



Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH 2018

MỤC LỤC

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2018	3
1. Chủ đề đầu tư năm 2018	4
2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2018.....	9
3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành	11
4. Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2018	13
TRIỂN VỌNG NGÀNH 2018	15
Ngành Ngân hàng 2018 [Khả quan]	15
Ngành Dầu khí 2018 [Khả quan].....	23
Ngành Bất động sản 2018 [Khả quan].....	31
Ngành Xây dựng 2018 [Khả quan].....	35
Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ 2018 [Khả quan]	38
Ngành Công nghệ 2018 [Khả quan].....	41
Ngành Điện 2018 [Khả quan]	44
Ngành Thép 2018 [Khả quan].....	47
Ngành Phân bón 2018 [Khả quan]	50
Ngành Cao su tự nhiên 2018 [Trung Lập]	53
Ngành Cảng biển 2018 [Trung Lập]	56
Ngành Gạch men 2018 [Trung Lập].....	58
Ngành Dệt may 2018 [Trung Lập]	60
Ngành Xi măng 2018 [Trung lập].....	65
Ngành Nhựa 2018 [Trung lập].....	68
Ngành Săm lốp 2018 [Trung lập].....	71
Ngành Dược 2018 [Trung lập].....	74
Ngành Mía đường 2017/2018 [Kém khả quan]	78
Ngành Vận tải biển 2018 [Kém khả quan]	78
Ngành Thủy sản 2018 [Kém khả quan]	84

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2018

Nền kinh tế toàn cầu năm 2018 được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhưng mức độ tăng có thể sẽ bị hạn chế hơn do khoảng cách giữa sản lượng thực tế (actual output) và sản lượng tiềm năng (economic potential) đang bị thu hẹp dần chủ yếu từ sự phục hồi nhanh chóng của kinh tế Mỹ. Tại Mỹ, chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục thắt chặt với dự kiến 3 lần tăng 0.25% lãi suất trong năm 2018, và có thể lên tới 4 lần nếu FED lo ngại chính sách tài khóa nới lỏng (giảm thuế thu nhập) sẽ tạo áp lực lên lạm phát. Với Eurozone và Nhật Bản, ECB và BOJ được dự báo sẽ tiếp tục mua tài sản, thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ và duy trì mức lãi suất âm.

Tại Hoa Kỳ, năm 2018, kinh tế Mỹ tiếp tục được dự báo lạc quan với tăng trưởng GDP ước đạt 2.5% (tương tự mức tăng của 2017, tốt hơn mức 2.1% của năm 2016), tỷ lệ thất nghiệp dự báo giảm còn 3.9%, cải thiện tốt so với mức 4.1% của năm 2017 và 4.7% của năm 2016; tuy nhiên lạm phát có dấu hiệu tăng trở lại với dự báo đạt khoảng 1.9% cho năm 2018 và 2% năm 2019 (cao hơn mức 1.7% của 2017), nhưng vẫn nằm trong mục tiêu 2% của FED. Chúng tôi lưu ý giá dầu có ảnh hưởng lớn tới lạm phát của các quốc gia, việc giá dầu duy trì ổn định và theo xu hướng tăng sẽ có tác động cùng chiều lên chỉ số lạm phát trong giai đoạn tới.

Tại Trung Quốc, chiến lược cải cách kinh tế của chủ tịch Tập Cận Bình với các mục tiêu về cắt giảm sản lượng công nghiệp, làm sạch môi trường, phá vỡ tình trạng đầu cơ và kiềm chế tăng trưởng tín dụng, đổi mới Trung Quốc từ nước sản xuất sang nền kinh tế dịch vụ, qua đó phần nào sẽ làm tăng giá hàng hóa xuất khẩu. Ở phía đối trọng, giá nhập khẩu vào Mỹ và EU đang có dấu hiệu gia tăng do ảnh hưởng từ việc tăng giá hàng hóa toàn cầu (commodities price). Do đó, lạm phát của Trung Quốc cũng là vấn đề đáng lưu ý.

