

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2016

Nội Dung

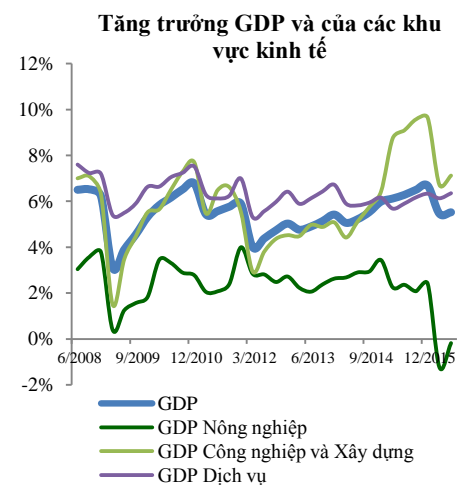
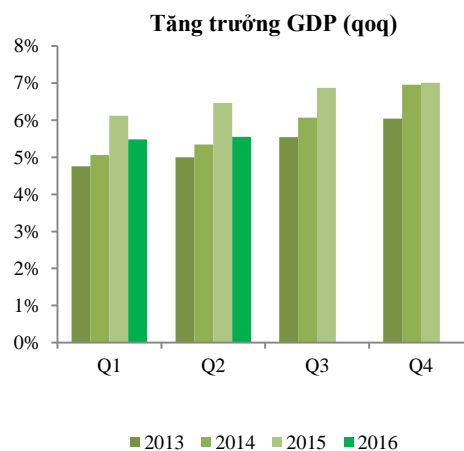
KINH TẾ VĨ MÔ	2
Tăng trưởng chậm lại	2
CPI tăng trở lại nhưng vẫn trong tầm kiểm soát.....	5
Tỷ giá ổn định. Áp lực trong nửa cuối năm đến từ thị trường thế giới	6
Lãi suất huy động tăng nhẹ trong 6 tháng đầu năm 2016. Trong nửa cuối năm, kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ tương đối ổn định.....	8
Kinh tế - tài chính thế giới.....	10
 THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	 13
Xu hướng thị trường	13
Dầu khí dẫn dắt xu hướng tăng. Vật liệu xây dựng, Mía Đường, Dược phẩm tăng trưởng ấn tượng. Ngân hàng, Chứng khoán trầm lắng.....	14
Khối ngoại mua ròng trong 6 tháng đầu năm (loại trừ giao dịch tại VIC)	16
Diễn biến hoạt động các Quỹ ETF tiếp tục trầm lắng	17
Triển vọng 6 tháng cuối năm: Dư địa tăng tồn tại trong trung hạn. Rủi ro hình thành bong bóng tài sản trong dài hạn.....	18
 TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP	 21
Ngành Ngân hàng	23
Ngành Bất động sản	28
Ngành Logistics.....	34
Ngành Điện.....	39
Ngành Bao bì.....	46
Ngành Thép	51

KINH TẾ VĨ MÔ

Tăng trưởng chậm lại

Tăng trưởng GDP 6 2016 đạt 5,52%, giảm tốc rõ rệt so với cùng kỳ 2015.

Sau sự bứt phá ấn tượng trong năm 2015, kinh tế Việt Nam trong nửa đầu 2016 đã cho thấy sự giảm tốc rõ rệt. Tốc độ tăng GDP chỉ đạt 5,52% so với cùng kỳ năm trước, trong đó Quý 1 tăng 5,48% và Quý 2 tăng 5,55%. Các mức tăng trưởng này đều thấp hơn đáng kể so với diễn biến 6 tháng đầu năm 2015 (6 tháng đầu năm 2015: +6,28% với Quý 1: +6,12% và Quý 2: +6,47%). Trong đó, khu vực Công nghiệp và Xây dựng tăng 7,12%, thấp hơn mức 9,09% của cùng kỳ 2015, đóng góp 2,41 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng chung. Khu vực Dịch vụ tăng 6,35% (Q1.2015 tăng 5,9%), đóng góp 2,38 điểm phần trăm cho mức tăng trưởng chung. Đáng chú ý, khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản giảm 0,18% làm giảm khoảng 0,03 điểm phần trăm cho mức tăng trưởng chung.



Nguồn: CEIC, VCBS

Ngành nông nghiệp suy yếu, do chịu tác động xấu của biến đổi khí hậu.

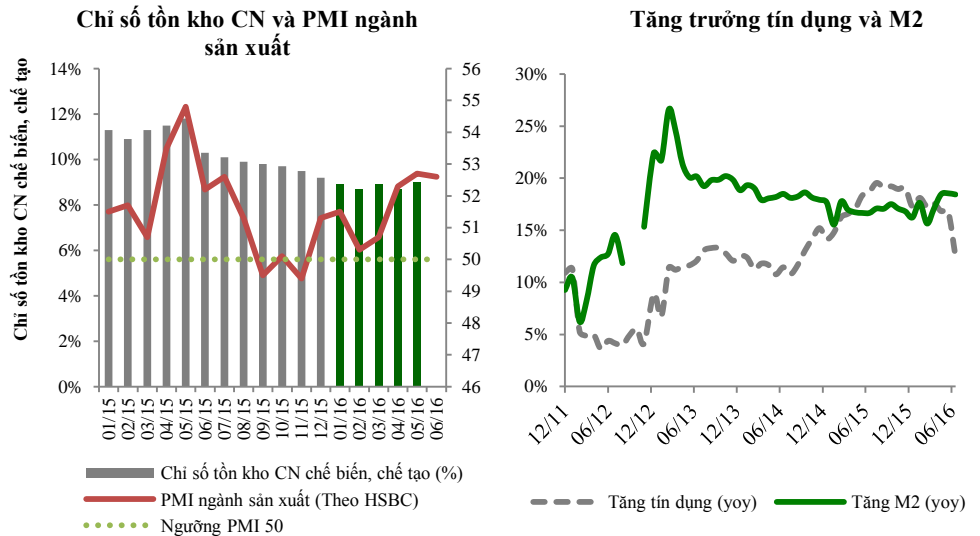
Trong khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản, ngành nông nghiệp (chiếm khoảng 75%) giảm 0,78%. Diễn biến bất thường của thời tiết như các đợt rét đậm, rét hại xảy ra đầu năm gây thiệt hại về cây trồng và gia súc tại các tỉnh miền núi phía Bắc. Trong khi đó, tình hình xâm nhập mặn diễn biến phức tạp ở Đồng bằng sông Cửu Long và hạn hán tại các tỉnh Nam Trung Bộ, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên đã ảnh hưởng lớn tới sản xuất nông nghiệp và đời sống nhân dân.

Tăng trưởng sản xuất thu hẹp với sự sụt giảm của ngành Khai khoáng trong khi ngành Công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục là điểm sáng. Chi tiêu Chính phủ, cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng đều tăng trưởng chậm lại.

Chỉ số sản xuất toàn ngành Công nghiệp chỉ tăng 7,5% yoy, thấp hơn nhiều so với mức tăng ấn tượng 9,7% của cùng kỳ 2015. Cùng với đó, chỉ số tiêu thụ của ngành Công nghiệp tăng thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ 2015 khi chỉ đạt 8,8% yoy (cùng kỳ 2015 đạt 12,7%). Nguyên nhân chính của diễn biến trên đến từ việc **ngành Khai khoáng giảm 2,2% (cùng kỳ 2015 tăng 8,2%)**, làm giảm 0,5 điểm phần trăm mức tăng chung, do khai thác dầu thô giảm hơn 6% trước những diễn biến không thuận lợi của giá dầu thô thế giới.

Ngành Công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục là điểm sáng của tăng trưởng kinh tế trong nửa đầu 2016 với mức tăng 10,1% (tương đương cùng kỳ 2015), đóng góp 7,1 điểm phần trăm vào mức tăng chung. Chỉ số PMI lĩnh vực sản xuất của Việt Nam, theo Nikkei, đạt 52,6 điểm trong tháng 6, không khác biệt nhiều so với con số 52,7 của tháng 5. Như vậy, PMI đã ghi nhận chuỗi 7 tháng liên tiếp trên 50, phản ánh sự mở rộng của lĩnh vực sản xuất. Trong đó, tổng số lượng đơn đặt hàng mới tiếp tục tăng tốt, mặc dù vẫn yếu hơn một chút so với tháng 5,

đóng góp tích cực cho tốc độ tăng trưởng chung. Mặc dù đây là tín hiệu tích cực đáng ghi nhận của lĩnh vực sản xuất nhưng nếu so sánh với cùng kỳ của những năm gần đây, con số 52,6 điểm của PMI trong tháng 6 là không đột biến (năm 2015 đạt 52,2 và năm 2014 đạt 52,3). Mức tăng tương đối tốt của PMI trong giai đoạn này có thể mang yếu tố chu kỳ khi đây thường là thời điểm ra mắt và đẩy mạnh sản xuất các dòng sản phẩm mới của một số doanh nghiệp FDI lớn.

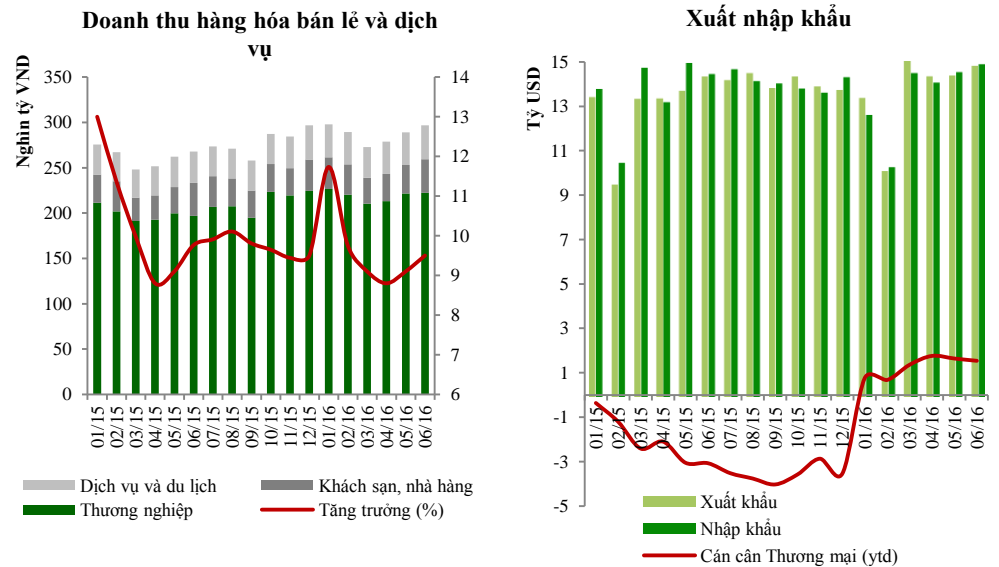


Nguồn: CEIC, NIKKEI, NHNN, VCBS

Xét về tăng trưởng tín dụng, tính đến 20/6/2015, tín dụng tăng 6,2% ytd, thấp hơn đôi chút so với mức 6,28% của cùng kỳ 2015. **Chúng tôi duy trì nhận định cầu đầu tư nội địa chưa có nhiều cải thiện so với cùng kỳ 2015** do (1) tăng trưởng kinh tế chậm lại và (2) tăng trưởng tín dụng có thể vẫn được đóng góp không nhỏ từ mảng bất động sản và xây dựng trong khi khu vực sản xuất cốt lõi của nền kinh tế là công nghiệp chưa có nhiều cải thiện. Theo số liệu chính thức từ NHNN, tính đến hết tháng 4, một số ngành có tăng trưởng tín dụng vượt trội so với cùng kỳ như Xây dựng (+17,46% yoy), Vận tải và viễn thông (+16,22% yoy) và Các hoạt động dịch vụ khác (+29,02% yoy) trong khi ngành Công nghiệp chỉ ghi nhận mức tăng khiêm tốn hơn 6% yoy.

Về xuất nhập khẩu, trong nửa đầu 2016, Việt Nam ghi nhận xuất siêu ước tính xuất siêu 1,5 tỷ USD. Trong đó, tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 82,2 tỷ USD, tăng nhẹ 5,9% yoy, thấp hơn con số hơn 9% của cùng kỳ 2015. Tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 80,7 tỷ USD, giảm 0,5% yoy, trái ngược hoàn toàn so với mức tăng ấn tượng hơn 17% của 6 tháng đầu năm trước.

Thặng dư thương mại trở lại là một yếu tố hỗ trợ cho tỷ giá nhưng không thực sự là một chỉ báo tích cực do động lực của điều này đến từ việc nhập khẩu sụt giảm trong khi tăng trưởng xuất khẩu đang chậm lại. Đáng chú ý, giá trị nhập khẩu Máy móc thiết bị, dụng cụ, phụ tùng, yếu tố gắn liền với năng lực sản xuất, giảm 5,9% yoy. Với đặc thù đầu vào của nền kinh tế Việt Nam phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu, **việc nhập khẩu sụt giảm là một chỉ báo cho thấy tăng trưởng lĩnh vực sản xuất có thể sẽ chậm lại.**



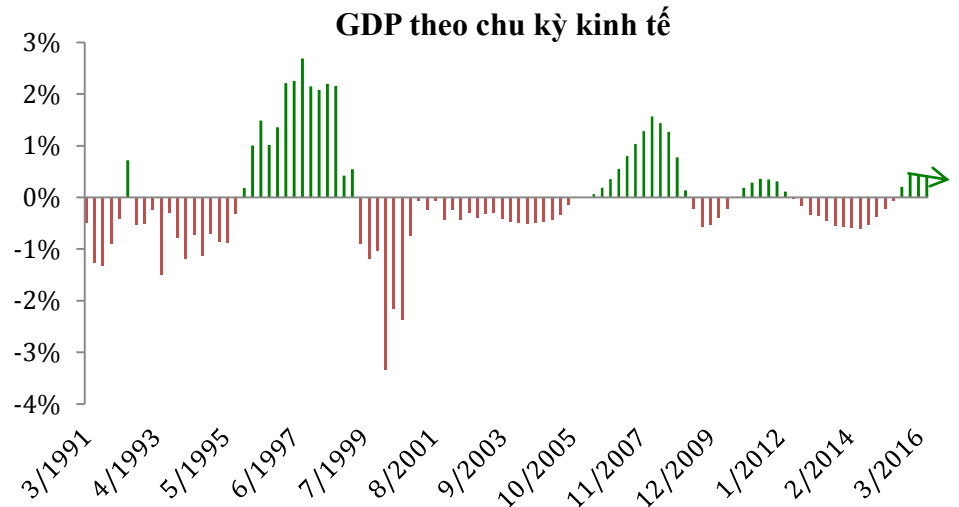
Nguồn: CEIC, VCBS

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 6 tháng đầu năm 2016 ước tăng 9,5% yoy, loại trừ yếu tố giá tăng 7,5%, thấp hơn mức tăng 8,8% của cùng kỳ năm 2015. Theo đó, **cầu tiêu dùng cũng đang ghi nhận tăng trưởng chậm lại**. Có thể thấy, (1) việc điều chỉnh tăng giá của một số mặt hàng thiết yếu như y tế, giáo dục, năng lượng, ... kết hợp với (2) những diễn biến không thuận lợi của thời tiết và môi trường đã tác động xấu đến tâm lý tiêu dùng. Trong nửa cuối năm 2016, khi việc tăng giá một số mặt hàng vẫn đang theo lộ trình trong khi các vấn đề về biến đổi khí hậu và môi trường không dễ giải quyết trong một sớm một chiều, chúng tôi duy trì kỳ vọng cầu tiêu dùng sẽ chưa bứt phá và nhiều khả năng sẽ tăng trưởng yếu hơn so với năm 2015.

Trong 6 tháng đầu năm 2016, chi tiêu Chính phủ cũng chưa được đẩy mạnh. Tổng chi ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến thời điểm 15/6/2016 ước tính đạt 508,5 nghìn tỷ đồng, bằng 39,9% dự toán năm và chỉ tăng nhẹ 1,46% yoy, thấp hơn rất nhiều mức tăng hơn 11% của cùng kỳ 2015. Trong đó, chi đầu tư phát triển đạt 74,5 nghìn tỷ đồng, giảm gần 8% so với con số của nửa đầu 2015.

Dự báo tăng trưởng GDP năm 2016 nhiều khả năng vào khoảng 5,8% - 6%.

Các chỉ báo trong nửa đầu năm 2016 cho thấy tăng trưởng kinh tế giảm tốc rõ rệt. Những diễn biến không thuận lợi của biến đổi khí hậu và môi trường trong khi giá dầu thô thế giới ở vùng thấp đã dẫn đến sự suy giảm của ngành Khai khoáng và Nông nghiệp, từ đó tác động xấu đến tăng trưởng kinh tế. Động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ ngành Công nghiệp chế biến chế tạo với đầu tàu là khối FDI, trong khi đó cầu đầu tư nội địa, cầu tiêu dùng và chi tiêu Chính phủ đều tăng trưởng chậm lại.



Nguồn: VCBS

Trong 6 tháng cuối năm, cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn so với giai đoạn đầu năm theo yếu tố chu kỳ và dưới sự hỗ trợ của định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp, tuy nhiên, khả năng tạo sự bứt phá là thấp. Trong khi đó, với sự phục hồi trở lại của giá dầu thô thế giới và kết quả phát hành trái phiếu khá thành công trong nửa đầu năm, chúng tôi kỳ vọng ngành Khai khoáng và chi tiêu Chính phủ sẽ được đẩy mạnh hơn để hỗ trợ cho tăng trưởng. Mặc dù vậy, kinh tế Việt Nam trong thời gian tới sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng xấu từ triển vọng không lạc quan của kinh tế toàn cầu và những diễn biến không thuận lợi của thời tiết, biến đổi khí hậu và các vấn đề về môi trường.

Như vậy, **tăng trưởng kinh tế có thể sẽ tiếp tục gia tốc qua từng Quý nhưng khả năng đạt được mục tiêu 6,7% cho cả năm là gần như không thể. Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2016 nhiều khả năng vào khoảng 5,8% - 6%.**

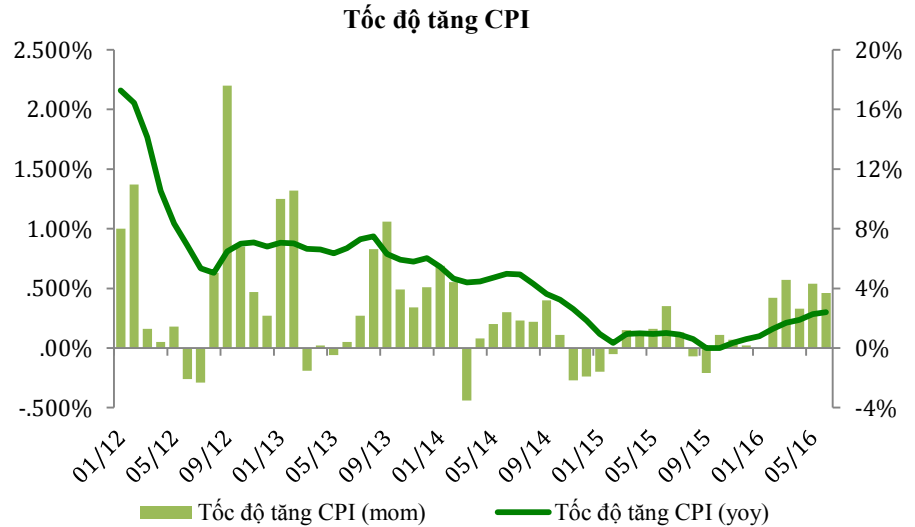
CPI tăng trở lại nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 6 tăng 0,46% (mom), tăng 2,39% (yoy). Tỷ lệ lạm phát cả năm 2016 kỳ vọng vào khoảng 3,5% - 4%.

Diễn biến của CPI trong nửa đầu năm 2016 chịu khá nhiều áp lực tăng. Trước tiên phải kể đến là tác động của yếu tố mùa vụ và việc điều chỉnh giá của một số mặt hàng dưới sự điều hành của Chính phủ, đặc biệt là Giáo dục và Y tế. Bên cạnh đó, khác biệt với năm 2015, CPI còn chịu áp lực từ việc giá lương thực thực phẩm tăng đáng kể do nguồn cung bị ảnh hưởng xấu trước những biến biến không thuận lợi của thời tiết, đặc biệt là hạn hán ở các tỉnh phía Nam.

CPI tháng 6 ghi nhận mức tăng 0,46% (mom), tương ứng mức tăng 2,39% yoy và 2,35% ytd. Trong đó, đóng góp lớn nhất vào mức tăng của CPI trong tháng này đến từ nhóm Giao thông (+2,99% mom) sau hai lần tăng giá xăng dầu vào cuối tháng 5 và đầu tháng 6 (tác động làm CPI chung tăng thêm khoảng 0,27%). Tiếp theo là nhóm Nhà ở vật liệu xây dựng tăng 0,55%, do thời tiết nắng nóng kéo theo nhu cầu sử dụng điện tăng cao, và nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống (+0,21% mom). Các nhóm còn lại trong rổ CPI đều có mức tăng nhẹ dưới 0,2% mom, riêng nhóm Bưu chính viễn thông giảm 0,06%.

Lạm phát cơ bản tháng 6/2016 tăng 0,13% so với tháng trước và tăng 1,88% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn mức 2,01% của cùng kỳ 2015.



Nguồn: CEIC, VCBS

Trong bối cảnh cầu tiêu dùng chưa có nhiều bứt phá (thể hiện qua tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng và lạm phát cơ bản đều tăng trưởng thấp hơn cùng kỳ), chúng tôi duy trì nhận định việc điều chỉnh giá của các mặt hàng dưới sự điều hành của Chính phủ sẽ tiếp tục là yếu tố có tác động lớn lên diễn biến CPI trong 6 tháng cuối năm 2016.

Về giá xăng dầu, sau một quá trình phục hồi, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá hiện tại sẽ tương đối ổn định trong thời gian tới và khả năng tiếp tục tăng mạnh của giá dầu thô là khó có thể xảy ra khi kinh tế thế giới vẫn đang đứng trước triển vọng âm ảm và nguy cơ giảm tốc. Đối với mặt hàng Y tế và Giáo dục, lộ trình tăng sẽ tiếp tục diễn ra với mức tăng khá mạnh dự kiến vào nửa cuối Quý 3 và nhiều khả năng sẽ là nhân tố khiến CPI trong giai đoạn này biến động mạnh hơn.

Như vậy, CPI mặc dù chịu áp lực tăng nhưng đa phần những áp lực này có thể điều tiết và kiểm soát được dưới sự điều hành của Chính phủ nếu cần thiết. **Chúng tôi dự báo tỷ lệ lạm phát cả năm 2016 vào khoảng 3,5% - 4%.**

Tỷ giá ổn định. Áp lực trong nửa cuối năm đến từ thị trường thế giới

Thị trường ngoại hối và tỷ giá tương đối ổn định trong nửa đầu năm 2016. Rủi ro tỷ giá đã giảm bớt so với giai đoạn cuối năm 2015, dù rằng vẫn cần lưu tâm với những áp lực đến từ thị trường thế giới. Chúng tôi hạ dự báo về việc giảm giá của VND so với USD xuống mức 1% - 3% trong năm 2016.

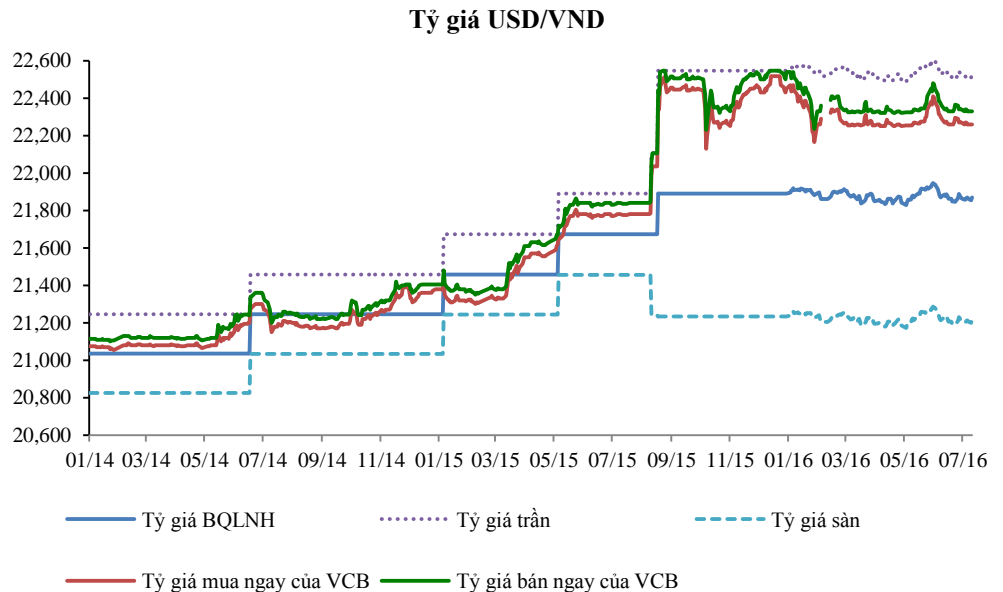
Trong nửa đầu năm 2016, tỷ giá và thị trường ngoại hối nhìn chung khá ổn định, chỉ có một vài thời điểm nóng lên nhất định nhưng không kéo dài. Tỷ giá bán tại nhiều NHTM hiện phổ biến vào khoảng 22.330 – 22.340 VND/USD, giảm khoảng 200 đồng (-1%) so với thời điểm cuối năm 2015. Trong giai đoạn vừa qua, tỷ giá và thị trường ngoại hối đã nhận được nhiều yếu tố hỗ trợ. Cụ thể:

(1) Hàng loạt những biện pháp và quy định mới trong việc điều hành tỷ giá và thị trường ngoại hối của NHNN phát huy tác dụng trong việc bình ổn thị trường như hạ lãi suất USD, áp dụng cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm hàng ngày,

(2) Xét trên góc độ cung cầu, trong nửa đầu năm 2016, nguồn cung ngoại tệ được đánh giá là tương đối dồi dào với (i) FDI giải ngân đạt 7,3 tỷ USD, tăng mạnh 15,1% yoy; (ii) Việt Nam ghi nhận xuất siêu 1,5 tỷ USD thay cho mức nhập siêu lên đến hơn 3 tỷ USD của cùng kỳ 2015; (iii) kiều hối duy trì xu hướng tăng tích cực (+10% yoy) và thường tập trung nhiều vào giai đoạn đầu năm và (iv) một số thương vụ đầu tư nước ngoài với giá trị lớn vào doanh nghiệp Việt Nam được ghi nhận. Ở chiều ngược lại, với những biện pháp và chính sách điều hành của

NHNN, cầu ngoại tệ sau giai đoạn căng thẳng vào cuối năm 2015 cũng dịu lại đáng kể (tín dụng bằng USD vào cuối tháng 6 giảm hơn 5% ytd).

(3) Diễn biến trên thị trường thế giới theo chiều hướng thuận lợi hơn, đặc biệt là khi FED liên tiếp đưa ra thông điệp trì hoãn và không vội vã trong việc tiếp tục tăng lãi suất.



Nguồn: CEIC, VCBS

Trong 6 tháng cuối năm 2016, chúng tôi cho rằng diễn biến của nền kinh tế trong nước vẫn đang ủng hộ cho sự ổn định của tỷ giá, đặc biệt là khi NHNN đã mua được thêm khoảng 8 tỷ USD củng cố dự trữ ngoại hối trong khi dòng vốn FDI vào Việt Nam vẫn đang duy trì xu hướng tăng tích cực.

Tuy nhiên, khi xét đến các áp lực từ phía thế giới, chúng tôi cho rằng rủi ro tỷ giá vẫn cần được lưu tâm khi nền kinh tế Việt Nam được nhìn nhận là một nền kinh tế nhỏ nhưng có độ mở lớn và theo đó, khả năng chống chịu với những biến động lớn trên thế giới là không cao. Với việc Trung Quốc là đối tác nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam trong khi Châu Âu chiếm khoảng 20% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam, những biến động của hai nền kinh tế lớn hàng đầu thế giới này sẽ có những ảnh hưởng đến tỷ giá và thị trường ngoại hối Việt Nam, đặc biệt là (1) việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc đi cùng khả năng tiếp tục giảm giá của đồng CNY và (2) triển vọng âm ảm của nền kinh tế Châu Âu với kết quả trưng cầu dân ý tại Anh về quyết định rời khỏi EU (Brexit). Bên cạnh đó, (3) mặc dù FED nhiều khả năng sẽ không tăng lãi suất trong năm nay nhưng áp lực từ khả năng mạnh lên của đồng USD cũng cần tính đến khi triển vọng tăng trưởng của kinh tế Mỹ đang ở mức tích cực hơn so với nhiều khu vực trên thế giới, đặc biệt là sau sự kiện Brexit.

Như vậy, tổng hợp các yếu tố, chúng tôi nhìn nhận rủi ro tỷ giá đã giảm bớt so với giai đoạn cuối năm 2015, dù rằng vẫn cần lưu tâm với những áp lực đến từ thị trường thế giới. Chúng tôi hạ dự báo về việc giảm giá của VND so với USD xuống mức 1% - 3% trong năm 2016.

Lãi suất huy động tăng nhẹ trong 6 tháng đầu năm 2016. Trong nửa cuối năm, kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ tương đối ổn định

Lãi suất tăng nhẹ trong Quý 1 và tương đối ổn định trong Quý 2. Kỳ vọng mặt bằng lãi suất trong nửa cuối năm 2016 sẽ tiếp tục duy trì tương đối ổn định quanh mức hiện tại.

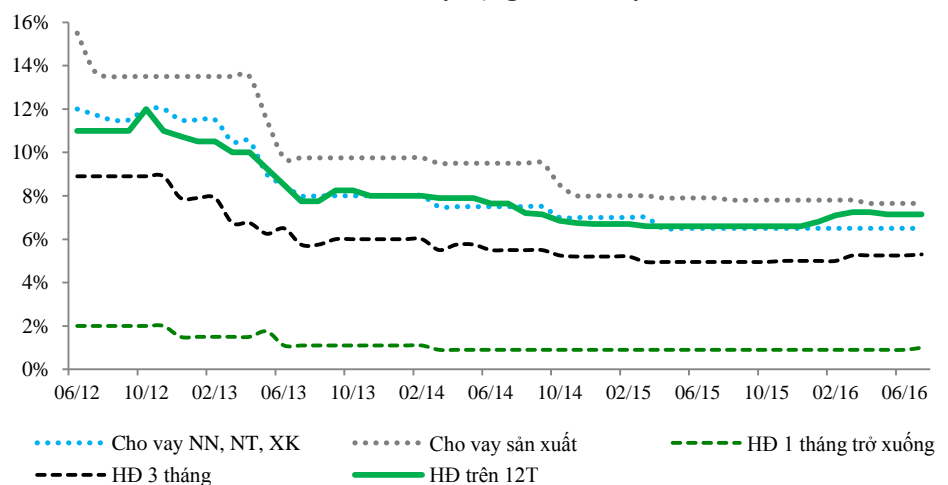
Trong 6 tháng đầu năm 2016, mặt bằng lãi suất huy động có dấu hiệu tăng nhẹ khoảng vài chục điểm cơ bản ở các kỳ hạn vào Quý 1 và sau đó tương đối ổn định trong Quý 2. Mặc dù vậy, mức trần lãi suất huy động 5,5%/năm cho các kỳ hạn từ 6 tháng trở xuống vẫn được duy trì. Cụ thể, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4,5% - 5,5%/năm, từ 6 tháng đến dưới 12 tháng trong khoảng 5,5% - 6,8%/năm, từ 12 tháng trở lên trong khoảng 6,5% - 7,8%/năm.

Trong khi đó, do đặc thù thường biến động sau lãi suất huy động một thời gian, mặt bằng lãi suất cho vay không có nhiều biến động so với cuối năm 2015. Theo NHNN, lãi suất cho vay các lĩnh vực ưu tiên phổ biến ở mức 6% - 7%/năm đối với ngắn hạn và 9% - 10%/năm đối với trung và dài hạn. Lãi suất cho vay các lĩnh vực sản xuất kinh doanh thông thường ở mức 6,8% - 9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3% - 11%/năm đối với trung và dài hạn. Đối với nhóm khách hàng tốt, tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, lãi suất cho vay từ 5-6%/năm.

Chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính của việc tăng lãi suất trong Quý 1 đến từ một số diễn biến của hệ thống ngân hàng kéo theo nhu cầu tăng cường huy động vốn. Có thể kể đến như (i) tăng trưởng huy động (13,59% trong năm 2015) thấp hơn tăng trưởng tín dụng (17,3% trong năm 2015) kéo theo tỷ lệ LDR của một số ngân hàng ở mức khá cao. (ii) Thông tư 06 sửa đổi một số điều Thông tư 36 theo hướng thắt chặt hơn quy định về tỷ lệ vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn.

Sau đó, trong Quý 2, với (i) việc thanh khoản của hệ thống được hỗ trợ mạnh mẽ từ động thái mua USD của NHNN trong khi (ii) tăng trưởng huy động vốn (+8,23%) đã bắt kịp và cao hơn tăng trưởng tín dụng (+6,2%), mặt bằng lãi suất nhìn chung tương đối ổn định trong giai đoạn này.

Lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: CEIC, VCBS

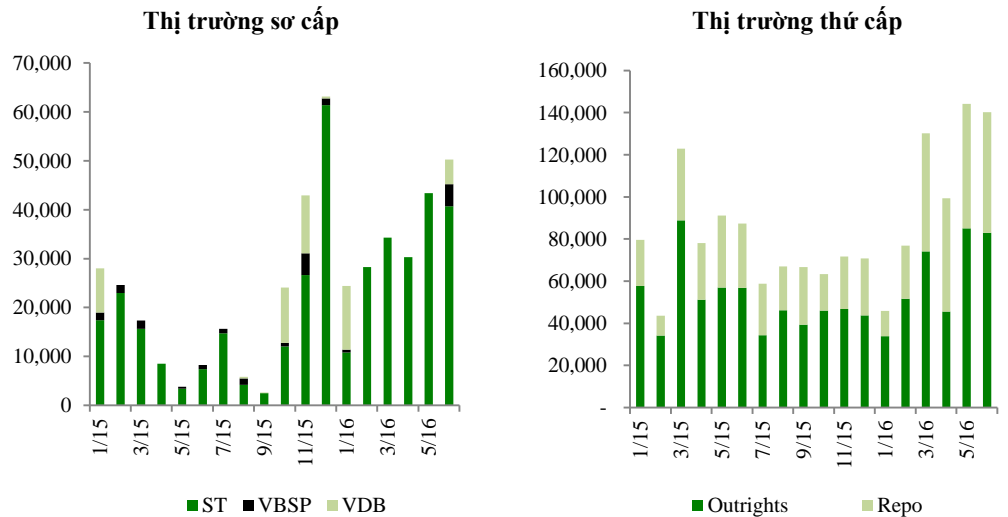
Trong nửa cuối năm 2016, với (1) sức hấp thụ vốn của nền kinh tế chưa thực sự bứt phá, (2) định hướng của Chính phủ đảm bảo mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng đi cùng với (3) động thái khá nhất quán từ phía NHNN trong việc hỗ trợ và đảm bảo thanh khoản của VND, chúng tôi không kỳ vọng vào khả năng tăng của mặt bằng lãi suất trong thời gian tới.

