

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 2016

Nội Dung

ĐIỂM NHẤN 2016	2
KINH TẾ VĨ MÔ.....	3
2015: Tăng trưởng vượt kỳ vọng. 2016: Thách thức và rủi ro từ diễn biến trên thế giới	3
Lạm phát thấp kỷ lục	8
Thị trường ngoại hối chứng kiến nhiều biến động trong năm 2015. Rủi ro tỷ giá ở mức đáng kể trong năm 2016	9
Lãi suất tương đối ổn định và giảm nhẹ trong năm 2015. Lãi suất chịu áp lực tăng trong năm 2016 với kỳ vọng sẽ chỉ tăng nhẹ.....	11
Kinh tế - tài chính thế giới.....	13
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	17
Diễn biến thị trường 2015	17
Cổ phiếu Bảo hiểm, Thực phẩm tiêu dùng và Ngân hàng: tăng trưởng vượt trội. Nhóm Dầu khí: nổi thất vọng của thị trường.....	19
Dòng vốn ngoại: 7 tháng đầu năm - sôi nổi tích cực, trầm lắng trong Quý 3, hút ròng mạnh trong tháng 12.....	20
Triển vọng 2016: Rủi ro & thách thức tiềm ẩn. Tuy nhiên, cơ hội vẫn tồn tại.	23
TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP	25
Ngành Ngân hàng	27
Ngành Bất động sản	34
Ngành Logistics.....	41
Ngành Dệt may	44
Ngành Xây dựng công trình	48
Ngành Điện.....	50
Ngành Mía đường.....	54
Ngành Dược phẩm	58
Ngành Thép	61

ĐIỂM NHẤN 2016

Kinh tế vĩ mô: *Thách thức và rủi ro từ diễn biến trên thế giới*

Các chỉ báo trong năm 2015 khẳng định một quá trình tăng trưởng đã được hình thành. Động lực chính cho tăng trưởng đến từ các doanh nghiệp FDI, trong khi đó cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng cũng đã có những tín hiệu phục hồi nhất định nhưng chưa dứt phá.

Trong năm 2016, quá trình tái cơ cấu nền kinh tế sẽ tiếp tục diễn ra và được đẩy mạnh với các trọng tâm là hệ thống ngân hàng, giải quyết nợ xấu, cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước và nâng cao hiệu quả đầu tư công. Việc ký kết các hiệp định thương mại tự do, đặc biệt là TPP, được nhìn nhận là cú hích cho tăng trưởng kinh tế trong trung và dài hạn. Việc hiện thực hóa tác động tích cực từ các hiệp định thương mại cần một thời gian tương đối dài và nhiều khả năng sẽ chưa thể hiện một cách rõ ràng trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng, **xuất khẩu với sức kéo chủ yếu từ khối FDI được kỳ vọng là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng, ngoài yếu tố này, hiện tại vẫn chưa nhìn thấy động lực mới cho tăng trưởng trong năm 2016.**

Ở chiều ngược lại, **sự ổn định và tăng trưởng kinh tế Việt Nam sẽ đứng trước thử thách lớn do ảnh hưởng từ khả năng biến động mạnh trên thị trường thế giới, đặc biệt là các vấn đề xung quanh việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc.** Thêm vào đó, với triển vọng giá dầu thô thế giới ở mức tiêu cực, bài toán cân đối thu chi ngân sách sẽ không dễ để có lời giải hợp lý và việc tiếp tục đẩy mạnh ngành Khai khoáng như trong năm 2015, theo chúng tôi, không phải biện pháp tối ưu.

Trong bối cảnh như vậy, chúng tôi đưa ra một số dự báo về kinh tế vĩ mô Việt Nam 2016 như sau:

- ✓ **Tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2016 nhiều khả năng sẽ thấp hơn 2015 và đạt khoảng 6,3% - 6,4%.**
- ✓ **Tỷ lệ lạm phát cả năm 2016 được dự báo sẽ vẫn ở mức thấp và tăng khoảng 2,5% trong bối cảnh (1) cầu tiêu dùng có sự phục hồi nhưng chưa dứt phá và (2) triển vọng giá cả hàng hóa nguyên liệu, đặc biệt là giá dầu thô, ở mức thấp.**
- ✓ **Rủi ro tỷ giá ở mức đáng kể với áp lực từ các yếu tố bên ngoài, đặc biệt là từ Trung Quốc. Trong một kịch bản tương đối tích cực và không có biến động lớn trên thế giới vượt ngoài tầm dự báo, chúng tôi kỳ vọng VND sẽ giảm giá khoảng 4% - 5% so với USD trong năm 2016.**
- ✓ **Lãi suất chịu áp lực tăng trong năm 2016.** Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ và NHNN sẽ tiếp tục định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng. Theo đó, các biện pháp và chính sách nhiều khả năng sẽ được đưa ra theo hướng cân bằng các yếu tố để đảm bảo mục tiêu này. **Chúng tôi dự báo trong năm 2016, lãi suất huy động sẽ chỉ tăng nhẹ tối đa 50 điểm cơ bản (0,5%) trong khi lãi suất cho vay thường có biến động sau lãi suất huy động khoảng vài tháng.**

Thị trường chứng khoán: *Rủi ro & thách thức tiềm ẩn. Tuy nhiên, cơ hội vẫn tồn tại.*

Năm 2016 dự báo là một năm đầy sóng gió đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong đó, Quý 1 nhiều khả năng chứng kiến những diễn biến âm ảm. Tuy nhiên, thị trường vẫn có thể chờ đợi các chu kỳ tăng vào thời điểm ghi nhận KQKD của các doanh nghiệp cộng hưởng với các yếu tố thông tin tích cực. Nhưng trên hết, **chúng tôi đưa ra hướng tiếp cận mang tính thận trọng với xu hướng chung của thị trường trong năm 2016 trong bối cảnh các yếu tố tiêu cực chiếm ưu thế so với các yếu tố tích cực.** Với quan điểm trên, chúng tôi đưa ra chiến lược đầu tư trong đó lấy trọng tâm là các cổ phiếu, các nhóm ngành sau:

- ✓ Các cổ phiếu chủ chốt trong nhóm Ngân hàng, Bất động sản- những nhóm ngành nhiều khả năng trở thành nhóm ngành dẫn dắt.
- ✓ Nhóm doanh nghiệp đem lại tỷ suất cổ tức cao (tỷ lệ cổ tức/ giá thị trường).
- ✓ Nhóm doanh nghiệp được hưởng lợi từ xu hướng giá cả các loại mặt hàng nguyên-nhiên-vật liệu tiếp tục suy giảm.
- ✓ Các doanh nghiệp có thông tin hỗ trợ cá biệt như mua bán, tái cấu trúc M&A, thoái vốn Nhà nước,....

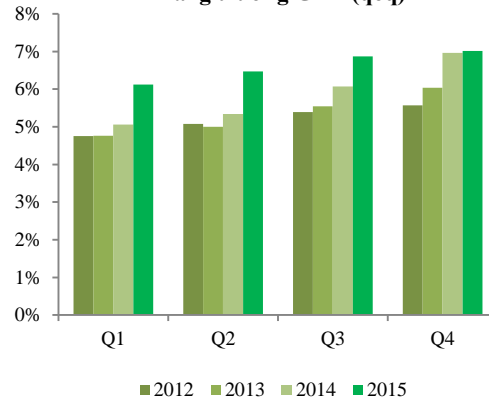
KINH TẾ VĨ MÔ

2015: Tăng trưởng vượt kỳ vọng. 2016: Thách thức và rủi ro từ diễn biến trên thế giới

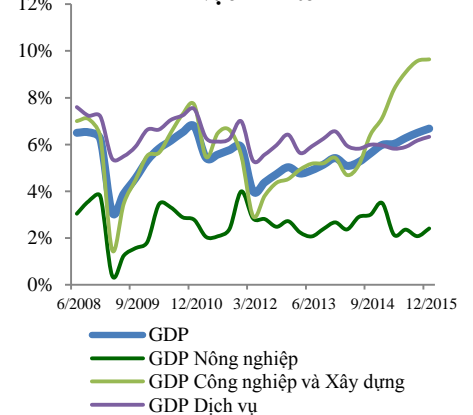
GDP 2015 tăng 6,68%, cao nhất trong 5 năm gần đây.

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam ghi nhận sự gia tốc đáng kể trong năm 2015. GDP 2015 ước tăng 6,68%, bứt phá so với con số 5,98% của năm 2014 và đạt mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Trong đó, GDP Quý 1 tăng 6,12%, Quý 2 tăng 6,47%, Quý 3 tăng 6,87% và Quý 4 tăng 7,01%. Tiếp nối năm 2014 trước đó, **khu vực Công nghiệp và Xây dựng, yếu tố phản ánh sức hồi phục của nền kinh tế, ghi nhận sự bứt phá và dẫn đầu về tăng trưởng** với con số 9,64%, cao hơn nhiều mức 6,42% của năm 2014, đóng góp 3,2 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng chung của toàn nền kinh tế. Trong khi đó, khu vực Dịch vụ tăng 6,33%, đóng góp 2,43 điểm phần trăm, còn lại là khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản.

Tăng trưởng GDP (qoq)



Tăng trưởng GDP và của các khu vực kinh tế



Nguồn: CEIC, VCBS

Tăng trưởng được thúc đẩy bởi ngành Công nghiệp chế biến chế tạo và Khai khoáng.

Trong khu vực Công nghiệp và Xây dựng, chỉ số sản xuất toàn ngành Công nghiệp tăng 9,8% (yoy), cao hơn so với con số 7,6% của năm 2014. Sự bứt phá này đến từ hai yếu tố chính:

(1) **Ngành Khai khoáng tăng 6,5% (yoy) (năm 2014 chỉ tăng nhẹ 2,4%).** Khai thác Dầu mỏ năm 2015 tăng đáng kể (7,5%), vượt trội so với con số khiêm tốn 1,8% của năm 2014. Với đặc thù chịu sự chi phối đáng kể của yếu tố Nhà nước, việc sản lượng khai thác Dầu khí được đẩy mạnh không chỉ hỗ trợ cho tăng trưởng, đảm bảo mục tiêu kế hoạch của Chính phủ, mà còn phần nào bù đắp cho hụt thu ngân sách do giá dầu giảm.

(2) **Ngành Công nghiệp chế biến chế tạo khẳng định vị thế đầu tàu dẫn dắt cho sự gia tốc của tăng trưởng với con số ấn tượng 10,6% (yoy),** tiếp tục cải thiện so với mức 8,7% của cùng kỳ 2014 và đóng góp đến 7,5 điểm phần trăm cho mức tăng chung toàn ngành. Các chỉ báo về tiêu thụ và tồn kho cũng cho thấy sự phục hồi của ngành này. Cụ thể, chỉ số tiêu thụ ngành chế biến, chế tạo 11 tháng 2015 tăng 12,6% (yoy) (cùng kỳ 2014 tăng 11,1%) trong khi tăng trưởng tồn kho ở mức 9,5% (yoy) (cùng kỳ 2014 tăng 10%).

Từ cuối Quý 3, tăng trưởng lĩnh vực sản xuất có dấu hiệu chững lại với ảnh hưởng xấu từ nền kinh tế Trung Quốc đã

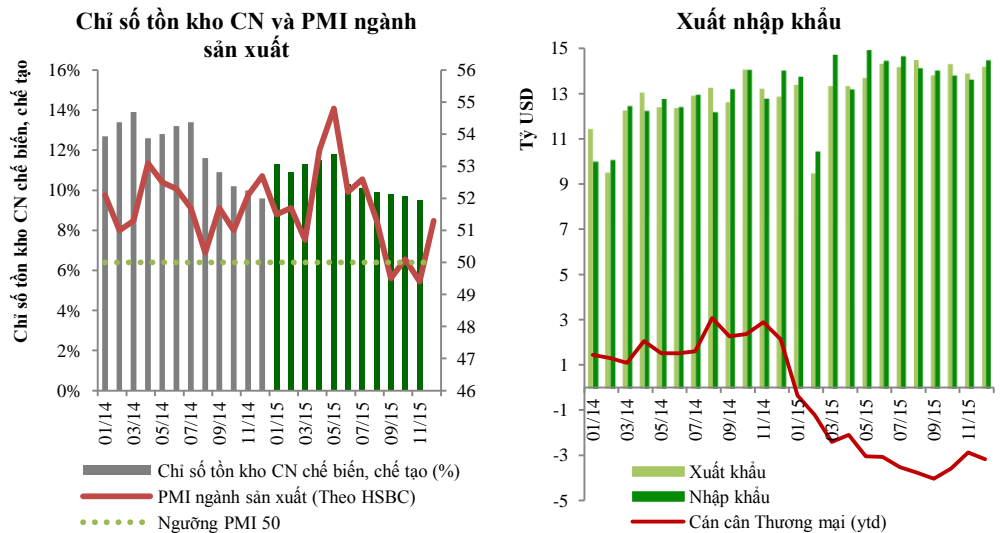
Sau khi liên tục duy trì trên 50 (phản ánh sự mở rộng của sản xuất) trong suốt 24 tháng, chỉ số PMI, theo HSBC và NIKKEI, suy yếu từ cuối Quý 3.2015 khi lùi về 49,5 trong tháng 9; 50,1 trong tháng 10; 49,4 trong tháng 11 và 51,3 trong tháng 12, thấp hơn đáng kể so với các con số của cùng thời điểm 2014 (tương ứng đạt 51,7; 51; 52,1 và 52,7). Việc lĩnh vực sản xuất chững

bắt đầu được thể hiện.

Sự phục hồi của lĩnh vực sản xuất không đồng đều với sự nổi trội thuộc về khối FDI. Cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa phục hồi ở mức vừa phải.

lại trong những tháng cuối năm được đánh giá là tín hiệu không tốt khi thời điểm này, theo yếu tố mùa vụ, thường là cao điểm của sản xuất để đáp ứng nhu cầu vào dịp cuối năm. Trong đó, một phần nguyên nhân, theo chúng tôi, là do ảnh hưởng bởi những diễn biến không thuận lợi trên thế giới, đặc biệt là những tín hiệu không tích cực từ nền kinh tế Trung Quốc. Nói cách khác, **tác động tiêu cực từ sự giảm tốc của kinh tế lớn thứ hai thế giới đang bộc lộ ngày một rõ nét lên nền kinh tế Việt Nam.**

Mặc dù lĩnh vực sản xuất và khu vực Công nghiệp đã ghi nhận mức tăng trưởng tương đối tốt trong năm vừa qua nhưng, theo chúng tôi, sự phục hồi là không đồng đều. Khối doanh nghiệp FDI tiếp tục nổi trội và là đầu tàu dẫn dắt tăng trưởng trong khi khối doanh nghiệp trong nước chưa có những cải thiện rõ rệt.



Nguồn: CEIC, HSBC, NIKKEI, VCBS

Trong lĩnh vực sản xuất, những ngành sản xuất có chỉ số tăng cao chủ yếu là ngành nhận được vốn FDI lớn như sản xuất sản phẩm điện tử, máy tính và quang học (+37%); sản xuất xe có động cơ (+26,7% yoy); sản xuất da và các sản phẩm liên quan (+17,4% yoy) và dệt (+13,9% yoy). Ngoài ra, khi xét về chỉ số sử dụng lao động, trong khi toàn khối doanh nghiệp ngoài Nhà nước tăng chỉ 4,6% thì riêng khối FDI đã ghi nhận mức tăng gần gấp đôi, đạt 8%.

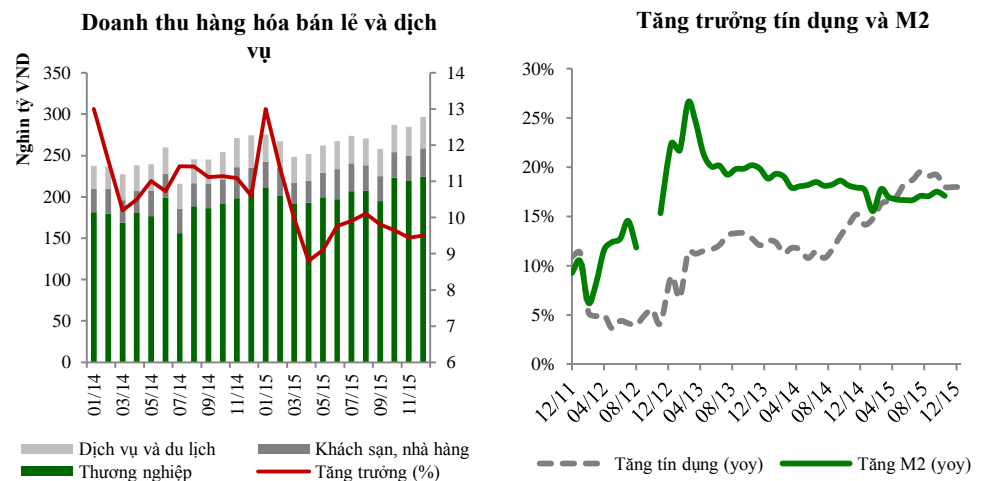
Về xuất nhập khẩu, sau 3 năm xuất siêu liên tiếp, Việt Nam đã ghi nhận nhập siêu trở lại trong năm 2015 với giá trị nhập siêu ước đạt 3,2 tỷ USD. Cụ thể, tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 162,4 tỷ USD (+8,1% yoy, năm 2014 +13,8%), trong đó khối FDI tăng 13,8% yoy (năm 2014 +15,2%) và khối doanh nghiệp trong nước giảm 3,5% yoy (năm 2014 tăng 10,4%). Tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 165,6 tỷ USD (+12% yoy, năm 2014 +12,1%), trong đó khối FDI tăng 16,4% yoy và khối doanh nghiệp trong nước chỉ tăng 6,4% yoy. **Sự chênh lệch rõ rệt về tăng trưởng xuất, nhập khẩu giữa hai khối là một yếu tố cho thấy sự phân hóa trong lĩnh vực sản xuất.** Bên cạnh đó, **việc tăng trưởng xuất khẩu suy giảm** một phần do giá cả hàng hóa nguyên liệu ở mức thấp, đặc biệt là dầu thô, và mặt khác cho thấy **hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam, nhất là của các doanh nghiệp nội địa, đang chịu áp lực cạnh tranh lớn trong bối cảnh nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc và việc giảm giá mạnh đồng nội tệ của nhiều quốc gia trên thế giới.**

Trong năm 2016, trong khi các doanh nghiệp trong nước nhiều khả năng sẽ phải tiếp tục đối mặt với khó khăn và là khối nhập siêu thì ngược lại, các doanh nghiệp FDI được kỳ vọng sẽ là động lực chính thúc đẩy xuất khẩu và là khối xuất siêu. Với việc (1) vốn FDI đăng ký và giải

ngân đều tăng trưởng mạnh trong năm 2015 (lần lượt tăng 12,5% và 17,4% so với 2014) và (2) khối FDI đã và đang mở rộng quy mô sản xuất, đặc biệt là những tập đoàn lớn như Samsung, chúng tôi kỳ vọng triển vọng xuất khẩu của khối này sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2016. Theo đó, **chúng tôi dự báo cán cân thương mại 2016 sẽ thâm hụt khoảng 2 - 3 tỷ USD.**

Về cầu tiêu dùng nội địa, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong năm 2015 tăng 9,5% (yoy) thấp hơn mức 10,6% của năm 2014. Tuy nhiên, trong bối cảnh lạm phát thấp, nếu loại trừ yếu tố giá, con số của năm 2015 đạt 8,4%, nhích nhẹ so với mức 8,1% của năm 2014. Theo đó, **cầu tiêu dùng được ghi nhận đã có sự cải thiện nhất định nhưng chỉ ở mức vừa phải và chưa bùng nổ**, vẫn thấp hơn khá nhiều so với giai đoạn cầu tiêu dùng tăng tốt (từ năm 2008 trở về trước với mức tăng trung bình khoảng trên 20% và trên 10%, tương ứng trước và sau khi loại trừ yếu tố giá).

Việc giá cả hàng hóa nguyên liệu, đặc biệt là giá năng lượng, ở mức thấp được kỳ vọng sẽ tạo hiệu ứng kích cầu nhất định. Điều này có thể còn được cộng hưởng hơn nữa do tính chất tiêu dùng theo mùa vụ trong những tháng đầu năm với tác động của Tết Nguyên đán. Trong khi đó, ở chiều ngược lại, tâm lý tiêu dùng có thể sẽ còn chịu tác động xấu trước những biến động lớn trên thị trường thế giới, đặc biệt là diễn biến xấu của nền kinh tế Trung Quốc đi cùng khả năng tiếp tục giảm giá mạnh của đồng Nhân dân tệ (CNY). Theo đó, chúng tôi không kỳ vọng vào khả năng bùng nổ của cầu tiêu dùng trong năm 2016.



Nguồn: CEIC, SBV, VCBS

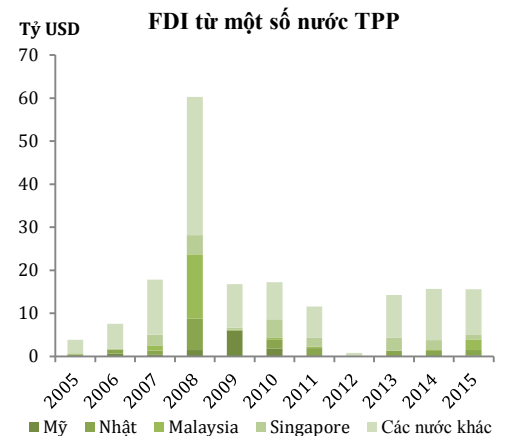
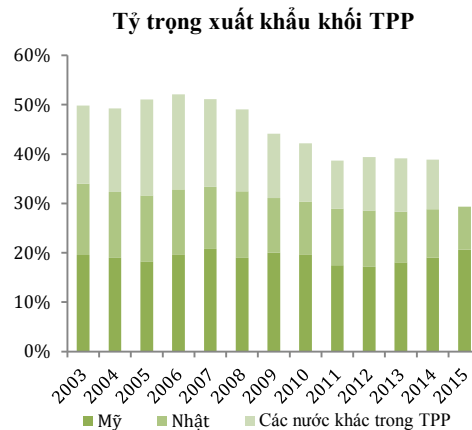
Theo Ngân hàng Nhà nước, tăng trưởng tín dụng năm 2015 đạt khoảng 18%, cao hơn đáng kể so với mức 14,16% của năm 2014. Theo đó, nhìn một cách tổng thể thì sức hấp thụ vốn của nền kinh tế tiếp tục được cải thiện. Tuy nhiên, khi phân tích sâu hơn, chúng tôi cho rằng chỉ một chỉ báo là chưa đủ để có thể kết luận về sự phục hồi tốt của cầu đầu tư nội địa, đặc biệt là trong bối cảnh tăng trưởng sản xuất có dấu hiệu chững lại và bức tranh phân hóa vẫn rất rõ nét. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy động lực tăng trưởng tín dụng chưa thực sự đến từ khu vực sản xuất cốt lõi của nền kinh tế (Công nghiệp và Nông, lâm nghiệp, thủy sản). Theo số liệu chính thức từ NHNN, tính đến hết tháng 9, hai lĩnh vực kể trên chỉ tăng trưởng lần lượt khoảng 5,99% và 11,32% so với cùng kỳ 2014. Trong khi đó các lĩnh vực khác lại ghi nhận mức tăng khá mạnh và vượt trội như Xây dựng (+19,12% yoy), Vận tải và viễn thông (+20,32% yoy) và Các hoạt động dịch vụ khác, bao gồm tiêu dùng và bất động sản (+38,16% yoy).

Với dự báo về việc cầu tiêu dùng và đầu tư nội địa chưa bùng nổ, **chúng tôi chưa nhìn thấy sự thay đổi lớn về động lực cho tăng trưởng tín dụng trong năm 2016 khi so sánh với năm 2015.** Việc nợ xấu giảm (toàn hệ thống ở mức dưới 3%) là yếu tố thúc đẩy tín dụng. Tuy

nhiên, tín dụng cũng đã tăng khá mạnh ở mảng Bất động sản trong năm 2015 và việc tiếp tục đẩy mạnh hơn nữa mảng này trong năm 2016 sẽ là không dễ dàng cũng như tiềm ẩn nhiều rủi ro. Theo đó, **chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2016 sẽ vào khoảng 16%.**

TPP mở ra cơ hội lớn đối với Việt Nam nhưng tác động tích cực của nó, nếu thuận lợi, cũng sẽ chỉ dần thể hiện sớm nhất từ nửa cuối năm 2016.

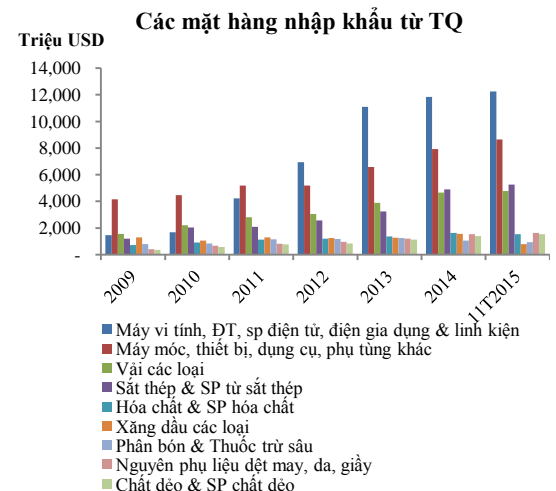
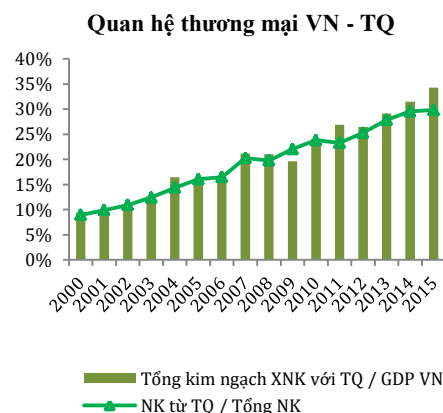
Việc kết thúc thành công đàm phán TPP đã và đang mở ra cơ hội lớn đối với Việt Nam, đặc biệt là dưới góc độ (1) mở rộng và đẩy mạnh xuất khẩu (khối TPP chiếm khoảng 40% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam những năm gần đây); (2) tăng cường mạnh mẽ thu hút vốn đầu tư và (3) thúc đẩy việc tái cơ cấu nền kinh tế theo hướng lành mạnh, hiệu quả và minh bạch hơn. Trong đó, yếu tố (1) và (2) là động lực cho đà phục hồi và tăng trưởng ấn tượng của Việt Nam trong những năm gần đây và nhiều khả năng sẽ là cả những năm tiếp theo. Mặc dù vậy, để đi từ kết thúc đàm phán đến chính thức ký kết và sau đó áp dụng giữa các thành viên trong khối sẽ là một quá trình tương đối dài. Theo đó, **chúng tôi nhìn nhận, trong kịch bản thuận lợi, tác động tích cực từ TPP sẽ chỉ dần được thể hiện sớm nhất từ nửa cuối 2016.**



Nguồn: CEIC, VCBS

Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục phải đối mặt với rủi ro từ những biến động lớn trên thế giới, đặc biệt là việc giảm tốc và rủi ro bất ổn từ nền kinh tế Trung Quốc.

Kinh tế Việt Nam là một nền kinh tế nhỏ và có độ mở lớn nên sẽ khá nhạy cảm với những biến động trên thị trường thế giới. Quan hệ thương mại song phương giữa Việt Nam và Trung Quốc là khá lớn. Hiện tại, **Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam và kim ngạch xuất khẩu vẫn đang có xu hướng tăng.** Trong năm 2015, giá trị nhập khẩu từ Trung Quốc lên đến 49,3 tỷ USD, chiếm gần 30% tổng kim ngạch nhập khẩu và tăng 12,9% so với năm 2014. Trong khi đó về xuất khẩu, Trung Quốc tiếp tục đứng thứ 4 về thị trường xuất khẩu của Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu đạt 17 tỷ USD, tăng mạnh 13,8% so với 2014.



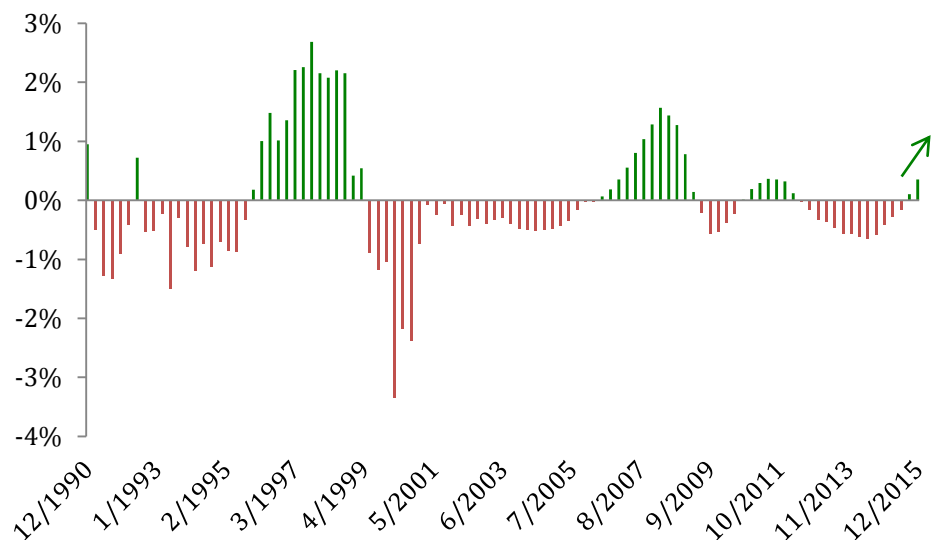
Nguồn: CEIC, VCBS

Với tín hiệu khá rõ về sự giảm tốc của nền kinh tế, **Trung Quốc có thể “xuất khẩu khủng hoảng” sang những quốc gia khác, đặc biệt là những nước có quan hệ thương mại lớn và gần gũi về mặt địa lý, trong đó có Việt Nam.** Lĩnh vực sản xuất và đầu tư tư nhân nội địa của Việt Nam, vốn phục hồi chưa mạnh và chưa bền vững như phân tích ở trên, sẽ tiếp tục phải đối mặt với khó khăn và thử thách. Vấn đề Trung Quốc được nhìn nhận là yếu tố đáng kể tác động xấu đến sự ổn định và tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2016 và tạo ra thách thức trong việc điều hành chính sách. Chúng tôi tiếp tục nhấn mạnh rủi ro từ phía Trung Quốc là một yếu tố cần theo dõi sát sao trong 2016.

GDP dự báo sẽ tăng 6,3%-6,4% trong năm 2015

Các chỉ báo trong năm 2015 khẳng định một quá trình tăng trưởng đã được hình thành. Động lực chính cho tăng trưởng đến từ các doanh nghiệp FDI, trong khi đó cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng cũng đã có những tín hiệu phục hồi nhất định nhưng chưa dứt phá.

GDP theo chu kỳ kinh tế



Nguồn: VCBS

Trong năm 2016, quá trình tái cơ cấu nền kinh tế sẽ tiếp tục diễn ra và được đẩy mạnh với các trọng tâm là hệ thống ngân hàng, giải quyết nợ xấu, cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước và nâng cao hiệu quả đầu tư công. Việc ký kết các hiệp định thương mại tự do, đặc biệt là TPP, được nhìn nhận là cú hích cho tăng trưởng kinh tế trong trung và dài hạn. Việc hiện thực hóa tác động tích cực từ các hiệp định thương mại cần một thời gian tương đối dài và nhiều khả năng sẽ chưa thể hiện một cách rõ ràng trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng, xuất khẩu với sức kéo chủ yếu từ khối FDI được kỳ vọng là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng, ngoài yếu tố này, hiện tại vẫn chưa nhìn thấy động lực mới cho tăng trưởng.

Ở chiều ngược lại, sự ổn định và tăng trưởng kinh tế Việt Nam sẽ đứng trước thử thách lớn do ảnh hưởng từ khả năng biến động mạnh trên thị trường thế giới, đặc biệt là các vấn đề xung quanh việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc. Thêm vào đó, với triển vọng giá dầu thô thế giới ở mức tiêu cực, bài toán cân đối thu chi ngân sách sẽ không dễ để có lời giải hợp lý và việc tiếp tục đẩy mạnh ngành Khai khoáng như trong năm 2015, theo chúng tôi, không phải biện pháp tối ưu.

Như vậy, **chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2016 nhiều khả năng sẽ thấp hơn 2015 và đạt khoảng 6,3% - 6,4%.**

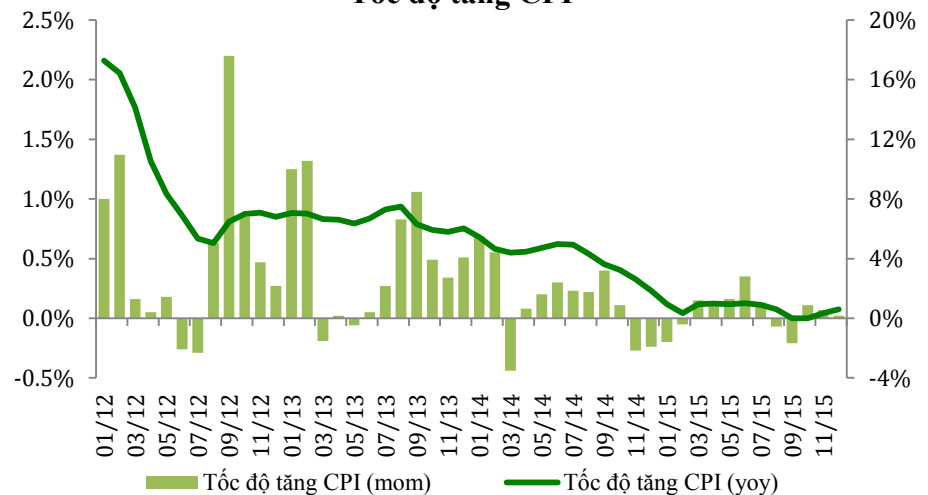
Lạm phát thấp kỷ lục

Lạm phát cả năm 2015 chỉ tăng 0,6%, thấp kỷ lục trong 15 năm. Tỷ lệ lạm phát 2016 được dự báo vào khoảng 2,5%.

Trong bối cảnh cầu tiêu dùng nội địa chưa có sự bứt phá, diễn biến của CPI trong năm 2015 vừa qua phụ thuộc khá nhiều vào biến động giá của các mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là các mặt hàng dưới sự điều hành của Chính phủ. Bất chấp ảnh hưởng của dịp Tết Nguyên Đán, chỉ số này ghi nhận mức giảm trong hai tháng đầu năm do giá xăng dầu liên tiếp được điều chỉnh giảm mạnh từ cuối năm 2014 và nửa đầu Quý 1.2015. Sau đó, trong 5 tháng tiếp theo, CPI tăng nhẹ trở lại qua từng tháng trước ảnh hưởng của việc giá xăng dầu trong nước tăng cùng với sự phục hồi của giá dầu thô thế giới và việc điều chỉnh tăng giá điện và dịch vụ y tế theo lộ trình.

Bước sang tháng 8 và 9, khác biệt hoàn toàn so với các năm trước, CPI quay đầu giảm qua từng tháng do (1) nguồn cung lương thực thực phẩm trong nước ổn định; (2) giá hàng hóa nguyên liệu, đặc biệt là giá xăng dầu, giảm hoặc ở mức thấp và (3) mức tăng của một số mặt hàng thiết yếu do Nhà nước quản lý, đặc biệt là Giáo dục và Dịch vụ Y tế, không nhiều bằng năm trước. Đến Quý 4, mặc dù có tác động của yếu tố mùa vụ nhưng CPI cũng chỉ ghi nhận mức tăng rất nhẹ qua từng tháng do giá xăng dầu liên tiếp điều chỉnh giảm trong giai đoạn này. CPI tháng 12 ghi nhận mức tăng nhẹ 0,02% (mom), tỷ lệ lạm phát cả năm 2015 ở mức 0,6%, thấp kỷ lục trong 15 năm trở lại đây.

