiện đại, mà còn phải phát triển các dịch vụ phân phối, chăm sóc khách hàng chuyên nghiệp. (3) Các doanh nghiệp sản xuất lốp trong nước sẽ gặp thách thức lớn khi hàng rào thuế quan được gỡ bỏ theo cam kết AFTA và TPP, các sản phẩm lốp Radial của nước ngoài sẽ tràn vào Việt Nam với nhiều lợi thế (thương hiệu, chất lượng sản phẩm, chi phí giá thành thấp nhờ sản xuất quy mô lớn, đặc biệt, các nhà máy của các thương hiệu ngoại tại Việt Nam đang chủ yếu sản xuất các dòng lốp xe con và xe tải nhẹ), khiến áp lực cạnh tranh đào thải sẽ ngày càng gay gắt.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp Ngành Cao su và Lốp xe

- Trong 9 tháng 2015, các doanh nghiệp cao su và sản xuất lốp ghi nhận mức tổng doanh thu thuần là 7.812,5 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,7% so với 9 tháng năm 2014. Tuy nhiên, tổng lợi nhuận ròng lại giảm từ 1.025,5 tỷ đồng trong 9T.2014 xuống còn 862,2 tỷ đồng trong 9T.2015 (-15,9% yoy). Xét về doanh thu thuần, TNC là doanh nghiệp đạt được tăng trưởng mạnh nhất (+32,7% yoy), ngược lại, doanh thu thuần của HRC giảm mạnh nhất trong các công ty ngành cao su và lốp xe (-52,2% yoy). Xét về lợi nhuận ròng, TNC vẫn là doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tốt nhất với tỷ lệ tăng trưởng là 32,7% yoy. Trong khi đó, TRC là doanh nghiệp có lợi nhuận ròng giảm mạnh nhất là -69,2% yoy.

- Về tổng thể, do nguồn cung vẫn đang dư thừa khiến giá cao su tiếp tục giảm 2015 là nguyên nhân chính khiến kết quả kinh doanh của hầu hết các thấp trong năm doanh nghiệp cao su không được tốt. Tính đến ngày 31/12/2015, giá trị của các cổ phiếu ngành cao su đã giảm 9,4% so với thời điểm 31/12/2014, thấp hơn so với mức tăng 6,1% của VN-Index. **CSM** (-28,7% yoy) và **PHR** (-27,2% yoy) là 2 cổ phiếu ngành cao su và lốp xe giảm giá trị mạnh nhất. **SRC** (+21% yoy) là cổ phiếu tăng giá trị mạnh nhất.

Tăng trưởng ngành Cao su và Lốp xe (1 năm so với VN-Index)



Nguồn: Fiipro, MSI

Triển vọng kinh doanh của Ngành Cao su và Lốp xe năm 2016

- Đối với các doanh nghiệp sản phẩm lốp, do giá cao su chưa phục hồi mạnh, tiêu thụ ô tô đang tăng trưởng tốt, hạ tầng giao thông Việt Nam đang được cải thiện với các tuyến đường cao tốc đi vào hoạt động ngày càng nhiều ... sẽ là những điều kiện thuận lợi hỗ trợ cho hoạt động sản xuất, kinh doanh của các doanh nghiệp này.
- Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh trong năm 2015 của các doanh nghiệp cao su và lốp xe sẽ thấp hơn năm 2014. Theo đó, tổng doanh thu thuần trong năm 2015 của các doanh nghiệp cao su và lốp xe là 10.464,8 tỷ đồng (- 4% yoy), tổng lợi nhuận ròng trong năm 2015 ước đạt 1.193,2 tỷ đồng (- 18,2% yoy).
- Đối với năm 2016, do thị trường cao su được dự đoán sẽ dần phục hồi lại, cùng với thị trường tiêu thụ xe ô tô tiếp tục phát triển mạnh nên chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các công ty cao su và lốp xe sẽ được cải thiện nhẹ. Theo đó, tổng doanh thu thuần dự phóng trong năm 2016 là 10.801,8 tỷ đồng, tăng nhẹ 3,2% so với năm trước. Tổng lợi nhuận ròng dự phóng năm 2016 là 1.225,2 tỷ đồng, 2,7% cao hơn năm 2015.
- MSI khuyến nghị các nhà đầu tư nên theo dõi và **BÁN** các cổ phiếu sau: HRC, PHR, TRC, CSM do thị trường cao su hiện vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi.