Ở chiều ngược lại, khả năng giảm của lãi suất cũng sẽ gặp nhiều thử thách trong bối cảnh (1) rủi ro tỷ giá hiện hữu trở lại như trình bày ở trên; (2) lạm phát và kỳ vọng lạm phát 2016 dù vẫn trong tầm kiểm soát nhưng cao hơn đáng kể so với 2015 và (3) áp lực tăng quy mô tài sản, cân đối nguồn vốn và đảm bảo các tỷ lệ an toàn của các NHTM, đặc biệt sau khi TT06 chính thức được ban hành với lộ trình cụ thể. Mặc dù vậy, như đã đề cập trong các báo cáo trước, với cơ chế điều hành tỷ giá mới theo hướng linh hoạt hơn, chúng tôi cho rằng NHNN còn nhiều dư địa chính sách để ổn định mặt bằng lãi suất.

Như vậy, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất trong thời gian tới sẽ tiếp tục duy trì tương đối ổn định quanh mức hiện tại, trần lãi suất huy động 5,5% đối với các kỳ hạn ngắn nhiều khả năng sẽ được giữ vững.

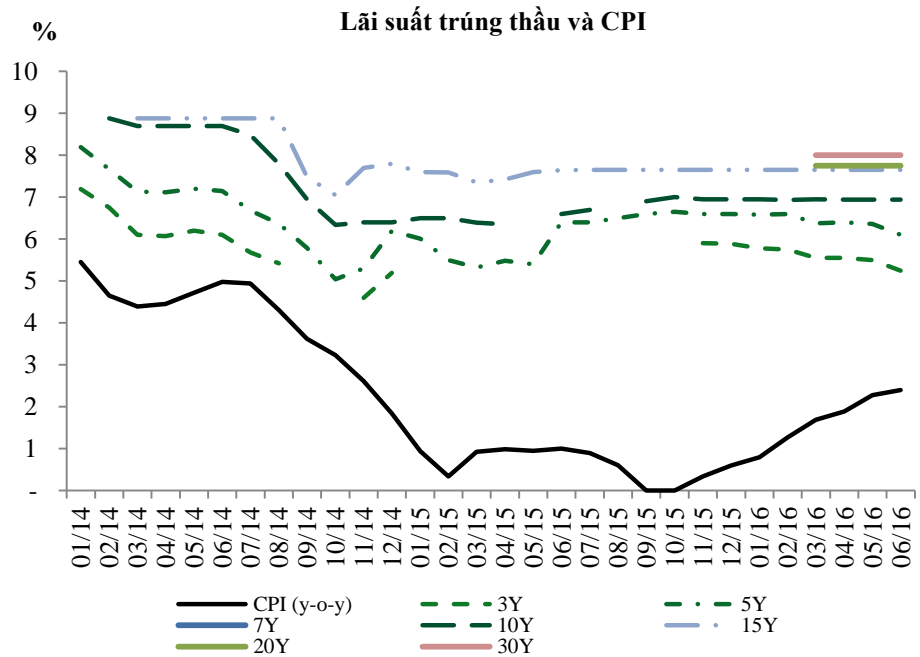
Trong nửa đầu năm 2016, 230.526 (+122,31% yoy) tỷ đồng trái phiếu được huy động và 636.875 (+83% yoy) tỷ đồng trái phiếu được giao dịch.

Thị trường trái phiếu có vẻ chững lại tại thời điểm tháng 1 nhưng ngay sau đó đã có những bước đột phá quay trở lại đầy sôi động vào những tháng tiếp theo. Hơn 230.526 tỷ đồng trái phiếu được huy động trong 6 tháng đầu năm 2016, tăng 122,31% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, riêng trái phiếu Chính phủ chiếm gần 187.726 tỷ đồng, đạt khoảng hơn 80% kế hoạch phát hành đề ra từ đầu năm. Nhu cầu đầu tư trái phiếu đã được hỗ trợ mạnh mẽ bởi (1) thanh khoản của hệ thống khá dồi dào với động thái tăng cường mua vào USD của NHNN và (2) tăng trưởng tín dụng, hay nói cách khác là sức hấp thụ vốn của nền kinh tế, chưa bút phá. Vào thời điểm cuối tháng 6 năm 2016, Chính phủ đã quyết định phát hành thêm 30.000 tỷ trái phiếu tập trung vào các kỳ hạn dài từ 5 năm trở lên, đồng thời đưa thêm trái phiếu có kỳ hạn 7 năm lần đầu tiên xuất hiện trên thị trường.



Nguồn: HNX, VCBS

Biến động của lãi suất trúng thầu có sự khác biệt rõ rệt giữa các nhóm kỳ hạn. Các kỳ hạn dài (7-30 năm) gần như không có sự dao động và giữ vững sự ổn định đến giữa năm. Mặt khác trái phiếu có kỳ hạn từ 3-5 năm có xu hướng giảm khi đây là kỳ hạn ưa thích và nhận được lực cầu mạnh từ các ngân hàng.



Nguồn: HNX, VCBS

Trong nửa cuối năm 2016, chúng tôi cho rằng lợi suất trái phiếu chịu nhiều áp lực như (1) lạm phát và lạm phát kỳ vọng cao hơn đáng kể so với năm 2015; (2) theo yếu tố mùa vụ, tăng trưởng tín dụng thường sẽ tiếp tục âm lên, ảnh hưởng đến lượng tiền phân bổ cho việc đầu tư trái phiếu; (3) một số ngân hàng tiến đến gần giới hạn của danh mục trái phiếu; (4) nguồn cung vẫn khá ổn định sau khi kế hoạch phát hành được điều chỉnh và (5) mặc dù vẫn đảm bảo thanh khoản cho hệ thống nhưng NHNN có thể sẽ không để tình trạng quá dư thừa như giai đoạn trước để ứng phó với những áp lực từ thế giới và hạn chế nguy cơ lạm phát cho năm 2017.

NHNN điều tiết hợp lý, giữ ổn định cho thị trường tiền tệ, đảm bảo thanh khoản cho hệ thống

Với vai trò điều tiết, Ngân hàng Nhà nước đã làm tốt vai trò của mình trong nửa đầu năm 2016. Những biến động khó lường của thị trường tài chính thế giới đã gây không ít áp lực lên chính sách điều hành lãi suất và tỷ giá; tuy nhiên, NHNN đã thành công trong việc duy trì một mặt bằng lãi suất hợp lý, hạn chế được nhiều yếu tố đầu cơ trên thị trường ngoại hối và đảm bảo thanh khoản cho hệ thống ngân hàng.

Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

Kinh tế Mỹ trong 6 tháng đầu năm cho những tín hiệu trái chiều. Tuy nhiên, với những diễn biến bất ổn sau sự kiện Brexit và nỗi lo nền kinh tế Trung Quốc, FED có thể sẽ không tăng lãi suất trong năm nay.

GDP trong Quý 1 của Mỹ liên tiếp được điều chỉnh tăng từ 0,5% (theo công bố trong tháng 4) lên lần lượt 0,8% và 1,1% trong hai lần điều chỉnh sau đó. Đồng thời, tăng trưởng GDP Quý 4.2015 cũng được điều chỉnh lên 1,4% do sự cải thiện ngành xây dựng, đầu tư doanh nghiệp cũng như xuất khẩu. Tuy nhiên, khu vực sản xuất, vốn là điểm sáng của nền kinh tế không lờ trong giai đoạn trước, tiếp tục mở rộng chậm lại. Chỉ số PMI sản xuất dao động hẹp quanh ngưỡng 51 điểm với tốc độ mở rộng khá khiêm tốn so với giai đoạn cuối năm ngoái. Trong khi đó, lạm phát ngoại trừ mức tăng 1,4% yoy trong tháng 1 đều dao động nhẹ xung quanh mức 1% - vẫn còn cách khá xa mục tiêu 2% trong trung hạn.

Khu vực lao động ghi nhận những số liệu trái chiều. Tỷ lệ thất nghiệp trong 6 tháng đầu năm

của Mỹ luôn được duy trì ở mức thấp dưới 5%. Đặc biệt trong tháng khi chỉ số thất nghiệp dừng ở mức 4,7%. Tuy nhiên, đây không được coi là dấu hiệu tốt do tỷ lệ thất nghiệp giảm phần lớn vì 458.000 người đã ngưng không tìm việc làm. Thêm vào đó ngay khi lực lượng lao động tăng trở lại tỷ lệ thất nghiệp tăng cao hơn kỳ vọng về mức 4,9% trong tháng 6.

Trong bối cảnh (1) các tín hiệu không thực sự lạc quan từ thị trường lao động; (2) những khó khăn trong việc đưa lạm phát đạt mốc 2%; và (3) các vấn đề kinh tế thế giới đang có diễn biến không thuận lợi như kinh tế Trung Quốc giảm tốc hay sự kiện “Brexit”, FED gần như chắc chắn sẽ không tiến hành nâng lãi suất trong cuộc họp chính sách tiền tệ bất chấp những tín hiệu hồi phục từ nền kinh tế Mỹ. Theo đó, thị trường chứng khoán Mỹ đang phản ứng khá tích cực với những động thái này. **Chúng tôi duy trì dự đoán FED nhiều khả năng lùi thời điểm nâng lãi suất sớm nhất sang tới đầu năm sau.**

Châu Âu

Nền kinh tế EU chưa cho thấy tín hiệu phục hồi ổn định buộc ECB duy trì những chính sách nới lỏng. Tuy nhiên, sự phục hồi của kinh tế EU vẫn là dấu hỏi lớn đặc biệt sau sự kiện Brexit.

Nền kinh tế EU phục hồi nhẹ. Theo công bố của cơ quan thống kê EU, tăng trưởng GDP của khu Eurozone đạt 0,6% tăng nhẹ so con số 0,4% ghi nhận trong tháng 4- mức cao nhất trong năm vừa qua do chi tiêu hộ gia đình và đầu tư cá nhân cải thiện. 6 tháng đầu năm ghi nhận xu hướng cải thiện đáng kể của khu vực lao động với tỷ lệ thất nghiệp giảm từ 10,4% tại EU19 hồi cuối năm xuống 10,1% trong tháng 5 và giảm từ mức 8,8% trong tháng 3 xuống 8,7% tại EU28 so với 9,6% ghi nhận trong tháng 5 năm 2015. Trong khi đó, lĩnh vực sản xuất của EU tiếp tục mở rộng thể hiện chỉ số PMI sản xuất luôn được duy trì trên mức 51 điểm. Thậm chí, trong tháng 6, chỉ số sản xuất khu vực này cán mốc 52,8 điểm cao nhất từ đầu năm do sản lượng và số lượng đơn hàng mới tăng cao nhất kể từ đầu năm. Sản lượng công nghiệp trong tháng 6 cũng tăng 2% yoy.

Tuy nhiên, số liệu này không thể xóa đi trạng thái ảm đạm khi lạm phát trong 5 tháng đầu năm không vượt quá 0% và chỉ nhích nhẹ 0,1% trong tháng 6 vượt kỳ vọng của các nhà đầu tư. Trong tình trạng tương tự, mức lạm phát lõi tính đến tháng 6 chỉ tăng 0,9% so với mức tăng 0,8% của tháng trước.

Tình hình phục hồi chậm chạp của nền kinh tế châu Âu khiến ECB quyết định duy trì các biện pháp nới lỏng như duy trì lãi suất tiền gửi dưới 0% và tiếp tục mở rộng đối tượng của các chương trình tái cấp vốn hay mua lại tài sản. Tuy nhiên khi mà các biện pháp này còn chưa phát huy tác dụng thì sự kiện Brexit xuất hiện đã giáng đòn mạnh vào nỗ lực ECB. Cụ thể, biên bản cuộc họp ECB trong tháng 6 thể hiện sự quan ngại khi khẳng định Brexit sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến khu vực EU qua nhiều kênh, đặc biệt là thương mại và thị trường tài chính. Dù vậy, ECB vẫn sẽ chưa vội vàng để mở rộng các biện pháp nới lỏng trong thời gian tới. Các quyết định chính sách quan trọng nhiều khả năng sẽ được đưa ra khi những tác động từ Brexit đến nền kinh tế mỗi khu vực cũng như toàn cầu được lượng hóa cụ thể hơn.

Tình trạng phục hồi chậm chạp của nền kinh tế châu Âu sẽ chưa thể sớm chấm dứt khi bên cạnh những vấn đề làn sóng người di cư vốn đang làm đau đầu các nhà lãnh đạo châu Âu, Brexit nổi lên như sự kiện bước ngoặt làm thay đổi đáng kể diện mạo khu vực Eurozone.

Châu Á

Nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục giảm tốc khi các số liệu kinh tế vĩ mô được công bố tuy nhiên tốc độ suy giảm phần nào chứng lại kéo theo

Đà giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc chưa có dấu hiệu dừng lại. Cụ thể, theo số liệu của Markit và Caixin, chỉ số PMI Trung Quốc đạt 48,6 trong tháng 6, giảm mạnh so với mức 49,2 của tháng 5. Đây là tháng thứ 17 thu hẹp liên tiếp của khu vực sản xuất. Trong đó, chỉ số này ghi nhận mức giảm mạnh nhất kể từ tháng 2 với lượng đơn đặt hàng mới giảm đáng kể. Chỉ số sản xuất PPI đón nhận tháng suy giảm thứ 53 liên tiếp với mức giảm 2,6%. Mặc dù vậy, tính từ

**kỳ vọng về trạng thái ổn định
trong ngắn hạn.**

đầu năm tới nay tốc độ suy giảm của chỉ số này phần nào chững lại. Trong khi đó, lạm phát trong tháng 6 cũng tăng 1,9% yoy cao hơn so với kỳ vọng 1,8% và vẫn nằm trong chỉ tiêu tăng 3% trong năm nay. Trong đó, nhóm thực phẩm có đóng góp lớn vào đà tăng CPI, tuy mức độ giảm dần trong 3 tháng trở lại đây từ mức 7,4% trong tháng 4 xuống 5,9% và 4,6% trong tháng 5 và tháng 6.

Ở một diễn biến khác, tình hình xuất nhập khẩu Trung Quốc dù cải thiện nhẹ, vẫn chưa thể thoát khỏi tình trạng suy giảm. Số liệu nhập khẩu của Trung Quốc trong 5 tháng đầu năm liên tiếp suy yếu kéo dài chuỗi trượt giảm lên tháng thứ 52 liên tiếp. Dự trữ ngoại hối của Trung Quốc sau khi đạt mức thấp kỷ lục 3,2 nghìn tỷ trong tháng 1 đã có phần chững lại đã giảm khi lượng dự trữ ngoại hối trong 5 tháng còn lại đi ngang và tạm thời xoa dịu lo ngại về khả năng dòng vốn ngoại tiếp tục chảy mạnh khỏi thị trường tài chính nước này.

Với xu hướng chủ đạo là giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc, chúng tôi kỳ vọng các biện pháp kích thích sẽ tiếp tục được triển khai. Tuy nhiên các biện pháp này sẽ luôn là con dao hai lưỡi khi đi kèm với các nỗ lực kích thích là nguy cơ đồng CNY mất giá. Diễn biến giá đồng CNY tiếp tục đáng lưu ý khi sau sự kiện Brexit, tỷ giá tham chiếu đồng CNY đã được điều chỉnh giảm hơn 1% khiến giá trị đồng CNY chạm đáy so với USD trong vòng 5 năm trở lại đây.

**Kinh tế Nhật Bản tăng trưởng
yếu. Đồng Yên mạnh lên, hoạt
động xuất nhập khẩu giảm và
triển vọng kém lạc quan với
kinh tế Nhật Bản.**

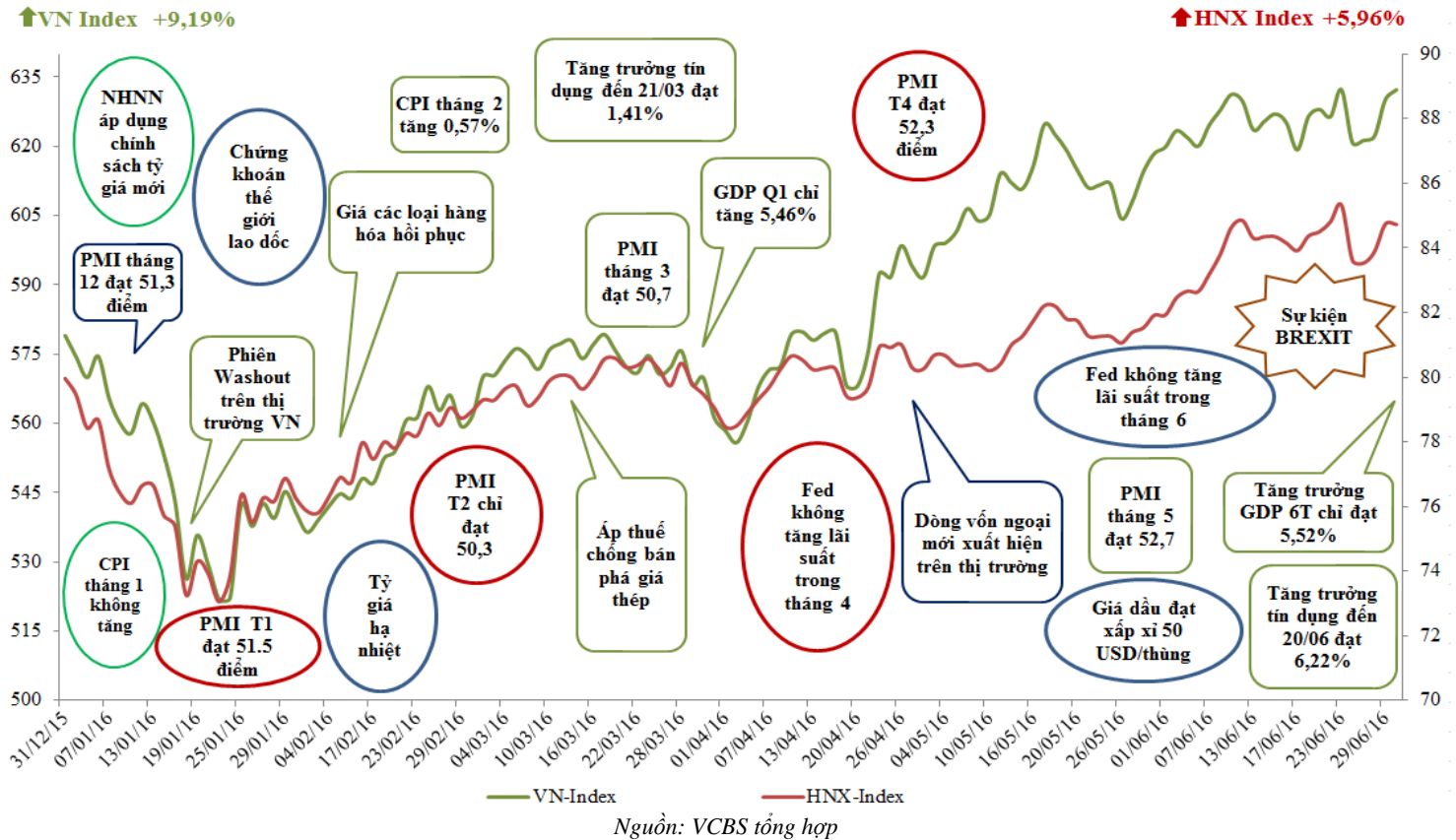
Tăng trưởng kinh tế Nhật Bản trong Quý 1 được điều chỉnh tăng lên 1,9% yoy so với mức 1,7% được công bố trước đó và cao hơn mức 0,5% trong quý trước do đầu tư giảm nhẹ hơn thống kê ban đầu. Tuy nhiên, nền kinh tế Nhật Bản tiếp tục cho thấy dấu hiệu tăng trưởng chậm chạp khi vấn đề đáng quan tâm đối với nền kinh tế này vẫn là đà giảm của chỉ tiêu dùng và nhập khẩu. Trong tháng 5, doanh số bán hàng ghi nhận mức sụt giảm mạnh 11,3% so với dự báo giảm 10,4% trước đó - đánh dấu tháng thứ 8 suy giảm liên tiếp và tốc độ giảm mạnh nhất từ tháng 1 khi như cầu thị trường xuất khẩu của Nhật Bản yếu đi. Cùng lúc đó, nhập khẩu giảm mạnh 13,8% đánh dấu tháng thứ 17 đi xuống liên tiếp. Sự suy giảm mạnh hoạt động xuất nhập khẩu ngay lập tức khiến cho việc cân cân thương mại Nhật Bản ghi nhận mức đỉnh trong tháng 4 không còn mang nhiều ý nghĩa.

Thêm vào đó, tiêu dùng và sản xuất vẫn ghi nhận tín hiệu kém tích cực. Chỉ số giá tiêu dùng giảm 0,4% yoy trong tháng 5. Chỉ số lạm phát lõi cũng ghi nhận mức âm 0,4% yoy trong tháng 5, giảm nhẹ so với mức âm 0,3% trong tháng 4. Lạm phát lõi loại trừ thực phẩm và năng lượng chỉ tăng 0,6% yoy so với +0,7% yoy trong tháng 4. PMI sản xuất của Nhật Bản trong tháng 6 chỉ đạt 48,1- tháng thứ 4 thu hẹp liên tiếp sau khi ghi nhận mức đỉnh trong năm vào tháng 1. Số liệu thất nghiệp ghi nhận ở mức ổn định 3,2%.

Với những dữ liệu trên, trong cuộc họp gần nhất BOJ đã đưa ra quyết định ổn định lãi suất âm 0,1%. Tuy nhiên đáng chú ý, động thái tiếp theo của BOJ sẽ rất đáng chú ý khi đồng Yên đã tăng giá rất mạnh sau sự kiện Brexit. Đồng nội tệ mạnh đe dọa đến hoạt động xuất khẩu Nhật Bản vốn đang suy giảm đáng kể. Kèm theo tác động tiêu cực của thiên tai hồi đầu năm sẽ đe dọa nỗ lực tăng trưởng của nền kinh tế lớn thứ ba thế giới.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Xu hướng thị trường

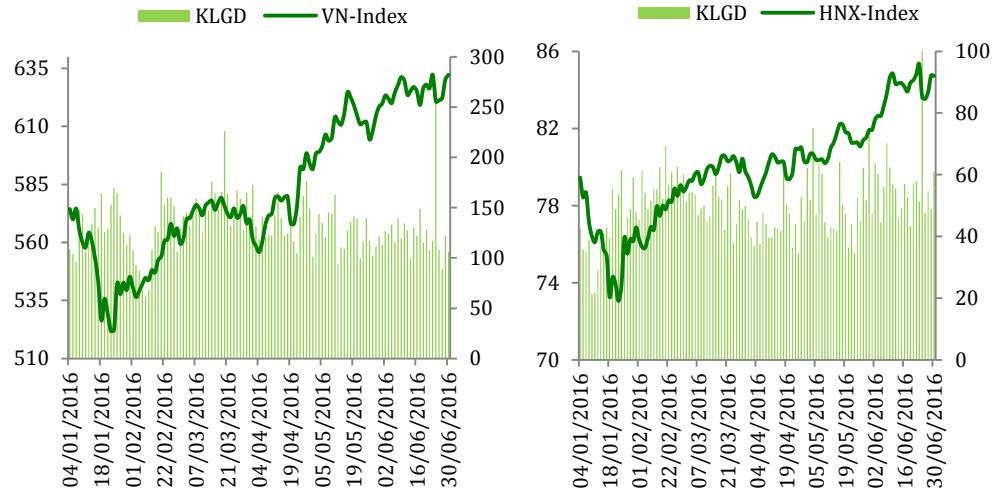


Thị trường lao dốc trong tháng 1 do những ảnh hưởng từ thị trường thế giới. Tuy nhiên, sau đó thị trường chứng kiến nhịp tăng kéo dài trong 5 tháng còn lại.

Năm 2016 mở đầu không suôn sẻ khi liên tiếp đón nhận những tin tức kém tích cực từ thị trường thế giới. Nếu như trong giai đoạn cuối năm 2015, chỉ số lui nhẹ với thanh khoản giảm dần thì sang đầu năm 2016, thị trường chứng kiến áp lực bán tháo mạnh ở hầu hết nhóm cổ phiếu đặc biệt tại nhóm vốn hóa lớn. Kết thúc tháng 1, VN Index giảm mạnh 9,1% chạm vùng hỗ trợ mạnh 520.

Sau đó, nằm ngoài dự đoán của các nhà đầu tư, thị trường ghi nhận con sóng lớn đầu tiên trong năm 2016 kéo dài hơn 5 tháng. Tính cho tới hết Quý 2 năm 2016, VN Index tăng 21,59% kể từ mức đáy trong tháng 1 lên 632,26 điểm và tiến sát tới vùng đỉnh cũ 640 điểm. Trong đó, một số các thông tin hỗ trợ cũng như tin tức tích cực ở các nhóm ngành giúp chỉ số lần lượt vượt qua các ngưỡng kháng cự quan trọng 580 điểm, 600 điểm, 625 điểm,.... Tâm lý lo ngại cho rằng sự kiện Brexit có thể gây ra cú sốc lớn trên thị trường tài chính nhanh chóng qua đi mặc dù thị trường cổ phiếu trải qua phiên rung lắc cực mạnh với biến động hơn 5%. Kịch bản của phiên rũ bỏ đã không xảy ra khi lực cầu bắt đáy mạnh được kích hoạt ngay trong phiên. Qua đó, kỳ vọng về đà tăng trung và dài hạn của thị trường được nối dài.

Xét về khối lượng giao dịch, tính chung trong Quý 2 khối lượng giao dịch trung bình suy giảm nhẹ mặc dù đà tăng vẫn được duy trì ổn định. Nguyên nhân theo chúng tôi không quá khó lý giải khi những thông tin cơ bản được cho là không đủ để hỗ trợ thị trường kéo theo đó là tâm trạng nghi ngờ và hạn chế giải ngân mạnh của nhà đầu tư.

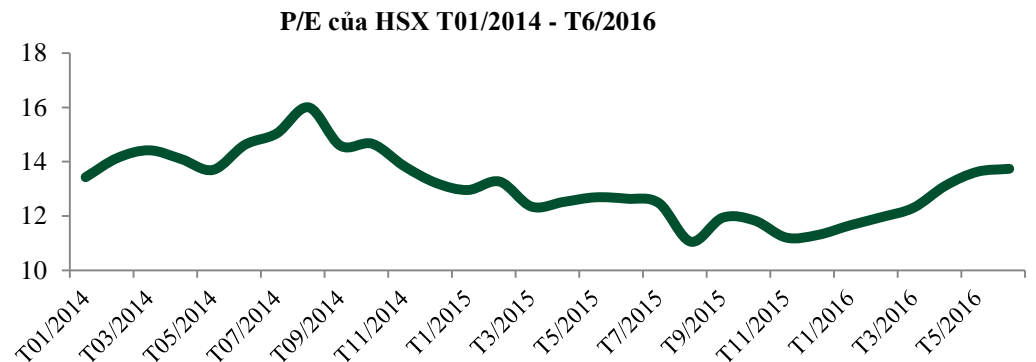


Nguồn: VCBS tổng hợp

Chỉ số P/E 6 tháng đầu năm có xu hướng tăng trở lại và tiếp cận mức đỉnh ghi nhận tháng 8 năm 2014.

Chỉ số P/E của thị trường Việt Nam (sàn HSX) vào cuối Q2 ở mức 13,63; tăng khá mạnh so với mốc 11,31 cuối năm 2015. Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng của chỉ số P/E trong nửa đầu năm có yếu tố chi phối chính là mức tăng đáng kể thị giá của nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn như GAS, VNM, PVD, HPG, HSG,.... Trong đó, nhiều cổ phiếu đã thiết lập mặt bằng giá mới trong vòng 3-5 năm trở lại đây.

Đáng chú ý, khi VN Index nửa đầu năm chỉ tăng 9,19% - chưa bằng một nửa tốc độ tăng của P/E trên HSX, kỳ vọng của nhà đầu tư đang tăng nhanh hơn so với lợi nhuận thực tế mà thị trường mang lại.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

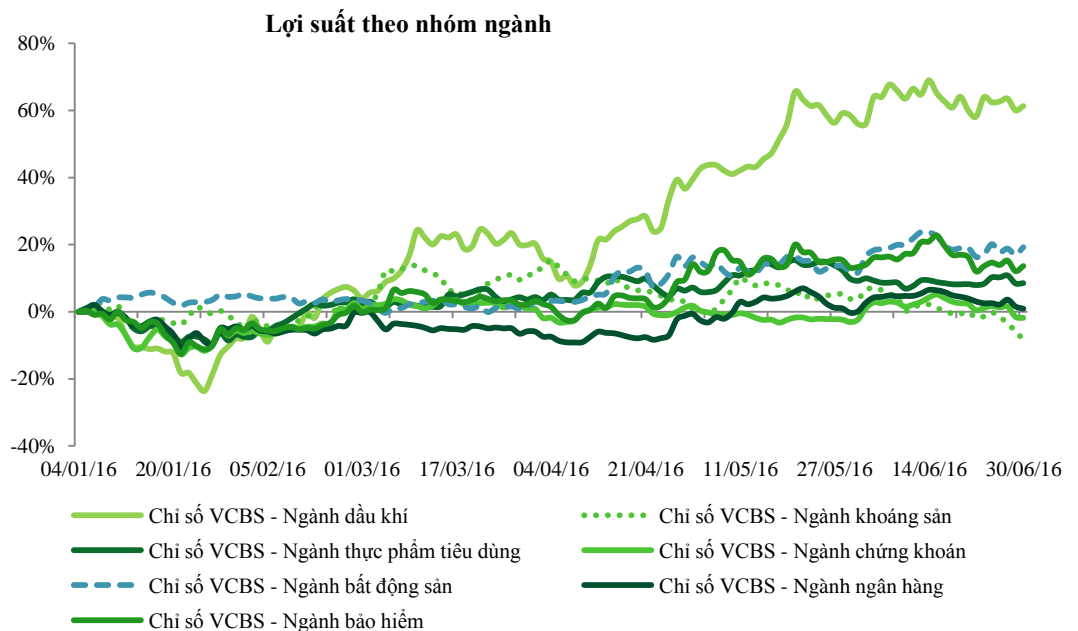
Dầu khí dẫn dắt xu hướng tăng. Vật liệu xây dựng, Mía Đường, Dược phẩm tăng trưởng ấn tượng. Ngân hàng, Chứng khoán trầm lắng.

Cổ phiếu ngành Dầu khí, Vật liệu xây dựng, Dược bút phá. Ngành Ngân hàng, Chứng khoán, Khoáng sản trầm lắng.

Trong nửa đầu năm 2016, trái ngược hoàn toàn với những diễn biến âm ảm trong năm 2015 và tháng 1 năm 2016, nhóm Dầu khí đạt mức lợi suất hấp dẫn (+61,34%). Sự đi lên tích cực này chủ yếu do đã hồi phục của giá Dầu thô từ vùng đáy 26 USD/thùng về quanh ngưỡng 50 USD/ thùng. Xem xét bối cảnh trong nửa năm còn lại, đặc biệt là những tác động sau sự kiện Brexit, giá dầu nhiều khả năng sẽ dao động từ đi ngang đến giảm nhẹ. Qua đó, dư địa từ sự hồi phục của giá dầu sẽ

không còn nhiều, các cổ phiếu Dầu khí khó có thể duy trì mức tăng ấn tượng như thời gian vừa qua.

Bên cạnh nhóm Dầu khí, 6 tháng đầu năm cũng ghi nhận mức tăng trưởng vượt bậc của một số nhóm ngành như Thép, Vật liệu xây dựng, Dược, Mía đường,... Trong đó, các ngành này đều được các tin tức hỗ trợ cá biệt. Đối với ngành Thép là diễn biến giá quặng sắt và giá thép thành phẩm trên thị trường thế giới, kèm theo đó là hỗ trợ chính sách từ động thái áp thuế chống bán phá giá với các mặt hàng thép, đặc biệt là thép Trung Quốc. Đối với nhóm Vật liệu xây dựng, sự hồi phục của ngành Bất động sản được xem là yếu tố thúc đẩy sự tăng trưởng của nhóm ngành theo sau là Vật liệu xây dựng. Trong khi đó, ngành Mía đường ghi nhận mức tăng đáng kể của mặt hàng đường trên thị trường hàng hóa thế giới sau những diễn biến bất lợi thời tiết làm ảnh hưởng năng suất mía trên toàn cầu. Cuối cùng, những kỳ vọng về việc nới room cho nhà đầu tư ngoại kèm theo kết quả kinh doanh của ngành Dược là yếu tố thúc đẩy kỳ vọng tích cực của nhà đầu tư tại nhóm ngành mang tính chất tương đối phòng thủ.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Ở chiều ngược lại, nửa đầu năm 2016 chứng kiến sự ảm đạm của nhóm ngành Ngân hàng. Khác với cùng kỳ năm ngoái, ngành Ngân hàng không còn là điểm sáng của thị trường. Trong khi VN Index đã tăng trưởng 9,19% tính từ đầu năm thì nhóm Ngân hàng hầu như vẫn dậm chân tại chỗ ngoại trừ cổ phiếu đầu ngành là VCB. Chúng tôi đánh giá việc thiếu các tin tức hỗ trợ cũng như kết quả kinh doanh không thực sự nổi bật do ảnh hưởng từ quá trình xử lý nợ xấu và tái cơ cấu hệ thống là nguyên nhân chính kìm hãm ngành Ngân hàng.

Đối với nhóm Chứng khoán, tuy thị trường đã trải qua 6 tháng giao dịch sôi động, cổ phiếu nhóm này vẫn không “nổi sóng”. Điều này có thể được lý giải bởi bối cảnh chung của ngành trong thời gian qua khi hoạt động tái cấu trúc diễn ra mạnh mẽ với nhiều thương vụ mua bán, sáp nhập, thậm chí là giải thể công ty. Khi tương lai của các doanh nghiệp còn chưa thực sự rõ ràng, lại thiếu vắng các thông tin hỗ trợ, cổ phiếu Chứng khoán tạm thời chưa thu hút được nhiều sự chú ý. Tuy nhiên, với đặc thù là nhóm ngành đi sau thị trường, chúng tôi đánh giá triển vọng lạc quan đối với nhóm này trong Quý 3 đặc biệt là tại nhóm cổ phiếu đầu ngành.

Nhóm ngành suy giảm mạnh nhất trong 6 tháng vừa qua là Khoáng sản. Điều này là minh chứng rõ nét cho nhận định khẩu vị đầu tư trên thị trường đang dần thay đổi từ những cổ phiếu mang tính đầu

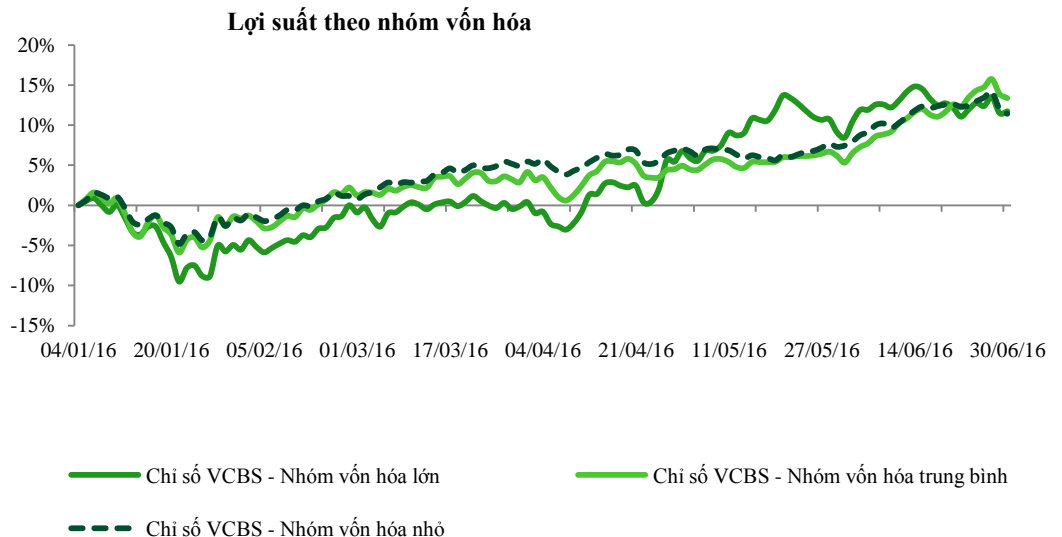
Nhóm vốn hóa lớn nổi bật trong Quý 2 và là trụ đỡ cho đà tăng thị trường. Nhóm vốn hóa trung bình và vốn hóa nhỏ sau đó bắt kịp khá nhanh đà tăng.

cơ với thanh khoản cao, hoạt động kinh doanh không có nhiều nổi bật sang các nhóm cổ phiếu cơ bản. Vì vậy, nhóm Khoáng sản không còn giữ được vị thế của mình dù đã tăng khá tốt trong quý 1, chỉ xếp sau nhóm Dầu khí.

