

TTCK đã đi trọn một chu kỳ tăng-giảm để rồi quay trở xuất phát điểm trong tháng Ba. Giao dịch trên thị trường sôi động hơn hẳn so với hai tháng trước đó với việc khối ngoại trở lại mua ròng hơn 700 tỷ đồng trên cả 2 sàn. Ở HSX và HNX, sự bùng nổ trở lại của nhóm cổ phiếu dầu khí, nổi bật là GAS, VCB, PPC, NT2, BTP là tâm điểm chính của thị trường. Tuy nhiên, “gia vị mới” của tháng vừa rồi lại không đến từ sàn niêm yết chính thức mà từ những mã cổ phiếu Upcom như MSR, GEX, TOP, VGC, VEF.... Từ giữa tháng Ba, nhóm cổ phiếu này thu hút dòng tiền đầu cơ lớn và đồng loạt tăng giá mạnh mẽ. Dù vậy, với biên độ giao dịch lớn, áp lực cũng chốt lời tăng lên nhanh chóng và khiến nhóm cổ phiếu này lao dốc. Nhìn chung, do thị trường diễn biến quá nhanh và giữa các nhóm cổ phiếu sự phân hóa mạnh, không nhiều nhà đầu tư có được mức lợi nhuận cao trong tháng vừa rồi.

Chúng tôi nhận thấy diễn biến của TTCK tháng vừa rồi cũng phản ánh khá sát các góc cạnh của kinh tế vĩ mô 3 tháng đầu năm. Trong khi vấn đề tỷ giá đã tạm lắng xuống thì biến động của giá dầu khiến cho thu ngân sách từ dầu thô thấp hơn đáng kể so với dự toán; đồng thời, giá trị thu ngân sách từ khu vực DNNN cũng bị ảnh hưởng bởi việc giảm thu từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Mặt khác, giá trị khai thác dầu thô giảm cộng với tác động của El Nino lên giá trị sản xuất nông nghiệp là những nguyên nhân chính khiến GDP quý 1 chỉ tăng trưởng 5,45%. Dù vậy, ở chiều hướng tích cực, ba khu vực là (1) sản xuất điện, (2) xây dựng và (3) VLXD đều có ghi nhận mức tăng vượt bậc về giá trị đóng góp vào GDP.

Mặt khác, thống kê trong danh sách quan tâm của RongViet Research cho thấy doanh nghiệp trong các ngành xây dựng, VLXD, công nghệ và dệt may có mức độ lạc quan cao về KQKD năm 2016. Ngược lại, nhóm doanh nghiệp ngành dầu khí, cao su tự nhiên và ô tô hầu hết đều đặt kế hoạch doanh thu, lợi nhuận thấp hơn mức thực hiện 2015. Đáng chú ý, trong khi giá cổ phiếu tăng mạnh, các doanh nghiệp ngành điện, cả nhiệt điện và thủy điện tỏ ra khá dè dặt về khả năng tăng trưởng KQKD năm 2016.

Bên cạnh hai yếu tố nói trên, chúng tôi tin rằng những hé lộ về vấn đề “nới room” cũng là thông tin được chờ đợi nhiều trong mùa ĐHCĐ. Đến thời điểm này, không ít công ty vẫn chưa tổ chức họp ĐHCĐ. Theo dõi một số doanh nghiệp đã tổ chức họp ĐHCĐ như REE, FPT, PNJ và VSC, có thể nhận thấy những bước tiến trong thủ tục pháp lý để nới room đến nay là rất hạn chế và không phải doanh nghiệp nào cũng mặn mà với việc tăng tỷ lệ sở hữu cho NĐTNN. Dù vậy, chúng tôi đánh giá những công ty nằm trong danh sách thoái vốn của SCIC như BMP, DHG và đặc biệt là VNM mới là nhân vật chính trong mùa ĐHCĐ năm nay, và trong ngắn hạn, thông tin nới room từ các doanh nghiệp này vẫn có thể tác động tích cực đến diễn biến chung của thị trường.

Vùng điểm dự báo trong tháng này là 540 – 574 với VNIndex và 75-81 với HNIndex.

Trong hai tuần đầu tháng Tư, khi mà rủi ro điều chỉnh đang ở mức cao, chúng tôi cho rằng việc giảm tỷ trọng cổ phiếu là sự “thích nghi” cần thiết. Đồng thời, biến động phức tạp và sự hồi phục thiếu bền vững của giá dầu và nguyên liệu khiến cho việc tham gia vào nhóm cổ phiếu dầu khí, khoáng sản sẽ phù hợp hơn với nhà đầu tư có khả năng chịu đựng rủi ro cao. Tương tự, việc theo đuổi các cổ phiếu nóng trên sàn Upcom với biên độ giao dịch lớn nhưng biến động bất ngờ và không ổn định về thanh khoản là khá rủi ro và nên được hạn chế, ít nhất cho đến khi thị trường ổn định trở lại. Mặt khác, cơ hội mua mới sẽ mở ra cho những người đang nắm giữ tiền mặt và nhà đầu tư dài hạn trong khoảng giữa tháng Tư khi đợt điều chỉnh đi vào giai đoạn cuối.



#### Khối Phân tích và Tư Vấn Đầu Tư

Đoàn Thị Thanh Trúc - Giám đốc

[truc.dtt@vdsc.com.vn](mailto:truc.dtt@vdsc.com.vn)

Nguyễn Bá Phước Tài

[tai.nbp@vdsc.com.vn](mailto:tai.nbp@vdsc.com.vn)

Trần Thị Hà My

[my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)

Nguyễn Thị Phương Lam

[lam.ntp@vdsc.com.vn](mailto:lam.ntp@vdsc.com.vn)

Nguyễn Hải Hoàng

[hoang.nh@vdsc.com.vn](mailto:hoang.nh@vdsc.com.vn)

Phạm Thị Hương

[huong.pt@vdsc.com.vn](mailto:huong.pt@vdsc.com.vn)

Nguyễn Trung Kiên

[kien.nt@vdsc.com.vn](mailto:kien.nt@vdsc.com.vn)

Trần Thị Diễm My

[my.ttd@vdsc.com.vn](mailto:my.ttd@vdsc.com.vn)

Bùi Vĩnh Thiện

[thien.bv@vdsc.com.vn](mailto:thien.bv@vdsc.com.vn)

Lê Hữu Triền

[trien.lh@vdsc.com.vn](mailto:trien.lh@vdsc.com.vn)

Nguyễn Hà Trinh

[trinh.nh@vdsc.com.vn](mailto:trinh.nh@vdsc.com.vn)

Huỳnh Minh Tuấn

[tuan.hm@vdsc.com.vn](mailto:tuan.hm@vdsc.com.vn)

Bành Trần Tường Vân

[van.btt@vdsc.com.vn](mailto:van.btt@vdsc.com.vn)

## NỘI DUNG CHÍNH

### KINH TẾ THẾ GIỚI: Chứng lại 3

- ✓ Tăng trưởng kinh tế toàn cầu đang chứng lại 3
- ✓ Các nền kinh tế lớn bắt đầu thực hiện chính sách lãi suất âm 3
- ✓ Lạm phát toàn cầu có thể tăng trở lại trong ngắn hạn 4

### TRIỂN VỌNG VĨ MÔ: Thiếu động lực cho tăng trưởng 8

- ✓ El Nino và tăng trưởng kinh tế Việt Nam 8
- ✓ Đánh giá xu hướng sản xuất công nghiệp 11
- ✓ Thị trường tiền tệ: Tỷ giá ổn định - Quan ngại lãi suất 12

### CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 4/2016 24

Một cách xuyên suốt, TTCK tháng Tư vẫn có thể duy trì được trạng thái tích cực, hỗ trợ bởi (1) sự tham gia đều đặn của khối ngoại, (2) động thái chuẩn bị cho việc nới room của những doanh nghiệp lớn và (3) sự duy trì của thanh khoản trên hai sàn giao dịch. Tuy nhiên, trong thời gian chờ đợi thông tin hỗ trợ, khả năng thị trường điều chỉnh hay ít nhất là đi ngang trong hai tuần đầu tháng là tương đối cao. Với nhận định thị trường sẽ có sự hồi phục từ giữa tháng Tư, chúng tôi cho rằng đây sẽ là thời điểm phù hợp để nhà đầu tư gia tăng tích lũy những cổ phiếu có triển vọng kinh doanh năm 2016 và KQKD quý 1 dự báo khả quan.

- Ngành vận tải: PVT
- Ngành cảng biển: HAH, VSC
- Ngành xây dựng: FCN, CTD
- Ngành công nghệ: FPT, ELC
- Ngành điện: NT2, PPC, REE
- Ngành BĐS: BCI, KDH, NBB, LHG
- Ngành bán lẻ: SVC
- Ngành VLXD: DNP, BMP, HT1, KSB, HPG, HSG
- Ngành dệt may: TCM, STK
- Ngành dầu khí: PGS, PVS, PLC
- Ngành thực phẩm – đồ uống: VNM
- Ngành khác: SKG, DHC, DRC, PTI, PAC, DPM

### DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM 25

29 mã cổ phiếu được RongViet Securities nghiên cứu (tìm hiểu, trao đổi thông tin với doanh nghiệp) và có những phân tích, đánh giá cụ thể trong các “Bảo cáo phân tích công ty” hoặc “Nhật ký chuyên viên” phát hành từ trước đến nay.

### CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH 29

Diễn biến các chỉ số ngành trong tháng 03 và chỉ số P/E, P/B của các nhóm ngành tại thời điểm cuối tháng



## KINH TẾ THẾ GIỚI: Chững lại

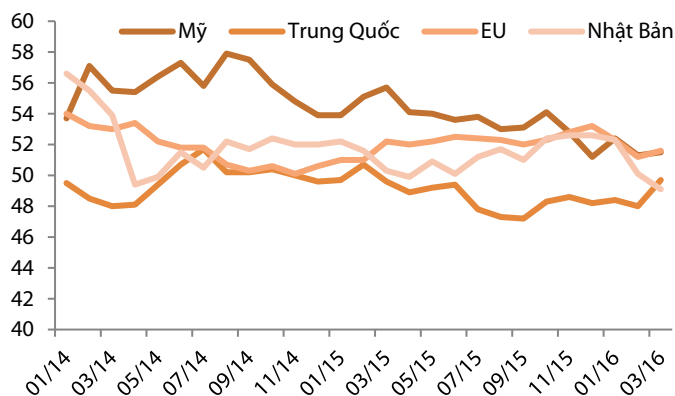
- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu đang chững lại
- Các nền kinh tế lớn bắt đầu thực hiện chính sách lãi suất âm
- Lạm phát toàn cầu có thể tăng trở lại trong ngắn hạn

### Tăng trưởng kinh tế toàn cầu đang chững lại

Theo dự báo của FocusEconomics Consensus, kinh tế thế giới dự báo tăng trưởng nhẹ, đạt 2,4%, so với mức tăng 2,3% trong Q4/2015 và 2,6% trong Q3/2015. Tốc độ tăng chậm lại của kinh tế toàn cầu đến từ các nguyên nhân sau đây:

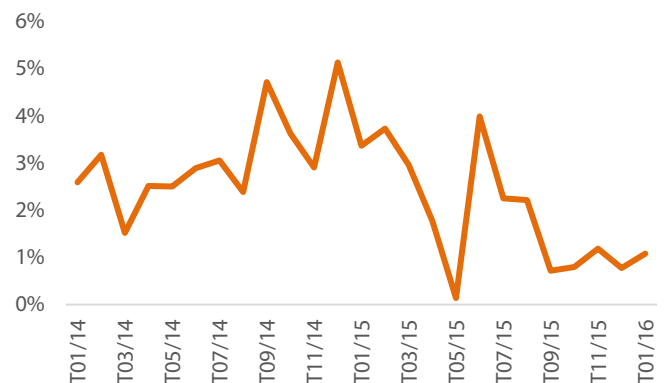
- (1) Hoạt động SXCN của các nền kinh tế lớn đang có dấu hiệu chậm lại: Trong Q1/2016, kết quả khảo sát chỉ số PMI của Mỹ và khu vực EU tiếp tục cho thấy xu hướng mở rộng, tuy nhiên mức độ tăng đã chậm lại so với cùng kỳ. PMI trung bình Q1/2016 của Mỹ và EU đạt lần lượt 51,4 điểm và 53,4 điểm (so với 52,7 điểm và 52,8 điểm trong Q4/2015). Trong khi đó, chỉ số PMI của Nhật Bản lại đảo chiều thu hẹp mạnh trong tháng 03/2016 (~49,1 điểm). Đối với Trung Quốc, xu hướng suy giảm tăng trưởng trong hoạt động SXCN vẫn tiếp tục. Tuy nhiên, nền kinh tế vẫn ghi nhận tín hiệu lạc quan hơn dự báo khi 35/41 ngành công nghiệp ghi nhận tăng trưởng dương với mức tăng trưởng toàn ngành đạt 5,4% so với cùng kỳ.
- (2) Nhu cầu tiêu thụ hàng hóa yếu đi khiến tăng trưởng thương mại toàn cầu chậm lại: Theo số liệu của cơ quan thống kê kinh tế CPB Hà Lan, hoạt động thương mại thế giới chững lại kể từ nửa cuối năm 2015. Trong tháng 01/2016, lượng hàng hóa trao đổi chỉ tăng 1,1%, so với mức tăng 3,4% của cùng kỳ.

**Hình 1: Chỉ số PMI trong Q1 của các nền kinh tế lớn (Mỹ, Nhật, EU, TQ)**



Nguồn: Markit, RongViet Research

**Hình 2: Lượng hàng hóa trao đổi toàn cầu**



Nguồn: CPB.nl, RongViet Research

Như đề cập trong BCCL năm 2016, sự suy giảm tăng trưởng của nền kinh tế Trung Quốc, hệ quả từ công cuộc tái cơ cấu nền kinh tế (chuyển dịch từ xuất khẩu sang dịch vụ, tiêu dùng) đã ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng toàn cầu, đặc biệt là ở khu vực Mỹ La Tinh và các nước châu Á – Thái Bình Dương. Tuy vậy, những dấu hiệu cải thiện gần đây của nền kinh tế Trung Quốc, đặc biệt là trong hoạt động SXCN và tiêu dùng có thể làm lo lắng liên quan đến sự suy yếu kinh tế Trung Quốc.