Thị trường Mới nổi (Emerging Market) được kỳ vọng là điểm đến của dòng tiền 2018. Trong bối cảnh thuận lợi gần như TTCK thế giới 2017 chỉ có màu xanh, quá trình cải cách, tăng trưởng kinh tế đang diễn ra tại nhiều quốc gia khu vực Châu Á mới nổi, cổ phiếu đang có xu hướng được điều chỉnh ở nền giá cao hơn so với giai đoạn trước (2015 – 2016) và có triển vọng tăng trưởng mạnh khi so sánh về ROE của nhóm các nước mới nổi (khoảng 11.5%) tương đương nhóm nước phát triển, trong khi hệ số PB chỉ khoảng 1.8 thấp hơn nhiều so với nhóm nước phát triển (khoảng 2.45x).

Việt Nam – Thị trường chứng khoán đang thay đổi về Lượng và Chất. Khép lại năm 2017 sôi động với mức tăng của VNIndex đạt 48% nằm trong nhóm các quốc gia có TTCK tăng trưởng mạnh nhất, đồng thời đây cũng là mức tăng trưởng cao nhất trong nhiều năm. Với việc trở lại vùng đỉnh 10 năm kể từ 2007, BSC dự báo thị trường sẽ tiếp tục phá đỉnh trong năm 2018 về cả về chỉ số và thanh khoản. Thị trường cũng dần có sự thay đổi về chất, đi kèm với lượng khi (1) có sự góp mặt của các doanh nghiệp đầu ngành sau quá trình IPO, chuyển sàn niêm yết (upcom lên HNX, HSX), (2) thoái vốn nhà nước cũng tạo nên sự thay đổi rõ nét về Chất. Vốn hóa doanh nghiệp ảnh hưởng tới VNIndex và xếp hạng VN30 cũng sẽ có nhiều thay đổi, tạo lập cuộc chơi mới thu hút đa dạng các nhà đầu tư từ các nhà đầu tư cá nhân vốn đang “kẹt” trong lãi suất tiết kiệm thấp và Nhà đầu tư tổ chức đang dần bị thuyết phục bởi tiềm năng tăng trưởng của Việt Nam. Tuy vậy, thị trường không hoàn toàn chỉ có màu xanh trong năm 2018, rủi ro vẫn còn với nhiều khu vực của thị trường, và sự hưng phấn của nhà đầu tư cá nhân cũng dẫn đến các bất ổn có thể lớn hơn 2017. Như thường lệ, chúng tôi đánh giá TTCK tiếp tục phân hóa mạnh và cơ hội sẽ chỉ đến với các nhà đầu tư được chuẩn bị tốt về chủ đề đầu tư cho năm 2018.

1. Chủ đề đầu tư năm 2018

Cũng như các năm trước, BSC thường đưa ra các chủ đề đầu tư, đánh giá tổng quát các cơ hội có thể có, giúp NĐT có thêm những lựa chọn trong xuyên suốt 1 năm. Cho năm 2018, BSC vẫn giữ quan điểm Lạc quan với thị trường nói chung và đưa ra các chủ đề như sau:

Thứ nhất, cơ hội từ Cổ phần hóa, phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng và Niêm yết mới. Tính đến tháng 11/2017 mới chỉ có 22/44 doanh nghiệp được kỳ vọng cổ phần hóa trong năm 2017, như vậy số doanh nghiệp sẽ tiến hành cổ phần hóa bị đẩy qua năm 2018 tương đối lớn. Chính phủ cũng đưa ra thông điệp không để lộ trình cổ phần hóa dồn sang năm 2019-2020. Theo Quyết định 991/TTg-ĐMDN, năm 2018 sẽ có những tên tuổi lớn tham gia cổ phần hóa là Tổng công ty Viễn thông MobiFone, Tổng công ty Truyền thông đa phương tiện (VTC), Tổng công ty Phát điện 1 và 2, Công ty Vàng bạc đá quý Sài Gòn – SJC, các công ty chiếu sáng, cấp thoát nước của Hà Nội ... Các doanh nghiệp cổ phần hóa sẽ là cơ hội thu hút dòng tiền lớn từ NĐT trong và ngoài nước do hiện tại sau phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng doanh nghiệp sẽ lên niêm yết trên Upcom trong 90 ngày nếu đủ điều kiện, tạo thanh khoản cho nhà đầu tư. Thêm vào đó, các công ty đại chúng đăng ký lên sàn Upcom hoặc chuyển sàn từ Upcom lên HNX, HSX cũng tiếp tục là xu hướng quan trọng. Nhóm này sẽ là động lực cho tăng trưởng bền vững của TTCK trong tương lai.