Xét về yếu tố vốn hóa, nhóm vốn hóa lớn là nguyên nhân chính kéo giảm chỉ số đầu Quý 1. Không quá ồn ào, nhưng nhiều cổ phiếu thuộc hai nhóm vốn hóa trung bình và nhỏ cho thấy đà tăng bền bỉ, đem lại lợi nhuận hấp dẫn cho các nhà đầu tư mạo hiểm bắt đầu trong giai đoạn trước và sau kỳ nghỉ Tết Nguyên đán.

Tuy nhiên kể từ giai đoạn Quý 2, nhóm vốn hóa lớn lấy lại được vai trò dẫn dắt. Đây cũng chính là nhóm cổ phiếu có vai trò giữ nhịp trong suốt 5 tháng vừa qua. Hiệu ứng tích cực sau đó được nhanh chóng lan tỏa sang hai nhóm còn lại.

Xét tổng thể, những cổ phiếu tăng mạnh nhất trong nửa đầu năm thuộc về nhóm vốn hóa trung bình được hưởng lợi trực tiếp từ các yếu tố cơ bản như giá hàng hóa phục hồi, hoạt động nói room, thoái vốn. Các đại diện tiêu biểu cho nhóm này có thể kể đến như dòng Dược phẩm, Mía đường. Tuy nhiên, cơ hội tại các cổ phiếu này dường như không dành cho số đông nhà đầu tư mà chủ yếu là cơ hội của các nhà đầu tư nhanh nhạy và nắm bắt thông tin từ trước.



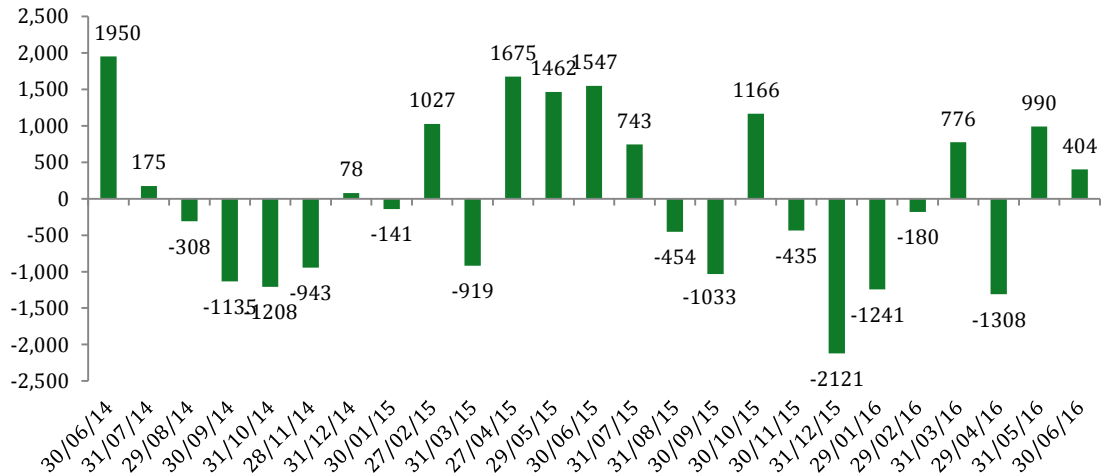
Nguồn: VCBS tổng hợp

Khối ngoại mua ròng trong 6 tháng đầu năm (loại trừ giao dịch tại VIC)

Sau 2 tháng đầu năm hoạt động trầm lắng khối ngoại mua ròng trong 4 tháng còn lại.

Xét trong 6 tháng đầu năm, khối ngoại bán ròng 559 tỷ đồng trên thị trường Việt Nam. Hoạt động mua bán của khối ngoại cũng có sự thay đổi nhất định trong định hướng. 3 năm trở lại đây, khối ngoại thường xuyên có hoạt động mua bán khá tương đồng với diễn biến thị trường chung khi mua ròng tại vùng đáy (520 điểm) và bán ròng tại vùng đỉnh (trên 600 điểm). Tuy nhiên, trong năm nay, hoạt động mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài liên tục được duy trì ngay cả khi chỉ số đã tiệm cận vùng đỉnh cũ. Tầm nhìn, chiến lược đầu tư và cả những chủ thể tham gia thị trường giai đoạn vừa qua đều có những thay đổi. Chiến lược mua thấp bán cao dần được thay thế bởi mua và nắm giữ với tầm nhìn trung và dài hạn.

Tổng giá trị mua ròng của NĐTNN T06/2014 - T6/2016

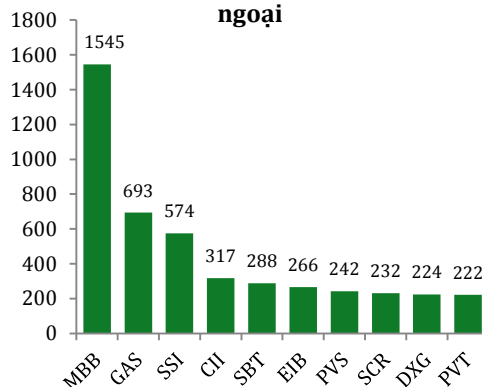


Nguồn: VCBS tổng hợp

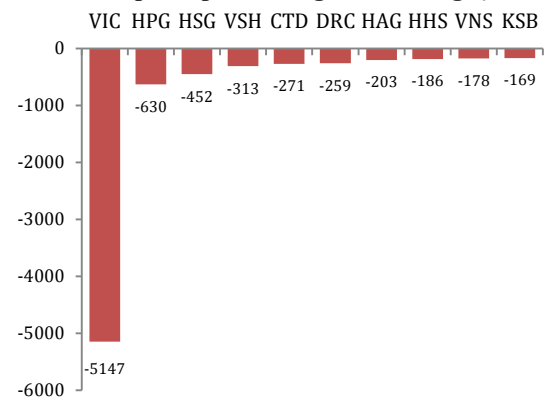
Xét về top các cổ phiếu được khối ngoại giao dịch:

- Giao dịch mua ròng của khối ngoại tập trung chủ yếu vào MBB khi cổ phiếu này hờ room ngoại. Trong khi đó với sự phục hồi mạnh mẽ của nhóm Dầu khí trong nhịp tăng này, GAS lọt top mua ròng của khối ngoại. Xu hướng nửa đầu năm, khối ngoại tiếp tục chuyển hướng mua ròng sang các cổ phiếu vốn hóa trung bình và vốn hóa nhỏ.
- Trong khi đó giá trị bán ròng ngoài tập trung chủ yếu tại VIC với sức ép từ lượng trái phiếu chuyển đổi từ các tổ chức nước ngoài. Tuy nhiên, nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn khác như HSG, HPG, DRC cũng lọt top cổ phiếu bán ròng cho thấy xu hướng tái cơ cấu danh mục của nhà đầu tư ngoại.

Top 10 cp mua ròng của khối ngoại



Top 10 cp bán ròng của khối ngoại



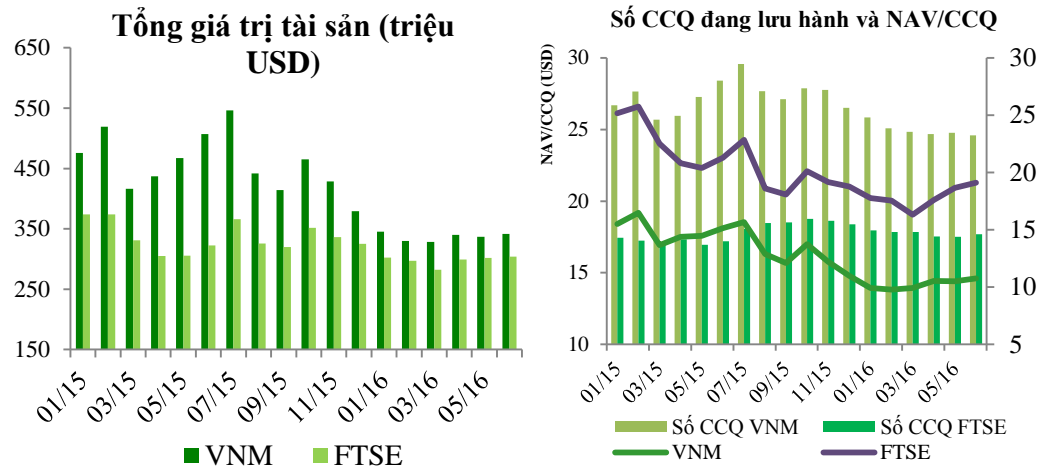
Nguồn: VCBS tổng hợp

Diễn biến hoạt động các Quỹ ETF tiếp tục trầm lắng

ETF ghi nhận xu hướng rút ròng chứng chỉ Quỹ trong Quý 1 và sau đó hồi phục không đáng kể.

Trong 2 Quý, Quỹ FTSE bị rút ròng 650 nghìn chứng chỉ quỹ tương ứng lượng vốn rút ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam khoảng 275 tỷ đồng. Trong khi đó, Quỹ VNM cũng ghi nhận rút ròng 2,4 triệu chứng chỉ quỹ tương ứng giá trị rút ròng trên thị trường Việt Nam khoảng 488 tỷ đồng. Như vậy, cả về số lượng chứng chỉ quỹ lưu hành cũng như giá trị của 2 quỹ ETF đã có những

dấu hiệu giảm mạnh so với giai đoạn cuối Quý 4 năm 2015 và trái ngược với xu thế bơm ròng nhẹ cùng kỳ năm ngoái.



Nguồn: VCBS

Điều này một lần nữa củng cố cho nhận định dòng vốn từ các quỹ ETF dù vẫn giữ vị thế quan trọng nhưng mức độ ảnh hưởng đang có sự suy giảm rõ nét so với thời điểm trước. Diễn biến này theo đó thể được lý giải bởi sự trầm lắng của một số cổ phiếu trong danh mục nắm giữ của các Quỹ này trong giai đoạn thị trường đặc biệt ưa chuộng các cổ phiếu vốn hóa trung bình và nhỏ với yếu tố cơ bản hỗ trợ.

Triển vọng 6 tháng cuối năm: Dư địa tăng tồn tại trong trung hạn. Rủi ro hình thành bong bóng tài sản trong dài hạn.

Thị trường nhiều khả năng duy trì trạng thái tích cực trong Quý 3 và sau đó có thể chứng kiến những kịch bản kém tích cực trong Quý 4.

Với các bước các diễn biến tích cực ngoài dự đoán trên thị trường, chỉ số đã đón nhận con sóng lớn đầu tiên trong năm kéo dài hơn 5 tháng. Chúng tôi đánh giá các yếu tố chính chi phối xu hướng của thị trường trong giai đoạn 6 tháng cuối năm sẽ là:

- (1) Sự cải thiện đáng kể KQKD ở một số Bluechips tiếp tục có thể tạo ra các tác động tích cực lên thị trường. Trong đó, nổi bật nhất là cổ phiếu thuộc nhóm ngành Thép, Dầu khí, Thực phẩm tiêu dùng, Bảo hiểm,....
- (2) **Khối ngoại tiếp tục tích cực hoạt động trong Quý 3 khi các rủi ro vẫn chưa bộc lộ.** Mặc dù nhiều khả năng thị trường sẽ không ghi nhận những dòng vốn mới ào ạt như giai đoạn Quý 2. Nhưng với kỳ vọng các ngân hàng trung ương duy trì các biện pháp nới lỏng và FED sẽ không vội vàng tăng lãi suất ít nhất trong năm nay. Dòng vốn ngoại dù không quá dồi dào như giai đoạn trước nhưng vẫn sẽ được duy trì trên thị trường.
- (3) Trong khi đó, từ đầu năm tới nay, NHNN đã tiến hành mua ngoại tệ nhằm tăng dự trữ ngoại hối. Động thái này, có ý nghĩa giống như biện pháp nới lỏng khi góp phần duy trì trạng thái thanh khoản tiền đồng dồi dào trên thị trường. Khi đó, thị trường cổ phiếu bằng cách này hay cách khác sẽ được bổ sung dòng vốn nội mới. Đây được xem là một trong những yếu tố hỗ trợ xu hướng tăng trung hạn của thị trường chứng khoán.
- (4) Trong giai đoạn tháng 7, kết quả kinh doanh của nhiều doanh nghiệp sẽ được công bố. Theo đó, các doanh nghiệp tận dụng được lợi thế về biến động giá cả hàng hóa, tiết giảm chi phí sản xuất và quản trị doanh nghiệp tốt có thể tiếp tục thu hút được dòng tiền.

(5) Trong khi đó, các doanh nghiệp với các thương vụ M&A hay thoái vốn nhà nước vẫn sẽ dành được sự quan tâm đáng kể của nhà đầu tư. Trong đó, những thương vụ đáng chú ý và đang diễn ra trong Quý 1 đáng chú ý có các thương vụ như (i) Thoái vốn nhà nước tại cổ phiếu KSB; (ii) Thương vụ M&A giữa C32 và Đá Hóa An (DHA); (iii) Thương vụ mua lại doanh nghiệp gỗ Trường Thành của VIC. Và còn nhiều các thương vụ chúng tôi đánh giá nhiều khả năng bùng nổ trong 6T cuối năm 2016.

Các yếu tố rủi ro tiềm ẩn khiến thị trường có thể chứng kiến nhịp đảo chiều vào nửa sau Quý 3 hoặc đầu Quý 4

Tuy nhiên, cuối Quý 3, đầu Quý 4, chúng tôi không loại trừ khả năng thị trường đảo chiều suy giảm. Trong đó, các yếu tố thúc đẩy nhận định trên bao gồm:

(1) Nền kinh tế trong nước có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại. Cụ thể, tăng trưởng GDP trong Quý 2 chỉ đạt 5,55%. Qua đó, mức tăng trưởng 6 tháng đầu năm đạt 5,52% - khá thấp so với mức tăng trưởng 6,28% cùng kỳ năm ngoái. Xét chung trong 6 tháng đầu năm, ngoại trừ khu vực dịch vụ, tất cả các khu vực còn lại đều có dấu hiệu giảm tốc. Thêm vào đó, với mức tăng trưởng này chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng 6,7% trong năm 2016 là gần như không thể đạt được, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP 2016 của Việt Nam về mức 5,8% - 6%.

(2) Sự kiện Brexit và các ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp lên thị trường Việt Nam. Trong đó, chúng tôi đánh giá ảnh hưởng nhiều nhất và rõ nét nhất là yếu tố tỷ giá. Xét tới các yếu tố như tăng trưởng kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ giảm tốc cùng với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ tăng trưởng, NHNN sẽ không còn nhiều dư địa chính sách để giữ ổn định tỷ giá. Như vậy, sau khi được giữ ổn định trong 6 tháng đầu năm, chúng tôi đánh giá, tỷ giá giai đoạn 6 tháng cuối năm nhiều khả năng biến động nhiều hơn. Điểm mấu chốt theo chúng tôi nằm ở việc thời điểm và cách thức NHNN lựa chọn để điều chỉnh. Với những chính sách điều hành hợp lý, đúng lúc, tác động từ phía rủi ro tỷ giá lên thị trường hoàn toàn có thể được hạn chế một cách đáng kể.

(3) Sau sự kiện Brexit, thị trường tài chính, hối đoái thế giới chứng kiến rất nhiều biến động mạnh. Trong đó, các tài sản an toàn được rất nhiều nhà đầu tư tìm đến như vịnh trú bão như vàng, đồng Yên hay USD. Theo đó, không loại trừ khả năng dòng tiền vào thị trường sẽ bị phân tán sang các kênh đầu tư khác như vàng, ngoại tệ hay Bất động sản. Cũng cần lưu ý thêm chu kỳ tăng nóng và mạnh của giá vàng thường báo hiệu cho xu hướng suy giảm của nền kinh tế. Vì vậy sự thận trọng của nhà đầu tư trong trung và dài hạn là hết sức cần thiết.

(4) Đồng thời áp lực từ vấn đề nợ công có thể trở thành yếu tố đe dọa đến sự ổn định thị trường khi cộng hưởng với kinh tế vĩ mô không như kỳ vọng. Kèm theo đó, là áp lực từ việc thu không đủ chi khi giá dầu thô được dự báo ổn định quanh ngưỡng 50 USD/ thùng tới cuối năm nay.

Như vậy, bất chấp những rủi ro ở mức đáng kể, xu hướng thị trường vẫn duy trì trạng thái tích cực nhờ hưởng lợi từ các biện pháp kích thích, nới lỏng. Theo đó, trong ngắn hạn chúng tôi kỳ vọng xu hướng tích cực của thị trường. Tuy nhiên, trong trung và dài hạn, khi kinh tế vĩ mô giảm tốc, dòng tiền bằng cách này hay cách khác vẫn chảy vào thị trường chứng khoán thì việc hình thành rủi ro về bong bóng tài sản cũng sẽ là yếu tố nhà đầu tư nên cân nhắc.

Các yếu tố mang đến tác động hai chiều:

(1) Chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư quan tâm tới diễn biến giá cả hàng hóa thế giới. Yếu tố này là nhân tố chính tác động đến nhiều doanh nghiệp trong suốt 6 tháng đầu năm và dự báo sẽ còn tiếp tục là tâm điểm ảnh hưởng đến triển vọng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Theo chiều hướng tích cực, doanh nghiệp tận dụng được lợi thế giá cả hàng hóa sẽ tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận và kết quả kinh doanh. Ở chiều ngược lại các doanh nghiệp không có chính sách hàng tồn kho hợp lý sẽ đứng trước áp lực tụt hậu so với các doanh nghiệp cùng ngành và giảm sức hấp dẫn tương đối của doanh nghiệp.

(2) Với dự đoán, tỷ giá nhiều khả năng ghi nhận nhiều biến động hơn. Chúng tôi lưu tâm đến các

doanh nghiệp có các khoản nợ bằng ngoại tệ như USD, EUR hay CNY khi diễn biến tỷ giá nhiều khả năng sẽ biến động mạnh trong 6 tháng cuối năm

Các cổ phiếu vốn hóa lớn được kỳ vọng giúp giữ nhịp tăng của thị trường. Tiềm năng tăng trưởng cổ phiếu nhóm vốn hóa trung bình và vốn hóa nhỏ duy trì.

Trong Quý 2, trong bối cảnh chỉ số đã chinh phục thành công ngưỡng kháng cự mạnh và hình thành xu hướng mới, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư ưu tiên phân bổ tỷ trọng cổ phiếu trong danh mục vào cổ phiếu dẫn dắt xu hướng thị trường và thu hút được dòng tiền. Bên cạnh đó, các cổ phiếu có các yếu tố cơ bản tốt và thông tin hỗ trợ đặc biệt sẽ tiếp tục là tâm điểm của thị trường. Chúng tôi đánh giá triển vọng Quý 2 của một số nhóm cổ phiếu như sau:

(1) **Nhóm Ngân hàng:** Lợi nhuận ngân hàng sẽ chứng kiến sự phân hóa mạnh. Với những văn bản pháp lý liên tiếp được ban hành theo hướng làm trong sạch, lành mạnh hệ thống, nhiều ngân hàng sẽ gặp những khó khăn không nhỏ. Tuy nhiên ở chiều ngược lại các ngân hàng có cơ cấu tài sản tốt, lợi thế về quy mô sẽ tiếp mở rộng về doanh thu cũng như lợi nhuận.

(2) **Nhóm Bất động sản- Vật liệu xây dựng:** Nhu cầu xây dựng và bất động sản có triển vọng tăng trưởng đáng kể nhờ dòng vốn đầu tư nước ngoài đón đầu hiệp định thương mại tự do TPP. Cùng với đó, diễn biến giá cả hàng hóa nguyên vật liệu đầu vào là các yếu tố mà nhà đầu tư cần quan tâm ở các nhóm này. Xu hướng phục hồi nhóm Bất động sản sẽ tạo ra cơ hội thúc đẩy tăng trưởng tại nhóm ngành theo sau- vật liệu xây dựng và xây lắp. Bên cạnh đó các nhóm Cảng biển hay Bất động sản khu công nghiệp cũng được kỳ vọng hưởng lợi từ yếu tố này.

(3) **Nhóm Thép:** Tiếp tục xoay quanh một số yếu tố chủ chốt như (i) các bước đi hỗ trợ chính sách thuế chống bán phá giá, (2) diễn biến giá các nguyên liệu như quặng sắt hay giá thép thành phẩm.

(4) **Nhóm Dầu khí:** Diễn biến của nhóm này phụ thuộc lớn vào biến động giá cả Dầu thô thế giới. Mặc dù vậy, với việc giá dầu được dự đoán giao dịch ổn định quanh ngưỡng 50 USD/ thùng chúng tôi cho rằng nhóm Dầu khí sẽ có lợi thế nhất định trong tăng trưởng hoặc ít nhất giữ ổn định trong 6 tháng cuối năm khi tình trạng dư cung không nghiêm trọng như dự báo.

(5) **Nhóm Chứng khoán:** Việc nhóm này khá trầm lắng trong 6 tháng đầu năm trong khi thị trường đã tăng trưởng khá ấn tượng khiến chúng tôi kỳ vọng sự bứt phá tại nhóm này đặc biệt là các cổ phiếu đầu ngành như SSI hay HCM những cổ phiếu có lợi thế lớn về quy mô và thị phần trên thị trường.

Dòng vốn ngoại được kỳ vọng sẽ có thể tích cực trở lại theo sau những thông tin hỗ trợ.

Với những phản ứng từ thị trường thế giới kèm theo những biến động rất mạnh tại các cặp tiền tệ chủ chốt, các Ngân hàng Trung ương nhiều khả năng sẽ tiếp tục áp dụng hoặc thậm chí là tăng cường các biện pháp nới lỏng. Trong khi đó, FED nhiều khả năng sẽ phải lùi thời điểm tăng lãi suất. Như vậy, các yếu tố này sẽ giúp cho dòng vốn giá rẻ duy trì trên thị trường biên và mới nổi, bao gồm Việt Nam.

Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, xét trên khía cạnh rủi ro, sự kiện Brexit sẽ làm tăng tâm lý e ngại rủi ro từ đó làm giảm tính hấp dẫn đối với dòng tiền của kênh đầu tư cổ phiếu, đặc biệt là khi so sánh với các kênh đầu tư khác mang tính trú ẩn như vàng hoặc một số ngoại tệ mạnh. Theo đó, khả năng xuất hiện dòng vốn ngoại mới hiện vẫn đang là dấu hỏi.

Như vậy, tôi cho rằng, trong 6 tháng cuối năm, dòng vốn ngoại trên thị trường dù vẫn theo xu hướng mua ròng nhưng nhiều khả năng sẽ không còn quá dồi dào như giai đoạn nửa đầu năm

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Trong 6 tháng đầu năm 2016, có thể nhận thấy cổ phiếu ngành dầu khí và vật liệu xây dựng, đặc biệt là thép là nhóm dẫn dắt thị trường. Giá nguyên liệu phục hồi giúp 2 nhóm này tăng giá tương đối ổn định trong nửa đầu năm. Bên cạnh đó, một số nhóm ngành cũng duy trì tốc độ tăng trưởng tốt như Mía đường, Xây dựng và Bất động sản. Nhóm cổ phiếu ngành dược cũng tăng khá mạnh trong thời gian gần đây với thông tin nói room và các hoạt động M&A.

Về triển vọng 6 tháng cuối năm 2016, chúng tôi cho rằng nhiều doanh nghiệp sẽ có KQKD tốt. Giai đoạn này, nhà đầu tư nên tập trung vào những cổ phiếu có KQKD từ hoạt động chính tương đối ổn định, định giá còn thấp so với mặt bằng chung.

Tốc độ tăng trưởng tín dụng ngành ngân hàng mạnh hơn trong các tháng cuối năm

Ngành [Ngân hàng](#) được kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng mạnh hơn trong các tháng cuối năm theo yếu tố mùa vụ nhưng không thay đổi quan điểm dự báo ở mức 16%. Mặt bằng lãi suất tương đối ổn định, có thể tăng nhẹ trong nhóm lãi suất huy động ở các kỳ hạn khác nhau. Nợ xấu đã được kiểm soát ở mức 3% từ năm 2015, nhưng các ngân hàng trong hệ thống (ngoại trừ VCB) vẫn chịu áp lực về chi phí trích lập dự phòng do một khối lượng lớn nợ xấu được bán bằng trái phiếu đặc biệt trong năm 2015.

Bất động sản, cảng biển và bao bì tiếp tục giữ tốc độ tăng trưởng tốt và hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do.

Tổng lượng cầu trong nhiều phân khúc [Bất động sản](#) cao cấp có khả năng tiếp tục giảm nhẹ do nhu cầu thị trường đã đạt mức bão hòa, trong khi đó, phân khúc trung cấp sẽ chiếm tỷ trọng cao hơn do phù hợp với nhu cầu của đa số người dân. Thông tư 06 sẽ dẫn tác động đến thị trường và gây ra một số khó khăn nhất định cho các chủ đầu tư và người mua nhà khi việc vay vốn qua kênh tín dụng ngân hàng sẽ khó khăn hơn. Triển vọng hội nhập sẽ là động lực quan trọng cho sự tăng trưởng của phân khúc bất động sản công nghiệp khi các hiệp định thương mại được hiện thực hoá, thu hút dòng vốn FDI đầu tư cho nhà máy, văn phòng và cơ sở kinh doanh tại Việt Nam.

[Cảng biển](#) cũng là ngành công nghiệp được hưởng lợi sau khi Việt Nam gia nhập các hiệp định thương mại quốc tế. Sự tăng trưởng trong hoạt động xuất nhập khẩu sẽ gia tăng nhu cầu về các dịch vụ vận tải biển. Tuy nhiên, triển vọng vận tải biển hàng khô và container trong thời gian tới có khả năng sẽ tiêu cực đi do sự mất cân bằng cung cầu tàu biển kéo dài.

Làn sóng hội nhập mang lại cơ hội cho ngành [Bao bì](#) khi thu hút được nguồn vốn FDI từ các doanh nghiệp nước ngoài với các nhà máy quy mô lớn. Bên cạnh đó, nhu cầu cho các khách hàng là nhóm ngành Hàng tiêu dùng cũng tiếp tục tăng trưởng tốt tạo cơ hội cho ngành bao bì trong tương lai.

El Nino chấm dứt mở ra cơ hội phục hồi về cuối năm cho các doanh nghiệp thủy điện

Đối với [ngành điện](#), hiện tượng El Nino sẽ chấm dứt và khả năng xuất hiện hiện tượng La Nina vào những tháng cuối năm là tương đối cao. Theo đó, các nhà máy thủy điện với KQKD kém tích cực trong nửa đầu năm do ảnh hưởng của El Nino sẽ có triển vọng khả quan hơn vào các tháng cuối năm. Tuy nhiên, biến động khó lường của tỷ giá chính là yếu tố rủi ro chính của các doanh nghiệp vay nợ nhiều bằng ngoại tệ.

Sau đà tăng mạnh trong đầu năm, tốc độ tăng trưởng ngành thép được dự báo sẽ chững lại

[Ngành thép](#) đã chứng kiến sự tăng trưởng khá tốt trong nửa đầu năm khi hầu hết giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trong ngành đều ghi nhận mức tăng trưởng vượt bậc. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự phục hồi của thị trường thép là chưa thực sự bền vững, giá bán khó tăng mạnh tiếp trong nửa cuối năm do Việt Nam vẫn chịu áp lực giảm hàng rào thuế quan theo các hiệp định tự do, trong đó, mặt hàng thép có trong danh mục được ưu đãi thuế nhập khẩu. Đồng thời, biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm được dự báo sẽ thu hẹp hơn so với thời điểm đầu năm khi lượng tồn kho giá rẻ đã được giải phóng gần hết và sức ép cạnh tranh lớn trong toàn ngành.

Dựa trên triển vọng ngành và từng doanh nghiệp, chúng tôi đưa ra các khuyến nghị đầu tư như sau:

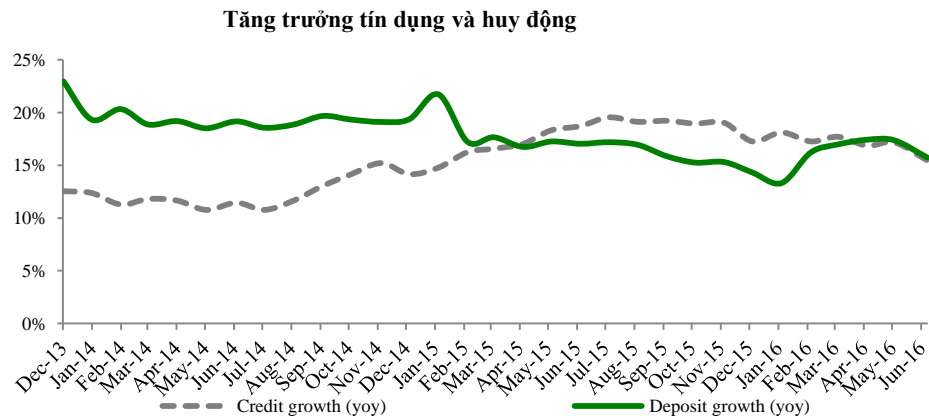
TT	Ngành	Khuyến nghị đầu tư
1	Ngành Ngân hàng	VCB : Nắm giữ ACB: Nắm giữ
2	Ngành Bất động sản	VIC: Nắm giữ HUT: Mua
3	Ngành Logistics	GMD: Nắm giữ VSC: Mua PVT: Mua
4	Ngành Điện	NT2: Nắm giữ
5	Ngành Bao Bì	DHC: Nắm giữ BPC: Mua
6	Ngành Thép	HPG: Nắm giữ VGS: Mua

Ngành Ngân hàng

Diễn biến ngành 1H.2016

Tín dụng vẫn giữ mặt bằng tăng trưởng cao, dù có phần chững lại so với cùng kỳ. Tăng trưởng huy động được đẩy mạnh. Tính đến tháng 20/6/2016, tín dụng tăng trưởng 6,2% ytd, chững lại so với cùng kỳ (+7,86% ytd) mặc dù vẫn giữ ở mức cao. Nông nghiệp, dịch vụ và vận tải viễn thông là các lĩnh vực chính thúc đẩy cầu tín dụng. Huy động quay lại đà tăng trưởng mạnh đạt 8,23% ytd, và vượt đà tăng tín dụng từ cuối tháng 2. Cầu huy động tăng mạnh đã được chúng tôi giải thích trong [báo cáo ngân hàng](#) gần đây, với động lực chính đến từ việc các NHTM cơ cấu lại nguồn vốn huy động theo hướng tăng kỳ hạn trung dài hạn để đảm bảo các yêu cầu cao hơn của Thông tư mới (06) sửa đổi TT36, đồng thời đảm bảo thanh khoản khi tín dụng tăng mạnh cuối năm 2015 đã đẩy LDR lên cao.

Động lực tăng trưởng tín dụng và huy động hoàn toàn đến từ VND, cho vay và huy động USD suy giảm, lần lượt giảm 5,97% và 5,07% sau 5 tháng. Trần lãi suất huy động điều chỉnh giảm về 0% đang triệt tiêu động lực gửi ngoại tệ của người dân, trong khi rủi ro tỷ giá và các quy định hành chính (như Thông tư 24) tác động tiêu cực lên cầu vay ngoại tệ. (Lưu ý: Thông tư 24 từ cuối tháng 5 đã được sửa đổi theo hướng nới lỏng bớt quy định cho vay chặt chẽ trước đó).

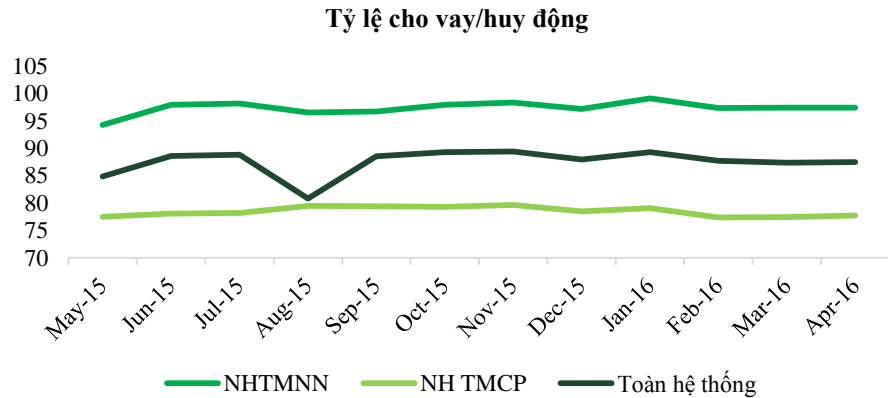


Nguồn: VCBS tổng hợp

Lãi suất huy động chịu áp lực tăng 20-30 bps trong 2 tháng đầu năm. Lãi suất cho vay nhìn chung ổn định. Cuộc đua huy động vốn trong các tháng đầu năm đã đẩy lãi suất huy động tăng khoảng 20-30 bps, chủ yếu ở các kỳ hạn dài. Tuy nhiên, kể từ quý 2, mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng ổn định, mặc dù chúng tôi đã nhận thấy 1 số điều chỉnh ở các ngân hàng nhỏ theo hướng giảm nhẹ lãi suất huy động khoảng 8-10bps. Sự việc này đồng thời với việc thanh khoản hệ thống dồi dào trở lại từ sau quý 1, đưa chúng tôi đến quan điểm rằng nhu cầu cân đối nguồn vốn ngắn hạn cho vay dài hạn đã được giải tỏa phần nào, và 1 số nhà băng điều chỉnh lại chi phí vốn huy động để đảm bảo tỷ lệ NIM.

Trái với biến động của lãi suất huy động, lãi suất cho vay nhìn chung ổn định trong cả 5 tháng, ngoại trừ 1 điều chỉnh nhỏ sau động thái kêu gọi giảm lãi suất cho vay hỗ trợ doanh nghiệp của Thủ tướng vào cuối tháng 4. Đi đầu xu hướng hướng ứng này là 1 số NHTMCP Nhà nước như BIDV, Vietinbank cam kết mức trần cho vay trung dài hạn không quá 10%/năm và giảm 0,5%/năm đối với các khoản vay ngắn hạn.