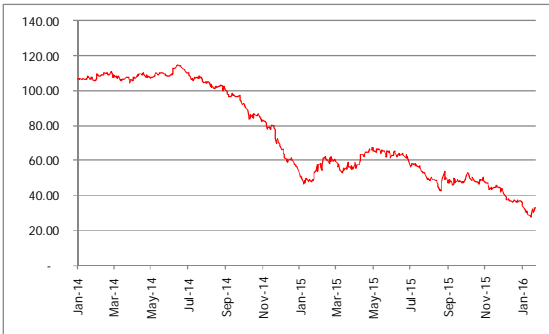
Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính cổ phiếu trong Ngành Cao su và Lốp xe

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	DRC	5.4	3,317.7	2.0	5.0	15.4	414.9	17.6	5.0	4,281	4,540	4,767	5.0	10.2	9.1	2.6	(10.0)
2	CSM	22.4	3,636.2	14.4	5.0	(13.8)	289.9	(12.4)	5.0	4,010	3,917	4,112	5.0	6.2	6.0	1.3	(28.7)
3	SRC	(1.0)	960.3	(3.3)	5.0	4.7	74.7	8.6	5.0	3,569	3,726	3,913	5.0	9.5	8.7	1.9	21.0
4	DPR	(9.1)	757.0	(19.4)	(10.0)	(4.3)	214.6	0.5	(10.0)	5,165	5,349	4,814	(10.0)	7.0	7.5	0.5	3.3
5	HRC	(52.2)	77.1	(52.2)	30.0	(21.0)	38.3	(31.9)	30.0	2,007	1,583	2,058	30.0	18.5	18.1	1.7	19.4
6	PHR	(26.0)	1,097.0	(31.7)	(10.0)	(56.1)	91.9	(65.2)	(10.0)	2,221	1,171	1,054	(10.0)	7.3	15.5	0.6	(27.2)
7	TRC	(28.7)	332.4	(33.6)	20.0	(69.2)	42.0	(69.9)	20.0	2,408	1,441	1,730	20.0	8.5	11.8	0.4	(17.9)
8	TNC	32.7	83.4	30.6	20.0	32.7	11.0	(37.3)	20.0	1,113	570	684	20.0	8.6	14.0	0.6	(14.5)
9	BRC	(5.7)	203.7	(0.0)	10.0	(11.6)	15.9	(3.8)	10.0	1,212	1,285	1,413	10.0	8.4	7.2	0.7	2.4
Ngành		1.7		(4.0)	3.2	(15.9)		(18.2)	2.7					8.5	1.0		

Nguồn: MSI dự phóng

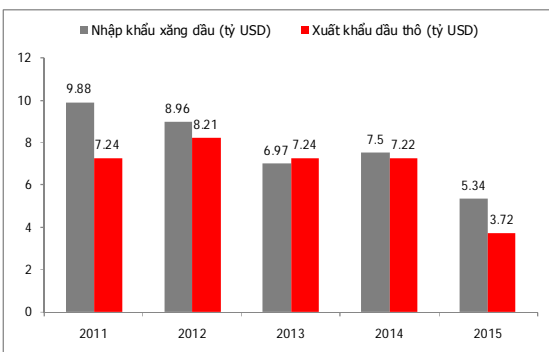
NGÀNH DẦU KHÍ - Khuyến nghị: GIỮ

Diễn biến giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg, MSI

Xuất nhập khẩu xăng dầu qua các năm



Nguồn: Tổng cục Hải quan, MSI

- Hiện nay có mười hai doanh nghiệp ngành dầu khí được niêm yết trên sàn chứng khoán với tổng giá trị vốn hóa tính đến ngày 31/12/2015 là 95.642 tỷ đồng, chiếm 7,3% giá trị vốn hóa toàn thị trường.