Tốc độ tăng CPI



Nguồn: CEIC, VCBS

Trong năm 2016, chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ vẫn ở mức thấp với các cơ sở chính như (1) cung tiền được kiểm soát tốt trong suốt thời gian qua; (2) cầu tiêu dùng có sự phục hồi nhưng chưa bứt phá và tâm lý tiết kiệm chi tiêu của người dân khó có thể sớm cởi bỏ trong bối cảnh nhiều rủi ro còn tồn tại, đặc biệt là từ phía thế giới; (3) triển vọng giá cả hàng hóa nguyên liệu trên thế giới ở mức thấp, đặc biệt là giá dầu thô; và (4) áp lực tăng CPI trong năm 2016 chủ yếu đến từ việc tăng giá của các mặt hàng dưới sự điều hành của Chính phủ như Điện, Nước, Y tế, Giáo dục, **Tỷ lệ lạm phát cả năm 2016 dự báo vào khoảng 2,5%.**

Riêng trong tháng 1, cũng là tháng cận Tết, đặc tính tiêu dùng theo mùa vụ sẽ thúc đẩy CPI tăng. Trong khi đó, ở chiều ngược lại, hai lần giảm khá mạnh giá xăng dầu gần đây được dự báo sẽ khiến CPI tháng 1 giảm khoảng 0,15 – 0,2%. Theo đó, **chúng tôi dự báo CPI tháng 1 sẽ ghi nhận mức giảm nhẹ khoảng 0,1% - 0,15% (mom) tương ứng mức tăng 0,65% - 0,7% (yoy).**

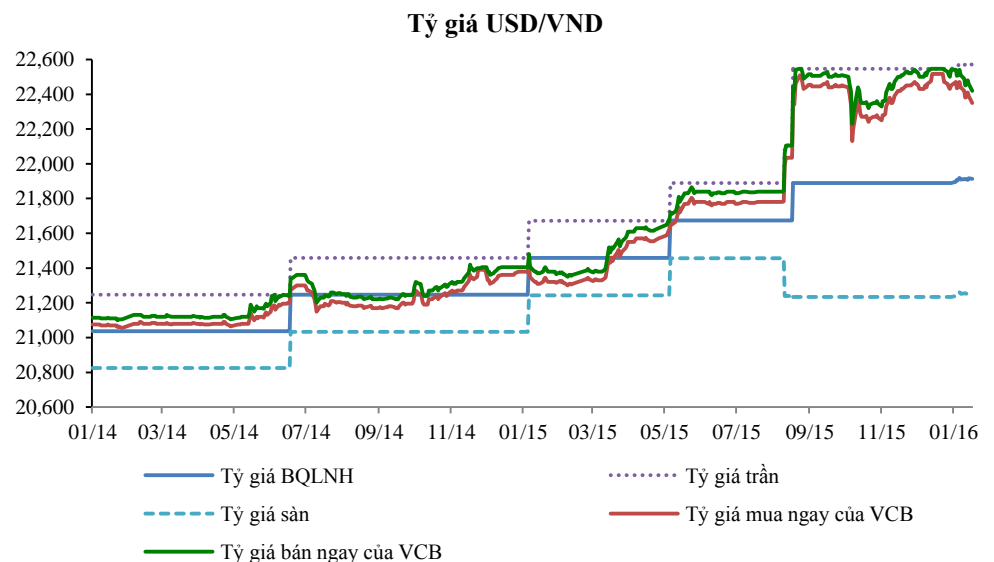
Thị trường ngoại hối chứng kiến nhiều biến động trong năm 2015. Rủi ro tỷ giá ở mức đáng kể trong năm 2016

VND mất giá khoảng 5% so với USD trong năm 2015 với 3 lần tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng và nới rộng biên độ giao dịch lên $\pm 3\%$. Rủi ro tỷ giá ở mức đáng kể trong năm 2016 với áp lực từ các yếu tố bên ngoài, đặc biệt là từ Trung Quốc.

Trong năm 2015, tỷ giá bình quân liên ngân hàng ghi nhận 3 lần điều chỉnh tăng, mỗi lần +1%, lần lượt vào tháng 1, tháng 5 và tháng 8, lên mức 21.890 VND/USD, biên độ giao dịch cũng tăng từ $\pm 1\%$ lên $\pm 3\%$. Theo đó, VND đã mất giá khoảng 5% so với USD trong năm 2015.

Mặc dù cũng có chịu tác động phần nào từ các yếu tố trong nước như tâm lý đầu cơ và việc Việt Nam nhập siêu trở lại trong năm 2015 nhưng chúng tôi cho rằng, **diễn biến cũng như áp lực tỷ giá trong thời gian qua chủ yếu do tác động của yếu tố bên ngoài**, đặc biệt là (1) đồng USD mạnh lên cùng với quyết định tăng lãi suất của FED đã được đưa ra vào tháng 12 và (2) đồng Nhân dân tệ (CNY) lao dốc cùng với những diễn biến xấu của nền kinh tế Trung Quốc.

Trước những áp lực như vậy, bên cạnh việc điều chỉnh tỷ giá, **NHNN đã liên tiếp đưa ra những tuyên bố và động thái kịp thời và linh hoạt để bình ổn thị trường** như (1) bán một phần dự trữ ngoại hối; (2) hạ lãi suất huy động USD về 0% (giúp cải thiện tính hấp dẫn của VND so với USD) và (3) ban hành Thông tư số 15/2015/TT-NHNN. Thông tư 15 quy định khá chặt chẽ việc mua - bán ngoại tệ giao ngay chỉ được thực hiện khi khách hàng có nhu cầu và chứng minh được nhu cầu thanh toán trong phạm vi 2 ngày làm việc. Trong trường hợp từ 3 ngày trở lên, giao dịch phải thông qua phương thức kỳ hạn nhưng tỷ giá kỳ hạn không được vượt quá mức tỷ giá được xác định dựa trên (i) tỷ giá giao ngay vào ngày giao dịch; (ii) chênh lệch giữa lãi suất tái cấp vốn do NHNN công bố và lãi suất mục tiêu USD của FED và (iii) kỳ hạn giao dịch. **Việc siết chặt hơn quy định về giao dịch ngoại tệ giúp hạn chế hiện tượng đầu cơ hoặc mua và găm giữ USD trước khi nhu cầu thanh toán phát sinh, từ đó giảm bớt áp lực cầu ngoại tệ.**



Nguồn: CEIC, VCBS

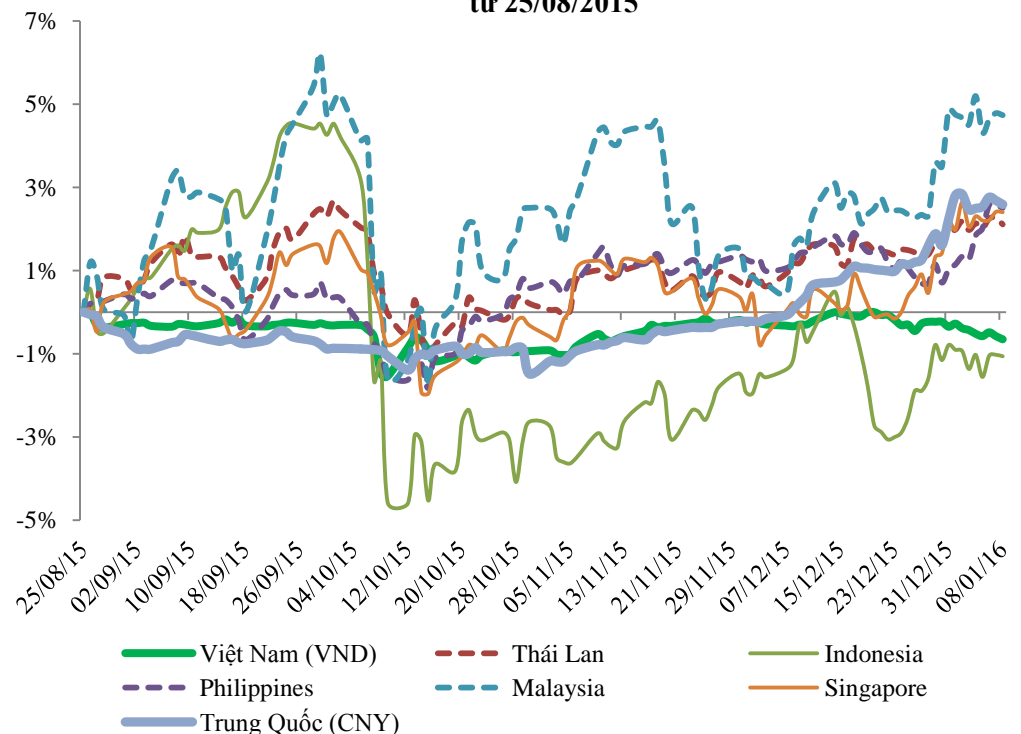
Bước sang năm 2016, NHNN đã chính thức áp dụng cơ chế điều hành mới với tỷ giá trung tâm hàng ngày được xác định dựa trên cơ sở tham chiếu (i) diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền thị trường liên ngân hàng; (ii) diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam và (iii) các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ, mục tiêu chính sách tiền tệ. Như vậy, thay vì đưa ra cam kết rõ

ràng về việc giữ ổn định tỷ giá như các năm trước, cơ chế điều hành tỷ giá mới theo hướng linh hoạt đã được áp dụng. NHNN đang nhìn thấy những áp lực không nhỏ lên tỷ giá. Động thái này, theo chúng tôi, là đúng đắn, hợp lý và cần thiết nhằm ứng phó với những diễn biến bất ngờ trên thị trường thế giới. Đồng thời, chúng tôi cho rằng chính sách tỷ giá linh hoạt sẽ góp phần tạo dư địa để nhà điều hành duy trì mức lãi suất ổn định nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng.

Trong năm 2016, xét riêng các yếu tố trong nước, chúng tôi không nhìn thấy yếu tố rõ ràng nào có thể gây áp lực lớn cho tỷ giá. Tâm lý đầu cơ ngoại tệ thông qua nhiều biện pháp và can thiệp hợp lý của NHNN được kỳ vọng sẽ bị hạn chế đáng kể. Trong khi đó, vốn FDI giải ngân và kiều hối được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì xu hướng tăng tích cực (FDI giải ngân năm 2015 đạt 14,5 tỷ USD (+17,4%); kiều hối năm 2015 dự báo sẽ đạt khoảng 13 - 14 tỷ USD, tăng khoảng 10% so với 2014). Ngoài ra, thâm hụt thương mại 2016 cũng được kỳ vọng sẽ không quá đột biến và ở mức vừa phải (2 - 3 tỷ USD).

Chúng tôi đánh giá áp lực từ phía bên ngoài tiếp tục là yếu tố lớn nhất tạo nên rủi ro tỷ giá trong năm 2016, đặc biệt là (1) đồng USD mạnh lên cùng lộ trình tăng lãi suất của FED và (2) khả năng đồng CNY tiếp tục lao dốc. Với cách tiếp cận tương đối thận trọng đi cùng lộ trình tăng lãi suất theo hướng chậm và từ từ của FED, chúng tôi đánh giá yếu tố (1) có thể đã được thị trường chuẩn bị và phòng ngừa. Trong khi đó, yếu tố (2) được nhìn nhận là yếu tố khó lường và đem lại nhiều rủi ro hơn, đặc biệt khi Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam và hiện giá trị nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm gần 30% tổng giá trị kim ngạch nhập khẩu trong năm 2015. **Trong một kịch bản tương đối tích cực và không có biến động lớn trên thế giới vượt ngoài tầm dự báo, chúng tôi kỳ vọng VND sẽ giảm giá khoảng 4% - 5% so với USD trong năm 2016.**

Mức giảm giá so với đồng USD của các đồng tiền trong khu vực từ 25/08/2015



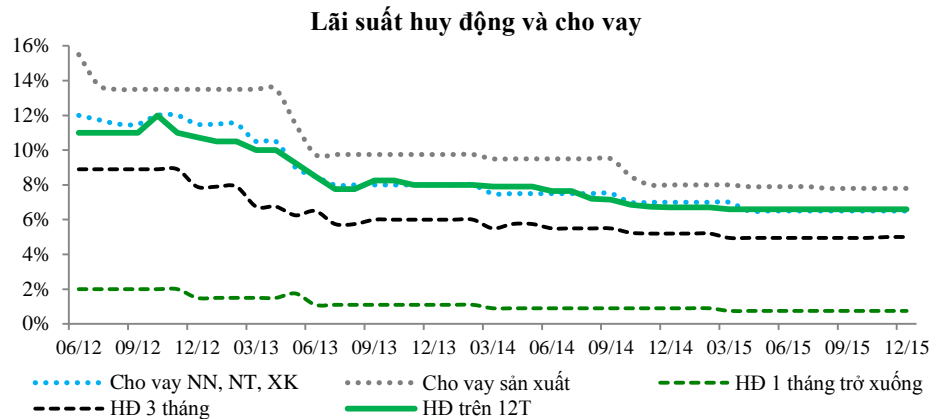
Nguồn: Bloomberg, VCBS

Lãi suất tương đối ổn định và giảm nhẹ trong năm 2015. Lãi suất chịu áp lực tăng trong năm 2016 với kỳ vọng sẽ chỉ tăng nhẹ.

Mặt bằng lãi suất ổn định và giảm nhẹ trong năm 2015. Lãi suất chịu áp lực tăng trong năm 2016 nhưng kỳ vọng sẽ chỉ tăng nhẹ.

Trong năm mặt bằng lãi suất huy động và cho vay tương đối ổn định. Trong 4 tháng đầu năm, khi tín dụng chưa tăng mạnh và CPI duy trì xu hướng giảm, mặt bằng lãi suất khá ổn định và có xu hướng giảm nhẹ. Sau đó, từ cuối Quý 2, lãi suất chịu áp lực tăng trở lại khi (1) tăng trưởng tín dụng ảm lên và đặc biệt là (2) rủi ro tỷ giá ở mức cao. Theo đó, các NHTM cũng đã điều chỉnh tăng nhẹ trở lại lãi suất huy động ở các kỳ hạn. Tuy nhiên, tính chung cả năm 2015, mặt bằng lãi suất huy động giảm khoảng 0,2% - 0,5% so với cuối năm 2014. Cụ thể, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4% - 5,5%/năm, trong khi đó với các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên, lãi suất dao động trong khoảng 5,4% - 7,2%/năm.

Cùng chung xu hướng giảm của lãi suất huy động, lãi suất cho vay cũng giảm khoảng 0,3% - 0,5% so với cuối năm 2014. 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.

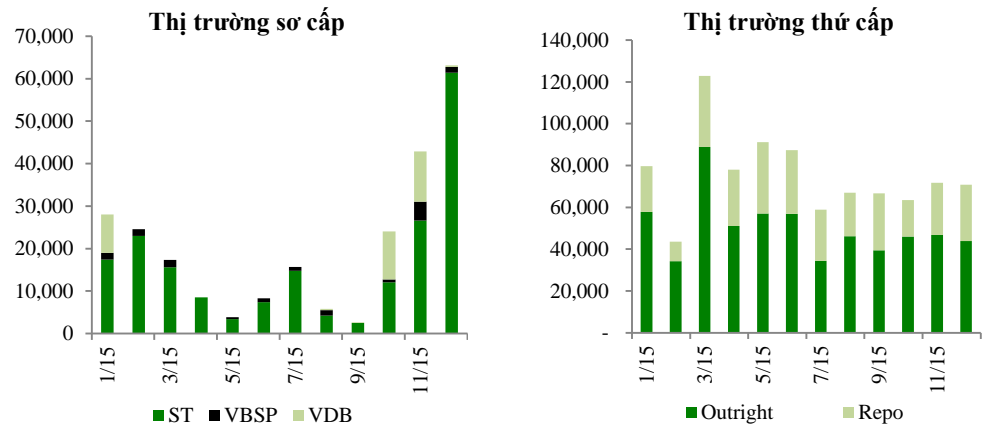


Trong năm 2016, chúng tôi đánh giá lãi suất sẽ chịu áp lực tăng do (1) sức ép từ rủi ro tỷ giá; (2) quyết định tăng lãi suất của FED; (3) lạm phát dù kỳ vọng ở mức thấp nhưng cao hơn đáng kể so với năm 2015 và (4) tăng trưởng tín dụng ở mức khá (16%). Tuy nhiên, với những phân tích kể trên về cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa chỉ phục hồi ở mức vừa phải, **chúng tôi duy trì kỳ vọng Chính phủ và NHNN sẽ tiếp tục định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng.** Theo đó, các biện pháp và chính sách nhiều khả năng sẽ được đưa ra theo hướng cân bằng các yếu tố để đảm bảo mục tiêu này. Nói cách khác, việc giải tỏa các áp lực từ phía bên ngoài bằng công cụ lãi suất sẽ bị hạn chế. Động thái mới nhất từ phía NHNN với việc thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá ngay từ đầu năm 2016 theo hướng linh hoạt cũng đã ủng hộ nhận định và kỳ vọng kể trên của chúng tôi. Theo đó, **chúng tôi dự báo trong năm 2016, lãi suất huy động sẽ chỉ tăng nhẹ tối đa 50 điểm cơ bản (0,5%) trong khi lãi suất cho vay thường có biến động sau lãi suất huy động khoảng vài tháng.**

Trong năm 2015, 249.689 (+3,7% yoy) tỷ đồng trái phiếu được huy động và 606.549 (-7,06% yoy) tỷ đồng trái phiếu được giao dịch.

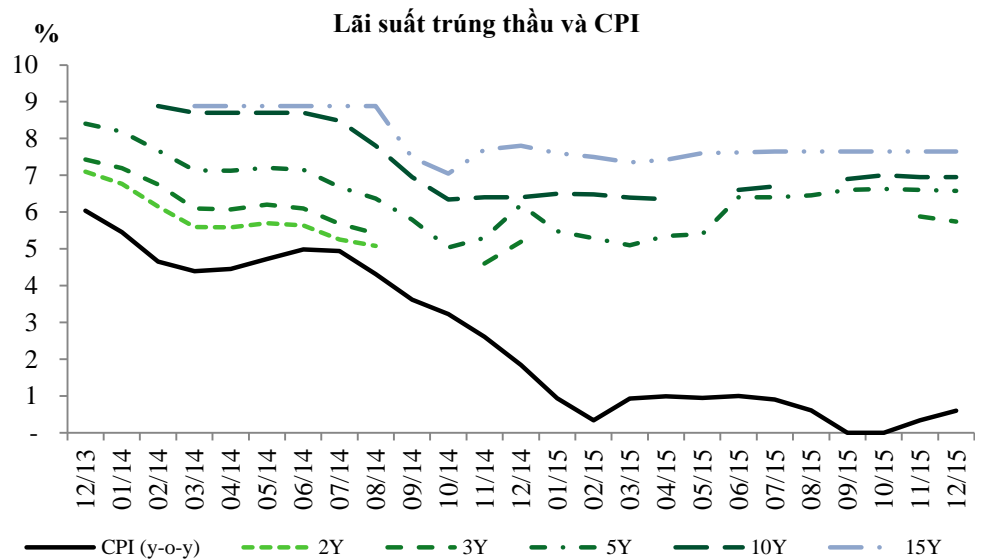
Thị trường đã bắt nhịp rất nhanh trong những tháng đầu năm, sau đó chững lại vào giai đoạn giữa năm và quay trở lại đầy sôi động trong những tuần cuối cùng của năm 2015. Gần 250.000 tỷ đồng trái phiếu được huy động trong năm 2015, tăng 3,7% so với năm 2014. Trong đó, riêng trái phiếu Chính Phủ chiếm gần 200.000 tỷ đồng. Như vậy, Kho Bạc Nhà Nước đạt được khoảng 80% tổng lượng trái phiếu dự định phát hành trong năm 2015. Việc phát hành không

được như kỳ vọng do tỷ trọng của trái phiếu với kỳ hạn trên 5 năm khá cao, vượt ngoài sức hấp thụ của thị trường trong năm vừa rồi. Tình hình trở nên khả quan hơn sau khi Chính Phủ đồng ý đưa trái phiếu có kỳ hạn 3 năm quay lại thị trường, tạo ra cú hích đáng kể cho lực cầu giai đoạn cuối năm.



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 (10 năm và 15 năm) giao động trong biên hẹp, giảm nhẹ vào cuối Quý 1 sau đó đi ngang và tương đối ổn định đến hết năm. Trái phiếu 5 năm có biên độ dao động rộng hơn, giảm mạnh trong suốt giai đoạn Quý 1 và bật tăng mạnh trở lại vào cuối Quý 2. Đối với trái phiếu có kỳ hạn 3 năm, lực cầu mạnh mẽ từ những phiên đấu thầu đầu tiên đã liên tục đẩy lãi suất trúng thầu của kỳ hạn này xuống cho đến cuối năm.



Nguồn: HNX, VCBS

Trong năm 2016, lãi suất nói chung và lợi suất trái phiếu nói riêng vẫn sẽ chịu nhiều áp lực. Những tác động từ tỷ giá sẽ khiến mặt bằng lãi suất khó có thể giảm thêm. Hơn nữa, lực cầu trái phiếu đối với các kỳ hạn dài có dấu hiệu suy giảm, trong khi nguồn cung từ Chính Phủ lại tương đối dồi dào. Tăng trưởng tín dụng 2016 được dự báo sẽ ở mức khá và điều này cũng là một trong những nguyên nhân gây ảnh hưởng đến lượng tiền phân bổ cho việc đầu tư trái phiếu.

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 năm 2015. 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 và hạn chế được nhiều yếu tố đầu cơ trên thị trường ngoại hối. Việc đảm bảo thanh khoản cho hệ thống ngân hàng cũng được phối hợp nhịp nhàng, tuân theo điều kiện mùa vụ của nền kinh tế, cũng như theo nhu cầu của người dân vào các dịp lễ Tết.

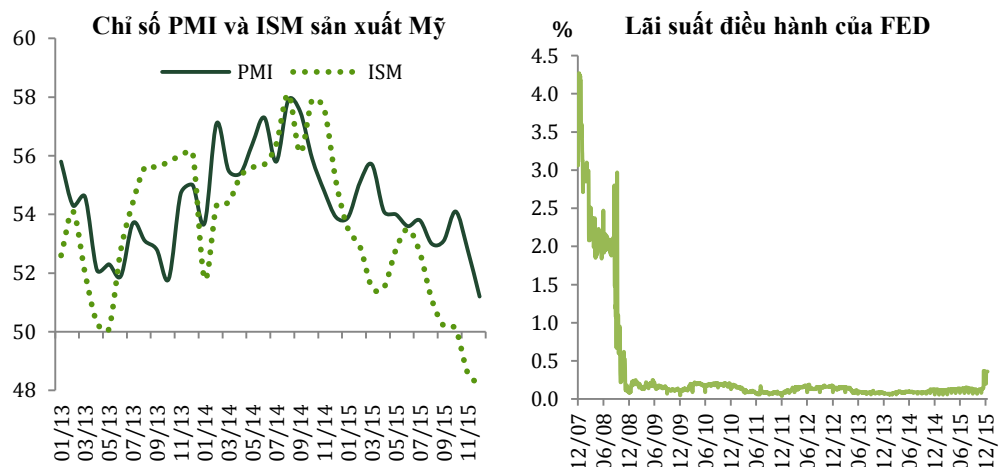
Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

Những tín hiệu kinh tế vĩ mô tích cực khiến FED lần đầu tiên tăng lãi suất trong gần 1 thập kỷ và gợi mở lộ trình tăng lãi suất theo hướng thận trọng và từ từ. Tuy nhiên, từ cuối Quý 4, lĩnh vực sản xuất có dấu hiệu chững lại. Kỳ vọng mức lãi suất điều hành của FED trong năm 2016 sẽ chỉ từ 1% trở xuống.

Năm 2015 Kinh tế Mỹ cho thấy những dấu hiệu phục hồi ngoài mong đợi. Cụ thể, bên cạnh mức tăng trưởng thấp trong Quý 1 do yếu tố mùa vụ, tăng trưởng GDP của Mỹ liên tục đạt mức tăng trưởng ấn tượng đặc biệt trong Quý 2 với mức tăng 3,9%. Trong khi đó, tăng trưởng GDP Quý 3 dù được điều chỉnh giảm từ 2,1% xuống 2% vẫn cao hơn kỳ vọng thị trường. Chỉ số thất nghiệp của Mỹ liên tục suy giảm và đạt mức 5% trong tháng 10 mức thấp nhất trong vòng 7 năm qua. Bên cạnh đó, mức chi tiêu dùng, đóng góp 2/3 GDP kinh tế Mỹ, liên tục gia tốc cũng là tín hiệu khá lạc quan với nền kinh tế lớn nhất thế giới này.

Ở một diễn biến khác, chỉ số sản xuất PMI của Mỹ, theo Markit, liên tục ở trên ngưỡng 50 điểm, ghi nhận mốc cao nhất trong năm vào tháng 3 (55,7), tuy vậy, chỉ số này có phần suy giảm về cuối năm (lùi về 51,2 vào tháng 12), cho thấy tốc độ mở rộng chậm lại. Diễn biến tương tự, chỉ số ISM, theo viện Quản lý nguồn cung, cũng giảm dần về cuối năm, thậm chí còn ở dưới 50 trong tháng 11 và 12.2015 (lần lượt ở mức 48,6 và 48,2), cho **thấy lĩnh vực sản xuất của nền kinh tế lớn nhất thế giới có dấu hiệu thu hẹp**. Diễn biến này có thể sẽ chưa dừng lại khi lĩnh vực sản xuất của Mỹ được đánh giá là đang đứng trước thách thức trong năm 2016 với bối cảnh (1) FED tăng lãi suất; (2) đồng USD mạnh lên ảnh hưởng xấu đến xuất khẩu và (3) tác động tiêu cực từ việc giảm tốc của nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới như Trung Quốc, Châu Âu và Nhật Bản. Theo đó, **nền kinh tế lớn nhất thế giới trong năm 2016 cũng đứng trước nguy cơ không đạt được thành tích ấn tượng về tăng trưởng như năm 2015 vừa qua.**



Nguồn: Markit, ISM, FED, VCBS

Những thay đổi trong chính sách của FED thường có ảnh hưởng lớn đến không chỉ nền kinh tế Mỹ mà còn cả nền kinh tế toàn cầu. Theo đó, FED đã cân nhắc rất kỹ và trì hoãn việc tăng lãi suất một thời gian khá lâu trước khi ra quyết định chính thức vào tháng 12.2015, khoảng 1 năm

sau khi gói QE3 kết thúc. Trong năm 2016, với những rủi ro về việc tăng trưởng có thể chững lại như đề cập ở trên, **chúng tôi kỳ vọng FED sẽ duy trì quan điểm thận trọng trong lộ trình tăng lãi suất, FED có thể sẽ không sử dụng hết mức tăng mục tiêu 1,375% và mức lãi suất điều hành trong năm 2016 nhiều khả năng sẽ chỉ từ 1% trở xuống.**

Ngoài ra, năm 2016 sẽ là năm có nhiều biến chuyển khi bầu cử Tổng thống Mỹ sẽ diễn ra vào cuối năm. Đây cũng sẽ là thời điểm để chính quyền Tổng thống Obama chạy nước rút để hoàn thành di sản đáng kể nhất về kinh tế - Hiệp định thương mại tự do TPP sau 8 năm nhiệm kỳ.

Châu Âu

Nền kinh tế châu Âu phục hồi chậm dưới tác động của sự suy giảm mạnh giá cả hàng hóa. Trong khi đó, các biện pháp kích thích kinh tế của ECB chưa mang lại hiệu quả như mong đợi và nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì và đẩy mạnh trong năm 2016.

Trong năm 2015, nền kinh tế Châu Âu phục hồi nhưng với tốc độ chậm chạp. Tăng trưởng GDP trong Quý 3 đạt 0,3%, giảm nhẹ so với 0,4% trong Quý 2. Sự cải thiện của nền kinh tế được ghi nhận thông qua các chỉ số thống kê như (i) CPI tăng nhẹ từ mức -0,6% hồi đầu năm lên +0,2% trong tháng 12, tuy nhiên, mức tăng vẫn chậm hơn kỳ vọng và chỉ đạt mức mục tiêu sau khi điều chỉnh. (ii) Chỉ số thất nghiệp ghi nhận những bước tiến đáng kể đạt 10,5% và 9,1% ở khu vực EU19 và EU28 - thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại đây. (iii) Khu vực sản xuất của Eurozone tiếp tục được mở rộng trong năm qua khi chỉ số PMI trong các tháng luôn cao hơn mức 50. Đáng chú ý, trong tháng 12, PMI châu Âu đã tăng trở lại đạt mức 53,2 điểm sau khi suy giảm nhẹ về mức 52,8 điểm trong tháng 11.

Tuy nhiên, nền kinh tế châu Âu trong năm qua gặp phải hàng loạt khó khăn như khủng hoảng nợ tại Hy Lạp, căng thẳng kinh tế với Nga xung quanh những vấn đề tại Ukraina kéo theo các lệnh cấm vận kinh tế, ... , từ đó gây thiệt hại không nhỏ lên nền kinh tế khu vực, vốn mới chỉ vừa hồi phục nhẹ sau khủng hoảng.

Với các yếu tố trên kèm theo diễn biến giảm giá mạnh của các loại hàng hóa nguyên vật liệu đầu vào, Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) đã tuyên bố hạ dự báo tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát của khu vực đồng tiền chung châu Âu giai đoạn năm 2015 – 2017. Đồng thời, ECB cũng đưa ra thêm nhiều biện pháp kích thích kinh tế như tăng hạn mức mua cổ phiếu trong chương trình mua tài sản của khu vực công từ 25% lên 33% trong tháng 8; không tăng lãi suất cơ bản trong tháng 10. Trong cuộc họp chính sách tiền tệ tháng 12, ECB đã quyết định hạ lãi suất tiền gửi từ mức -0,2% xuống mức -0,3%. Đồng thời, kéo dài chương trình nới lỏng định lượng thêm 6 tháng, tới tháng 3 năm 2017, với khối lượng trái phiếu mua vào ở mức không thay đổi (60 tỷ Euro/tháng).

Tuy nhiên, những dấu hiệu kém tích cực phát đi từ nền kinh tế Trung Quốc ngay trong những ngày đầu năm 2016 đã làm dấy lên những lo ngại về ảnh hưởng tiêu cực lên kinh tế thế giới và kinh tế châu Âu cũng không phải là ngoại lệ. Theo đó, chúng tôi cho rằng các biện pháp nới lỏng sẽ tiếp tục được duy trì hoặc thậm chí được mở rộng cho tới khi các mục tiêu chính sách cũng như những tín hiệu phục hồi của nền kinh tế khu vực trở nên rõ ràng và chắc chắn.

Châu Á

Nền kinh tế Trung Quốc ngày càng bộc lộ những dấu hiệu giảm tốc rõ nét trong bối cảnh việc chuyển đổi mô hình tăng trưởng không diễn ra thuận lợi như kỳ vọng. Trung Quốc bất ngờ thay đổi chính sách điều hành tỷ giá

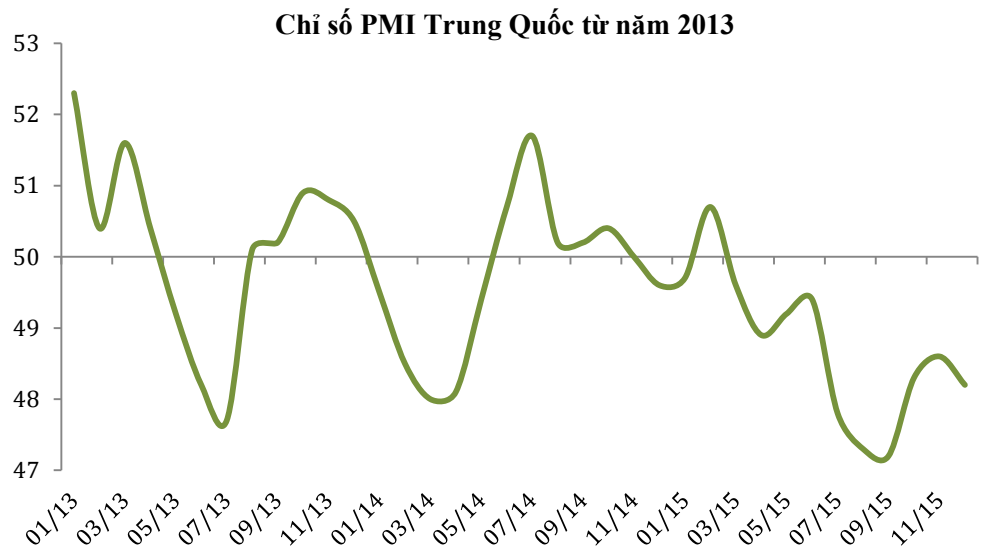
Nền kinh tế Trung Quốc trải qua một năm đầy biến động. Việc chuyển đổi mô hình tăng trưởng kinh tế với trọng tâm từ đầu tư hạ tầng sang cầu tiêu dùng nội địa đã diễn ra không thực sự thuận lợi. Điều này đã đẩy nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc rõ nét thậm chí có nguy cơ đi vào giai đoạn suy thoái. Mục tiêu tăng trưởng GDP gặp rất nhiều khó khăn khi mức tăng trưởng 7% trong 6 tháng đầu năm chủ yếu nhờ vào khu vực dịch vụ với đóng góp không nhỏ từ dịch vụ tài chính với đầu tàu là thị trường chứng khoán. Theo đó, trong Quý 3 mức tăng trưởng GDP của Trung Quốc chỉ đạt 6,9% và dự kiến mức tăng trưởng GDP cả năm sẽ khó hoàn thành mục tiêu

kéo theo đà lao dốc của đồng Nhân dân tệ. Trong năm 2016, chúng tôi cho rằng những dấu hiệu về nền kinh tế Trung Quốc lao dốc sẽ bộc lộ rõ nét hơn.

7%.

Chính sách tỷ giá mới “thả nổi có điều tiết” của Trung Quốc áp dụng từ ngày 11/08 gây “náo loạn” các đồng tiền trong khu vực Châu Á. Sau sự kiện này, CNY liên tiếp đứng trước áp lực giảm giá mạnh. Theo số liệu của Bloomberg, tính chung cho cả năm 2015, đồng CNY mất giá hơn 4,6%. Nhằm lấy lại niềm tin của các nhà đầu tư vào đồng CNY cũng như hỗ trợ nền kinh tế đang lao dốc, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBoC) đã đưa ra hàng loạt những biện pháp kích thích kinh tế như hạ lãi suất 6 lần liên tiếp kể từ tháng 11/2014, hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc, và triển khai hàng loạt biện pháp tăng cường bơm tiền mặt vào hệ thống tài chính thông qua các nghiệp vụ thị trường mở (OMO),

Tuy nhiên, bất chấp những biện pháp nới lỏng của (PBoC) **số liệu kinh tế vĩ mô của Trung Quốc liên tục làm các nhà đầu tư thất vọng**. Cụ thể, (i) chỉ số PMI Trung Quốc trong tháng 12 đạt 48,2 mức thấp nhất trong vòng 3 tháng trở lại đây, đồng thời đánh dấu tháng thứ 10 suy giảm liên tiếp. (ii) Dự trữ ngoại hối của Trung Quốc trong tháng 12 giảm mạnh 108 tỷ USD, nâng mức suy giảm dự trữ ngoại hối trong cả năm 2015 của nước này lên hơn 500 tỷ USD. (iii) Giá trị xuất khẩu hàng hóa Trung Quốc suy giảm 1,4% so với cùng kỳ năm ngoái đồng thời là tháng giảm thứ 6 liên tiếp. (iv) Trong khi đó, giá trị nhập khẩu cũng chứng kiến mức giảm 7,6% - tháng đi xuống thứ 13 liên tiếp. Tính chung trong cả năm 2015, xuất khẩu Trung Quốc giảm 2,8% do nhu cầu hàng hóa của các thị trường tiêu thụ có dấu hiệu suy yếu. Giá trị nhập khẩu giảm 14,2% do giá cả hàng hóa đi xuống và nhu cầu yếu.



Nguồn: Caixin, Markit, VCBS

Trong năm 2016, chúng tôi cho rằng những dấu hiệu về nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc sẽ dần bộc lộ rõ nét hơn, đặc biệt là (1) đồng CNY tiếp tục mất giá đáng kể; (2) các chỉ số sản xuất không có sự cải thiện thậm chí suy giảm; hay (3) thị trường chứng khoán tiếp tục lao dốc kéo theo dòng vốn ngoại tháo chạy khỏi thị trường. Các biện pháp nới lỏng tiền tệ của Trung Quốc tuy mang đến những hiệu ứng tích cực trong ngắn hạn nhưng chưa thực sự đem lại kết quả như mong đợi và cũng đồng thời là con dao hai lưỡi gây áp lực giảm giá lên đồng CNY.

Nền kinh tế Nhật Bản hồi phục chậm trong năm 2015 do ảnh hưởng tiêu cực từ chính sách tăng thuế tiêu dùng và sự

Kinh tế Nhật Bản vẫn duy trì trạng thái phục hồi chậm. Sau quyết định tăng thuế tiêu dùng vào đầu năm 2015. Kinh tế Nhật bản rơi vào trạng thái đình trệ đặc biệt trong giai đoạn 6 tháng sau khi chính sách có hiệu lực. Kéo theo đó, sản xuất có dấu hiệu thu hẹp và chậm đáy vào tháng 4 khi chỉ số PMI xuống dưới ngưỡng 50. Thêm vào đó, dưới áp lực giảm tốc từ kinh tế Trung

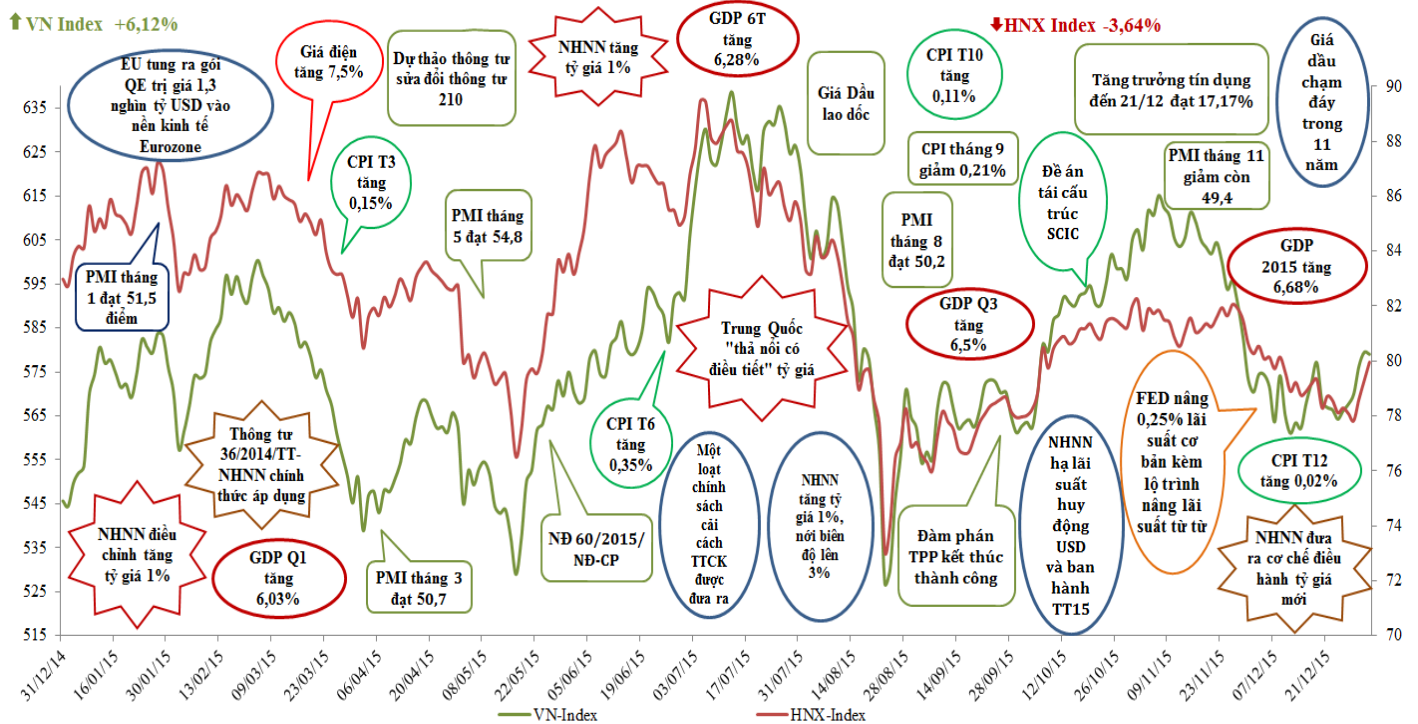
giảm tốc của kinh tế Trung Quốc. Kỳ vọng chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2016 để hỗ trợ tăng trưởng.