Về mặt bằng lãi suất, ngoài nhu cầu cơ cấu nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn như đã trình bày ở trên, chúng tôi cho rằng xu hướng tăng là tất yếu trong bối cảnh (1) lạm phát có dấu hiệu gia tăng; (2) mặt bằng lãi suất đưa về mức thấp trong khoảng 3 năm nay, khiến lợi suất gửi tiền trở nên kém hấp dẫn so với các kênh đầu tư khác; (3) rủi ro tỷ giá vẫn hiện hữu. Theo đó, việc giữ mặt bằng lãi suất ở mức khá ổn định như hiện nay là sự cố gắng và có phần hi sinh ở hầu hết các ngân hàng, chủ yếu nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế khá cao (6,7%) của Chính phủ.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Hệ số LDR toàn hệ thống giảm nhẹ từ 89,31% (T1/2016) xuống 87,52% (T4/2016) sau động thái tăng huy động giảm áp lực thanh khoản tại các ngân hàng trong các tháng đầu năm. Mặc dù vậy, tỷ lệ này vẫn đang cao và vượt trần ở nhóm NHTMNN (bao gồm VCB, BID và CTG) với mức 97,44% cuối T4.2016 (tỷ lệ LDR trần áp dụng theo TT06 sửa đổi TT36 đối với nhóm NHTMNN không bao gồm VCB, BID và CTG là 90%, ở 3 ngân hàng lớn trên là 80%, bằng mức quy định của nhóm NHTMCP).

Thông tư 06 sửa đổi Thông tư 36 được ban hành với định hướng chính là siết lại các tỷ lệ an toàn tài chính tại các TCTD và nâng cao dự phòng rủi ro cho toàn hệ thống. Trong ngắn hạn, một số điều khoản của TT06 có thể khiến (1) Dòng vốn vào thị trường BĐS chịu tác động tiêu cực; (2) Sự phân hóa rõ hơn giữa các ngân hàng có chính sách quản trị rủi ro tốt, hệ số an toàn hoạt động cao với các ngân hàng đã tăng trưởng nóng, tiềm ẩn nhiều rủi ro về chất lượng tín dụng. Tuy nhiên, so với dự thảo trước đó, TT06 có phần “giảm nhẹ và kéo dài thời gian chuẩn bị” nên phản ứng thị trường có phần bớt tiêu cực hơn. Ngoài ra, một số điều khoản của TT06 góp phần hỗ trợ nhu cầu thị trường TPCP - vốn là một trong những kênh huy động vốn quan trọng trong bối cảnh ngân sách căng thẳng như hiện nay. (Xem thêm: [Báo cáo đánh giá TT06](#)).

Hệ số CAR tiếp tục suy giảm từ 13% xuống 12,76% toàn hệ thống. Điều này là tất yếu trong bối cảnh nguồn vốn tự có tại các ngân hàng gia tăng không đáng kể, trong khi tăng trưởng cho vay vẫn giữ ở mức cao. Đặc biệt, tăng trưởng cho vay BĐS (có hệ số rủi ro cao) tăng 5,76% trong 6 tháng. Nhu cầu tăng vốn cải thiện CAR là bức thiết đối với toàn ngành, đặc biệt ở nhóm NHNN khi tỷ lệ CAR đã giảm về 9,21% (so với sàn 9%). Hầu hết các ngân hàng đều đưa kế hoạch tăng vốn vào nghị quyết ĐHCĐ thường niên năm nay, và tại thời điểm hết Q2, 1 số ngân hàng đã bắt đầu thực hiện kế hoạch như VCB, ACB. Đáng chú ý, một diễn biến gần đây của Bộ Tài chính khi thúc ép việc chia cổ tức của 2 NHNN là BID và CTG (đang có tỷ lệ CAR rất thấp), sẽ gây áp lực đáng kể lên khả năng cải thiện CAR để đảm bảo tăng trưởng dài hạn.

Tỷ lệ nợ xấu có dấu hiệu gia tăng từ cuối năm 2015. Tính đến hết Q1, tỷ lệ nợ xấu theo thống kê từ NHNN là 2,62%, cao hơn mức 2,55% cuối năm 2015. Bên cạnh yếu tố “mô típ” từ năm 2010 đến nay (tỷ lệ nợ xấu báo cáo thường thấp vào cuối năm), chúng tôi cho rằng đây có thể là hệ quả tất yếu của việc gia tăng tín dụng bất động sản trong năm 2015.

Tỷ lệ nợ xấu về dưới 3% từ cuối năm 2015 khiến áp lực bán nợ cho VAMC thực sự giảm bớt. Tính đến hết tháng 6, tổng số nợ VAMC mua được là 11.813 tỷ đồng, thấp hơn hẳn so với cùng kỳ (28.000 tỷ đồng). Xử lý nợ hiện tại tập trung hơn vào việc cơ cấu và giải quyết nợ thay vì bán nợ cho VAMC để giảm tỷ lệ báo cáo. Theo đó, **chúng tôi nhận thấy một số tín hiệu tích cực về quá trình xử lý nợ xấu**, bao gồm (1) Phát biểu của Đại diện VAMC về việc tiến hành mua nợ xấu bằng tiền mặt trong năm nay; (2) Thông tư 08 được ban hành, tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý trong việc xử lý nợ xấu theo giá trị thị

trường và củng cố quyền hạn của VAMC ([Báo cáo đánh giá TT08](#)). Quan điểm của chúng tôi đối với việc mua nợ xấu bằng giá trị thị trường: vấn đề mấu chốt nằm ở việc nguồn tiền để VAMC mua nợ xấu; với bối cảnh quy mô vốn của VAMC còn rất nhỏ so với quy mô nợ xấu toàn hệ thống và ngân sách còn nhiều eo hẹp như hiện nay, chúng tôi cho rằng VAMC sẽ còn cần huy động rất nhiều nguồn lực để hiện thực hóa chủ trương này. Về việc củng cố quyền hạn của VAMC trong TT08: Mặc dù chưa hoàn toàn triệt để, việc TT08 gia tăng khả năng can thiệp nhất định đối với vấn đề mấu chốt (quan hệ sở hữu giữa các bên) cũng góp phần tăng tính chủ động cho VAMC và có thể kỳ vọng phần nào về cải thiện thời gian xử lý nợ xấu.

Quá trình tái cơ cấu ngân hàng tiếp tục được diễn ra, dù không có quá nhiều sự kiện nổi bật trong nửa đầu năm, bao gồm (1) Giảm sở hữu chéo (như CTG thoái vốn khỏi Saigonbank, Maritime Bank thoái vốn khỏi MBB), (2) Các ngân hàng tiếp tục thực hiện tự tái cơ cấu (như ABBbank) hoặc được tiếp nhận bởi NHNN (như PVCombank – quá trình này đã diễn ra từ năm ngoái, thông tin mới từ ĐHCĐ của PVCombank cho thấy sắp hoàn thành); và (3) NHNN thực hiện việc thanh tra để can thiệp vào quá trình tái cơ cấu ngân hàng (như trường hợp của EIB).

KQKD các ngân hàng phân hóa mạnh trong Q1.2016. Có sự khác nhau rất lớn giữa KQKD giữa các ngân hàng trong tất cả các tiêu chí, hầu như chúng tôi chỉ có thể nói được điểm chung duy nhất là mặt bằng NIM đã giảm từ 3,12% (Q1.2015) xuống 2,76% (Q1.2016). Điều này có thể xuất phát từ mặt bằng lãi suất đã đi xuống từ cuối năm ngoái, hoặc bản thân mỗi ngân hàng có câu chuyện riêng cộng hưởng như thay đổi cơ cấu tài sản sinh lãi, thoái thu lãi nhiều... Về vấn đề phân hóa KQKD, việc chọn ra những nhóm tăng trưởng cao là dễ dàng (như VCB, CTG, SHB) nhưng chúng tôi cho rằng điều này không đồng nghĩa với việc đánh giá cổ phiếu thuộc nhóm này là tích cực, do (1) Q1 thường là thời gian thấp điểm của tín dụng nên không đại diện cho cả năm; (2) Sự sai khác giữa trích lập dự phòng giữa các quý là lớn, trong khi tăng trưởng có thể đến từ trì hoãn trích lập; (3) Kể cả trong trường hợp trích lập cao, tỷ lệ nợ xấu và chất lượng tài sản cũng là vấn đề cần lưu ý. Theo đó, VCBS không bất ngờ về sự phân hóa này do bản thân mỗi ngân hàng đang đứng ở vị thế và quan điểm điều hành khác nhau trong lộ trình tái cơ cấu toàn hệ thống và cho rằng, diễn biến này sẽ tiếp tục chi phối KQKD ngành trong suốt cả năm nay.

Tốc độ tăng	Tín dụng	Huy động	TN lãi thuần	TN ngoài lãi	TN hoạt động	CP dự phòng	LNTT	Tỷ lệ nợ xấu	NIM	
									Q1.2016	Q1.2015
VCB	6,30%	2,69%	29,6%	21,5%	28,7%	-14,0%	58,0%	1,9%	2,81%	2,67%
BID	4,2%	8,5%	22,8%	59,2%	27,0%	103,4%	-8,6%	1,3%	2,73%	2,92%
CTG	2,8%	2,1%	14,6%	88,5%	23,5%	-4,6%	53,8%	1,0%	2,86%	3,09%
MBB	2,5%	-0,6%	-11,7%	-7,8%	-10,4%	-68,6%	10,7%	1,6%	3,27%	4,29%
STB	11,9%	7,2%	-36,2%	29,6%	-23,7%	-85,0%	-75,5%	2,3%	1,99%	4,36%
EIB	-2,6%	2,7%	2,9%	-4,2%	1,8%	NA	-94,3%	2,8%	3,33%	2,70%
SHB	4,7%	4,0%	44,1%	-13,6%	44,9%	2012,6%	46,2%	1,9%	1,94%	1,70%
ACB	7,6%	3,5%	13,8%	-72,1%	5,5%	-5,7%	8,3%	1,3%	3,20%	3,21%
Trung bình	4,7%	3,8%	10,0%	12,6%	12,2%	276,9%	-0,2%	1,7%	2,76%	3,12%

Triển vọng 2H.2016

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng gia tăng mạnh hơn trong các tháng cuối năm theo yếu tố mùa vụ nhưng không thay đổi quan điểm dự báo ở mức 16%, thấp hơn kế hoạch đề ra từ đầu năm. Số liệu 4 tháng đầu năm từ NHNN củng cố quan điểm của chúng tôi khi tín dụng xây dựng, BOT có dấu hiệu suy giảm. Tín dụng bất động sản dù vẫn giữ mức tăng trưởng khá trong 6 tháng đầu năm nhưng nhiều khả năng chịu áp lực thắt chặt của các ngân hàng sau Thông tư 06. Trong khi đó, tăng trưởng kinh tế chừng lại khó có thể kỳ vọng nhu cầu đi vay ở mức cao.

Ngoài ra, cho vay và huy động tín dụng ngoại tệ dù được “cởi trói” bởi Thông tư 07, vẫn khó có khả năng bứt phá trước rủi ro tỷ giá (đặc biệt sau sự kiện Brexit) và trần huy động USD chưa được khơi thông.

Lãi suất cho vay ổn định. Lãi suất huy động có thể tăng nhẹ ở các kỳ hạn dài. Cơ sở của chúng tôi đối với dự báo lãi suất cho vay là (1) Một trong những áp lực tăng lãi suất trong năm nay là sự kiện FED nâng lãi suất đã được giải tỏa tương đối sau sự kiện Brexit; trong khi đó (2) NHNN vẫn ưu tiên mục tiêu ổn định lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng. Đối với lãi suất huy động, chúng tôi không loại trừ khả năng động thái cơ cấu vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn sẽ tiếp tục, đẩy lãi suất huy động tăng nhẹ ở các kỳ hạn dài. Trong bối cảnh đó, NIM của các ngân hàng sẽ tiếp tục chịu thử thách.

Nợ xấu đưa về mức 3% từ năm 2015 khiến áp lực bán nợ đã thực sự giảm bớt. Tuy nhiên, khối lượng lớn nợ xấu bán bằng trái phiếu đặc biệt năm 2015 sẽ còn đè nặng lên chi phí trích lập dự phòng tại các ngân hàng trong nửa cuối năm, trừ một số ít các ngân hàng đã tích cực xử lý nợ trong quá khứ (như VCB), và như vậy, câu chuyện phân hóa ngành ngân hàng chi phối cả năm nay (như đã trình bày ở trên).

Quá trình tái cơ cấu ngân hàng có vẻ không sôi động trong nửa cuối năm, một phần có thể do việc thay đổi điều hành toàn hệ thống cần thời gian, theo đó, chúng tôi kỳ vọng quá trình này sẽ được thúc đẩy mạnh hơn vào nửa cuối năm 2016.

Nhìn chung, ngành ngân hàng đã bước vào giai đoạn sau của quá trình tái cơ cấu và các vấn đề đã được nhìn nhận rõ ràng với thái độ xử lý quyết liệt hơn. Câu chuyện trong thời gian tới chúng tôi đang hướng đến là sau áp lực trích lập dự phòng lớn (mất 2-3 năm tới), các ngân hàng sẽ bước vào quá trình tăng trưởng. Vì vậy, động cơ lựa chọn cổ phiếu sau đây sẽ tập trung vào triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong vài năm tới.

Doanh nghiệp triển vọng

VCB: NĂM GIỮ

VCB công bố KQKD sơ bộ Q2 rất tích cực với LNTT đạt 4.193 tỷ đồng (+33% yoy), hoàn thành 56% kế hoạch cả năm.

KQKD cao đến đồng thời từ nhiều yếu tố

- (1) **Tín dụng tăng trưởng mạnh 10,76% ytd**, tương đương 29,6% yoy. Tỷ lệ LDR thấp trong nhóm quốc doanh (77,3% cuối năm 2015) giúp VCB có nhiều dư địa để tăng trưởng. Trong đó, **cho vay bán lẻ là động lực tăng trưởng chính** (ước tính cho vay thẻ nhân và SME đã tăng trưởng ~50% trong 6 tháng, tương đương tốc độ đặt ra từ đầu năm). **Huy động tiếp tục tăng trưởng thấp hơn cho vay (6,72% ytd so với 10,76% ytd)**, theo chúng tôi do VCB muốn giữ mặt bằng lãi suất huy động thấp và chấp nhận tăng tỷ lệ LDR. Với ưu thế về vốn rẻ và thương hiệu mạnh, việc chủ đích để gia tăng huy động khi thiếu vốn là tương đối dễ dàng.
- (2) Cùng với (i) tín dụng tăng tốt; (ii) cơ cấu cho vay chuyển dịch theo hướng bán lẻ (lợi suất cao) và (iii) tăng tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn, **NIM cải thiện khoảng 10-20 bps** so với cùng kỳ dù VCB đã điều chỉnh tăng lãi suất huy động 2 đợt theo thị trường vào đầu Q1 và cuối Q2.
- (3) Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi vẫn giữ mức trên 2 con số, với các hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối tiếp tục giữ vị trí đứng đầu. (Tăng trưởng Thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại +8,34%, doanh số thẻ tăng 20-50% tùy từng loại thẻ, kinh doanh ngoại hối: ~+1% yoy, chuyển tiền +11% yoy).
- (4) **Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng 6 tháng ước đạt 3.000 tỷ đồng**, giảm ~10% so với cùng kỳ, đạt 54,5% kế hoạch. Tăng trưởng tín dụng SME mạnh trong năm nay và tình trạng khó hạn tại các tỉnh Nam Bộ có thể tiềm ẩn tỷ lệ nợ xấu cao hơn, nhưng với chi phí dự phòng ước tính 3.000 tỷ và 1 chính sách quản trị rủi ro thận trọng, chúng tôi cho rằng VCBS vẫn kiểm soát tỷ lệ nợ xấu dưới 2%, trong khi duy trì 1 mức dự phòng rủi ro bao nợ xấu cao nhất trong ngành (trên 120%).

Với tỷ lệ tăng trưởng tín dụng mạnh trong 6 tháng, ước tính hệ số CAR đã suy giảm khoảng 0,5% xuống mức ~9.5%. Theo đó, để đảm bảo tỷ lệ đủ lớn duy trì tăng trưởng trong tương lai, áp lực tăng vốn cho cuối năm là rõ ràng. Chúng tôi đã thấy ngân hàng đặt kế hoạch phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài

trong kế hoạch trình ĐHCĐ từ đầu năm. Theo đó, nếu việc phát hành thành công trong năm nay, ước tính tỷ lệ CAR cải thiện khá (khoảng 2% so với hiện tại). Ngoài ra, chúng tôi không loại trừ khả năng CAR cải thiện bằng các biện pháp khác như tăng vốn cấp 2, thu vốn từ thoái các khoản đầu tư sở hữu chéo ngân hàng,... Và nếu tất cả điều này cùng xảy ra, VCB sẽ nhanh chóng tiến tới mục tiêu tuyên bố là ngân hàng đầu tiên sẵn sàng cho tiêu chuẩn Basel II mới.

KQKD tích cực trong 6 tháng và tính mùa vụ khi hoạt động cho vay càng sôi động về cuối năm cũng có quan điểm của chúng tôi từ đầu năm là VCB sẽ vượt xa kế hoạch trong năm nay. Dự báo của chúng tôi đưa ra là 9.256 tỷ đồng LNTT (+35,6% so với năm 2015, vượt 23% kế hoạch), dựa trên các cơ sở sau:

- (1) **Tín dụng ước tăng trưởng 20%.** Với tăng trưởng 10,76% trong nửa đầu năm, việc đạt tỷ lệ 20% trong cả năm là dễ dàng. Chúng tôi không nâng dự báo cao hơn do nhận thấy ngân hàng vẫn đang muốn kiểm soát hoạt động cho vay tại 1 số ngành rủi ro cao (như BĐS, thi công xây lắp – vốn là động lực tăng trưởng trong năm 2015) và duy trì 1 tỷ lệ CAR hợp lý.
- (2) **Tăng trưởng huy động ước đạt 17,5%,** và do đó tỷ lệ LDR tăng từ 77,3% (2015) lên 79% (2016). VCB đã sẵn sàng tăng tỷ lệ này trong nửa đầu năm (ước tính LDR đã vượt mức 80% sau 6 tháng), và chúng tôi cho rằng ngân hàng có lí do để tiếp tục duy trì điều đó.
- (3) **NIM cải thiện 0,03% từ 2,58% lên 2,61%** với những lí do duy trì như trong 6 tháng. VCB là 1 trong số ít các ngân hàng có được cải thiện NIM trong bối cảnh (i) lãi suất huy động gia tăng; (ii) toàn hệ thống cùng chịu áp lực duy trì tỷ lệ cho vay ở mức thấp.
- (4) **Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng đạt kế hoạch đề ra 5.500 tỷ đồng** (giảm 9,4% so với 2015) do chất lượng tài sản đã được kiểm soát tốt và nguy cơ nợ xấu mới phát sinh giảm mạnh.

Với giá cổ phiếu hiện tại 56.000 đồng/cổ phiếu, VCB đang được giao dịch với P/B dự phóng đạt 2,89 lần, cao hơn 60% trung bình ngành điều chỉnh (cho tỷ lệ lãi dự thu). Giá của cổ phiếu đã tăng 38% kể từ khi chúng tôi ra báo cáo triển vọng vào đầu năm nay. Với vị thế đầu ngành, KQKD nổi bật cùng 1 số động lực ngắn hạn như phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài, trả cổ tức bằng tiền mặt, thoái vốn sở hữu chéo, VCB có thể vẫn thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư trong thời gian sắp tới. Tuy nhiên, cân nhắc mức giá cao hiện tại và rủi ro đầu tư đang gia tăng, chúng tôi **điều chỉnh khuyến nghị từ MUA sang NẮM GIỮ đối với VCB.**

Doanh nghiệp triển vọng ACB: NẮM GIỮ

Hết quý 1, ACB ghi nhận LNTT 310 tỷ đồng (+10,4% yoy, hoàn thành 20,6% kế hoạch). Hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn tăng trưởng tích cực, lợi nhuận tăng trưởng chậm chủ yếu do việc trích lập dự phòng giải quyết các tồn đọng trong quá khứ, cụ thể

- (1) Thu nhập lãi thuần tăng trưởng 13,8%, đến từ tín dụng tăng tốt (7,6% ytd, tương đương mức tăng 21% yoy) nhưng NIM giảm nhẹ từ 4,2% xuống 4,0% do ACB cũng tham gia vào cuộc đua lãi suất huy động Q1 và đẩy mạnh cho vay ngắn hạn (có lợi suất thấp).
- (2) Thu nhập từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối giữ ở mức cao với tăng trưởng lần lượt đạt 19,6% và 105%.
- (3) Trích lập dự phòng lớn cho các khoản chứng khoán đầu tư (~200 tỷ), nhiều khả năng phần này liên quan đến trích lập cho trái phiếu và các khoản nợ nhóm 6 công ty.
- (4) Chi phí trích lập dự phòng 233 tỷ, giảm 6% so với cùng kỳ. Tuy nhiên nếu cộng phần trích lập của 6 công ty trong dự phòng chứng khoán đầu tư, chi phí trích lập thực tế tăng gần 1,5 lần.

Theo đó, LNTT chỉ tăng 10,4%. Các chỉ tiêu an toàn hoạt động vẫn giữ ở mức tốt với tỷ lệ nợ xấu 1,32% tương đương cuối năm 2015, tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu tăng từ 87% (cuối năm 2015) lên 89,8% (Q1.2016). Hệ số CAR giảm do tăng tín dụng mạnh nhưng ACB đã hoàn thành việc phát hành 2000 tỷ trái phiếu bổ sung nguồn vốn cấp 2, và theo đó CAR sẽ vẫn giữ ở mức cao nhất trong số các ngân hàng niêm

yết.

Về vấn đề xử lý nợ tồn đọng (1) Nhóm 6 công ty: ACB đặt kế hoạch trích lập 1000 tỷ trong năm nay, với chi phí đã thực hiện Q1, ACB đã hoàn thành 20-30% kế hoạch. Việc thu hồi nợ có vẻ không cao như kỳ vọng, nên khả năng trích lập cao trong thời gian tới. (2) Đối với khoản cho vay 400 tỷ đồng Ngân hàng Xây dựng (CB), ACB đã được NHNN chấp thuận điều chỉnh kỳ hạn đến năm 2020 và trả 20% nợ gốc hằng năm với lãi suất 2%/năm. (3) Đối với khoản cho vay 772 tỷ đồng GPBank, ACB đã đàm phán và được NHNN chấp thuận mua tài sản gắn nợ (hiện đã mua được khoảng 500 tỷ đồng), theo ACB, chất lượng và lãi suất các khoản nợ này khá tốt (9,2%/năm), 272 tỷ đồng còn lại sẽ tiếp tục thực hiện mua trong 2016.

Theo đó, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm và dự báo trong cập nhật gần đây nhất sau ĐHCĐ là ngân hàng hoàn thành mục tiêu đề ra là tăng trưởng 14,4% yoy, theo đó P/B dự phóng đạt 1,2 lần, tương đương với trung bình ngành. Về dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng của ACB, đặc biệt sau khi xử lý nợ tồn đọng hoàn thành. Với tốc độ xử lý hiện tại, **NĂM GIỮ** có lẽ là khuyến nghị phù hợp.

Ngành Bất động sản

Diễn biến ngành 1H.2016:

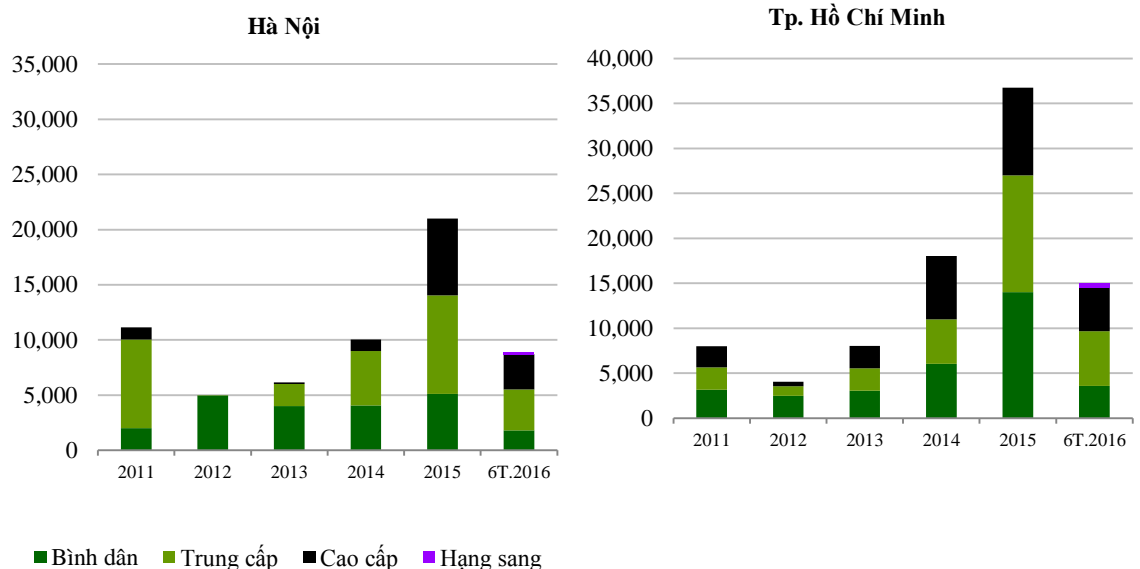
Thanh khoản vẫn ở mức cao nhưng giảm so với cùng kỳ với phân khúc trung cấp chiếm tỷ trọng lớn.

Chính sách tín dụng siết chặt bước đầu tạo tâm lý cẩn trọng đối với cả chủ đầu tư và người mua nhà

Thị trường bất động sản duy trì trạng thái tích cực trong Quý 1.2016 nhưng có một số dấu hiệu chững lại trong Quý 2.2016 khi (1) thanh khoản vẫn ở mức cao nhưng đã giảm so với cùng kỳ năm trước, (2) nguồn cung phân khúc cao cấp tiếp tục tăng trong khi giao dịch tại phân khúc trung cấp vươn lên chiếm tỷ trọng lớn nhất và (3) chính sách quản lý tín dụng mới được ban hành theo hướng quản lý chặt hơn dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực bất động sản

Số lượng giao dịch thành công giảm. Theo thống kê của CBRE, trong 6T.2016 có 8.900 căn hộ được giao dịch thành công tại Hà Nội (-6% yoy) và gần 15.000 căn hộ được giao dịch tại Tp. HCM (-16% yoy), trong đó thị trường giao dịch sôi động trong Quý 1 nhưng giảm dần trong Quý 2. Phân khúc trung cấp vươn lên chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng 40% tổng lượng tiêu thụ tại Hà Nội và Tp. HCM. Trong khi phân khúc giá rẻ có lượng giao dịch giảm mạnh còn 20% tổng lượng tiêu thụ, so với 26% năm 2015 do chịu ảnh hưởng từ kết thúc gói vay 30 nghìn tỷ. Phân khúc cao cấp cạnh tranh gay gắt hơn và giảm nhẹ về lượng giao dịch trong khi thị trường cũng ghi nhận sự xuất hiện của phân khúc hạng sang.

Số lượng căn hộ bán tại Hà Nội và Tp. HCM



Nguồn: CBRE

Giá bán biến động không nhiều nhưng có tín hiệu giảm nhẹ. Đối với phân khúc cao cấp và trung cấp. Tại Hà Nội, một số dự án đã cho thấy mức tăng giá chào bán khoảng 4-6% so với năm trước, tuy nhiên giá thứ cấp bình quân thị trường lại giảm 1,3% so với cùng kỳ năm trước. Tại Tp. HCM, ghi nhận giá chào bán giảm 1% so với cùng kỳ năm trước, trong đó giá chào bán tăng trong Quý 1 nhưng giảm trong Quý 2. Nguyên nhân xuất phát từ kết quả tiêu thụ đã giảm trong Quý 2 trong khi nguồn cung vẫn tăng cao (*Nguồn: CBRE, VNREA*).

Nguồn cung tăng liên tục, trong đó nguồn cung phân khúc cao cấp tiếp tục tăng đang tạo nên sự cạnh tranh khá gay gắt tại phân khúc này. Lý do các chủ đầu tư vẫn ưa thích phát triển phân khúc này là (1) biên lợi nhuận cao hơn khi đầu tư vào phân khúc cao cấp và hạng sang (2) trong khi tỷ lệ hấp thụ phân khúc cao cấp vẫn tốt do người mua nhà kỳ vọng lợi nhuận hấp dẫn từ việc cho thuê nhà. Từ Quý 2, nguồn cung phân khúc trung cấp đang dần chiếm lại vị thế dẫn đầu khi phần lớn nhu cầu của thị trường đang tập trung vào phân khúc nhà ở trung cấp và bình dân. Phân khúc bình dân và nhà ở xã hội đang có dấu hiệu khó khăn về cả nguồn cung và lượng tiêu thụ khi không còn được ưu đãi từ nguồn tín dụng giá rẻ, trong khi biên LN thấp chưa thu hút được các chủ đầu tư dự án mới. Theo thống kê của Savills, đến cuối Quý 2.2016, tổng nguồn cung sơ cấp căn hộ đạt khoảng 17.370 căn (+29% yoy) tại Hà Nội và đạt hơn 40.100 căn (+54% yoy) tại Tp. HCM.

Dư nợ cho vay BĐS tăng chậm lại. Theo NHNN thì tính đến giữa Quý 2.2016 dư nợ cho vay đối với lĩnh vực đầu tư, kinh doanh BĐS đạt trên 415 nghìn tỷ đồng, tăng 5,76% ytd, nhiều khả năng đến hết Quý 2 thì tỷ lệ tăng này sẽ cao hơn không nhiều so với tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của nền kinh tế trong 6 tháng đầu năm là 6,2% ytd. Do vậy, dư nợ cho vay BĐS đã tăng chậm lại khá nhiều nếu so với tỷ lệ trên 10,89% của 6T.2015. Ngoài ra, gói tín dụng 30 nghìn tỷ đồng đã được giải ngân trên 70% tính đến cuối tháng 5.2016, phần còn lại đã được Ngân hàng nhà nước đồng gia hạn giải ngân đối với các khách hàng cá nhân đã ký hợp đồng trước tháng 4.2016 do vậy nguồn vốn giá rẻ này đã chính thức khép lại đối với nhu cầu vay mua mới.

Chính sách mới về quản lý rủi ro tín dụng bất động sản được ban hành. Trong tháng 5 năm 2016, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư số 06 theo hướng tăng tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng. Theo đó, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giảm từ 60% xuống 50% từ 1/1/2017 và giảm tiếp còn 40% từ ngày 1/1/2018, đối với các khoản vay bất động sản hệ số rủi ro sẽ tăng từ 150% lên 200% từ ngày 1/1/2017. Do vậy, về lâu dài, các ngân hàng thương mại sẽ kiểm soát chặt hơn cho vay đối với lĩnh vực bất động sản. Việc thắt chặt tín dụng sẽ ảnh hưởng đến cả 2 phía chủ đầu tư và người mua nhà, trong đó đối tượng có khả năng bị tác động mạnh nhất là các dự án mới triển khai, hoặc bắt đầu triển khai.

Nguồn vốn FDI vào bất động sản vẫn ở mức cao. Trong 6 tháng đầu năm 2016 nguồn vốn FDI đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh bất động sản đứng thứ 2 (sau lĩnh vực sản xuất chiếm 71,5%) với 25 dự án cấp mới, tổng vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm là 604,8 triệu USD, chiếm 5,3% tổng vốn đầu tư đăng ký (*Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài - Bộ Kế hoạch và Đầu tư*). Luồng vốn FDI vào lĩnh vực bất động sản chủ yếu là các dự án hướng đến nhu cầu thật của thị trường như dự án nhà ở, căn hộ và văn phòng cho thuê (*Nguồn: CBRE*).

Triển vọng 2H.2016

Chính sách tín dụng siết chặt sẽ càng thể hiện những tác động rõ hơn thời điểm cuối năm.

Tổng lượng tiêu thụ có khả năng tiếp tục giảm nhẹ. Phân khúc cao cấp sẽ diễn ra cạnh tranh quyết liệt hơn khi nhiều dự án được chào bán lần đầu trong khi nhu cầu tại phân khúc này giảm sút do nhu cầu mua để cho thuê đã có thể đạt mức bão hòa. Phân khúc trung cấp sẽ dần có tổng lượng tiêu thụ chiếm tỷ trọng cao hơn do các sản phẩm này phù hợp với nhu cầu luôn cao của đa số người dân tại các thành phố lớn như Hà Nội và Tp. HCM. Phân khúc bình dân có thể tiếp tục chịu ảnh hưởng của việc ngừng nguồn tín dụng ưu đãi giá rẻ, nhưng về lâu dài phân khúc này có nhiều cơ hội hồi phục khi định hướng tín dụng của Ngân hàng

Nguồn cung dồi dào sẽ tạo cạnh tranh mạnh tại phân khúc cao cấp. Trong khi phân khúc trung cấp và bình dân sẽ dần chiếm ưu thế.

nhà nước và Chính phủ là ưu tiên cho dự án nhà ở xã hội, các dự án nhà ở thương mại phù hợp với nhu cầu thực của người dân.

Thông tư 06 từng bước có tác động rõ nét đến thị trường bất động sản. Mặc dù việc giãn lộ trình siết chặt tín dụng bất động sản đã giúp thị trường giảm áp lực tiêu cực trong thời điểm hiện tại nhưng càng về thời điểm cuối năm, chính sách này sẽ càng thể hiện những tác động rõ hơn khi các tổ chức tín dụng phải đưa các tỷ lệ quản lý rủi ro về đúng quy định. Những thay đổi này sẽ gây ra những khó khăn nhất định cho các chủ đầu tư, và người mua nhà khi việc vay vốn qua kênh tín dụng ngân hàng sẽ khó khăn hơn. Tuy nhiên, xét về mặt tổng thể, chính sách kiểm soát tín dụng an toàn là cần thiết để đưa thị trường bất động sản hoạt động ổn định và bền vững hơn, tránh được nguy cơ xảy ra bong bóng bất động sản.

Thị trường bước vào giai đoạn phát triển ổn định và bền vững hơn. Cơ sở để thị trường bất động sản tiếp tục phát triển bền vững là nền kinh tế trong nước tăng trưởng ổn định, về dài hạn, nhu cầu bất động sản vẫn cao và tiếp tục tăng lên ở tất cả các phân khúc. Theo CBRE Vietnam các dự án mới hoặc tái khởi động sẽ tiếp tục mở bán ra thị trường, tuy nhiên tốc độ có thể chỉ ở mức ngang bằng với năm 2015. Triển vọng thị trường được duy trì ổn định với mức độ cẩn trọng hơn trong 6 tháng cuối năm 2016.

Triển vọng từ quá trình hội nhập đang đến gần hơn. Thị trường bất động sản có triển vọng hưởng lợi từ Các Hiệp định thương mại tự do FTA bao gồm Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP), Hiệp định tự do FTA với Hàn Quốc, EU và các Hiệp định đối tác kinh tế khác. Khi đó việc xóa bỏ thuế suất của các mặt hàng giữa những nước thành viên sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài đầu tư nhà máy, văn phòng và cơ sở kinh doanh tại Việt Nam. Từ đó, nhu cầu về bất động sản công nghiệp, văn phòng và nhà ở cho người nước ngoài sẽ có triển vọng sẽ tăng trưởng tương ứng với dòng vốn FDI này. Do vậy về dài hạn, quá trình hội nhập sẽ đóng vai trò là một động lực quan trọng đối với sự tăng trưởng của ngành bất động sản tại Việt Nam.