### Các nền kinh tế lớn bắt đầu thực hiện chính sách lãi suất âm

Trong ba tháng đầu năm 2016, nhiều NHTW lớn trên thế giới tiếp tục thực hiện chính sách nới

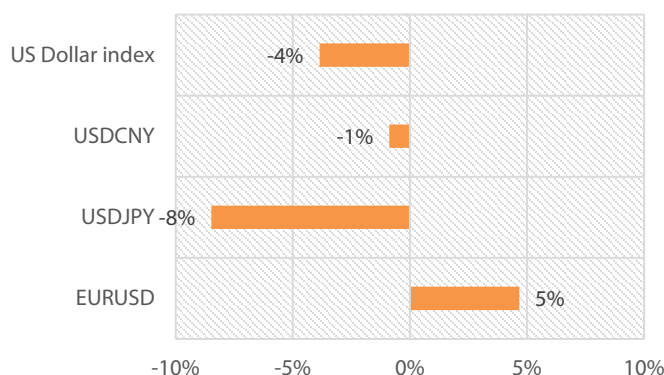


lỏng thông qua các gói định lượng hoặc cắt giảm lãi suất điều hành, cụ thể:

- Tháng 01/2016, NHTW Nhật Bản (BOJ) thông báo áp dụng chính sách lãi suất âm, bắt đầu chính thức có hiệu lực vào ngày 16/02/2016.
- Ngày 10/03/2016, ECB đã hạ lãi suất tái cấp vốn 5 điểm cơ bản xuống còn 0% và tăng chương trình mua tài sản thêm 20 tỷ EUR, lên 80 tỷ EUR mỗi tháng.
- Trung Quốc tiếp tục các chính sách nới lỏng thông qua việc bơm tiền theo các hợp đồng kỳ hạn (repo). Bên cạnh đó, PBOC cũng thực hiện hạ dự trữ bắt buộc 50 điểm cơ bản, tương đương với bơm 600 tỷ NDT vào nền kinh tế.

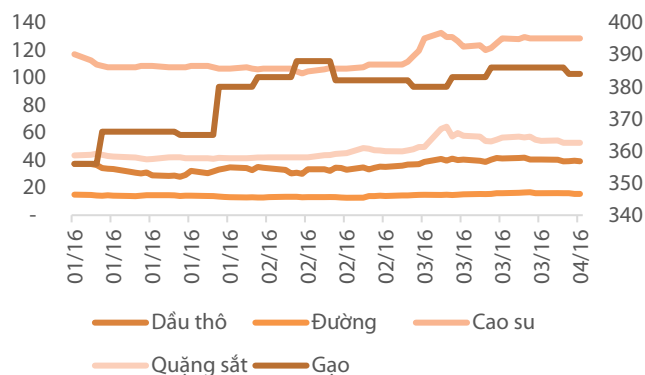
Trong các động thái trên, chúng tôi đặc biệt lưu ý đến chính sách lãi suất âm để kích thích kinh tế của các NHTW có ảnh hưởng lớn đến các đồng tiền quan trọng trên thế giới như ECB và BOJ. Trong khi đó, FED tỏ ra khá thận trọng trong lộ trình nâng lãi suất điều hành, theo dự báo mới nhất, FED dự kiến sẽ thực hiện 2 lần nâng lãi suất (với mức tăng mỗi lần ~0,25%). Trong Q1/2016, các cặp tỷ giá có diễn biến trái chiều. Cụ thể, chỉ số US Dollar đã giảm 4,1%, nhờ vậy, các đồng tiền khác như EUR và JPY đều tăng giá mạnh so với cuối năm 2015 (JPY và EUR tăng giá lần lượt 7,5% và 5% so với USD).

**Hình 3: Diễn biến các cặp tỷ giá**



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

**Hình 4: Diễn biến các chỉ số hàng hóa thế giới**



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

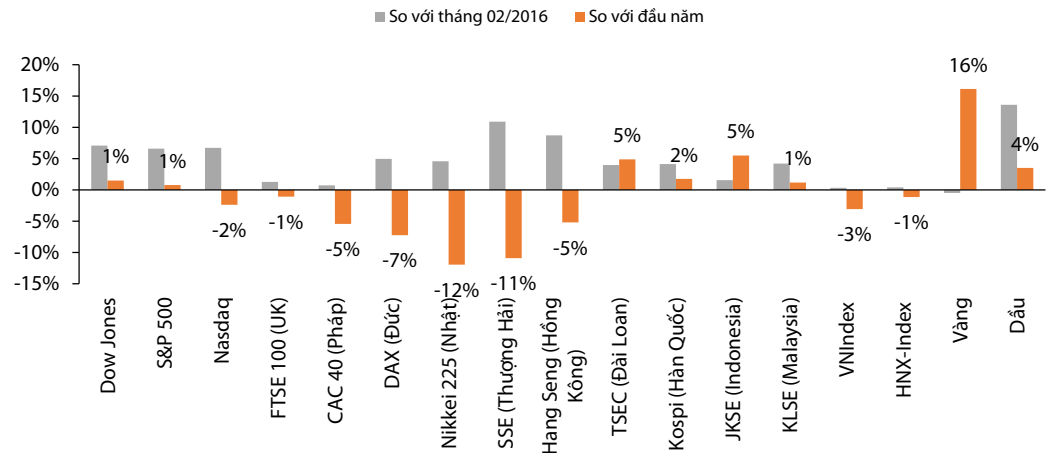
### Lạm phát toàn cầu có thể tăng trở lại trong ngắn hạn

Trong BCCL năm 2016 với chủ đề “Hàng hóa: Giảm cung để tạo lập mức cân bằng”, chúng tôi cho rằng cân bằng cung-cầu là yếu tố quyết định mặt bằng giá hàng hóa thế giới trong năm nay. Trong nửa đầu năm 2016, hiện tượng El Nino đã tác động trực tiếp đến chỉ số lạm phát của nhiều nền kinh tế khi giá gạo và giá dầu thô đều tăng trở lại. Theo thống kê từ Bloomberg, chỉ số giá các mặt hàng như gạo, dầu thô, đường, cao su, quặng sắt,... đều nhích trở lại so với mức cuối năm 2015. Trong đó, quặng sắt có mức tăng khá cao hơn 20% so với cuối năm 2015, trong khi các mặt hàng còn lại tăng bình quân từ 5-10%.

Tuy nhiên, nhìn về xu hướng cả năm 2016, chúng tôi cho rằng tác động của hiện tượng El Nino đến chỉ số giá hàng hóa toàn cầu chỉ mang tính ngắn hạn và tập trung ở một số mặt hàng nông nghiệp. Trong khi đó, đối với các mặt hàng liên quan đến năng lượng và kim loại công nghiệp, dư cung và hàng tồn kho lớn sẽ là yếu tố chi phối mạnh xu hướng giá. Như vậy, trong điều kiện nhu cầu hàng hóa thế giới đang yếu ớt, xác suất tăng mạnh của giá hàng hóa năm nay không được đánh giá cao.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI: TĂNG ÍT, BIẾN ĐỘNG NHIỀU

**Hình 5: Diễn biến các chỉ số chứng khoán trên thế giới trong năm Q1/2016**



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Sự biến động mạnh của các thị trường chứng khoán trong giai đoạn cuối năm 2015 tiếp tục kéo dài sang Q1/2016. Các chỉ số giảm khá sâu trong nửa đầu Q1/2016 và phục hồi trở lại trong nửa giai đoạn sau của quý đầu năm.

Ngược lại với “hiệu ứng tháng Giêng”, vốn cho thấy thị trường chứng khoán ở các quốc gia thường tăng điểm tốt thì tháng Một năm nay lại là tháng u ám của các thị trường. Sự giảm điểm này bắt nguồn từ mối lo ngại về sự giảm tốc của kinh tế Trung Quốc gây tác động tiêu cực đến nền kinh tế thế giới, cụ thể chỉ trong 4 ngày đầu năm 2016, thị trường chứng khoán Trung Quốc giảm sốc và bị “ngắt cầu chì giao dịch”. Bên cạnh đó, sự lo lắng về tình trạng lao dốc của giá dầu (giảm 6,8% trong tháng Một) cũng góp phần vào đà giảm của thị trường chứng khoán thế giới. Theo đó, chỉ số MSCI All country world index (MSCI ACWI) đã giảm 6,4% chỉ trong tháng Một.

Các thị trường chỉ bắt đầu hồi phục kể từ giữa tháng 2/2016 chủ yếu nhờ đà phục hồi của giá dầu. Chỉ số MSCI ACWI đã tăng 6,4%, lấy lại toàn bộ mức giảm trước đó. Mặc dù vậy, không phải tất cả các thị trường đều có thể đảo chiều khi chỉ có các chỉ số chứng khoán của Mỹ (chỉ số Dow Jones tăng 1,5% và chỉ số S&P500 tăng 0,8% còn chỉ số Nasdaq giảm 2,4%) và một vài chỉ số chứng khoán ở châu Á như TSEC của Đài Loan, JKSE của Indonesia, Kospi của Hàn Quốc... tăng điểm trong Q1/2016. Trong khi đó chỉ số Shanghai Composite của Trung Quốc và Nikkie 225 của Nhật giảm mạnh nhất với mức giảm lần lượt 11% và 12%. Thị trường chứng khoán ở các nước châu Âu tăng khá tốt trong tháng Ba với việc ECB tiếp tục hạ lãi suất đối với các tổ chức tài chính thêm 0,1 điểm phần trăm về mức -0,4% cùng với việc ECB sẽ đẩy mạnh việc mua trái phiếu từ mức 60 tỷ euro lên mức 80 tỷ euro hàng tháng từ tháng 4/2016. Mặc dù vậy mức tăng không đủ bù đắp giai đoạn mất điểm trước đó nên các chỉ số tiêu biểu như FTSE 100, CAC 40 và DAX giảm lần lượt 1%, 5% và 7% kể từ đầu năm đến nay.

Trái ngược với sự suy giảm và biến động mạnh của các chỉ số chứng khoán và giá dầu, giá vàng đã tăng rất tốt trong quý 1 vừa qua. Theo số liệu thống kê từ Bloomberg và GoldMoney, không chỉ giá vàng niêm yết theo đồng USD tăng mạnh trong Q1/2016 mà giá vàng niêm yết theo 20 đồng tiền lưu hành phổ biến nhất cũng tăng rất mạnh, trung bình 18%. Giá vàng đã bắt đầu tăng từ đầu năm 2014 sau khi đã tạo đáy vào năm 2013. Bên cạnh đó, theo GoldMoney thống kê, từ năm 1971 đến nay, trung bình giá vàng sẽ có khoảng 4,5 năm tăng giá khi bước vào chu



kỳ tăng. Như vậy, khả năng cao giá vàng sẽ còn tiếp tục vận động đi lên trong 2 năm nữa.

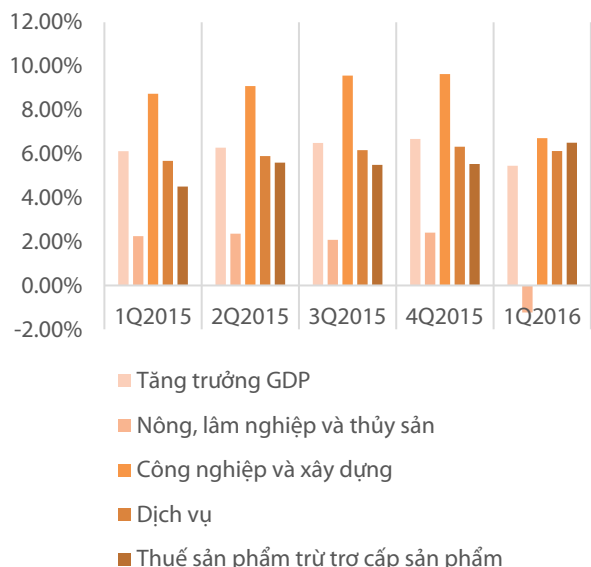
Mặc dù sự bình tĩnh đã quay trở lại với các thị trường chứng khoán từ nửa sau Q1/2016 nhưng vẫn còn khá nhiều rủi ro trước mắt. Cụ thể đó là khả năng FED tiếp tục nâng lãi suất lần thứ 2 vào tháng Sáu sắp tới. Bên cạnh đó, khả năng nước Anh rời khỏi khối EU (hay còn gọi là “Brexit” vẫn đang hiện hữu. Việc Anh rời khỏi EU được đánh giá sẽ tác động khá lớn đến thị trường tiền tệ (đồng euro và pound mất giá) qua đó gián tiếp ảnh hưởng đến nền kinh tế của Anh, EU nói riêng và kinh tế toàn cầu nói chung. Cuối cùng là những rủi ro địa chính trị vẫn còn khá lớn. Bức tranh Q1/2016 về sự biến động của các thị trường có thể sẽ tiếp diễn trong thời gian còn lại của năm 2016 – một năm đầy khó khăn và thử thách đối với các nhà đầu tư toàn cầu.



## KINH TẾ VĨ MÔ Q1/2016: Khởi đầu không dễ chịu

### Tăng trưởng kinh tế quý đầu năm không khả quan

**Hình 6 : Tăng trưởng GDP theo quý**



Nguồn: GSO, RongViet Research

Trong quý 1/2016, tăng trưởng kinh tế chậm lại đáng kể, chỉ đạt 5,46% so với mức tăng trưởng 6,12% của cùng kỳ năm trước. Có hai nguyên nhân chính dẫn đến kết quả trên:

- Lĩnh vực sản xuất công nghiệp chế biến, chế tạo tăng trưởng chậm hơn, đạt 7,9% trong quý đầu năm.
- Suy giảm của lĩnh vực nông nghiệp và công nghiệp khai khoáng, giảm lần lượt 2,7% và 1,2% so với cùng kỳ.

#### Nhận định:

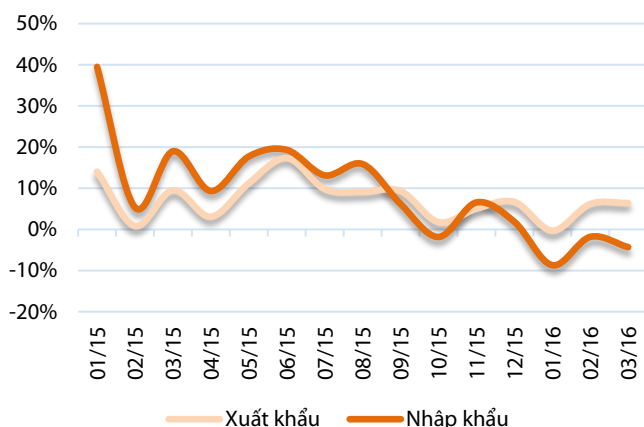
Nhìn chung, chúng tôi không quá bất ngờ về sự sụt giảm của ngành khai khoáng (chủ yếu đến từ sự sụt giảm của khai thác dầu thô) và tốc độ tăng chậm lại của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Tuy nhiên, lĩnh vực nông nghiệp suy giảm là một hiện tượng ít khi xảy ra, ngay cả trong khủng hoảng kinh tế thì ngành nông nghiệp Việt Nam vẫn duy trì được tăng trưởng dương.

Có thể thấy, hiện tượng El Nino đã ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất nông nghiệp ngay đầu năm 2016 với tác động nghiêm trọng hơn năm trước. Cụ thể, giá trị sản xuất lĩnh vực trồng trọt giảm 6% so với cùng kỳ, trong đó, diện tích gieo cấy lúa giảm ít hơn so với diện tích hoa màu và cây trồng ngắn ngày.