- Mới đây, Transneft - công ty đường ống dẫn dầu quốc gia Nga - cho biết các công ty dầu mỏ nước này có thể cắt giảm sản lượng xuất khẩu dầu mỏ xuống 6,4% trong năm 2016. Đây là một động thái tích cực của quốc gia này nhằm cải thiện tình trạng giá dầu đang ngày một lao dốc do sự dư thừa của nguồn cung (12 nước OPEC vẫn không cắt giảm sản lượng khai thác - khoảng 31,7 triệu thùng/ngày - nhằm duy trì thị phần, sự gia tăng hoạt động xuất khẩu dầu của Iran khi nước này được dỡ bỏ lệnh trừng phạt, hoạt động khai thác dầu đá phiến của Mỹ, những dòng dầu thẩm lậu giá rẻ, công nghệ khai thác cải tiến ...) cùng với việc nhu cầu sử dụng dầu mỏ trên thế giới đang giảm dần (khí hậu toàn cầu đang ấm lên, sự thay thế của các nguồn năng lượng sạch và các thiết bị tiết kiệm năng lượng, nhu cầu tiêu thụ giảm do kinh tế Trung Quốc và nhiều nước mới nổi đang chững lại...). Từ hành động này của mình, Nga cũng hi vọng các nước OPEC sẽ xem xét lại và có quyết định về sản lượng khai thác dầu mỏ ở mức hợp lý hơn, phù hợp với nhu cầu của thị trường. Bên cạnh đó, hơn một nửa số giàn khoan dầu khí đá phiến trên thế giới đã đóng cửa vì thua lỗ, và đang có những dấu hiệu cho thấy sẽ sớm có sự cải thiện dần quan hệ căng thẳng và lệnh cấm vận kinh tế giữa Mỹ, EU, Nga và Ukraine... Những yếu tố này sẽ có ảnh hưởng tích cực giúp thị trường xăng dầu toàn cầu năm 2016 sẽ cân bằng, giá dầu sẽ trở nên ổn định hơn và có thể tăng nhẹ vào cuối năm 2016.

- Dầu mỏ Việt Nam so chất lượng tốt và trữ lượng khoảng 4,4 tỷ thùng, chiếm 0,3% trữ lượng dầu mỏ được phát hiện của thế giới, đứng thứ 2 khu vực Đông Á và đứng thứ 28 trên thế giới. Việt Nam vừa là nước xuất khẩu dầu thô (sản lượng khai thác ở mức khoảng 340.000 thùng/ngày), lại vừa là nước nhập khẩu dầu thô và nhập khẩu 2/3 tổng cầu xăng dầu thành phẩm (theo Bộ Công thương, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam trong năm 2015 ước tính là 16,4 triệu tấn, trong đó khoảng 50% sẽ nhập khẩu).

Theo thống kê của Tổng cục Hải quan, trong năm 2015, Việt Nam đã xuất khẩu khoảng 9,18 triệu tấn dầu thô (- 1,3% yoy), tương ứng với giá trị xuất khẩu là 3,72 tỷ USD (- 48,5% yoy). Như vậy trong năm 2015, xuất khẩu dầu thô đạt tổng thu là 66.000 tỷ đồng, hụt thu 3% so với dự toán thời điểm đầu năm và chỉ chiếm 6% tổng thu Ngân sách Nhà nước năm 2015.

Cũng trong năm 2015, lượng xăng dầu nhập khẩu của Việt Nam là 10,06 triệu tấn (+ 18,9% yoy), đạt 5,34 tỷ USD (- 29,1% yoy). Tổng sản lượng khai thác dầu thô và khí đốt tự nhiên của Việt Nam trong năm 2015 tăng 6,8% so với năm 2014.

- Việc giá dầu thô giảm mang lại lợi ích cho người nhập khẩu và tiêu thụ xăng dầu, tuy nhiên, việc này đồng thời gây áp lực tài chính nặng lên các quốc gia và công ty khai thác, xuất khẩu dầu thô, kéo theo đó là hệ lụy giảm giá trị của cổ phiếu các công ty xăng dầu cùng với tình trạng quá tải của các kho dự trữ dầu thô.

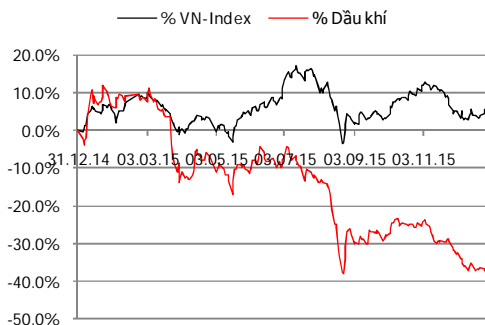
- Theo Chiến lược phát triển ngành dầu khí Việt Nam đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2035: Phần đầu tăng trữ lượng khai thác dầu khí đến 2020 đạt 42-44 triệu tấn quy dầu/năm, trong đó có 30-31 triệu tấn trong nước và 12-13 triệu tấn ngoài nước. Tăng qui mô sản lượng khai thác khí lên khoảng 17-21 tỷ m³/năm vào năm 2020. Đầu tư nâng cấp mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, xây dựng các Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn, Long Sơn. Công suất lọc dầu đạt 30-40 triệu tấn/năm vào năm 2025.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp Ngành Dầu khí