Một số doanh nghiệp triển vọng

Nhiều công ty Bất động sản được kỳ vọng sẽ có được tốc độ tăng trưởng KQKD tăng trưởng trong năm nay chủ yếu nhờ vào việc hạch toán các dự án đã bàn giao. Tuy nhiên, tốc độ pha loãng nhanh và không tương xứng với tăng trưởng lợi nhuận sẽ là yếu tố cản trở sự bứt phá của nhóm này. Đây cũng là năm của sự cạnh tranh gay gắt hơn khi sức mua có tín hiệu chững lại và sự phân hóa khi các doanh nghiệp lớn có tiềm lực mạnh về tài chính, quỹ đất lớn và sản phẩm phù hợp với nhu cầu “thật” sẽ chiếm ưu thế trong điều kiện tín dụng siết chặt. Đối với các công ty niêm yết, nhà đầu tư dài hạn có thể xem xét thêm vào danh mục đầu tư:

VIC: Khuyến nghị NẮM GIỮ

Triển vọng kinh doanh tích cực với kết quả bán hàng ấn tượng và các dự án BĐS lớn được bàn giao mặc dù mảng bán lẻ làm giảm hiệu quả kinh doanh chung

KQKD Quý 1.2016

- VIC ghi nhận kết quả kinh doanh hợp nhất tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước, với DT đạt 14.740 tỷ đồng (+133,6% yoy, hoàn thành 32,8% kế hoạch) và LNST hợp nhất đạt 1.289 tỷ đồng (+261,1% yoy, hoàn thành 43% kế hoạch), nhưng LNST công ty mẹ đạt mức tăng trưởng thấp hơn với 779 tỷ đồng (+82% yoy) do phần lớn lợi nhuận đến từ mảng chuyển nhượng bất động sản, bao gồm các dự án VIC sở hữu với tỷ lệ thấp hơn trước đây như Central Park và Vinpearl Phú Quốc.
- Biên LN gộp chung giảm xuống 32,4% so với 35,5% Quý 1.2015 và mức 34,4% năm 2015, nguyên nhân do (1) mảng bán lẻ có mức doanh thu tăng trưởng mạnh nhưng hiệu quả hoạt động vẫn kém và (2) mảng dịch vụ khách sạn giải trí chịu ảnh hưởng tiêu cực từ việc tạm thời đóng cửa để sửa chữa của Vinpearl Nha Trang.

Triển vọng 2016

- Triển vọng kinh doanh 2016 tích cực với các dự án BĐS lớn được bàn giao nên mảng chuyển nhượng bất động sản mang lại hiệu quả kinh doanh cao nhất nhưng mảng bán lẻ có mức lỗ lớn làm giảm hiệu quả kinh doanh chung. Năm 2016, VIC đặt kế hoạch kinh doanh với 45.000 tỷ đồng DT và 3.000 tỷ đồng LNST. Chúng tôi dự báo DTT 2016 ước đạt 47.910 tỷ đồng (+41% yoy), LNST hợp nhất 4.000 tỷ đồng (+167% yoy) do mảng bán lẻ và khách sạn tiêu cực hơn dự tính trong báo cáo trước đây của

chúng tôi, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 2.500 tỷ đồng (+106% yoy), tương đương EPS cơ bản 1.161 đồng/cp do tỷ lệ lớn lợi nhuận đến từ mảng chuyển nhượng bất động sản tại các dự án VIC sở hữu với tỷ lệ thấp hơn trước đây như Central Park và Vinpearl Phú Quốc.

- Mảng chuyển nhượng BĐS có thể đạt doanh thu 2016 ước tính 25.264 tỷ đồng (+19,3% yoy). Các dự án có triển vọng bàn giao và hạch toán doanh thu nhiều nhất là Vinpearl Villas, Central Park, Park Hill (Times City) và Nguyễn Chí Thanh. Biên LN gộp mảng này được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ vào các sản phẩm biệt thự tại Central Park và biệt thự Vinpearl.
- Mảng cho thuê BĐS có thể đạt tổng diện tích bán lẻ lên đến gần 100 nghìn m² (+11,7% yoy) cùng với mục tiêu khai trương thêm 20 trung tâm thương mại tại các thành phố lớn để nâng tổng số TTTM lên 42 năm 2016. Tuy nhiên, biên LNG sẽ ổn định do tỷ lệ lấp đầy thấp tại các dự án mới khai trương khá tốt. DTT 2016 ước tính đạt 3.168 tỷ đồng (+19,3% yoy).
- Mảng dịch vụ khách sạn và vui chơi giải trí giữ vững vị thế đầu ngành và có triển vọng đạt doanh thu tăng trưởng mạnh với 3.707 tỷ đồng (+30% yoy) do số lượng phòng đưa vào khai thác mới tăng lên 5.000 phòng với 8 khu nghỉ dưỡng và biệt thự biển năm 2016. Tuy nhiên, biên LN gộp có thể giảm do các dự án mới đưa vào vận hành có công suất sử dụng chưa cao kèm theo chi phí khuyến mại và vận hành lớn trong gian đoạn đầu.
- Mảng bán lẻ có triển vọng tăng trưởng mạnh nhất do VIC đẩy mạnh mở mới đối với hệ thống cửa hàng tiện ích Vinmart và Vinmart+. DTT 2016 ước tính đạt 13.987 tỷ đồng (+225% yoy). Tuy nhiên, tốc độ mở mới nhanh có thể đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu nhưng chi phí lớn trong phát triển hệ thống và vận hành giai đoạn đầu sẽ tiếp tục có hiệu quả kinh doanh thấp và ghi nhận khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh trên 3.000 tỷ đồng.
- Dịch vụ y tế và giáo dục gắn liền với các dự án mới đi vào hoạt động sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định. Năm 2016 Vinmec sẽ có 6 bệnh viện, 2 phòng khám tại Hà Nội, HCM, Hải Phòng, Nha Trang, Phú Quốc và Hạ Long với tổng số giường bệnh đạt 1.428 giường. DTT 2016 của dịch vụ y tế và giáo dục ước tính lần lượt đạt 945 tỷ đồng và 353 tỷ đồng.

Các dự án bất động sản đóng góp doanh thu năm 2016:

STT	Dự án	% sở hữu	Diện tích đất (m ²)	Diện tích sàn xây dựng (m ²)	Khu vực
1	Vinhomes Central Park	74%	422.000	1.892.000	Hồ Chí Minh
2	Vinhomes Times City - Park Hill	95%	335.695	1.891.721	Hà Nội
3	Vinhomes Royal City	98%	120.942	768.977	Hà Nội
4	Vinhomes Nguyễn Chí Thanh	98%	13.039	223.260	Hà Nội
5	Vinhomes Gardenia	93%	176.300	472.000	Hà Nội
6	Vinpearl Nha Trang Villas	88%	1.355.530	237.614	Nha Trang
7	Vinpearl Phú Quốc Villas	48%	1.851.290	696.142	Kiên Giang
8	Vincom Shophouse Hải Phòng	98%	19.960	47.633	Hải Phòng

Nguồn: VIC, VCBS

Quan điểm đầu tư

- Vingroup đang có vị thế đầu ngành trong hầu hết các mảng kinh doanh cùng triển vọng phát triển dài hạn khi (1) liên tục phát triển được các dự án mới có quy mô lớn với vị trí đẹp tại các thành phố lớn giúp gia tăng quỹ đất để đảm bảo cho phát triển dài hạn và duy trì vị thế đầu ngành trong mảng kinh

doanh bất động sản nhà ở, cho thuê và du lịch giải trí. Hơn nữa, (2) VIC có kết quả bán hàng ấn tượng trong năm 2015 (14.000 căn hộ, biệt thự và nhà phố) và gần thêm gần 2.000 căn hộ, biệt thự và nhà phố đến trong 4 tháng đầu năm 2016, tổng giá trị hợp đồng đạt trên 80 nghìn tỷ đồng sẽ là cơ sở VIC hạch toán doanh thu trong những năm tới.

- Năm 2016 VIC có khả năng vượt kế hoạch kinh doanh do đóng góp lớn của mảng bất động sản mặc dù mảng bán lẻ chưa đạt hiệu quả và bào mòn một phần lớn kết quả lợi nhuận. Triển vọng năm 2017, VIC vẫn có thể đạt được kết quả khả quan do kết quả bán hàng đột biến của mảng chuyển nhượng bất động sản trong năm 2015 và nửa đầu năm 2016. Ngoài ra, chúng tôi vẫn cẩn trọng theo dõi sát đối với hiệu quả kinh doanh của mảng bán lẻ.
- Với EPS forward 2016 là 1.161 đồng/CP, tương ứng P/E forward là 43,9 lần, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành và mức PE toàn thị trường. Tuy nhiên, theo phương pháp NAV, giá trị hợp lý ước tính của VIC đạt khoảng 55.000 đồng/CP (tăng 25% so với định giá năm 2015), trong khi VIC hiện có vị trí đầu ngành tại nhiều mảng kinh doanh kèm với triển vọng tăng trưởng ổn định, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ ĐỐI** với cổ phiếu VIC.

HUT: Khuyến nghị MUA KQKD Quý 1.2016

Dịch chuyển mô hình kinh doanh từ doanh nghiệp xây lắp sang đầu tư hạ tầng và bất động sản.

- HUT có kết quả kinh doanh tăng trưởng đột biến với cùng kỳ năm trước, với DT đạt 597 tỷ đồng (+237,7% yoy, hoàn thành 25% kế hoạch) và LNST đạt 85 tỷ đồng (+1.400% yoy, hoàn thành 22,4% kế hoạch). Trong đó, mảng bất động sản chiếm tỷ trọng 68,3% tổng doanh thu với 408 tỷ đồng do HUT hạch toán từ dự án Foresa Villa Xuân Phương và mảng thu phí BOT tăng trưởng cao lên mức doanh thu 99 tỷ đồng (+141,5% yoy).
- LN gộp của mảng bất động sản đạt mức 24% và LN gộp mảng thu phí BOT đạt mức 54,5% đã góp phần làm tăng biên LN gộp tăng lên 29,6% so với mức 17,8% năm 2015. Kết quả này cũng đang phản ánh sự dịch chuyển về chiến lược kinh doanh của HUT với định hướng bất động sản sẽ là mảng kinh doanh chính.

Triển vọng 2016

- Chúng tôi dự báo HUT sẽ đạt vượt kế hoạch kinh doanh năm 2016 với 2.500 tỷ đồng DT (+10,8% yoy) và 400 tỷ đồng LNST (+148,4% yoy) (Năm 2016, HUT đặt kế hoạch kinh doanh với 2.400 tỷ đồng DT và 380 tỷ đồng LNST) với mảng bất động sản sẽ đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận, mảng hoạt động xây lắp sẽ có tỷ lệ thấp nhất. Trong đó, mảng bất động sản đóng góp 1.600 tỷ đồng từ hạch toán dự án Foresa Villa Xuân Phương và các dự án BOT có mức thu phí tăng trưởng gấp đôi so với 2015 và đạt trên 400 tỷ đồng doanh thu. Năm 2016, HUT có thể đạt lợi nhuận gộp 600 tỷ đồng, chi phí lãi vay dự kiến sẽ tăng lên mức 150 tỷ đồng (+43% yoy) và khoảng 400 tỷ đồng LNST (+148,4% yoy), tương đương với EPS forward 2016 dự kiến đạt 2.350 đồng/CP
- HUT đang dịch chuyển mô hình kinh doanh từ doanh nghiệp xây lắp sang đầu tư hạ tầng và bất động sản, với định hướng sẽ tập trung vào (1) mở rộng mảng kinh doanh bất động sản trên cơ sở khai thác các quỹ đất hiện có và thực hiện thêm các dự án BT để đổi lấy dự án bất động sản, (2) đưa vào vận hành khai thác hiệu quả 07 dự án đầu tư thu phí BOT giao thông và (3) đầu tư các trạm thu phí không dừng và kiểm soát tải trọng tự động ETC. Hoạt động xây lắp hạ tầng đang dần được chuyển cho công ty liên kết là Tổng CTCP Thăng Long.
- Mảng thu phí BOT bắt đầu bước vào giai đoạn tăng trưởng đều khi các dự án dần đi vào khai thác. HUT hiện đang là chủ đầu tư của 7 dự án BOT giao thông, bao gồm 4 dự án đang thu phí và 3 dự án đang thi công và dự kiến tất cả các dự án này sẽ bắt đầu thu phí từ 2018. Do đặc thù, các dự án BOT của HUT có tỷ lệ lãi ổn định ở mức trên 10% và ít chịu rủi ro kinh doanh. Việc thu phí sẽ tạo dòng tiền ổn định để hoàn vốn đầu tư ban đầu và trả nợ các khoản vay ngân hàng của HUT. Với 4 dự án đang thu

phí hiện nay doanh thu dự kiến sẽ đạt trên 400 tỷ đồng trong năm 2016 với biên LN gộp đạt trên 50%, nguồn thu phí này sẽ tăng mạnh lên mức trên 800 tỷ đồng vào năm 2018 khi tất cả 7 dự án đều đi vào hoạt động.

- Mảng kinh doanh bất động sản đang trở thành hoạt động kinh doanh chính khi đem lại tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận lớn nhất trong các năm tới khi HUT đang đẩy mạnh đầu tư và khai thác các dự án bất động sản hiện có. HUT hiện đang nắm giữ 5 dự án bất động sản, các dự án này đều có vị trí đẹp và giá trị thương mại cao, dự án Foresa Villa Xuân Phương là dự án chính sẽ mang lại kết quả kinh doanh chủ yếu năm 2016 với doanh thu ước đạt 1.600 tỷ đồng với biên LN gộp dự kiến đạt 25%. Do đây là dự án thấp tầng nên có thời gian triển khai và ghi nhận kết quả nhanh hơn các dự án cao tầng đang được triển khai như Xuân Phương Residence và South Building Pháp Vân.
- Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng HUT sẽ phát triển thêm 1 dự án bất động sản là dự án đối ứng với thực hiện dự án xây dựng BT đường 70 với quy mô lớn hơn gần khu vực đường 70 hoặc đường Lê Đức Thọ kéo dài.

Các dự án chính triển khai trong 2016:

Tên dự án	Tổng đầu tư	Quy mô dự án	% sở hữu	Tiến độ triển khai	Vị trí
I Dự án BDS					
1 Foresa Villa Xuân Phương	2.800 tỷ đồng	38 ha, 813 căn biệt thự và nhà phố	100%	Bàn giao từ Q4.2016	Hà Nội
2 Tòa nhà South Buiding	211 tỷ đồng	2.173m2, tòa nhà cao 16 tầng với 140 căn hộ	100%	Bàn giao từ Q2.2017	Hà Nội
3 Xuân Phương Residence	1.100 tỷ đồng	3,95 ha gồm 6 tòa cao 17 tầng và 126 căn thấp tầng. HUT sở hữu 4 tầng (14-17)		Bàn giao từ cuối 2017	Hà Nội
4 Tòa 48 Trần Duy Hưng	500 tỷ đồng	2.800 m2, tòa văn phòng và căn hộ cao cấp 25 tầng	100%	Khởi công cuối năm 2016	Hà Nội
5 Khu đô thị Mỹ Đình	3.000 tỷ đồng	49 ha, 400 căn hộ thấp tầng và công trình cao tầng	100%	Dự kiến triển khai từ 2017	Hà Nội
Dự án BOT					
1 BOT 10 Tân Đệ	650 tỷ đồng	5,5 km, thời gian thu hồi vốn 14 năm	100%	Thu phí từ 2014	Thái Bình
2 BOT 21 Mỹ Lộc	487 tỷ đồng	3,9 km, thời gian thu hồi vốn 23 năm	100%	Thu phí từ 2014	Nam Định
3 BOT QL1 Quảng Bình	2.004 tỷ đồng	31,5 km, thời gian thu hồi vốn 22 năm	100%	Thu phí từ tháng 6.2015	Quảng Bình
4 BOT 39B Thái Bình	550 tỷ đồng	16,62 km	51%	Thu phí từ 3.2016	Thái Bình
5 BOT QL10 Hải Phòng	2.815 tỷ đồng	30,55 km, thời gian thu hồi vốn 15 năm	100%	Thu phí từ 2018	Hải Phòng
6 BOT Đông Hưng	434 tỷ đồng	6,65 km	100%	Thu phí từ Quý 3.2017	Thái Bình
7 BOT QL32 Phú Thọ	1.109 tỷ đồng	31,07 km, thời gian thu hồi vốn 20 năm.	30%	Thu phí từ năm 2017	Phú Thọ

Nguồn: HUT, VCBS

Quan điểm đầu tư

- HUT đang dịch chuyển mô hình kinh doanh từ doanh nghiệp xây lắp sang đầu tư hạ tầng và bất động sản. Trong đó, mảng kinh doanh bất động sản đang đem lại tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận lớn nhất khi HUT đang đẩy mạnh khai thác các dự án có quy mô lớn, vị trí đẹp và giá trị thương mại cao như

Foresa Villa Xuân Phương 38 ha và Khu đô thị Mỹ Đình 49 ha. Mảng thu phí BOT bắt đầu bước vào giai đoạn có dòng tiền đều và ổn định trong dài hạn, từ năm 2018 nguồn thu này sẽ tăng trưởng với quy mô gấp đôi năm 2016 nhờ tăng thu phí từ 4 dự án hiện nay lên 7 dự án.

- Năm 2016 HUT có triển vọng vượt kế hoạch kinh doanh với 2.500 tỷ đồng DT (+10,8% yoy) và 400 tỷ đồng LNST (+148,4% yoy) với mảng kinh doanh bất động sản đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận. Triển vọng giai đoạn 2017-2018 tiếp tục khả quan với (1) nguồn thu phí BOT và (2) doanh thu từ 5 dự án bất động sản đang được triển khai đồng loạt.

Với EPS forward 2016 là 2.350 đồng/CP, tương ứng P/E forward là 5,1 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành và mức PE toàn thị trường. HUT có tỷ lệ cổ tức tiền mặt dự kiến đạt 12%/năm là cổ phiếu khá hấp dẫn cho đầu tư dài hạn, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** đối với cổ phiếu HUT.

Ngành Logistics

Diễn biến ngành 1H.2016

Những yếu tố thuận lợi trong ngành đã giúp cho các doanh nghiệp logistics tăng trưởng tốt, mặc dù các doanh nghiệp tại Hải Phòng có sự sụt giảm về doanh thu do giảm sút nhu cầu kho lạnh

Hoạt động kinh doanh cảng biển diễn ra sôi động trên cả nước với nhu cầu dịch vụ cảng biển tiếp tục duy trì ở mức cao. Theo báo cáo của Bộ Kế hoạch & Đầu tư và Bộ Công Thương, kinh tế nước ta 4 tháng đầu năm 2016 đã có những chuyển biến tích cực. Đối với lĩnh vực xuất nhập khẩu, trong 4 tháng đầu năm, tổng kim ngạch xuất khẩu ước đạt 52,87 tỷ USD (+6% yoy), nhập khẩu ước đạt 51,4 tỷ USD (-1,2%). Các nhóm hàng xuất khẩu vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng như nông, lâm, thủy sản ước đạt 6,7 tỷ USD (+7,1% yoy) và chiếm tỷ trọng 12,7% trong tổng kim ngạch xuất khẩu.

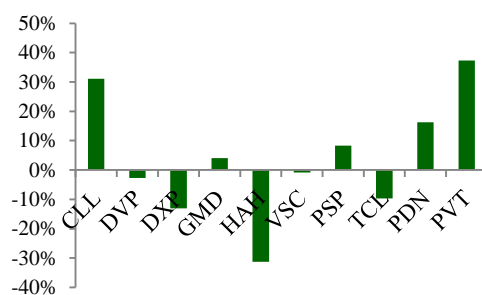
Tại khu vực phía Bắc, Cảng biển khu vực Hải Phòng kỳ vọng sẽ tiếp tục là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong thời gian tới. Theo số liệu từ Cục Thống kê TP. Hải Phòng, trong 3 tháng đầu năm 2016, khối lượng hàng hoá vận chuyển ước đạt 31,202 triệu tấn (+7,7% yoy), doanh thu kho bãi/hỗ trợ vận tải đạt 4.943,8 tỷ đồng (+16% yoy), sản lượng hàng hóa thông qua cảng ước đạt 18,228 triệu tấn (+12,9% yoy). Ngoài ra, dự án đầu tư xây dựng Cảng cửa ngõ quốc tế Hải Phòng với bến dài 750 m cho tàu container đến 100.000 DWT dự kiến tháng 5 năm 2016 sẽ tiến hành khởi công đợt 2, dự án đường /cầu vượt Tân Vũ- Lạch Huyện dự kiến sẽ được hoàn thành đưa vào sử dụng vào tháng 5 năm 2017.

Trong khu vực phía Nam, sau 5 năm đi vào khai thác, từ tháng 4/2011 – 4/2016, sản lượng hàng hóa qua Cảng Cái Mép tăng gấp 7 lần, số lượng tàu trọng tải lớn (trên 80.000 DWT) tăng 5 lần. Trong 3 tháng đầu năm 2016, cảng đã đón 576 tàu, tăng 57% so với cùng kỳ; sản lượng khai thác hàng hóa đạt 423.000 teu, tăng 51% so với cùng kỳ năm 2015. Hiện nay, mỗi tuần cảng có 1 tàu mẹ đi Địa Trung hải (với công suất 9.000 teu), 2 tàu mẹ (14.000 teu) đi Bắc Âu, 3 tàu mẹ đi bờ Đông và bờ Tây nước Mỹ, 2 tàu nội Á và 4 tàu con đi lại trong nước để trung chuyển hàng hóa.

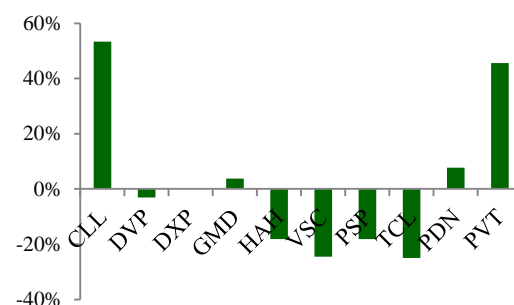
Ngành công nghiệp vận tải container đạt kết quả không mấy khả quan trong năm 2016 do mất cân bằng cung cầu kéo dài. Do ảnh hưởng xấu từ tình hình kinh tế thế giới cũng như nhu cầu hàng hóa tại Trung Quốc, từ đầu năm đến nay, có 18% số tàu container trên toàn thế giới phải neo đậu nhàn rỗi ngoài cảng biển. Trong quý I/2016, khối lượng vận tải khả dụng của các công ty trên toàn cầu đã tăng 7% trong khi nhu cầu chỉ tăng 1%, khiến giá vận tải biển đã giảm gần 50% trong thời gian qua. Từ mức 500 điểm trong năm 2015, giá cước liên tục lập đáy mới khiến hàng loạt các doanh nghiệp vận tải biển báo cáo thua lỗ. Ngoài ra, giá dầu thế giới đã có sự tăng trưởng gần 30% kể từ đầu năm khiến cho ngành không còn hưởng lợi từ chi phí đầu vào thấp. Cụ thể, giá dầu thô thế giới đã tăng từ 35 USD trong tháng 1 năm 2016 lên 48 USD trong tháng 6 năm 2016.

Những yếu tố thuận lợi trong ngành đã giúp cho các doanh nghiệp logistics tăng trưởng tốt về sản lượng, mặc dù các doanh nghiệp tại Hải Phòng có sự sụt giảm về doanh thu do sụt giảm nhu cầu kho lạnh:

Tăng trưởng doanh thu Q1 2016



Tăng trưởng lợi nhuận Q1 2016



Nguồn: VCBS tổng hợp

Trong quý 1 năm 2016, các doanh nghiệp có tăng trưởng hoạt động cốt lõi trong ngành bao gồm CLL, GMD, PSP, PDN và PVT. Cần lưu ý thêm rằng PVT có lợi nhuận tăng trưởng 46% yoy một phần lớn nhờ vào việc đi vào hoạt động của kho nổi FSO/FPISO, trong khi GMD có lợi nhuận tăng trưởng chậm do các cảng đã gần đầy công suất và không còn nhiều khả năng tăng trưởng. Mặc dù có sự tăng trưởng về sản lượng hàng hóa, các cảng khu vực phía Bắc có sự sụt giảm doanh thu/lợi nhuận trong quý 1 chủ yếu do sụt giảm sản lượng cho thuê kho lạnh. Trong năm 2015, doanh thu từ dịch vụ kho lạnh tại các cảng phía Bắc tăng cao đột biến do chính sách thuế dịch bất ổn với Trung Quốc khiến hàng hóa bị ách tắc tại cửa khẩu. Trong quý 1 năm 2016, cửa khẩu Móng Cái tạm thời hoạt động ổn định, không còn tình trạng hàng hóa bị ách tắc khiến cho nhu cầu dịch vụ kho lạnh giảm sút.

Thông kê KQKD Q1.2016 một số doanh nghiệp trong ngành

Mã CK	Doanh thu (tỷ đồng)	Yoy (%)	LNST (tỷ đồng)	Yoy (%)	Nợ/TTS	EPS (nghìn đồng)	PE	Tăng trưởng TTS	Tăng trưởng VCSH
Nhóm dịch vụ cảng biển									
GMD	848	4%	84	4%	21%	3,8	11	6%	6%
VSC	225	-1%	42,8	-26%	35%	5,7	12	9%	12%
PDN	86,4	17%	14	10%	48%	4,2	12	4%	-3%
DXP	40,4	-14%	13,2	-46%	12%	9	8	1%	4%
DVP	142	-3%	63	-4%	16%	7	11	7%	-16%
HAH	121	-32%	36	-19%	44%	7,2	5,7	1%	9%
Nhóm dịch vụ vận tải									
PVT	1.534	38%	99,2	46%	55%	1,5	10	1%	3%
VTO	296	1%	31	159%	45%	1	12	-2%	3%
PCT	390	60%	6,2	15%	27%	0,8	13	0%	3%

Triển vọng 2H.2016

Nhu cầu về các dịch vụ cảng biển được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2016. Trong khi đó, dịch vụ vận tải biển vẫn duy trì

Cảng biển là ngành công nghiệp được hưởng lợi sau khi Việt Nam gia nhập các hiệp định thương mại quốc tế. Theo báo cáo của Bộ Kế hoạch & Đầu tư và Bộ Công Thương, kinh tế nước ta 4 tháng đầu năm 2016 đã có những chuyển biến tích cực, nhiều doanh nghiệp trong ngành sản xuất cho biết lịch hoạt động đã lên kín đến cuối năm cho các đơn hàng xuất khẩu. Đối với lĩnh vực xuất nhập khẩu, trong 4 tháng đầu năm, tổng kim ngạch xuất khẩu ước đạt 52,87 tỷ USD (+6% yoy), nhập khẩu ước đạt 51,4 tỷ USD (-1,2%). Con số thống kê đầu năm cho thấy tín hiệu về sự hồi phục của một số ngành kinh tế, năng lực xuất khẩu của các DN hiện nay đã tương đối ổn định trở lại và hàng hóa của VN ngày càng có chỗ đứng. Theo đó, nhu cầu về

triển vọng tiêu cực do nhu cầu thấp và giá cước giảm.

các dịch vụ vận tải biển, cảng biển được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trên thị trường trong nửa cuối năm 2016.

Chúng tôi tiếp tục duy trì triển vọng tiêu cực đối với hoạt động vận tải biển hàng khô và container trong thời gian tới do mất cân bằng cung cầu tàu biển kéo dài. Số lượng tàu nằm chờ đang tăng đều đặn kể từ cuối tháng 1 năm 2016 và hiện tại đang gần đến mức kỷ lục 6,6% - mức cao chưa từng có kể từ năm 2014. Tàu hàng khô rời tiếp tục chiếm đa số lượng tàu đóng mới được giao trong năm 2016. Theo số liệu của IHS, từ đầu năm đến nay đã có hơn 200 tàu hàng khô rời đóng mới được bàn giao, riêng tháng 03/2016 là 57 tàu. Chỉ số giá Shanghai Containerised Freight Index mới nhất cho thấy giá cước từ Trung Quốc đi Bắc Âu trên tuyến Á-Âu giảm 6,9% xuống còn 271 USD/TEU, trong khi đó giá đi Địa Trung Hải cũng giảm khoảng 6,6%, xuống còn 409 USD/TEU. Theo chỉ số World Container Index của Drewry và Cleartrade, trên tuyến Châu Á-Bờ Tây Mỹ, giá cước đã giảm 9,3% xuống còn 770 USD/FEU và trên tuyến Châu Á- Bờ Đông Mỹ, giá cũng giảm thêm 4,8% xuống còn 1.648 USD/FEU. Trong khi đó, **ngành vận tải xăng dầu đường biển tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ hoạt động ổn định** do nguồn cung tàu thấp hơn so với nhu cầu. Ngoài ra, giá dầu đang trên đà phục hồi, các dự án lọc dầu/khai thác khí hoạt động ổn định sẽ là tiền đề tốt cho tăng trưởng ngành vận tải xăng dầu.

Doanh nghiệp triển vọng

Mã CK	KQKD Q1 2016	KQKD 2016 (Dự phóng)	Khuyến nghị
GMD	Doanh thu quý 1 năm 2016 đạt 848 tỷ đồng (+4,3% yoy); lợi nhuận gộp đạt 220 tỷ đồng (+10% yoy) và LNST đạt 83,9 tỷ đồng (+4% yoy).	Cảng Nam Hải Đình Vũ có sự tăng trưởng ổn định, dự án Nam Hải Logistics được dự kiến đưa vào hoạt động trong năm sau sẽ là cơ sở cho dự đoán khả quan về dòng tiền cho những năm tiếp theo. Dự báo doanh thu năm 2016 sẽ đạt 3.917 tỷ đồng (+9,3% yoy), LNST đạt 524 tỷ đồng (+13,9% yoy). EPS forward 2016 là 2.920 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E là 9,3 lần.	Nắm giữ
VSC	Doanh thu quý 1 năm 2016 đạt 225 tỷ đồng (-1% yoy) và LNST đạt 43 tỷ đồng (-26% yoy).	DT hợp nhất quý 2 năm 2016 của VSC ước đạt 275 tỷ đồng, LNTT là 85 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng DTT năm 2016 ước đạt 1.160 tỷ đồng (+25% yoy) và LNST đạt 281 tỷ đồng (+1,4% yoy), theo đó EPS trước pha loãng là 5.589 đồng/CP và EPS sau pha loãng là 5.323 đồng/CP. Động lực tăng trưởng nằm ở cảng mới VIP Green Port, thuộc CTCP Cảng Xanh VIP mà VSC sở hữu 74,35% sau khi mua lại 9,35% cổ phần của VIPCO.	Mua
PVT	KQKD quý 1 năm 2016 khả quan với doanh thu đạt 1.534 tỷ đồng (+37%, đạt 110% KH Q1), LNST đạt 99 tỷ đồng (+46% yoy, đạt 115% KH Q1).	Công ty chia sẻ doanh thu 6 tháng năm 2016 ước đạt 3.103 tỷ đồng (+22% yoy, đạt 120% kế hoạch 6T.2016); LNST đạt 270 tỷ đồng (+26% yoy, đạt 136% kế hoạch 6T.2016) và nộp ngân sách nhà nước 163 tỷ đồng, bằng 156% kế hoạch.	Mua
PCT	Doanh thu quý 1 năm 2016 đạt 390 tỷ đồng (+60% yoy) và LNST đạt 6,2 tỷ đồng (+15% yoy).	Công ty đề ra kế hoạch doanh thu cho năm 2016 là 950 tỷ đồng và LNST là 15 tỷ đồng, giảm 13% so với năm 2015. Tuy nhiên, công ty có truyền thống đặt chỉ tiêu thấp hơn so với năng lực thực hiện, do đó chúng tôi dự kiến doanh thu năm 2016 sẽ đạt khoảng 1.112 tỷ đồng (+1,4% yoy) và LNST đạt khoảng 16,9 tỷ đồng (+2,3% yoy).	Nắm giữ

MHC	Doanh thu/thu nhập khác quý 1 năm 2016 đạt 76 tỷ đồng (+650% yoy) và LNST đạt 41 tỷ đồng (+280% yoy). Công ty thu được khoản lãi từ chuyển nhượng cổ phiếu HAH (CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An), và hiện nay MHC chỉ còn nắm giữ 2,8% cổ phần tại HAH.	Công ty đặt kế hoạch doanh thu/thu nhập khác năm 2016 đạt 135 tỷ đồng (-10% yoy) và LNST đạt 44 tỷ đồng (-60% yoy), tỷ lệ chi trả cổ tức trong Q2 .2016 là 10% bằng tiền mặt và 15% bằng cổ phiếu. Công ty dự định thoái toàn bộ vốn góp của CTCP MHC tại CTCP Vận tải và Dịch vụ Điện lực (Potracco) với giá trị ghi nhận tại tháng 3 năm 2016 là 19,2 tỷ đồng. Do đó, VCBS nhận định MHC vẫn còn kế hoạch bán thêm một số cổ phiếu công ty khác đem về doanh thu vào khoảng 45 tỷ đồng trong năm 2016.	Nắm giữ
------------	---	--	----------------

GMD: Khuyến nghị NẮM GIỮ Trong số các doanh nghiệp cảng biển, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với GMD với KQKD tích cực trong quý 1 năm 2016 và triển vọng tăng trưởng tốt trong năm 2016/2017. Cụ thể:

- Dự án Nam Hải logistics giai đoạn 1 với diện tích 5 ha nhằm hỗ trợ cảng NHĐV được dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ quý 3 năm 2016, dự án có vốn điều lệ 120 tỷ và GMD góp 65%. Dự án được kỳ vọng sẽ là hệ thống kết nối các dịch vụ hoạt động khai thác cảng và logistics tại khu vực kinh tế trọng điểm phía Bắc.
- Theo dự kiến, cảng Gemalink sẽ được tái khởi động vào đầu năm 2017 và dự kiến đi vào hoạt động vào giữa năm 2018. Hiện nay, cảng đã hoàn thành trên 39%. Gemalink là dự án lớn nhất tại cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải, tổng vốn đầu tư 345 triệu USD liên doanh với CMA-CGM, trong đó GMD góp 75% cổ phần. Khi hoàn thành, cảng sẽ có bến chính dài 1.150m, bến tàu feeder dài 370m với diện tích kho bãi 72 ha. Cảng có khả năng tiếp nhận tàu tải trọng lên đến 200.000 DWT và công suất 2.4 triệu TEUs/ năm. VCBS nhận định Gemalink là dự án có tính khả thi cao do (1) cảng Cát Lái đã quá tải, (2) cảng Gemalink khi hoàn thành sẽ kết hợp được với dự án phà/xà lan/tàu feeder vận chuyển hàng từ khu vực Hậu Giang (Mekong Port), và (3) GMD đã có một lượng khách hàng nhất định cho khu vực cảng Cái Mép-Thị Vải.

Trong bối cảnh các cảng đã hoạt động gần hết công suất, chúng tôi dự đoán doanh thu cảng biển trong năm 2016 sẽ đạt 1.838 tỷ đồng (+10% yoy). Ngoài ra, doanh thu kho bãi và các hoạt động khác dự kiến sẽ tăng trưởng 9,7% trong năm 2016 đạt 1.149 tỷ đồng, và doanh thu ngành vận tải trong năm 2016 sẽ duy trì tại mức 930 tỷ đồng tương đương 2015.