Nếu loại trừ đi hai yếu tố tăng trưởng âm trong GDP (nông nghiệp & khai khoáng), tăng trưởng kinh tế quý 1 ước đạt 7%.

### Thương mại tăng trưởng yếu do kinh tế thế giới kém lạc quan

**Hình 7 : Tăng trưởng xuất nhập khẩu theo tháng**



Nguồn: Customs, RongViet Research

- Khối trong nước: Kim ngạch thương mại ở hai chiều tiếp tục yếu đi, đặc biệt là ở chiều xuất khẩu. Trong Q1, xuất khẩu giảm 4,7%, nhập khẩu giảm 3,6%. Lũy kế thâm hụt thương mại đạt 3,8 tỷ USD.

- Khối FDI: Chiếm 70% trong tổng kim ngạch thương mại của Việt Nam, hoạt động xuất nhập khẩu của khu vực FDI đang có dấu hiệu chững lại, tương ứng với mức tăng 7,9% và mức giảm 6,3% lần lượt ở hai chiều xuất và nhập khẩu.

#### Nhận định:

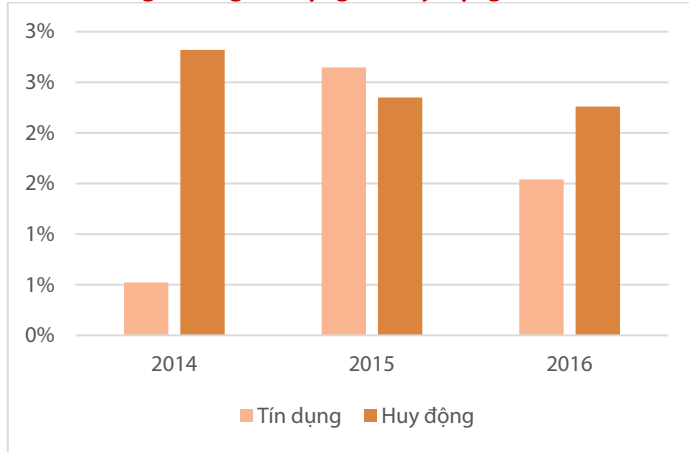
Nhu cầu nhập khẩu suy yếu khiến cán cân nhập thương mại thặng dư nhẹ trong quý đầu năm. Trong đó, khối FDI ghi nhận thặng dư gấp đôi so với cùng kỳ.

Hoạt động giao thương yếu đi do ảnh hưởng của kinh tế toàn cầu có thể ảnh hưởng không tốt đến thương mại Việt Nam trong các quý tiếp theo, từ đó, gián tiếp tác động đến hoạt động sản xuất công nghiệp trong nước.



## Lãi suất tăng trở lại

**Hình 8: Tăng trưởng tín dụng và huy động**



Nguồn: RongViet Research

- Lãi suất huy động và lãi suất cho vay đều nhích nhẹ ở các kỳ hạn ở mức 0,2-0,5% và 0,02-0,5% so với đầu năm 2016.

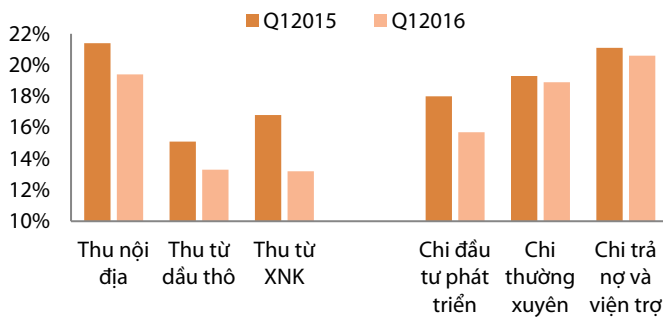
- Tăng trưởng huy động quý 1 ước tăng 2,26%, tín dụng cũng tăng nhẹ so với cùng kỳ, đạt 1,54%.

**Nhận định:** Theo UBGSTCQG, lãi suất huy động trong Q1/2016 biến động nhẹ ở kỳ hạn 6-12 tháng, tăng mạnh ở các kỳ hạn dài trên 12 tháng. Như vậy, lãi suất đang trải qua giai đoạn thiết lập đáy và tạo mặt bằng cao hơn.

Diễn biến tăng lãi suất đã được chúng tôi đề cập nhiều lần trong các báo cáo vĩ mô trước đây. Trong các yếu tố ảnh hưởng đến mặt bằng lãi suất quý 1/2016 có bao gồm cả tác động từ dự thảo thông tư 36.

## Hụt thu ngân sách nghiêm trọng trong quý 1/2016

**Hình 11: Tốc độ thu – chi ngân sách (% dự toán)**



Nguồn: RongViet Research

Tình hình thu chi ngân sách nhìn chung không tích cực trong quý đầu năm, trong đó, thu từ dầu thô và XNK bị ảnh hưởng tiêu cực bởi giá dầu và hoạt động thương mại yếu hơn.

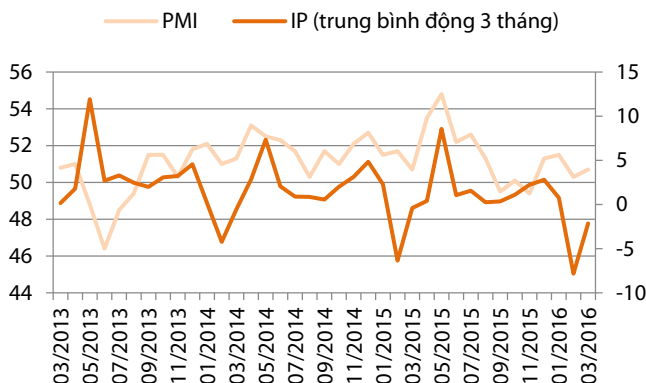
Nổi bật hơn là thu từ DNNN giảm mạnh (-42% so với cùng kỳ), yếu tố này kéo theo chi đầu tư phát triển đạt mức thấp so với dự toán (~16%) và giảm 9% so với cùng kỳ.

**Nhận định:** Với diễn biến của tình hình thu ngân sách hiện nay, chúng tôi bảo lưu quan điểm về khả năng hạn hẹp của chính sách tài khóa để hỗ trợ cho tăng trưởng.

Thêm vào đó, việc tập trung khắc phục hậu quả của thiên tai có thể khiến cho tốc độ triển khai dự án đầu tư xây dựng cơ bản (cơ sở hạ tầng giao thông) bị chững lại so với cùng kỳ.

## Hoạt động sản xuất công nghiệp ổn định với tốc độ tăng trưởng thấp hơn cùng kỳ

**Hình 12: Diễn biến chỉ số PMI và tăng trưởng SXCN**



Nguồn: Markit, GSO, RongViet Research

Hoạt động SXCN trong 3 tháng đầu năm tiếp tục giữ đà mở rộng, tuy nhiên, tốc độ đã chậm lại so với năm ngoái.

- PMI trung bình 3 tháng đầu năm đạt 50,83 điểm, giảm nhẹ so với mức 51,3 điểm của cùng kỳ.

- Chỉ số SXCN trong Q1/2016 tăng trưởng chậm hơn so với cùng kỳ, đạt 6,3% (năm 2015 tăng 9,3% yoy).

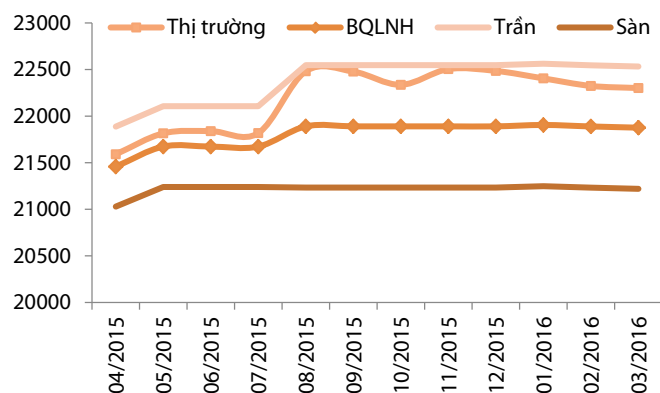
**Nhận định:** Chỉ số PMI đang duy trì khá ổn định, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chỉ số này khó có triển vọng tăng đột biến như quý 2/2015.

Tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu của khối FDI suy giảm đáng kể tác động gián tiếp đến xu hướng hoạt động SXCN trong ba tháng đầu năm và các tháng tiếp theo.



## Tỷ giá duy trì ổn định trong Q1/2016

**Hình 13: Diễn biến tỷ giá**



Nguồn: SBV, RongViet Research

Trong Q1/2016, tỷ giá USDVND bình quân đạt 22.382 đồng, giảm 0,5% so với cuối năm 2015. Việc thay đổi cơ chế tỷ giá trung tâm giúp diễn biến tỷ giá thị trường sát với cung-cầu ngoại tệ hơn thay vì yếu tố tâm lý.

Dự trữ ngoại hối của NHNN có điều kiện cải thiện trong quý đầu năm, tăng lên khoảng 34-35 tỷ USD và tương đương với khoảng 2,6 tháng nhập khẩu.

### Nhận định:

Chính sách tỷ giá duy trì ổn định trong ba tháng đầu năm nhờ sự thuận lợi về diễn biến thị trường đến từ trong và ngoài nước.

- Bên trong: Cán cân thương mại thặng dư nhẹ đi cùng với tốc độ giải ngân vốn FDI tích cực trong ba tháng đầu năm tạo nguồn cung ngoại tệ dồi dào.

- Bên ngoài: Đồng USD mất giá 4,1% trong Q1/2016 và đồng CNY tăng giá so với USD làm giảm áp lực lên chính sách điều hành trong nước.

## TRIỂN VỌNG VĨ MÔ: Thiếu động lực cho tăng trưởng

- El Nino và tăng trưởng kinh tế của Việt Nam
- Đánh giá xu hướng sản xuất công nghiệp
- Thị trường tài chính tiền tệ: tỷ giá ổn định – quan ngại lãi suất

### El Nino và tăng trưởng kinh tế của Việt Nam

*Tác động đến các yếu tố vĩ mô: Tăng trưởng, lạm phát, xuất khẩu*

Cuối năm 2015, nhiều cảnh báo về ảnh hưởng của hiện tượng El Nino lên ngành nông nghiệp đã được đưa ra. Tuy nhiên, thực tế diễn ra nghiêm trọng hơn dự báo, điều này thể hiện qua những con số thống kê không mấy tích cực trong quý 1/2016. Tính đến thời điểm hiện tại, khu vực Tây Nguyên có 160.000 ha diện tích cây trồng thiếu nước do hạn hán nghiêm trọng, 160.000 ha diện tích gieo trồng lúa tại khu vực Đồng Bằng Sông Cửu Long bị thiệt hại do xâm nhập mặn. Theo dự báo của Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn trung ương (NCHMF), tình hình khô hạn và xâm nhập mặn sẽ kéo dài đến tháng 6/2016. Tuy nhiên, sau khi El Nino suy yếu, xác suất hiện tượng La Nina xuất hiện vào những tháng cuối năm 2016 khá cao, lên đến 50-60%.

Diễn biến thời tiết khắc nghiệt đã ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam ở nhiều khía cạnh. Như đã đề cập ở trên, ngành nông nghiệp tăng trưởng âm lần đầu tiên trong nhiều năm qua. Ngành nông nghiệp chiếm 10% trong tổng cơ cấu GDP, chiếm 44,3% lực lượng lao động cả nước và chiếm 8% cơ cấu xuất khẩu. Với triển vọng thời tiết không thuận lợi cho đến hết quý 2/2016, RongViet Research ước tính sản lượng lúa cả nước giảm 1,5 triệu tấn, tương đương 3,3% tổng sản lượng sản xuất cả năm 2015. Dựa trên kịch bản nông nghiệp giảm 1% trong năm 2016, tăng trưởng GDP ước chỉ đạt 5,8-6% trong năm 2016. Đối với hoạt động xuất khẩu gạo, sản lượng sản xuất giảm nhưng giá bán tăng có thể bù đắp lại do nhu cầu về sản phẩm nông nghiệp tại các quốc gia nằm trong vùng ảnh hưởng của El Nino cũng tăng cao. Vì vậy, chúng tôi đánh giá tác động của hiện tượng El Nino lên giá trị xuất khẩu nông sản của Việt Nam là khá tích cực. Trong 3 tháng đầu năm, giá trị xuất khẩu gạo và rau quả tăng trưởng rất tốt với mức tăng lần lượt là 26% và 71% so với cùng kỳ. Ngược lại, giá trị xuất khẩu của các cây nông nghiệp dài ngày như chè, cà phê, tiêu, điều... không mấy cải thiện. Về tiêu dùng của nền kinh tế, do cơ cấu lao động lĩnh vực nông nghiệp chiếm phần đông nên khi nông nghiệp đi xuống có thể ảnh hưởng đến tiêu dùng nói chung. Chúng tôi cho rằng giá lương thực tăng sẽ khiến phần tiết kiệm trong thu nhập của người dân giảm, từ đó ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của những mặt hàng không thiết yếu.

Ngoài ra, đối với những quan ngại gần đây liên quan đến khả năng lạm phát tăng cao, theo quan điểm của chúng tôi, khi giá dầu còn duy trì ở mặt bằng hiện tại 40\$/thùng thì nguy cơ lạm phát cao trở lại sẽ không đáng kể. Hiện tại, lạm phát lõi vẫn ổn định ở mức 2%, giá dầu và giá gạo lần lượt chỉ tăng 5% và 8% so với cuối năm 2015. Trong cơ cấu tính CPI mới, tỷ trọng của nhóm lương thực được điều chỉnh giảm từ 8,2% còn 4,5%, ngược lại, tỷ trọng nhóm giao thông được tăng từ 8,9% lên 9,4%. Việc điều chỉnh giá các mặt hàng xăng dầu và diễn biến tăng của một số sản phẩm nông nghiệp, thủy sản có thể tác động đến lạm phát tháng 4/2016. Tuy nhiên, về xu hướng, chúng tôi đánh giá lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát.

### *Động thái hỗ trợ của chính phủ*

Trong bối cảnh ngân sách khó khăn, tình hình thiên tai do thời tiết vẫn cần sự quan tâm hỗ trợ của chính phủ. Trong tháng 3, Bộ NN & PTNT đã kiến nghị Thủ tướng Chính phủ xem xét những biện pháp hỗ trợ theo từng khu vực với tổng kinh phí dự kiến là ~37.700 tỷ đồng (~1,7

tỷ USD). Ngoài ra, Bộ NN&PTNT cũng khởi động dự án nông nghiệp thích ứng biến đổi khí hậu do chính phủ Đức tài trợ với tổng kinh phí cho Việt Nam là 700.000 USD, thực hiện trong 4 năm, bắt đầu từ 01/03/2016. Như vậy, việc bổ sung nguồn vốn ngân sách để hỗ trợ cho khu vực nông nghiệp có thể ảnh hưởng đến tốc độ giải ngân vốn ở các khu vực khác, trong đó có xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông.