Quốc, đã có thời điểm kinh tế Nhật Bản rơi vào trạng thái suy thoái kỹ thuật. Tuy nhiên, về cuối năm, tình hình bước đầu có những cải thiện. Chỉ số PMI Nhật Bản tháng 12 đạt 52,6 điểm duy trì tốt mức điểm trong tháng 11. Chỉ số thất nghiệp dù tăng từ 3,1% trong tháng 10 lên 3,3% trong tháng 11 nhưng vẫn thấp hơn mức 3,6% hồi đầu năm. Lạm phát tháng 11 tăng 0,3% không đổi so với tháng trước trong khi lạm phát lõi lần đầu tiên ghi nhận con số tăng trưởng +0,1% so với việc tăng trưởng âm trong 3 tháng gần nhất.

Sau nhiều lần cân nhắc về định mức gói nới lỏng kinh tế hiện tại, trong cuộc họp chính sách tháng 12, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ) đưa quyết định (i) chính thức mở rộng gói nới lỏng định lượng thêm khoảng 300 tỷ Yen (khoảng 2,5 tỷ USD) mỗi năm; (ii) giữ nguyên lãi suất thấp và đưa ra định hướng hạ lãi suất trong dài hạn. Chúng tôi đánh giá tốc độ hồi phục của nền kinh tế Nhật Bản hiện chỉ đạt mức trung bình do cũng chịu ảnh hưởng từ sự giảm tốc của nhiều nền kinh tế mới nổi, đặc biệt là Trung Quốc. Như vậy, trong năm 2016, nhiều khả năng các biện pháp nới lỏng sẽ tiếp tục được duy trì nhằm hỗ trợ đà phục hồi của nền kinh tế nước này, hướng tới mục tiêu lạm phát 2% cũng như chỉ tiêu nâng GDP từ 4.000 tỷ USD lên 5.000 tỷ USD vào năm 2020.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Diễn biến thị trường 2015



Nguồn: VCBS

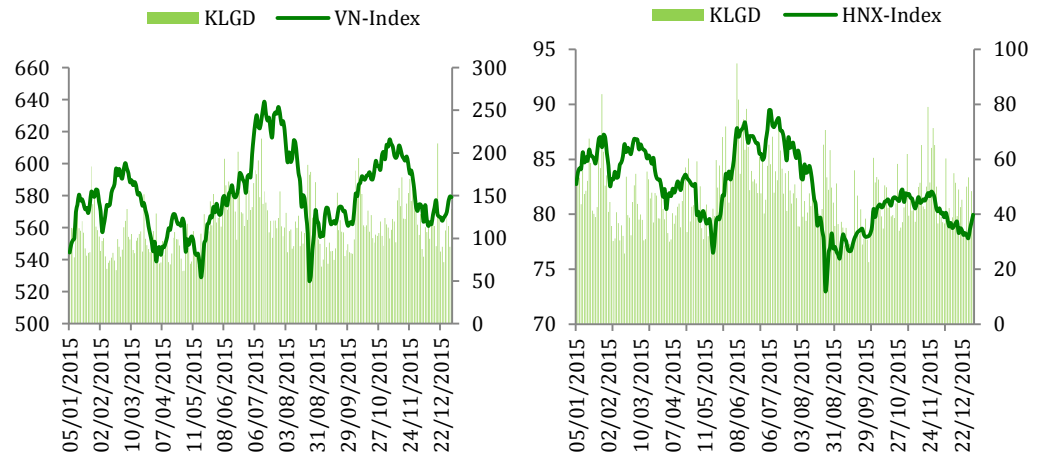
Tăng trưởng nhờ điểm nhấn chính sách, thông tin từ thị trường trong nước. Tuy nhiên, phần lớn thành quả tăng bị xóa sạch bởi các diễn biến thị trường thế giới.

Tiếp nối đà tăng của năm 2014, **3 tháng đầu năm 2015 thị trường tăng trưởng khá tốt (+8,04%)**. Tuy nhiên ảnh hưởng tiêu cực từ (i) thông tư 36, dự thảo sửa đổi thông tư 210; (ii) tỷ giá liên tục tăng nóng khiến chỉ số suy giảm (-13,6%). Thanh khoản rơi về mức thấp đặc biệt trong khoảng thời gian thiếu vắng thông tin hỗ trợ cuối Quý 1 đầu Quý 2.

Từ giữa tháng 5 cho tới đầu tháng 7, chỉ số trở lại xu hướng tăng (+20,7% đạt đỉnh 638,69 ngày 14/7) nhờ các động lực: (i) Hàng loạt các chính sách về cải cách thị trường chứng khoán được đưa ra lấy ý kiến; (ii) Kỳ vọng Hiệp định TPP sớm được ký kết; (iii) tăng trưởng GDP 6T.2015 đạt 6,28% - mức vượt kỳ vọng. (iv) Việc FED không đặt ra thời điểm cố định cho việc tăng lãi suất khiến dòng vốn giá rẻ duy trì, vốn ngoại tích cực trở lại thị trường.

Trong tháng 7 và tháng 8, rủi ro bất ngờ từ thị trường tài chính thế giới đặc biệt từ Trung Quốc khiến **chỉ số đảo chiều rơi mạnh** và đánh mất hoàn toàn xu hướng tăng trung hạn trước khi trở về trạng thái đi ngang trong tháng 9.

Thị trường tăng trưởng trở lại trong tháng 10 nhờ các động lực (i) Hiệp định TPP chính thức đàm phán thành công; (ii) Đề án tái cơ cấu SCIC được công bố; (iii) FED không tăng lãi suất trong tháng 10; (iv) NHNN ban hành thông tư 15 quy định về việc buôn bán Ngoại tệ. (v) Áp lực tỷ giá tạm lắng dịu. Tất cả các yếu tố trên khiến nhà đầu tư tạm gác lại rủi ro trong trung và dài hạn để trở lại thị trường. Giai đoạn này chứng kiến sự bùng nổ của nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn và trung bình có yếu tố cơ bản tốt, thông tin hỗ trợ.



Nguồn: VCBS tổng hợp

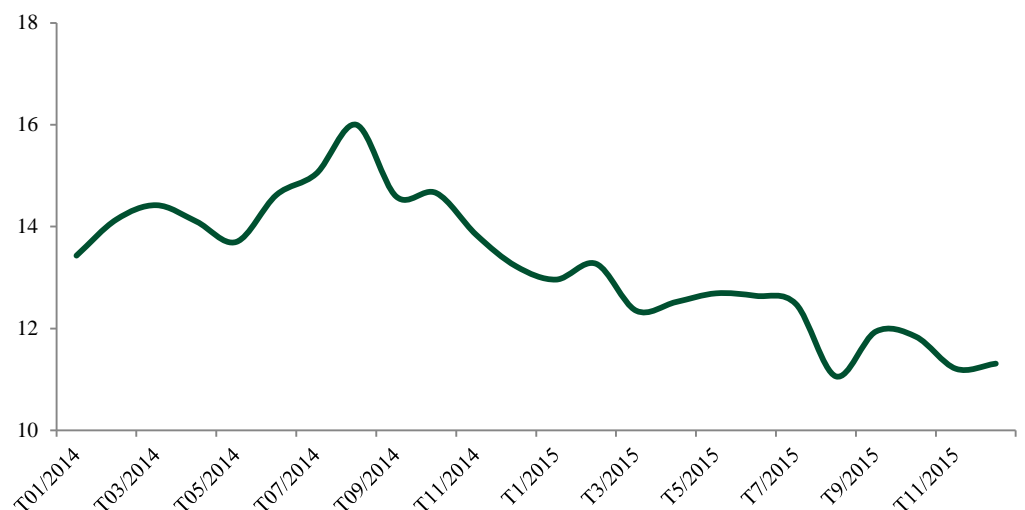
Tuy nhiên **nhịp tăng của thị trường không kéo dài lâu**. Từ giai đoạn giữa tháng 11, (i) tỷ giá có dấu hiệu nóng trở lại, (ii) dòng vốn có dấu hiệu tìm cách rút ra khỏi thị trường sau khi đạt được mức lợi nhuận khá. Lực cầu suy giảm đáng kể thể hiện rõ khi thị trường chao đảo sau phiên giao dịch chốt kỳ tái cơ cấu danh mục tháng 11 của các Quỹ ETF thay vì thiết lập được trạng thái cân bằng thường thấy.

Trong tháng 12, thị trường có dấu hiệu bước vào giai đoạn khó khăn và tiềm ẩn nhiều rủi ro khi (i) FED chính thức nâng lãi suất ở mức tối thiểu đồng thời đưa ra lộ trình tăng lãi suất từ từ; (ii) rủi ro từ phía Trung Quốc sau thời gian tạm lắng tiếp tục nổi lên mang đến rủi ro mang tính hệ thống cho thị trường Việt Nam; (iii) giá dầu thô tiếp tục suy giảm và liên tiếp thiết lập đáy mới vượt mọi kỳ vọng của các chuyên gia.

P/E của Việt Nam có xu hướng giảm trong năm 2015.

Trong năm 2015, P/E của chỉ số có dấu hiệu suy giảm rõ nét. Với xu hướng tăng nhẹ của chỉ số trong năm qua chúng tôi cho rằng xu hướng tăng của chỉ số có thể do EPS của chỉ số có xu hướng tăng lên.

P/E của HSX T01/2014 - T12/2015



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Cổ phiếu Bảo hiểm, Thực phẩm tiêu dùng và Ngân hàng: tăng trưởng vượt trội. Nhóm Dầu khí: nổi thất vọng của thị trường.

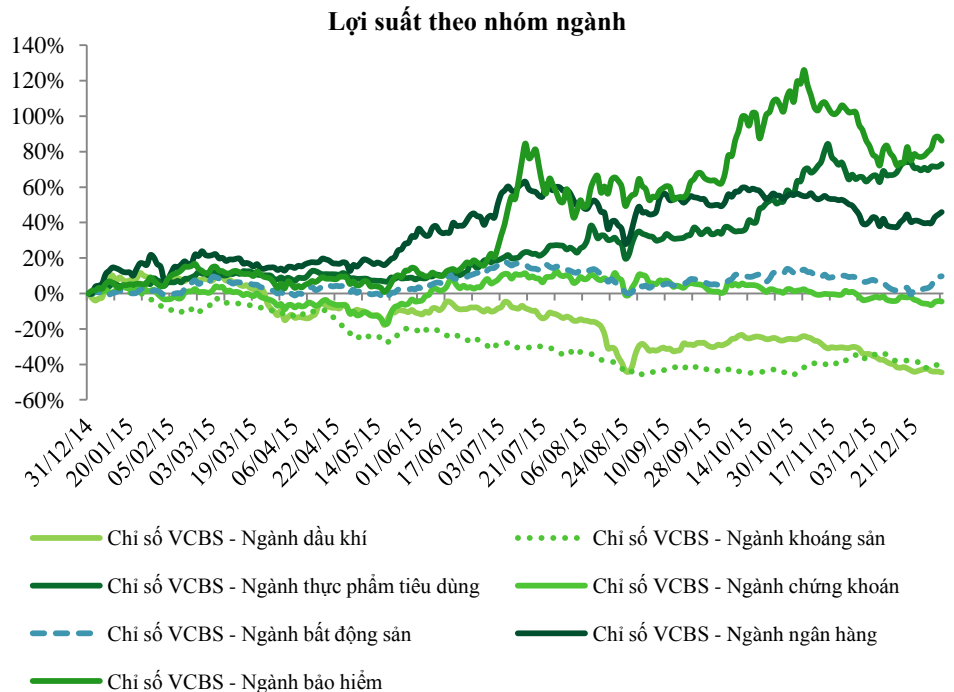
Cổ phiếu ngành Bảo hiểm dẫn đầu thị trường về mức tăng trưởng. Theo sau là nhóm Thực Phẩm tiêu dùng và Ngân hàng

Năm 2015 chứng kiến mức tăng trưởng ấn tượng của các nhóm ngành: Bảo hiểm (+86,12% yoy) Thực phẩm tiêu dùng (+72,93% yoy) và Ngân hàng (+45,92% yoy).

Nhóm ngành Bảo hiểm sau thời gian dài tích lũy đã bật tăng mạnh mẽ với sự **dẫn dắt của BVH**. Đà tăng cũng lan tỏa ra các cổ phiếu Bảo hiểm khác như BMI, hay BIC với kỳ vọng (i) nghị định nới room ngoại và (ii) đề án tái cấu trúc SCIC sẽ sớm được hiện thực hóa.

Ngành thực phẩm tiêu dùng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong 6 tháng cuối năm do đặc thù là nhóm cổ phiếu có tính phòng thủ cao. **Động lực tăng chủ yếu xuất phát từ VNM** khi (i) VNM chi trả cổ tức 40% và phát hành tăng vốn tỷ lệ 5:1. (ii) Giá sữa nguyên liệu suy giảm trong khi thị phần và giá bán của doanh nghiệp được duy trì ổn định. (iii) VNM nằm trong danh sách thoái vốn của SCIC và đồn đoán xung quanh việc tìm được đối tác mua lại phần vốn của SCIC.

Ngành Ngân hàng: Động lực tăng chủ yếu đến từ nhóm Ngân hàng TMCP Nhà nước với mức tăng trưởng vô cùng ấn tượng của cổ phiếu đầu ngành như VCB, ACB, BID. Tuy nhiên trong Quý 4 giao dịch tại nhóm này khá trầm lắng khi tâm điểm thị trường có phần dịch chuyển sang nhóm cổ phiếu có thông tin hỗ trợ.



Nguồn: VCBS

Trái ngược với xu hướng tăng điểm mạnh mẽ của các nhóm trên, **nhóm Dầu khí lao dốc mạnh (-41% yoy)** theo đà giảm của giá dầu thế giới (-32,32% yoy). Những thông tin tiêu cực từ cả hai phía cung cầu khiến giá dầu khó có thể cải thiện trong trung và dài hạn. Theo đó, chúng tôi đánh giá triển vọng kém lạc quan đối với nhóm ngành Dầu khí, đặc biệt là đối với các Doanh nghiệp thăm dò, khai thác Dầu khí ngoài khơi do chi phí hoạt động cao. Ở một diễn biến khác, ngành Khoáng sản cũng chứng kiến sự suy giảm khá mạnh. Tuy nhiên do đặc thù về vốn hóa và thanh

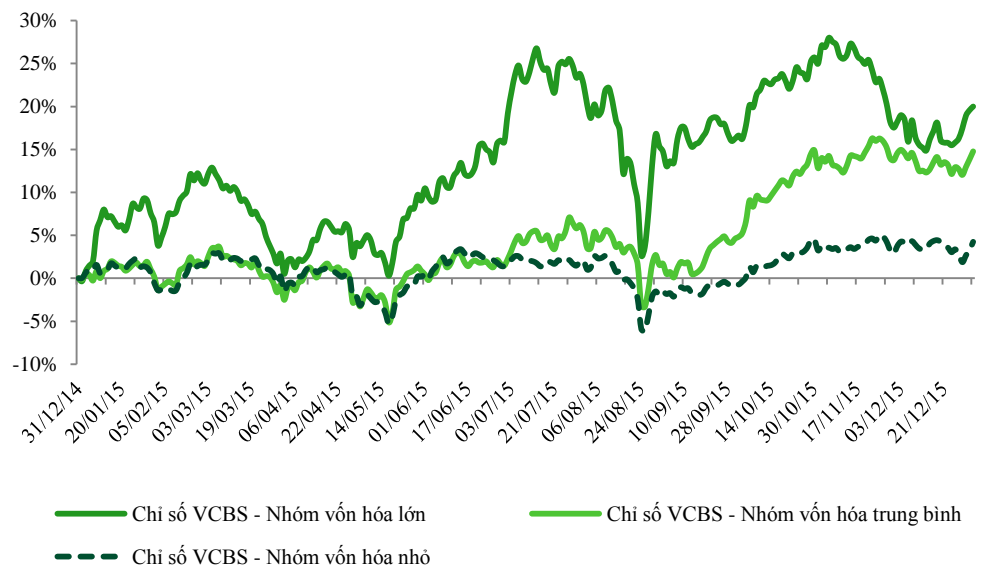
Nhóm vốn hóa lớn nắm giữ vai trò dẫn dắt. Nhóm vốn hóa trung bình chứng kiến giai đoạn tăng trưởng khá ấn tượng trong Quý 4.

khoản không cao, nhóm cổ phiếu này không có tác động mạnh mẽ đến chỉ số như nhóm Dầu khí.

Khác với năm 2014 khi nhóm vốn hóa nhỏ và trung bình ghi nhận mức tăng vượt trội so với vốn hóa lớn thì trong năm 2015, dòng tiền không còn quá mặn mà với các nhóm này. Trong bối cảnh các rủi ro từ bên ngoài lấn át, các nhà đầu tư có xu hướng chọn những phương án giao dịch mang tính phòng thủ cao hơn, và tập trung vào các cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt. Điều này khiến cho các cổ phiếu vốn hóa nhỏ hầu như không tăng trưởng trong năm qua thậm chí nhóm này còn giảm sâu theo đà giảm của chỉ số.

Nhóm vốn hóa lớn với các cổ phiếu chủ chốt đầu ngành vươn lên làm trụ cột dẫn dắt thị trường trong suốt năm. Riêng trong Quý 4 nhiều cổ phiếu vốn hóa trung bình tăng trưởng mạnh và bền bỉ giúp cho nhóm vốn hóa trung bình dần bắt kịp đà tăng của nhóm vốn hóa lớn.

Lợi suất theo nhóm vốn hóa



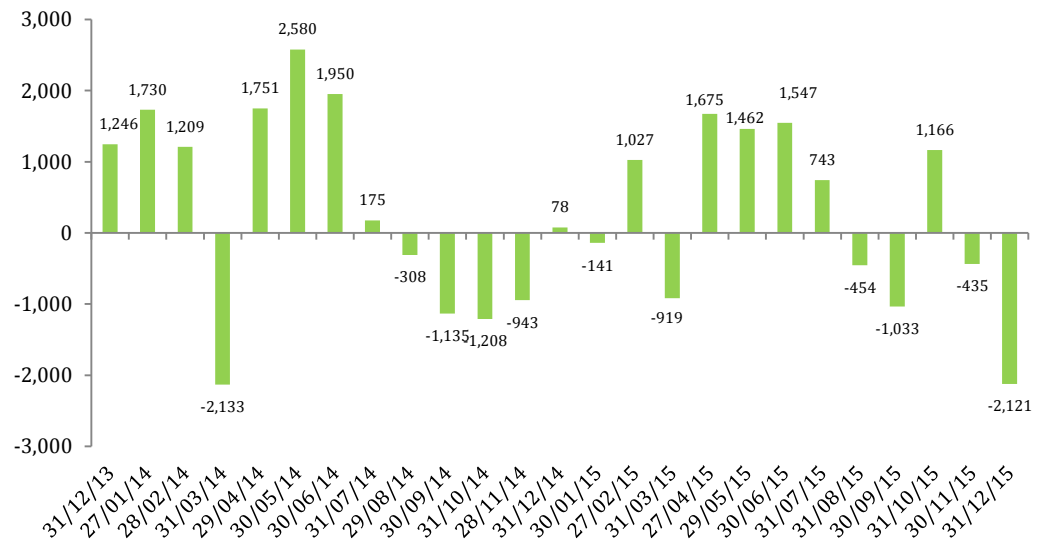
Nguồn: VCBS

Dòng vốn ngoại: 7 tháng đầu năm - sôi nổi tích cực, trầm lắng trong Quý 3, hút ròng mạnh trong tháng 12.

Dòng vốn ngoại tiếp tục chảy vào thị trường Việt Nam trong năm 2015. Tuy nhiên, về cuối năm, đã xuất hiện xu hướng hút vốn ròng của nhà đầu tư ngoại.

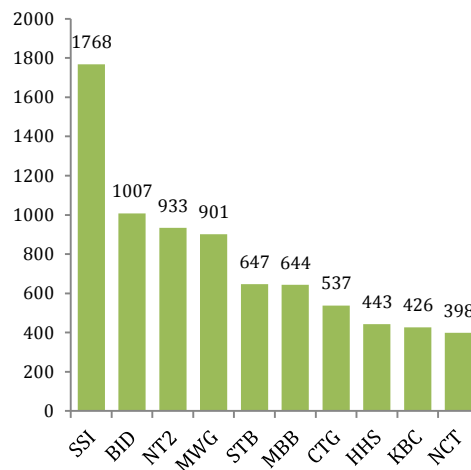
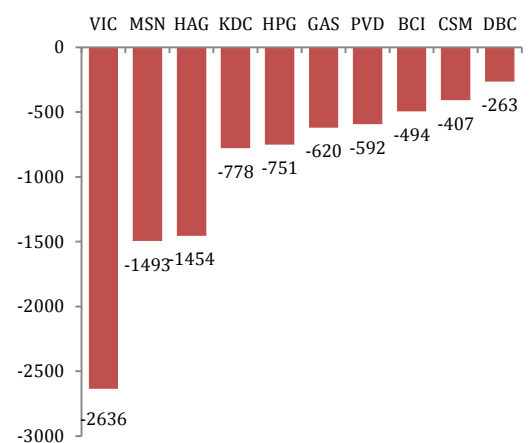
Tính chung trong cả năm 2015, khối ngoại tiếp tục mua ròng hơn 2.158 tỷ trên thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, mức độ mua ròng suy giảm đáng kể so với con số mua ròng gần 3.750 tỷ đồng trong năm 2014. Ngoại trừ tháng 3, khối ngoại hoạt động rất sôi nổi trong 7 tháng đầu năm với giá trị mua ròng lên tới gần 5.400 tỷ đồng. Tuy nhiên, tốc độ mua ròng chững lại và chuyển sang trạng thái khá trầm lắng trong các tháng cuối năm. Đáng chú ý, tháng 12 khối ngoại bắt ngờ hút ròng mạnh hơn 2.100 tỷ đồng.

Tương tự các năm trước đó, giao dịch của khối ngoại trong năm 2015 chủ yếu xoay quanh các cổ phiếu thuộc nhóm vốn hóa lớn. Tuy nhiên, điểm khác biệt là, các cổ phiếu vốn hóa trung bình với yếu tố cơ bản tốt cũng đã được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm và mua vào dần.

Tổng giá trị mua ròng của NĐTNN T01/2014 - 12/2015

Nguồn: VCBS tổng hợp

Đáng chú ý, **SSI, NT2, BID** là **top 3 cổ phiếu được khối ngoại mua ròng nhiều nhất** chủ yếu do hoạt động cơ cấu danh mục các Quỹ ETF ngoại. Ngoài ra, các cổ phiếu vốn hóa trung bình như HHS, KBC, NCT,... đã thay thế sự hiện diện của các cổ phiếu vốn hóa lớn trong top cổ phiếu mua ròng cho thấy nhà đầu tư ngoại đang chuyển hướng sang các cổ phiếu vốn hóa trung bình trong bối cảnh thị trường xuất hiện những rủi ro hệ thống tiềm ẩn khiến nhà đầu tư có xu hướng tìm tới những cổ phiếu trú ẩn có tính phòng thủ cao.

Top 10 cp mua ròng của khối ngoại**Top 10 cp bán ròng của khối ngoại**

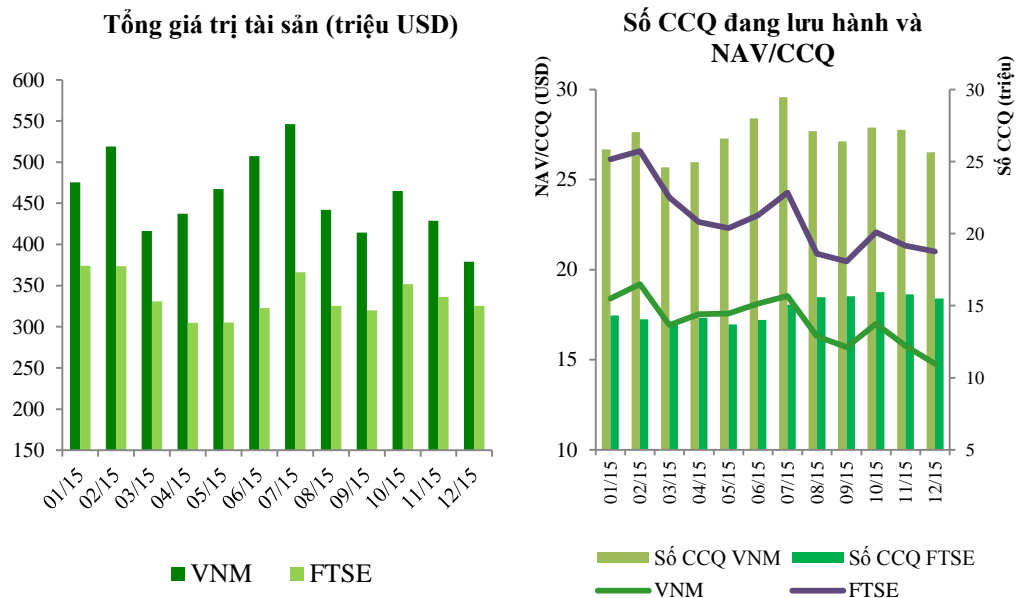
Nguồn: VCBS tổng hợp

Diễn biến này khiến hàng loạt blue-chips lọt top bán ròng mạnh của khối ngoại trong năm 2015. Trong đó, **VIC, MSN và HAG** trở thành là **top 3 cổ phiếu bị bán ròng mạnh nhất**. Theo chúng tôi, diễn biến này chủ yếu do động thái cơ cấu lại danh mục của các quỹ ngoại khi các quỹ này cho rằng tỷ suất lợi nhuận của các cổ phiếu như VIC, MSN, HAG đang dần kém hấp

dẫn so với phần còn lại của thị trường. Thêm vào đó, những cổ phiếu này tồn tại rủi ro cá biệt khiến nhà đầu tư nước ngoài quay lưng lại.

Tính chung trong năm 2015 số lượng chứng chỉ quỹ tiếp tục gia tăng. Tuy nhiên tốc độ tăng có phần suy giảm so với năm 2014.

Xét riêng về hai quỹ ETFs ngoại tiêu biểu đang hoạt động tại thị trường chứng khoán Việt Nam: Quỹ FTSE Vietnam UCITS ETF (FTSE) và Quỹ Market Vectors Vietnam ETF (VNM), năm 2015 là năm số lượng chứng chỉ quỹ (ccq) của hai Quỹ này có nhiều biến động. Trong 7 tháng đầu năm, con số mua ròng ấn tượng 5.400 tỷ của nhà đầu tư nước ngoài có đóng góp đáng kể của Quỹ VNM trong khi hoạt động của FTSE tỏ ra khá trầm lắng. Bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp và nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới duy trì các biện pháp nới lỏng và kích thích kinh tế là điều kiện rất thuận lợi để các ETF thu hút vốn thông qua phát hành thêm chứng chỉ quỹ (ccq) mới trên thị trường quốc tế và sau đó giải ngân mạnh trên thị trường Việt Nam.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Từ tháng 8, động thái của hai quỹ có phần trái chiều khi VNM chuyển sang bán ròng mạnh do chịu áp lực thoái vốn từ các nhà đầu tư, trong khi FTSE hoạt động cầm chừng với số chứng chỉ quỹ ít biến động. Cụ thể, chỉ riêng trong 5 tháng cuối năm, VNM đã ghi nhận mức sụt giảm 3,8 triệu đơn vị tương đương giá trị bán ròng trên thị trường Việt Nam khoảng hơn 1.000 tỷ đồng. Trong khi đó, quỹ FTSE ghi nhận mức tăng ccq tương đối khiêm tốn với con số 400 nghìn đơn vị tương đương giá trị mua ròng khoảng 190 tỷ đồng.

Sự khác biệt về diễn biến của hai quỹ là do VNM niêm yết tại thị trường Mỹ trong khi FTSE chủ yếu giao dịch trên thị trường Châu Âu. Theo đó, trong bối cảnh (1) đồng USD mạnh lên, (2) nền kinh tế Mỹ cho thấy những dấu hiệu khởi sắc và FED tiến hành tăng lãi suất, kích hoạt dòng vốn rút ròng khỏi các thị trường biên và mới nổi, thì diễn biến rút ròng vốn của Quỹ VNM chưa thể sớm chấm dứt. Với những nhà đầu tư Châu Âu, hiệu ứng ngược lại diễn ra khi ECB tiếp tục thi hành chính sách nới lỏng và dự kiến sẽ đẩy mạnh các biện pháp kích thích kinh tế trong bối cảnh kinh tế Châu Âu phục hồi chậm.

Triển vọng 2016: Rủi ro & thách thức tiềm ẩn. Tuy nhiên, cơ hội vẫn tồn tại.

Năm 2016 dự báo là một năm đầy sóng gió đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong đó, Quý 1 nhiều khả năng chứng kiến những diễn biến âm ảm. Tuy nhiên, thị trường vẫn có thể chờ đợi các chu kỳ tăng vào thời điểm ghi nhận KQKD của các doanh nghiệp cộng hưởng với các yếu tố thông tin tích cực. **Nhưng trên hết, chúng tôi đưa ra hướng tiếp cận mang tính thận trọng với xu hướng chung của thị trường trong năm 2016 trong bối cảnh các yếu tố tiêu cực chiếm ưu thế so với các yếu tố tích cực.** Với quan điểm trên, chúng tôi đưa ra **chiến lược đầu tư** trong đó lấy trọng tâm là các cổ phiếu, các nhóm ngành sau:

- ✓ **Các cổ phiếu chủ chốt trong nhóm Ngân hàng, Bất động sản- những nhóm ngành nhiều khả năng trở thành nhóm ngành dẫn dắt.**
- ✓ **Nhóm doanh nghiệp đem lại tỷ suất cổ tức cao (tỷ lệ cổ tức/ giá thị trường).**
- ✓ **Nhóm doanh nghiệp được hưởng lợi từ xu hướng giá cả các loại mặt hàng nguyên-nhiên-vật liệu tiếp tục suy giảm.**
- ✓ **Các doanh nghiệp có thông tin hỗ trợ cá biệt như mua bán, tái cấu trúc M&A, thoái vốn Nhà nước...**

Năm 2016 thách thức khó lường, rủi ro tiềm ẩn.

Xét về các yếu tố kinh tế vĩ mô, tuy những số liệu kinh tế vĩ mô ở mức ổn định nhưng động lực tăng trưởng chưa xuất phát từ các yếu tố nội tại nền kinh tế như sản xuất trong nước hay cầu tiêu dùng nội địa mà chủ yếu đến từ các các doanh nghiệp FDI cũng như ngành công nghiệp khai khoáng. Thêm vào đó, chúng tôi không loại trừ khả năng chỉ số kinh tế vĩ mô trong năm 2016 sẽ chịu những ảnh hưởng tiêu cực rõ nét hơn từ nền kinh tế Trung Quốc lao dốc. Những ảnh hưởng này có thể bắt đầu được bộc lộ rõ nét ngay trong Quý 1.

Nếu xét đến yếu tố dòng tiền, cả dòng vốn nội lẫn vốn ngoại đổ vào thị trường đều có xu hướng suy giảm trong năm 2016.

Dòng vốn nội trước xu hướng thu hẹp và bị phân tán do (1) thị trường chứng khoán sẽ phải cạnh tranh với các kênh đầu tư khác, đặc biệt là Bất động sản và Ngoại tệ. (2) Nguồn lực của các nhà đầu tư nội vào thị trường cũng bị phân tán do (1) thêm nhiều các doanh nghiệp tiến hành phát hành lần đầu ra công chúng (IPO). Thêm vào đó (2) là việc tốc độ phát hành pha loãng cổ phiếu nhiều doanh nghiệp không tương xứng với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Tổng hợp các yếu tố trên khiến thanh khoản trong năm vừa qua không có nhiều cải thiện.

Trong khi đó, **dòng vốn ngoại chảy vào thị trường sẽ không còn dồi dào** thậm chí chứng kiến xu hướng hút vốn ròng khi các rủi ro đến từ bên ngoài trở thành các yếu tố lấn át, chi phối thị trường như (1) FED tăng lãi suất khiến đồng USD mạnh lên, (2) kinh tế Trung Quốc lao dốc cùng với khả năng đồng CNY có thể tiếp tục mất giá (3) Dòng vốn ngoại có thể tìm đến thị trường chứng khoán mới nổi khác như Thái Lan, Malaysia hay Indonesia,... những nước đã sớm đưa ra mức phá giá đồng tiền mạnh mẽ và chiếm ưu thế trong việc hạn chế rủi ro tỷ giá.

Theo **nhóm ngành dẫn dắt**, chúng tôi cho rằng trong năm 2016, có ba nhóm ngành tác động lớn tới thị trường:

(1) **Nhóm Ngân hàng**: với đặc thù vốn hóa thị trường, kết quả kinh doanh ổn định. Chúng tôi kỳ vọng nhóm Ngân hàng đặc biệt tại các cổ phiếu đã hoàn thành quá trình tái cấu trúc và xử lý xong nợ xấu sẽ có những kết quả kinh doanh đột biến trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, các cổ phiếu trong ngành Ngân hàng sẽ có sự phân hóa rõ nét và sẽ khó có cơ hội bứt phá mạnh như

2015. Vì vậy, trong ngắn hạn nhóm Ngân hàng chưa thể sớm trở lại vị thế dẫn đầu.

(2) **Nhóm Bất động sản:** theo chúng tôi dự đoán sẽ có nhiều khả năng đột biến khi có nhiều doanh nghiệp đạt điểm rơi về KQKD nhưng vẫn sẽ có những sự phân hóa đáng kể. 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.

(3) **Nhóm Dầu khí:** Với việc chu kỳ suy giảm của giá dầu chưa thể sớm chấm dứt. Chúng tôi cho rằng triển vọng Dầu khí trong năm tới sẽ ở mức tiêu cực, đặc biệt tại các cổ phiếu chủ chốt và vốn hóa lớn.

2016 Cơ hội vẫn tồn tại.

Năm 2016, chúng tôi thiên về khả năng thị trường đối mặt với nhiều rủi ro thách thức. Tuy nhiên vẫn sẽ có những yếu tố tích cực hỗ trợ cho nỗ lực tăng điểm của chỉ số. Cụ thể:

Trong trường hợp Hiệp định thương mại tự do TPP được ký kết chính thức và quá trình đi vào áp dụng của từng thành viên trong khối thuận lợi và nhanh chóng, sự kiện này sẽ là bước ngoặt và hứa hẹn đem lại sự bứt phá của thị trường vào cuối năm 2016, đặc biệt là về yếu tố đầu tư nước ngoài.

Hàng loạt Hiệp định Thương mại tự do với EU, Hàn Quốc,... được ký kết thành công đi kèm với việc cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) chính thức hình thành sẽ đem lại những cơ hội tiềm năng cho các doanh nghiệp biết tận dụng tốt cơ hội.

Nghị định 60 trong đó trọng tâm là nới room cho nhà đầu tư ngoại: sớm đi vào thực tiễn. Qua đó, mở ra cơ hội cho các nhà đầu tư ngoại tiếp cận các cổ phiếu mà trước đây chưa thể nắm giữ do giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài.

Những cải thiện và bước đi tiếp theo từ phía chính sách được tiến hành thuận lợi. Trong đó, bao gồm việc thúc đẩy quá trình cổ phần hóa, thoái vốn Nhà nước tái cấu trúc các DN, hướng dẫn thi hành và áp dụng thực tế việc nâng giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài, rút ngắn thời gian T+, cho phép giao dịch mua/bán trong ngày,

Đại hội Đảng được tổ chức thành công với lãnh đạo nhiệm kỳ mới hứa hẹn tiếp tục đem đến những cải cách chính sách tích cực, trở thành nền tảng hỗ trợ thị trường.

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Năm 2015 được đánh giá là một năm đánh dấu sự hồi phục và tăng trưởng tốt của ngành Ngân hàng và Bất động sản. Kinh tế hồi phục giúp khả năng sinh lời và tăng trưởng tín dụng của hệ thống Ngân hàng cũng được cải thiện. Thị trường BĐS cũng đã sôi động trở lại với thanh khoản đột biến và sự trở lại của phân khúc cao cấp. Bên cạnh đó, một số nhóm ngành cũng duy trì được tốc độ tăng trưởng tốt và ổn định như nhóm ngành Hóa chất, Vật liệu xây dựng do hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào giảm, hay như ngành Dệt may, Logistics, Xây dựng do hưởng lợi từ các hiệp định thương mại quốc tế.