Doanh nghiệp đã thực hiện IPO 2017 và chưa niêm yết

STT	Tên DN	Ghi chú	Timeline
1	Tổng công ty Sông Đà	Giá trị DN để CPH: 18,502 tỷ đồng, vốn điều lệ 4,500 tỷ, IPO 48.82% vốn điều lệ, giá khởi điểm 11,000 đồng.	IPO ngày 25/12/2017 nhưng chỉ bán được 0.36% số CP đấu giá, giá trúng bình quân 11,159 đồng/CP
2	Tổng công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex)	Vốn điều lệ 13,170 tỷ đồng, NN nắm giữ 51% vốn, IPO 23.63% với giá khởi điểm 31,000 đồng/CP, chào bán cho CĐ chiến lược 25% và bán ưu đãi cho người lao động 0.37%. IPO ngày 1/12/2017 nhưng chỉ có 6.1% số CP đấu giá được bán, tương đương còn lại	IPO ngày 1/12/2017 nhưng chỉ bán được 6.1%, giá trúng bình quân 31,008 đồng/CP
3	TCT TM XNK Thanh Lễ	Vốn điều lệ 2,366 tỷ. IPO 5% giá khởi điểm 10,600 đồng/CP; bán cho NĐT chiến lược 45.55%	IPO ngày 31/10/2017, giá trúng bình quân 14,823 đồng/CP

Doanh nghiệp đã được phê duyệt phương án IPO, sẽ CPH trong 2018

STT	Tên DN	Ghi chú	Timeline
1	CT TNHH MTV lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)	Vốn điều lệ 31,000 tỷ; IPO 7.79%, giá khởi điểm 14,600 đồng còn lại bán cho NĐT chiến lược 49%.	IPO ngày 17/1/2018
2	Tổng công ty dầu Việt Nam PV Oil	Vốn điều lệ: 10,342 tỷ đồng; chào bán 44.72% CP cho NĐT chiến lược, 20% IPO giá khởi điểm 13,400 đồng/CP; bán cho CBNV 0.18%.	IPO ngày 25/1/2018

3	Tổng công ty điện lực dầu khí PV Power	Giá trị DN để CPH: 60,623 tỷ đồng, vốn điều lệ 23,418 tỷ đồng. Quy mô IPO dự kiến 20% vốn CP, giá khởi điểm: 14,400 đồng/CP; bán cho CĐ chiến lược 29%.	IPO ngày 31/1/2018
4	Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG)	Vốn điều lệ 40,000 tỷ. IPO 11.88% giá khởi điểm 13,000 đồng/CP; bán NĐT chiến lược 11.88%; ESOP 1.22% và bán cho công đoàn 0.02%.	IPO ngày 2/2/2018
5	Tổng công ty Phát điện 3	Vốn điều lệ 20,809 tỷ. IPO 12.835% giá khởi điểm 24,600 đồng/CP, bán CĐ chiến lược 36%, ESOP 0.16%	IPO ngày 9/2/2018
6	Tổng công ty Lương thực miền Nam (Vinafood 2)	Vốn điều lệ 5,000 tỷ. IPO 22.97% giá khởi điểm 10,100 đồng/CP; bán cho CĐ chiến lược 25%, ESOP 0.99% và bán cho công đoàn 0.04%	Tối đa cuối Quý I, đầu Quý II/2018
7	Tổng công ty Thương mại Hà Nội (Hapro)	Vốn điều lệ 2,200 tỷ đồng; IPO 34.51%, giá khởi điểm 12,800 đồng/CP; bán cho NĐT chiến lược 65% còn lại bán cho CBNV.	Dự kiến IPO trong vòng 3 tháng kể từ ngày 5/12/2017