**Bảng 1: Một số đề xuất hỗ trợ của Bộ NN & PTNT để đối phó với hạn hán & ngập mặn**

Khu vực Tây Nguyên	Khu vực ĐBSCL
(1) Hỗ trợ 3.650 tấn gạo (~30 tỷ đồng) cho người dân bị thiệt hại tại các tỉnh Tây Nguyên;	(1) Hỗ trợ kinh phí khắc phục hậu quả hạn hán và xâm nhập mặn vụ Đông Xuân (~624 tỷ đồng).
(2) Hỗ trợ kinh phí phòng chống hạn đợt 2 (~658 tỷ đồng) cho 5 tỉnh Tây Nguyên;	(2) Hỗ trợ 215 tỷ đồng cho các địa phương để mua giống, khôi phục sản xuất cho các diện tích bị thiệt hại do hạn hán, xâm nhập mặn.
(3) Bố trí vốn từ nguồn TPCP để xây dựng các công trình chống hạn (~26.000 tỷ đồng)	(3) Kinh phí phòng chống hạn hán, xâm nhập mặn (~650 tỷ đồng)
	(4) Bố trí vốn từ nguồn TPCP đầu tư công trình chống hạn, xâm nhập mặn (~9.060 tỷ đồng)
	(5) Hỗ trợ nước sinh hoạt cho người dân vùng xâm nhập mặn (~538 tỷ đồng)

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### Đánh giá xu hướng sản xuất công nghiệp

*Triển vọng kinh doanh quý 1/2016 theo ngành từ góc độ vĩ mô*

Trong Q1/2016, ngành sản xuất vật liệu xây dựng tăng trưởng khá tốt; tăng xấp xỉ 10%, cao hơn rất nhiều so với cùng kỳ, đồng thời là mức tăng cao nhất từ năm 2010 đến nay. Tình hình sản xuất một số mặt hàng vật liệu xây dựng cũng tương đối tích cực, sản lượng sắt thép và xi măng tăng trưởng lần lượt 23% và 11% so với cùng kỳ, giá bán thép xây dựng tăng nhờ chính sách hỗ trợ của nhà nước. Từ diễn biến trên, chúng tôi cho rằng có thể kỳ vọng lạc quan về kết quả kinh doanh quý đầu năm các doanh nghiệp xây dựng và cả các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, gạch, đá...

Các ngành kỳ vọng có kết quả kinh doanh cải thiện nhẹ bao gồm sữa, điện, thức ăn chăn nuôi... Trong khi đó, ngành có khả năng có triển vọng tiêu cực là dầu khí do khai thác dầu thô Q1 giảm 1% so với cùng kỳ và giá dầu thấp trong giai đoạn đầu năm khiến cho hoạt động của các doanh nghiệp dịch vụ dầu khí bị ảnh hưởng đáng kể.

**Bảng 2: Tình hình sản xuất một số mặt hàng trong Q1/2016**

		Tăng trưởng sản lượng	Xu hướng giá/chi phí đầu vào*	Xu hướng giá đầu ra*	Tăng trưởng tiêu thụ so với cùng kỳ
1	Sắt thép	23,0	Tăng	Tăng	Giảm nhẹ
2	Ô tô lắp ráp	22,3	Ổn định	Ổn định	Giảm mạnh
3	Sữa bột	19,9	Giảm	Ổn định	Tăng
4	LPG	16,0	Giảm	Giảm	Tăng
5	Thức ăn chăn nuôi	14,3	Giảm	Giảm	Tăng



6	Điện	14,0	Ổn định	Ổn định	Tăng
7	Xi măng	11,0	Ổn định	Ổn định	Tăng
8	Sữa tươi	5,6	Giảm	Ổn định	Tăng
9	Thủy sản	5,3	Giảm	Tăng	Tăng nhẹ
10	Khí thiên nhiên	5,2	Giảm	Giảm	Tăng nhẹ
11	Phân bón	4,4	Giảm	Giảm	Giảm
12	Vải dệt	3,2	Giảm	Giảm	Tăng
13	May mặc	-0,3	Tăng**	Ổn định	Giảm nhẹ
14	Đường	-3,9	Ổn định	Giảm nhẹ	Tăng
15	Dầu thô	-5,7	NA	Giảm	NA

Nguồn: GSO, RongViet Research

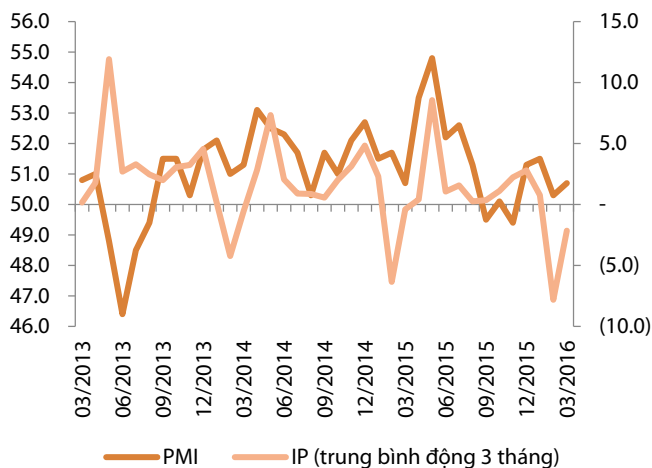
\* So với Q4/2015; \*\*Chi phí nhân công

#### Triển vọng ổn định trong các quý tiếp theo

Nhìn theo xu hướng năm, có thể thấy hoạt động sản xuất công nghiệp đang thể hiện mức tăng trưởng không tích cực bằng hai năm trước. Tuy nhiên, chỉ số PMI cho thấy sự ổn định trong đơn hàng và sự cải thiện qua từng tháng, đồng thời quý 1 cũng là quý thấp điểm của hoạt động sản xuất công nghiệp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản xuất công nghiệp ổn định vẫn là trụ đỡ cho tăng trưởng kinh tế trong thời gian tới.

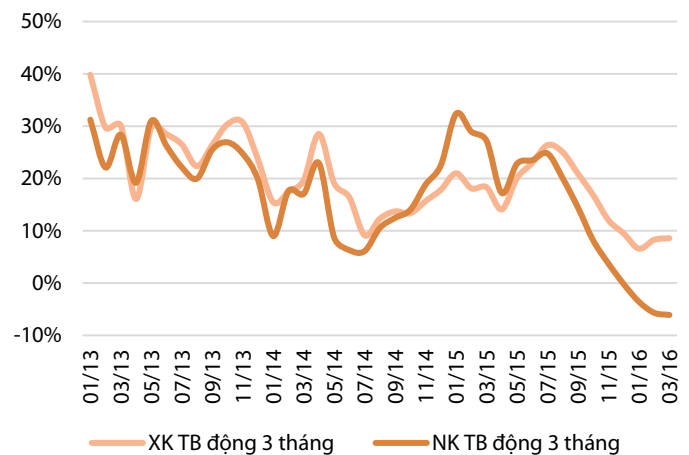
Điểm đáng quan ngại là hoạt động thương mại của khối FDI chưa cho thấy sự cải thiện dù dòng vốn giải ngân khá tốt trong thời gian qua. Chỉ số tăng trưởng nhập khẩu trung bình 3 tháng gần nhất giảm 6%, trong khi chỉ số xuất khẩu tăng 8,6%, mức thấp nhất trong nhiều năm. Số liệu trên cho thấy dòng vốn giải ngân đang tập trung cho hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng trong khi hoạt động sản xuất của khối FDI có dấu hiệu chững lại. Từ đó, ảnh hưởng đáng kể đến tốc độ tăng trưởng của lĩnh vực công nghiệp chế biến và chế tạo. Yếu tố này cần được theo dõi và cảnh báo trong thời gian tới nếu không thể hiện sự phục hồi.

**Hình 14: Xu hướng chỉ số PMI và IP**



Nguồn: GSO, Nikkei, RongViet Research

**Hình 15: Tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu khu vực FDI**



Nguồn: Customs, RongViet Research

#### Thị trường tài chính tiền tệ: tỷ giá ổn định – quan ngại lãi suất

Xu hướng tỷ giá kỳ vọng vẫn ổn định



Chúng tôi cho rằng chính sách tỷ giá mới đã phát huy hiệu quả khi tỷ giá USDEVND duy trì trong biên độ cho phép trong thời gian qua, đặc biệt là hiện tượng đầu cơ và yếu tố đột biến theo ngày đã giảm đáng kể. Như đã đánh giá trong báo cáo trước đây, trong chính sách tỷ giá mới, diễn biến của tiền đồng sẽ có mối liên hệ nhiều hơn với thâm hụt thương mại và tình trạng ra/vào của các dòng vốn. Diễn biến trong Q1/2016 cho thấy thặng dư thương mại được duy trì và nhập siêu cao chưa có dấu hiệu trở lại khi hoạt động xuất nhập khẩu nội địa đều suy giảm. Thêm vào đó, việc giải ngân vốn tích cực của khối FDI đang là tấm đệm hỗ trợ cho mặt bằng tỷ giá. Đồng thời, việc mua vào ngoại tệ nâng dự trữ ngoại hối của NHNN thời gian qua cũng phần nào đảm bảo cho khả năng ổn định trong chính sách điều hành tỷ giá của NHNN trong quý tiếp theo. Về yếu tố bên ngoài, đồng USD giảm giá song hành với lộ trình nâng lãi suất thận trọng kết hợp với triển vọng kinh tế Q1 của Trung Quốc không quá tiêu cực sẽ giúp nhà điều hành yên tâm hơn. Yếu tố tiêu cực về những quan ngại trong xu hướng tỷ giá đã được giảm bớt so với hồi đầu năm, tuy nhiên, ở mặt khác, hoạt động thương mại đang không được hỗ trợ. Việc cân bằng lợi ích tổng thể là những bước đi tiếp theo NHNN cần tính toán khi yếu tố hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế đang ngày một ít đi.

*Xu hướng tăng lãi suất huy động sẽ kéo theo điều chỉnh lãi suất cho vay*

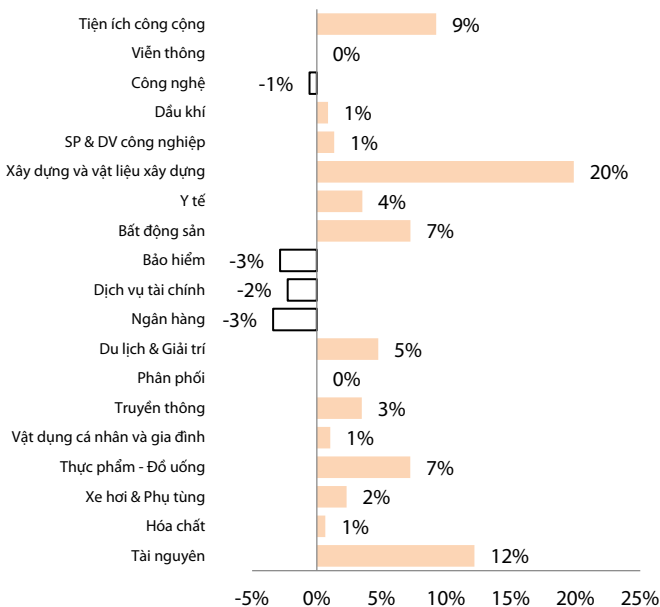
Theo RongViet Research, tín hiệu điều chỉnh lãi suất huy động gần đây sẽ tác động tiêu cực đến niềm tin của doanh nghiệp trong nền kinh tế. Với việc thay đổi đồng loạt lãi suất huy động ở nhiều kỳ hạn, chi phí đi vay của doanh nghiệp sẽ tăng so với trước đây, đồng thời gây ra quan ngại trong hoạt động đầu tư và mở rộng sản xuất. Đối với hệ thống ngân hàng, chúng tôi nhận thấy sự ổn định về mặt thanh khoản nhưng những ràng buộc về tỷ lệ an toàn và trích lập dự phòng nợ xấu nhìn chung sẽ kiềm hãm khả năng tăng trưởng lợi nhuận. Trong bối cảnh cần ra sức hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế, việc điều chỉnh lãi suất cho vay cho dù ở biên độ thấp cũng là yếu tố không thuận lợi đối với nền kinh tế nói chung và hoạt động của doanh nghiệp nói riêng.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 3: Kỳ phân phối đỉnh đầu tiên trong năm 2016

**Thị trường phân phối nền cơ hội đầu tư sinh lời trong tháng 3 chỉ đến từ vài dòng cổ phiếu.** Cả hai chỉ số VNIndex và HNX-Index đều phát lên tín hiệu phân phối đỉnh mạnh, với đỉnh thị trường xác lập vào giai đoạn giữa tháng 3. Do đó, cả hai chỉ số này đều đóng cửa tháng 3 với mức điểm gần như không thay đổi so với giá đóng cửa tháng 2. Đợt điều chỉnh giảm này đến từ hai lý do chính: (1) Thông tư 07 đi vào hiệu lực (ngày 15/3/2016) tạo nên áp lực bán ngắn hạn và (2) giá hàng hóa trên thế giới có dấu hiệu điều chỉnh giảm.

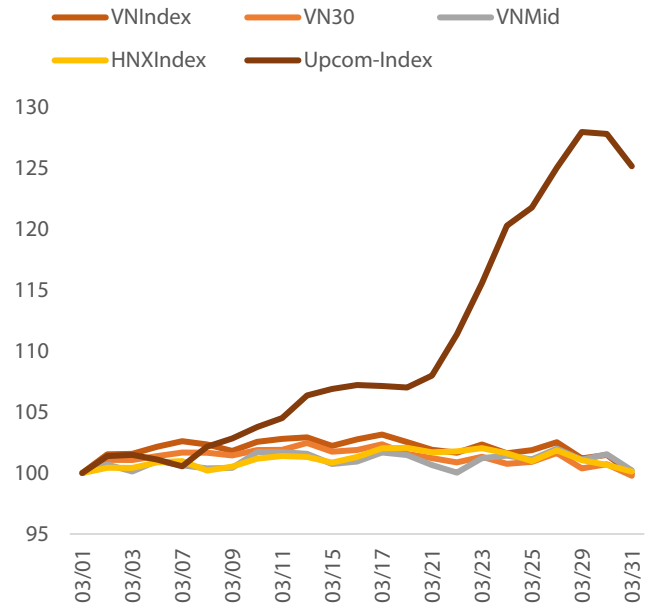
**Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn có cơ hội đạt mức sinh lời rất cao tại một số nhóm ngành và cổ phiếu,** tiêu biểu như: ngành tài nguyên (+12,2%), Xây dựng và VLXD (19,9%), Tiện ích công cộng (+9,2%) và cổ phiếu Upcom (+25,7%). Trong giai đoạn động lực tăng bị giảm, thị trường đã tìm đến dòng cổ phiếu thị giá thấp (penny) và thậm chí là cổ phiếu Upcom. Điều này giúp nhiều nhà đầu tư kiếm được lợi nhuận rất lớn nếu tham gia vào giai đoạn đầu sóng cổ phiếu penny này, tiêu biểu như dòng cổ phiếu khoáng sản, nhiều cổ phiếu thị giá thấp (ATA, HDO,...) và một số mã trên sàn Upcom (MSR, GEX, SDI, XPH).