Năm 2016 mặc dù chưa có nhóm ngành nào có triển vọng nổi bật nhưng vẫn có nhiều doanh nghiệp sẽ có KQKD tốt. Các doanh nghiệp có dòng tiền tốt, hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào, ít vay nợ và không có dư nợ ngoại tệ sẽ là tiêu điểm trong năm 2016. Ngoài ra các NĐT cũng nên quan tâm tới các doanh nghiệp kín room, có kế hoạch thoái vốn Nhà nước.

Ngành Ngân hàng và Bất động sản sẽ tác động lớn tới thị trường trong năm 2016.

Khả năng sinh lời của toàn hệ thống [Ngân hàng](#) dự báo sẽ được cải thiện hơn so với năm 2015. Tuy nhiên có sự phân hóa mạnh về lợi nhuận giữa một số ngân hàng, các ngân hàng thực hiện tái cấu trúc quyết liệt, chính sách tín dụng và QTRR chặt chẽ, nợ xấu trích lập đầy đủ, sẽ đạt lợi nhuận tăng trưởng tốt trong năm 2016. Tăng trưởng tín dụng dự báo chỉ đạt mức 16% do tín dụng cho hoạt động xây dựng, BĐS và BOT sẽ chững lại.

Nhiều công ty [Bất động sản](#) được kỳ vọng sẽ có được tốc độ tăng trưởng KQKD nổi bật trong năm nay chủ yếu nhờ vào việc hạch toán các dự án đã bàn giao. Đây cũng là năm của sự phân hóa giữa các công ty phát triển BĐS với sự cạnh tranh mạnh mẽ của dòng sản phẩm chung cư. Phân khúc chung cư bình dân sẽ vẫn tăng trưởng bền vững trong khi phân khúc chung cư cao cấp và BĐS nghỉ dưỡng sẽ có nhiều cạnh tranh. Tuy nhiên cũng cần lưu ý nhiều công ty BĐS có KQKD tốt cũng đang có kế hoạch phát hành tăng vốn trong thời gian tới.

Ngành Logistics, Xây dựng và Dệt may cũng sẽ tiếp tục giữ được tốc độ tăng trưởng tốt, hưởng lợi từ các hiệp định về tự do thương mại.

Năm 2016 cũng được kỳ vọng là một năm thuận lợi với ngành [Logistics](#). Các cảng biển có vị trí thuận lợi, còn dư công suất sẽ hưởng lợi từ tăng trưởng sản lượng hàng hoá xuất nhập khẩu tăng thêm sau khi Việt Nam gia nhập các hiệp định thương mại thế giới. Nhóm vận tải vẫn tiếp tục hưởng lợi từ giá dầu giảm.

Dự báo trong năm 2016 ngành [Xây dựng](#) sẽ vẫn tăng trưởng ổn định. Mặc dù mảng xây dựng nhà dân dụng, gắn liền với thị trường Bất động sản, được dự báo sẽ giảm nhẹ. Các công trình công nghiệp và xây dựng hạ tầng sẽ là động lực chính dẫn dắt ngành do gia tăng đầu tư xây dựng nhà máy tại Việt Nam khi các hiệp định về tự do thương mại được thông qua.

Tuy được kỳ vọng sẽ duy trì mức tăng trưởng tốt nhờ hưởng lợi từ TPP và giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục giảm nhưng bức tranh triển vọng của ngành [Dệt may](#) trong năm 2016 cũng tồn tại không ít khó khăn và thách thức. Chính sách lương thay đổi, áp lực tỷ giá giữa các quốc gia trong vùng và các ràng buộc kèm theo khi gia nhập FTA khiến một số lợi thế cạnh tranh của ngành cũng sẽ bị ảnh hưởng.

Ngành [Mía đường](#) sẽ bình phục trở lại sau một thời gian dài tuột dốc. Thị trường đường thế giới sẽ thâm hụt lần đầu sau 5 năm thặng dư nhưng thị trường đường Việt Nam sẽ cân bằng do lượng hàng tồn kho từ các năm trước vẫn ở mức cao. Giá đường thế giới và giá đường Việt Nam sẽ ổn định vào 2016.

Đối với ngành [Điện](#), tình trạng khô hạn do El Nino sẽ tiếp tục gây bất lợi cho các doanh nghiệp thủy điện vào đầu năm 2016. Rủi ro tỷ giá cũng là một vấn đề sẽ tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp điện vốn hay có vay nợ ngoại tệ lớn.

Đối với ngành [Dược phẩm](#), thị trường OTC vẫn là kênh phân phối tập trung của các doanh nghiệp dược khiến tình trạng cạnh tranh gay gắt vẫn sẽ tiếp diễn trên thị trường này. Các hiệp định thương mại tự do chưa ảnh hưởng ngay đến các doanh nghiệp dược nhưng về lâu dài sẽ có tác động tiêu cực đến ngành.

Năm 2016 sẽ tiếp tục khó khăn đối với ngành [Thép](#) trong nước do dự báo sản xuất vẫn vượt quá nhu cầu, giá thép và quặng sắt tiếp tục giảm và cạnh tranh mạnh mẽ từ thép Trung Quốc.

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, ACB: Mua
2	Ngành Bất động sản	NLG, BCI: Mua VIC: Nắm giữ
3	Ngành Logistics	VSC: Mua
4	Ngành Dệt may	TCM: Nắm giữ
5	Ngành Xây dựng công trình	CTD: Nắm giữ
6	Ngành Điện	VSH: Nắm giữ
7	Ngành Mía đường	SLS: Nắm giữ
8	Ngành Dược phẩm	DMC: Mua
9	Ngành Thép	HPG: Nắm giữ

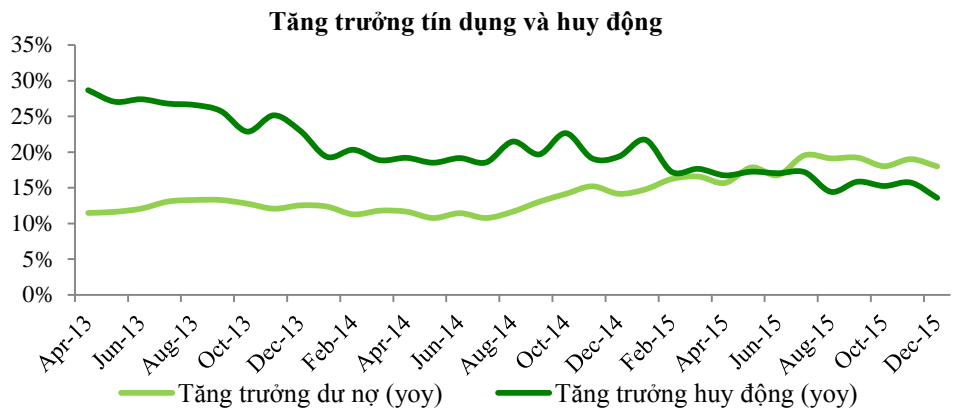
Ngành Ngân hàng

Diễn biến ngành 2015:

Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay cùng giảm so với năm 2014, kinh tế hồi phục giúp tín dụng tăng trưởng cao hơn huy động sau nhiều năm.

Trần lãi suất huy động được giữ cố định trong cả năm 2015 (5,5%/năm đối với tiền gửi các kỳ hạn dưới 6 tháng) sau lần điều chỉnh gần nhất ngày 28/10/2014. Mặt bằng lãi suất huy động tiếp tục được các NHTM chủ động giảm nhẹ 0,2-0,5% trong Q1.2015 do thanh khoản dồi dào, duy trì ổn định trong hầu hết năm 2015 trước khi chịu áp lực tăng trở lại ở một số ngân hàng vào thời điểm cuối năm. Mặt bằng lãi suất cho vay cũng được điều chỉnh giảm bình quân 0,3%-0,5% từ đầu năm và chưa có dấu hiệu tăng trở lại, thống nhất với định hướng chính sách của Chính phủ duy trì môi trường lãi suất thấp hỗ trợ cho khu vực sản xuất kinh doanh. Một sự kiện đáng chú ý là lãi suất tiền gửi đồng USD được NHNN điều chỉnh giảm hai lần trong nửa cuối 2015 để đối phó với các biến động tỷ giá nhằm giữ được sức hấp dẫn của việc gửi tiền bằng VND. Hiện lãi suất tiền gửi USD ở mức 0% đối với cả tổ chức và cá nhân (trước đó là 0,25% với tổ chức và 0,75% với cá nhân).

Tín dụng tăng trưởng với tốc độ cao từ đầu năm, đạt 17% ytd tính đến 21/12/2015 và dự kiến cả năm sẽ đạt 18%, mức tăng vượt trội so với năm 2014 (14,16%). Yếu tố mùa vụ vẫn đóng vai trò quan trọng khi đến hết Q3.2015, tăng trưởng tín dụng mới chỉ đạt 12,12% ytd. Các ngành có tăng trưởng tín dụng mạnh nhất là dịch vụ (ngoài thương mại, vận tải, viễn thông), nông – lâm – thủy sản và xây dựng. Hoạt động cấp tín dụng mua nhà ở và ô tô diễn ra sôi động và được hầu hết NHTM triển khai với nhiều sản phẩm đa dạng. Khác với năm 2014, tín dụng ngoại tệ có dấu hiệu chững lại và suy giảm trong nửa cuối năm do rủi ro tỷ giá gia tăng và khoảng cách giữa lãi suất cho vay ngoại tệ và VND đã được thu hẹp.



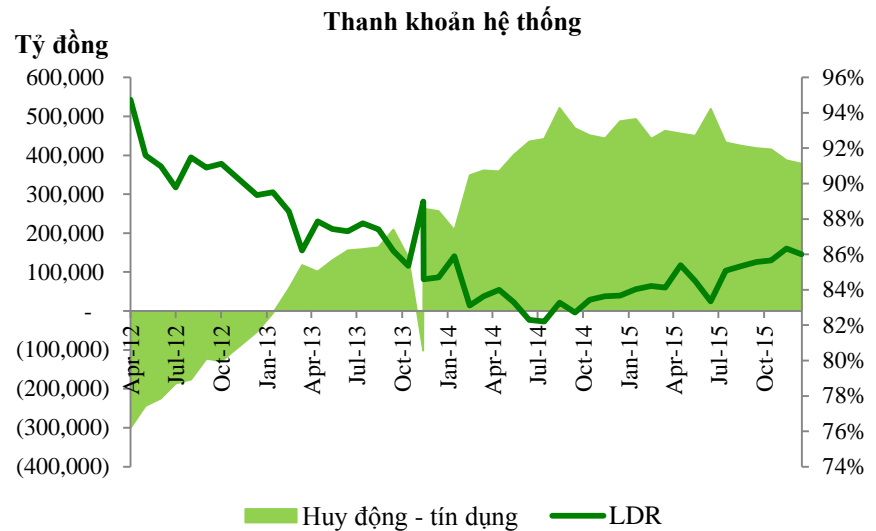
Nguồn: NHNN, VCBS

Tốc độ tăng trưởng huy động vốn chững lại, đến ngày 21/12/2015, huy động mới tăng 13,59% ytd, thấp hơn khá nhiều so với tăng trưởng tín dụng. Lãi suất tiền gửi ở mức thấp so với các kênh sinh lời khác trong khi nhu cầu chi tiêu, đầu tư tăng lên do kinh tế hồi phục làm giảm nhu cầu gửi tiền của người dân và các tổ chức kinh tế.

Thanh khoản hệ thống duy trì trạng thái dồi dào trong phần lớn thời gian của năm 2015. Tín dụng tăng trưởng tốt khiến cho các kênh sinh lời khác như cho vay liên ngân hàng và đầu tư trái phiếu kém hấp dẫn đối với các NHTM.

Thanh khoản hệ thống tương đối dồi dào nhưng sụt giảm về cuối năm. So với các năm trước thì thanh khoản hệ thống vẫn được duy trì ở mức cao trong năm 2015, chênh lệch huy động tiền gửi trừ tín dụng đạt trung bình 433.230 tỷ đồng (năm 2014 đạt 376.699 tỷ đồng). Tuy nhiên, do yếu tố mùa vụ, tín dụng tăng mạnh trong Q4 khiến cho thanh khoản hệ thống sụt giảm khá nhanh. Nếu trong nửa đầu năm, hệ số LDR (cho vay/ huy động) hệ thống chỉ dao động quanh mức 84%, thì trong 6 tháng cuối năm đã tăng dần và đạt 86% cuối tháng 12. Một số căng thẳng thanh khoản đã xuất hiện, lãi suất liên ngân hàng nóng lên và nhiều ngân hàng đã phải tăng biểu lãi suất huy

động, trong đó có cả các NHTM lớn như Vietinbank, BIDV, Sacombank, VPBank.



Nguồn: NHNN, VCBS

Danh mục đầu tư trái phiếu mở rộng chậm trong khi các ngân hàng không quá mặn mà với thị trường liên ngân hàng: Do tín dụng tăng trưởng khá quan trọng toàn hệ thống đã hạn chế phần nào nguồn vốn dành cho trái phiếu và cho vay liên ngân hàng. Quy mô danh mục trái phiếu của các NHTM chỉ ghi nhận sự tăng trưởng nhẹ (+6,5% ytd đối với nhóm 9 ngân hàng niêm yết). Trái phiếu chính phủ, thành phần chủ yếu của danh mục, giảm hấp dẫn đối với các ngân hàng do lãi suất trúng thầu ở mức thấp trong khi hoạt động phát hành chỉ tập trung vào kì hạn trên 5 năm. Trong khi đó, các chi nhánh ngân hàng nước ngoài bị hạn chế đầu tư Trái phiếu để đáp ứng Thông tư 36 giới hạn về tỷ trọng đầu tư TPCP trên vốn ngắn hạn không vượt quá 15%. Nhờ thanh khoản dồi dào, phần lớn các NHTM đều giảm số dư tiền gửi và cho vay liên ngân hàng, mức giảm tại 9 NHTM niêm yết là 10% ytd (9T.2015).

Tính đến hết tháng 11/2015, tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống giảm về 2,72% so với con số 3,25% đầu năm do các ngân hàng tiếp tục tăng tốc trích lập dự phòng để xử lý nợ xấu, đồng thời đẩy mạnh bán nợ cho VAMC. Tổng nợ xấu nội bảng của các ngân hàng là 135.872 tỷ đồng cuối tháng 9/2015.

Theo tính toán của VCBS, tỷ lệ nợ xấu thực chất của nền kinh tế có thể lên đến 11,02% (bao gồm nợ xấu báo cáo, nợ xấu nằm tại VAMC và nợ có nguy cơ chuyển xấu sau khi QĐ780 hết hiệu lực từ 1/4/2015). Thông tư 02 được áp dụng từ 12/4/2015, các ngân hàng sẽ bị buộc phải sử dụng thông tin từ trung tâm Thông tin Tín dụng (CIC) trong phân loại nợ, việc áp dụng chặt chẽ thông tư sẽ khiến cho số nợ xấu mà các ngân hàng công bố sẽ tăng lên.

Hoạt động của VAMC có nhiều tiến triển: VAMC đã được NHNN tăng vốn điều lệ lên 2.000 tỷ đồng và Thông tư 14/NHNN được ban hành cho phép VAMC mua bán nợ theo giá thị trường từ ngày 1/10/2015. Việc thu mua nợ xấu của VAMC diễn ra rất thuận lợi trong 9 tháng đầu năm và đặc biệt trong Quý 3, do hạn chót 30/9/2015 mà NHNN đề ra để các NHTM đưa tỷ lệ nợ xấu về dưới 3%.

Đơn vị: Tỷ đồng	2013	2014	2015E	Lũy kế
Tổng dư nợ gốc nội bảng	36.257	92.418	109.780	238.455

Tổng giá mua (lượng TPĐB)	30.947	77.705	99.257	207.909
Thu hồi nợ	145	4.875	17.763	22.783

Nguồn: NHNN, VCBS

Tốc độ xử lý nợ xấu của VAMC vượt kế hoạch 2015 nhưng vẫn khiêm tốn với chỉ 9,6% nợ được thu hồi do nhiều vướng mắc tồn tại theo Chủ tịch VAMC: (1) ND53/2013 chưa cấp đủ thẩm quyền cho VAMC trong việc xử lý TSĐB (NĐ 163/2006 cho phép chủ TS không hợp tác), nhận thực hiện quyền chủ nợ (hạn chế theo Luật Đất đai), quyền kế thừa nghĩa vụ về tổ tụng (Luật Dân sự 2004 không quy định). Do vậy, thời gian để bán thành công TSĐB một khoản nợ lên đến 4 tháng, chi phí thực hiện cao và đồng thời VAMC cũng không có đủ thẩm quyền để ứng phó một cách toàn diện với các khách hàng, cơ quan không hợp tác. (2) Việt Nam chưa có thị trường mua bán nợ. Đây được quy định là ngành nghề kinh doanh có điều kiện, chỉ các công ty quản lý nợ (AMC, DATC) được phép thực hiện. Quyền và trách nhiệm của bên mua nợ, bán nợ và xử lý nợ chưa được quy định rõ và chưa có cơ sở pháp lý để định giá các khoản nợ.

Khả năng sinh lời của hệ thống được cải thiện đôi chút so với năm 2014. Hoạt động tái cấu trúc hệ thống thông qua công cụ M&A tiếp tục diễn ra sôi động. Tình trạng hoạt động thiếu kiểm soát, sở hữu chéo ở các NHTM và vấn đề tổ chức tín dụng sâu sau của các DNNN được giảm thiểu.

Khả năng sinh lời của hệ thống được cải thiện: NIM được mở rộng khá (tăng từ 2,7% năm 2014 lên 2,8% 11T.2015) trong bối cảnh mặt bằng lãi suất VND khá ổn định, tín dụng tăng trưởng tốt và chi phí huy động USD giảm, giúp cho thu nhập lãi thuần tăng tốt (9 ngân hàng niêm yết tăng 17,33% yoy trong 9T2015). Tuy nhiên chỉ số ROE chỉ tăng nhẹ (từ 4,6% năm 2014 lên 4,9% 11T.2015) trong khi ROA duy trì ở mức 0,4% (nguồn: NSFC), do chi phí dự phòng rủi ro tiếp tục tăng cao (+26,2% yoy đối với 9 NHTM niêm yết).

Hoạt động M&A, một phần quan trọng của quá trình tái cấu trúc hệ thống diễn ra sôi động trong năm 2015. Bốn thương vụ sáp nhập Ngân hàng và năm thương vụ NHTM thôn tóm công ty tài chính đã diễn ra, số lượng NHTM còn lại là 33 so với con số 42 năm 2010. Ngoài ra, việc mua lại bắt buộc 3 NHTM yếu kém (Ocean Bank, VNCB, GPBank) được chúng tôi đánh giá là một trong những động thái quyết liệt nhất từ trước đến nay của NHNN nhằm kiểm soát khu vực NHTMCP, thay cho phương án để các ngân hàng này phá sản. Theo đó, mục tiêu của NHNN là kiểm soát hoạt động, xóa bỏ sở hữu chéo và tái cấu trúc các ngân hàng này mà không làm ảnh hưởng đến người gửi tiền cũng như sự ổn định của hệ thống tài chính. Cùng với tàn suất gia tăng của các vụ khởi tố lãnh đạo ngân hàng có sai phạm, NHNN phát đi thông điệp rằng thời kỳ nói lỏng và thiếu kiểm soát trong hoạt động ngân hàng đang dần đi đến hồi kết.

NHTM & NHTM	NHTM & Công ty tài chính
Sacombank – Southernbank	MB – SDFC (Tài chính Sông Đà)
BIDV – MHB	SHB – VVF (Tài chính Vinaconex-Viettel)
Vietinbank – PG Bank	VPBank – CMF (Tài chính Than Khoáng sản)
Maritimebank - MDBank	Maritimebank – TFC (Tài chính Dệt may)
	Techcombank – VCFC (Tài chính Hóa chất)

Nguồn: VCBS

Triển vọng 2016:

Lãi suất huy động chịu áp lực tăng nhưng không lớn do tăng trưởng tín dụng được “kiểm soát” thay vì “khuyến khích” và chính sách điều

Mặt bằng lãi suất huy động 2016 chịu một số áp lực tăng: (1) cầu tín dụng của nền kinh tế cao làm tăng nhu cầu huy động vốn; (2) lạm phát kỳ vọng ở mức 2,5%, cao hơn so với 2015 và (3) FED chủ trương tăng dần lãi suất USD, giảm sức hấp dẫn của việc nắm giữ VND. Với mức tăng được VCBS dự báo tối đa 50 điểm cơ bản, lãi suất huy động sẽ tiến gần hơn tới mức trần của NHNN ở các kỳ hạn dưới 6 tháng và một số NHTM như CTG, BID, STB sẽ phải kiểm soát tăng

hành tỉ giá mới linh hoạt. Thanh khoản hệ thống được dự báo duy trì ổn định.

trường tín dụng nếu không muốn gặp vấn đề về thanh khoản.

Với các động thái điều hành tỉ giá mới của NHNN, chúng tôi đánh giá áp lực lên lãi suất đã được giải tỏa phần nào. Chúng tôi cũng cho rằng NHNN có đủ khả năng và công cụ để duy trì ổn định thanh khoản hệ thống, và nhiều khả năng trong năm 2016 sẽ giữ nguyên trần lãi suất huy động và kiểm soát mặt bằng lãi suất cho vay thông qua các NHTM quốc doanh để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Thống đốc NHNN đầu năm 2016 cũng phát đi tín hiệu về việc có thể đưa lãi suất tiền gửi USD xuống dưới 0% để chống tình trạng đô la hóa, khuyến khích nắm giữ VND.

Tín dụng được VCBS dự báo đạt tăng trưởng 16%, thấp hơn 2015 do tín dụng sẽ hướng tập trung hơn vào khu vực sản xuất-kinh doanh trong khi tín dụng cho hoạt động xây dựng, BOT và mua BĐS có thể sẽ chững lại (sau khi đã diễn ra rất sôi động trong năm 2015 khi kinh tế hồi phục). Trong khi đó, với **môi trường lãi suất chịu nhiều áp lực tăng, hoạt động đầu tư, kinh doanh trái phiếu của các ngân hàng vẫn chịu nhiều rủi ro.** Danh mục trái phiếu của các NHTM năm sau nhiều khả năng sẽ tiếp tục giữ nguyên quy mô, phần tăng lên có thể chỉ là nhờ các khoản trái phiếu doanh nghiệp.

VAMC được kì vọng tiếp tục hoàn thiện cơ chế và tăng tốc xử lý, thu hồi nợ xấu đã mua.

VAMC đẩy nhanh tốc độ xử lý nợ xấu đã mua và thực hiện mua bán nợ theo giá thị trường. Chúng tôi kỳ vọng các cơ chế, thẩm quyền hoạt động của VAMC sẽ được tiếp tục bổ sung, hoàn thiện. Theo đó, với việc tập trung xử lý nợ và những tín hiệu tích cực thời điểm cuối 2015, VCBS dự báo VAMC sẽ vượt kế hoạch thu hồi nợ đến năm 2016 (20% nợ đã mua), đạt khoảng 35.000-45.000 tỷ đồng (số lũy kế tương đương khoảng 24-26% nợ đã mua).

Dù lợi nhuận có động lực để cải thiện nhưng sẽ có sự phân hóa mạnh về triển vọng lợi nhuận giữa các ngân hàng.

Lợi nhuận ngành có nhiều động lực để cải thiện hơn so với năm 2015 do (1) tín dụng duy trì tăng trưởng tốt và (2) NIM cải thiện nhờ nhu cầu tín dụng trung-dài hạn của khách hàng thể nhân & SME tăng mạnh hơn các nhóm khác. Tuy nhiên áp lực trích lập dự phòng rủi ro cho trái phiếu VAMC trong 2016 là tương đối lớn (VCBS ước tăng khoảng 50-80% so với 2015), khiến cho tổng chi phí dự phòng được dự báo vẫn ở mức cao. Cơ chế tỷ giá trung tâm mới được áp dụng khiến độ dao động của tỷ giá lớn hơn, điều này có thể là cơ hội cho hoạt động kinh doanh ngoại hối của các NHTM có sự khởi sắc trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các ngân hàng vẫn sẽ có sự phân hóa mạnh, đặc biệt tại nhóm TMCP. Chúng tôi đánh giá MBB, CTG, BID, EIB khó có chuyển biến lớn, trong khi triển vọng của ACB, VCB tương đối lạc quan.

Hoạt động M&A tiếp tục giúp tái cấu trúc hệ thống. Nhiều NHTM sẽ đồng loạt thành lập công ty Tài chính tiêu dùng.

Hoạt động M&A còn tiếp diễn dưới sự tác động của cả yêu cầu chính sách và yếu tố thị trường. Chúng tôi không loại trừ khả năng trong năm 2016 sẽ có thêm những NHTM bộc lộ sai phạm và gặp khó khăn về nợ xấu và thanh khoản, dẫn đến sự can thiệp của NHNN qua 2 biện pháp chủ yếu là (1) yêu cầu TCTD thực hiện sáp nhập hoặc (2) bị NHNN mua lại với giá 0 đồng. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy sự cạnh tranh trong hệ thống về quy mô, sản phẩm, dịch vụ đang diễn ra ngày càng gay gắt và khoảng cách giữa các NHTM tốp đầu với phần còn lại đang được nới rộng. Các NHTM quy mô nhỏ hoặc trung bình có năng lực cạnh tranh thấp có nhu cầu M&A cao với các ngân hàng khác để không bị đào thải.

Làn sóng thành lập các công ty tài chính tiêu dùng (TCTD) trực thuộc NHTM, trong đó có ít nhất (1) Năm công ty TCTD của các NHTMCP là Techcombank, MBB, SHB, VPBank, Maritime Bank được thành lập qua thu tóm các Công ty tài chính yếu kém trong năm 2015 và (2) Hai công ty TCTD được VCB và BID thành lập mới. ACB, STB cũng đều có dự định thành lập công ty TCTD, tuy nhiên những NHTMCP này cần phải tham gia tái cấu trúc công ty tài chính mới có thể được NHNN cho phép thành lập công ty TCTD. Với tốc độ tăng trưởng trên 20%/năm, quy mô dư nợ khoảng 6 tỷ USD, lãi suất cho vay lên đến 20-50%/năm, và không chịu rủi ro tập trung thì đây là một phân khúc rất hấp dẫn đối với các NHTM.

Basel II được áp dụng thí điểm và khi được tuân thủ có thể giúp đánh giá rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường mà mỗi NHTM gặp phải thông qua hệ số CAR.

Việc áp dụng thí điểm Basel II (cách tiếp cận tiêu chuẩn) tại 10 NHTM sẽ gây áp lực tăng vốn và chi phí hoạt động cho các ngân hàng này trong năm 2016. Cụ thể, 10 NHTM được thí điểm triển khai là BIDV, Vietinbank, Vietcombank, Techcombank, ACB, VPBank, MB, Sacombank, MaritimeBank và VIB. Basel II với 3 trụ cột là (1) Yêu cầu về vốn tối thiểu, (2) Rà soát giám sát và (3) Nguyên tắc thị trường. Trụ cột thứ nhất yêu cầu các NHTM phải duy trì hệ số CAR tối thiểu là 8%. Công thức tính CAR được bổ sung vốn yêu cầu cho rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường ngoài vốn yêu cầu cho rủi ro tín dụng như quy định hiện hành tại Thông tư 36. Như vậy, mức CAR hiện hành của các NHTM chắc chắn sẽ giảm mạnh khi áp dụng Basel II, vậy nên việc tăng vốn dường như là yêu cầu bắt buộc. Trụ cột 2 và 3 đóng vai trò trong việc thiết lập quy trình rà soát và duy trì mức vốn, công khai và minh bạch hóa các thông tin liên quan. Chúng tôi đánh giá sự kiện này sẽ đưa ra chuẩn mực mới cho hoạt động QTRR của NHTM theo hướng lượng hóa từng loại rủi ro mà ngân hàng gặp phải và nhu cầu vốn để bù đắp những rủi ro đó. Theo Ngân hàng thanh toán Quốc tế, CAR tăng từ 7% lên 8% thì xác suất trung bình xảy ra khủng hoảng ngân hàng giảm đi khoảng 25-30%. Qua trao đổi với một số bên, chúng tôi nhận thấy các NHTM trong nhóm 10 đơn vị trên sẽ cần thêm thời gian để đáp ứng đủ vốn và NHNN có thể sẽ cho phép áp dụng song song cả 2 phương pháp tính CAR, mục tiêu đến 2018 sẽ mở rộng áp dụng trong toàn hệ thống.

Một số doanh nghiệp triển vọng:

VCB và ACB là hai sự lựa chọn của chúng tôi cho năm 2016.

Nhìn chung, những NHTM đã thực hiện tái cấu trúc quyết liệt, chính sách tín dụng và QTRR chặt chẽ, nợ xấu trích lập đầy đủ, sẽ có khả năng đạt lợi nhuận tăng trưởng tốt trong năm 2016. Theo phân tích của VCBS, VCB và ACB là hai cổ phiếu thích hợp đầu tư trong năm 2016. Với VCB, tín dụng-huy động cùng tăng trưởng tốt, NIM mở rộng nhờ nâng tỷ trọng các tài sản lợi suất cao, và chất lượng tài sản được cải thiện mạnh mẽ. ACB với những tiến triển trong việc xử lý tài sản tồn đọng sau vụ Bầu Kiên, thay đổi trong tư duy quản trị của BLĐ, ngân hàng có thể đạt khả năng sinh lời cao trở lại, dẫn đến mức tăng trưởng lợi nhuận tốt trong 2016. BID dù có tốc độ tăng trưởng quy mô nhanh nhưng vẫn còn tiềm ẩn nguy cơ nợ xấu, trong khi MBB có triển vọng ổn định và thích hợp cho mục tiêu đầu tư nhận cổ tức.

VCB: Khuyến nghị MUA

Lũy kế 2015, VCB ước đạt LNTT 6.800 tỷ đồng (+15,7% yoy, đạt 115,3% KH), vượt nhẹ so với dự báo của chúng tôi trong báo cáo trước (6.656 tỷ đồng).

Tín dụng và huy động tăng trưởng tốt hơn so với ngành, tăng lần lượt 22% yoy và 18,4% yoy. Cho vay khách hàng tăng đột biến trong Q4 dưới tác động của yếu tố mùa vụ, lũy kế cả năm ước đạt 22% yoy, trong đó cho vay khách hàng tăng 19% yoy. Tín dụng thể nhân tăng trưởng đến 50%, trong đó khoảng 60% dư nợ tăng thêm đến từ hoạt động cho vay mua nhà, ô tô.

Tỷ lệ LDR của VCB tăng trở lại về cuối năm, ước đạt 77%. Đây là mức thấp nhất trong các NHTM quốc doanh (mức trần là 90%), tuy nhiên LDR thấp lại cho VCB nhiều room hơn để cho vay trong khi vẫn duy trì biểu lãi suất huy động thấp nhất thị trường. Nhờ đó, VCB có lợi thế chi phí vốn thấp nên có khả năng đưa ra mức lãi suất cho vay rất cạnh tranh, tạo vị thế mạnh trong việc lựa chọn khách hàng.

NIM 2015 ước tăng 19 điểm cơ bản, đạt 2,64% so với năm 2014 (2,45%), đối với một NHTM bán buôn như VCB thì đây là một mức cải thiện lớn. Các yếu tố ảnh hưởng đến NIM gồm: (1) Các tài sản sinh lãi tốt tăng mạnh về tỷ trọng như cho vay thể nhân (ước tăng từ 16,6% lên 20,8%) và dư nợ trung-dài hạn (ước tăng từ 36% lên 40,2%); (2) Hưởng lợi từ sự điều chỉnh giảm lãi suất huy động USD của NHNN; (3) Đầu tư trái phiếu chính phủ niêm yết bằng USD với lợi suất cao, kì hạn dài và quy mô lớn, tận dụng nguồn huy động USD dồi dào nhất hệ thống của VCB (22% tiền gửi khách hàng là ngoại tệ).

VCB duy trì cơ cấu thu nhập đa dạng nhất hệ thống với khoảng 28,3% thu nhập hoạt động đến từ thu nhập ngoài lãi trong 2015. Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 14,9%, tốt hơn các NHTM khác với sự đóng góp chủ yếu từ HĐ kinh doanh ngoại hối & vàng (ước +28% yoy), thu dịch vụ

(ước +26% yoy) và thu nợ ngoại bảng (ước +18% yoy).

Chi phí hoạt động của VCB ước tăng 24,1% yoy, tỷ lệ thuận với tăng trưởng quy mô và thu nhập của ngân hàng. Tuy nhiên hệ số CIR (chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động) vẫn được kiểm soát ở mức 39,9%, chỉ tương đương các năm trước. **Chi phí DPRR tăng mạnh, ước đạt 6.052 tỷ đồng** (+32,5% yoy, vượt 10% KH) nhằm khắc phục sự cố nợ xấu mang tính cục bộ tại Chi nhánh Tây Đô.

Chất lượng tài sản đến cuối năm vẫn duy trì tốt khi tỷ lệ nợ xấu chỉ còn 1,76%, giảm mạnh so với mức 2,31% đầu năm. Một điểm đáng chú ý mà chúng tôi đã đề cập xu hướng giảm nhanh của tỷ lệ nợ cần chú ý (nhóm 2), chỉ còn chiếm còn 2,68% dư nợ cuối Q3, so với 5,41% đầu năm, cho thấy sự cải thiện mạnh mẽ của chất lượng dư nợ ở nhóm nợ chưa xấu cũng như sự hoàn thiện của các quy trình nghiệp vụ cấp tín dụng. Tỷ lệ DPRR bao nợ xấu đạt 108% tại thời điểm cuối Q3 và ước đạt 105% khi kết thúc 2015, cao nhất hệ thống.

Chúng tôi dự báo trong năm 2016 VCB đạt Thu nhập hoạt động 25.344 tỷ đồng (+18,6% yoy); LNTT đạt 9.707 tỷ đồng (+42,75% yoy).

Chúng tôi đánh giá 2016 là năm tương đối thuận lợi của VCB với các điểm nhấn sau:

- (1) **Tín dụng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao** (VCBS dự báo 17%) cho năm 2016. Tăng trưởng huy động được dự báo sẽ kiềm chế ở mức 15% để cải thiện LDR.
- (2) **Chúng tôi ước chi phí huy động tiền gửi của VCB tăng thêm 15 điểm cơ bản**, ít hơn mức tăng dự báo của mặt bằng lãi suất huy động toàn hệ thống (30-50 điểm) do VCB có thanh khoản tốt với LDR 77% và ảnh hưởng của việc giảm mức trần lãi suất huy động USD.
- (3) **NIM của VCB được dự báo vẫn sẽ mở rộng thêm 16 điểm cơ bản**, đạt 2,80% (2015 ước đạt 2,64%) với động lực từ sự cải thiện LDR (ước tăng lên 78,3%), hoạt động ngân hàng bán lẻ, hoạt động cho vay và đầu tư trái phiếu bằng ngoại tệ. VCB có thể ghi nhận thu lãi từ trái phiếu USD trong cả năm (so với chỉ ghi nhận một phần trong năm 2015).
- (4) **Thu nhập từ hoạt động dịch vụ duy trì tăng trưởng trên 20%** nhờ tăng trưởng ở hoạt động thanh toán quốc tế và thẻ. Với tốc độ tăng của dự phòng sử dụng để xóa nợ mỗi năm, chúng tôi dự báo hoạt động thu nợ (hiện chiếm tỷ trọng lớn nhất trong thu nhập ngoài lãi) tăng trưởng khoảng 10-11%/năm.
- (5) **Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo thấp hơn năm 2015** (ước đạt 5.500 tỷ đồng trong năm 2016) do chất lượng tài sản đã được kiểm soát tốt và nguy cơ nợ xấu mới phát sinh giảm mạnh.
- (6) **Kế hoạch phát hành riêng lẻ 10% cho NĐT Tài chính nước ngoài** được chúng tôi duy trì dự báo sẽ thực hiện trong nửa sau năm 2016, chúng tôi kì vọng giá phát hành sẽ nằm trong biên độ 10% so với thị giá. VCB đặt kì vọng sẽ là ngân hàng đầu tiên tuyên bố tuân thủ Hiệp ước vốn Basel II sau khi tăng vốn thành công.

Theo đó, dựa trên các giả định tương đối thận trọng, chúng tôi dự báo trong năm 2016 VCB đạt Thu nhập hoạt động 25.344 tỷ đồng (+18,6% yoy); LNTT đạt 9.707 tỷ đồng (+42,75% yoy). Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của VCB trong năm 2016 với sự cải thiện của khả năng sinh lời, cơ cấu thu nhập đa dạng và bền vững, dựa trên một danh mục tài sản có chất lượng vượt trội trong hệ thống. Với triển vọng năm 2016 khá tốt, VCBS khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCB.