Nguồn: BSC Research

Thứ hai, cơ hội từ Thoái vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp đầu ngành. Theo quyết định số 1232/QĐ-TTg, năm 2018 một số doanh nghiệp thoái vốn đáng lưu ý là PLX (dự kiến thoái tối thiểu 24.86%), ACV (dự kiến thoái tối thiểu 20%), DVN (thoái tối thiểu 29.98%), TCT Lắp máy Việt Nam Lilama – LLM (thoái tối thiểu 46.88%), VGC (thoái tối thiểu 20.62%). Bên cạnh đó, danh mục thoái vốn của SCIC cũng sẽ thu hút sự quan tâm lớn là DMC, BMI, VCG, NTP, BMP, FPT, VGT...

Ngoài ra, BSC cũng lưu ý về thông tin Nhà nước sẽ giảm tỷ lệ sở hữu tại Vinachem xuống 51-65%, đồng thời, Vinachem cũng có kế hoạch thoái vốn tại một số doanh nghiệp trực thuộc tập đoàn, trong đó, có các doanh nghiệp phân bón là BFC, SFG, VAF, DDV, DGC, PAC; cùng với đó PVN dự kiến thoái vốn DPM và DCM xuống 51% trong năm 2018. Với ngành Phân bón, bên cạnh thông tin về thoái vốn, luật thuế VAT cân nhắc chuyển đổi từ đối tượng không chịu thuế sang đối tượng chịu thuế, nếu được thông qua, dự kiến có hiệu lực vào 1/1/2019, cũng sẽ có tác động lớn tới diễn biến giá cổ phiếu và KQKD của doanh nghiệp phân bón.

Danh sách thoái vốn của SCIC 2018 dự kiến

STT	Công ty	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ thoái dự kiến	Giá trị thoái dự kiến (tỷ VND)
1	CTCP XNK Y tế Domesco	34.71%	34.71%	1,393
2	CTCP Nhựa Việt Nam	65.85%	NA	172
3	CTCP Bảo Minh	51.00%	NA	1,644
4	CTCP Vinaconex (*)	57.79%	N/A	
5	CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	9.00%	NA	585
6	CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	11.00%	NA	432
7	CTCP Nhựa Thiều niên Tiền Phong	37.10%	37.10%	2,318
8	CTCP Nhựa Bình Minh	29.51%	29.51%	2,068
9	Tổng CTCP Điện tử và tin học VN	88.00%	NA	242
10	CTCP FPT	5.96%	5.96%	1,806
Tổng				10,660

Nguồn: BSC Research

(*) đã thực hiện bán 8/12/2017 nhưng chỉ bán thành công 5.6% số chào bán, thu về 137 tỷ đồng

Thứ ba, sự thay đổi thứ tự trong rổ VN30. Năm 2017 là năm đầu tiên chứng kiến việc đa số Nhà đầu tư không đạt mức sinh lợi như các chỉ số chính, dẫn đến dòng tiền mới chảy mạnh vào các quỹ chỉ số. Đây là cơ hội tốt đối với các quỹ đầu tư chỉ số, khởi đầu cho thời kỳ tăng trưởng dịch vụ quỹ, khi nhà đầu tư đã bắt đầu thực sự quan tâm. Cũng chính vì vậy các doanh nghiệp nằm trong các rổ chỉ số sẽ có ý nghĩa thực chất thu hút dòng tiền đầu tư.