- Trong 9 tháng đầu năm 2015, tuy sản lượng khai thác dầu và khí đốt có tăng nhưng do giá dầu xuống thấp vì nguồn cung dư thừa khiến kết quả kinh doanh của các công ty dầu khí không được tốt khi tổng doanh thu thuần giảm 15,6% yoy (từ 119.383,1 tỷ đồng trong 9T.2014 xuống còn 100.699,7 tỷ đồng trong 9T.2015). Tổng lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp dầu khí cũng giảm 16,1% yoy (từ 13.494,8 tỷ đồng trong 9T.2014 xuống còn 11.322 tỷ đồng trong 9T.2015). Đối với các công ty dầu khí trong nước, giá dầu giảm có mức độ tác động khác nhau đối với từng doanh nghiệp. PVE là doanh nghiệp có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao nhất trong các công ty dầu khí với tỷ lệ tăng trưởng lần lượt là 67,4% và 46,1% trong 9 tháng năm 2015. Ngược lại, PVD là doanh nghiệp có mức giảm doanh thu cao nhất (-23,4% yoy) và PVC có mức giảm lợi nhuận nhiều nhất (-50,2% yoy).
- Theo thống kê tính đến ngày 31/12/2015, giá trị các cổ phiếu thuộc ngành dầu khí đã giảm đến 37,5% so với thời điểm đầu năm, thấp hơn nhiều lần so với mức tăng 6,1% của VN-Index, khiến ngành dầu khí là 1 trong những ngành có mức giảm giá trị cổ phiếu mạnh nhất tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, có 4 trong số 12 doanh nghiệp dầu khí có giá trị cổ phiếu tăng gồm **PGD** (+87% yoy), **PLC** (+51,5%), **CNG** (+14% yoy) và **PGC** (+6,7% yoy). Các cổ phiếu còn lại đều giảm giá trị, trong đó, **PVD** là cổ phiếu giảm giá trị nhiều nhất (-51,4% yoy).

Triển vọng kinh doanh của Ngành Dầu khí năm 2016

Tăng trưởng ngành Dầu khí (1 năm so với VN-Index)



Nguồn: Fiinpro, MSI

- Theo Cơ quan Năng lượng quốc tế IEA, dự kiến tiêu thụ dầu của thế giới sẽ đạt mức trung bình 95,7 triệu thùng/ngày trong năm 2016. Tổ chức này cũng dự báo tuy các nước OPEC có khả năng sẽ giảm lượng xuất khẩu dầu (giảm 500.000 thùng/ngày trong năm 2016) và Mỹ sẽ giảm sản lượng xuất khẩu dầu (từ 12,75 triệu thùng/ngày trong năm 2015 xuống còn 12,56 triệu thùng/ngày trong năm 2016), sự trở lại của Iran trên thị trường dầu sẽ bù lại cho sự suy giảm đó (hiện sản lượng dầu xuất khẩu của Iran là 500.000 - 600.000 thùng/ngày và dự kiến tăng lên 1 triệu thùng/ngày vào giữa năm 2016). Kết quả là tốc độ gia tăng dầu tồn kho có thể sẽ giảm xuống nhưng nếu không có những thay đổi khác, nguồn cung dầu vẫn sẽ dư thừa so với nguồn cầu khiến giá dầu vẫn tiếp tục thấp. Về tổng thể, IEA dự đoán giá dầu năm 2016 sẽ ở quanh mức bình quân 50-55 USD/thùng.
- Chúng tôi ước tính trong năm 2015, tổng doanh thu thuần của các doanh nghiệp dầu khí sẽ là 133.677,1 tỷ đồng, 17,1% thấp hơn so với năm trước. Tổng lợi nhuận ròng trong năm 2015 là 14.945,2 tỷ đồng, giảm 23,4% so với cùng kỳ.
- Về tổng thể trong năm 2016, xu hướng chủ đạo của thị trường xăng dầu toàn cầu vẫn sẽ là cung vượt cầu. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ có sự cải thiện nhẹ và ổn định hơn. Do đó chúng tôi dự phóng tổng doanh thu thuần của các công ty thuộc ngành dầu khí trong năm 2016 là 123.068,2 tỷ đồng, giảm nhẹ 7,9% yoy, tổng lợi nhuận ròng là 12.086,4 tỷ đồng, giảm 19,1% yoy, đây cũng là ngành duy nhất chúng tôi dự phóng giảm lợi nhuận trong năm 2016.
- Chúng tôi lưu ý rằng về mặt định giá, PE bình quân là khoảng 5 lần của nhóm ngành dầu khí đang ở mức rất thấp, một số cổ phiếu như PVD, PVS thậm chí có mức PE quanh 3.5 lần. Với dự báo lợi nhuận giảm tiếp trong năm 2016, theo đó PE forward 2016 bình quân ở mức 6.5 lần. Do đó chúng tôi ưu thích và khuyến nghị GIỮ ĐỐI với các cổ phiếu ngành dầu khí như PVS, PVD cho mục tiêu trung và dài hạn.