Doanh thu năm 2016 dự kiến sẽ đạt 3.917 tỷ đồng (+9,3% yoy), LNST đạt 524 tỷ đồng (+13,9% yoy). EPS 2015 đạt 3.849 đồng; EPS 2016 dự kiến đạt 2.920 đồng, tương ứng PE 9,3 lần. Trong trường hợp VIG thực hiện quyền chuyển đổi trái phiếu, EPS pha loãng 2016 dự kiến đạt 2.320 đồng. Sử dụng phương pháp so sánh (P/E và EV/EBITDA), chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GMD là 29.659 đồng/cổ phiếu.

Tuy nhiên, GMD có 2 rủi ro mà NĐT nên lưu ý đó là:

- (1) Gemadept đã và đang đầu tư lượng vốn lớn vào các dự án bất động sản và trồng cao su. Trong đó, GMD đã đầu tư 1.400 tỷ đồng vào cao su trong khi dự án vẫn chưa thể đem lại lợi nhuận trước năm 2018, và dự án bất động sản cần thêm vốn đầu tư 145 triệu USD.

Công ty đang giãn tiến độ thi công dự án cảng Hoa Sen khi cảng Cái Mép Thị Vải đang trong tình trạng thiếu hàng.

VSC: Khuyến nghị MUA KQKD tích cực trong năm 2015 và triển vọng tăng trưởng tốt trong năm 2016. Cụ thể:

Động lực tăng trưởng nằm ở cảng mới VIP Green Port, thuộc CTCP Cảng Xanh VIP mà VSC sở hữu 74,35% sau khi mua lại 9,35% cổ phần của VIPCO. Cầu bến 1 của cảng đã đi vào hoạt động vào ngày 27/11/2015 và bến số 2 dự kiến đi vào hoạt động trong T11.2016 sẽ nâng tổng công suất lên 600.000

TEUS. Hiện nay giai đoạn 1 Cảng Vip Green đã đón được khoảng 6 chuyến tàu/tuần tương ứng với khoảng 29.000 TEUS/tuần, do VSC đã chuyển 3 hãng tàu lớn từ Cảng Green sang Cảng Vip Green là Evergreen, OOCL và Cosco. Dự báo sản lượng qua Cảng Vip Green cả năm đạt 350.000 TEUS, DT 2016 đạt 419 tỷ đồng và LNST 2016 là 71 tỷ đồng.

Tuy nhiên việc chuyển 3 hãng tàu chính sang Cảng Vip Green đã làm ảnh hưởng tới sản lượng hàng hóa thông qua Cảng Green. Đến đầu tháng 4/2016 cảng Green đã thêm được 3 khách hàng mới (1 tàu nội địa, 2 tàu nước ngoài), dù vậy dự báo cả năm sẽ giảm khoảng 25% so với 2015 khi kích thước tàu của các hãng tàu mới nhỏ hơn so với các hãng tàu đã chuyển sang cảng mới.

DT hợp nhất Q2.2016 của VSC ước đạt 275 tỷ đồng, LNST là 85 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng **DTT năm 2016 ước đạt 1.160 tỷ đồng (+25% yoy) và LNST thuộc về VSC đạt 259 tỷ đồng (-7,3% yoy)**, theo đó EPS sau pha loãng là 5.329 đồng/CP. Sử dụng phương pháp FCFF, FCFE, P/E, **giá trị hợp lý của VSC là 72.431 đồng/CP** (+11,23% so với giá ngày 19/07/2016 là 64.500). Năm 2017 dự báo DTT đạt 1.258 tỷ đồng (+8,4% yoy), LNST thuộc về VSC đạt 315 tỷ đồng (+21,6% yoy), theo đó EPS đạt 6.364 đồng/CP, tương ứng PE 10,1 lần. **Giá mục tiêu năm 2017 là 80.000 đồng/CP (+24,03%)** và tỷ lệ trả cổ tức đạt ít nhất 30%. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Đánh giá rủi ro:

- (1) Đánh giá tác động của Cảng Lạch Huyện (có thể đi vào hoạt động giai đoạn 1 từ năm 2018), chúng tôi cho rằng ảnh hưởng chưa thật sự lớn và rõ ràng. Với tốc độ tăng trưởng hàng hóa cao tại khu vực Hải Phòng (15%/năm) thì cung – cầu sẽ đạt trạng thái cân bằng trong năm giai đoạn 2018-2019. Ngoài ra phân khúc khách hàng của các cảng khu vực Hải Phòng và Lạch Huyện là khác nhau (Lạch Huyện sẽ đón tàu cỡ lớn) và tiến độ hoàn thành cảng Lạch Huyện có thể bị chậm hơn dự kiến (một chủ đầu tư là hãng tàu nước ngoài rút lui).
- (2) Sản lượng hàng hóa tại cảng Green Port có xu hướng sẽ giảm dần qua các năm vì các hãng có xu hướng tăng kích thước tàu, do đó sẽ làm giảm lợi nhuận từ phía công ty mẹ. Tuy nhiên phần sản lượng tăng thêm từ Cảng Vip Green sẽ bù đắp được phần giảm này, bên cạnh đó là nhiều khả năng Cảng Green sẽ được định hướng chuyển đổi công năng sang hoạt động kho bãi với tiềm năng tăng trưởng tốt hơn.

PVT: Khuyến nghị MUA

Trong 6 tháng đầu năm 2016, PV Trans ước đạt doanh thu lũy kế 3.103 tỷ đồng (+22% yoy, đạt 120% kế hoạch 6 tháng đầu năm); lợi nhuận sau thuế 221 tỷ đồng (+26% yoy, đạt 136% kế hoạch 6 tháng đầu năm). Biên lợi nhuận sau thuế trong quý 2 năm 2016 có sự tăng trưởng và đạt 6,5%. Nguyên nhân do PV Trans đã kiểm soát mức tiêu hao nhiên liệu nhằm tiết giảm từ 5 – 10% chi phí nhiên liệu và các chi phí sửa chữa khác. Kết quả trong 6 tháng đầu năm 2016 đã tiết kiệm được 24 tỷ đồng, đạt 102% kế hoạch. Nhìn chung, từ đầu năm 2016 đến nay PV Trans đã hoàn thành vượt mức tất cả các chỉ tiêu về doanh thu lẫn lợi nhuận đã được đề ra trong kế hoạch cho những tháng đầu năm.

Hiện nay, dự án nhà máy khí Cà Mau (GPP Cà Mau) với dự kiến sẽ đi vào hoạt động đầu năm 2017 và PVT đang làm việc với PV Gas nhằm độc quyền cung cấp dịch vụ vận chuyển LPG bằng đường xà lan cho GPP Cà Mau. Công ty đang làm việc nhằm cung cấp nguyên liệu than/dầu đầu vào cho nhà máy Thái Bình 2 dự kiến hoàn thành vào năm 2016. Ngoài ra, PVT có kế hoạch đầu tư thêm tàu vận tải sản phẩm và xà lan (2-3 xà lan, trị giá \$2.000.000 - \$3.000.000 mỗi xà lan), chủ yếu sẽ là tàu cũ 5-7 năm tuổi. VCBS nhận định đây là thời điểm tốt, giá tàu đang ở mức thấp do tình hình khó khăn chung của ngành vận tải biển toàn cầu.

Chúng tôi dự đoán doanh thu từ mảng vận tải biển sẽ duy trì hoặc tăng trưởng nhẹ đạt mức 2.754 tỷ đồng (+2% yoy) trong năm 2016, chủ yếu từ các hợp đồng vận chuyển nội địa. Doanh thu từ dịch vụ cho thuê kho nổi FSO Đại Hùng Queen và dịch vụ bảo dưỡng O&M được kỳ vọng sẽ đạt 804 tỷ đồng trong năm 2016 (+64% yoy) do tàu Đại Hùng Queen sẽ hoạt động suốt năm. Ngoài ra, doanh thu từ kinh doanh thương

mại và các hoạt động khác được dự kiến sẽ tăng nhẹ vào khoảng 2.534 tỷ đồng (+2% yoy). **Doanh thu 2016 dự kiến đạt 6.092 tỷ đồng (+5,7% yoy), LNST đạt 475 tỷ đồng (+10% yoy)**, EPS forward là 1.857 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E là 7,9 lần. Sử dụng phương pháp so sánh (P/E và EV/EBITDA) mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PVT là 19.584 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PVT.

Đánh giá rủi ro:

1. Trong năm 2016, giá dầu mỏ dự kiến sẽ có nhiều biến động gây tác động tiêu cực lên ngành vận tải biển.
2. Rủi ro về biến động tỷ giá sẽ tạo một áp lực không nhỏ lên chi phí tài chính của công ty. Với đặc thù ngành đòi hỏi vốn đầu tư lớn để mua tàu bằng ngoại tệ, PVT có dư nợ ngoại tệ chiếm 59% tổng dư nợ. Với tỷ giá dự kiến sẽ nói thêm 3% trong năm 2016, công ty dự kiến lỗ chênh lệch tỷ giá trên 70 tỷ đồng.

Ngành Điện

Diễn biến ngành 1H.2016:

Sản lượng thủy điện sụt giảm mạnh do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino. Cơ cấu sản lượng điện dịch chuyển theo hướng giảm thủy điện, tăng nhiệt điện than và nhiệt điện khí.

Sản lượng điện sản xuất tăng so với cùng kỳ. Theo Tập đoàn điện lực Việt Nam EVN, lũy kế 5 tháng đầu năm, sản lượng toàn hệ thống đạt 72,6 tỷ kWh (+13,1% so với cùng kỳ 2015). Sản lượng điện sản xuất và mua của EVN ước đạt 69,84 tỷ kWh (+12,1% so với cùng kỳ 2015). Cụ thể:

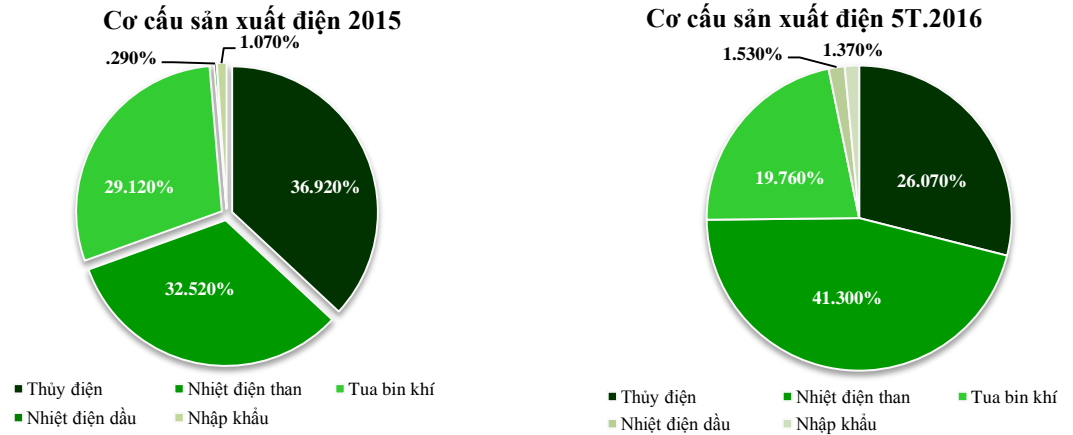
- Thủy điện: 18,2 tỷ kWh (chiếm 26,07%)
- Nhiệt điện than: 28,8 tỷ kWh (chiếm 41,3%)
- Tuabin khí: 20,8 tỷ kWh (chiếm 29,76%)
- Nhiệt điện dầu: 1,07 tỷ kWh (chiếm 1,53%)
- Nhập khẩu: 0,96 tỷ kWh (chiếm 1,37%)

Sản lượng điện thương phẩm ước đạt 61,9 tỷ kWh (+12,3% so với cùng kỳ 2015), trong đó điện thương phẩm nội địa tăng 12,5%.

Cơ cấu nguồn điện tiếp tục dịch chuyển theo hướng giảm thủy điện, tăng nhiệt điện than và nhiệt điện khí. Tính đến hết tháng 5, tỷ trọng thủy điện giảm từ 37% xuống 26%, trong khi nhiệt điện than tăng từ 33% lên 41%, tua bin khí vẫn duy trì tỷ trọng như năm 2015. Điều này là do:

- (1) Định hướng quy hoạch điện 7 (tập trung đầu tư nhiệt điện than khi dư địa phát triển thủy điện ngày càng thu hẹp). Trong số 3 nhà máy mới đưa vào vận hành thì 2 nhà máy là nhiệt điện than (Mông Dương I, Duyên Hải I), nhà máy còn lại (Ồ Môn I) là nhiệt điện khí.
- (2) Sản lượng thủy điện thủy điện giảm sút do ảnh hưởng thời tiết khô hạn.
- (3) Thủy điện gần như đã được khai thác hết trên toàn quốc và còn nhiều hạn chế, như phụ thuộc vào thiên nhiên, hủy hoại môi trường sinh thái tiềm ẩn nguy cơ xả lũ gây ngập lụt.

Bên cạnh đó, nhà nước đã quan tâm hơn đến phát triển điện hạt nhân nhưng mới chỉ là giai đoạn sơ khai của quá trình nghiên cứu. Nhà máy điện nguyên tử được dự kiến đưa vào vận hành vào năm 2030, với khoảng 3,8% thị phần trong tổng sản lượng điện và 4,9% trong tổng công suất lắp đặt.



Nguồn: NT2, VCBS

Công tác đầu tư xây dựng cơ bản đang bám sát tiến độ đề ra.

- **Về nguồn điện:** Các dự án dự kiến phát điện trong năm 2016 như: Thủy điện Lai Châu, Huội Quảng, Trung Sơn, Sông Bung 2, Nhiệt điện Duyên Hải 3 và các dự án trọng điểm như: Nhiệt điện Duyên Hải 3 mở rộng, Vĩnh Tân 4, Thái Bình 1, Thủy điện Đa Nhim mở rộng, trong đó Thủy điện Đa Nhim mở rộng đã hoàn thành đàm phán hợp đồng gói thầu cơ điện để chuẩn bị ký hợp đồng, thủy điện Thác Mơ mở rộng đã hoàn thành toàn bộ công tác bê tông hầm dẫn nước trước 12 ngày so với kế hoạch: Công trường thi công cơ bản đang bám sát tiến độ đề ra, trong đó dự án Nhiệt điện Thái Bình 1 đã hoàn thành nâng bao hơi tổ máy 1, vượt trước tiến độ 01 tháng. Nhiều tổ máy nhiệt điện được hoàn thành: trong tháng 5/2016, đã hoàn thành cấp PAC cho cả 2 tổ máy Nhiệt điện Vĩnh Tân 2 và 2 tổ máy Nhiệt điện Duyên Hải 1.

Nguồn: EVN

- **Về lưới điện:** Trong 5T.2016, hoàn thành đóng điện 48 công trình (gồm: 9 công trình 500 - 220kV và 39 công trình 110kV), trong đó có một số công trình quan trọng để nâng cao năng lực truyền tải Bắc - Nam như: Trạm biến áp 500kV Pleiku 2, đường dây 220kV Vũng Áng - Ba Đồn - Đồng Hới. Khởi công 20 công trình (gồm: 1 công trình 220kV và 19 công trình 110kV).

Tổng giá trị đầu tư xây dựng trong Q1.2016 ước đạt 26.167 tỷ đồng, giá trị giải ngân đạt 20.014 tỷ đồng, cao hơn cùng kỳ năm 2015. Lũy kế 5 tháng đầu năm, giá trị khối lượng đầu tư xây dựng thực hiện đạt 52.719 tỷ đồng, giá trị giải ngân đạt 40.933 tỷ đồng.

Có thêm 16 nhà máy tham gia thị trường phát điện cạnh tranh trong năm 2016. Theo Quyết định số 79/QĐ – ĐTĐL ngày 20.11.2015, từ ngày 01.01.2016, sẽ có 63 nhà máy điện trực tiếp tham gia thị trường điện với tổng công suất đặt 14.912 MW. Trong đó có 45 nhà máy thủy điện (chiếm 38% tổng công suất thị trường), 13 nhà máy nhiệt điện (chiếm 38% tổng công suất thị trường), còn lại là 5 nhà máy tuabin khí (chiếm 24% tổng công suất thị trường). Quyết định cũng nêu rõ 16 nhà máy điện mới (với tổng công suất 6.239,5 MW) khẩn trương hoàn thiện các điều kiện theo quy định (về cơ sở hạ tầng, hợp đồng mua bán điện, giấy phép hoạt động điện lực...) để sớm trực tiếp tham gia thị trường điện trong năm 2016. Khi các nhà máy điện này đáp ứng đủ điều kiện, tham gia thị trường điện trong năm 2016, sẽ có 79 nhà máy chào giá trực tiếp trên thị trường điện trong tổng số 110 nhà máy điện công suất trên 30MW và sẽ nâng tổng công suất đặt giao dịch trực tiếp trên thị trường phát điện cạnh tranh lên 21.151,5 MW đạt 54% tổng công suất đặt của toàn hệ thống điện quốc gia 38.953,5 MW

Theo thiết kế tổng thể thị trường điện, Việt Nam đang thực hiện cấp độ thứ 2 của thị trường VCGM, đó là thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM). Cấp độ này sẽ được tiến hành thử nghiệm trong thời gian từ năm 2016 đến năm 2018 và vận hành chính thức từ năm 2019. Hiện nay, Bộ Công Thương

đang cùng các nhà tư vấn quốc tế triển khai thực hiện những công đoạn cuối cùng của dự án “Xây dựng quy định vận hành thị trường bán buôn điện cạnh tranh Việt Nam” nhằm tiến tới việc xây dựng dự thảo Thông tư quy định vận hành Thị trường bán buôn điện cạnh tranh từ tháng 7/2016. Trong 6 tháng đầu năm 2016, Cục điều tiết điện lực đã tích cực thực hiện kế hoạch triển khai thực hiện VWEM, Cục sẽ hoàn thành các quy định về thị trường bán buôn điện cạnh tranh để trình các cấp có thẩm quyền ban hành. Đây là tài liệu quan trọng để vận hành thị trường bán buôn điện cạnh tranh. Dự kiến đến tháng 6/2017 sẽ hoàn thành các quy định về thị trường bán buôn điện.

Hầu hết các doanh nghiệp điện ghi nhận KQKD không tích cực

Trong Q1.2016, ngành điện ghi nhận KQKD không khả quan khi phần lớn các doanh nghiệp ghi nhận mức giảm lợi nhuận trên 2 con số. VCBS giải thích điều này là do:

- Hiện tượng El Nino kéo dài từ năm 2015 đến nửa đầu năm 2016 đã gây ra tình trạng hạn hán kỷ lục, ảnh hưởng đến sản lượng của các nhà máy thủy điện.
- Giá khí đầu vào sụt giảm khiến giá bán điện của các doanh nghiệp nhiệt điện khí giảm.
- Tỷ giá biến động khiến các doanh nghiệp vay nợ ngoại tệ phải ghi nhận lỗ tỷ giá.

VCBS phân tích tình hình kinh doanh cụ thể như sau:

Thủy điện: Sản lượng điện sụt giảm mạnh do khô hạn. Năm nay, do chịu ảnh hưởng của hiện tượng El Nino, tình trạng khô hạn diễn ra ở nhiều nơi, các hồ thủy điện đều có lượng nước về rất ít so với trung bình nhiều năm. Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng - Thủy văn Trung ương, trong khoảng thời gian từ tháng 10.2015 – 3.2016, lượng mưa ở khu vực Trung Bộ thiếu hụt tới 30-50%, khu vực Tây Nguyên, Nam Bộ và Bình Thuận lượng mưa ở mức thấp hơn 20-40% so với TBNN và mùa mưa kết thúc sớm. Điều này làm ảnh hưởng đến nguồn nước của các hồ thủy điện. Do đó, sản lượng điện thương phẩm của các nhà máy thủy điện trong Q1.2016 chỉ đạt 9,12 tỷ kWh (giảm 14,6% so với cùng kỳ 2015). Thống kê của EVN cho thấy, hệ thống điện quốc gia có 81 nhà máy thủy điện đang vận hành (chỉ tính các nhà máy có công suất đặt trên 30 MW) với tổng công suất khoảng 15.570 MW, chiếm 40,4 % công suất đặt toàn hệ thống (38.500 MW). Trong đó, với tình hình khô hạn, chỉ có 38 hồ có khả năng điều tiết nước phục vụ phát điện, tưới tiêu và cấp nước hạ du trong cả mùa khô với tổng dung tích hữu ích là 33,01 tỷ m³.

Theo như thống kê, KQKD của các công ty thủy điện đều sụt giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2015. Cụ thể như sau:

- **Khu vực Bắc Bộ:** Thủy điện Thác Bà (TBC) với nhà máy công suất 120 MW nhưng lưu lượng nước về hồ trong kỳ giảm dẫn đến sản lượng điện thương phẩm giảm so với cùng kỳ, do đó doanh thu điện Q1.2016 giảm hơn 9 tỷ đồng khiến LNST sụt giảm 16,2%.
- **Khu vực miền Trung:** Thủy điện miền trung (CHP) ghi nhận mức LNST chỉ bằng 1/9 cùng kỳ năm ngoái, đạt 8,78 tỷ đồng. Do ảnh hưởng của El Nino khiến lưu lượng nước về hồ rất thấp, sản lượng điện thương phẩm chỉ đạt 79,4 triệu kWh (-73% so với cùng kỳ). VSH cũng ghi nhận KQKD không mấy khả quan khi sản lượng điện Q1.2016 giảm 21,8% so với cùng kỳ 2015 dẫn đến LNST sụt giảm 19,3%. Thủy điện Sông Ba (SBA) cũng ghi nhận lợi nhuận lỗ 2,5 tỷ đồng trong Q1.2016.
- **Khu vực miền Nam – Nam Tây Nguyên:** thủy điện Thác Mơ (TMP), thủy điện miền Nam (SHP) cùng báo lỗ trong Q1.2016 với mức lỗ tương ứng là 1,6 tỷ và 54,3 tỷ. Chỉ riêng thủy điện Cần Đơn (SJD) ghi nhận mức lãi 15 tỷ trong Q1.2016, tuy nhiên vẫn giảm 51,6% so với Q1.2015.

Nhiệt điện: Lợi nhuận thấp do ảnh hưởng tỷ giá. Trong Q1.2016, tỷ giá diễn biến khá phức tạp khi các đồng tiền lớn có biến động trái chiều: USD (-0,46%), EUR (+1,35%), JPY(+7,74%), KRW (+8,5%). Mặc dù vậy, đa phần các doanh nghiệp trong ngành chịu ảnh hưởng bất lợi do chủ yếu vay nợ bằng ngoại tệ.

- **Đối với nhóm vay nợ bằng JPY:** Đồng JPY tăng giá gần 8% trong Q1.2016 so với VND khiến

cho PPC ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá 262 tỷ đồng dẫn đến lợi nhuận cả quý âm 157 tỷ đồng.

- **Đối với nhóm vay nợ bằng USD và EUR:** Tổng số dư nợ gốc của hai khoản vay nợ USD và EUR tính đến ngày 31.03.2016 là 123,6 triệu USD và 112,9 triệu EUR. Trong Q1.2016, NT2 ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 58,6 tỷ so với khoản lãi 314,3 tỷ trong Q1.2015, dẫn đến LNST giảm 37% so với cùng kỳ còn 318 tỷ đồng.

Đối với nhóm còn lại: Doanh thu Q1.2016 của BTP sụt giảm nhẹ 6,9% do ảnh hưởng từ giá mua điện tạm tính năm 2015 (nhưng sẽ được điều chỉnh lại khi có giá bán chính thức năm 2016). Tuy nhiên, việc đồng KRW tăng giá 8,5% so với VND đã khiến công ty phải chịu khoản lỗ tỷ giá 45,9 tỷ đồng. Do giá khí giảm mạnh hơn và khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá giảm làm BTP chỉ còn lỗ 18,7 tỷ so với mức lỗ 122,8 tỷ đồng của cùng kỳ năm ngoái. Duy chỉ có nhà máy nhiệt điện Ninh Bình có KQKD khả quan vì sản lượng điện Q1.2016 cao hơn Q1.2015 là do Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia huy động NBP phát thường xuyên 2 lò. LNST của NBP tăng mạnh so với cùng kỳ 2015, đạt 10,7 tỷ đồng một phần còn do xuất tiêu hao theo tiêu chuẩn giảm. Doanh thu của NBP trong Q1.2016 là số tạm tính do công ty chưa ký được hợp đồng mua bán điện với Tập đoàn điện lực Việt Nam.

Các doanh nghiệp nhiệt điện khí được hưởng lợi từ giá khí đầu vào giảm. Đối với NT2, từ ngày 01.08.2015, giá khí đầu vào của NT2 được tính dựa trên cơ chế giá thị trường (46% MFO+thuế). Do đó, giá khí đầu vào của NT2 chỉ chính thức chịu ảnh hưởng từ giá dầu thô trong thời gian ngắn, từ 01.08/2015 đến 31.12.2015. Giá dầu trong giai đoạn vừa qua suy giảm dẫn đến giá khí đầu vào của các doanh nghiệp nhiệt điện cũng sụt giảm theo, giúp các doanh nghiệp cạnh tranh về mặt chi phí sản xuất. Tuy nhiên, giá khí giảm cũng ảnh hưởng đến giá bán điện của các doanh nghiệp này. Giá bán trên hợp đồng mua bán điện của NT2 giảm 28,9% xuống còn 1.039 đồng/kWh sau khi giá khí giảm mạnh 45% từ mức 5,65 USD/mmBTU trong Q1.2015 xuống còn 3,13 USD/mmBTU trong Q1.2016).

Tổng kết KQKD của các doanh nghiệp điện Q1.2016

DN	Công suất	Vị trí nhà máy	Doanh thu (tỷ)	% yoy	LNST (tỷ)	% yoy	Nợ/ TTS	EPS trailing	PE	Ghi chú
Thủy điện										
TBC	120	Yên Bái	62,5	-12,3%	30,1	-16,2%	2.5%	1.730	13,8	Bắc Bộ
CHP	170	Huế	94,7	-45%	8,8	-89%	54.7%	2.040	9,6	
VSH	136	Bình Định	105,4	-16,7%	63,1	-21,6%	44.2%	1.130	13	Trung Bộ
SBA	73	Quảng Nam, Phú Yên	22,6	-36,8%	-2,5	-150%	52.1%	730	13,1	
SHP	122.5	Lâm Đồng	36,1	-48,3%	-54,3	-58,2%	57.5%	1.420	13,2	Tây Nguyên
SJD	104	Bình Phước	47,4	-32%	15	-51,6%	22.6%	3.530	7,62	
TMP	150	Bình Phước	59,4	-64%	-1.6	-103%	31.9%	2.080	12,5	Nam Bộ
Nhiệt điện										
NT2	750	Đồng Nai	1.387	-22,3%	318,6	-36,7%	60.3%	3.220	10,8	
BTP	388	Vũng Tàu	389,5	-6,9%	-18,7	+84,7%	45.3%	3.630	4,2	Nhiệt điện khí
PPC	1040	Hải Dương	1.706,7	-14,7%	-156,8	-402%	48.9%	0.820	17,5	
NBP	100	Ninh Bình	180	+24,9%	10,7	1378%	36.6%	1.630	12,2	Nhiệt điện than

Nguồn: VCBS tổng hợp

Triển vọng ngành 2H.2016

Hiện tượng El Nino được dự báo sẽ chấm dứt và hiện tượng ENSO trở về trạng thái trung

KQKD của các nhà máy thủy điện sẽ khả quan hơn khi El Nino chấm dứt. Nhiệt điện sẽ biến động trái chiều cùng với bức tranh tỷ giá.

tính từ khoảng tháng 6-7. Khả năng xuất hiện hiện tượng La Nina từ những tháng cuối năm 2016 là tương đối cao. Ngày 10.06.2016, cơ quan Quản lý Khí quyển và Đại dương quốc gia Mỹ (NOAA) chính thức xác nhận rằng hiện tượng El Nino kéo dài từ năm 2015 đã chính thức chấm dứt. Theo đó, khả năng cao sẽ xảy ra hiện tượng La Nina. La Niña là hiện tượng thời tiết trái ngược với El Nino và sẽ xuất hiện ngay sau El Nino. La Nina khiến bề mặt nước biển xích đạo Thái Bình Dương giảm xuống, có thể khiến lượng mưa tại các quốc gia Nam Á tăng lên. La Nina sẽ có lợi cho các doanh nghiệp thủy điện vì Việt Nam cũng sẽ là một trong những nước sẽ gia tăng lượng mưa do nằm trong khu vực Nam Á.

Cũng giống như El Nino, tác động của La Nina đến các doanh nghiệp thủy điện là không đồng đều. Nếu như El Nino gây tác động tiêu cực nhất đến các nhà máy thủy điện ở miền Trung và miền Nam trong khi miền Bắc ít bị ảnh hưởng, thì ngược lại, các doanh nghiệp thủy điện ven biển miền Trung như VSH, CHP sẽ được hưởng lợi trong khi các doanh nghiệp thủy điện miền Bắc như TBC sẽ bị thiệt hại. La Nina xuất hiện thường gây mưa nhiều tại các tỉnh miền Trung Tây Nguyên và miền Nam, nhưng lại khiến lượng mưa ở các tỉnh phía Bắc sụt giảm. *Do đó, VCBS nhận định nửa cuối năm 2016, KQKD của các công ty thủy điện sẽ khả quan hơn, đặc biệt là các nhà máy tại miền Bắc và miền Trung như VSH, CHP, SBA và SHP.*

Các doanh nghiệp nhiệt điện vay ngoại tệ lớn sẽ bị ảnh hưởng bởi sự biến động khó lường của tỷ giá. 6 tháng đầu năm 2016, chính trường thế giới đã xảy ra những biến động bất ngờ, tác động trái chiều đến bức tranh tỷ giá. Trong đó, hiện tượng Brexit (Anh rời khỏi Liên minh Châu Âu) đã tác động rất lớn đến tỷ giá EUR/USD. Anh rời khỏi EU sẽ khiến triển vọng tăng trưởng của EU trở nên tiêu cực hơn, và điều này sẽ khiến đồng EUR suy yếu. Tuy nhiên, Brexit cũng làm chậm lại tiến trình nâng lãi suất trong năm 2016 của FED và chúng tôi cho rằng, FED chỉ nâng lãi suất tối đa thêm 1 lần nữa vào khoảng cuối năm 2016. Áp lực tăng giá đồng USD là có, nhưng chúng tôi đánh giá cũng không quá cao. Điều đáng nói, khi EUR và USD đều biến động khó lường thì nhà đầu tư sẽ trú ẩn vào những đồng tiền an toàn hơn, đó là JPY. Tính từ đầu năm đến nay, JPY đã tăng giá hơn 16% so với VND, do đó áp lực lỗ tỷ giá với các doanh nghiệp vay Yên Nhật lớn như PPC là rất lớn. *Như vậy, trong 6 tháng cuối năm, VCBS đánh giá (1) DN vay nợ USD và JPY (như Nhiệt điện Hải Phòng, Quảng Ninh, Phả Lại...) hầu như sẽ chịu lỗ tỷ giá lớn (2) DN có dư nợ ngoại tệ khác (như NT2, BTP...) tiềm ẩn biến động khó lường.*

Đối với lộ trình tự do hóa ngành điện (1) Dự kiến có thêm 16 doanh nghiệp tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Theo đó, số lượng nhà máy tham gia thị trường phát điện cạnh tranh sẽ đạt 83 nhà máy, tổng công suất lắp đặt 21.152 MW, chiếm 54% công suất toàn hệ thống. **(2) Bộ Công thương ban hành quyết định 8266 phê duyệt thiết kế chi tiết thị trường bán buôn điện cạnh tranh.** Những điểm đáng chú ý trong quyết định 8266/QĐ-BCT gồm có (i) Các thành viên tham gia thị trường; (ii) Mô hình thị trường; (iii) Lộ trình thực hiện; (iv) Cơ chế hợp đồng mua bán điện. Theo đó, sẽ có 2 giai đoạn thí điểm từ năm 2016-2018 (năm 2016: chỉ thực hiện trên giấy, 2017-2018: thí điểm thực tế) trước khi chính thức vận hành từ năm 2019. Về mặt ngắn hạn, quyết định 8266 sẽ hầu như không tác động lên thị trường, khi năm sau các bên chỉ vận hành giả định trên giấy. Tự do hóa ngành điện vẫn tập trung trong quá trình hoàn thiện thị trường phát điện cạnh tranh (mà chúng tôi nhận thấy khá chậm chạp khi số lượng các nhà máy tham gia chỉ đạt 40-50% công suất toàn thị trường và tỷ lệ bán cạnh tranh trên tổng sản lượng chỉ đạt 5-20%).