**Hình 16: Diễn biến một số nhóm ngành**



Nguồn: RongViet Research

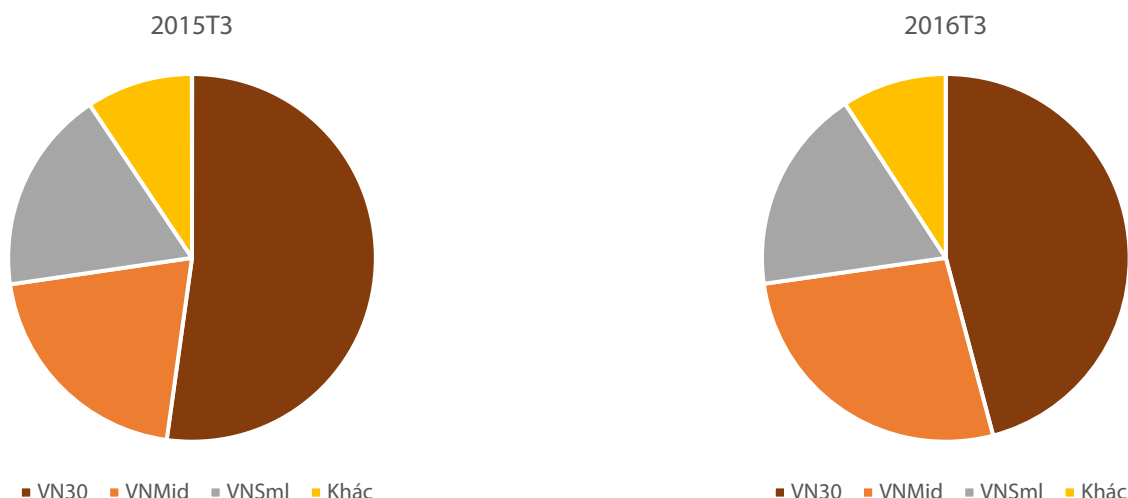
**Hình 17: Diễn biến các chỉ số thị trường chính**



Nguồn: RongViet Research

**Dòng tiền vào thị trường khá ổn định và cải thiện đáng kể.** Thị trường tháng 3 chứng kiến thanh khoản và cả dòng tiền cải thiện đáng kể. Trung bình KLGDKL và GTGDKL trên VNIndex đạt lần lượt 133,4 triệu cổ phiếu và 2.040 tỷ đồng, ghi nhận mức tăng trưởng khoảng 44% và 31% so với cùng kỳ. Đồng thời, dòng tiền này chủ yếu đầu tư vào nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ, với tăng trưởng GTGDKL trên cổ phiếu thuộc nhóm VNMid và VNSmall lần lượt là 72% và 32% so với cùng kỳ. Mặt khác, dòng tiền vào thị trường Upcom cũng tăng mạnh, với GTGDKL trung bình phiên gần 83 tỷ đồng, tăng 77% so với cùng kỳ. Tuy nhiên sự phân hóa dòng tiền trên sàn này vẫn không cải thiện, với hơn 70% giá trị giao dịch chỉ tập trung tại 5-6 mã cổ phiếu niêm yết trên sàn này, tiêu biểu như: GEX, MSR, SWC, SDI, VEF, VGG.

**Hình 18: Tỷ trọng GTGD giữa các nhóm cổ phiếu trên sàn HSX**



Nguồn: RongViet Research

Nguồn: RongViet Research

**KQKD năm 2015: tốc độ tăng trưởng toàn thị trường giảm nhẹ so với các năm trước nhưng một số nhóm ngành ghi nhận mức tăng trưởng vượt bậc.** Tổng doanh thu và LNST của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX và HNX (không tính nhóm ngân hàng và dịch vụ tài chính (bảo hiểm, chứng khoán)) tăng trưởng lần lượt 7% và 10% trong năm 2015. Đây là mức tăng trưởng khá thấp so với mức 15% và 13% trong năm 2014. Tuy nhiên, một số nhóm ngành ghi nhận mức tăng trưởng LNST vượt bậc so với trung bình toàn thị trường như:

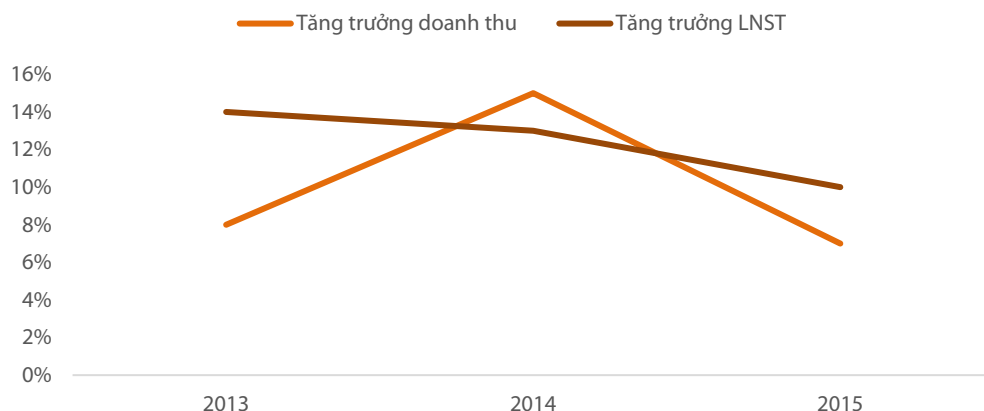
**Bảng 3: Một số ngành tăng trưởng LNST tích cực trong năm 2015**

Ngành	Tăng trưởng LNST	Diễn giải
Du lịch giải trí	+128%	Nhờ tăng trưởng của các doanh nghiệp lớn như: SKG, RIC, VNS
Bán lẻ	+ 95%	Đóng góp chính từ nhóm bán lẻ ô tô như: SVC, HHS và doanh nghiệp lớn khác (COM)
Thực phẩm – đồ uống	+48%	Một số doanh nghiệp tăng trưởng LN nhờ hưởng lợi giá bán hàng hóa hoặc giá nguyên liệu giảm, tiêu biểu nhất là VNM Đồng thời, chỉ số tăng trưởng ngành này cũng được đóng góp lớn từ lợi nhuận đột biến từ việc bán mảng bánh kẹo của KDC
Xây dựng và VLXD	+47%	Tương tự nhóm thực phẩm- đồ uống, một số DN trong ngành VLXD hưởng lợi từ giá hàng hóa như: BMP và một số doanh nghiệp tăng trưởng do cầu thị trường đối với sản phẩm của DN tăng cao, như: HT1, BCC, VCS, BMP Tương tự, một số DN xây dựng tăng trưởng ấn tượng do nhu cầu ngành tăng cao, tiêu biểu như: CII, CTD
Vật dụng cá nhân và gia đình	+26,7%	Một số doanh nghiệp hưởng lợi từ giá hàng hóa như: LIX, DGC Cùng một số doanh nghiệp tăng trưởng do nhu cầu thị trường gia tăng trong năm như: PTB, TLG
Công nghệ	+20%	Tăng trưởng do nhu cầu thị trường gia tăng, tiêu biểu như: FPT, ELC, ITD, CMG ....

Nguồn: Rongviet Research



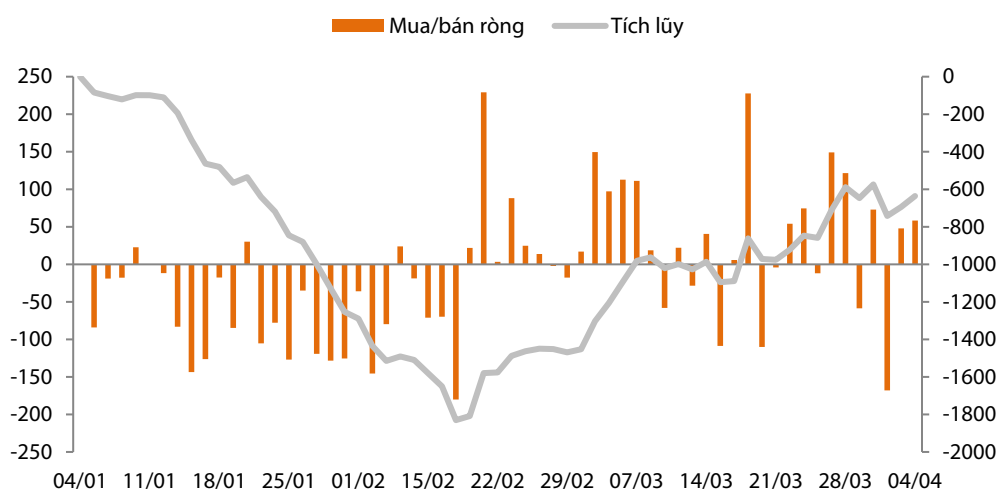
**Hình 19: Tăng trưởng doanh thu và LNST của các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2012-2015**



Nguồn: FiinPro, Rongviet Research

### Diễn biến dòng vốn ngoại: Khác thường trong Q1 không đáng lo ngại

**Hình 20: Diễn biến giao dịch khối ngoại trên 2 sàn trong Q1/2016**



Nguồn: RongViet Research

Song hành với các nhà đầu tư trong nước, dòng vốn ngoại trong quý đầu năm cũng có những điểm nhấn riêng. Trái với diễn biến mua ròng vào quý 1 trong vòng 3 năm trở lại đây, năm nay khối ngoại lại chuyển sang bán ròng tổng giá trị hơn 742,2 tỷ đồng. Đà bán ròng của khối ngoại bắt đầu từ tháng 8/2015 và kéo dài đến hết tháng 2/2016. Giá trị bán ròng của khối ngoại tính riêng trong năm 2016 theo đó giảm dần qua các tháng, cụ thể tháng Một khối này bán ròng cao gần như kỷ lục 1.128 tỷ đồng, tháng Hai giá trị này sụt giảm mạnh còn khoảng 216 tỷ đồng và trạng thái bán ròng hoàn toàn chuyển sang mua ròng trong tháng Ba với giá trị 727 tỷ đồng. Trên sàn HSX, MBB được mua ròng mạnh nhất với giá trị hơn 812 tỷ đồng nhờ thông tin hở room của cổ phiếu này. Ở chiều ngược lại, VIC bị bán ròng rất mạnh gần 1.903 tỷ đồng. Đối với HNX, SCR là mã được mua ròng mạnh nhất 82 tỷ đồng còn DBC bị bán ròng nhiều nhất 50 tỷ đồng. Nếu bóc tách hoạt động bán ròng của khối ngoại thì sự khởi đầu khác thường này không thật sự quá lo ngại bởi nước ngoài chỉ bán mạnh nhắm vào một số cổ phiếu và nhóm ngành nhất định như VIC thuộc ngành bất động sản, HHS và DRC thuộc ngành ô tô,

phụ tùng ô tô. Đó là chưa kể đến lực bán mạnh ở VIC chủ yếu là bán ra phần cổ phiếu từ việc chuyển đổi trái phiếu của VIC.

**Bảng 4: Giao dịch khối ngoại trên 2 sàn phân theo ngành (ICB cấp 2) trong Q1/2016**

Phân ngành	Khối lượng mua/bán ròng (đvt: triệu cổ phiếu)	Giá trị mua/bán ròng (đvt: tỷ đồng)
Dầu khí	(6,22)	(130,71)
Hóa chất	0,89	17,89
Tài nguyên Cơ bản	(11,37)	(420,31)
Xây dựng và Vật liệu	8,08	140,16
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	(7,30)	(8,71)
Ô tô và phụ tùng	(22,15)	(537,80)
Thực phẩm và đồ uống	29,09	508,78
Hàng cá nhân & Gia dụng	(0,49)	(41,67)
Y tế	2,16	(8,57)
Bán lẻ	1,31	19,01
Truyền thông	0,13	2,06
Du lịch và Giải trí	2,64	3,27
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	0,73	136,14
Ngân hàng	56,24	748,30
Bảo hiểm	0,32	(1,19)
Bất động sản	(4,61)	(1.433,66)
Dịch vụ tài chính	21,28	242,00
Công nghệ Thông tin	1,11	20,86

Nguồn: RongViet Research

Về hoạt động hai quỹ ETF, hoạt động cơ cấu danh mục trong quý đầu năm không có bất ngờ. Tuy nhiên xu hướng rút vốn đã diễn ra tại hai quỹ này. Chẳng hạn VNM ETF đã bị rút vốn khoảng 28,0 triệu USD trong khi FTSE ETF đã bị rút khoảng 13,7 triệu USD. Đây là quý 1 đầu tiên trong 6 năm kể từ 2011 dòng vốn bị rút ra khỏi hai quỹ ETF này. Với xu hướng tăng lãi suất của FED đã được định hình từ trước, áp lực rút vốn đối với hai quỹ ETF có thể sẽ vẫn còn tiếp diễn trong năm 2016 này.

Thông thường dòng vốn nước ngoài sẽ hoạt động mạnh trong thời gian quý 1 trong khi khoảng thời gian giao thoa giữa tháng Tư và tháng Năm thường là lúc các giao dịch bán chiếm ưu thế bởi thị trường có xu hướng điều chỉnh trong khoảng thời gian này (hiệu ứng Halloween đã được RongViet Research trình bày vào ngày 31/10/2015). Tuy vậy, với xu hướng mua/bán ròng của khối ngoại đã dần ổn định cùng với câu chuyện nới room sẽ là chủ đề nóng trong mùa đại hội cổ đông, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn sắp tới dòng vốn ngoại sẽ sớm quay trở lại thị trường chứng khoán Việt Nam.

## TRIỂN VỌNG TTCK THÁNG TƯ: Mua chọn lọc khi thị trường giảm

TTCK đã đi trọn một chu kỳ tăng-giảm để rồi quay trở xuất phát điểm trong tháng Ba; trong đó, VNIndex giảm 2% và HNIIndex giảm 3% so với đầu tháng. Giao dịch trên thị trường sôi động hơn hẳn so với hai tháng trước đó với việc khối ngoại trở lại mua ròng hơn 727 tỷ đồng trên cả 2 sàn. Ở HSX và HNX, sự bùng nổ trở lại của nhóm cổ phiếu dầu khí, điện, nổi bật là GAS, PPC, NT2, BTP và VCB là tâm điểm chính của thị trường. Tuy nhiên, “gia vị lạ” của tháng vừa rồi lại không đến từ sàn niêm yết chính thức mà từ những mã cổ phiếu Upcom như MSR, TOP, VGC, VEF.... Từ giữa tháng Ba, nhóm cổ phiếu này thu hút dòng tiền đầu cơ lớn và đồng loạt tăng giá mạnh mẽ. Dù vậy, với biên độ giao dịch lớn, áp lực cũng chốt lời tăng lên nhanh chóng và khiến nhóm cổ phiếu này lao dốc. Nhìn chung, do thị trường diễn biến quá nhanh và giữa các nhóm cổ phiếu sự phân hóa mạnh, tình trạng chung của nhiều nhà đầu tư là có lãi nhưng tỷ suất lợi nhuận chỉ dừng lại ở mức vừa phải.