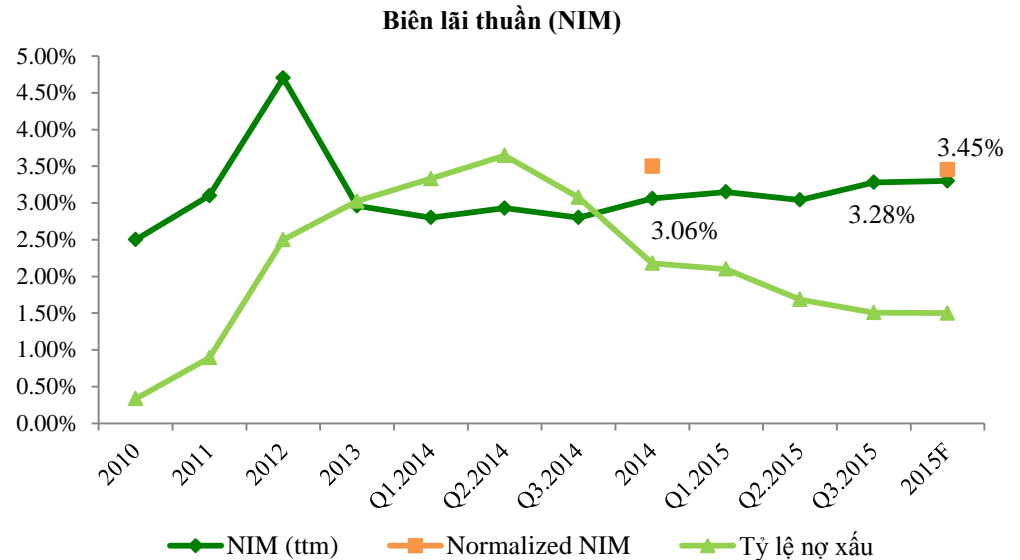
ACB: Khuyến nghị MUA

Hoạt động tái cấu trúc phát huy hiệu quả, KQKD sẽ có đột biến từ

Tín dụng và huy động tăng mạnh so với 2014: 9T.2015 dư nợ cho vay tăng 12,63% ytd, huy động TT1 tăng 9,46% ytd. Tổng tài sản sinh lãi tăng 8,21% ytd. Tỷ lệ LDR tăng nhẹ và đạt 76,1%, mức lý tưởng cho một NHTMCP.

năm 2016.

Lãi thuần tăng mạnh nhờ NIM cải thiện và cơ cấu tài sản chuyển dịch tích cực: NIM (ttm) tính đến hết Q3/2015 đạt 3,28%, tăng 22 điểm cơ bản so với NIM 2014, do (1) mức thoái thu lãi từ phần tài sản tồn đọng sau sự cố năm 2012 giảm từ 684 tỷ đồng xuống 117 tỷ đồng; (2) tăng tỷ trọng tài sản sinh lợi cao như dư nợ trung dài hạn (từ 49,7% lên 52,1%), dư nợ KHCN (6T2015 tăng từ 45% lên 46.1%). Theo đó, lãi thuần 9T.2015 tăng trưởng mạnh 23,6% yoy, đóng góp chủ yếu vào mức tăng trưởng 10,03% yoy của lợi nhuận hoạt động.



Nguồn: VCBS (Normalized NIM: NIM nếu không tính phần lãi thoái thu)

Khối tài sản tồn đọng từ vụ Bàu Kiên được tiếp tục xử lý dù tốc độ chưa cao như kỳ vọng. Trong 6T.2015, ACB đã xử lý được 1.566 tỷ đồng (trong đó dùng dự phòng xóa 694,8 tỷ và thu hồi 734 tỷ). Tính đến cuối Q2, ACB còn tồn đọng 7.361 tỷ đồng tài sản, với 757 tỷ đồng dự phòng và 5.339 tỷ đồng TSDB. Với các mức chiết khấu khác nhau cho từng loại tài sản đảm bảo, chúng tôi ước khoản mất mát tín dụng của ACB cho khối tài sản này là 1.790 tỷ đồng, tức ACB còn phải trích lập dự phòng thêm 1.033 tỷ đồng.

Các chỉ số về chất lượng tín dụng cải thiện đáng kể: trong 2015 ACB tiếp tục tăng mạnh trích lập dự phòng (chi phí DPRRTD 9T.2015 tăng 49% yoy), đặc biệt là dự phòng cho các khoản chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn (gồm trái phiếu đặc biệt của VAMC và trái phiếu Vinalines). Đáng chú ý là trong 9T.2015 mức trích lập đối với các khoản cho vay khách hàng chỉ đạt 349,5 tỷ đồng (giảm 15% yoy) và mức dự phòng sử dụng đạt tương đương cùng kì, cho thấy áp lực xử lý nợ xấu mới phát sinh đã không còn là vấn đề của ACB. ACB đã hoàn thành kế hoạch bán 1.000 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC ngay sau 6T2015 (cụ thể là 1.143 tỷ đồng) với giá bán là 851 tỷ đồng. Những bước đi này khiến tỷ lệ nợ xấu giảm còn 1,51%, giảm mạnh so với 2,18% đầu 2015 và thấp hơn nhiều mức kiểm soát 3% của NHNN. Tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu cũng tăng mạnh lên mức 77,9% so với 62,3% đầu năm. Nếu không tính khối dư nợ của nhóm 6 công ty thì chúng tôi đánh giá chất lượng danh mục cho vay khách hàng của ACB hiện tại ở mức rất tốt, chỉ xếp sau VCB trong ngành.

Tỷ lệ CAR của ACB luôn duy trì ở mức cao (2014 đạt 14,1%) dù ngân hàng đã không thực hiện tăng vốn từ 2010 do quy mô tài sản được mở rộng một cách thận trọng nhưng chất lượng được cải thiện.

Theo ước tính của chúng tôi cho

Theo ước tính của chúng tôi cho năm 2015, thu nhập hoạt động đạt 3.024 tỷ đồng (+24,5% yoy);

năm 2015, thu nhập hoạt động đạt 3.024 tỷ đồng (+24,5% yoy); LNTT đạt 1.345 tỷ đồng (+10,6% yoy).

LNTT đạt 1.345 tỷ đồng (+10,6% yoy).

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của ACB trong năm 2016 với những điểm nhấn sau:

- (1) **Tăng trưởng tín dụng tích cực (dự báo +16% yoy)** nhờ cơ cấu cho vay tập trung vào KH thể nhân và SME, nhóm có nhu cầu tín dụng cao trong giai đoạn kinh tế hồi phục, trong đó KHCN là đối tượng được ACB đặt trọng tâm phát triển. Chất lượng tín dụng được dự báo duy trì tốt với nợ xấu ước giảm còn 1,4%.
- (2) **NIM ước tăng mạnh 20,7 điểm cơ bản so với năm 2015, đạt 3,62%** (2015 ước đạt 3,41%) do 3 động lực chính: (1) ACB không còn phải thoái thu lãi từ tài sản tồn đọng (2015 ước thoái thu 117 tỷ đồng tiền lãi), (2) Tăng tỷ trọng dư nợ trung dài hạn trong cơ cấu cho vay; (3) Nguồn vốn cho vay được bổ sung đáng kể từ lượng tài sản tồn đọng được thu hồi với 1.468 tỷ đồng trong 2015 và 2.086 tỷ đồng trong 2016 (VCBS ước tính).
- (3) **Chi phí dự phòng** (bao gồm cả dự phòng cho các khoản tiền gửi liên ngân hàng và trái phiếu DN) dù vẫn cao nhưng ước giảm nhẹ 9% yoy, đạt 1.497 tỷ đồng (2015 ước đạt 1.679 tỷ đồng).

Theo đó, năm 2016, ACB có thể đạt **Thu nhập hoạt động 3,903 tỷ đồng (+29,1% yoy); LNTT 2.407 tỷ đồng (+79% yoy).**

Chúng tôi cho rằng ACB là ngân hàng trong khối TMCP có triển vọng kinh doanh nổi bật nhất năm 2016 với những điểm nhấn đầu tư như (1) NIM trên đà cải thiện mạnh mẽ (2) Tài sản được lành mạnh hóa và (3) Áp lực trích lập dự phòng giảm sau giai đoạn tái cấu trúc quyết liệt. Mức tăng trưởng kép của LNTT (CAGR) được chúng tôi dự phóng cho giai đoạn 2016-2020 là 50%/năm. Ngoài ra, ACB cũng có nhiều ưu điểm khác như cơ cấu cổ đông năng động, đội ngũ lãnh đạo trẻ và có tính gắn kết cao, có thế mạnh trong các hoạt động đào tạo nhân lực, nền tảng công nghệ. Với tiềm năng tăng trưởng cao từ năm 2016, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ACB ở mức giá hiện tại.

Ngành Bất động sản

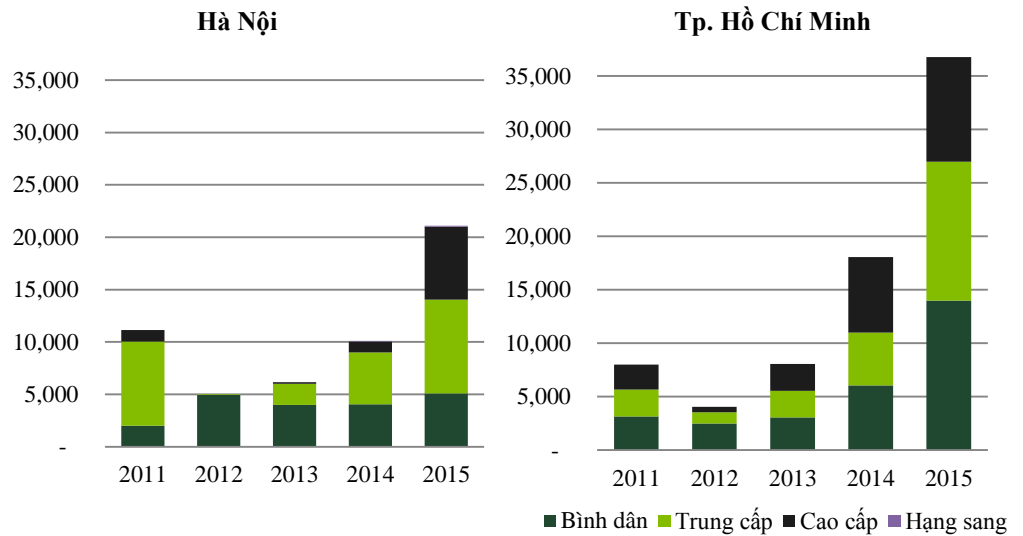
Diễn biến ngành 2015:

Một năm bận rộn của chủ đầu tư, người mua nhà và ngân hàng. Thanh khoản đột biến với sự trở lại của phân khúc cao cấp và nhà đầu tư.

Năm 2015, thanh khoản của thị trường BĐS đạt mức cao nhất trong lịch sử xuất phát từ các yếu tố: (1) sự quay trở lại của nhà đầu tư và phân khúc cao cấp; (2) chính sách thanh toán của chủ đầu tư và cho vay của ngân hàng giúp cho việc sở hữu BĐS dễ dàng hơn; (3) lợi suất hấp dẫn từ các cam kết thuê lại của chủ đầu tư.

Số lượng giao dịch thành công tăng cao. Trong năm 2015, theo thống kê của CBRE số lượng căn hộ giao dịch thành công tại Tp. Hồ Chí Minh đạt hơn 36.770 căn, +102% yoy, tỷ lệ hấp thụ ở mức 56%; tại Hà Nội tình hình giao dịch cũng không kém phần sôi động với trên 21.100 căn, +90% yoy, tỷ lệ hấp thụ đạt 55%. Phân khúc trung và cao cấp chiếm tỷ trọng lớn trong giao dịch thành công.

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



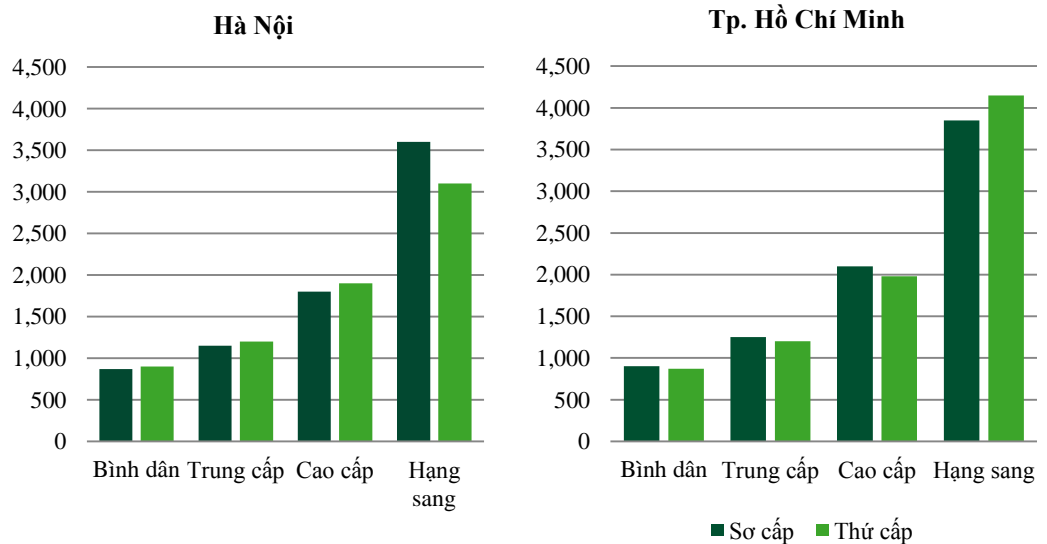
Nguồn: CBRE

Phân khúc cao cấp trở lại đường đua. Phân khúc bình dân dường như đã hoàn thành vai trò “giữ lửa” và giúp thị trường “vượt khó” trong các năm qua; tuy nhiên thị trường chỉ thực sự bùng nổ với phân khúc cao cấp vốn hấp dẫn hơn với chủ đầu tư và phù hợp với mục đích đầu tư của người mua nhà. Trong 2015, tại Tp. HCM trên 13 nghìn căn hộ cao cấp đã được giao dịch thành công (tỷ lệ hấp thụ đạt 76%); tại Hà Nội trên 7 nghìn căn (tỷ lệ hấp thụ là 83%). (Nguồn: CBRE)

Giá bán tại khu vực Tp. HCM có sự cải thiện. Thị trường sơ cấp và thứ cấp lần lượt chứng kiến sự tăng giá 6,1% và 7% so với cuối năm 2014 (Nguồn: Jones lang lasalle), trong đó phân khúc trung và cao cấp tăng mạnh nhất với mức tăng từ 8-15%. **Tại Hà Nội**, giá trên thị trường sơ cấp và thứ cấp tăng lần lượt là 7,4% và 6,6% yoy (Nguồn: Jones lang lasalle).

Giá chào bán trung bình tại Hà Nội, HCM

(Đơn vị: USD/m²)



Nguồn: Jones lang lasalle

Đa dạng về sản phẩm và phương thức thanh toán. Bên cạnh các sản phẩm căn hộ, biệt thự/nhà phố, đất nền thì nhà ở kết hợp kinh doanh (shophouse) bắt đầu được các chủ đầu tư giới thiệu ra thị trường thành dòng sản phẩm riêng biệt như Vingroup với dòng shophouse tại các dự án Vinhomes/Vincom hay Kiến Á với dự án Galleria. Chủ đầu tư kết hợp với ngân hàng đưa ra các phương thức thanh toán hấp dẫn như hỗ trợ lãi suất cho vay, cho vay tối đa 85-95% giá trị căn hộ, đảm bảo suất sinh lợi trong một thời gian nhất định, chia sẻ lợi nhuận trong thời gian cho thuê, đồng sở hữu căn hộ.

Dư nợ cho vay BĐS tăng nhanh. Theo NHNN thì tính đến tháng 09/2015 dư nợ cho vay đối với lĩnh vực đầu tư, kinh doanh BĐS đạt trên 358 nghìn tỷ đồng (tăng 14,6% ytd, tăng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng chung 12,12% ytd). **Gói tín dụng 30 nghìn tỷ đồng được đẩy nhanh tiến độ cho vay** với số vốn cam kết đến tháng 11/2015 là 24.110 tỷ đồng (+156% ytd), số tiền đã giải ngân trên 13.909 tỷ đồng (+185% ytd), trong đó đã giải ngân gần 10.072 tỷ đồng cho khách hàng cá nhân.

Nhà đầu tư là nhân tố giúp thanh khoản thị trường đột biến. Chính sách thanh toán thuận lợi, các cam kết sinh lời từ chủ đầu tư và khả năng tiếp cận với vốn vay ngân hàng đã kích thích dòng tiền đầu tư vào các sản phẩm BĐS (căn hộ cao cấp, nhà phố hay biệt thự nghỉ dưỡng). Theo thống kê của HoREA và Liên minh sản BĐS G5 ước tính số lượng giao dịch mua căn hộ để đầu tư chiếm từ 25-35% tổng số lượng giao dịch.

Thu hút nguồn vốn FDI. Các doanh nghiệp nước ngoài đa dạng hóa hình thức đầu tư: hợp tác với các doanh nghiệp nội địa (Creed group với Năm Bảy Bảy và An Gia), mua cổ phần công ty BĐS (Keppel land mua cổ phiếu của Nam Long), mua sỉ sản phẩm tại dự án (Genesis Global Capital mua sản phẩm của Phúc Khang), đầu tư trực tiếp dự án (Eco Smart City của Lotte). Tính đến hết 11T.2015, FDI vào lĩnh vực kinh doanh BĐS đạt 2,33 tỷ USD (+83% yoy) (Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài).

Triển vọng 2016:

Nguồn cung dồi dào từ các chủ đầu tư và nhà đầu tư thứ cấp. Thị trường sẽ phân hóa và cạnh tranh mạnh mẽ từ các chủ đầu tư.

Thị trường đón nhận các chủ đầu tư mới, nguồn cầu mới.

VCBS cho rằng 2016 là năm của sự phân hóa giữa các công ty phát triển BĐS với sự cạnh tranh mạnh mẽ của dòng sản phẩm chung cư. Nhà phố/biệt thự hay đất nền sẽ là sản phẩm hướng tới của nhiều doanh nghiệp nhằm tận dụng “sự chán chường” với chất lượng không đảm bảo của nhiều dự án chung cư. Phân khúc cao cấp tiếp tục duy trì động lực tăng trưởng tuy nhiên phân khúc bình dân và bình dân “chất lượng cao” sẽ đảm bảo sự phát triển bền vững. KQKD của các doanh nghiệp BĐS niêm yết sẽ khá quan với nhiều dự án đi vào giai đoạn bàn giao.

Nguồn cung căn hộ dồi dào. Phân khúc căn hộ sẽ chứng kiến sự cạnh tranh sôi động giữa các chủ đầu tư với hàng loạt dự án quy mô lớn được chào bán như Ba Son của Vingroup, Venice city của Đất Xanh (3.100 căn), Sunrise Riverside của Novaland (2.200 căn), M-One của Thảo Điền Investment (gần 1.000 căn). Năm 2016 sẽ có gần 69 nghìn căn hộ thuộc các phân khúc khác nhau được chào bán tại Hà Nội và Tp. HCM (Nguồn: CBRE). Bên cạnh đó, nguồn cung tiềm năng trên thị trường thứ cấp từ các nhà đầu tư sẽ tạo áp lực đáng kể lên chính dự án hiện hữu của chủ đầu tư; với tâm lý “sẵn sàng để bán”, linh động trong việc “chốt lời” thì lợi thế đang thuộc về nhà đầu tư.

Quỹ đất tiềm năng của các doanh nghiệp nhà nước đang dần được khai phá. Làn sóng cổ phần hóa (CTCP TT Hội chợ Triển lãm Việt Nam), bắt buộc thoái vốn các khoản đầu tư ngoài ngành (khách sạn Kim Liên), di dời nhà máy sản xuất/cảng (cảng Phú Định, nhà máy của xi măng Hà Tiên 1) của các doanh nghiệp nhà nước tạo nguồn cung quỹ đất có vị trí đẹp tại nội đô Hà Nội, Tp. HCM. Thị trường có thể đón nhận các nhà phát triển BĐS mới từ các doanh nghiệp có tiềm lực tài chính mạnh thu tóm các quỹ đất trên.

Phân khúc cao cấp/BDS nghỉ dưỡng hưởng lợi từ người nước ngoài, Việt kiều và là kênh đầu tư thay thế của tiền gửi USD. Với sự cởi mở về sở hữu nhà của Luật nhà ở 2014 thì nguồn

tiền từ Việt kiều sẽ tiếp tục gia tăng vào lĩnh vực BĐS; kiều hối đổ vào thị trường BĐS khu vực Tp. HCM tính đến 11T.2015 đạt 1,03 tỷ USD (chiếm 21,6% lượng kiều hối chuyển về Tp. HCM). (Nguồn: NHNN). Lãi suất huy động USD giảm về 0% và còn tiềm ẩn nhiều chính sách bất lợi khác dành cho người gửi tiền (lãi suất âm, gửi tiền ngoại tệ vào ngân hàng và bắt buộc rút ra bằng VND) có thể sẽ kích thích nguồn tiền nhàn rỗi bằng USD chuyển sang đầu tư vào các sản phẩm BĐS có giá trị cao.

Thị trường “nóng” nhưng khó có bong bóng. Trong bối cảnh các kênh đầu tư khác bị hạn chế và chứa đựng nhiều rủi ro: giá vàng trong nước cuối 2015 giảm 7,1% so với cuối 2014; lãi suất huy động VND có xu hướng tăng nhẹ (bình quân 6,4%/năm, kỳ hạn 12 tháng) nhưng không phải quá hấp dẫn nếu so với lãi suất cam kết từ các chủ đầu tư (10%/năm trong 10 năm của Vingroup) thì BĐS vẫn sẽ là kênh thu hút dòng vốn đầu tư trong 2016. Bên cạnh đó, với nguồn cung dồi dào và sự cạnh tranh giữa các chủ đầu tư với chủ đầu tư/chủ đầu tư với nhà đầu tư sẽ khiến giá nhà khó có thể tăng giá mạnh.

Một số doanh nghiệp triển vọng:

Các doanh nghiệp BĐS niêm yết có nền tảng tài chính lành mạnh, quỹ đất lớn và sản phẩm phù hợp với nhu cầu “thật” sẽ hưởng lợi từ sự vận động tích cực của thị trường. Các nhà đầu tư dài hạn có thể xem xét thêm vào danh mục đầu tư:

NLG: Khuyến nghị MUA

KQKD trên đà hồi phục, tình hình tài chính cải thiện từ hợp tác với các đối tác nước ngoài. Tiềm năng tăng trưởng từ quỹ đất khác ngoài Waterpoint.

Triển vọng 2016

- Triển vọng kinh doanh 2016 tích cực với việc tiếp tục bàn giao các sản phẩm Ehome, Flora và bắt đầu có sự đóng góp của nhà phố/biệt thự vốn có biên lợi nhuận cao hơn các dòng sản phẩm khác. Bên cạnh đó, việc đàm phán với đối tác tại dự án Aquamarine Residences (Bình Chánh) đang đi đến giai đoạn kết thúc có thể đem lại khoản lợi nhuận bất thường từ chênh lệch đánh giá lại giá đất theo thời giá hiện tại. *DTT 2016 ước đạt 1.782 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 290 tỷ đồng, EPS cơ bản từ HKKD cốt lõi là 2.049 đồng.*
- Mảng bán đất nền, nhà phố, chung cư: 2H.2016 là giai đoạn hàng loạt các dự án Ehome 3 (block A9, A10, A11, A0), Ehome 4 (nhà phố vườn), Flora Anh Đào và Camellia Garden được bàn giao. Doanh thu chưa ghi nhận của 942 sản phẩm bán trong 2015 ước tính ở mức 880 tỷ đồng, tạo khởi đầu thuận lợi cho KQKD 2016. NLG đặt kế hoạch cung cấp 3.200 sản phẩm ra thị trường với 2.500 căn chung cư (Ehome 3, 4, Flora Anh Đào, Võ Văn Kiệt, Phước Long B mở rộng), 500 căn biệt thự/nhà phố vườn (Ehome 4, Camellia garden, Phú Hữu, Phước Long B mở rộng) và 200 đất nền (Long An, Cần Thơ). DTT 2016 ước đạt 1.741 tỷ đồng.
- Các mảng hoạt động khác (cho thuê BĐS đầu tư, các dịch vụ khác): đóng góp không đáng kể vào KQKD hàng năm của NLG. DTT ước tính khoảng 40 tỷ/năm.

Các dự án chính triển khai trong 2016:

Dự án	Tiến độ	Khu vực
Ehome 3: Tây Sài Gòn	<ul style="list-style-type: none"> Đã xây dựng 12/13 block thương mại: A1-A10 và B1-B2. Đã bán 1.800/2.043 căn. Đang xin chuyển đổi block A0 (161 căn) từ tái định cư sang nhà ở thương mại. Dự kiến Q1.2016 hoàn thành. Giá bán bình quân từ 15,6 triệu đồng/m2. 	Bình Tân
Ehome 4: Bắc Sài Gòn	<ul style="list-style-type: none"> Đã xây 8 block B1-B4, C1-C4. Đã bán 1.033/1.260 căn. Đã bán 100/140 căn nhà phố vườn và biệt thự của giai đoạn 2. 	Bình Dương

	- Giá bán bình quân từ 11,8 triệu đồng/m2.	
Ehome 6: The Flora	- Sở hữu bởi Cty TNHH đầu tư & kinh doanh BDS Nguyên Phúc. Hợp tác với đối tác Nhật - Đã bán 270/500 căn, giá bán từ 19 triệu đồng/m2.	Q.9
Aquamarine Residences	- Đã đền bù 95% diện tích. Đang duyệt quy hoạch 1/500.	Bình Chánh
Phú Hữu	- Đã đền bù 100% diện tích. Đã duyệt quy hoạch 1/500. - CTCP đầu tư Nam Phan là chủ đầu tư. Tăng tỷ lệ sở hữu lên 100% trong 2016.	Q.9
Phước Long B mở rộng	- Đã đền bù 100%, đã giao đất và GCN QSDĐ. Đã duyệt quy hoạch 1/500.	Q.9
Camellia Garden	- Xây dựng và mở bán theo phân khúc Nam Long Home trong năm 2015. Hợp tác với C21. - Đã bán 51/188 nhà phố và villa. Đang xây thô 80 căn.	Bình Chánh

Quan điểm đầu tư

- Trong các năm qua, dự án Waterpoint một mặt gây áp lực lớn lên NLG về hiệu quả tài chính (thời gian triển khai chậm, tính khả thi thấp do quy mô quá lớn, tài trợ bằng vốn vay) mặt khác dự án còn hấp thụ dòng tiền triển khai các dự án khác tuy nhiên với việc huy động thành công các nguồn lực bên ngoài (phát hành riêng lẻ cổ phiếu/trái phiếu, hợp tác đầu tư và ứng trước từ khách hàng) đã giúp khả năng thanh toán cũng như tiềm lực tài chính của NLG được cải thiện đáng kể.
- So với các doanh nghiệp BĐS khác, NLG là một trong số ít các công ty có các yếu tố: (1) quỹ đất lớn tại thị trường BĐS năng động nhất cả nước (gần 52 ha tại khu vực Tp. HCM); (2) sản phẩm đa dạng thuộc nhiều phân khúc và đang được thị trường hấp thụ tốt (Ehome 3 được đánh giá cao hơn các sản phẩm cùng thuộc phân khúc nhà ở vừa túi tiền, ngoài ra Nam Long Home đang có nguồn cầu tiềm năng do đáp ứng được nhu cầu mua nhà và đất của người dân); (3) dòng tiền để phát triển các dự án dồi dào mà không phụ thuộc quá nhiều vào vốn vay (tiến độ bán hàng khả quan tại các dự án và hợp tác với đối tác nước ngoài). Giá trị hợp lý ước tính của NLG theo phương pháp NAV ở mức 28.400 đồng/CP, do đó chúng tôi khuyến nghị MUA cho mục tiêu dài hạn.

BCI: Khuyến nghị MUA

Sự thay đổi tích cực từ ban điều hành với kỳ vọng phát huy hiệu quả quỹ đất. KQKD vượt trội trong ngắn hạn từ Phong Phú 4 và khu tiểu CN Lê Minh Xuân.

Triển vọng 2016

- 2016 là một năm bận rộn với việc triển khai hàng loạt các dự án đã bị trì hoãn trong thời gian qua. BCI sẽ ưu tiên hoàn tất công tác đền bù tại các dự án có tính khả thi trong ngắn hạn: KCN Lê Minh Xuân mở rộng và Corona city (378 tỷ đồng). Tổng nguồn vốn để đền bù hoàn toàn các dự án của BCI ước tính ở mức 3.600 tỷ đồng. Dòng tiền tài trợ hoạt động đầu tư sẽ đến từ: 1) bán hàng dự án An Lạc plaza; 2) bán các dự án 510 Kinh Dương Vương, 158A An Dương Vương; 3) vay nợ ngân hàng. *DTT 2016 ước đạt 683 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 284 tỷ đồng, EPS cơ bản từ HĐKD cốt lõi là 3.276 đồng*
- Mảng chuyển nhượng BĐS: tăng đột biến với việc ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng 10,3ha đất nền tại dự án Phong Phú 4 cho 4 nhà đầu tư thứ cấp (Cty KCN Phong Phú và Cty phát triển CN Tân Thuận).
- Khu tiểu thủ CN Lê Minh Xuân và các dịch vụ liên quan tại KCN Lê Minh Xuân hiện hữu:

đóng góp 210 tỷ đồng vào KQKD với việc tiếp tục cho thuê lại 10,5ha diện tích đất thương phẩm (giá thuê bình quân từ 2-2,2 triệu đồng/m²).

- Các hoạt động khác (công ty BCCI) và siêu thị Big C: ổn định với đóng góp trên 40 tỷ đồng.

Các dự án chính triển khai trong 2016:

Dự án	Tiến độ	Khu vực
Tiểu thủ công nghiệp Lê Minh Xuân	- Đang tái ký hợp đồng, giá thuê bình quân từ 2-2,2 triệu đồng/m ² . - Đã tái ký 40%, thuê 40 năm đến 2055.	Bình Chánh
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	- Đã đền bù 69,2 ha. Tiếp tục đền bù trong 2016. Tổng chi phí đền bù ước tính 333 tỷ đồng.	Bình Chánh
An Lạc Plaza (Western Dragon)	- Đã xong móng năm 2012. Đã có giấy phép điều chỉnh diện tích căn hộ. - Đã bán 80/463 căn. Giá bán từ 17-19 triệu đồng/m ² .	Bình Tân
510 Kinh Dương Vương	- Mua cổ phần của CTCP Bách Hóa miền Nam, tăng tỷ lệ sở hữu lên 100% trong 2015. - Đã trả phí sử dụng đất, đang tạm ngưng. Đã cho thuê làm kho, nhà xưởng. - Dự định chuyển nhượng trong 2016.	Bình Tân
158A An Dương Vương	- Đã cho thuê làm kho, nhà xưởng. - Dự định chuyển nhượng trong 2016.	Bình Tân
Phong Phú 4	- 10,3 ha bán cho 4 nhà đầu tư thứ cấp. Đã nhận tiền tạm ứng 2,7 triệu đồng/m ² . Đã đàm phán xong giá bán. - 14ha xây dựng chung cư tái định cư: nhận lại từ nhà nước và sẽ điều chỉnh quy hoạch. - 5,4 ha tự kinh doanh, còn lại trên 1 ha sẵn sàng bán. Giá bán bình quân 11 triệu đồng/m ² . - Còn 1,5 ha chưa đền bù. Không có kế hoạch đền bù do giá cao và vị trí đất không cần thiết.	Bình Chánh
Corona city	- Đang thiết kế 1/500, đã đền bù 16,5 ha. Đã đóng 44/87 tỷ tiền sử dụng đất. Tiếp tục đền bù trong 2016.	Bình Chánh
Phong Phú 2	- Đã đền bù 57,4 ha. Tiếp tục đền bù trong 2016. Tổng chi phí đền bù ước tính 1.200 tỷ đồng.	Bình Chánh
KDC Tân Tạo	- Đã đền bù 138 ha. Tiếp tục đền bù trong 2016. Tổng chi phí đền bù ước tính 1.500 tỷ đồng.	Bình Tân

Quan điểm đầu tư

- BCI là doanh nghiệp có quỹ đất lớn nhất tại khu vực phía Tây của Tp. HCM (350 ha đất sạch) tuy nhiên tiềm năng của quỹ đất trên chưa được BCI chú trọng khai thác trong thời gian vừa qua. Cơ cấu cổ đông cũ với HFIC chi phối đã không thực sự “nhảy” và không tận dụng được các biến động tích cực của thị trường BĐS, BCI không triển khai dự án mới nào trong

suốt 2013 – 9T2015.

- Với sự góp mặt của cổ đông mới – có kinh nghiệm tái cơ cấu thành công và phát triển các sản phẩm phù hợp với thị trường (KDH); BCI bước đầu có những thay đổi tích cực trong việc đẩy nhanh tiến độ pháp lý các dự án và mạnh dạn huy động các nguồn vốn để đầu tư. Do đó, BCI sẽ là một trong những cổ phiếu BĐS tiềm năng trong 2016 đến từ sự thay đổi tích cực về nền tảng doanh nghiệp. Giá trị hợp lý ước tính của BCI theo phương pháp NAV ở mức 28.600 đồng/CP, do đó chúng tôi khuyến nghị MUA cho mục tiêu dài hạn.

VIC: Khuyến nghị NẮM GIỮ

Gia tăng quy mô và độ phủ của các mảng kinh doanh tạo dòng tiền thường xuyên; đẩy mạnh tích lũy quỹ đất phát triển trong các năm sau.

Triển vọng 2016

- Triển vọng kinh doanh 2016 tích cực với các dự án BĐS được bàn giao; các TTTM, bệnh viện, khu vui chơi đi vào hoạt động; hệ thống bán lẻ gia tăng số lượng cửa hàng. DTT 2016 ước đạt 47.910 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 4.309 tỷ đồng, EPS cơ bản 2.329 đồng/cp.
- Mảng chuyển nhượng BĐS: 2H2016 sẽ là thời điểm bận rộn với các dự án Nguyễn Chí Thanh, Times City, Central Park và Vinpearl Villas được bàn giao. Biên LNG được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ vào các sản phẩm biệt thự tại Central park và Vinpearl. DTT 2016 ước tính đạt 25.264 tỷ đồng.
- Mảng bán lẻ: doanh thu tăng mạnh từ số lượng cửa hàng mở mới tuy nhiên sẽ tiếp tục làm giảm hiệu quả kinh doanh của VIC do biên lợi nhuận còn thấp và chi phí bán hàng lớn (nhiều chương trình khuyến mãi/thu hút khách hàng được thực hiện). DTT 2016 ước tính đạt 13.987 tỷ đồng.
- Cho thuê BĐS đầu tư: diện tích bán lẻ tăng lên 931 nghìn m² với hàng loạt TTTM tại các tỉnh/thành phố ngoài Hà Nội và Tp. HCM tuy nhiên biên LNG sẽ giảm do giá thuê thấp trong thời gian khai trương nhằm thu hút các gian hàng và tăng tỷ lệ lấp đầy. DTT 2016 ước tính đạt 3.168 tỷ đồng.
- Dịch vụ y tế và giáo dục: sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định và góp phần đa dạng hệ sinh thái của VIC. 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 chính triển khai trong 2016:

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất (m2)	Diện tích sàn xây dựng (m2)	Khu vực
Vinhomes Royal City	98%	120.942	768.977	Hà Nội
Vinhomes Times City	95%	335.695	1.891.721	Hà Nội
Vinhomes Central Park	74%	422.000	1.892.000	Hồ Chí Minh
Vincom Shophouse Hải Phòng	98%	19.960	47.633	Hải Phòng
Vincom Hà Tĩnh	100%	57.006	135.180	Hà Tĩnh
Vincom Hùng Vương	98%	4.500	13.000	Huế
Vincom Thái Bình	98%	4.385	13.500	Thái Bình
Vincom Lê Văn Việt	98%	8.716	43.000	Hồ Chí Minh

Vincom Xuân Khánh	93%	30.128	22.000	Cần Thơ
Vincom Rạch Giá	98%	16.094	33.000	Kiên Giang
Đảo Vũ Yên	100%	8.725.356	N/A	Hải Phòng
Vinpearl Quy Nhơn	86%	6.688.970	220.957	Bình Định
Vinpearl Resort Hội An	88%	69.458	31.782	Quảng Nam
Vinpearl Premium Golf land	88%	1.355.530	237.614	Nha Trang
Vinpearl Phú Quốc (GĐ 3 và 4)	48%	1.851.290	696.142	Kiên Giang
Vinmec Hải Phòng	95%	N/A	40.000	Hải Phòng
Vinmec Nha Trang	95%	5.283	23.767	Nha Trang
Vinmec Hạ Long	95%	N/A	14.000	Quảng Ninh
Vinhomes Riverside 2	94%	975.560	553.000	Hà Nội
Vinhomes Gardenia	93%	176.300	472.000	Hà Nội
Vinhomes Star	91%	50.575	466.453	Hà Nội
Dream City Hưng Yên	100%	4.543.062	5.220.375	Hưng Yên

Quan điểm đầu tư

- Hệ sinh thái của Vingroup phát triển về chiều sâu và rộng trong 2015 với việc: (1) gia tăng quy mô và độ phủ của các mảng kinh doanh tạo dòng tiền thường xuyên thông qua hoạt động M&A (bán lẻ), tự phát triển (cho thuê BĐS đầu tư, giáo dục, y tế); (2) mở ngành kinh doanh mới bổ trợ cho hoạt động hiện tại (trồng rau quả cung cấp đầu vào cho chuỗi siêu thị Vinmart, thương mại điện tử mở ra kênh bán hàng phi truyền thống và dịch vụ vận tải cung cấp cho mảng bán lẻ); (3) quỹ đất phát triển trong các năm sau (Trần Duy Hưng, Mỹ Trì, Phước Kiển, Ba Son, Nhà rồng – Khánh Hội); (4) KQKD từ mảng chuyển nhượng BĐS để hạch toán trong giai đoạn 2016-2018 (Central Park, Vinpearl Villas, Times City).
- Áp lực bán từ lượng cung cổ phiếu do TPCĐ phát hành năm 2012 giảm đáng kể; tính đến 13/01/2016, giá trị TPCĐ còn lại 106 triệu USD tương đương với 71,6 triệu cổ phiếu. Giá trị hợp lý ước tính của VIC theo phương pháp NAV ở mức 48.700 đồng/CP, do đó chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ.