Việc niêm yết mới/IPO/chuyển sàn của các doanh nghiệp lớn, đầu ngành trong thời gian tới sẽ dẫn tới xáo trộn quan trọng trong thứ tự của rổ VN30 trong các kỳ đánh giá. Các cổ phiếu trong rổ VN30 không chỉ có tính đại diện cao về vốn hóa, thanh khoản, tỷ lệ chuyển nhượng tự do cao mà còn có khả năng thu hút nhà đầu tư trong nước và quốc tế trong năm 2018. Trong kỳ I năm 2018, dựa vào các tiêu chí quy định, BSC dự báo các cổ phiếu mới sẽ vào rổ VN30 là **PLX, VJC, PNJ, HBC, PDR, DXG**; đồng thời loại **BVH, CTD, DHG, DPM, KDC, NT2**(tham khảo [Báo cáo Ví mô & TTCK 2018](#) của BSC)

Thứ tư, Ngân hàng dẫn sóng. Năm 2018, vốn hóa ngành ngân hàng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh và có ảnh hưởng lớn tới VNIndex. Xu hướng này được hỗ trợ từ (1) Làn sóng niêm yết của một loạt các Ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân (Techcombank, OCB, HDBank, TPbank, Maritimebank, Seabank, OCB, ABBbank, Saigonbank, Nam Á Bank, Việt Á Bank) và (2) Tiếp tục tăng vốn điều lệ/phát hành cho đối tác trong nước và (3) tìm kiếm cổ đông chiến lược nước ngoài đáp ứng yêu cầu về vốn theo Basel II.

Ngoài ra, sự thay đổi về Chất bao gồm (1) Kỳ vọng đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu và tái cơ cấu các TCTD yếu kém, (2) Tín dụng được dự báo tăng trưởng 17-19% trong năm 2018 và (3) Thông tư 19/2017/TT-NHNN về nới rộng tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn trong năm 2018 từ mức 40% lên mức 45% kỳ vọng cải thiện NIM trong ngắn hạn, cũng góp phần cải thiện KQKD, thúc đẩy giá cổ phiếu Ngân hàng tạo lập đỉnh mới. Chúng tôi lưu ý các nhóm cổ phiếu: VCB, BID, CTG (Ngân hàng Nhà nước); ACB, MBB, HDB, VPB (Ngân hàng bán lẻ), OCB, Techcombank... Các ngân hàng đang tái cơ cấu EIB, STB...

Các Doanh nghiệp lớn có kế hoạch lên sàn năm 2018

STT	Công ty	Vốn Điều lệ (Triệu USD)	Vốn hóa dự kiến (Triệu USD)
1	Techcombank	390	2,145
2	Maritimebank	517	517
3	HDBank	432	1,361
4	TP Bank	247	618
5	OCB	176	282
6	Seabank	241	289
7	ABBank	234	257
8	Saigonbank	135	88
9	NamA Bank	133	93
10	VietA Bank	154	154
11	Thaco	155	1,938
12	Becamex	580	1,797
13	VEAM	585	1,316
14	FPT retail	9	88
15	Viettel Global	988	1,778
	Tổng	4,975	12,719

Nguồn: BSC Research

Thứ năm, Bất động sản tiếp tục tăng trưởng theo phân khúc trung cấp và dòng tiền FDI. Thông tư 19/2017/TT-NHNN tạo thêm nguồn lực cho vay trung, dài hạn, qua đó tạo thêm động lực tăng trưởng cho nhóm Bất động sản, Xây dựng. BSC cho rằng các doanh nghiệp bất động sản phân khúc trung cấp – bình dân sẽ tăng trưởng tốt, KQKD của ngành bất động sản sẽ tiếp tục cải thiện chủ yếu nhờ vào (1) Xu hướng tăng của giá đất cơ sở, (2) Số lượng các căn hộ bàn giao năm 2018 dự kiến tăng khoảng 27.9% so với năm 2017.