Chúng tôi nhận thấy diễn biến của TTCK tháng vừa rồi phản ánh khá sát các góc cạnh của kinh tế vĩ mô 3 tháng đầu năm. Trong khi vấn đề tỷ giá đã tạm lắng xuống thì biến động của giá dầu thế giới khiến cho thu từ dầu thô thấp hơn đáng kể so với dự toán đồng thời giá trị thu ngân sách từ khu vực DNNN cũng bị ảnh hưởng bởi việc giảm thu từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Mặt khác, giá trị khai thác dầu thô giảm cộng với tác động của El Nino lên giá trị sản xuất nông nghiệp là những nguyên nhân chính khiến GDP quý 1 chỉ tăng trưởng 5,45%. Dù vậy, ở chiều hướng tích cực, ba khu vực là (1) sản xuất điện, (2) xây dựng và (3) VLXD đều có ghi nhận mức tăng vượt bậc về giá trị sản xuất.

Nếu báo cáo tình hình kinh tế - xã hội hé lộ nhiều về xu hướng KQKD trong quý 1 thì các kế hoạch kinh doanh được đưa ra trong kỳ họp ĐHĐCĐ tới đây thể hiện phần nào sự lạc quan của các doanh nghiệp về triển vọng kinh doanh cả năm 2016. Thống kê trong danh sách quan tâm của RongViet Research cho thấy doanh nghiệp trong các ngành xây dựng, VLXD, công nghệ và dệt may có mức độ lạc quan cao về KQKD năm 2016. Ngược lại, doanh nghiệp ngành dầu khí, cao su tự nhiên và ô tô hầu hết đều đặt kế hoạch doanh thu lợi nhuận thấp hơn mức thực hiện 2015. Đáng chú ý, trong khi giá cổ phiếu tăng mạnh, các doanh nghiệp ngành điện, cả nhiệt điện và thủy điện tỏ ra khá dè dặt về khả năng tăng trưởng KQKD 2016.

Bên cạnh hai yếu tố nói trên, chúng tôi tin rằng những hé lộ về vấn đề “nới room” cũng là thông tin được chờ đợi nhiều trong mùa ĐHĐCĐ. Đến thời điểm này, không ít công ty vẫn chưa tổ chức họp ĐHĐCĐ. Theo dõi một số doanh nghiệp đã tổ chức họp ĐHCĐ như REE, FPT, PNJ và VSC, có thể nhận thấy những bước tiến trong thủ tục pháp lý để nới room đến nay là rất hạn chế và không phải doanh nghiệp nào cũng mặn mà với việc tăng tỷ lệ sở hữu cho NĐTNN. Dù vậy, chúng tôi đánh giá những công ty nằm trong danh sách thoái vốn của SCIC như BMP, DHG và đặc biệt là VNM mới là nhân vật chính trong mùa ĐHCĐ năm nay và trong ngắn hạn, thông tin nới room từ các doanh nghiệp này vẫn có thể tác động tích cực đến diễn biến chung của thị trường.

Vùng điểm dự báo trong tháng này là 540 – 574 với VNIndex và 75-81 với HNIIndex.

Trong hai tuần đầu tháng Tư, khi mà rủi ro điều chỉnh đang ở mức cao, chúng tôi cho rằng việc giảm tỷ trọng cổ phiếu là sự “thích nghi” cần thiết. Đồng thời, biến động phức tạp và sự hồi phục thiếu bền vững của giá dầu và nguyên liệu khiến cho việc tham gia vào nhóm cổ phiếu dầu khí, khoáng sản sẽ phù hợp hơn với nhà đầu tư có khả năng chịu đựng rủi ro cao. Tương tự, việc theo đuổi các cổ phiếu nóng trên sàn Upcom với biên độ giao dịch lớn nhưng biến động bất ngờ và không ổn định về thanh khoản là khá rủi ro và do đó nên được hạn chế, ít nhất cho đến khi thị trường ổn định trở lại. Mặt khác, cơ hội mua mới sẽ mở ra cho những người đang nắm giữ tiền mặt và nhà đầu tư dài hạn trong khoảng giữa tháng Tư khi đợt điều

chính lớn đi vào giai đoạn cuối.

Thời điểm này nhà đầu tư nên tập trung vào những nhóm ngành có KQKD quý 1 dự báo tích cực như xây dựng, VLXD, công nghệ, bất động sản, ô tô – phụ tùng, bảo hiểm, v.v. Bên cạnh đó, việc thận trọng hơn với các cổ phiếu dầu khí và điện, những nhóm ngành đã tăng mạnh trong thời gian gần đây, là điều cần thiết. Sản lượng khai thác dầu thô giảm dự báo một năm khó khăn với doanh nghiệp dầu khí ngay cả khi giá dầu có sự hồi phục tương đối. Trong khi đó, thời tiết khô hạn chỉ có thể giúp các công ty nhiệt điện có lợi về giá và sản lượng trong ngắn hạn vì cơ chế điều tiết bằng hợp đồng mua bán điện của EVN sẽ khiến các nhà máy khó lòng đạt được mức lợi nhuận cao đột biến.

**Bảng 5: Thông tin cơ bản của các nhóm ngành**

Ngành	P/E cơ bản (x)	P/B (x)	ROE (%)	ROA (%)	VHTT (tỷ đồng)	+/- Giá 1 tháng (%)	+/- Giá YTD (%)	GTGD ròng của NĐTNN 3 tháng (tỷ đồng)
Ngân hàng	13,63	1,59	11,40	0,83	304.880	-5,40	-9,61	748
Thực phẩm và đồ uống	15,23	5,58	27,70	20,13	268.304	1,73	-1,25	509
Bất động sản	22,33	2,58	8,27	2,80	166.266	-0,69	-1,56	(1.434)
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	9,13	1,75	26,36	18,11	119.215	-3,30	13,88	136
Xây dựng và Vật liệu	10,83	1,74	17,72	7,92	86.024	3,57	6,73	140
Tài nguyên Cơ bản	14,97	2,19	9,92	4,65	78.186	19,67	7,23	(420)
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	12,10	1,88	19,74	11,88	74.618	-0,80	0,13	(9)
Bảo hiểm	19,23	2,12	9,49	2,71	49.435	-7,70	-4,43	(1)
Hóa chất	8,27	1,33	17,48	9,27	44.884	-3,06	-0,65	18
Dịch vụ tài chính	10,81	1,15	12,62	5,79	28.238	-4,65	-3,63	242
Công nghệ Thông tin	10,14	1,88	16,61	6,88	24.473	-3,13	0,02	21
Hàng cá nhân & Gia dụng	11,23	2,24	22,11	10,43	24.155	4,54	11,93	(42)
Y tế	19,42	2,37	19,43	13,74	18.578	2,64	25,55	(9)
Dầu khí	4,65	0,65	17,03	7,58	16.054	-7,64	-12,43	(131)
Bán lẻ	10,45	3,52	42,31	19,08	15.333	-4,12	-5,27	19
Du lịch và Giải trí	28,98	2,89	22,71	19,91	12.765	0,27	-5,83	3
Ô tô và phụ tùng	7,22	1,97	33,81	15,23	12.479	-1,37	-9,96	(538)
Truyền thông	73,58	3,53	5,36	3,82	12.055	55,69	180,12	2

Nguồn: RongViet Research

## Bảng khảo sát xu hướng KQKD Quý 1/2016

Ngành	Xu hướng KHKD 2016 vs 2015	Xu hướng KQKD Q1/2016 vs Q1/2015	Đánh giá
Xây dựng	++	++	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hoạt động xây dựng trong quý 1 khá sôi động nhờ việc tiếp tục thi công các dự án BĐS bắt đầu từ năm trước. Giá trị SXXD quý I (giá so sánh 2010) ước đạt 164 nghìn tỷ đồng, tăng 10,1% so với cùng kỳ năm 2015 và là mức cao nhất từ năm 2010.</li> <li>- Các doanh nghiệp xây dựng lớn như CTD và CII đều có kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2016 tăng trưởng mạnh: CTD đặt kế hoạch DT và LNST tăng tối thiểu 20% so với 2015 trong khi CII đặt mục tiêu tăng trưởng 83% về LNST.</li> <li>- Bên cạnh kế hoạch kinh doanh lạc quan, nhiều doanh nghiệp cũng xây dựng kế hoạch phát hành tăng vốn trong năm 2016 (CII, FCN, HUT, CTD).</li> </ul>
Kho vận & Cảng biển (gồm vận tải dầu khí)	+	-/?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Triển vọng tăng trưởng của nhóm vận tải bộ sẽ thấp hơn so với năm 2015 do cung đội xe tăng nhanh hơn cầu trong khi chi phí hoạt động (lái xe, phí cầu đường) có xu hướng tăng. Mặc dù giá nhiên liệu đang ở mức thấp nhưng các DN có thể phải giảm cước vận tải để tránh tình trạng xe nằm chờ.</li> <li>- KQKD 2016 của nhóm cảng biển ở Hải Phòng có thể sẽ tăng trưởng nhẹ với nguồn hàng hóa dự báo sẽ tiếp tục tăng hơn 16% so với năm trước. Tuy nhiên, KQKD quý 1/2016 của nhóm này sẽ thấp hơn so với cùng kỳ do tỉ lệ hàng đông lạnh trong tổng sản lượng giảm và lượng hàng hóa XNK qua cảng bị ảnh hưởng gián tiếp bởi sự giảm tốc của kinh tế Trung Quốc.</li> <li>- Triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp vận tải dầu khí tiếp tục phụ thuộc vào giá dầu và khả năng triển khai các dự án dầu khí. Khả năng NMLD Dung Quất ngừng sản xuất là thấp, do đó hoạt động vận tải dầu thô và thành phẩm của các doanh nghiệp này sẽ vẫn ổn định. Tuy nhiên, giá cước FSO/FPSO có thể bị điều chỉnh giảm. Riêng với PVT KQKD Q1/2016 dự báo sẽ cao hơn với cùng kỳ do việc sáp nhập cty liên kết cung cấp dịch vụ O&amp;M.</li> </ul>
VLXD (trừ thép)	++	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- KQKD các doanh nghiệp VLXD dự báo tiếp tục có sự tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ sự sôi động của hoạt động xây dựng và thị trường BĐS</li> <li>- Đa số doanh nghiệp đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cao hơn kế hoạch năm 2015.</li> <li>- Các doanh nghiệp ngành nhựa vẫn được hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào ở mức thấp.</li> </ul>
CNTT	++	++	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Các doanh nghiệp CNTT kỳ vọng doanh thu và LNST tăng trưởng mạnh trong năm 2016 nhờ khối lượng công việc đã ký kết trong năm trước còn khá lớn.</li> <li>- Việc triển khai tiếp nhiều các dự án giao thông trọng điểm trong quý 1 hỗ trợ khả năng ký mới các hợp đồng cung cấp thiết bị và tích hợp hệ thống.</li> <li>- Quá trình đầu tư mới hạ tầng của Mobiphone cũng góp phần vào khối lượng công việc của các doanh nghiệp công nghệ</li> <li>- Hai doanh nghiệp ITD và CMG có năm tài chính kết thúc vào tháng 3, nên trong quý 1/2016 này hai doanh nghiệp này sẽ có mức tăng trưởng tích cực. ELC cũng được kỳ vọng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng cao trong quý 1 do lượng công việc lớn đã triển khai từ giữa cuối năm 2015.</li> </ul>



			<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh số tiêu thụ BĐS ở 2 thành phố lớn có dấu hiệu chững lại trong quý 1; số dự án bàn giao trong quý 1 cũng không đáng kể.</li> <li>- Tổng cục Thống kê cho biết đóng góp của hoạt động kinh doanh bất động sản trong GDP quý I/2016 tăng 3,43% so với cùng kỳ và là mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2012.</li> <li>- Trong khi đó, thông tin về siết chặt tín dụng cho nhà ở hình thành trong tương lai và ngừng cho vay gói 30.000 tỷ đồng có tác động tiêu cực đến tiêu thụ ở phân khúc trung bình.</li> <li>- Do phần nhiều các doanh nghiệp BĐS đã ghi nhận DT và LNST tăng trưởng mạnh trong năm 2015 (BCI, KDH, LHG) nên mục tiêu tăng trưởng KQKD năm 2016 hầu hết chỉ ở mức khá.</li> </ul>
Bất động sản	+	-/?	
Bảo hiểm phi nhân thọ	+	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Theo khảo sát sơ bộ từ một vài doanh nghiệp đầu ngành, phí bảo hiểm Q1/2016 ước tính tăng trưởng khoảng 22% so với cùng kỳ trong khi tỷ lệ bồi thường của các doanh nghiệp hầu hết có mức giảm nhẹ hoặc tương đương so cùng kỳ.</li> <li>- Một số chính sách mới như bảo hiểm bắt buộc hoạt động đầu tư xây dựng từng tháng 2/2016 và điều chỉnh tăng giá 1887 dịch vụ y tế từ tháng 3/2016 sẽ có tác động tốt đến tăng trưởng doanh thu phí của các công ty bảo hiểm nhưng chỉ thể hiện rõ nét từ quý 2;</li> </ul>
Ô tô & Phụ tùng	-/?	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản lượng tiêu thụ lốp xe và ắc quy duy trì mức tăng tích cực trong quý 1 do nhu cầu thay thế đến từ việc tăng mạnh số đầu xe mới trong giai đoạn 2014-2015.</li> <li>- Giá cao su tự nhiên có dấu hiệu hồi phục trong quý 1 nhưng không đáng kể, giúp duy trì biên LNG của các công ty sản xuất lốp.</li> <li>- Giá chì, kẽm chỉ mới tăng mạnh từ tháng 3 nên KQKD quý 1 của PAC sẽ ít bị ảnh hưởng.</li> </ul>
Bán lẻ chuyên dụng	-/?	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Theo thống kê từ hiệp hội ô tô (VAMA), sản lượng tiêu thụ xe du lịch toàn thị trường giảm 10%; trong khi đó, sản lượng tiêu thụ dòng xe tải có sự sụt giảm đến 25%.</li> <li>- Hoạt động kinh doanh ô tô của các doanh nghiệp trong ngành Q1 không tăng trưởng tích cực đột biến như cùng kì khi thị trường ô tô đang cho thấy những dấu hiệu chững lại sau thời gian tăng trưởng tích cực giai đoạn 2014-2015.</li> </ul>
Điện			<ul style="list-style-type: none"> <li>- Do tác động của El Nino, các nhà máy nhiệt điện có thể sẽ được huy động phát điện với công suất lớn. Mặc dù vậy, trong năm 2015, các nhà máy nhiệt điện có cổ phiếu niêm yết đã phát điện ở mức công suất cao. Do đó, khó có thể kỳ vọng sản lượng điện của các nhà máy này sẽ tăng trưởng trong năm 2016.</li> <li>- Do thiếu nước, hầu hết các nhà máy thủy điện đặt kế hoạch sản lượng và doanh thu thấp hơn đáng kể so với mức thực hiện của các năm trước; sản lượng sản xuất huy động và kinh doanh trong quý 1 thực tế cũng chỉ ở mức thấp so với trung bình nhiều năm.</li> <li>- Mặc dù vậy, biên lợi nhuận từ HĐKD chính của các nhà máy điện kỳ vọng sẽ cải thiện so với năm 2015 nhờ giá bán điện tăng.</li> </ul>
Du lịch & Giải trí	-/?	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ngành du lịch nhận được các tín hiệu tích cực khi các điểm đến truyền thống tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng cao.</li> <li>- Do ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ, Q1 rơi vào giai đoạn cao điểm du lịch trong cả nước. Cộng hưởng với yếu tố tăng trưởng số lượt khách ở mức cao và các hãng hàng không mở rộng nhiều đường bay mới, KQKD của các DN trong ngành sẽ rất tích cực.</li> </ul>
Thực phẩm & Đồ uống	+	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kinh tế phục hồi khiến sức mua tiêu dùng gia tăng.</li> </ul>



- Doanh nghiệp hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu đầu vào thấp hơn so với cùng kỳ.