Doanh nghiệp triển vọng

Mã	KQKD Q1.2016	Triển vọng 2016	Khuyến nghị
NT2	Doanh thu: 1.387 tỷ (-21% yoy, hoàn thành 23,1% KH năm), LNST: 318 tỷ (-37% yoy, hoàn thành 43% kế hoạch năm).	Doanh thu: 6.691 tỷ đồng (-0,6% yoy), LNST: 1.424,7 tỷ đồng (+24,8% yoy). EPS forward: 5.128 đồng/cp. <i>Triển vọng ngắn hạn:</i> sự giảm giá đồng EUR. <i>Triển vọng dài hạn:</i> dự án NT3/NT4 và sản xuất thương mại CO2 lỏng.	Nắm giữ
REE	Doanh thu: 554,3 tỷ đồng (-18% yoy, hoàn thành 19% KH năm), LNST 98,8 tỷ đồng (-32% yoy, hoàn thành 11% KH năm).	Năm 2016, REE đặt kế hoạch doanh thu tối thiểu đạt 2.933 tỷ đồng (+10,9% yoy và LNST đạt 986 tỷ đồng (+11%yoy). Chúng tôi cho rằng REE sẽ đạt kế hoạch đề ra vì những lý do sau: Mảng M&E đảm bảo mang lại doanh thu tương lai từ một số hợp đồng mới như dự án Ngôi nhà Đức, dự án tòa nhà VTV Tower, Trảng An Plaza. Mảng BĐS còn dư địa tăng trưởng tốt với 2 dự án mới đó là (1) văn phòng cho thuê tại 24, Quang Trung và (2) dự án khu đô thị mới ở Quảng Ngãi. Mảng nước vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, tuy nhiên mảng điện khó đạt được kế hoạch do ảnh hưởng từ nhà máy nhiệt điện Phả Lại	Nắm giữ
PPC	Doanh thu: 1.707 tỷ (-45% yoy, hoàn thành 24,2% KH năm), LNST: -157,3 tỷ (-406% yoy)	Doanh thu: 7.480 tỷ đồng (-2,5%). LNST: 504,6 tỷ đồng (-10% yoy). EPS forward: 1.586 đồng/cp. <i>Rủi ro ngắn hạn:</i> tỷ giá JPY. Dư nợ JPY của PPC còn khoảng 21 tỷ yên vào cuối năm 2015. Dự đoán Q2.2016, PPC sẽ phải ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 690 tỷ đồng.	Theo dõi
SHP	Doanh thu: 36,1 tỷ (-48,3% yoy, hoàn thành 6,2% KH năm), LNST: -54,3 tỷ (-139,2% yoy),	Doanh thu: 590 tỷ đồng (-0,8%). LNST: 165 tỷ đồng (-2,4% yoy). EPS forward: 1.760 đồng/cp. Nhà máy Đa M'brì có khả năng đạt được kế hoạch phát điện năm do lưu lượng nước tại khu vực suối Đa M'brì tương đối tốt hơn so với các nhánh sông khác trên địa bàn. Đồng thời, nhờ có hồ chứa điều tiết năm, ĐamBri hoàn toàn có thể chủ động tích nước khi mùa mưa đến (mưa tại khu vực Lâm Đồng thường bắt đầu từ giữa tháng Tư – đầu tháng Năm. Do đã tạm dừng phát điện trong Q1.2016 để đảm bảo đủ lượng nước cho mùa khô, nên khả năng cao từ Q2 sản lượng nhà máy Đa M'brì sẽ tăng mạnh.	Khả quan
CHP	Doanh thu: 94,7 tỷ (-45% yoy, hoàn thành 15,6% kế hoạch năm), LNST: 8,8 tỷ (-89% yoy)	CHP đặt kế hoạch thấp cho năm 2016, bao gồm 600 tỷ đồng doanh thu (-17,8% yoy), 213 tỷ đồng LNST (-35% yoy). Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy một số yếu tố tích cực trong trung và dài hạn sau: <ul style="list-style-type: none"> El Nino đã kết thúc và khả năng cao La Nina sẽ xuất hiện vào cuối năm 2016 (dự đoán là vào mùa thu), trùng với khoảng thời gian diễn ra mùa mưa của CHP. La Nina diễn ra sẽ gây mưa lớn ở các tỉnh miền Trung, và do đó CHP sẽ được hưởng lợi. Tỷ lệ phát điện cạnh tranh của CHP vẫn đang rất thấp (8%), dư địa để gia tăng tỷ lệ và tăng lợi nhuận còn rất lớn. Bên cạnh đó, do CHP là nhà máy mới, cơ cấu chi phí chủ yếu là khấu hao và lãi vay nên về dài hạn chi phí sẽ giảm dần. 	Khả quan

NT2: Khuyến nghị NẮM GIỮ

KQKD Quý 1.2016 và 6T.2016

Doanh thu Q1.2016 của NT2 đạt 1.387 tỷ (-21% yoy, hoàn thành 23,1% KH năm), LNST đạt 318 tỷ (-

37% yoy, hoàn thành 43% kế hoạch năm). Trong Q1.2016, sản lượng điện tiêu thụ của NT2 đạt 1,335 tỷ kWh (+2,5% yoy, hoàn thành 30% KH năm). Sản lượng điện tiêu thụ tăng nhưng doanh thu và LNST lại sụt giảm là vì:

- (1) Giá bán trên hợp đồng mua bán điện giảm 28,9% xuống còn 1.039 đồng/kWh sau khi giá khí giảm mạnh 45% (từ mức 5,65 USD/mmBTU trong Q1.2015 xuống còn 3,13 USD/mmBTU trong Q1.2016)
- (2) Trong Q1.2015, các khoản lãi chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại các khoản mục tiền tệ có gốc ngoại tệ là 314,3 tỷ đồng, còn trong Q1.2016 là lỗ 58,6 tỷ đồng. Theo quy định, các khoản lãi chênh lệch tỷ giá không được thực hiện chia cổ tức.

Do việc áp dụng cơ chế giá khí thị trường khiến chi phí đầu vào giảm nhiều hơn giá bán bình quân nên lợi nhuận gộp tăng mạnh 31,1% so với cùng kỳ, khiến cho tỷ suất LNG đạt mức cao kỷ lục là 33,5%. Sau khi loại trừ yếu tố chênh lệch tỷ giá thì LNTT Q1.2016 tăng 85% so với cùng kỳ năm 2015, đạt 399,5 tỷ đồng.

6T.2016, sản lượng điện NT2 đạt 2.762 triệu kWh, vượt 15% kế hoạch và tăng nhẹ 1% so với cùng kỳ 2015. Doanh thu 6 tháng từ bán điện đạt 2.942 tỷ đồng (-10,5% so với cùng kỳ, bằng 54,8% kế hoạch). Chúng tôi cho rằng sản lượng trong Q3 và Q4.2016 sẽ không tăng trưởng mạnh mẽ do El Nino sẽ yếu dần vào cuối năm và cùng lúc hiện tượng La Nina sẽ xảy ra gây mưa lớn và làm tăng mực nước tại các hồ chứa thủy điện.

Triển vọng

Trong ngắn hạn, yếu tố chính hỗ trợ cho NT2 chính là sự giảm giá đồng EUR. NT2 là một doanh nghiệp vay nợ bằng ngoại tệ lớn. Tính đến ngày 31.03.2016, tổng số dư nợ gốc của hai khoản nợ bằng USD và EUR là 123,6 triệu USD và 112,9 triệu EUR. Đối với tỷ giá EUR/VND, chúng tôi nhận thấy nhiều yếu tố hiện đang có khả năng tác động tiêu cực lên đồng EUR:

- (1) Hiện tượng Brexit đã gây tác động lớn đến thị trường tài chính toàn cầu và mở ra một bức tranh tiêu cực về triển vọng kinh tế châu Âu.
- (2) Cuộc khủng hoảng nhập cư ở châu Âu, tăng trưởng kinh tế suy yếu của các nước thành viên và tình trạng bất ổn chính trị cũng như đe dọa khủng bố ở nhiều nước.

Do đó, chúng tôi dự đoán rằng ECB sẽ thực hiện giảm tỷ lệ lãi suất hơn nữa và thực hiện nhiều chương trình mang tính hỗ trợ. Những biện pháp này sẽ gây sức ép hơn nữa lên đồng EUR và khả năng đồng tiền này đứng ngang bằng đồng bạc xanh là có thể xảy ra. Vì những lý do đó, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, NT2 sẽ được hưởng lợi nhờ sự sụt giảm của đồng EUR.

Triển vọng dài hạn của NT2 đến từ những yếu tố sau: (1) Dự án nhà máy điện Nhơn Trạch 2 mở rộng (NT3) và NT4 quy mô 750-800 MW. Vào ngày 24.06.2016, NT2 đã trình quy hoạch điều chỉnh TTĐL Nhơn Trạch. Dự kiến tháng 7.2016, PVN sẽ có báo cáo bổ sung gửi Thủ tướng Chính phủ/Bộ công thương. Dự án NT3 và NT4 được đồng bộ với dự án LNG Thị Vải cùng với các cơ chế đặc trưng phù hợp. Trong tương lai, hai dự án này được đánh giá khá tiềm năng vì được xây dựng trên quỹ đất sẵn có, cơ sở hạ tầng hiện hữu, thuận lợi, đường ống dẫn khí, hệ thống truyền tải tốt. (2) Dự án “Sản xuất thương mại CO2 lỏng từ khí thải nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch”. Ngày 05/05/2016, NT2 và Công ty cổ phần Thiết kế Công nghiệp Hóa chất (CECO) đã ký kết Hợp đồng Tư vấn lập báo cáo nghiên cứu khả thi (FS) dự án thu hồi và sản xuất CO2 lỏng thương mại từ khí thải Nhà máy điện Nhơn Trạch 2. Theo đó, CECO sẽ thực hiện tất cả các bước từ khảo sát, thu thập số liệu, tính toán, phân tích lựa chọn công nghệ phù hợp, lập thuyết minh, lập thiết kế cơ sở, xác định tổng mức đầu tư và tính toán hiệu quả kinh tế dự án và sẽ trình NT2 toàn bộ hồ sơ FS dự án sau 3 tháng thực hiện.

Quan điểm đầu tư

Trong ngắn hạn, chúng tôi nhận thấy yếu tố chính hỗ trợ cho NT2 chính là diễn biến tỷ giá EUR sau khi

Anh quyết định rời khỏi liên minh Châu Âu.

Triển vọng dài hạn sẽ đến khi các dự án nhà máy NT3, NT4 đi vào hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng từ đây đến cuối năm 2016, sản lượng điện sẽ không tăng bất ngờ, đồng thời doanh thu cũng sẽ không có sự gia tăng đột biến vì những lý do sau:

- (1) Mùa mưa đã đến sẽ khiến mực nước hồ chứa của các nhà máy thủy điện tăng cao. Do đó, các nhà máy thủy điện sau một thời gian hoạt động không hiệu quả do đợt El Nino sẽ bắt đầu nâng công suất. Với áp lực chi phí đầu vào thấp hơn, các nhà máy thủy điện sẽ có lợi thế hơn so với NT2.
- (2) Hiện tại NT2 đã đạt đến 90% công suất tối ưu nên sẽ khó có khả năng gia tăng sản lượng nhiều.
- (3) Rủi ro tỷ giá USD cũng là một yếu tố ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của NT2. Với diễn biến tỷ giá như hiện nay, chúng tôi dự đoán rằng đồng USD sẽ tăng giá khoảng 3%. Tuy nhiên, yếu tố tích cực có thể đến từ EUR khi những tác động tiêu cực gây sức ép đến đồng tiền này là không ít như đã phân tích ở trên.

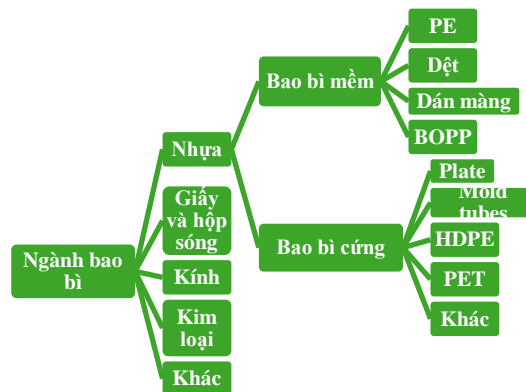
Cho năm 2016, VCBS dự báo doanh thu của NT2 sẽ đạt khoảng 6.691 tỷ đồng (-0,6% yoy), LNST đạt khoảng 1.424,7 tỷ đồng (+24,8% yoy). Theo đó, EPS forward 2016 của NT2 sẽ đạt khoảng 5.128 đồng/cổ phiếu. Với thị giá ngày 19.07.2016 là 35.100 đồng/cổ phiếu, NT2 đang giao dịch với PE forward 6.8. NT2 cũng lên kế hoạch chi trả cổ tức tỷ lệ 20% cho năm 2016. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** NT2 cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Ngành Bao bì

Diễn biến ngành 1H.2016:

Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm tạo động lực cải thiện biên lợi nhuận gộp

Cấu trúc ngành bao bì



Nhà máy sản xuất nhựa nguyên liệu



Nguồn: Stock Plus

Ngành bao bì có mức độ phân hóa mạnh mẽ, cả về quy mô doanh nghiệp và cơ cấu sản phẩm.

Ngành bao bì Việt Nam có quy mô tương đối lớn (~6,3 tỷ USD – StoxPlus 2014) với nhiều phân nhánh sản phẩm. Trong đó, lớn nhất là bao bì nhựa (chiếm 64%). Mỗi nhánh sản phẩm có sự phân hóa mạnh mẽ về nguyên liệu, công nghệ, chất lượng... để phục vụ đa dạng các ngành sản xuất khác nhau.

Quy mô các doanh nghiệp bao bì ở Việt Nam không lớn. Thị trường có khoảng 10-20 doanh nghiệp lớn có doanh thu trên 30 triệu USD/năm và rất nhiều doanh nghiệp nhỏ doanh thu dưới 5 triệu USD/năm.

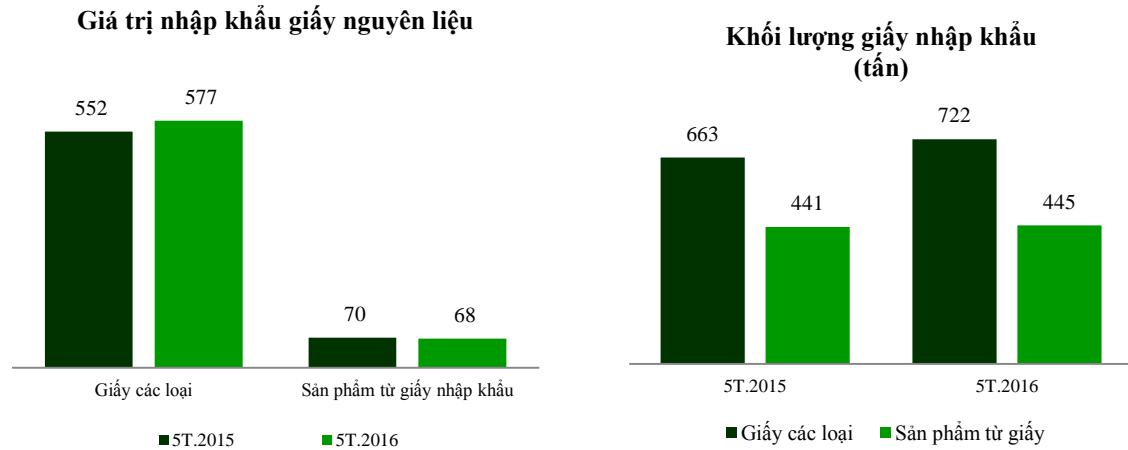
Sự đa dạng về sản phẩm và chất lượng khiến thị trường phân hóa về nhiều phân khúc riêng biệt. Các doanh nghiệp lớn với công nghệ in hiện đại, nắm bắt thị hiếu khách hàng tốt thường có tệp khách hàng ổn định hơn.

Nguyên liệu phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu

Hầu hết máy móc và nguyên liệu cho sản xuất (giấy, hạt nhựa ni lông, mực...) của các doanh nghiệp bao

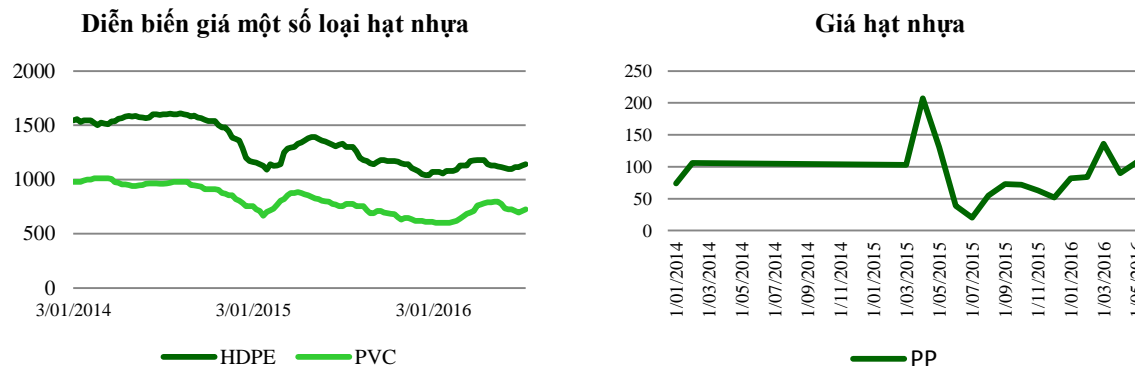
bì hiện nay là nhập khẩu. Với riêng nhánh bao bì nhựa, tỷ lệ này lên tới 90%. Điều này khiến *các DN trong ngành chịu rủi ro lớn giá nguyên liệu đầu vào và tỷ giá*

Đối với sản phẩm bao bì giấy: Theo thống kê của Tổng cục Hải Quan, trong 5 tháng đầu năm 2016, khối lượng nhập khẩu giấy và các sản phẩm từ giấy (80% là các loại bao bì) tăng lên 8,9% và 1%, tuy nhiên giá trị nhập khẩu chỉ tăng nhẹ 4,5% đối với mặt hàng giấy và giảm 3% đối với mặt hàng sản phẩm từ giấy so với cùng kỳ nhờ mức giá giấy nguyên liệu giảm khoảng 4%.



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Đối với sản phẩm bao bì nhựa và bao bì phức hợp: giá nguyên vật liệu hạt nhựa (PE, PP, HDPE, LDPE,...) tăng nhẹ trong nửa đầu năm 2016 do sự hồi phục của giá dầu, tuy nhiên KQKD Q1.2016 của hầu hết các DN bao bì nhựa vẫn tăng trưởng tốt nhờ nguyên liệu tồn kho giá rẻ như INN, PBP, SPP, BPC.



Nguồn: Bloomberg

Tốc độ tăng trưởng nhanh, nhu cầu ngày càng đa dạng

Là ngành công nghiệp phụ trợ, tăng trưởng thị trường bao bì phụ thuộc mạnh vào nhu cầu khách hàng (bánh kẹo, rượu bia, hóa mỹ phẩm...). Trong những năm qua, nhu cầu ở hầu hết các ngành sử dụng bao bì đều tăng trưởng, với tốc độ từ 5-16% CAGR, giúp ngành bao bì không ngừng mở rộng quy mô. Ngoài tốc độ tăng trưởng cao, nhu cầu khách hàng ngày càng đa dạng, đòi hỏi sản phẩm ngày càng bắt mắt và sang trọng. Vì vậy, việc nhanh nhạy với thị hiếu khách hàng và tích cực đầu tư công nghệ để đáp ứng nhu cầu

mới là yếu tố tiên quyết đối với các doanh nghiệp trong ngành.

Tương quan các doanh nghiệp trong ngành

DN	Vị trí nhà máy	Doanh thu (tỷ)		% yoy	TS LNG		LNST (tỷ)		% yoy
		3T2016	3T2015		3T.2016	3T.2015	3T2016	3T2015	
AAA	Bao bì nhựa	424	318	+33,2%	13,26%	8,71%	28,5	(6,4)	NA
BBS	Bao bì nhựa	87	93	-6,4%	10,78%	9,89%	3,2	2,6	+23,1%
BPC	Bao bì nhựa	80	56	+42,9%	14,39%	11,25%	3,7	1,7	+117,6%
DHC	Bao bì giấy	140	149	-6,0%	19,56%	15,50%	18,3	12,5	+46,4%
INN	Bao bì phức hợp	208	186	+11,8%	18,76%	17,16%	15,5	14,0	+10,7%
MPC	Bao bì kim loại	81	84	-3,6%	17,40%	11,23%	5,5	1,5	+266,7%
PBP	Bao bì nhựa	33	32	-3,1%	19,31%	18,17%	3,3	2,9	+13,8%
PMP	Bao bì nhựa	46	24	+91,7%	19,55%	15,80%	1,9	1,0	+90%
SPP	Bao bì nhựa	184	177	+5,6%	12,96%	12,75%	1,5	1,6	-6,2%
SVI	Bao bì giấy	322	302	+6,6%	12,69%	12,53%	15,5	14,9	+4,0%

Triển vọng ngành 2H.2016:

Nhu cầu tiếp tục gia tăng ở hầu hết các nhóm hàng bao bì đặc biệt là nhóm bao bì nhựa

Nhu cầu bao bì của VN được dự báo tăng trưởng trên 10% trong đó ngành bao bì giấy có tốc độ tăng trưởng bình quân tới năm 2018 là 8%/năm và bao bì nhựa là 16%/năm. Với các động lực chính:

- (1) Nhu cầu khách hàng trong các nhóm ngành Hàng tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng tốt với tốc độ tăng trưởng dự kiến cho ngành đồ ăn đóng gói và nước uống trên 10%/năm. Ngành dệt may và thủy sản được hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với sản phẩm bao bì trong những năm tới.
- (2) Trong thời gian tới, làn sóng đầu tư vào Việt Nam đón cơ hội từ các hiệp định thương mại tự do đã ký kết, nhu cầu cho ngành bao bì dự kiến sẽ còn tăng trưởng cao hơn nữa.

Với tiềm năng tăng trưởng tốt, ngành bao bì thu hút được nguồn vốn FDI từ các doanh nghiệp nước ngoài với các nhà máy quy mô lớn:

Các dự án FDI nâng công suất nhà máy giấy sẽ chưa tạo áp lực lên các DN trong năm 2016.

- SCG (Vina Krafft) sẽ tăng gấp đôi năng lực sản xuất giấy từ 243.500 tấn/năm lên 487.000 tấn/năm dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ Q2.2017
- Nhà máy giấy Lee & Man với công suất 600.000 tấn/năm (tại Châu Thành) đã đi vào hoạt động tuy nhiên đang gặp một số vấn đề về việc xử lý nước thải.
- Xưởng giấy Chánh Dương dự kiến tăng sản lượng từ 100.000 tấn giấy/năm lên 500.000 tấn/năm.

Các dự án này đang mới trong giai đoạn lên và thực hiện kế hoạch, do đó, sản lượng sẽ không tăng trưởng một cách đột biến làm gia tăng sức ép cạnh tranh ngay trong năm 2016 tuy nhiên sức ép sẽ gia tăng dần trong năm 2017, 2018 do cung tăng nhanh hơn so với cầu.

Giá giấy nguyên liệu đang tăng nhẹ do tính mùa vụ

Đầu Q3.2016 giá giấy OCC tăng nhẹ khoảng 3,5% so với Q2.2016 do các công ty giấy lớn của Trung Quốc tăng cường thu mua và giấy phế liệu của các nhà cung cấp tại Mỹ đang có lượng hàng tồn kho thấp. Mức giá này gần như tương đương mức giá đầu năm 2015, do đó nhiều khả năng tỷ suất lợi nhuận Q3.2016 sẽ giảm nhẹ so với nửa đầu năm, tuy nhiên có thể tăng trở lại khi mùa thu mua mạnh của các nhà máy Trung Quốc trôi qua. Chúng tôi cho rằng, KQKD năm 2016 của hầu hết các DN sản xuất bao bì giấy như DHC hay SVI sẽ tăng trưởng nhẹ với động lực từ việc gia tăng sản lượng theo nhu cầu của ngành và tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhẹ.

Thị trường xuất khẩu tiếp tục là thách thức đối với các

Thị trường xuất khẩu túi và bao bì nilong đang chịu ảnh hưởng bởi việc Mỹ kéo dài việc áp thuế chống trợ cấp và thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm túi và bao bì nhựa P/E nhập khẩu từ Việt Nam, quy

sản phẩm bao bì nhựa

định hạn chế sử dụng túi nhựa và sự chuyển dịch xu hướng sang sử dụng các loại túi và bao bì tự hủy tại EU. Tuy nhiên, Bộ Tài chính đã chính thức điều chỉnh mức thuế nhập khẩu đối với mặt hàng mặt hàng polypropylen (hạt nhựa PP) dạng phân tán và loại khác thuộc nhóm polyme từ propylen hoặc từ các olefin khác, dạng nguyên sinh về mức 1% thay vì mức 3% như kế hoạch trước đó.

Giá hạt nhựa được dự báo sẽ ổn định ở mặt bằng giá cao hơn năm 2015 sẽ khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của các DN bao bì nhựa giảm nhẹ trong nửa cuối năm.

Trong năm 2016, theo hãng Moody's dự đoán giá dầu thế giới sẽ được giao dịch trong khoản từ 40 đến 50 USD/thùng. Nếu dự đoán này là đúng thì nhiều khả năng giá các sản phẩm có nguồn gốc xuất phát từ dầu mỏ như Hạt nhựa sẽ giữ ổn định hơn so với năm 2015. Tuy nhiên, việc giá nguyên liệu đi vào ổn định ở mặt bằng giá cao hơn so với năm 2015 sẽ khiến tỷ lệ lợi nhuận biên sẽ được duy trì mà không có sự gia tăng đột biến như năm 2015 khi các công ty được hưởng lợi lớn từ việc giá nguyên liệu giảm mạnh theo giá dầu.

Mã CK	KQKD Q1 2016	KQKD 2016 (Dự phóng)	Khuyến nghị
BPC	DT Q1.2016 đạt 80 tỷ đồng (+42,8% yoy); LNST đạt 3,7 tỷ đồng (+117,6% yoy).	Dự phóng KQKD năm 2016 ước đạt 296,5 tỷ đồng DT và 11,5 tỷ đồng LNST, EPS là 3.026 đồng. (1) Tiếp tục hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào thấp (2) Sản xuất 52,1 triệu vỏ bảo xi măng trong đó vỏ bảo xi măng Bim Sơn là 38,1 triệu, vỏ bảo xi măng Hoàng Mai là 5 triệu vỏ, vỏ bảo xi măng Nghi Sơn là 3 triệu vỏ và các khách hàng khác là 6 triệu vỏ (3) Đầu ra của sản phẩm đã được đảm bảo bằng các hợp đồng ký kết.	Mua
DHC	DT Q1.2016 đạt 140 tỷ đồng (-6% yoy) và LNST đạt 18,3 tỷ đồng (+46,4% yoy).	Dự phóng KQKD năm 2016 ước đạt 720 tỷ đồng DT (+12,5%yoy) và 83,7 tỷ đồng LNST (+8,5%yoy). EPS forward đạt 3.598,6 đồng (4) Năng suất nhà máy bao bì tăng trưởng khoảng 20% nhờ việc đưa máy in vào hoạt động từ T10.2015 theo đó sản lượng bao bì tăng từ 2,4 triệu bao bì/ tháng lên 3,5 triệu bao bì/ tháng. (5) Sản lượng nhà máy giấy tăng trưởng nhẹ khoảng 5% ước đạt 4950 tấn/ tháng. (6) Đầu ra sản phẩm vẫn được đảm bảo bởi các khách hàng truyền thống (ngoài HVG) và một số nhà máy mới trong KCN Giao Long. Công ty tiếp tục được hưởng lợi từ việc áp dụng thuế suất 10% đối với nhà máy giấy trong năm 2016.	Nắm giữ
SVI	DT Q1.2016 khả quan với doanh thu đạt 322 tỷ đồng (+6,6%), LNST đạt 15,5 tỷ đồng (+4,0% yoy).	Dự phóng LNST của SVI đạt 73 tỷ đồng trong năm 2016 (+5,51%yoy). Theo đó, EPS forward ước đạt 5.698 đồng. (1) KH sản lượng năm 2016 với 75.000 tấn bìa carton (đã tối đa công suất nhà máy Biên Hòa và nhà máy Bình Dương GĐ1), 7.000 tấn bìa offset và 1.000 tấn bao bì hộp là khá thi với việc mua thêm một máy in process để trang bị cho nhà máy Bình Dương. (2) Năm 2016, SVI không còn được hưởng ưu đãi về thuế (15%) đối với nhà máy giấy Biên Hòa, do đó chi phí thuế TNDN ước tính tăng thêm 3 tỷ đồng. Nhà máy giấy Biên Hòa cũng dự kiến sẽ được di dời trong giai đoạn 2017-2018, do đó không ảnh hưởng đến KQKD năm 2016 của DN.	Nắm giữ
CLC	DT Q1.2016 đạt 421 tỷ đồng (+12,3% yoy) và LNST đạt 26,3 tỷ đồng (+42,9% yoy).	Dự phóng DT năm 2016 ước đạt 1.707 tỷ đồng (-3,45%yoy) và 98,16 tỷ đồng LNST (-3,44%yoy). EPS forward ước đạt 7.491 đồng. (1) Tỷ giá tương đối ổn định so với mức dự tính tăng 5% theo kế hoạch (2) Giá nguyên liệu đầu vào được dự báo duy trì ở mức thấp, do giá dầu chưa có động lực phục hồi trong ngắn hạn. (3) Từ năm 2016, công ty sẽ chịu mức thuế thu nhập doanh nghiệp 20% thay vì mức ưu đãi 15%, theo đó chi phí thuế doanh ước tính tăng (4) Theo lộ trình tăng thuế tiêu thụ đặc biệt đối với mặt hàng thuốc là, tăng 5% từ	Nắm giữ

	ngày 01.01.2016 và tiếp tục tăng 5% từ ngày 01.01.2019, sản lượng nửa cuối năm 2016 nhiều khả năng sẽ không tăng trưởng mạnh tương tự năm 2015.	
--	---	--

Doanh nghiệp triển vọng

Triển vọng kinh doanh 2016 tích cực với các động lực:

DHC: Triển vọng năm 2016 tốt – Triển vọng dài hạn khả quan – NĂM GIỮ

(1) Năng suất nhà máy bao bì tăng trưởng khoảng 20% nhờ việc đưa máy in vào hoạt động từ T10.2015 theo đó sản lượng bao bì tăng từ 2,4 triệu bao bì/ tháng lên 3,5 triệu bao bì/ tháng.

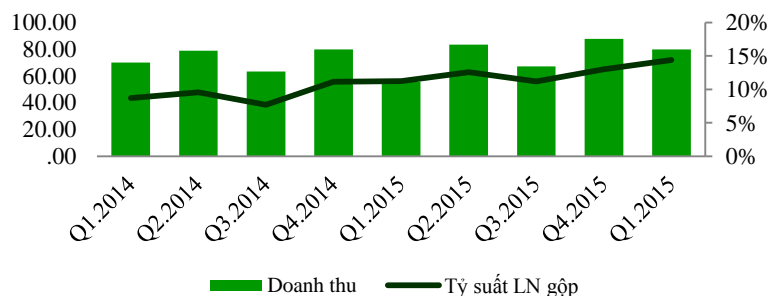
(2) Sản lượng nhà máy giấy tăng trưởng nhẹ khoảng 5% ước đạt 4950 tấn/ tháng. (3) Đầu ra sản phẩm vẫn được đảm bảo bởi các khách hàng truyền thống (ngoài HVG) và một số nhà máy mới trong KCN Giao Long.

(4) Công ty tiếp tục được hưởng lợi từ việc áp dụng thuế suất 10% đối với nhà máy giấy trong năm 2016..

Nguồn cung giấy công nghiệp chưa đáp ứng được nhu cầu trong nước, tăng trưởng ngành giấy công nghiệp trung bình trong các năm tới được dự báo ở mức 10-11% cùng với các hiệp định thương mại được ký kết, sản phẩm của DHC ít bị cạnh tranh trực tiếp, mức giá thấp hơn hoặc tương đương với các nhà sản xuất nước ngoài. Chúng tôi cho rằng triển vọng của DHC trong dài hạn khả quan với việc mở rộng sản xuất kinh doanh thông qua việc xây dựng nhà máy mới.

Nhà máy giấy Kraft Giao Long 2: Công suất thiết kế đạt 600 tấn/ngày, gấp 3,7 lần công suất hiện tại. Tổng vốn đầu tư 660 tỷ đồng được tài trợ bằng 6 triệu cổ phiếu PHT và vốn vay (lãi suất từ 7,5- 8%/năm). Công ty dự kiến sẽ khởi công vào T6.2016 và bắt đầu mang lại doanh thu từ Q1.2018. DT tăng thêm 1.100 tỷ đồng và LNTT tăng thêm 101 tỷ đồng (giá giảm 5% và công suất 65%). IRR và payback period đạt 32% và 3 năm

Theo đó, chúng tôi dự phóng KQKD năm 2016 ước đạt 720 tỷ đồng DT (+12,59%yoy) và 83,7 tỷ đồng LNST (+8,5%yoy) EPS forward đạt 3.598,6 đồng. Tại mức giá ngày 19.07.2016 là 38.200 đồng/ cổ phần, P/E forward ước đạt 10,61 lần - tương đối phù hợp đối với một doanh nghiệp bao bì. Tuy nhiên cân nhắc triển vọng dài hạn của DN chúng tôi khuyến nghị Năm Giữ đối với cổ phiếu DHC.

BPC: Hoạt động kinh doanh ổn định – Triển vọng năm 2016 tích cực – Định giá thấp– MUA**BPC: Hoạt động kinh doanh ổn định – Triển vọng năm 2016 tích cực – Định giá thấp–MUA****Doanh thu và tỷ suất LN gộp****Hoạt động kinh doanh của DN:**

Nguyên liệu đầu vào của BPC là hạt nhựa PP, giấy Kraft và chỉ khâu do đó công ty đang tiếp tục được hưởng lợi nhờ mức giá nguyên liệu được duy trì ở mức thấp do giá dầu mỏ chưa có dấu hiệu phục hồi mạnh trong ngắn hạn và mức thuế nhập khẩu đối với hạt nhựa PP được điều chỉnh về mức 1% thay vì mức 3%.

Nhà cung cấp nguyên liệu: Công ty không phụ thuộc vào một nhà cung cấp nguyên vật liệu, các đối tác có mối quan hệ lâu dài nên tương đối ổn định. Một số đối tác chính bao gồm: Giấy Minh Khang, Việt Pháp, Đông Á; Hạt nhựa: Công ty XNK bao bì nhựa, Hóa chất nhựa Đà Nẵng, Chỉ may Tuấn Hồng.

Công suất: 65 triệu bao/1 năm tương đương năng lực sản xuất của các DN như công ty Z76 (Bộ Quốc Phòng), bao bì Hải Phòng, Bao bì Hà Nam, Bao bì Thanh Hóa. Các máy móc thiết bị của công ty vẫn đang hoạt động tốt, mặc dù đã được khấu hao gần hết. Trong nửa cuối năm 2016 công ty sẽ đầu tư thêm một dây chuyền sản xuất vỏ bao không chỉ. Giá trị tài sản khấu hao gần hết chỉ còn 14,7 tỷ đồng trong khi trang thiết bị vẫn chưa cần thay mới, giá trị đầu tư thêm không lớn, do đó chi phí khấu hao sẽ giảm khoản 7 tỷ sau 2 năm tới.

Đầu ra của sản phẩm: Hơn 80% sản lượng bao bì của DN được bao tiêu bởi nhà máy Xi măng Bim Sơn, ngoài ra công ty còn cung cấp bao bì cho các nhà máy: Xi măng Hoàng Mai, Xi măng Nghi Sơn, Xi măng Hướng Dương, do đó doanh thu hàng năm của doanh nghiệp tương đối ổn định quanh mức 300 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh 1H2016: Nửa đầu năm 2016, BPC ghi nhận 85,84 tỷ đồng DT (+2,95%yoy) và 5,5 tỷ đồng LNST (+59,3%yoy) nhờ công ty đã trữ một lượng lớn nguyên vật liệu từ cuối năm 2015 (giá hạt PP ở mức đáy) để đáp ứng nhu cầu sử dụng cho giai đoạn cuối năm và nửa đầu năm 2016. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty đã được cải thiện đáng kể từ mức 12,55% (1H2015) lên 17,11% (1H2016).

Mặc dù nửa cuối năm, BPC khó có khả năng duy trì được tỷ suất lợi nhuận cao như nửa đầu năm, do giá nhựa PP đã tăng chạm mức cuối năm 2014 và nhiều khả năng sẽ chỉ biến động trong biên độ hẹp. Do đó trên cơ sở thận trọng, chúng tôi giả định nửa cuối năm công ty sẽ duy trì được tỷ suất LN gộp tương đương nửa đầu năm 2015, thì LNST 2H2016 ước đạt 6,8 tỷ đồng.

Tính hình tài chính lành mạnh: Tính tới cuối Q2.2016, BPC không có vay nợ dài hạn, các khoản phải thu chủ yếu là của Xi măng Bim Sơn và thường được hoàn trả trong vòng 6 tháng do đó không có nợ có khả năng mất vốn. Chỉ số khả năng thanh toán nhanh của DN là 1,43 lần – BPC hầu như không có rủi ro thanh khoản. Khoản vay nợ ngắn hạn 60 tỷ đồng là khoản vay theo hạn mức tín dụng về tài trợ vốn lưu động với lãi suất khá thấp, chỉ 6%/năm.

Năm 2016, công ty dự kiến sản xuất 52,1 triệu vỏ bao xi măng trong đó vỏ bao xi măng Bim Sơn là 38,1 triệu, vỏ bao xi măng Hoàng Mai là 5 triệu vỏ, vỏ bao xi măng Nghi Sơn là 3 triệu vỏ và các khách hàng khác là 6 triệu vỏ. Với mức DT dự phóng là 296,5 tỷ đồng, LN dự kiến là 12,3 tỷ, EPS là 3.236 đồng. Tại mức giá ngày 19/07/2016 là 24.700 đồng, P/E forward là 7,63 lần tương đối hấp dẫn so với mức 10,3 lần của các DN trong ngành.