Bảng thống kê các chỉ tiêu tài chính cổ phiếu trong Ngành Dầu khí

STT	MCK	Tăng trưởng DT 9T.15 (%)	DT ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT.15 (%)	Tăng trưởng DT.16 (%)	Tăng trưởng LN 9T.15 (%)	LN ước tính.15 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN.15 (%)	Tăng trưởng LN.16 (%)	EPS 4Q gần nhất (đồng)	EPS ước tính.15 (đồng)	EPS ước tính.16 (đồng)	Tăng trưởng EPS.16 (%)	PE Trailing (x)	PE Fwd.16 (x)	P/B (x)	Tăng trưởng giá CP.15 (%)
1	CNG	(14.7)	950.2	(12.5)	(10.0)	(2.7)	121.6	8.1	(20.0)	4,075	4,502	3,602	(20.0)	7.7	8.7	2.1	8.6
2	GAS	(13.5)	62,527.6	(14.8)	(10.0)	(19.8)	9,957.7	(29.5)	(20.0)	6,478	5,256	4,205	(20.0)	5.6	8.6	1.6	(46.9)
4	PGC	(21.7)	2,271.9	(24.7)	(10.0)	10.8	87.9	5.3	(20.0)	1,498	1,457	1,166	(20.0)	7.4	9.5	1.0	(18.4)
5	PGD	(26.2)	4,935.2	(29.1)	30.0	25.6	238.2	43.9	30.0	2,270	2,647	3,441	30.0	15.9	10.5	2.5	87.0
6	PGS	(20.4)	5,950.1	(20.5)	(10.0)	(20.8)	116.3	(17.1)	(20.0)	2,236	2,327	1,861	(20.0)	7.8	9.4	0.8	(3.3)
7	PVG	(38.0)	2,615.7	(38.0)	20.0	(485.8)	27.8	(901.4)	20.0	842	1,003	1,203	20.0	9.6	6.7	0.6	(13.8)
8	PLC	4.8	7,026.8	3.2	(10.0)	44.0	365.0	36.8	(20.0)	4,342	4,518	3,614	(20.0)	8.3	10.0	2.2	51.5
3	PVD	(23.4)	15,751.9	(24.6)	(10.0)	(20.3)	2,073.8	(14.3)	(20.0)	5,803	5,958	4,767	(20.0)	4.6	5.6	0.7	(51.4)
9	PVB	20.7	967.7	(3.4)	(10.0)	7.5	124.9	(15.3)	(20.0)	7,287	5,783	4,627	(20.0)	3.8	6.1	1.2	(33.4)
10	PVC	(8.5)	3,828.8	(11.2)	(10.0)	(50.2)	125.2	(40.6)	(20.0)	2,326	2,504	2,003	(20.0)	6.9	8.0	0.7	(33.4)
11	PVE	67.4	1,026.5	57.7	(10.0)	46.1	35.8	43.6	(20.0)	1,276	1,431	1,145	(20.0)	5.8	6.5	0.6	(30.9)
12	PVS	(16.2)	25,824.7	(18.1)	(10.0)	2.4	1,671.0	(7.9)	(20.0)	4,125	3,741	2,993	(20.0)	4.0	5.6	0.6	(34.9)
Ngành		(15.6)		(17.1)	(7.9)	(16.1)		(23.4)	(19.1)					5.5	1.3		

Nguồn: MSI dự phóng

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: khanhld@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên

Email: hongtt@msi.com.vn

Phan Thị Ngọc Mai - Chuyên viên

Email: maiptn1@msi.com.vn

Nguyễn Ngọc Nam - Chuyên viên

Email: namnn1@msi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên

Email: ductm1@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phan Nguyễn Hoàn Quân - Giám đốc ICC

Email: quanpnh@msi.com.vn

Chu Thị Minh Phương - Chuyên viên

Email: phuongctm@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.