Ngân hàng	+	+	<p>- Vấn đề nợ xấu cơ bản đã được xử lý về mặt kỹ thuật, bằng cân đối tài sản lành mạnh tạo điều kiện thuận lợi cho các ngân hàng tập trung đẩy mạnh hoạt động kinh doanh.</p> <p>- Tăng trưởng tín dụng năm 2016 được NHNN đặt kế hoạch ở mức 18%. Với cơ cấu thu nhập trong đó trung bình hơn 70% phụ thuộc vào thu nhập lãi thì tín dụng tăng trưởng nhanh là cơ hội để các ngân hàng cải thiện thu nhập.</p> <p>- Với khoảng 50% nợ xấu bán cho VAMC trong giai đoạn 2013 - 2015 được thực hiện trong năm 2015 thì chi phí trích lập dự phòng cho khoản trái phiếu này dự kiến sẽ đạt mức cao nhất trong năm 2016 và 2017.</p> <p>- Tỷ lệ NIM có thể không cải thiện so với 2015 nếu dự thảo Thông tư sửa đổi Thông tư 36, trong đó điều chỉnh giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn về mức 40% (giảm 20 điểm phần trăm) được thông qua.</p>
Vật dụng cá nhân & gia đình			<p>- Xu hướng dịch chuyển đơn hàng, đặc biệt từ Trung Quốc sẽ tiếp tục hỗ trợ đơn hàng của các doanh nghiệp ngành may. Xuất khẩu hàng dệt may đến nửa đầu tháng 3/2016 đã tăng trưởng 6,3% so với cùng kỳ năm trước.</p> <p>- Với các doanh nghiệp sợi, giá nguyên liệu đầu vào hiện đã ở mức tương đối ổn định và có xu hướng hồi phục nhẹ nên áp lực hạ giá bán có thể giảm đáng kể</p>
Phân bón	-/?	-/?	<p>- Do chịu ảnh hưởng của hiện tượng El Nino, ngành nông nghiệp suy giảm 2,7% trong Q1/2016. Nhu cầu sử dụng phân bón trong năm 2016 dự báo sẽ yếu đi khi nguồn cung trong nước dồi dào và nhập khẩu ure tăng mạnh.</p> <p>- Đa số các DN thận trọng trong KHKD năm 2016, triển vọng bán hàng trong năm 2016 không được lạc quan do tác động của hiện tượng El Nino.</p> <p>- Các doanh nghiệp sản xuất đạm từ khí tiếp tục hưởng lợi từ giá dầu ở mức thấp. Bình quân giá khí trong Q1/2016 đạt 2,84 USD/MMBTU, giảm 38,7% so với cùng kỳ. Tuy giá đầu ra tiếp tục giảm trong Q1/2016, biên lợi nhuận gộp của các DN kinh doanh đạm sẽ cải thiện so với Q1/2015.</p>
Dược phẩm	+	+	<p>- Những thay đổi về Luật dược và thông tư đấu thầu thuốc vào các bệnh viện là điểm nhấn đáng chú ý của ngành trong năm nay.</p> <p>- Hầu hết các DN đều đặt KHKD lạc quan trong năm 2016, mức tăng trưởng DT và LNST kế hoạch cao hơn 10-15% so với thực hiện năm 2016.</p> <p>- KQKD Q1/2016 của các DN trong ngành tích cực hơn so với cùng kỳ do (1) nhiều thay đổi trong chính sách bán hàng bắt đầu phát huy tác dụng và (2) các nhà máy mới đi vào hoạt động giúp DN gia tăng doanh số.</p>
Kim loại công nghiệp (thép)	-/?	++	<p>- Đà giảm của giá nguyên vật liệu- thành phẩm chững lại do tin tốt từ thị trường BĐS/xây dựng của Trung Quốc. Tuy nhiên vấn đề dư cung được dự báo sẽ kéo dài, giá thép sẽ khó tăng mạnh trong thời gian ngắn.</p> <p>- Thuế nhập khẩu phôi thép xây dựng có lợi cho các DN sản xuất phôi. Hoạt động xuất khẩu của các DN tôn mạ tiếp tục tăng trưởng. Nhu cầu nội địa tiếp tục là động lực tăng trưởng doanh số và LNST.</p> <p>- KQKD tiếp tục phân hoá theo năng lực sản xuất: DN sản xuất quy mô lớn tiếp tục tăng trưởng nhờ lợi thế giá, trong khi phía DN hạ nguồn/gia công/quy mô nhỏ quản lý hàng tồn kho kém tiếp tục báo lỗ.</p> <p>- Các doanh nghiệp thép tỏ ra kém lạc quan về KQKD 2016, 2/3 DN trong danh sách theo dõi của RongViet Research đặt kế hoạch</p>





LNST tương đương hoặc giảm so với thực hiện 2015.

Cao su tự nhiên	-	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tồn kho cao su thế giới giảm nhưng chưa mạnh nên giá cao su khó phục hồi nhanh trong năm 2016.</li> <li>- Giá cao su trung bình năm dự kiến sẽ thấp hơn 18% so với cùng kỳ.</li> <li>- Giá thanh lý vườn cây cũng giảm ~ 20% so với cùng kỳ</li> </ul>
Dầu khí	-	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá dầu chạm đáy vào Q1/2016 sẽ phản ánh lên HĐKD của doanh nghiệp dầu khí cả năm 2016.</li> <li>- Doanh nghiệp khí tiếp tục đứng trước tình trạng giá bán thấp, ảnh hưởng đến lợi nhuận.</li> <li>- Doanh nghiệp xây lắp sẽ có ít công việc hơn khi tiến độ các dự án năng lượng có khả năng chậm lại. Nguyên nhân đến từ việc điều chỉnh trong quy hoạch điện và thị trường khí trong thời gian tới.</li> <li>- Doanh nghiệp dịch vụ dầu khí tiếp tục đối mặt với nhu cầu thấp (thuê tàu, khoan, bọc ống,...)</li> </ul>

Nguồn: RongViet Research



Một cách xuyên suốt, TTCK tháng Tư vẫn có thể duy trì được trạng thái tích cực, hỗ trợ bởi (1) sự tham gia đều đặn của khối ngoại, (2) động thái chuẩn bị cho việc nới room của những doanh nghiệp lớn và (3) sự duy trì của thanh khoản trên hai sàn giao dịch. Tuy nhiên, trong thời gian chờ đợi thông tin hỗ trợ, khả năng thị trường điều chỉnh hay ít nhất là đi ngang trong hai tuần đầu tháng là tương đối cao. Với nhận định thị trường sẽ có sự hồi phục từ giữa tháng Tư, chúng tôi cho rằng đây sẽ là thời điểm phù hợp để nhà đầu tư gia tăng tích lũy những cổ phiếu có triển vọng kinh doanh năm 2016 và KQKD quý 1 dự báo khả quan.

Ngành xây dựng và VLXD vẫn được đánh giá là những ngành có nhiều tiềm năng tăng trưởng. Báo cáo của Bộ Xây dựng cho thấy giá trị sản xuất ngành xây dựng 3 tháng đầu năm đạt mức tăng trưởng 10%, mức cao nhất kể từ năm 2010. Các loại VLXD sắt, thép, xi măng, gạch ốp lát cũng ghi nhận mức tăng tốt từ đầu năm về sản lượng tiêu thụ, sản lượng sản xuất và giá cả. Với số lượng dự án giao thông, công nghiệp và BĐS đang tăng nhanh, chúng tôi khá lạc quan triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng và VLXD không chỉ trong quý 1 mà trong cả năm 2016.

Các doanh nghiệp CNTT cũng tỏ ra khá lạc quan về triển vọng tăng trưởng năm 2016 nhờ khối lượng công việc đã ký kết trong năm trước còn khá lớn. Việc triển khai tiếp nhiều các dự án giao thông trọng điểm trong năm nay cộng với quá trình đầu tư mới hạ tầng của Mobiphone sẽ hỗ trợ tích cực khả năng ký mới các hợp đồng cung cấp thiết bị và tích hợp hệ thống. Trong khi các công ty CNTT có năm tài chính kết thúc vào tháng Ba có thể ghi mức tăng doanh thu và LNST tích cực trong quý 1 thì một số doanh nghiệp khác vẫn còn lượng công việc lớn đã triển khai từ giữa cuối năm 2015 nhưng chưa ghi nhận doanh thu.

Sự sụt giảm về sản lượng từ các nhà máy thủy điện do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino 2015-2016 sẽ hỗ trợ về cả giá bán và sản lượng huy động với các nhà máy nhiệt điện. Mặt khác, Giá than đá và khí đốt đầu cho các nhà máy nhiệt điện hiện đang ở mức thấp và có thể tiếp tục giảm. Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh rằng đây là những thuận lợi ngắn hạn vì cơ chế điều tiết giá và sản lượng của EVN thông qua các hợp đồng mua bán điện (PPA) sẽ khó cho phép các nhà máy điện ghi nhận lợi nhuận lớn. Nhu cầu tiêu thụ điện năng đang tăng nhanh nhờ vào hoạt động sản xuất công nghiệp hồi phục mạnh mẽ mới chính là động lực tăng trưởng chính của ngành điện trong dài hạn.

- Ngành vận tải: PVT
- Ngành cảng biển: HAH, VSC
- Ngành xây dựng: FCN, CTD
- Ngành công nghệ: FPT, ELC
- Ngành điện: NT2, PPC, REE
- Ngành BĐS: BCI, KDH, NBB, LHG
- Ngành bán lẻ: SVC
- Ngành VLXD: DNP, BMP, HT1, KSB, HPG, HSG
- Ngành dệt may: TCM, STK
- Ngành dầu khí: PGS, PVS, PLC
- Ngành thực phẩm – đồ uống: VNM
- Ngành khác: SKG, DHC, DRC, PTI, PAC, DPM

## DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

Mã	Ngành	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Khuyến nghị	Thời gian đầu tư	Tài chính					Định giá		Giao dịch			
						2015		Nợ /VCSH (x)	2016		P/E Trailing (x)	P/B hiện tại (x)	±/- Giá 1N (%)	KLGD TB 3 tháng (cp)	VHTT (tỷ đồng)	FOL (%)
						±/- DT (%)	±/- LNST (%)		±/- DT (%)	±/- LNST (%)						
SVC	Bán lẻ	41.700	30.000	Mua	Trung hạn	24,7	86,0	0,7	5,1	4,4	7,3	0,9	60,5	123.233	757	16,1
DHC	Bao bì	38.200	35.200	Trung lập	Dài hạn	17,9	85,1	0,2	10,5	15,3	7,5	2,0	106,3	118.632	809	25,8
PTI	Bảo hiểm PNT	28.500	22.600	Tích lũy	Dài hạn	31,3	138,1	0,0	21,6	25,9	9,8	1,0	61,4	51.816	1,817	11,0
NBB	Bất động sản	26.500	17.300	Mua	Dài hạn	(58,2)	9,1	0,9	12,5	38,3	24,0	0,8	(16,8)	126.604	1,041	11,2
BCI	Bất động sản	28.700	23.200	Tích lũy	Dài hạn	92,3	200,6	0,2	12,0	18,4	6,9	1,0	33,2	61.526	2,012	39,3
LHG	Bất động sản	22.000	25.100	Trung lập	Dài hạn	(25,7)	176,5	0,2	7,8	0,4	10,0	1,0	88,6	515.574	699	45,5
ELC	CNTT	32.000	23.400	Mua	Dài hạn	118,8	18,3	0,3	35,0	89,3	12,7	1,3	67,3	409.025	945	30,7
FPT	CNTT	52.000	46.800	Trung lập	Dài hạn	16,3	17,3	0,9	7,5	10,1	9,6	2,2	17,5	843.666	18,601	-
REE	Công nghiệp chung	31.000	24.100	Tích lũy	Dài hạn	0,5	(19,2)	0,1	2,0	16,1	7,5	1,0	(2,8)	558.797	6,444	-
PVS	Dầu khí	18.000	15.400	Tích lũy	Trung hạn	(25,9)	(18,1)	0,2	(15,7)	(25,6)	4,5	0,7	(24,9)	1.935.482	6,879	25,0
PVT	Dịch vụ vận tải	13.500	10.200	Mua	Dài hạn	9,4	7,6	0,8	3,9	17,0	7,0	0,8	(16,4)	1.158.556	2,584	36,0
VSC	Dịch vụ vận tải	72.000	57.000	Tích lũy	Dài hạn	4,1	11,5	0,3	31,5	-7,5	9,6	1,7	42,9	174.341	2,402	-
HAH	Dịch vụ vận tải	56.000	43.000	Mua	Trung hạn	21,9	26,9	0,4	11,0	(4,6)	6,8	1,9	-1,8*	171.192	980	39,8
SKG	Du lịch & Giải trí	111.000	107.000	Trung lập	Dài hạn	36,3	69,5	-	33,0	44,8	14,9	5,1	193,3	44.175	2,644	1,1
DPM	Hóa chất	32.500	28.800	Tích lũy	Trung hạn	2,3	34,1	0,0	(6,9)	11,7	7,4	1,3	15,4	525.405	11,27	23,9
HPG	Kim loại công nghiệp	39.700	29.000	Mua	Dài hạn	7,6	7,8	0,5	27,1	24,3	6,1	1,5	1,2	1.563.326	21,4	11,1