Ngành Logistics

Diễn biến ngành 2015:

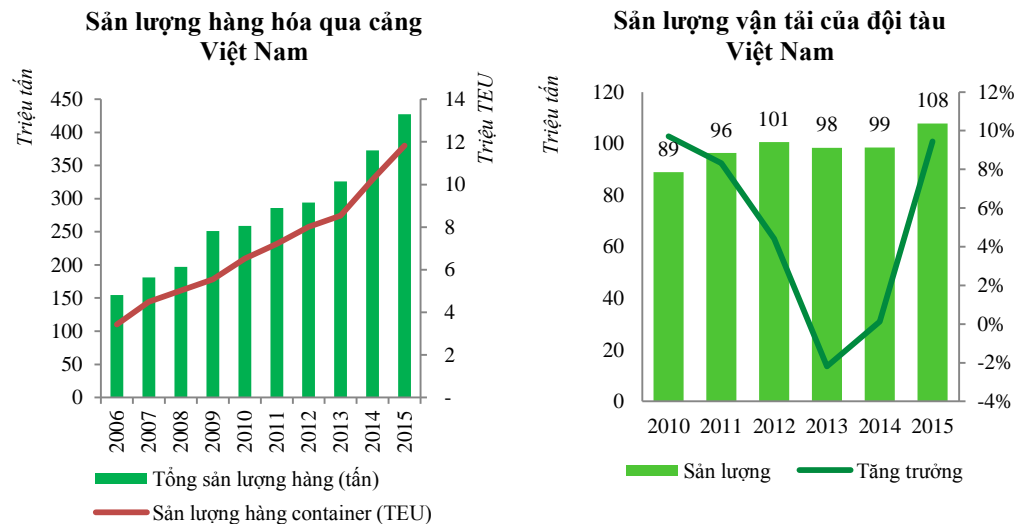
Những yếu tố thuận lợi trong ngành đã giúp cho các doanh nghiệp cảng biển, logistics có một năm tăng trưởng ấn tượng, đặc biệt là các doanh nghiệp tại Hải Phòng.

Nhu cầu dịch vụ cảng biển tiếp tục duy trì ở mức cao. Tổng sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển Việt Nam trong năm 2015 tăng trưởng khá 14,6% yoy, đạt 427 triệu tấn, vượt 4% so với quy hoạch cảng biển của Thủ tướng là 410 triệu tấn. Trong đó, sản lượng hàng container qua các cảng đạt 12 triệu TEU, tăng trưởng 15,5% so với năm 2014. 2015 cũng là năm có tốc độ tăng trưởng sản lượng cao nhất trong vòng 6 năm trở lại đây.

Sản lượng hàng container lạnh tăng đột biến. Tại khu vực Hải Phòng, sự tăng trưởng đột biến của số lượng container lạnh với chính sách biên mậu bất ổn phía Trung Quốc giúp cho các doanh nghiệp cảng biển có được KQKD khá hơn từ doanh thu điện lạnh. Thời kỳ cao điểm của mặt hàng container lạnh tạm nhập tái xuất đi Trung Quốc thường bắt đầu từ Q2 hàng năm, tuy nhiên trong năm 2015 lượng hàng container lạnh này đã bắt đầu tăng cao từ Q1 và kéo dài tới Q3. Đây là

mảng hoạt động có biên lợi nhuận rất cao (~ 50%), góp phần tăng biên lợi nhuận và KQKD của các doanh nghiệp trong ngành tại Hải Phòng.

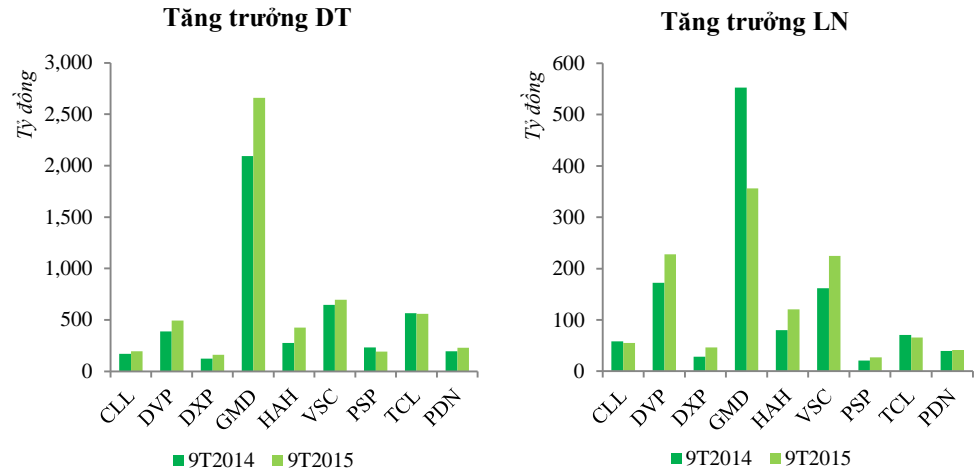
Hoạt động vận tải biển của đội tàu Việt Nam cũng có những chuyển biến rất tích cực khi sản lượng hàng hóa vận chuyển đảm nhận bởi đội tàu biển Việt Nam trong năm 2015 đã tăng 9,5% yoy và đạt 107,8 triệu tấn, trong khi năm 2014 chỉ tăng 0,1% yoy và năm 2013 giảm 2% yoy. Nguyên nhân một phần do sản lượng hàng hóa vận tải biển nội địa trên tuyến Hải Phòng – Hồ Chí Minh tăng, một phần do chính sách hạn chế tàu biển nước ngoài chạy tuyến nội địa tiếp tục có hiệu lực. Theo đó, số lượng tàu vận tải container của Việt Nam trong năm 2015 đã tăng từ 30 tàu lên 39 tàu, trọng tải tăng 200% sau 2 năm với thị phần đảm nhận đạt 100%. Tuy nhiên, thị phần vận chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu chỉ đạt khoảng 10%-12% do sự cạnh tranh cao từ các hãng tàu biển nước ngoài. Các doanh nghiệp vận tải biển của Việt Nam có nhiều hạn chế từ cơ cấu đội tàu không hợp lý, thiếu liên kết giữa chủ tàu và doanh nghiệp xuất nhập khẩu, kỹ thuật tàu yếu kém, năng lực quản lý chưa hiệu quả, theo đó, không có khả năng tranh giành thị phần khi không có được sự bảo hộ của Nhà nước.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Chi phí nhiên liệu đầu vào của các hoạt động vận tải được cắt giảm đáng kể nhờ sự sụt giảm của giá dầu thô trong năm qua. Giá dầu IFO380 tại Singapore đã giảm xuống còn 200 – 300 USD/tấn trong 6 tháng gần đây, so với mức 500 – 600 USD/tấn trong năm 2014. Điều này ảnh hưởng trực tiếp tới các doanh nghiệp vận tải biển khi giá cước giảm thấp hơn so với mức độ giảm giá nhiên liệu, góp phần làm tăng biên lợi nhuận hoạt động. Ngoài ra, các doanh nghiệp cảng biển cũng được hưởng lợi gián tiếp khi chi phí vận tải thấp làm tăng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm vận chuyển bằng đường biển.

Những yếu tố thuận lợi trong ngành đã giúp cho các doanh nghiệp cảng biển, logistics có một năm tăng trưởng ấn tượng, đặc biệt là các doanh nghiệp tại Hải Phòng, được thể hiện qua các chỉ tiêu về doanh thu và lợi nhuận như sau:



Nguồn: VCBS tổng hợp

Các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng hoạt động cốt lõi cao nhất trong ngành gồm có DVP, DXP, HAH, GMD và VSC khi nhu cầu cảng biển tại Hải Phòng vẫn đang ở mức cao và sản lượng hàng container lạnh có mức tăng đột biến. Cần lưu ý thêm rằng HAH có lợi nhuận tăng trưởng 51% yoy một phần lớn nhờ vào việc mở rộng của hoạt động vận tải biển nội địa, trong khi GMD có lợi nhuận sụt giảm do không còn khoản lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng tài sản như năm trước. Ngược lại, các doanh nghiệp logistics tại phía Nam không có được sự tăng trưởng cao như phía Bắc; lợi nhuận 9 tháng của PDN chỉ tăng 5% yoy trong khi lợi nhuận của TCL, CLL giảm nhẹ lần lượt -7% yoy và -5% yoy khi công suất bốc xếp của 2 doanh nghiệp này tại cảng Cát Lái không tăng và không được hưởng lợi từ doanh thu container lạnh.

Triển vọng 2016:

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

Cảng biển và vận tải biển là các ngành công nghiệp được hưởng lợi gián tiếp sau khi Việt Nam gia nhập các hiệp định thương mại thế giới như VCUFTA, VKFTA, FTA Việt Nam – EU, TPP,... và các tập đoàn sản xuất lớn như Samsung, Microsoft, LG, Bridgestones... chuyển dần dây chuyền sản xuất về Việt Nam làm tăng sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu. Theo đó, **nhu cầu về các dịch vụ vận tải biển, cảng biển được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2016**. Cục Hàng hải Việt Nam đặt mục tiêu tổng sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển năm 2016 đạt 470 triệu tấn, tăng 10% so với thực hiện năm 2015, trong đó hàng container kế hoạch tăng 11% yoy và đạt 13,3 triệu TEU.

Tuy nhiên **mức độ ảnh hưởng tích cực bởi việc tăng sản lượng này sẽ không giống nhau giữa các doanh nghiệp trong ngành**. Những công ty được hưởng lợi nhiều nhất là các doanh nghiệp cảng vẫn còn công suất dư thừa, có vị trí thuận lợi và chất lượng dịch vụ hậu cần sau cảng tốt như VSC, GMD. Trong khi đó, những công ty đang hoạt động với công suất cảng toàn dụng như HAH, TCL, CLL sẽ không có được sự tăng trưởng cao.

Mức độ cạnh tranh giữa các cảng tại khu vực Hải Phòng cao hơn khi VSC đưa cảng VIP Green Port đi vào hoạt động thời điểm cuối năm 2015, góp phần tăng công suất cảng lên 500.000 TEU/năm. Cảng VIP Green Port có vị trí đẹp nhất trong số các cảng hiện tại trong khu vực, mang về lợi thế và khả năng cạnh tranh lớn cho VSC. Ngoài ra, sản lượng bốc xếp cảng Nam Hải – Đình Vũ của GMD trong năm 2016 được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng khá và vượt mức toàn dụng 500.000 TEU khi dự án Nam Hải logistics được đưa vào hoạt động với các dịch vụ hỗ trợ hậu cần sau cảng.

Cập nhật KQKD của một số DN Trong số các doanh nghiệp cảng biển, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với VSC với

tiêu biểu trong ngành**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 65%. 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 T6.2016. Kế hoạch mỗi tuần sẽ có 3-4 chuyến tàu/tuần trong Q1.2016; 4-5 chuyến/tuần trong Q2.2016 và 6-8 chuyến/tuần trong Q3.2016. Nguồn cầu được đảm bảo đảm bảo một phần bởi hãng tàu Evergreen, là 1 trong 5 chủ tàu lớn nhất trên thế giới, được kỳ vọng sẽ mua lại 15% cổ phần tại cảng VIP Green Port từ VSC.

Dự kiến cả năm 2016, sản lượng hàng qua cảng đạt 360.000 TEUs (hơn 70% công suất thiết kế) và sẽ tăng dần lên đạt 800.000 TEUs vào năm 2020. VSC ước tính cảng VGP sẽ có được lợi nhuận từ năm đầu tiên hoạt động, tuy nhiên thời gian thu hồi vốn đầu tư là 7 năm. Như một số dự án cảng khác tại KCN Đình Vũ, CTCP Cảng Xanh VIP được ưu đãi thuế trong 14 năm đầu hoạt động từ khi có lãi, trong đó miễn thuế trong 4 năm đầu, tỷ suất thuế 5% trong 5 năm tiếp theo và hưởng thuế suất ưu đãi 10% trong 6 năm cuối.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2015 ước đạt 926 tỷ đồng (+4% yoy) và LNST đạt 293 tỷ đồng (+18% yoy) do sự tăng cao của sản lượng hàng container lạnh tạm nhập tái xuất đi Trung Quốc. Doanh thu 2016 dự báo đạt 1.154 tỷ đồng (+25% yoy) và LNST đạt 331 tỷ đồng (+13% yoy) sau khi cảng VGP đi vào hoạt động. Theo đó, giá trị hợp lý theo phương pháp FCFF là 86.000 đồng/CP.

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

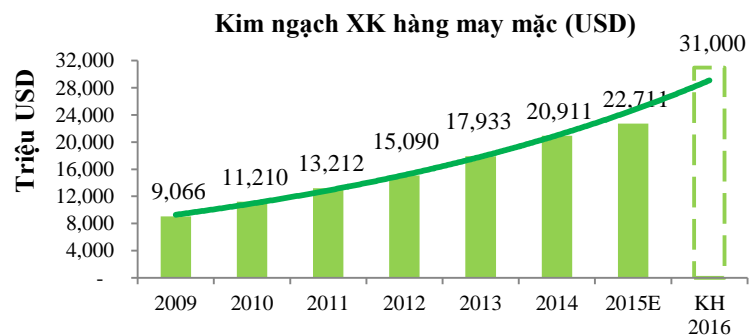
- (1) Cảng Lạch Huyện bắt đầu đi vào hoạt động vào cuối năm 2017. Mặc dù phân khúc tàu cập cảng Lạch Huyện và cảng VSC khác nhau, tốc độ tăng trưởng sản lượng của VSC kỳ vọng vẫn sẽ giảm từ năm 2018.
- (2) Sản lượng hàng hóa tại cảng Green Port chuyển sang làm hàng tại cảng VIP Green Port, làm giảm lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ.

Ngành Dệt may

Diễn biến ngành 2015:

Tăng trưởng xuất khẩu bắt đầu có dấu hiệu chậm lại.

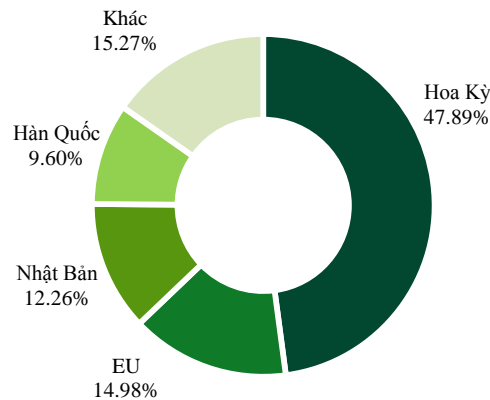
Tăng trưởng xuất khẩu vẫn duy trì ở mức khá nhưng đã có dấu hiệu chậm lại. Kim ngạch xuất khẩu của ngành dệt may vẫn giữ vững vị trí thứ hai trong tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước. Tốc độ tăng trưởng trung bình trong 5 năm trở lại đây của toàn ngành vẫn giữ ở mức cao là 16,4% CAGR. Tính đến giữa tháng 12 năm 2015, giá trị xuất khẩu hàng dệt, may đã đạt 21,6 tỷ USD (+9% yoy, thấp hơn so với năm cùng kỳ 2014 là +16% yoy). Nếu tính cả hàng xơ, sợi dệt và nguyên phụ kiện các loại, kim ngạch xuất khẩu toàn ngành đạt mức 25,3 tỷ USD (+ 9% yoy) so với cùng kỳ năm 2014 là +17% yoy). Dự báo cả năm 2015, kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may sẽ đạt khoảng 26,6 tỷ USD, thấp hơn so với kế hoạch đề ra trước đó là 28 tỷ USD.



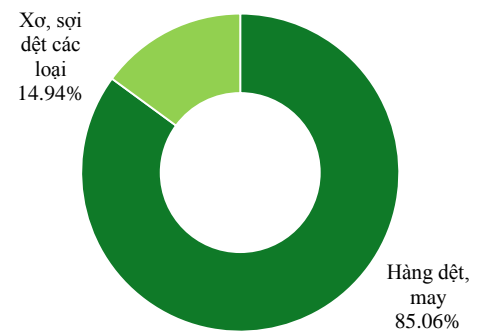
Nguồn: Tổng cục Hải quan, VCBS tổng hợp

Mặc dù kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam vẫn tăng trưởng tại các thị trường truyền thống như Hoa Kỳ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc nhưng đã tăng đã có phần chững lại do (1) giá đầu vào giảm mạnh khiến giá đầu ra duy trì ở mức thấp và (2) tỷ giá giữa USD/VND liên tục tăng trong năm qua. Ngoài thị trường Hoa Kỳ vẫn giữ vững được tốc độ tăng trưởng với hai con số, các thị trường còn lại đều không còn tăng trưởng mạnh mẽ như trong năm 2014. Cụ thể, trong 11 tháng qua, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may sang thị trường Hoa Kỳ đạt 9,88 tỷ USD (+11,7% yoy, thấp hơn cùng kỳ 2014 là 11,85% yoy); sang EU đạt 3,09 tỷ USD (+3,5% yoy, thấp hơn cùng kỳ 2014 là 26% yoy); sang Nhật Bản đạt 2,53 tỷ USD (+6,2% yoy, thấp hơn cùng kỳ 2014 là 13,82% yoy) và sang Hàn Quốc đạt 1,98 tỷ USD (+1,3% yoy, thấp hơn cùng kỳ 2014 là 36% yoy). Đáng lưu ý, trong 11 tháng đầu năm 2015, xuất khẩu dệt may của Việt Nam tại các thị trường trong khuôn khổ Hiệp định TPP tăng +10,8% yoy và chiếm tới 55% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may.

**Cơ cấu thị trường XK hàng dệt, may
11T2015**



**Cơ cấu hàng xuất khẩu dệt may
11T.2015 theo sản phẩm**



Nguồn: Bộ Công thương, VCBS tổng hợp

Giá nguyên phụ liệu đầu vào vẫn duy trì ở mức thấp. Nối tiếp xu hướng giảm giá mạnh trong năm 2014 của sợi bông và sợi polyester (do giá bông và giá dầu giảm), giá đầu vào của các nguyên liệu trong năm 2015 vẫn duy trì ở mức thấp. Cụ thể, giá trung bình một số mặt hàng trong 11T.2015 như bông giảm 17,1% so với cùng kỳ 2014, xuống còn 1.606 USD/tấn, sợi giảm nhẹ 8,9% so với cùng kỳ 2014, xuống còn 1.926 USD/tấn. Do vậy, mặc dù nhập khẩu nguyên phụ liệu dệt may của Việt Nam tăng mạnh về lượng (bông +38,9% yoy, xơ/sợi nguyên liệu +6,8% yoy...) nhưng chỉ tăng nhẹ về giá trị, 11T.2015 ước đạt 16,82 tỷ USD (+7,4% yoy). Đặc biệt, nguyên phụ liệu của ngành vẫn phụ thuộc khá nhiều vào nguồn cung từ các nước không thuộc phạm vi hiệp định FTA như Trung Quốc với 6,98 tỷ USD (+12,9% yoy), Hàn Quốc: 2,57 tỷ USD (-1% yoy), Đài Loan: 2,15 tỷ USD (+3,5% yoy)...

Nhiều dự án lớn của ngành dệt may được cấp phép, chủ yếu tập trung vào ngành công nghiệp phụ trợ như dệt và nhuộm nhằm đón đầu TPP. Đối với các doanh nghiệp Việt Nam, Vinatex vẫn đi đầu trong việc đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng cho chuỗi cung ứng các sản phẩm dệt may, đặc biệt là dự án gần 1.000 tỷ đồng cho một loạt nhà máy sợi – vải – dệt tại Hà Tĩnh. Về phía các doanh nghiệp FDI, một số dự án triệu đô cũng đã được cấp phép như (1) Dự án Công ty TNHH Hyosung Đồng Nai tổng vốn đầu tư 660 triệu đô la Mỹ do nhà đầu tư Thổ Nhĩ Kỳ đầu tư tại Khu công nghiệp Đồng Nai với mục tiêu sản xuất và gia công các loại sợi; (2) Dự án Công ty TNHH Worldon (Việt Nam) tổng vốn đầu tư 300 triệu đô la Mỹ do nhà đầu tư British Virgin Islands đầu tư tại TPHCM với mục tiêu sản xuất sản phẩm may mặc cao cấp; và (3) Dự án nhà máy sợi, vải

màu Lu Thai (Việt Nam) tổng vốn đầu tư 160,8 triệu đô la Mỹ do nhà đầu tư Hồng Kông tại tỉnh Tây Ninh với mục tiêu sản xuất sợi, sản xuất vải màu.

Tương quan giữa một số doanh nghiệp trong ngành:

Phân hoá mạnh giữa các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc và nguyên phụ liệu

Biến động lớn về giá nguyên vật liệu đầu vào khiến KQKD của các doanh nghiệp dệt may đang niêm yết phân hoá khá rõ rệt. Các doanh nghiệp may mặc (GMC, TNG) đều đạt được những kết quả tăng trưởng khả quan. Trong khi đó, các doanh nghiệp sợi và bông (STK, KMR) lại bị ảnh hưởng nặng nề do độ co giãn của cầu của các mặt hàng này tương đối cao so với cầu của mặt hàng may mặc. Riêng TCM, mảng sản xuất hàng may mặc chỉ chiếm khoảng 22% cơ cấu lợi nhuận nên kết quả LNST hợp nhất ít nhiều cũng bị ảnh hưởng.

Mã	LNST 9T.2015 (tỷ đồng)	% thay đổi yoy	% KH 2015
TCM	131,83	+1,53%	77,54%
GMC	58,67	+12,95%	78,22%
TNG	58,96	+47,05%	78,61%
STK	61,95	-24,78%	53,10%
KMR	11,18	-33,48%	60,87%

Nguồn: VCBS tổng hợp

Triển vọng 2016:

Mục tiêu xuất khẩu dệt may đạt 31 tỷ USD sẽ khó thực hiện. Tốc độ tăng trưởng sẽ khó giữ được mức 2 chữ số và chỉ ở mức xấp xỉ 10% như trong năm 2015.

Trong thời điểm kinh tế còn nhiều khó khăn như hiện nay, ngành dệt may đang nhận được khá **nhều sự quan tâm và đánh giá cao về triển vọng** phát triển do:

- (1) **Dệt may là một trong số ít ngành vẫn giữ được tăng trưởng dương và ổn định.** Và qua các số liệu thống kê của ngành cũng như chủ trương của chính phủ, chúng tôi nhận thấy rằng tiềm năng phát triển của ngành dệt may vẫn còn dư địa rất lớn. Trong năm 2016, ngành đặt mục tiêu xuất khẩu ở mức 31 tỷ USD.
- (2) **Dệt may đang đứng trước rất nhiều cơ hội lớn để thúc đẩy xuất khẩu** thông qua các hiệp định thương mại tự do TPP – EU – Hàn Quốc – Liên minh Thuế quan (Nga, Belarus, Kazakhstan).

Tuy nhiên, bức tranh triển vọng của ngành Dệt may trong năm 2016 cũng tồn tại không ít khó khăn và thách thức. Chính sách lương thay đổi, áp lực tỷ giá giữa các quốc gia trong vùng và các ràng buộc kèm theo khi gia nhập FTA khiến một số lợi thế cạnh tranh của ngành cũng sẽ bị ảnh hưởng.

- (1) **Nhân công không còn “rẻ”:** Trước đây, nhân công rẻ là một trong những lợi thế cạnh tranh của dệt may Việt Nam nhưng lợi thế này đang dần mất đi khi lương cơ sở và lương tối thiểu đều được Chính phủ điều chỉnh tăng từ năm 2016. Cụ thể, lương cơ sở tăng từ 1.150.000 đồng/tháng lên 1.210.000 đồng/tháng (tăng khoảng 5%) sẽ kéo theo chi phí phải trả BHXH của người sử dụng lao động. Tương tự, lương tối thiểu mới sẽ ở mức 106,67 - 155,56 USD/tháng, cao hơn mức lương tối thiểu tại một số nước xuất khẩu dệt may đối thủ như Bangladesh (67 USD/tháng), Myanmar (82,96 USD/tháng), Mông Cổ (96,34 USD/tháng), Pakistan (93,5-112,2 USD/tháng), Campuchia (124,21 USD/tháng)...
- (2) **Áp lực tỷ giá khiến giá hàng xuất khẩu kém cạnh tranh:** Xu hướng phá giá đồng nội tệ so với đồng USD của các nước xuất khẩu dệt may đang diễn ra mạnh mẽ. Mặc dù Chính phủ đã ứng biến linh hoạt hơn trong việc đưa ra các giải pháp về tỷ giá nhưng những động thái này vẫn chưa mang tính quyết liệt so với các nước đối thủ. Do vậy, chúng tôi cho rằng xu hướng

dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam cũng sẽ diễn biến theo chiều hướng giảm trong năm 2016.

- (3) **Nhiều doanh nghiệp Việt Nam chưa đáp ứng được điều kiện để hưởng lợi về thuế từ các hiệp định FTA, đặc biệt là điều kiện về nguồn gốc xuất xứ:** Hiện nay, 70-80% nguyên vật liệu dệt may hiện nay vẫn phụ thuộc vào nguồn cung từ Trung Quốc và các nước ngoài khu vực FTA. Sản phẩm sợi và vải sản xuất nội địa chưa đa dạng, chất lượng chưa cao nên chỉ sử dụng được 20-25% sản lượng cho ngành may xuất khẩu. Trong khi đó, hai hiệp định FTA lớn nhất của Việt Nam là TPP và Việt Nam – EU đều có những quy định khá khắt khe đối với hàng hoá được hưởng ưu đãi thuế. Cụ thể, TPP yêu cầu nguồn gốc xuất xứ “từ sợi trở đi” còn FTA Việt Nam – EU yêu cầu “từ vải trở đi” đối với các sản phẩm dệt may xuất nhập khẩu trong khu vực hiệu lực của thương mại tự do. Do vậy, mặc dù thị trường TPP và EU rất tiềm năng nhưng trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng phần lớn các sản phẩm dệt may hiện nay của Việt Nam sẽ khó được hưởng lợi được về thuế XNK.

Với những diễn biến vĩ mô không mấy tích cực như trên, chúng tôi cho rằng năm 2016 sẽ là một năm khó khăn đối với ngành dệt may nói riêng và với các ngành xuất khẩu của Việt Nam nói chung. Do vậy, chúng tôi cho rằng mục tiêu xuất khẩu dệt may đạt 31 tỷ USD sẽ khó thực hiện.

Về dài hạn, câu hỏi đặt ra cho ngành dệt may là liệu việc hưởng lợi từ thuế XNK với các thị trường tiêu thụ lớn có bù đắp lại được rủi ro tỷ giá và rủi ro chi phí sản xuất ngày càng tăng hay không? Và ai sẽ là người cuối cùng được hưởng lợi từ FTA, các doanh nghiệp Việt Nam hay FDI khi các doanh nghiệp dệt may có vốn FDI, đặc biệt là vốn từ Trung Quốc sang Việt Nam đang liên tục đầu tư xây dựng nhà máy với công nghệ sản xuất tiên tiến hơn, quy mô lớn hơn và giàu kinh nghiệm sản xuất hơn. Để trả lời được câu hỏi này, chúng tôi sẽ cần thêm thời gian quan sát và đánh giá riêng đối với từng doanh nghiệp trong ngành.

Doanh nghiệp triển vọng:

TCM: Khuyến nghị Năm giữ

DN dệt may niêm yết mà VCBS đánh giá triển vọng tốt và khuyến nghị NĂM GIỮ trong năm 2016 là TCM. Các nhà đầu tư dài hạn có thể cân nhắc để theo dõi, mua vào khi thị trường điều chỉnh và giá cổ phiếu giảm về mức giá hợp lý.

TCM là doanh nghiệp dệt may đầu ngành, có tốc độ tăng trưởng ổn định, năng lực sản xuất lớn. Ngoài ra, TCM cũng là một trong số ít các doanh nghiệp Việt Nam có chuỗi sản xuất khép kín, phù hợp với các yêu cầu về xuất xứ để hưởng lợi về thuế từ các Hiệp định FTA mà Việt Nam đã và đang ký kết.

TCM cũng đã đưa ra kế hoạch kinh doanh cho năm 2016 dự kiến trình ĐHCĐ với DT đạt 3.263,7 tỷ đồng (+19% yoy) và LNST đạt 160 tỷ đồng (+11% yoy). Chúng tôi đánh giá đây là một kế hoạch có tính khả thi cao vì trong dài hạn, TCM vẫn có nhiều tiềm năng tăng trưởng do:

- (1) sức khỏe tài chính và bộ máy quản lý tốt,
- (2) sở hữu chuỗi sản xuất khép kín, khai thác được tối đa chuỗi giá trị dệt may,
- (3) kế hoạch đầu tư mở rộng quy mô khá phù hợp với sự phát triển của ngành dệt may Việt Nam, đón đầu các hiệp định thương mại đa quốc gia mà Việt Nam đã và đang ký kết.

Trong năm 2016, mặc dù vẫn sẽ bị ảnh hưởng bởi rủi ro tỷ giá và chi phí khấu hao nhà máy mới nhưng việc công suất may được tăng thêm 33% và việc nhà máy Vĩnh Long bắt đầu nhận các đơn hàng xuất khẩu vẫn sẽ là những động lực tăng trưởng chính của TCM. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng DT và LNST của TCM từ năm 2016 sẽ được cải thiện đáng kể. Cụ thể, DT ước đạt 3.314 tỷ đồng (+21% yoy, 102% KH) và LNST ước đạt 165,7 tỷ đồng (+15% yoy, 103% KH). Theo đó, EPS dự phóng cho 2016 ở mức 3.376 đồng/cp, tương ứng với P/E là 9,15 lần. Đây là mức P/E hợp lý cho một cổ phiếu đầu ngành như TCM. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với các nhà

đầu tư trung và dài hạn.

Ngành Xây dựng công trình

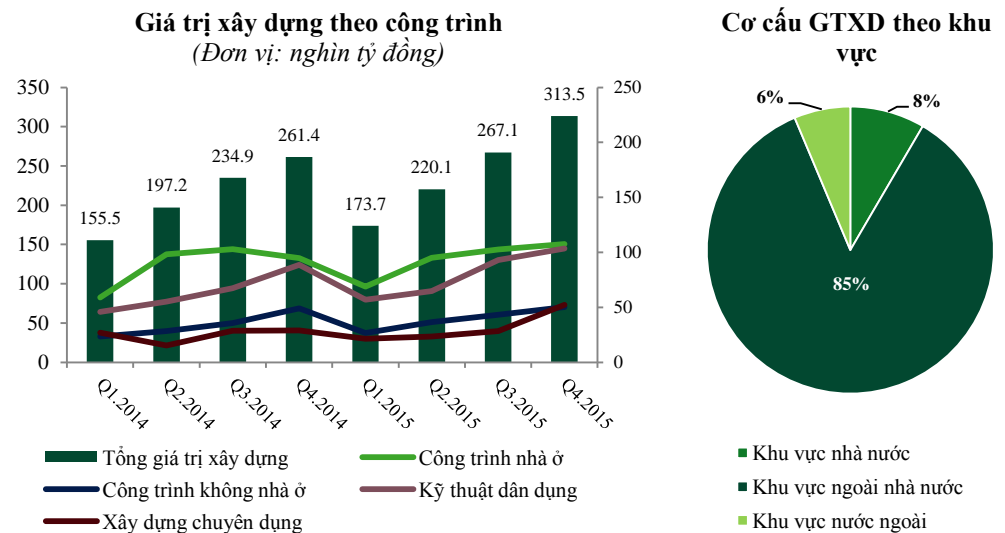
Diễn biến ngành 2015:

Ngành xây dựng trong năm 2015 chứng kiến tăng trưởng mạnh mẽ với động lực đến từ mảng xây dựng nhà ở và kỹ thuật dân dụng.

Lũy kế năm 2015, giá trị sản xuất xây dựng đạt 974,4 nghìn tỷ đồng (+14,8% yoy), trong đó công trình nhà ở chiếm 38,4%, nhà không ở chiếm 16,1% và tỷ trọng mảng xây dựng kỹ thuật dân dụng – chuyên dụng chiếm 45,5%.

Phân khúc nhà dân dụng tiếp tục đóng góp vai trò quan trọng trong cơ cấu ngành xây dựng, đạt giá trị 530,9 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 8% so với cùng kỳ. Động lực tăng trưởng đến từ sự hồi phục của thị trường bất động sản năm 2015, đặc biệt ở phân khúc nhà chung cư (nguồn cung tại HCM và HN đạt 70,4 căn hộ, +127% yoy), văn phòng (nguồn cung tại HCM đạt 110 nghìn m², tăng 5,5 lần so với 2014) và bán lẻ (nguồn cung tại HCM và HN đạt 290 nghìn m², tăng 3,6 lần so với cùng kỳ).

Xây dựng kỹ thuật dân dụng và chuyên dụng lũy kế 2015 tăng trưởng ấn tượng 24,1% trở thành điểm sáng dẫn dắt ngành Xây dựng nửa cuối năm. Các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm được gấp rút xây dựng trong năm như dự án mở rộng quốc lộ 1A và đường Hồ Chí Minh (đoạn Tây Nguyên), dự án đường sắt đô thị tuyến 2 (Cát Linh – Hà Đông), tuyến Metro số 1 Bến Thành – Suối Tiên, đường vành đai 2 Hà Nội, cao tốc Hà Nội – Hải Phòng và cao tốc Bến Lức – Long Thành.



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê, VCBS tổng hợp

Nếu xét theo khu vực, **xây dựng thuộc khu vực Nhà nước tiếp tục đà suy giảm khi đạt 82,1 nghìn tỷ đồng (-2,6% yoy)**. Đây là năm thứ 5 liên tiếp xây dựng Nhà nước có tốc độ tăng trưởng âm kể từ khi Nghị Quyết 11 về cắt giảm đầu tư công có hiệu lực. **Khu vực tư nhân vẫn là động lực tăng trưởng chính của ngành**, đạt 830,5 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 85%, tăng trưởng 17% so với năm 2014.

Nghị định 15/2015/NĐ-CP về đầu tư theo hình thức đối tác công tư (PPP) được ban hành trong tháng 2/2015 tạo nền tảng pháp lý cơ bản cho phép các doanh nghiệp tư nhân tham gia sâu hơn vào các dự án hạ tầng, công nghiệp, năng lượng. Dự thảo thông tư hướng dẫn Nghị định 15/2015 NĐ-CP cũng được hoàn thành trong tháng 8/2015, dự kiến năm 2016 sẽ chính thức thông qua Thông tư hướng dẫn PPP. Hình thức đầu tư công tư PPP sẽ tiếp tục làm tăng tỷ trọng giá trị xây dựng của khối tư nhân, qua đó làm giảm áp lực lên ngân sách nhà nước.

Khu vực vốn đầu tư nước ngoài đạt 61,8 nghìn tỷ đồng, tăng 12,8% so với cùng kỳ. Vốn FDI đăng ký mới trong năm đạt 22,75 tỷ USD (+12,5% yoy) nhưng số vốn giải ngân đạt được 14,6 tỷ USD, tăng 17,4% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng đột biến xây dựng khu vực vốn FDI chủ yếu đến từ việc mở rộng đầu tư của các nhà sản xuất công nghiệp nước ngoài (7,18 tỷ USD, +56,5% yoy)

Triển vọng ngành 2016:

Dự báo trong năm 2016 ngành xây dựng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, được dẫn dắt bởi mảng xây dựng hạ tầng sử dụng nguồn vốn tư nhân.

Nền kinh tế được dự báo duy trì mức tăng trưởng ổn định trong năm 2016, là cơ sở cho ngành Xây dựng tiếp tục phát triển

Mảng xây dựng nhà dân dụng gắn liền với thị trường Bất động sản, được dự báo sẽ giảm nhẹ sau năm 2015 đạt kỷ lục về thanh khoản và nguồn cung, đặc biệt là phân khúc căn hộ chung cư cao cấp và BĐS nghỉ dưỡng. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới năm 2016 tại HCM và HN ước đạt 69.000 căn hộ (-2% yoy), trong đó xây mới khoảng 20.000 căn hộ (-4,7% yoy). Ngoài ra, cùng với việc chi phí vật liệu xây dựng vẫn đang trong xu hướng giảm (chiếm 60-70% giá trị xây dựng), VCBS cho rằng mảng xây dựng nhà dân dụng trong năm 2016 khó duy trì được giá trị ấn tượng như năm 2015.

Các công trình công nghiệp và xây dựng hạ tầng sẽ là động lực chính dẫn dắt ngành. Các công trình trọng điểm quốc gia được thi công trong năm 2016 bao gồm sân bay Quốc tế Long Thành (giai đoạn giải phóng mặt bằng), mở rộng sân bay Đà Nẵng, tuyến metro Bến Thành – Suối Tiên, dự án đường sắt đô thị tuyến số 2 (Cát Linh – Hà Đông) và số 3 (Nhổn – Ga Hà Nội), đường cao tốc Bến Lức – Long Thành, đường cao tốc Dầu Giây – Liên Khương, đường cao tốc Hạ Long – Vân Đồn, đường cao tốc Ninh Bình – Thanh Hóa, cảng biển Hòn Khoai... Thông tư hướng dẫn hình thức đầu tư công tư PPP sẽ chính thức được ban hành trong năm 2016, là cơ sở pháp lý quan trọng để nguồn vốn tư nhân tham gia vào các dự án BOT. Điều này sẽ giải quyết hai vấn đề cơ bản đó là (1) giảm áp lực lên ngân sách nhà nước vốn đang bị tác động tiêu cực bởi giá dầu và (2) thúc đẩy giá trị đầu tư trong cơ cấu GDP và tăng trưởng tín dụng của ngành Ngân hàng.