Với hoạt động kinh doanh ổn định, tình hình tài chính lành mạnh, định giá DN vẫn khá hấp dẫn so với ngành, VCBS Khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BPC.

Ngành Thép

Diễn biến ngành 1H.2016

Thị trường khởi sắc trong tháng 3 khi có những thay đổi lớn trong giá quặng sắt và thuế tự vệ tạm thời.

Giá thép xây dựng trong nước phục hồi:

Trong nửa đầu năm 2016, giá thép đã chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ, đặc biệt trong tháng 3 nhờ (1) giá quặng sắt tăng trở lại, (2) quyết định áp thuế tự vệ tạm thời lên tới 33,3% đối với các sản phẩm thép xây dựng từ Bộ Công thương vào ngày 07/03/2016, (3) Trung Quốc công bố cắt giảm nhân sự ngành thép và cắt giảm sản lượng than cốc 500.000 tấn/năm.

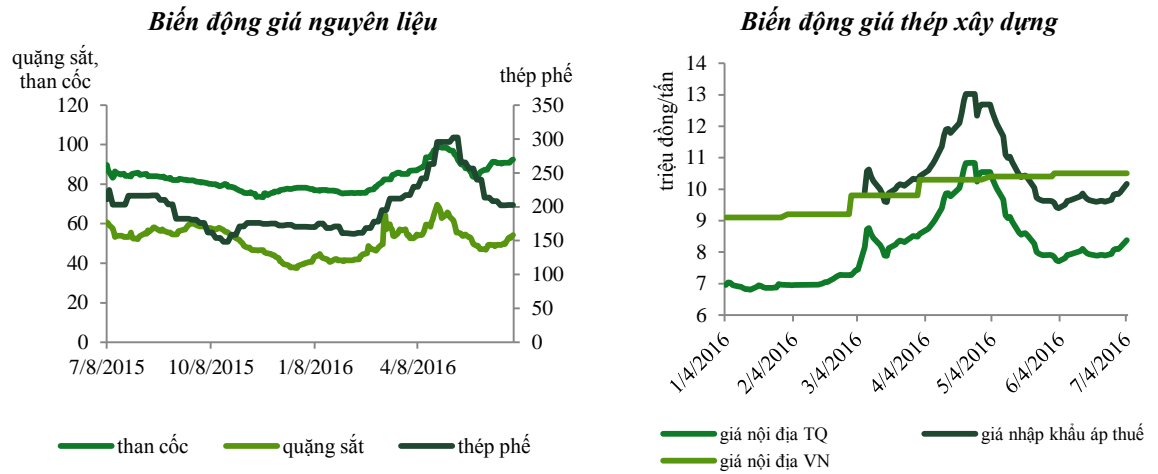
Tên sản phẩm	Thuế tự vệ trước đây	Thuế tự vệ tạm thời (hiệu lực tới tháng 10/2016)
Phôi thép hợp kim	0%	23,3%
Phôi thép không hợp kim	5%-10%	28,3% - 33,3%
Thép dài hợp kim chưa Bo/Crom	10%	24,2%

Thép dài không hợp kim

15%-20%

29,2%-34,2%

Nguồn: Bộ Công thương, VCBS tổng hợp



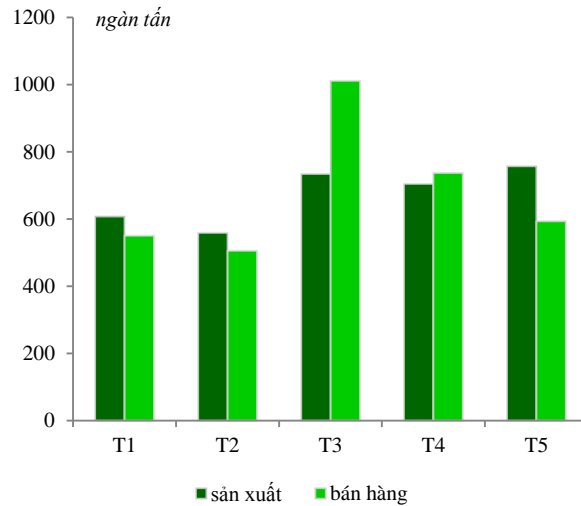
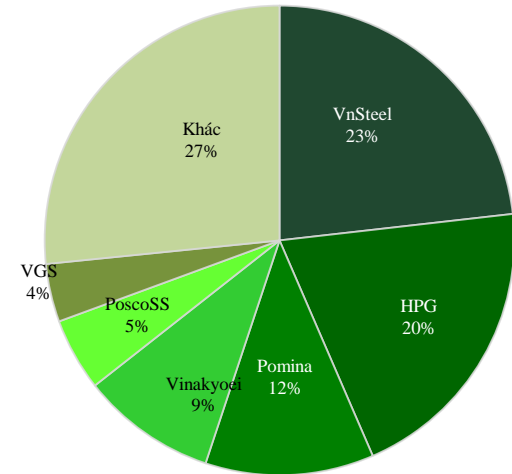
Nguồn: VCBS tổng hợp, ước tính

Sản lượng thép xây dựng nội địa tăng đột biến trong tháng 3, có sự thay đổi trong cơ cấu thị phần.

Theo Tổng cục Hải quan, sản lượng nhập khẩu sắt thép các loại và thép phế tăng mạnh, lũy kế 5 tháng tăng trưởng lần lượt đạt 49% yoy và 33,2% yoy cho thấy nhu cầu nguyên liệu sản xuất trong nước tăng trưởng mạnh mẽ. Sản lượng sản xuất hàng tháng trong quý 2 tăng thêm khoảng 40% so với 2 tháng đầu năm. Trước thông tin Bộ Công thương sẽ thực hiện thuế tự vệ đối với thép nhập khẩu các doanh nghiệp nội địa bắt đầu tăng công suất trở lại để nhanh chóng chiếm thị phần.

Đoán trước được chiều hướng tăng của giá thép, các đại lý thép tăng cường nhập hàng để tích trữ nguồn hàng giá rẻ dẫn tới sản lượng bán hàng của các doanh nghiệp thép trong tháng 3 tăng vọt lên hơn gấp đôi so với những tháng đầu năm, và 166% so với cùng kỳ.

Trái ngược với giá thép tiếp tục tăng trong quý 2, sản lượng tiêu thụ toàn ngành sau khi tăng vọt vào tháng 3 đã giảm mạnh và ổn định trở lại quanh mức 600.000 – 700.000 tấn vào tháng 4 và tháng 5. Trong 5 tháng đầu năm, tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 3,35 triệu tấn (+133,8% yoy).

Sản lượng thép xây dựng 5T2016**Thị phần thép xây dựng 5T2016**

Nguồn: VSA

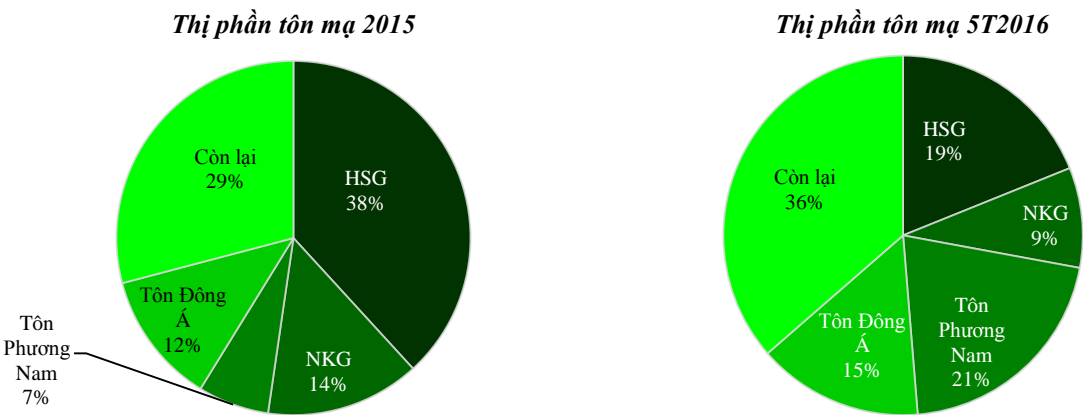
Giá bán phục hồi cùng với mức tiêu thụ ồ ạt từ các đại lý với mục đích đầu cơ, các nhà máy thép nhanh chóng hoạt động trở lại, tạo ra nguồn cung mới được đẩy ra thị trường đã làm thay đổi tương quan thị phần. Cụ thể, khối VNSteel giành lại được thị phần, tăng trở lại mức 23,2%, trong khi đó Hòa Phát sau một năm 2015 hết sức thành công với thị phần hơn 21% đã đánh mất thị phần về các doanh nghiệp khác, chỉ còn chiếm 20% thị trường thép xây dựng.

Cập nhật thị trường ống thép

Mảng ống thép tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ với sản lượng tiêu thụ 5T.2016 đạt 739,942 tấn (+37,7%yoy). Hòa Phát và Hoa Sen tiếp tục là 2 cái tên dẫn đầu mảng ống thép với thị phần lần lượt đạt 23,3% và 22,74%, tăng khá so với con số cùng kỳ (21,37% và 19,41%). Với nhiều ứng dụng to lớn trong xây dựng và các ngành công nghiệp đang phát triển mạnh như viễn thông, chế tạo ô tô xe máy, nhu cầu nội địa đối với ống thép hàn ngày một lớn, có thể thấy rõ qua sản lượng tiêu thụ tăng 37,7%, trong khi đó sản lượng xuất khẩu giảm 38,8% so với cùng kỳ (đạt 48,2 ngàn tấn).

Cập nhật thị trường tôn mạ

Thị trường tôn mạ tiếp tục khởi sắc với sản lượng tiêu thụ 5T.2016 đạt hơn 1 triệu tấn (+37,8%yoy). Từ đầu năm đến nay, giá cuộn cán nóng (HRC) trên thế giới tăng mạnh, lên tới 50%, đạt mốc khoảng 600 USD/tấn, khiến cho giá bán cũng tăng theo, những doanh nghiệp sản xuất tôn mạ có nguồn dự trữ nguyên liệu giá rẻ từ năm ngoái như HSG được hưởng lợi đáng kể nhờ biên lợi nhuận gộp được mở rộng.



Nguồn: VSA

Thị phần mảng tôn mạ có sự thay đổi khá lớn. Tới cuối tháng 5/2016, hai doanh nghiệp lớn trong ngành là HSG và NKG mất một lượng lớn thị phần vào tay đối thủ mới là Tôn Phương Nam và Tôn Đông Á. Cụ thể, thị phần của HSG giảm từ 37,5% (cuối 2015) về còn 19,8%, thị phần NKG giảm từ 13,8% (cuối 2015) về 9%. Ở chiều ngược lại, Tôn Phương Nam tăng trưởng mạnh mẽ với thị phần từ khoảng 6% lên tới hơn 20% dẫn đầu toàn thị trường tôn mạ.

Cập nhật KQKD doanh nghiệp ngành thép

Đa phần doanh nghiệp ngành thép đều bắt đầu tăng trưởng mạnh mẽ trở lại kể từ tháng 3. Các doanh nghiệp có tích trữ tồn kho lớn trong năm ngoái như HPG, HSG, TLH,... đều cho kết quả kinh doanh đột biến trong quý 1. Các doanh nghiệp sản xuất ống thép như HSG, VGS, kinh doanh thuận lợi, tận hưởng hiệu ứng giá bán ống thép tăng khi giá cuộn cán nóng (HRC) hồi phục cũng có sự tăng trưởng mạnh mẽ.

Các doanh nghiệp thép có sự tăng trưởng đột biến KQKD trong quý 1 nhờ (1) giải phóng tồn kho giá rẻ, (2) hiệu ứng đầu cơ trước khi thuế tự vệ tạm thời đi vào hiệu lực.

Mã	TTS (tỷ)	VCSH (tỷ)	Nợ/ TTS	DTT (tỷ)	%yoy	LNST (tỷ)	%yoy	TS LNR	EPS (ttm)	P/E
Thép xây dựng										
HPG	25.453	15.452	39%	7257	22%	1020	57%	14%	5240	7,56
POM	6270	2426	61%	2206	2%	30,3	-189%	1%	480	19,38
VIS	1582	625	60%	668	-10%	21,8	-155%	3%	190	61,58
DNY	2119	359	83%	364	-10%	1,6	-45%	0,4%	260	30,38
VGS	1246	554	56%	1169	50%	24,4	2340%	2%	1920	6,04
TLH	1882	946	50%	1008	22%	103,8	3045%	10%	n/a	n/a
Tôn mạ										
HSG	9584	3573	63%	4411	1%	418	262%	9%	7810	5,29
NKG	3952	706	82%	1800	53%	65,9	223%	4%	3450	7,25
DTL	2465	767	69%	598	42%	16,2	93%	3%	n/a	n/a

Triển vọng ngành 2H.2016

Năm 2016 sẽ tiếp tục còn nhiều thách thức đối với các DN trong nước do dự báo sản lượng vẫn vượt quá nhu cầu và do cạnh tranh mạnh mẽ từ thép nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc

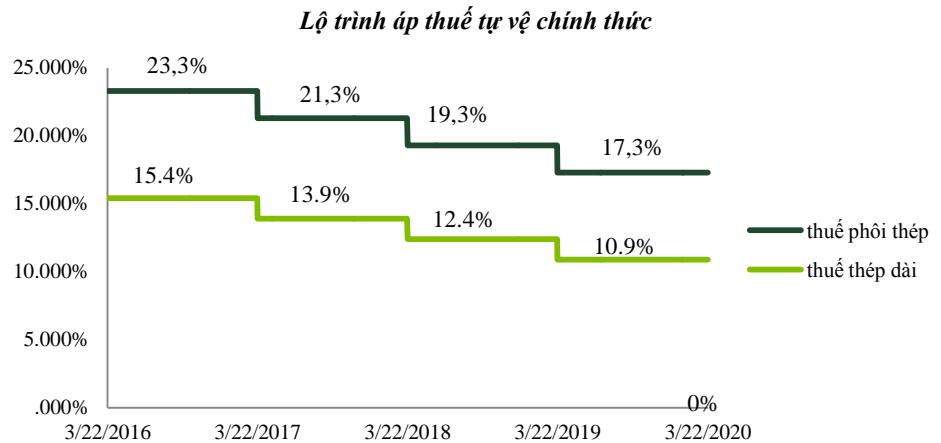
Bộ Công thương chính thức ban hành quyết định số 2968/QĐ-BCT về việc áp thuế tự vệ chính thức đối với các sản phẩm thép dài và phôi thép.

Tên sản phẩm	Thuế tự vệ trước đây	Thuế tự vệ tạm thời (hiệu lực tới tháng 10/2016)	Thuế tự vệ chính thức (hiệu lực từ 02/8/2016)
Phôi thép hợp kim	0%	23,3%	23,3%

Phôi thép không hợp kim	5%-10%	28,3% - 33,3%	28,3% - 33,3%
Thép dài hợp kim chưa Bo/Crom	10%	24,2%	25,4%
Thép dài không hợp kim	15%-20%	29,2%-34,2%	30,4% - 35,4%

Nguồn: Bộ Công thương, VCBS tổng hợp

Cụ thể, thuế tự vệ bổ sung đối với các sản phẩm phôi thép vẫn giữ nguyên ở mức 23,3%, trong khi đó, đối với các sản phẩm thép dài mức thuế tự vệ bổ sung tăng từ 14,2% lên 15,4%. Thuế tự vệ bổ sung kéo dài trong 4 năm kể từ ngày đầu tiên thuế tự vệ tạm thời chính thức có đi vào hiệu lực (22/3/2016). Mỗi năm, mức thuế tự vệ bổ sung sẽ giảm từ 1-2% và giảm về 0 trong tháng 3/2020 nếu không có quyết định gia hạn.



Nguồn: Bộ Công thương, VCBS tổng hợp

Sự phục hồi của thị trường thép là chưa thực sự bền vững, giá bán khó tăng mạnh tiếp trong nửa cuối năm bởi những lý do sau:

- (i) **Việc áp thuế tự vệ chính thức đối với sản phẩm thép không tạo ra dư địa tăng cho giá thép xây dựng nội địa.** Như đã phân tích ở trên, mức thuế tự vệ đối với thép dài đã được điều chỉnh tăng tiếp lên 15,4%. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng giá thép trong nước sẽ không có sự biến động thêm bởi (1) mức tăng 1,2% là không đáng kể, trong khi đó mức độ cạnh tranh trong ngành đang gia tăng, (2) rủi ro Trung Quốc có thể tiếp tục phá giá đồng CNY trong nửa cuối năm vẫn hiện hữu, chúng tôi đánh giá cao khả năng các doanh nghiệp trong nước sẽ lựa chọn phương án sử dụng dư địa từ 1,2% thuế tăng thêm này để dự phòng rủi ro từ tỷ giá.
- (ii) **Nguyên nhân giá quặng sắt phục hồi được cho là đến từ yếu tố đầu cơ**, mua vào để đóng trạng thái bán không và chốt lời, không phải đến từ nhu cầu tăng trở lại. Sau khi tăng đột biến trong tháng 3, giá quặng sắt giảm mạnh và ổn định trở lại.
- (iii) **Công suất sản xuất của Trung Quốc còn rất lớn**, nhu cầu trong nước suy giảm do nền kinh tế giảm tốc, và nhà nước tiếp tục trợ giá, hoàn thuế VAT 13% cho doanh nghiệp, có xu hướng phá giá CNY để hỗ trợ xuất khẩu thép sang các thị trường khác.
- (iv) **Giá nhập khẩu ước tính** của thép Trung Quốc sau khi áp thuế tự vệ đã sắp xỉ với mức giá bán hiện tại của các doanh nghiệp nội địa (đối với thép thanh khoảng 10.300 đồng/tấn)
- (v) **Giá nguyên liệu sản xuất** thép bao gồm quặng sắt 62%, thép phế, than cốc đang có xu hướng ổn định trở lại sau khi tăng mạnh trong quý 2.
- (vi) **Nguồn cung mới** được kích hoạt khi nhu cầu lớn trong tháng 3 đã khiến cho các nhà máy hoạt động trở lại.

Biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm được dự báo sẽ thu hẹp so với nửa đầu năm do (1) lượng tồn kho giá rẻ đã được giải phóng gần hết, (2) giá nguyên liệu đầu vào đang ở mức cao, trong khi giá bán được kỳ vọng sẽ khó tăng mạnh tiếp trong nửa cuối năm như phân tích ở trên, (3) sức ép cạnh tranh lớn dần khi toàn ngành đã nâng công suất.

Đánh giá hiệu ứng của thuế tự vệ chính thức lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thép, chúng tôi có những kết luận sau:

- (1) giá nhập khẩu đối với thép Trung Quốc được đẩy lên cao hơn gần 30% so với giá trước đây (như mô tả ở biểu đồ trên), giảm mạnh sức cạnh tranh trên thị trường nội địa Việt Nam, đồng thời kết hợp với hiệu ứng từ giá nguyên liệu đầu vào tăng tạo điều kiện để doanh nghiệp nâng cao giá bán,
- (2) đại lý tăng cường tiêu thụ để đầu cơ, theo đó doanh thu tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ,
- (3) chi phí hỗ trợ bán hàng giảm mạnh do nguồn cầu tăng đột biến,
- (4) vòng quay hàng tồn kho tăng nhanh dẫn tới nhu cầu vốn lưu động tăng cao, các doanh nghiệp sẽ tăng cường vay ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động sản xuất khiến chi phí lãi vay tăng lên.
- (5) ở chiều ngược lại, với những doanh nghiệp thép xây dựng nhỏ với công nghệ chưa cao, phải nhập phối thép về làm nguyên liệu sẽ bị ảnh hưởng đáng kể khi phối thép bị đánh thuế lên tới 33,3%

Chúng tôi có thống kê công nghệ của một số doanh nghiệp thép lớn, bao gồm:

Doanh nghiệp	Công nghệ	Sản phẩm chính
Doanh nghiệp tự luyện được phối, được hưởng lợi nhiều nhất		
HPG	Sản xuất khép kín từ quặng sắt tới thép thành phẩm	Thép xây dựng, ống thép
TISCO	Sản xuất khép kín từ quặng sắt tới thép thành phẩm	Thép xây dựng
DTL	Luyện gang: lò cao than cốc Luyện phối: lò điện hồ quang	Tôn mạ
VIS	Luyện phối: lò điện hồ quang, công nghệ Consteel	Thép xây dựng
DNY	Luyện phối: lò điện hồ quang Cán nguội liên tục	Thép xây dựng
Doanh nghiệp được hưởng lợi ít hơn		
HSG	Mạ NOF cho tôn dày và tôn mỏng, cán nguội	Tôn mạ, hợp kim màu, ống thép
NKG	Công nghệ của POSCO HQ	Tôn mạ, hợp kim màu, ống thép
VGS	Công nghệ cán nguội Đức	Ống thép, tôn mạ, thép xây dựng
TLH	Gia công thép nhiều công đoạn, công nghệ khá đơn giản	Thép dân dụng, thép công nghiệp, tôn lợp.
POM	Luyện gang: công nghệ Consteel Luyện phối: lò điện hồ quang POM có công nghệ đủ khả năng luyện phối, xong đã chuyển sang nhập phối thay vì tự luyện phối từ thép phế	Thép xây dựng

Màng tôn mạ có khả năng được áp dụng biện pháp thuế tự vệ trong năm nay. Bộ Công Thương vừa có quyết định điều tra áp dụng biện pháp tự vệ đối với mặt hàng tôn màu nhập khẩu. Hàng hóa thuộc đối tượng điều tra là thép hợp kim hoặc không hợp kim cán nguội, tráng hoặc mạ hợp kim nhôm/kẽm được phủ sơn (tôn lạnh màu); thép hợp kim hoặc không hợp kim cán nguội, tráng hoặc mạ kẽm được phủ sơn (tôn kẽm màu); thép hợp kim hoặc không hợp kim cán nguội được phủ sơn (tôn đen màu) ở dạng cuộn, tấm bằng hoặc cán sóng. Việc áp thuế tự vệ được kỳ vọng sẽ có những tác động tương tự đối với mảng thép xây dựng trong thời gian tới.

Doanh nghiệp triển vọng

Phần lớn các doanh nghiệp thép vẫn còn trong tình trạng khó khăn mặc dù trong quý 1/2016, thị trường thép có khá nhiều điều kiện thuận lợi. Bên cạnh một số doanh nghiệp có khả năng bứt phá như HPG, HSG, NKG, VGS, TLH, DTL,..., các doanh nghiệp còn lại như POM, VIS, DNY,... vẫn chưa có nhiều khởi sắc.

Dựa trên triển vọng ngành, nền tảng cơ bản của doanh nghiệp, chúng tôi đưa ra một số doanh nghiệp có triển vọng tích cực trong thời gian tới như sau:

Doanh nghiệp	KQKD Q1.2016	Triển vọng 2H2016 - 2017	Khuyến nghị
HPG	DTT đạt 7.257 tỷ đồng (+22,4%yoy, 25,9% KH) LNST đạt 1.022 tỷ đồng (+57,5%yoy, 31,9% KH)	Giá bán thép tiếp tục tăng nhờ thuế tự vệ chính thức Sản lượng tiêu thụ tăng thêm khi khu liên hợp GĐ3 đi vào hoạt động Khu liên hợp GĐ3 có hiệu suất cao hơn, tiêu hao ít nhiên liệu hơn, mở rộng biên lợi nhuận gộp Lợi thế thương mại đã được phân bổ phần lớn trong năm ngoái. Mở rộng sản xuất các mặt hàng tôn mạ và thép que hàn điện.	Dự phóng EPS forward đạt 5.502 đồng/cp, HPG đang được giao dịch với P/E ở mức 7,6 lần, khuyến nghị NẮM GIỮ
VGS	DTT đạt 1.160,4 tỷ đồng (+50,4% yoy, 38,9% KH), LNST đạt 24,4 tỷ đồng (63,5% KH)	Hưởng lợi 1 phần từ thuế tự vệ áp lên thép thanh xây dựng. Mặt hàng ống thép tăng trưởng mạnh. Tăng công suất tại nhà máy tôn mạ kẽm nhúng nóng, tập trung sản xuất ống mạ kẽm có giá trị cao hơn, mở rộng biên lợi nhuận gộp. Tăng công suất tại nhà máy cuộn cán nóng, tăng cường sản lượng thép xây dựng trong năm 2017.	EPS forward đạt 2.308 đồng /cp, theo đó VGS đang được giao dịch ở mức P/E 6 lần, khá hấp dẫn. Khuyến nghị MUA đối với VGS.
HSG	DTT đạt 4.411 tỷ đồng (+1% yoy) LNST đạt 418 tỷ đồng (+262%yoy). Sau 2 quý, HSG đã hoàn thành kế hoạch niên độ tài	Mở rộng mạng lưới bán hàng lên 209 đại lý (+51%yoy). Theo kế hoạch đến cuối năm nay, tổng số đại lý sẽ lên đến 250, tăng cường khả năng bán hàng của HSG. Mở được một đơn hàng lớn, xuất khẩu sang Mỹ với tổng sản lượng dự tính lên tới 500.000 tấn, với tổng kim ngạch 400 triệu USD. Hiện tại Mỹ đang	Triển vọng khá tích cực trong thời gian tới. Tuy nhiên, từ đầu năm tới nay, giá cổ phiếu HSG đã tăng khá mạnh hơn 100% trong vòng 6 tháng, chúng tôi cho rằng, giá cổ phiếu đã phản ánh đa phần triển vọng trong năm nay. Chúng

	chính 2015-2016	<p>áp dụng mức thuế 120% đối với sản phẩm tôn mạ của Trung Quốc, tạo ra một lợi thế cạnh tranh đáng kể của tôn HSG tại thị trường Mỹ so với tôn Trung Quốc.</p> <p>Một loạt các dây chuyền mới đi vào hoạt động trong quý 3/2016 tại nhà máy Nghệ An (tại đây HSG được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp)</p> <p>Khả năng cao, Bộ Công thương sẽ áp thuế tự vệ tạm thời đối với sản phẩm tôn mạ sau khi điều tra</p>	tôi khuyến nghị THEO DÕI thêm diễn biến đối với HSG, đặc biệt là kết quả điều tra áp thuế tự vệ đối với sản phẩm tôn mạ.
--	-----------------	--	---

HPG: Khuyến nghị NĂM GIỮ

Trong Q1.2016, DTT đạt 7.256,92 tỷ đồng (+22,40%yoy, 25,9%KH), LNST đạt 1.022,06 tỷ đồng (+57,51% yoy, 31,9%KH). Trong 4 tháng đầu năm, HPG tiêu thụ được hơn 679.000 tấn thép (+19,3% yoy), giá thép xây dựng tăng 15,7% đạt khoảng 10,4 triệu đồng/tấn kể từ khi thông tin về thuế nhập khẩu được đưa ra.

Sự tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 1 đến từ (1) giá bán thép và sản lượng tiêu thụ tăng mạnh khi thông báo về thuế tự vệ tạm thời được ban hành, (2) nguồn hàng tồn kho giá vốn rẻ được đưa vào tiêu thụ với giá cao hơn trong những tháng đầu năm, giúp mở rộng biên lợi nhuận gộp, (3) khu liên hợp gang thép giai đoạn 3 đã hoạt động tuy nhiên chưa bắt đầu khấu hao.

Với quyết định áp thuế tự vệ lên các sản phẩm phôi thép và thép thanh vào tháng 3/2016, HPG là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi lớn nhất nhờ quy trình sản xuất từ quặng sắt, tự chủ được nguồn phôi (bị đánh thuế lên tới 33%), đồng thời giảm áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm thép Trung Quốc.

Ngoài ra HPG còn có những **điểm tích cực đáng lưu ý trong năm 2016**:

- Quy trình sản xuất từ quặng cho phép HPG chủ động về nguồn phôi thép (bị đánh thuế 33%), giúp cho giá vốn của HPG rẻ hơn phần lớn các doanh nghiệp sản xuất trên thị trường
- Kinh nghiệm quản trị hàng tồn kho hợp lý, tích trữ nguyên liệu theo chu kỳ 2-3 tháng sản xuất giúp cho HPG tận dụng được giá nguyên liệu rẻ trong 2 tháng đầu năm, để duy trì mức giá vốn thấp cho tới quý 2
- Lợi thế thương mại đã được phân bổ phần lớn trong năm 2015, hiện tại chỉ còn hơn 90 tỷ đồng để trừ vào lợi nhuận trong quý 4 năm nay.
- Mở rộng sang các phân khúc sản phẩm khác có giá trị cao như tôn mạ màu và thép que hàn.

Về mặt rủi ro, chúng tôi cho rằng, rủi ro lớn nhất đến từ việc thuế tự vệ chính thức không được thông qua đã được đẩy lùi khi Bộ Công thương đã ban hành QĐ 2968/QĐ-BCT ngày 18/7/2016 về việc chính thức áp thuế tự vệ tạm thời đối với phôi thép và thép dài trong 4 năm (kết thúc vào ngày 22/3/2020).

Việc HPG mở nhà máy sản xuất tôn mạ có thể là một thách thức khi nhóm sản phẩm tôn mạ được tiêu thụ chủ yếu trong nam hoặc xuất khẩu, tỉ lệ tiêu thụ tại miền Bắc là khá thấp (chỉ khoảng 13,8% tổng sản lượng).

Chúng tôi **điều chỉnh lại giả định trong mô hình định giá** đầu năm với những điều chỉnh về giá hàng hóa thép thành phẩm và thép nguyên liệu:

- Giá thép thành phẩm trung bình ước tính ở mức 10,5 triệu đồng/tấn. Đây là mức giá ước tính đối với thép Trung Quốc được nhập khẩu (đã điều chỉnh cùng với tỷ giá và chi phí vận chuyển)
- Giá quặng sắt giả định ổn định ở mức 55 USD/tấn cho tới cuối năm, giá than cốc trung bình năm 2016 giảm 8% so với năm ngoái.
- Khu liên hợp GD3 đi vào hoạt động và bắt đầu ghi nhận khấu hao trong quý 2/2016, hiệu suất tiêu hao nhiều liệu của nhà máy mới thấp hơn 5% so với GD1 và 2. Chúng tôi thận trọng giả định GD3 sẽ đi vào hoạt động với 90% công suất trong năm nay. (Trong lịch sử, HPG đã từng

chạy 100% công suất cho nhà máy mới GD2 ngay trong năm đầu hoạt động).

- Mặt hàng ống thép duy trì tốc độ tăng trưởng cao, đạt 23,3% trong năm nay.

Dự phóng KQKD 2016, doanh thu thuần HPG đạt 30.707 tỷ đồng (+12% yoy, 109,6%KH), LNST đạt 4.033 tỷ đồng (+15,1% yoy), theo đó EPS forward đạt 5.502 đồng/cp, HPG đang được giao dịch với P/E ở mức 7,6 lần. Sản lượng thép xây dựng ước đạt 1,76 triệu tấn. Giá trị hợp lý của HPG đạt 43.386 đồng/cp theo 2 phương pháp FCFF và so sánh tương đối. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cho mục tiêu dài hạn đối với cổ phiếu HPG.

VGS: Khuyến nghị MUA

VGS là doanh nghiệp cỡ trung trong ngành thép, chuyên sản xuất các sản phẩm ống thép, tôn mạ kẽm và thép xây dựng với tổng công suất thiết kế lên tới 1,1 triệu tấn thép/năm. Trong quý 1/2016, DTT đạt 1.160,4 tỷ đồng (+50,4% yoy, 38,9%KH), LNST đạt 24,4 tỷ đồng (63,5%KH). Biên lợi nhuận gộp được mở rộng lên 5,7% nhờ (1) giá thép thành phẩm trong quý 1 bắt đầu hồi phục mạnh, (2) giá phôi thép chỉ tăng nhẹ 6,8% so với cuối năm 2015, (3) công ty vẫn còn một lượng tồn kho trị giá 200 tỷ đồng có giá vốn rẻ được đem ra tiêu thụ trong kỳ, (4) sản phẩm chủ lực ống thép tăng trưởng mạnh mẽ, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh, đạt tới hơn 1,5 lần so với cùng kỳ.

Năm 2016, VGS tiếp tục đầu tư mở rộng công suất tại 2 nhà máy:

- Tại nhà máy thuộc CTCP Thép Việt Đức, thêm 1 dây chuyền tôn mạ kẽm nhúng nóng, nâng tổng công suất sản xuất lên tới 180.000 tấn/năm. Dây chuyền đi vào hoạt động trong tháng 7/2016. Bằng việc mở rộng dây chuyền tôn mạ kẽm, VGS đang tích cực chuyển hướng sản xuất từ ống thép đen truyền thống sang các sản phẩm ống mạ có giá trị cao hơn, theo đó, **biên lợi nhuận mảng ống thép được dự báo tiếp tục mở rộng trong năm nay.**
- Tại nhà máy thuộc CTCP Sản xuất thép Việt Đức, thêm 1 dây chuyền thép cán nóng, nâng tổng công suất từ 350.000 tấn/năm lên 540.000 tấn/năm. Dây chuyền sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2017. Nguyên liệu đầu vào của nhà máy thép xây dựng của VGS là phôi thép, do đó, khả năng cạnh tranh tại mảng thép xây dựng của VGS sẽ bị ảnh hưởng đáng kể khi thuế tự vệ áp lên phôi thép nhập lên tới 33%. Tuy nhiên, với mức thuế tự vệ áp lên phôi thép đang có xu hướng giảm dần (-2%/năm) qua các năm, biên lợi nhuận của VGS sẽ được cải thiện trong thời gian tới.

Việc mở rộng công suất tạo ra dư địa tăng trưởng trong doanh thu, đồng thời góp phần mở rộng biên lợi nhuận gộp cho VGS khi tỉ trọng sản phẩm ống mạ tăng lên.

Bắt đầu mở rộng thị phần, VGS vẫn tiếp tục duy trì chính sách bán ưu đãi cho các công trình để thu hút thêm khách hàng, hiện tại VGS mới ký thêm được hợp đồng mới với khách hàng lớn là Vingroup, cung cấp thép cho 2 dự án Vincom Shophouse Tuyên Quang và Vinhomes Metropolis Liễu Giai. **Động lực tăng trưởng lợi nhuận của mảng thép xây dựng trong năm tới phụ thuộc chủ yếu vào tăng trưởng sản lượng tiêu thụ từ công suất mở rộng** trong năm tới.

Chúng tôi đánh giá kế hoạch DT 3.000 tỷ đồng và LNST 38,4 tỷ đồng của VGS là khá thận trọng, khả năng cao doanh nghiệp có thể vượt kế hoạch trong quý 3 năm nay. Dự phóng cho năm 2016, DTT ước đạt 4.647 tỷ đồng (+35,6% yoy, 155%KH), LNST đạt 83,1 tỷ đồng (+81,1% yoy, 216%KH), EPS forward đạt 2.308 đồng /cp, theo đó VGS đang được giao dịch ở mức P/E 6 lần, khá hấp dẫn so với các doanh nghiệp thép xây dựng lẫn tôn mạ khác. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với VGS.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách Phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trần Minh Hoàng

Kinh tế trưởng

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Thu Hà

ltha_ho@vcbs.com.vn

Nguyễn Huy Hoàng

nhhoang@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Hân

nqhan@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Nguyên Phương

nnphuong@vcbs.com.vn

Trần Thu Hằng

tthang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

ldquang@vcbs.com.vn

Trương Anh Quốc

taquoc@vcbs.com.vn

Trương Thị Huyền

tthuyen@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang

ttttrang_hcm@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng

ntthang_hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vCBS.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771