HSG	Kim loại công nghiệp	40.700	34.300	Tích lũy	Trung hạn	16,4***	59,1***	1,4	(3,1)	12,3	6,	1,4	42,7	846.231	4,56	15,8
ACB	Ngân hàng	22.500	18.300	Tích lũy	Dài hạn	2,8**	8,6	-	12,5	38,3	16,0	1,3	15,8	141.648	16,402	19,0
VCB	Ngân hàng	46.700	40.900	Trung lập	Dài hạn	22,5**	15,2	-	11,3	27,7	20,5	2,4	19,4	918.84	108,999	28,1
DRC	Ô tô & phụ tùng	52.000	44.300	Tích lũy	Dài hạn	2,0	17,7	0,6	17,7	21,5	9,8	2,4	(14,7)	395.767	4,057	21,0
PAC	Ô tô & phụ tùng	37.000	34.400	Trung lập	Trung hạn	4,5	21,4	0,8	13,8	21,1	11,6	2,1	69,9	70.839	1,053	23,7
PPC	Sản xuất và kinh doanh điện	20.900	18.100	Tích lũy	Dài hạn	2,4	(46,3)	0,8	(5,2)	44,4	10,3	1,0	(15,1)	543.917	5,79	35,8
NT2	Sản xuất và kinh doanh điện	37.900	31.900	Tích lũy	Trung hạn	(8,0)	4,9	1,2	(10,0)	(10,7)	7,8	1,8	39,7	742.215	8,711	28,8
VNM	Thực phẩm & Đồ uống	130.000	134.000	Trung lập	Dài hạn	14,6	28,0	0,1	13,0	11,0	20,7	7,8	61,6	1.262.340	160,819	-
PTB	Vật dụng cá nhân & Gia đình	93.000	95.500	Trung lập	Dài hạn	24,2	51,5	0,9	17,2	24,3	8,2	3,1	131,6	41.27	1,659	41,5
PLC	Xây dựng & VLXD	40.500	30.600	Mua	Trung hạn	1,6	23,1	2,2	3,6	1,2	7,5	2,1	14,3	117.404	2,472	43,6
BMP	Xây dựng & VLXD	142.000	145.000	Trung lập	Dài hạn	15,6	37,7	0,0	14,3	9,4	12,6	3,2	93,4	117.579	6,549	0,3
CTD	Xây dựng & VLXD	171.000	187.000	Trung lập	Dài hạn	79,1	105,0	-	19,8	17,8	11,8	2,6	166,3	62.588	8,563	5,1
KSB	Xây dựng & VLXD	38.700	42.000	Trung lập	Dài hạn	18,2	29,5	-	6,8	8,1	7,9	1,9	99,2	551.489	990	30,9

Nguồn: RongViet Research

\*Thay đổi giá cổ phiếu từ khi niêm yết

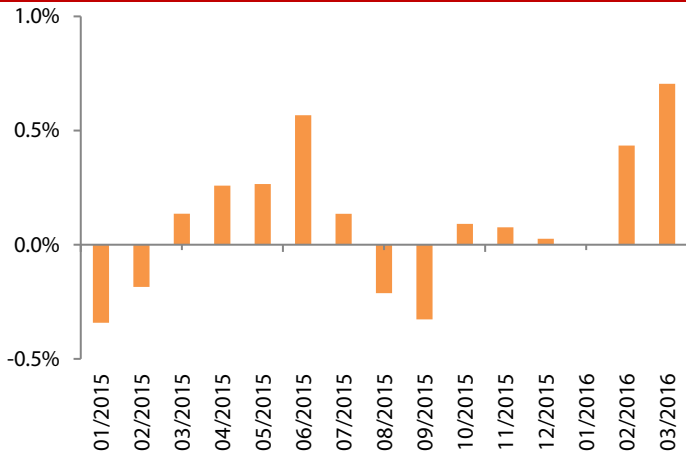
\*\* Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động

\*\*\* Năm tài chính kết thúc tháng 9



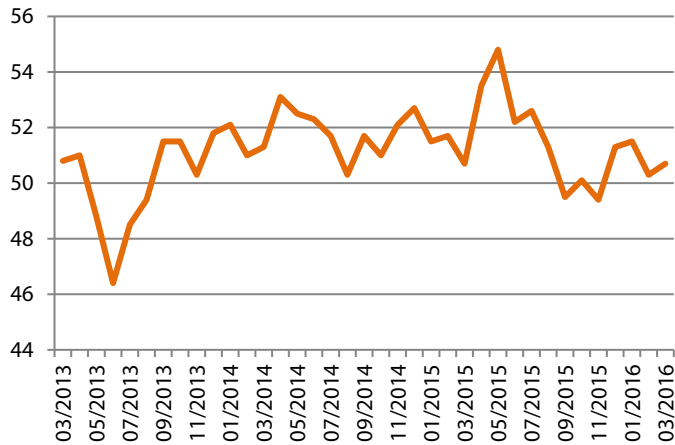
# CHỈ SỐ VĨ MÔ THÁNG 03

## Lạm phát tăng mạnh trong tháng 3/2016



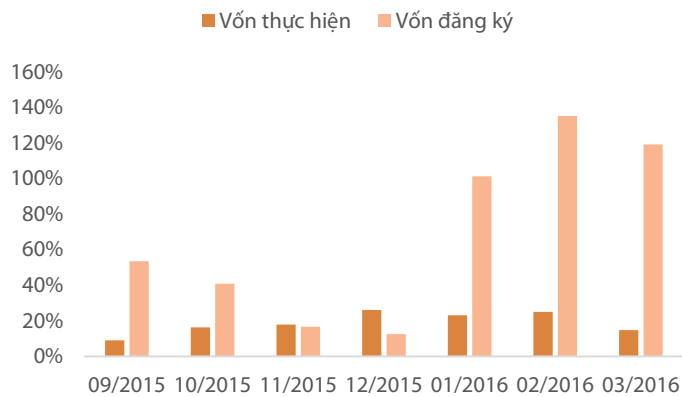
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

## Hoạt động SXCN tăng trưởng chậm



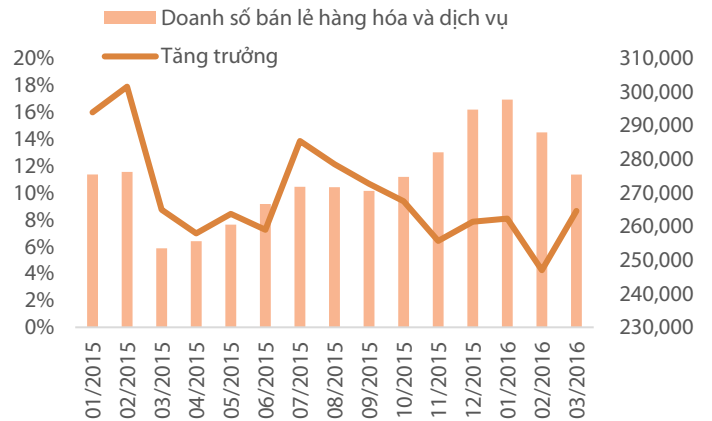
Nguồn: Markit, Rongviet Securities

## Vốn giải ngân FDI duy trì mức cao



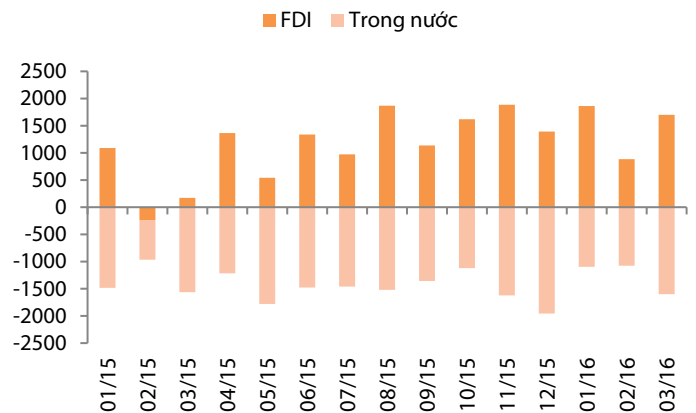
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

## Doanh số bán lẻ tiếp tục khả quan



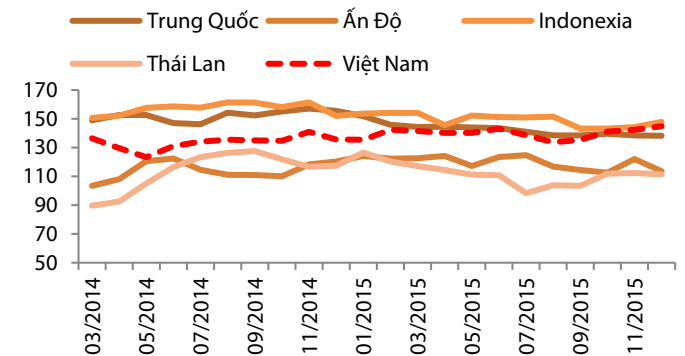
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

## Thâm hụt khối DN trong nước tiếp tục gia tăng



Nguồn: GSO, Rongviet Securities

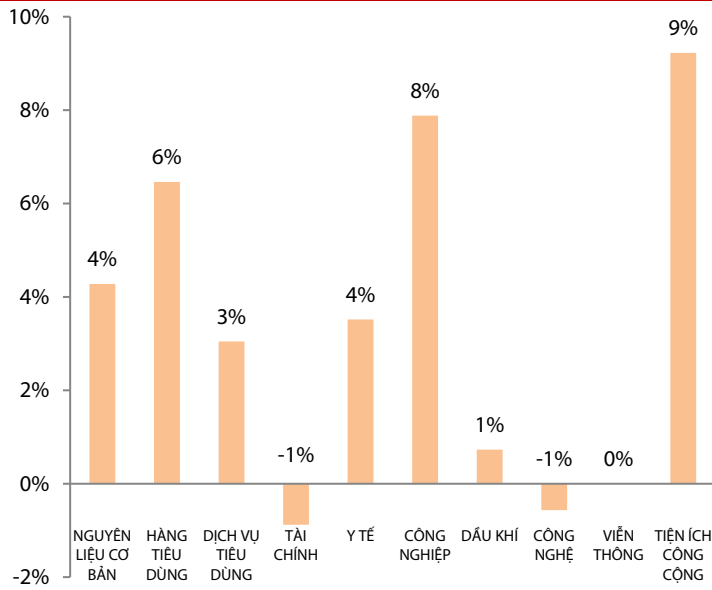
## Niềm tin tiêu dùng Việt Nam đứng đầu các nước châu Á



Nguồn: ANZ, Rongviet Securities

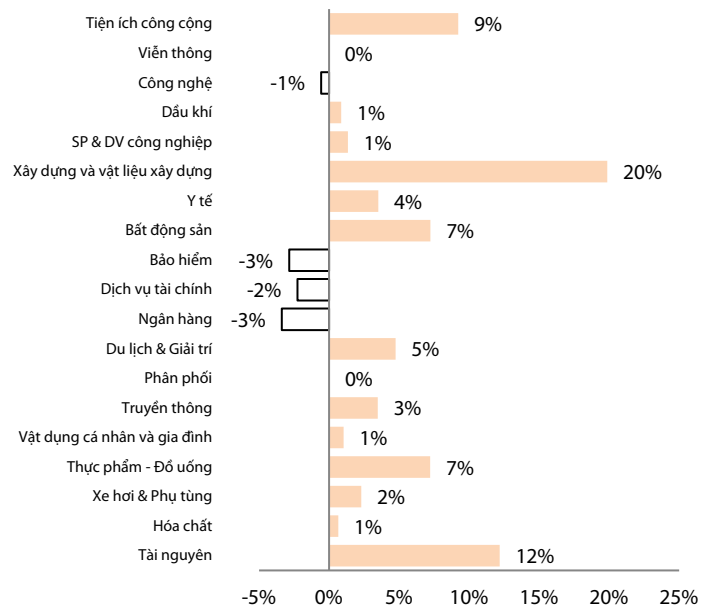
## CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH

### Biến động nhóm ngành cấp 1



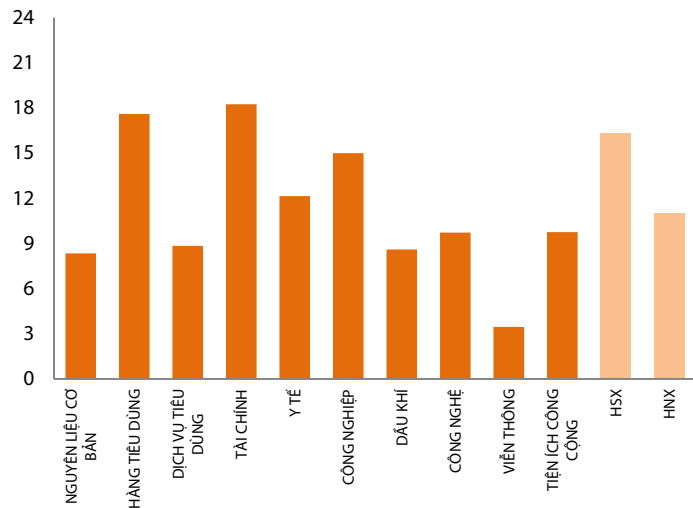
Nguồn: RongViet Research

### Biến động chỉ số nhóm ngành cấp 2



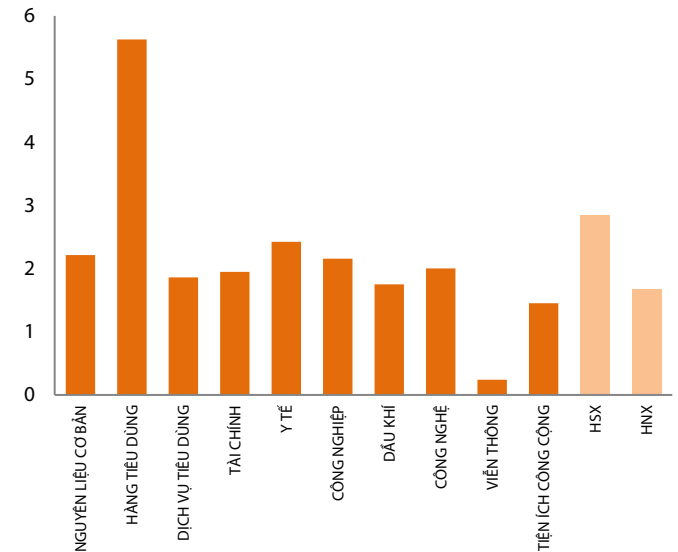
Nguồn: RongViet Research

### So sánh chỉ số P/E ngành



Nguồn: Rongviet Research

### So sánh chỉ số P/B ngành



Nguồn: RongViet Research



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2016.



## **CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax : (84 8) 6291 7986

Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

### **Chi nhánh Hà Nội**

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà  
Trưng – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### **Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng –  
TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