Các hiệp định về thương mại TPP, EVFTA, VKFTA, cộng đồng kinh tế ASEAN được thông qua mang đến nhiều cơ hội cho ngành sản xuất, gia công tại Việt Nam vốn đã có lợi thế về chi phí nhân công thấp và môi trường chính trị ổn định. Các nhà sản xuất công nghiệp lớn sẽ tiếp tục xu hướng đón đầu các FTAs bằng việc đầu tư xây dựng nhà máy tại Việt Nam, đồng thời các doanh nghiệp sản xuất FDI có sẵn sẽ tiếp tục mở rộng sản xuất, qua đó làm gia tăng giá trị xây dựng lên nhiều lần. Điển hình như công ty Samsung quyết định đầu tư thêm 3 tỷ USD vào nhà máy sản xuất màn hình (Bắc Ninh) và 1,4 tỷ USD cho nhà máy sản xuất điện tử gia dụng (HCM) năm 2016.

Một số doanh nghiệp triển vọng:

CTD: Khuyến nghị NẮM GIỮ

CTD năm 2015 ghi nhận KQKD rất ấn tượng, ước tính DT đạt 13.500 tỷ đồng (+73,4% yoy, 147% KH) và LNST đạt 681 tỷ đồng (+108% yoy), tương đương với EPS đạt 14.549 đồng/cp, nhờ được hưởng lợi trực tiếp từ sự hồi phục và chuyển dịch cơ cấu từ phân khúc trung bình, nhà ở xã hội sang phân khúc nhà ở cao cấp của thị trường BĐS.

Điểm mạnh đáng chú ý của CTD là khả năng quản lý dòng tiền và công nợ rất hiệu quả mặc dù thi công xây dựng song song nhiều dự án với tổng giá trị gấp hàng chục lần quy mô vốn điều lệ. Ngoài ra, rủi ro tín dụng của CTD gần như là không có vì công ty không sử dụng đòn bẩy tài chính, dư lượng tiền mặt luôn duy trì quanh mức 2.000 tỷ đồng.

Công ty vừa hoàn tất việc phát hành 3,6 triệu cổ phiếu nhằm hoán đổi 4,8 triệu cổ phiếu Unicons còn lại, tiến tới sở hữu 100% Unicons. Việc sở hữu hoàn toàn Unicons sẽ giúp CTD gia tăng năng lực thi công tại Việt Nam và nước ngoài, đồng thời hợp nhất 100% lợi nhuận từ công ty con này.

Rủi ro đầu tư vào CTD là (1) năm 2015 được đánh giá là năm cao điểm của thị trường BĐS với

hàng loạt dự án cao cấp có giá trị xây dựng lớn được thi công; vì vậy các hợp đồng xây dựng lớn, năm 2016 được dự báo theo xu hướng giảm. Năm 2016, CTD có thể sẽ không ghi nhận hết doanh thu back-log từ năm 2014-2015 chuyển sang mà sẽ để dành qua các năm tiếp theo nhằm duy trì khả năng tăng trưởng lợi nhuận đều. (2) mảng xây dựng cơ sở hạ tầng BOT được đánh giá là động lực tăng trưởng chính của ngành Xây dựng trong giai đoạn 2016-2020, trong đó các doanh nghiệp tư nhân sẽ đóng vai trò rất quan trọng, được nhà nước chủ trương khuyến khích đầu tư thông qua Thông tư hướng dẫn về đầu tư công tư (PPP). Tuy nhiên, năng lực thi công cơ sở hạ tầng giao thông của CTD còn rất nhiều hạn chế. Hiện tại, công ty đang liên doanh với Fecon và Cienco 1 để thi công dự án BOT đường tránh Phú Lý (Hà Nam) nhưng tiến độ còn khá chậm, nguồn vốn tích lũy chưa được nhiều; và (3) CTD đã tăng trưởng nóng trong năm 2015, trúng thầu rất nhiều dự án lớn. VCBS đánh giá cao khả năng tài chính của công ty nhưng quan ngại về nguồn nhân lực thi công xây dựng (công nhân, kỹ sư xây dựng và giám sát công trình) sẽ không kịp đáp ứng các yêu cầu thi công, qua đó phát sinh thêm chi phí quản lý doanh nghiệp và rủi ro về uy tín nếu CTD không quản lý được chất lượng công trình theo như hợp đồng với chủ đầu tư.

Tuy vậy, triển vọng dài hạn của CTD vẫn khá tốt nhờ (1) nhu cầu xây dựng công nghiệp rất lớn nhờ các hiệp định FTAs chính thức có hiệu lực sẽ tạo ra làn sóng đầu tư nhà máy công nghiệp tại Việt Nam và (2) các dự án lớn của CTD hết hạn bảo hành sẽ giúp công ty hoàn nhập các chi phí trích trước (trung bình khoảng 5% giá trị hợp đồng) dưới dạng thu nhập khác.

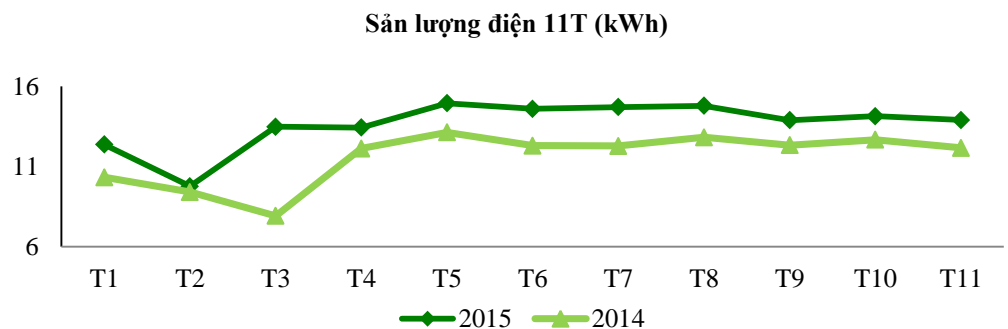
Sử dụng giả định số hợp đồng ký mới năm 2016 bằng 75% giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2015, VCBS dự phóng KQKD 2016 của CTD sẽ ghi nhận **DT đạt 14.848 tỷ đồng (+15,2% yoy)** và **LNST đạt 819 tỷ đồng (+18,6% yoy)**, tương đương với **EPS đạt 17.503 đồng**. Tại mức giá giao dịch 150.000 đ/cp, **P/E forward đạt 8,6 lần**, khá hấp dẫn với một doanh nghiệp niêm yết đầu ngành Xây dựng với tiềm năng tăng trưởng ổn định và không có rủi ro tài chính. Vì vậy, VCBS khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu **CTD**.

Ngành Điện

Diễn biến ngành 2015:

Sản lượng toàn hệ thống tăng trưởng cao. Cơ cấu nguồn điện tiếp tục dịch chuyển theo hướng giảm thủy điện. Đa số DN ghi nhận KQKD không khả quan.

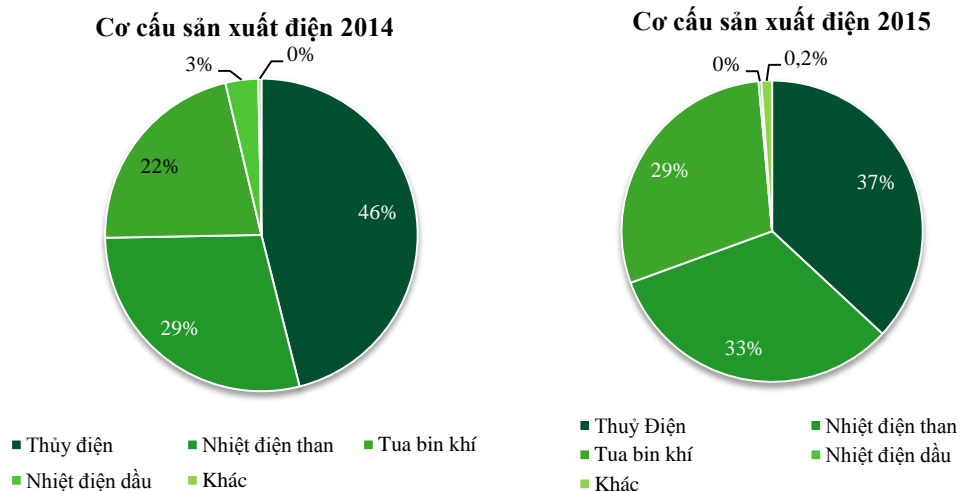
Sản lượng điện sản xuất tăng trưởng cao. Lũy kế 11 tháng, sản lượng toàn hệ thống đạt 150,2 tỷ KWh (+13,04%), cao nhất trong vòng 4 năm trở lại đây do đóng góp 1 số nhà máy lớn mới đi vào vận hành như Mông Dương I (2x540 MW), Duyên Hải I (2x622 MW), tổ máy 2 nhà máy Ô Môn I (330 MW).



Nguồn: EVN

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 11, tỷ trọng thủy điện giảm từ 46% xuống 37%, trong khi nhiệt điện than và tua bin khí tăng từ 29% lên 33% và 22% lên 29%. 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 (Ô Môn I) là nhiệt điện khí; (2) Sản lượng thủy điện thủy điện giảm sút do ảnh hưởng thời tiết khô hạn (Sẽ được trình bày rõ hơn trong phần KQKD các doanh nghiệp trong ngành).



Nguồn: EVN

Có thêm 10 nhà máy mới tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Hết năm 2015, có thêm 10 nhà máy tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, nâng số lượng nhà máy tham gia thị trường này lên 67 nhà máy, với tổng công suất 14.912 MW, chiếm gần 40% công suất toàn hệ thống. Một số nhà máy lớn trong số 10 nhà máy mới tham gia năm nay là Hải Phòng 2 (600 MW), Quảng Ninh 2 (600 MW), Uông Bí mở rộng 1 (300 MW) và Uông Bí mở rộng 2 (330 MW).

DN	Công suất	Vị trí nhà máy	Doanh thu (tỷ)		% yoy	LNST (tỷ)		% yoy
			9T2015	9T2014		9T2015	9T2014	
Thủy điện								
CHP	170	Huế	432	280	54.2%	149	(3)	NA
VSH	136	Bình Định	363	210	72.8%	216	95	128.8%
SJD	104	Bình Phước, Gia Lai, Điện Biên	306	316	-3.4%	156	146	6.4%
TBC	120	Yên Bái	192	234	-17.8%	93	109	-14.8%
SHP	122.5	Lâm Đồng	417	420	-0.5%	115	162	-29.0%
SBA	73	Quảng Nam, Phú Yên	99	139	-29.0%	11	42	-74.5%
Nhiệt điện								
NT2	750	Đồng Nai	5,021	4,626	8.5%	692	575	20.2%
PPC	1040	Hải Dương	6,046	5,642	7.1%	443	499	-11.1%
BTP	388	Vũng Tàu	1,321	1,550	-14.8%	3	101	-96.9%
NBP	100	Ninh Bình	525	748	-29.8%	9	25	-65.7%

Nguồn: VCBS tổng hợp

KQKD ngành điện không khả quan trong năm 2015 khi phần lớn các công ty ghi nhận mức giảm lợi nhuận trên 2 con số. Duy chỉ 1 số doanh nghiệp cá biệt có KQKD nổi bật so với mặt bằng chung là CHP, VSH và NT2. VCBS giải thích điều này là do:

(1) **Thủy điện: Sản lượng giảm sút 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 số liệu từ EVN, tổng lượng nước về các hồ thủy điện tính đến tháng 9/2015 thấp hơn so với cùng kỳ 2014 30-50%. Vì vậy, không ngạc nhiên khi tổng sản lượng từ thủy điện tính đến tháng 11/2015 đạt 114,79 triệu kWh, thấp hơn 30% so với cùng kỳ.

- (2) **Nhiệt điện: Lợi nhuận thấp do ảnh hưởng tỷ giá.** Trong năm 2015, diễn biến tỷ giá khá phức tạp khi các đồng tiền lớn có biến động trái chiều: USD (+5,3%), JPY (+3%), EUR (-6%), KRW (-1%). Mặc dù vậy, phần đa các doanh nghiệp trong ngành chịu ảnh hưởng bất lợi do chủ yếu vay nợ bằng USD và JPY. Lỗ tỷ giá nặng nề nhất là PPC (hơn 300 tỷ), chưa kể lỗ từ các khoản đầu tư vào Nhiệt điện Quảng Ninh và Nhiệt điện Hải Phòng (cũng có rủi ro tỷ giá USD, JPY). Trong nhóm nhiệt điện, NT2 có dư nợ EUR lớn nhất nhưng hầu như không được hưởng lợi do còn vay nợ USD lớn. Riêng đối với BTP và NBP, NBP KQKD kém khả quan do máy móc đã cũ, chi phí sản xuất cao, không được ưu tiên điều động vào hệ thống. BTP LNST xuống thấp do áp dụng giá khí đầu vào cao.

Với các doanh nghiệp có KQKD cao hơn trung bình: CHP có nhà máy nằm tại huyện A Lưới, Thừa Thiên Huế, năm nay nước về nhiều, không chịu ảnh hưởng hạn hán như các khu vực khác. VSH vẫn chịu ảnh hưởng từ hạn hán nhưng doanh thu tăng trưởng mạnh do ký hợp đồng bán điện với EVN với mức giá tốt hơn và hạch toán doanh thu từ thị trường phát điện cạnh tranh (chỉ hạch toán sau khi có hợp đồng chính thức với EVN). KQKD khả quan từ NT2 đến từ giãn thời gian khấu hao tài sản và áp dụng giá khí đầu vào theo cơ chế giá thị trường (thấp hơn so với giá trước đây). Lưu ý rằng, NT2 cũng chịu lỗ tỷ giá như các DN có vay nợ ngoại tệ khác (102 tỷ trong 9T2015 khi USD tăng 5,2%, EUR giảm 4%). Nếu không có phần lỗ tỷ giá này, LNST 9T có thể tăng trưởng đến 37% (cho cả năm, lỗ tỷ giá của NT2 sẽ ít hơn 9T.2015 do EUR giảm giá mạnh vào quý 4).

Triển vọng ngành 2016:

Những diễn biến trong năm 2015 sẽ tiếp tục chi phối ngành điện năm 2016.

VCBS cho rằng những diễn biến năm 2015 sẽ tiếp tục chi phối ngành điện năm 2016.

Nguồn cung tăng cường bù đắp sản lượng thủy điện thiếu hụt, xu hướng truyền tải vẫn từ Bắc vào Nam. Theo EVN, tổng công suất các nguồn điện hiện có là 38.800 MW. Công suất dự kiến đưa vào năm 2016 là 3.500 MW, đưa tổng công suất của toàn hệ thống quốc gia trong năm 2016 là 42.300 MW. Với tích nước các hồ thủy điện cuối năm 2015 thiếu hụt tương đương sản lượng điện khoảng 2,5 tỷ kWh, điều này sẽ giúp giảm bớt áp lực thiếu hụt nguồn cung điện. Tuy vậy, do nguồn cung mới vẫn tập trung nhiều ở miền Bắc (Nghệ Sơn 1, Vũng Áng 1, Mông Dương 1,2...) và trong khi phụ tải phía Nam tiếp tục tăng cao, dự kiến khu vực miền Nam sẽ vẫn phải nhận khoảng 25% nhu cầu điện từ miền Bắc và miền Trung (tương ứng khoảng 20 tỷ kWh).

Tình trạng khô hạn sẽ còn gây bất lợi cho các doanh nghiệp thủy điện vào đầu năm 2016. Theo Dự báo của Trung tâm khí tượng Thủy văn, hiện tượng El Nino nhiều khả năng kéo dài đến hết vụ Đông Xuân. Ngoại trừ miền Bắc, các sông miền Nam và miền Trung sẽ tiếp tục trải qua thời kỳ khô hạn. Lượng mưa từ tháng 10/2015 đến tháng 4/2016 dự kiến thiếu hụt 30-50% so với cùng kỳ ở miền Trung và 20-40% so với cùng kỳ ở miền Nam. Theo đó, đầu năm 2016 sẽ tiếp tục là thời gian khó khăn đối với nhóm thủy điện. Điểm tích cực duy nhất là khô hạn tập trung vào mùa khô, thời gian thấp điểm của thủy điện và nếu El Nino kết thúc sau vụ đông xuân thì lượng mưa sẽ cải thiện dần trong những tháng sau đó.

Tỷ giá diễn biến phức tạp có thể tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp vay nợ ngoại tệ lớn. Cho năm 2016, chúng tôi cho rằng diễn biến từ thị trường thế giới là yếu tố chính chi phối bức tranh tỷ giá. Những yếu tố này bao gồm (1) Kinh tế Trung Quốc giảm tốc làm suy yếu đồng nhân dân tệ (khiến các nước có quan hệ với thương mại lớn với Trung Quốc như Việt Nam chịu áp lực giảm giá theo); (2) Lộ trình tăng lãi suất của FED; (3) Khả năng duy trì chính sách nới lỏng ở

Nhật Bản khi tăng trưởng GDP và lạm phát chưa đạt kỳ vọng. Theo dự báo của Scotiabank, hầu hết các đồng tiền chịu áp lực giảm giá so với USD như EUR -3%, JPY -8,2%, CNY -4,5%, KRW -4%. Tuy vậy, tỷ giá chéo giữa VND và từng đồng ngoại tệ chưa chắc tích cực đối với các doanh nghiệp nhiệt điện khi NHNN đã phát đi tín hiệu điều hành tỷ giá linh hoạt (mà chúng tôi cho rằng có thể dẫn đến biến động lớn hơn của đồng nội tệ). Như vậy triển vọng chung cho năm tới có thể là (1) DN vay nợ USD (như Nhiệt điện Hải Phòng, Quảng Ninh...) hầu như chắc chắn sẽ chịu lỗ tỷ giá lớn (2) DN có dư nợ ngoại tệ khác (như NT2, PPC, 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:

VSH: Khuyến nghị NẮM GIỮ

Với bối cảnh nhiều rủi ro như đã phân tích, việc tìm kiếm các cơ hội đầu tư trong ngành điện sẽ tương đối khó khăn. Vì vậy, chúng tôi chỉ đưa ra 1 lựa chọn an toàn là nắm giữ dài hạn đối với cổ phiếu VSH.

9T.2015, VSH ghi nhận KQKD đột biến với doanh thu đạt 363 tỷ đồng (+73% yoy), LNST đạt 218 tỷ đồng (+127% yoy). Lưu ý rằng VSH cũng chịu ảnh hưởng hạn hán như phần lớn các doanh nghiệp trong ngành khi sản lượng điện 3 quý đầu năm đạt 490 triệu kWh, thấp hơn 5% so với cùng kỳ. Kết quả đột biến chủ yếu đến từ việc ký hợp đồng chính thức với EVN, như sau: (1) VSH được ghi nhận doanh thu theo hợp đồng PPA với mức giá tốt hơn (Nhà máy Vĩnh Sơn: 333,37 đồng/kWh, Sông Hinh: 461,82 đồng/kWh, so với mức giá 351 đồng/kWh cùng kỳ năm ngoái); (2) DN bắt đầu hạch toán doanh thu từ thị trường phát điện cạnh tranh (Trước đó, vì chưa ký hợp đồng chính thức nên lượng điện này ghi nhận bằng doanh thu tạm tính). Với giá điện cạnh tranh cao gấp 2-3 lần so với giá theo hợp đồng và chi phí sản xuất mỗi kWh không đổi dù hạch toán thêm, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh từ 45,6% lên 66,4%. Và đây mới là nguyên nhân chính đóng góp KQKD tăng trưởng mạnh cho VSH. Nếu loại bỏ phần gia tăng này thì doanh thu 9 tháng VSH chỉ tăng trưởng 22% yoy, LNST tăng trưởng 15% yoy; (3) Theo chúng tôi tính toán, tỷ lệ phát điện cạnh tranh có thể đã tăng mạnh trong 3 quý đầu năm, ước tính có thể lên đến 20-30% (và đây là tín hiệu tốt cho VSH).

Về triển vọng dài hạn, chúng tôi trông đợi những điều sau đây: (1) Việc ký hợp đồng với EVN chấm dứt thời gian đàm phán dai dẳng nhiều năm, giúp VSH tập trung sản xuất và có doanh thu ổn định; (2) Tỷ lệ phát điện cạnh tranh gia tăng theo lộ trình tự do hóa ngành điện, VSH là DN được hưởng lợi nhất; (3) Giá bán trên thị trường cạnh tranh tiếp tục ở mức cao do thiếu cung từ nhóm thủy điện; (4) Việc SCIC thoái vốn với giá 18.300 đồng/cp (cao hơn 10% so với giá thị trường) có thể tạo hiệu ứng tích cực lên giá cổ phiếu. Tuy vậy, rủi ro của VSH nằm ở sản lượng năm 2016 khi mực nước hiện tại đang ở mức thấp. Kịch bản tích cực hơn là El Nino có thể chấm dứt sau vụ đông xuân. Nếu La Nina xảy ra sau El Nino như thống kê lịch sử thì sản lượng có thể cải thiện trong năm nay. Đối với dự án Thượng Kon Tum, chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự báo. Với tình hình hiện tại thì đầu tư từ dự án sẽ chưa gây áp lực lên dòng tiền và còn nhiều năm

nữa mới đóng góp vào KQKD VSH. Năm 2016, chúng tôi dự báo doanh thu 526 tỷ đồng (+10% yoy), LNST đạt 339 tỷ đồng (+13% yoy). EPS forward 1.645 đồng/cp, PE forward 10 (dựa theo giá đóng cửa ngày 12/1/2016). **Với triển vọng dài hạn tốt, chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ VSH cho mục tiêu dài hạn.**

Ngành Mía đường

Diễn biến ngành 2015:

Thị trường đường Việt Nam vẫn dư cung, giá cả có xu hướng tăng theo thế giới nhưng vẫn chưa cạnh tranh được với đường nhập theo hạn ngạch và đường nhập lậu.

Cán cân cung cầu vẫn lệch khoảng 251 nghìn tấn đường dù sản lượng mía ép giảm.

Theo Bộ NN-PTNT, kết thúc vụ ép 2014-2015, diện tích mía và tổng sản lượng cả nước đều giảm nhưng năng suất mía bình quân vẫn không thay đổi so với niên vụ trước, đạt 65,3 TMN. Diện tích trồng mía giảm chủ yếu do hiệu quả cây mía còn thấp và sâu bệnh nhiều nên người dân đã chuyển sang cây trồng khác. Toàn bộ 41 nhà máy đường đã ép được trên 14,4 triệu tấn mía (-10% yoy), sản xuất hơn 1,4 triệu tấn đường (-10,8% yoy), trong đó đường tinh luyện chiếm 49,4%. Tuy sản lượng đường sản xuất có giảm nhưng trong năm 2015 lại có đến 81 nghìn tấn đường NK trong hạn ngạch theo WTO cùng 50 nghìn tấn đường từ Lào và hơn 200 nghìn tấn đường tồn từ năm ngoái nên tổng nguồn cung năm 2015 ở mức 1.751.000 tấn chưa kể nguồn cung từ đường nhập lậu có xuất xứ từ Thái Lan với ước tính từ Tổ chức Đường Thế giới vào khoảng 400 – 500 nghìn tấn/năm. Tuy nhiên, sau khi đường dây buôn lậu lớn nhất khu vực Tây Nam của Vi Ngươn Thanh (ước chiếm 35% tổng lượng đường nhập lậu) bị triệt phá thì nguồn cung từ đường nhập lậu bắt đầu suy giảm.

Tuy nguồn cung khá dồi dào nhưng nhu cầu tiêu thụ đường trong năm 2015 được dự báo chỉ ở mức 1,5 triệu tấn nên ngành đường vẫn dư cung hơn 251 nghìn tấn đường. Nguyên nhân chủ yếu của việc “chuwong” đường nhập khẩu và thậm chí nhập lậu đường là do giá đường trong nước cao hơn giá của các nước trong khu vực từ 2 - 3 nghìn đồng/kg và sau khi nhập khẩu giá vẫn thấp hơn từ 10-20% dù đã trừ thuế nhập khẩu và chi phí kiểm định chất lượng. Như vậy, trong năm 2015, Việt Nam vẫn dư cung hơn 251 nghìn tấn đường dù đã giảm sản lượng đường sản xuất.

	2014	2015	-/+ yoy
Diện tích trồng mía (nghìn ha)	309,4	305	-1,4%
Tổng sản lượng mía (triệu tấn)	20,2	19,9	-1,5%
Năng suất mía (tấn/ha)	65,3	65,3	-
Tổng công suất thiết kế (TMN)	140.567	150.500	+6,6%
Sản lượng mía ép (triệu tấn)	15,9	14,4	-10%
Sản lượng đường (triệu tấn)	1,59	1,42	-10,8%

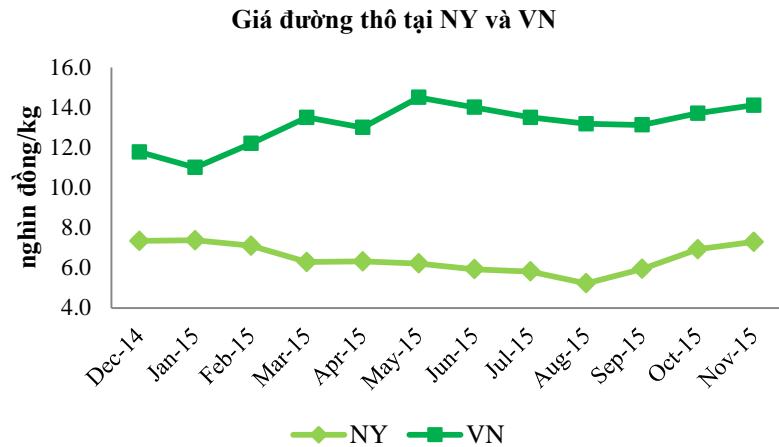
Nguồn: Bộ NN & PTNT, VCBS tổng hợp

Giá đường Thế giới và Việt Nam có xu hướng tăng trở lại.

Trong 8 tháng đầu năm, giá đường thô kì hạn 3 tháng giao dịch tại thị trường New York đã giảm 29% tính từ đầu năm do các số liệu về cung – cầu đường thế giới niên vụ 2014 – 2015 vẫn chưa khả quan với 175,1 triệu tấn đường sản xuất nhưng tiêu thụ chỉ ở mức 170,8 triệu tấn. Tuy nhiên, giá đường bắt đầu xu hướng tăng trở lại khi các dự báo về cung cầu đường 2015 - 2016 cho thấy dấu hiệu lạc quan. Theo đó, tổ chức đường thế giới (ISO) dự báo nhu cầu tiêu thụ sẽ vượt sản lượng sản xuất và thâm hụt mạnh vào vụ tiếp theo do sản lượng mía của 3 nước có sản lượng lớn nhất thế giới là Ấn Độ, Thái Lan và Brazil bị suy giảm từ việc giảm diện tích trồng mía, El Nino,

cũng như nhu cầu sản xuất ethanol.

Tại Việt Nam, giá đường thô loại 1 giao tại các nhà máy có xu hướng tăng từ cuối năm 2014 đến tháng 5/2015 do đường dây buôn lậu đường lớn nhất khu vực Tây Nam bị bắt nên nguồn cung có suy giảm. Tuy nhiên từ tháng 6, đường của HAGL bắt đầu được nhập về gia công với giá cạnh tranh hơn nên các nhà cung cấp phải giảm giá để cạnh tranh. Từ những tháng cuối năm, nhu cầu đường sản xuất bánh kẹo cho dịp Trung thu và dịp Tết trong khi tồn kho đường tại các nhà máy giảm khiến giá đường có xu hướng tăng trở lại.



Nguồn: Indexmundi, VCBS tổng hợp

*quy đổi theo tỷ giá USD/VND của Vietcombank ngày 18/1/2016

Khả năng cạnh tranh với đường trong khu vực vẫn còn yếu. Có thể thấy, chỉ riêng nguồn cung từ các nhà máy sản xuất đường trong nước cũng đã đủ cho nhu cầu tiêu thụ khoảng 1,4 triệu tấn hàng năm. Tuy nhiên, đường nhập khẩu theo hạn ngạch và đường Thái nhập lậu lại được các doanh nghiệp trong nước và người tiêu dùng ưa chuộng hơn do có giá bán rẻ hơn giá đường Việt Nam từ 2 – 3 nghìn đồng/kg dẫn đến dư thừa lượng đường sản xuất tại các nhà máy mỗi năm lên đến hàng trăm nghìn tấn.

Một số nguyên nhân chính dẫn tới suy giảm khả năng cạnh tranh về giá thành mía nguyên liệu và chi phí sản xuất của các nhà máy đường trong nước so với đối thủ chính là Thái Lan:

(1) Năng suất mía của Việt Nam hiện chỉ ở mức 65,3 tấn/ha trong khi của Thái Lan là 68,6 tấn/ha, Brazil và Úc từ 79 – 89 tấn/ha do hầu hết diện tích mía tại Việt Nam không được quy hoạch tập trung mà sản xuất theo hộ nhỏ lẻ nên rất khó để cơ giới hóa cũng như áp dụng các tiến bộ kỹ thuật. Mặt khác, thói quen thu hoạch của người trồng mía thường chặt cao, để lại 3-5% khối lượng thân cây trên ruộng làm mất khoảng 5-7% chữ đường và ở khu vực miền Tây còn phải thu hoạch mía sớm do nước lũ tràn về dẫn đến mía chưa đạt đến chữ đường mong muốn. Hầu hết diện tích mía lại không được tưới nước trong khi năng suất mía có thể tăng từ 100 – 150% nếu được tưới nước đầy đủ. Hiện tại, chữ đường trung bình của Việt Nam chỉ ở khoảng 10 CCS trong khi trung bình của Thái Lan là trên 12 CCS, Brazil và Úc trong khoảng 13 -14 CCS.

(2) Năng suất sản xuất đường tại Việt Nam cũng ở mức thấp với 98,6 kg đường/ tấn mía trong khi của Thái Lan lên tới 106 kg đường/ tấn mía có thể do chữ đường tại Việt Nam thấp nên năng suất sản xuất đường cũng không cao.

Ngoài ra, không những giá bán đường tại các nhà máy của Việt Nam đã cao hơn của Thái Lan mà chi phí từ giá bán buôn tại nhà máy đến giá bán lẻ ngoài thị trường tại Việt Nam còn chênh lệch

từ 2,5 – 4,5 nghìn đồng/kg.

	Giá bán buôn đường RE (nghìn/kg)	Giá bán lẻ đường RE (nghìn/kg)
Việt Nam	14,5 – 16,5	17 – 19
Thái Lan	13,8	14,8

Nguồn: USDA, Agromonitor, VCBS tổng hợp

Các công ty sản xuất đường đạt kết quả kinh doanh trái chiều. DTT của SBT giảm trong khi BHS, LSS và SLS tăng, LNG và LNTT của BHS và SLS tăng nhưng của SBT và LSS lại giảm. Sở dĩ có sự trái ngược về kết quả như vậy là do BHS là công ty hoạt động chủ yếu đến từ bán lẻ nên khi lượng đường nhập lậu năm 2015 giảm đã giúp giá bán và sản lượng của BHS cải thiện. Trong khi đó, SBT chủ yếu bán sỉ đường RE nhưng giá bán loại đường này đã khá cao trong khi giá đường nói chung lại suy giảm nên SBT khó tăng giá. Ngoài ra, giá mía nguyên liệu năm 2015 cũng tăng đã dẫn đến chi phí GVHB tăng và giảm biên LNG.

	DTT		LNG		LNTT	
	Giá trị	-/+ yoy	Giá trị	-/+ yoy	Giá trị	-/+ yoy
SBT	2.067	-10,4%	258,7	-1,5%	208,3	-14%
BHS	2.975	+4,2%	347,5	+12,8%	126,8	+26,7%
LSS	1.641	+4%	170,9	-20%	39,5	-39%
SLS	499,6	+19%	58,4	+13%	49,7	+31%

Triển vọng ngành 2016:

Thị trường đường thế giới sẽ thâm hụt lần đầu sau 5 năm thặng dư nhưng thị trường đường Việt Nam sẽ cân bằng.

Sản lượng đường được dự báo thiếu hụt từ niên vụ 2015-2016. Theo Hiệp hội đường thế giới (ISO), sản lượng đường vụ 2015-2016 dự báo sẽ thiếu hụt đến 3.53 triệu tấn sau 5 năm thặng dư. Nguyên nhân do hiện tượng El Nino có thể gây khô hạn làm giảm sản lượng đường sản xuất dự kiến trong năm 2016 từ các nước xuất khẩu chính ở châu Á như Thái Lan và Ấn Độ. Còn tại Brazil, nước có lượng đường sản xuất cao nhất thế giới dùng 56,8% lượng mía khai thác để sản xuất ethanol và chỉ có 43,2% dùng để sản xuất đường sẽ giúp dịch chuyển một phần sản lượng đường sản xuất sang ethanol. Mặt khác, dự báo nhu cầu thế giới vẫn sẽ tăng đều đặn 2% mỗi năm do ngành công nghiệp chế biến thực phẩm tại châu Á phát triển mạnh. Như vậy, với dự báo nguồn cung ở mức 169,4 triệu tấn trong khi nhu cầu khoảng 172,9 triệu tấn, thị trường đường thế giới có khả năng sẽ thiếu hụt khoảng 3,5 triệu tấn đường trong niên vụ 2015/2016.

Tương tự tại Việt Nam, sản lượng tồn kho hiện đã giảm 50% so với cùng kỳ năm trước cộng với diện tích trồng mía giảm có thể làm giảm 20% sản lượng mía. Ngoài ra, giá đường thế giới tăng và việc kiểm soát chặt chẽ của cơ quan chức năng sẽ giúp giảm sản lượng đường nhập lậu từ Thái Lan. Tuy nhiên, lượng đường nhập khẩu trong hạn ngạch WTO năm 2016 sẽ tăng lên 86 nghìn tấn đường so với 81 nghìn tấn đường của năm 2015 cùng với đường nhập từ Lào sẽ vẫn làm tăng lượng cung đường trong năm 2016. Như vậy, trong năm 2016, việc thiếu hụt nguồn cung như trên thị trường thế giới sẽ khó diễn ra với thị trường Việt Nam, nhiều khả năng cung-cầu sẽ giữ ở mức cân bằng.

Giá đường thế giới và giá đường Việt Nam sẽ ổn định vào 2016. Nhờ các dự báo cung cầu khá lạc quan, giá đường thô tương lai tại New York được Morgan Stanley dự báo có thể tăng lên 17,3 cents/pound trong năm 2016 (so với mức 15,2 cents/pound vào cuối năm 2015). Tuy nhiên, với tình hình kinh tế Brazil đang đi xuống và giá dầu giảm mạnh có thể làm giảm giá xăng ethanol và tăng lượng đường sản xuất tại Brazil. Vì vậy, chúng tôi cho rằng giá đường thế giới sẽ chỉ ổn định

do cung cầu cân bằng chứ chưa thể tăng mạnh. Tương tự, tại Việt Nam, với việc sản lượng tồn kho hiện đã giảm 50% so với năm trước cộng với diện tích trồng mía giảm có thể làm giảm 20% sản lượng mía so với năm trước trong khi thị trường tiêu thụ tăng trưởng ổn định sẽ giúp cân bằng cung cầu và ổn định giá bán đường.

Thách thức từ các hiệp định thương mại là động lực để các doanh nghiệp nâng cao năng suất. Hiệp định thương mại biên giới Việt – Lào đã được ký sẽ quy định 0% thuế NK và 0% thuế VAT, không rào cản kỹ thuật, không hạn chế số lượng sẽ là thách thức lớn đối với ngành mía đường Việt Nam. Ngoài ra, trong năm 2016 khi Việt Nam chính thức tham gia TPP, việc cắt giảm thuế NK trong hạn ngạch cho các quốc gia từ khối TPP như Mỹ, Mexico, Úc... trong 3 năm tới sẽ khiến cạnh tranh giá đường trong nước trở nên gay gắt hơn. Vì vậy, các doanh nghiệp sản xuất đường Việt Nam phải tranh thủ cắt giảm giá thành sản xuất bằng việc ổn định và mở rộng vùng nguyên liệu để đảm bảo đủ nguyên liệu sản xuất và giảm giá thành mía nguyên liệu. Cụ thể, CTCP mía đường Thành Thành Công (Tây Ninh) đã sang Campuchia để thuê đất trồng khoảng 3.000 ha cho niên vụ 2015-2016. Ngoài ra, việc chủ động nguồn nguyên liệu sẽ giúp các nhà máy nâng cao năng suất mía nguyên liệu nhờ kết nối được khu vực trồng mía rộng lớn có thể áp dụng tiến bộ kỹ thuật về tưới tiêu và phân bón vào vùng mía nguyên liệu.

Doanh nghiệp triển vọng:

SLS: Khuyến nghị NẮM GIỮ

Khuyến nghị NẮM GIỮ SLS

CTCP Mía đường Sơn La (SLS) được thành lập từ năm 1997 dưới sự quản lý của Nhà nước nhưng do hoạt động thua lỗ nên được Công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp – Bộ tài chính (DATC) mua lại nợ cũng như tái cơ cấu và chuyển đổi thành CTCP Mía đường Sơn La. Đây là một trong những thương vụ tái cấu trúc thành công điển hình trong năm 2015. Hiện công ty có 2 cổ đông lớn nhất là bà Trần Thị Thái và Công ty TNHH Thái Liên (sở hữu 42,43% cổ phần). Gia đình bà Trần Thị Thái còn nắm giữ cổ phần của ba công ty mía đường khác là mía đường Sóc Trăng, mía đường Cần Thơ và mía đường Kontum.

SLS có lợi thế hơn các doanh nghiệp cùng ngành ở việc sở hữu vùng nguyên liệu ổn định với ít sự cạnh tranh thu mua từ các nhà máy khác, năng suất mía khá cao ở mức 70 tấn/ha so với trung bình ngành là 65 tấn/ha cũng như hệ thống phân phối đường của công ty Kim Hà Việt (thuộc sở hữu của gia đình bà Trần Thị Thái) giúp nâng cao sản lượng đường tiêu thụ, chi phí lãi vay đường như không có do không sử dụng các công cụ đòn bẩy tài chính. Hiện tại, công suất của SLS chỉ ở mức 2.700 TMN và sản lượng đường sản xuất là 29 nghìn tấn (tương đương 2% sản lượng cả nước). Trong 9T.2015, KQKD của SLS có bước tăng trưởng đột biến với DTT đạt 528 tỷ đồng (+50% yoy), LNG đạt 84,8 tỷ đồng (+108% yoy) và LNTT đạt 75,5 tỷ đồng (+156% yoy). DTT tăng mạnh vì đã hoàn thành tái cấu trúc và do chính sách siết chặt các hình thức nhập lậu và thị trường xuất khẩu Trung Quốc. Biên LNG cải thiện gấp đôi cùng kỳ ở mức 16,4% nhờ biên LNG của SLS trong năm 2014 ở mức rất thấp, giá bán buôn đường của SLS trong năm 2015 tăng gần 2 nghìn đồng so với năm 2014 và chi phí mua mía nguyên liệu vụ 2014 – 2015 chỉ ở mức 850 nghìn đồng/tấn so với 900 nghìn đồng/tấn ở vụ trước. VCBS dự phòng DTT và LNTT 2015 của SLS có thể lần lượt đạt 579 tỷ đồng (+40,5% yoy) và 75,4 tỷ đồng (+233% yoy). Cổ tức năm 2015 của SLS khá cao ở mức 60% và có thể duy trì ổn định vào những năm sau.

Trong năm 2016, DTT và LNTT của SLS có thể lần lượt đạt 657 tỷ đồng (+13,6% yoy) và 84,5 tỷ đồng (+8% yoy) nhờ DT từ mía đường tăng thêm 15% yoy khi nhà máy vừa mở rộng thêm 17% công suất, đạt 2.700 TMN. LNST 2016 tương ứng đạt 76 tỷ đồng. EPS forward đạt 11.176 đồng/CP, P/E forward đạt 4,47 lần, khá thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong năm 2017, SLS có thể mở rộng thêm công suất đạt 3.500 TMN bằng vốn vay và vốn tự có. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá ngành mía đường trong năm 2016 vẫn còn nhiều rủi ro do: (1) sản lượng đường nhập từ các nước láng giềng có thể gây thêm áp lực cho giá đường (2) diện tích mía nguyên liệu sụt giảm dẫn đến tăng đầu vào chi phí mía nguyên liệu. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM**

GIỮ ĐỐI VỚI CỔ PHIẾU SLS DỰA TRÊN TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH SAU KHI TÁI CẤU TRÚC THÀNH CÔNG.

Ngành Dược phẩm

Diễn biến ngành 2015:

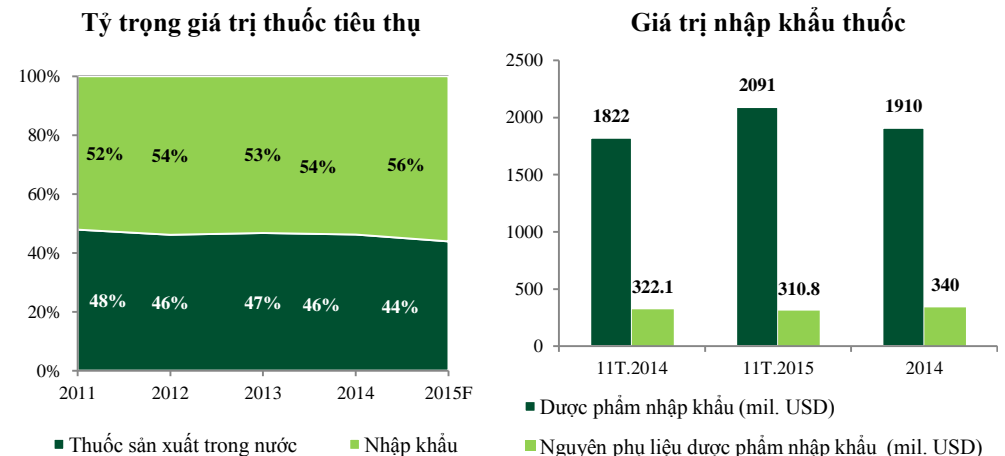
Giá trị thuốc sản xuất trong nước tăng trưởng chậm, tập trung vào nhóm thuốc cơ bản.

Theo ước tính của BMI giá trị thuốc tiêu thụ của Việt Nam năm 2015 ước đạt 4,18 tỷ USD (+9,43% yoy) thấp hơn so với mức tăng trưởng 15,57% năm 2014.

Mặc dù giá trị sử dụng thuốc trong nước tiếp tục tăng trưởng tốt, ước đạt 4,18 tỷ USD năm 2015; tuy nhiên giá trị thuốc sản xuất trong nước chỉ mới chiếm khoảng 44% tổng giá trị sử dụng thuốc và đang có xu hướng giảm dần tỷ trọng trong giai đoạn 2011-2015 do:

- (1) Tác động của Thông tư hướng dẫn đấu thầu thuốc 36/2013 khiến giá thuốc đầu thầu vào bệnh viện giảm mạnh và tạo áp lực cạnh tranh lớn trên thị trường OTC.
- (2) Cục Quản lý Dược siết chặt quy định đăng ký thuốc khiến số lượng thuốc đăng ký mới suy giảm.

Theo thông tin từ Cục Quản lý Dược, hiện nay thuốc trong nước chủ yếu là các loại thuốc bào chế đơn giản. Rất nhiều hoạt chất có trên 100 số đăng ký, như paracetamol: 783 số; clorpheniramin: 280 số hay cefixim: 191 số, hoạt chất hạ nhiệt và giảm đau có 260 thuốc cùng tên, vitamin và thuốc bổ có 223 thuốc cùng tên. Điều này dẫn đến tình trạng cạnh tranh về giá gay gắt giữa các công ty dược.

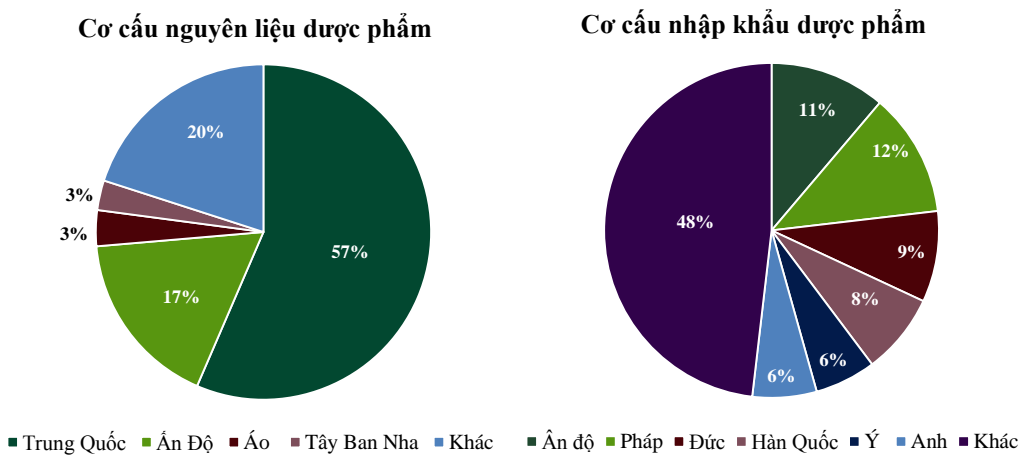


Nguồn: Bộ Y tế, Tổng cục Hải quan

Kim ngạch nhập khẩu thuốc tăng 14,8% trong khi giá trị nguyên phụ liệu nhập khẩu giảm 3,5%.

Trong 11T.2015, kim ngạch nhập khẩu thuốc đạt 2,1 tỷ USD, tăng 14,8% so với cùng kỳ 2014. Trong đó, thuốc từ Pháp chiếm tỷ trọng lớn nhất (12%, +26% yoy), tiếp theo là Ấn Độ (11,2%, -15,1% yoy) và Đức (8,8%, -8,9% yoy).

Mặt khác, tổng giá trị nguyên phụ liệu dược phẩm ghi nhận mức giảm 3,5% trong 11T.2015, đạt 310,8 triệu USD. Trung Quốc vẫn đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu nhập khẩu nguyên liệu đầu vào với tỷ trọng 55% (-9,3% yoy), gấp 3 lần so với quốc gia thứ hai là Ấn Độ (16,2%, -3,5% yoy).



Nguồn: Tổng cục Hải Quan

Tương quan các doanh nghiệp trong ngành:

KQKD năm 2015 của hầu hết các DN niêm yết duy trì hoặc tăng nhẹ so với cùng kỳ.

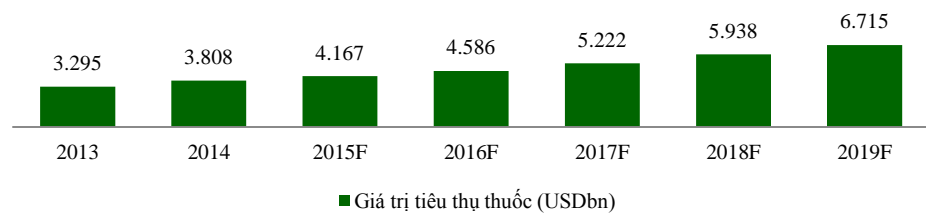
Kết quả kinh doanh giảm sút trong nửa đầu năm nhưng đã có sự phục hồi tốt vào Q3.2015 do kết quả của quá trình tái cơ cấu hệ thống phân phối của các doanh nghiệp.

Kết quả kinh doanh 9T.2015					
Doanh nghiệp	DT (tỷ đồng)	+/- yoy	LNST (tỷ đồng)	+/- yoy	Chú thích
DBT	398	-5,15%	10,41	-36,87%	-
DCL	481	-5,73%	39,68	+18,09%	Do đã trích lập dự phòng 2014
DHG	2,459	-5,48%	425,88	+2,97%	-
DHT	711	+15,03%	25,24	-11,03%	-
DMC	861	-21,83%	100,53	+5,41%	Hạ tỷ trọng hàng kinh doanh
OPC	525	+9,62%	56,90	+22,01%	-
PMC	282	+6,42%	46,71	+2,07%	-
PPP	71	-16,79%	4,83	+253,04%	-
SPM	45	+12,92%	20,86	-49,80%	Sửa chữa nhà máy
TRA	1,439	+26,89%	138,36	+17,40%	Giải quyết xong vấn đề kênh phân phối
VMD	8,719	+3,69%	44,86	+205,65%	Hàng nhập khẩu ủy thác
IMP	629	+6,4%	70,58	+11,18%	Đẩy mạnh bán hàng OTC

Triển vọng ngành 2016:

Năm 2016, theo BMI, tốc độ tăng trưởng giá trị tiêu thụ thuốc của Việt Nam tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao, ước tính khoảng 10,2% nhờ cơ cấu dân số trẻ, thu nhập và mức độ quan tâm đến các vấn đề sức khỏe ngày càng cao.

Dự báo giá trị tiêu thụ thuốc



Nguồn: (BMI) Vietnam Pharmaceuticals & Healthcare Report 12/2015

Tập trung vào thị trường OTC: Bộ Y tế đã xây dựng Dự thảo Thông tư liên tịch Quy định việc lựa chọn nhà thầu cung cấp thuốc cho các cơ sở y tế (vẫn đang trong quá trình xin ý kiến), bổ sung thêm mục Tiêu chuẩn đánh giá về giá trong đó quy định thêm các phương pháp nhằm giảm bớt tình trạng thuốc có giá thấp nhưng chất lượng không tốt trúng thầu vào bệnh viện như hạn chế của Thông tư 31/2014/TT-BYT, đồng thời quy định ưu đãi đối với các thuốc có chi phí sản xuất trong nước lớn hơn $\geq 25\%$. Mặc dù vậy, thông tư này cần được sự thông qua của Bộ Y tế, Bộ Tài Chính và Bộ Kế hoạch và Đầu tư, do đó chúng tôi cho rằng khó có khả năng được ban hành trong nửa đầu năm 2016. Do vậy, các doanh nghiệp dược tiếp tục tập trung vào thị trường OTC làm tăng mức độ cạnh tranh của thị trường này. Như vậy, doanh thu của các DN cũng khó có khả năng tăng trưởng mạnh.

TPP chưa có ảnh hưởng tới thị trường dược Việt Nam: Mức thuế hiện tại đối với mặt hàng dược phẩm là khá thấp 2,5%, do đó việc dỡ bỏ hàng rào thuế quan khi gia nhập sẽ không ảnh hưởng nhiều đến thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, vấn đề cần quan tâm đối với các doanh nghiệp định hướng sản xuất các thuốc đặc trị generic là các quy định về bảo hộ bản quyền thuốc gốc.

Luật Dược (sửa đổi): Dự kiến sẽ được ban hành vào tháng 3/2016 trong đó một số điểm sửa đổi đang chú ý:

- (1) Kết hợp đầu tư ngân sách với huy động các nguồn lực khác cho phát triển công nghiệp sản xuất thuốc generic, vắc xin, thuốc dược liệu và hóa dược.
- (2) Ưu tiên sử dụng thuốc sản xuất trong nước đáp ứng yêu cầu điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp tại các cơ sở y tế nhà nước, các chương trình y tế quốc gia và trong đấu thầu mua thuốc từ nguồn ngân sách nhà nước, nguồn kinh phí bảo hiểm y tế.

Tăng thời hạn cấp số đăng ký thuốc (chủ yếu ảnh hưởng tới thuốc phát minh) và thay đổi quy định 5 năm về thử thuốc lâm sàng để thuận lợi hơn trong việc tiếp cận các thuốc mới.

Một số doanh nghiệp triển vọng: **DMC: Triển vọng dài hạn tốt - Định giá thấp - MUA**

DMC: Khuyến nghị MUA

LNST tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ mặc dù DT giảm do hạ tỷ trọng mảng thuốc kinh doanh.

Kết quả kinh doanh 2015

Doanh thu năm 2015 của DMC thấp hơn so với cùng kỳ, ước đạt 1.412 tỷ đồng (-14,82% yoy, 86,48% KH). Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận của DMC được cải thiện đáng kể, trong đó tỷ suất LNG tăng từ mức 25,47% năm 2014 lên 29,27% nhờ vào:

- (1) Tái cơ cấu danh mục thuốc: Tập trung vào dòng thuốc đặc trị thể mạnh có biên lợi nhuận cao, hạ tỷ trọng mảng thuốc kinh doanh.
- (2) Giảm thiểu 5,7 tỷ đồng chi phí lãi vay nhờ việc tắt toán toàn bộ các khoản vay ngắn hạn

Theo đó, LNST năm 2015 ước đạt 141,16 tỷ đồng (+6,68% yoy, hoàn thành 96,03% KH).

Triển vọng dài hạn khả quan

Mặc dù năm 2016 được đánh giá tiếp tục là một năm khó khăn đối với các doanh nghiệp dược. Tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng của DMC dựa trên các cơ sở sau:

- (1) **Định hướng phù hợp:** Tập trung vào danh mục thuốc đặc trị, thuốc generic ít bị cạnh tranh, đồng thời tiếp tục đẩy mạnh các hoạt động quảng cáo, tiếp thị cho các sản phẩm Đông dược của mình.
- (2) **Hỗ trợ của Abbott:** Bổ nhiệm ông Andrew Hamish Lane (một lãnh đạo có kinh nghiệm lâu năm trong thị trường Dược phẩm mới nổi) làm thành viên Hội đồng Quản Trị và bà Lương Thị Hương Giang làm Tổng Giám đốc. Do đó, triển vọng dài hạn của Domesco rất tốt dựa trên cơ hội phân phối thuốc cho Abbott và CFR cũng như cơ hội tiếp cận những công thuốc đặc trị chưa được sản xuất ở Việt Nam.
- (3) **Dự án nhà máy Non-betalactam** mới đã hoàn thành xong khâu thiết kế. Hiện tại, công ty đang cân nhắc các ưu đãi thuế của chính quyền địa phương để quyết định địa điểm xây dựng. Nhà máy mới có tổng mức đầu tư khoảng 25 triệu USD, có công suất thiết kế 4 tỷ đơn vị thuốc/năm và sẽ được xây dựng theo tiêu chuẩn FDA-US. Nhiều khả năng, dự án sẽ được khởi công trong Q1.2016 và hoàn thành trong khoảng thời gian 2017-2018. Abbott cam kết sẽ tư vấn thiết kế nhà máy Non-betalactam mới của DMC đạt tiêu chuẩn FDA-US. Với sự tham gia của Abbott ngay từ khâu thiết kế, VCBS kì vọng nhà máy mới sẽ được chứng nhận FDA-US ngay trong lần xét duyệt đầu tiên.
- (4) **Dự thảo Thông tư** liên tịch Quy định việc lựa chọn nhà thầu cung cấp thuốc cho các cơ sở y tế nếu được thông qua trong năm 2016 sẽ tháo gỡ những khó khăn về hệ điều trị cho các doanh nghiệp Dược trong nước.

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2016 sẽ lần lượt đạt 1.480 tỷ đồng DT (+4,8% yoy) và 145 tỷ đồng LNST (+0,7% yoy). Các chỉ số EPS forward và P/E forward được tính toán sẽ rơi vào khoảng 5.446 đồng/cp và 7,22 lần. VCBS khuyến nghị MUA cổ phiếu DMC với giá mục tiêu 51.235 đồng/cổ phiếu (+28,4% so với mức giá ngày 14/01/2016).

Ngành Thép

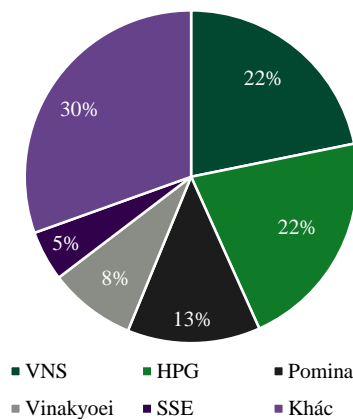
Diễn biến ngành 2015:

Toàn ngành thép tăng trưởng mạnh về mặt sản lượng, mức độ cạnh tranh ngày một lớn từ trong và ngoài nước khiến cho giá bán giảm sâu.

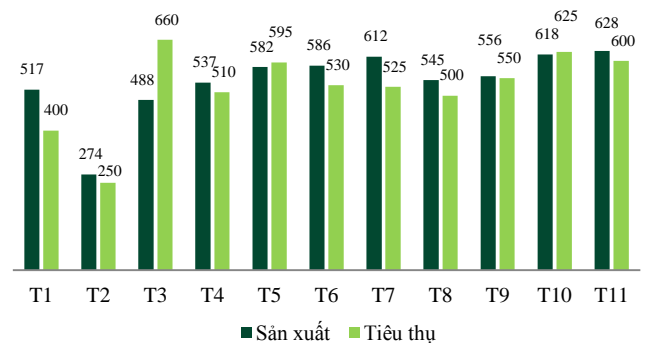
Thị trường thép xây dựng

Lũy kế 11T.2015, tổng sản lượng sản xuất đạt 6.108.711 tấn (+30,1% yoy) và sản lượng bán hàng đạt 5.896.777 tấn (+24,3% yoy). Nguồn cung tăng trưởng mạnh nhờ vào sự hồi phục của thị trường bất động sản trong thời gian gần đây, đồng thời việc giá thép giảm cũng tạo động lực cho việc đẩy mạnh tiêu thụ. Nhìn chung, tình trạng dư cung vẫn tiếp diễn trong năm 2015 do việc chạy đua tăng sản lượng sản xuất nhằm giữ thị phần giữa các doanh nghiệp lớn trong ngành cùng với việc thép Trung Quốc đang thâm nhập thị trường nội địa sẽ khiến cho tình trạng dư thừa công suất thêm trầm trọng. Hệ quả dẫn đến là lượng tồn kho thép xây dựng vẫn tương đối lớn, đến cuối tháng 11/2015, lượng thép tồn kho đạt 440.558 tấn (+8,9% yoy), tương đương 82% sản lượng tiêu thụ trung bình mỗi tháng trong năm 2015.

Trong năm 2015, nhóm Vinasteel tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu với 21,81% thị phần, Hòa Phát bứt phá đuổi sát theo sau với 21,47%. Những vị trí còn lại trong nhóm dẫn đầu vẫn được giữ nguyên với Pomina (12,9%), Vinakyo (8,4%), SSE (4,9%). Tuy nhiên, khoảng cách giữa 2 doanh nghiệp đầu ngành so với nhóm còn lại ngày một lớn, từ đó có thể thấy ngành thép đã phân hóa rõ nét dựa trên khả năng cạnh tranh của mỗi doanh nghiệp. Điển hình là HPG với ưu thế quy mô và công nghệ lò cao được hưởng lợi khi giá quặng sắt giảm đã nhanh chóng chiếm được thị phần từ các doanh nghiệp nhỏ và kéo giãn khoảng cách trong ngành.

Thị phần ngành thép xây dựng 11T.2015**Sản lượng thép sản xuất và tiêu thụ 11T.2015**

Đơn vị: triệu tấn



Nguồn: VSA, VCBS tổng hợp

Giá bán thép xây dựng tiếp tục giảm sâu kể từ đầu năm do (1) cạnh tranh về mặt thị phần giữa các công ty lớn, (2) tồn kho vẫn còn nhiều, (3) giá nguyên liệu đầu vào bao gồm quặng sắt, phôi thép tiếp tục có xu hướng giảm tạo điều kiện cho doanh nghiệp hạ giá để tăng cường tiêu thụ. Cập nhật tới tháng 11/2015, giá thép xây dựng đang dao động ở mức 9,3 triệu – 9,7 triệu đồng/tấn, đã giảm 6,8% so với quý 3 và 24% so với cùng kỳ năm ngoái.

Cập nhật thị trường thép ống:

Trong 11 tháng đầu năm 2015, sản xuất ống thép tiếp tục tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ 2014. Sản xuất đạt 1.277.109 tấn (+27,6% yoy), bán hàng đạt 1.282.590 tấn (+24,5% yoy). Lượng xuất khẩu đạt 126.115 tấn (-10,1% yoy), chỉ tương đương 9,83% tổng sản lượng tiêu thụ. Như vậy so với năm ngoái, nguồn cầu nội địa đối với mặt hàng ống thép hàn đang tăng lên đáng kể. Lũy kế 11T.2015, tổng lượng tồn kho chỉ ở mức 33.638 tấn, bằng 28,8% lượng hàng trung bình tiêu thụ trong 1 tháng. Trong những năm gần đây, mặt hàng ống thép là mặt hàng có tốc độ tăng trưởng tốt nhất trong ngành, với lượng hàng tồn kho không nhiều, giá bán ổn định hơn so với thép xây dựng. Hiện tại, dẫn đầu thị phần mảng ống thép là HPG (23,13%) và HSG (19,10%), trong đó mặt hàng chủ lực của HPG là ống đen, của HSG là ống mạ.

Cập nhật thị trường tôn mạ:

Trước diễn biến giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục trong xu hướng giảm dài hạn, sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng khá tích cực. Lũy kế 11T.2015, sản xuất tôn mạ kim loại (KL) và sơn phủ màu (SPM) đạt 2.787.285 tấn (+17% yoy), bán hàng đạt 1.870.963 (+15% yoy). Tuy nhiên, tình hình kinh doanh các mặt hàng tôn mạ không còn tốt như trước khi lượng tồn kho lũy kế lên tới 157.700 tấn, tương đương với 92,7% sản lượng tiêu thụ trung bình 1 tháng. HSG tiếp tục dẫn đầu mảng tôn mạ kim loại và sơn phủ màu với 37,5% thị phần, theo sau là NKG với 13,8%. Nhìn chung bức tranh mảng tôn mạ khá tương tự mảng thép xây dựng khi những doanh nghiệp đầu ngành với lợi thế chi phí sản xuất thấp và công nghệ cao đang từng bước giành lấy thị phần khỏi những doanh nghiệp nhỏ lẻ.

Tình hình xuất khẩu – nhập khẩu:

Theo số liệu từ Tổng cục Hải quan, lượng nhập khẩu sắt thép các loại trong 11T.2015 đạt 13,85 triệu tấn, (+33% yoy) nhưng đơn giá bình quân chỉ đạt 490 USD/tấn (-26% yoy), – mức thấp nhất trong vòng 8 năm qua nên tổng giá trị nhập khẩu chỉ đạt 6,79 tỷ USD (-1,6% yoy). Trong đó, lượng nhập khẩu lớn nhất đến từ Trung Quốc với 61% tổng sản lượng (+58,3% yoy). Phân loại theo sản phẩm, lượng phôi thép nhập khẩu ước đạt 1,78 triệu tấn (+198% yoy), thép cuộn- cây đạt 1,62 triệu tấn (+88% yoy) và tôn kim loại sơn phủ màu đạt 1,43 triệu tấn (+88% yoy), thép phế

ước đạt 3,15 triệu tấn (-6,5% yoy). Lượng nhập khẩu vẫn chủ yếu là thép phế phục vụ sản xuất lò hồ quang điện. Tuy nhiên, từ xu hướng nhập khẩu các loại mặt hàng, có thể thấy các doanh nghiệp thép sử dụng lò điện đang thu hẹp sản xuất do thua lỗ, trong khi lượng thép thành phẩm giá rẻ đang tràn về Việt Nam phục vụ nhu cầu đang tăng nhanh đến từ bất động sản.

Ở chiều ngược lại, lượng xuất khẩu đang chững lại rõ rệt khi 11T.2015 chỉ đạt 1,68 triệu tấn (+3% yoy) với khối lượng giảm liên tục từ đầu năm tới nay. Tổng kim ngạch xuất khẩu chỉ đạt 1,7 tỷ USD (-10,4% yoy). Lượng xuất khẩu suy giảm chủ yếu do nhu cầu nội địa tăng cao, các doanh nghiệp tập trung chủ yếu vào tăng công suất để tranh giành thị phần trong nước. Thêm vào đó, họ cũng nhận định thép Việt Nam khó có thể cạnh tranh về giá với thép Trung Quốc do không có ưu thế về quy mô khiến chi phí sản xuất và vận chuyển trên từng đơn vị sản phẩm cao hơn.

Triển vọng ngành 2016:

Năm 2016 sẽ tiếp tục khó khăn 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.

Dự báo trong năm 2016, **ngành thép sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn do:**

- (1) **Tình trạng dư cung có thể tiếp tục kéo dài** do các doanh nghiệp không chịu cắt giảm sản lượng để giữ vững thị phần, thậm chí một số doanh nghiệp lớn như HPG, HSG sẽ chuẩn bị hoàn thành kế hoạch tăng công suất trong năm 2016.
- (2) **Giá bán thành phẩm thép tiếp tục giảm** theo xu hướng của giá nguyên liệu đầu vào, nguồn cung dồi dào từ trong và ngoài nước sẽ đẩy giá thép xuống sâu trong những năm tới. Lượng tồn kho thép xây dựng lớn, trong khi giá nguyên liệu lẫn thành phẩm vẫn đang tiếp tục giảm khiến chi phí trích lập giảm giá hàng tồn kho tăng cao.
- (3) **Cạnh tranh trong ngành ngày một khốc liệt**, khi những doanh nghiệp sử dụng công nghệ lò điện lạc hậu đang dần bị thị trường loại bỏ, thị phần tiếp tục cô đặc hơn và tập trung về tay những doanh nghiệp lớn, có lợi thế về chi phí sản xuất.
- (4) **Cạnh tranh từ thép Trung Quốc nhập khẩu** tiếp tục là mối quan tâm lớn của tất cả các doanh nghiệp nội địa. Do kinh tế tăng trưởng chậm lại, quy hoạch ngành thép với công suất thiết kế quá lớn khiến cho lượng cung hàng vượt xa so với cầu tiêu dùng nội địa đang yếu đi rõ rệt, các doanh nghiệp thép Trung Quốc bắt buộc phải tìm cách để xuất khẩu, dù cho phải bán với giá thấp hơn chi phí sản xuất, và Việt Nam trở thành thị trường lý tưởng do thị trường BĐS đang có xu hướng hồi phục, vị trí địa lý kề bên giúp tiết kiệm chi phí vận chuyển. Trong 10T.2015, lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc đã tăng 61,6% về lượng nhưng chỉ tăng 0,2% về trị giá (chiếm 75% tổng lượng phi nhập khẩu, và 55,6% kim ngạch nhập khẩu thép) cho thấy sự quyết liệt trong việc phá giá sản phẩm thép xuất khẩu sang Việt Nam nhằm tiêu thụ hàng tồn kho. Bên cạnh đó, để có thể tránh thuế, phi thép Trung Quốc nhập về được bổ sung các nguyên tố Bo, Crom để hưởng mức thuế ưu đãi đối với thép hợp kim là 0% thay vì 9%.
- (5) **Một số chính sách bảo hộ mới trong năm 2016 có thể hạ sức nóng cạnh tranh từ thép Trung Quốc, song chúng tôi cho rằng mức độ sẽ không đáng kể.** Theo dự thảo sửa đổi Thông tư 164, Bộ Tài chính dự kiến tăng mức thuế nhập khẩu ưu đãi với mặt hàng phi thép lên 10%, đối với mặt hàng thép hợp kim lên 15%. Đồng thời, Bộ Xây dựng cũng yêu cầu nghiêm ngặt hơn đối với thép xây dựng dùng trong công trình.

Các biện pháp phòng vệ bằng thuế quan mặc dù có tác động tích cực. Tuy nhiên, mức độ hiệu quả có thể sẽ không cao như kỳ vọng do cam kết tại các hiệp định tự do thương mại đã hạn chế mức trần đối với thuế ưu đãi mặt hàng thép ở mức 10-15%. Đặc biệt, ACFTA với Trung Quốc quy định năm 2018 sẽ đưa mức thuế nhập khẩu thép hợp kim về 0% theo lộ trình. Trong khi đó, chi phí sản xuất của các doanh nghiệp thép Trung Quốc thấp hơn rất nhiều so với Việt Nam nhờ vào ưu đãi thuế (ở mức 5%, bằng khoảng 1/3 mức thuế trung bình doanh nghiệp Việt Nam đang phải chịu), và lợi thế về quy mô sản xuất giúp cho giá thành của sản phẩm thép Trung Quốc rẻ đáng kể, thêm vào đó, các nhà sản xuất Trung Quốc tiếp tục chịu lỗ bán ra để nhanh chóng thu hồi vốn

hiến cho giá bán thép tiếp tục giảm sâu (-30% yoy).

Formosa chưa phải mối đe dọa đối với các doanh nghiệp thép nội địa trong ngắn và trung hạn.

Bên cạnh thép nhập khẩu, nhân tố cạnh tranh thị phần với các doanh nghiệp trong nước sẽ đến từ khu liên hiệp gang thép Formosa tại Hà Tĩnh với mức đầu tư sản xuất trên quy mô lớn và công nghệ lò cao hiện đại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn Formosa vẫn chưa là mối đe dọa lớn với các doanh nghiệp nội địa bởi hoạt động chủ yếu của Formosa trong giai đoạn 1 tập trung vào sản xuất nguyên liệu cho ngành thép (phôi thép và thép cuộn nóng) và xuất khẩu sang Malaysia, Thái Lan.

Trong trung hạn, rủi ro không tiêu thụ được hàng hóa tại nước ngoài và trở lại cạnh tranh tại Việt Nam của Formosa là không lớn do:

- (1) Mặt hàng chủ yếu trong giai đoạn 1 của Formosa là thép dẹt (87% công suất), không cạnh tranh trực tiếp với mảng thép xây dựng của các doanh nghiệp thuộc các nước sở tại. (Lưu ý rằng, mặt hàng thép dẹt tại khu vực Đông Nam Á vẫn chưa có nhiều doanh nghiệp sản xuất, tỷ lệ nhập khẩu vẫn là 92%).
- (2) Vị trí địa lý thuận lợi tại cảng Vũng Áng giúp tiết kiệm chi phí vận chuyển sang Malaysia và Thái Lan so với các đối thủ tại Nhật và Trung Quốc, kèm theo đó là ưu đãi thuế xuất khẩu 0% giúp nâng cao vị thế cạnh tranh của Formosa trên thị trường tiêu thụ.

Doanh nghiệp triển vọng:

HPG: Khuyến nghị NẮM GIỮ

Trong năm 2015, HPG là một trong số ít doanh nghiệp đạt kết quả kinh doanh khả quan nhờ (1) giá nguyên liệu đầu vào chủ yếu bao gồm than cốc và quặng sắt giảm nhanh hơn so với tốc độ giảm giá của thép thành phẩm giúp cho biên lợi nhuận gộp cải thiện, (2) thị phần tiếp tục được mở rộng nhờ ưu thế về chi phí sản xuất giúp HPG đứng vững trước áp lực cạnh tranh, (3) chính sách bán hàng linh hoạt, mở rộng thị trường xuống phía Nam đầy tiềm năng.

Tuy nhiên, mảng sản xuất thép trong năm 2016 của HPG vẫn còn nhiều thử thách. Đà giảm giá bán sản phẩm thép chưa có dấu hiệu chững lại khi nguồn cung đến từ Trung Quốc vẫn còn rất dồi dào trong khi các biện pháp phòng vệ thương mại bị hạn chế. Biên lợi nhuận gộp sẽ giảm do (1) giá thép thành phẩm sẽ giảm gần tương ứng với giá quặng sắt; (2) áp lực từ việc gia tăng thị phần khi giai đoạn 3 khu liên hiệp gang thép đi vào hoạt động; (3) Thêm chi phí vận chuyển khi HPG mở rộng thị trường miền Nam; (4) Thêm chi phí khấu hao khi giai đoạn 3 khu liên hiệp gang thép đi vào hoạt động trong năm 2016. Mặc dù biên lợi nhuận gộp những năm tới của HPG sẽ thu hẹp lại nhưng vị thế và thị phần trong ngành sẽ tăng lên đáng kể.

Máng bắt động sản trong năm tới sẽ không khởi sắc khi nguồn thu từ dự án Mandarin Garden chỉ còn rất ít, dự án Hoàng Mai đến năm 2017 mới mở bán. Máng thức ăn chăn nuôi vẫn là một ẩn số, hiện tại rủi ro từ hiệp định TPP ảnh hưởng tiêu cực lên ngành chăn nuôi Việt Nam là rất lớn. Bên cạnh đó, thị trường thức ăn chăn nuôi trong nước rất cạnh tranh và bị kiểm soát 60% bởi các doanh nghiệp FDI. Chúng tôi cho rằng kế hoạch doanh thu 3.000 tỷ đồng trong năm tới có thể thực hiện, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp sẽ không được cao do dự án mới chỉ bắt đầu, khả năng trong 3-5 năm tới chưa sinh ra lợi nhuận đáng kể.

Năm 2016 được nhận định là một năm khó khăn đối với toàn ngành thép nói chung và HPG nói riêng. Với ưu thế về chi phí sản xuất và công nghệ, đây là cơ hội để HPG mở rộng thị phần cũng như thị trường tiêu thụ phía nam. Câu chuyện của HPG vẫn còn rất dài phía trước, nền tảng cơ bản vững vàng của HPG cho phép nhà đầu tư kỳ vọng một sự tăng trưởng từ nửa sau năm 2016.

Dự phóng KQKD 2015, doanh thu thuần HPG đạt 27.457 tỷ đồng (+8% yoy), LNST đạt 4.064 tỷ đồng (+22% yoy), theo đó EPS forward đạt 5.544 đồng/cp. Sản lượng thép xây dựng đạt 1,38 triệu tấn với thị phần 21,5%, tuy nhiên giá bán cuối năm đã giảm về còn 9,1 triệu đồng/tấn khiến cho tốc độ tăng trưởng doanh thu chậm lại đáng kể. Sang năm 2016, doanh thu được kỳ vọng sẽ

tiếp tục tăng nhẹ, tuy nhiên, do biên lợi nhuận gộp thu hẹp sẽ khiến cho LNST tăng trưởng chậm lại. Dự báo, DTT đạt 29.849 tỷ đồng (+9% yoy), LNST đạt 4.073 tỷ đồng (+0,2% yoy), với EPS 5.556 đồng/cp. Giá trị hợp lý của HPG đạt 29.916 đồng/cp theo 2 phương pháp FCFF và so sánh tương đối. Mặc dù lợi nhuận năm tới dự báo chỉ tăng nhẹ, nhưng với nền tảng cơ bản vững vàng và triển vọng tăng thị phần trong dài hạn, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cho mục tiêu dài hạn đối với cổ phiếu HPG.

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

Trần Anh Tuấn, CFA

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

Trần Minh Hoàng

Kinh tế trưởng

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Trưởng nhóm Phân tích Doanh nghiệp

lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Huy

Trưởng nhóm Phân tích Doanh nghiệp

nqhuy@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Tú

nqtu@vcbs.com.vn

Lê Thu Hà

ltha_ho@vcbs.com.vn

Trần Quý Tùng

tqtung@vcbs.com.vn

Nguyễn Đức Anh

ndanh@vcbs.com.vn

Đỗ Hải Nam

dhnham@vcbs.com.vn

Trương Thị Huyền

tthuyen@vcbs.com.vn

Doãn Hải Phương

dhphuong@vcbs.com.vn

Nguyễn Nguyên Phương

nnphuong@vcbs.com.vn

Trần Thu Hằng

tthang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

ldquang@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) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
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)-38200799 - 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: 12/13
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà 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 An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
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 Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
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 Tel: (+84-31) 382 1630