Bên cạnh đó, tổng vốn FDI đăng ký đến ngày 20/12/2017 đạt 35.9 tỷ USD tăng 44.4% yoy, tương tự vốn FDI giải ngân cũng ghi nhận mức kỷ lục đạt 17.5 tỷ USD (+10% yoy), dự báo năm 2018 Việt Nam sẽ tiếp tục thu hút lượng vốn FDI kỷ lục đi kèm với lượng khách du lịch bùng nổ. Bên cạnh nhóm ngành BĐS, các nhóm ngành khác như Du lịch, Hàng không, hạ tầng cũng sẽ hưởng lợi từ xu hướng này. BSC cho rằng đây là tín hiệu tích cực với tăng trưởng của nhóm BĐS khu công nghiệp. Chúng tôi lưu ý các cổ phiếu: VIC, VRE, DXG, NLG (BĐS Dân cư); VGC, IDC, LHG và KBC (BĐS KCN).

Thứ sáu, giá hàng hóa cơ bản tăng, diễn hình như Dầu khí, Thép, cao su. BSC dự báo giá Dầu sẽ khó giảm sâu trong năm 2018, thay vào đó xu hướng ổn định và tăng nhẹ được hỗ trợ bởi (1) Cầu dầu thô đã bắt đầu vượt Cung từ Q2/2017, (2) OPEC và 11 nước ngoài OPEC đã ký thỏa thuận cắt giảm sản lượng khai thác 1.8 triệu thùng/ngày kể từ tháng 1/2017, thống nhất kéo dài thỏa thuận đến cuối năm 2018, (3) Diễn biến căng thẳng địa chính trị tại Ả rập Saudi chưa được giải quyết dứt điểm, nước chiếm tới 21.9% dự trữ dầu Thế giới, (4) kế hoạch IPO Công ty dầu khí lớn nhất thế giới Saudi Aramco và (5) Sự cố đường ống tại Lybia và Biển Bắc cuối tháng 12/2017 gián đoạn nguồn cung ngắn hạn.

Do đó, cổ phiếu Dầu khí sẽ là sự lựa chọn phù hợp cho năm 2018 với những kỳ vọng từ việc tái cấu trúc PVN và khởi động lại các dự án tiềm năng (Cá Rồng Đỏ, Lô B Ô Môn, Nam Côn Sơn 2 – giai đoạn 2, Sao Vàng Đại Nguyệt, Cá Voi Xanh). Thêm vào đó, chính sách cổ phần hóa mạnh mẽ các doanh nghiệp nhà nước thuộc PVN, cũng sẽ thúc đẩy nhanh việc cải thiện hiệu quả kinh doanh, và tăng quy mô hiện diện của ngành Dầu khí trên TTCK niêm yết. Các cổ phiếu lưu ý: BSR, OIL, PVPower, GAS (Bluechip), PVD, PVS, PVI, PVT, PXS, PGS, PVC, PVB...

Giá nguyên liệu Thép cũng được dự báo ổn định do ảnh hưởng từ các chính sách kiểm soát công nghiệp nặng của Trung Quốc. BSC vẫn duy trì nhận định khả quan với các cổ phiếu đầu ngành là HPG, HSG, NKG. Thêm vào đó một số loại hàng hóa cơ bản như cao su, tungsten cũng đang có diễn biến giá tốt.

Tóm tắt nhận định Triển vọng Ngành 2018

Năm 2018 sẽ tiếp tục là năm thành công của TT chứng khoán, trong Báo cáo Triển vọng Ngành 2018, BSC đưa ra nhận định với 20 Ngành kinh tế với các nhóm nhận định Khả quan – Trung lập – Kém khả quan. Cụ thể như sau:

- Chúng tôi nhận định **Khả quan** với các ngành **Ngân hàng, Dầu khí, Bất Động Sản, Xây dựng, Bảo hiểm, Công nghệ, Điện, Thép và Phân bón**. Đây là những ngành có ảnh hưởng lớn tới vốn hóa thị trường, được hưởng lợi từ triển vọng lạc quan của kinh tế vĩ mô và xu hướng tăng của giá nguyên vật liệu.
- Nhận định **Trung lập** với các ngành **Cao su Tự nhiên, Cảng biển, Gạch men, Dệt may, Xi măng, Nhựa, Săm lốp, Dược**. Đây là những ngành chịu ảnh hưởng từ sự dư cung, hoặc có dấu hiệu chững lại về tăng trưởng sản lượng/doanh thu, và/hoặc đan xen tốt xấu.
- Duy trì nhận định **Kém khả quan** với ngành **Mía đường, Vận tải biển và Thủy sản** do ngành đang chịu sự cạnh tranh cao. Đối với ngành Thủy sản, gần đây đã có những tín hiệu lạc quan từ phía đối tác Trung Quốc, chúng tôi sẽ theo dõi và cập nhật những tín hiệu mới nhất tới nhà đầu tư trong các báo cáo hằng quý của BSC.

Tổng hợp nhận định Ngành

STT	Phân Ngành	Nhận định 2018	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Ngân hàng	Khả quan	MBB, ACB, VPB, CTG, LPB	VCB, BID, HDB, STB
2	Dầu khí	Khả quan	GAS, PVS, PVD, BSR	PXS, PVB
3	Bất Động Sản	Khả quan	DXG, NLG, KBC, HUT	
4	Xây dựng	Khả quan	CTD	HBC, CTI
5	Bảo hiểm	Khả quan	PVI, BMI, MIG	
6	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG	
7	Điện	Khả quan	NT2, PPC	PV Power, REE
8	Thép	Khả quan	HPG, NKG, HSG	
9	Phân bón	Khả quan	BFC, SFG, LAS	DPM
10	Cao su TN	Trung lập	DRI, PHR, TRC	
11	Cảng biển	Trung lập	VSC	GMD
12	Gạch men	Trung lập	VGC, CVT	
13	Dệt may	Trung lập	TNG, VGG, TCM	VGT
14	Xi măng	Trung lập		HT1, BCC
15	Nhựa	Trung lập	NTP	BMP, AAA
16	Săm lốp	Trung lập	DRC, CSM	
17	Dược	Trung lập	PME, DBD	DHG, IMP
18	Mía đường	Kém khả quan		SBT, LSS
19	Vận tải biển	Kém khả quan		PVT, GSP
20	Thủy sản	Kém khả quan		VHC, HVG

Nguồn: BSC dự báo và ước tính

2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2018

Những thông tin vĩ mô trong và ngoài nước, những chính sách sửa đổi bổ sung quy định mới và lộ trình các FTAs sẽ có tác động trái chiều với nhiều mức độ khác nhau lên thị trường chứng khoán nói chung, các doanh nghiệp nói riêng. BSC đã thống kê các chính sách, sự kiện quan trọng đáng lưu ý trong năm 2018:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 30/12/2017
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	Brexit – Đồng GBP mất giá		Tiêu cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
3	ECB nới lỏng chính sách tiền tệ (EUR mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
4	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
5	Các nền kinh tế Châu Á tăng trưởng tích cực		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
6	Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh	Đã ảnh hưởng
7	Mặt bằng giá nguyên liệu tăng (giá dầu)		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
8	Chính sách kinh tế của Trump	20/01/2017	Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
9	Hạn đàm phán Brexit	31/03/2017	Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
10	Chính sách kinh tế Tổng thống Pháp	07/05/2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
11	Chính phủ liên bang Đức	Chưa	Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	Bầu cử tổng thống Nga	03/2018	N/A	Yếu	Chưa ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
1	NQ 42 xử lý nợ xấu	15/8/2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Thông tư 19/2017/TT-NHNN	12/2/2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	Quyết định 3610a/QĐ-BCT	20/9/2017	Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
4	WB nâng hạng 14 bậc môi trường kinh doanh	2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
5	Kỳ vọng thông qua Luật khu hành chính kinh tế đặc biệt	2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
6	Giảm lãi suất cho vay VND	2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Tỷ giá USD/VND ổn định		Tích cực	Rất Mạnh	Đã ảnh hưởng
8	Nợ công chính phủ cao		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
9	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
10	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
11	Tăng GDP, FDI, PMI, dự trữ ngoại tệ, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	Nghị định 124/2017/NĐ-CP	01/01/2018	Tích cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
13	Nghị định 125/2017/NĐ-CP	01/01/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
14	Nghị định 116/2017/NĐ-CP	01/01/2018	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	ACFTA – Thông tư 166/2014/TT-BTC	1/1/2015	TB	Mạnh	Đã ảnh hưởng
2	FTA Việt Nam - Hàn Quốc	20/12/2015	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	FTA Việt Nam - Liên minh kinh tế Á Âu	2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng

4	Hiệp định CPTPP (*)	2018	Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
5	FTA Việt Nam - EU	2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
6	RCEP ASEAN + 6	Đang ĐP	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
7	Thành lập Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC)	31/12/2015	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research, (*) Hiệp định TPP có khả năng sẽ tiến hành ký kết dù không có Canada

Các sự kiện theo mốc thời gian

Tháng	Thời gian (ngày)	Sự kiện Quốc tế
Tháng 1	22 - 23	Họp BOJ
	25	Họp ECB
Tháng 3	8	Họp ECB
	18	Bầu cử Tổng thống Nga
	20 - 21	Họp FED
Tháng 4	26	Họp ECB
	26 - 27	Họp BOJ
Tháng 5		Bầu cử Italy
Tháng 6	12 - 13	Họp FED
	14	Họp ECB
	14	Soccer World Cup
Tháng 7	1	Bầu cử Mexico
	30 - 31	Họp BOJ
Tháng 9	25 - 26	Họp FED
Tháng 10	7 - 28	Bầu cử tổng thống Brazil
		Anh chính thức ra khỏi EU
	30 - 31	Họp BOJ
Tháng 11	6	Bầu cử giữa nhiệm kỳ tại Mỹ
Tháng 12	18 - 19	Họp FED

Nguồn: BSC Research

3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành

Trong năm 2017, sự phục hồi của Nhật Bản và Châu Âu, cùng với nền kinh tế Trung Quốc tăng trưởng ổn định đã có ảnh hưởng rất tích cực tới nền kinh tế Việt Nam. Các chỉ tiêu kinh tế hiện tại của Việt Nam cho thấy chúng ta vẫn đang ở chu kỳ Tiền Tăng trưởng (Early Upswing), điển hình bởi đa số các dấu hiệu như Lạm phát thấp, tăng trưởng kinh tế tốt, lãi suất dài hạn chạm đáy, lãi suất ngắn hạn tăng, giá cổ phiếu tăng trong khi nhà nước giảm các chính sách kích thích kinh tế.

Chu kỳ kinh tế	Lạm phát	Chính sách kinh tế	Dấu hiệu thị trường
Phục hồi ban đầu (Initial Recovery)	Giảm lạm phát	Kích thích	Lãi suất ngắn hạn thấp hoặc giảm Lãi suất dài hạn chạm đáy và đỉnh của giá trái phiếu Giá cổ phiếu bắt đầu tăng
Tiền tăng trưởng (Early Upswing)	Lạm phát thấp Tăng trưởng kinh tế tốt	Giảm Kích thích	Lãi suất ngắn hạn tăng Lãi suất dài hạn chạm đáy hoặc tăng & giá trái phiếu bắt đầu giảm Giá cổ phiếu tăng
Hậu tăng trưởng (Late Upswing)	Lạm phát tăng	Bắt đầu thắt chặt	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn tăng, giá trái phiếu giảm Giá cổ phiếu giao động quanh đỉnh
Giảm tốc (Slowdown)	Lạm phát tiếp tục tăng	Giảm thắt chặt	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn chạm đỉnh và bắt đầu giảm với giá trái phiếu tăng lại Giá cổ phiếu giảm
Suy thoái kinh tế (Recession)	Lạm phát chạm đỉnh	Nới lỏng	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn giảm và giá trái phiếu tiếp tục tăng Giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng trở lại vào cuối chu kỳ Suy thoái.

Nguồn: BSC Research

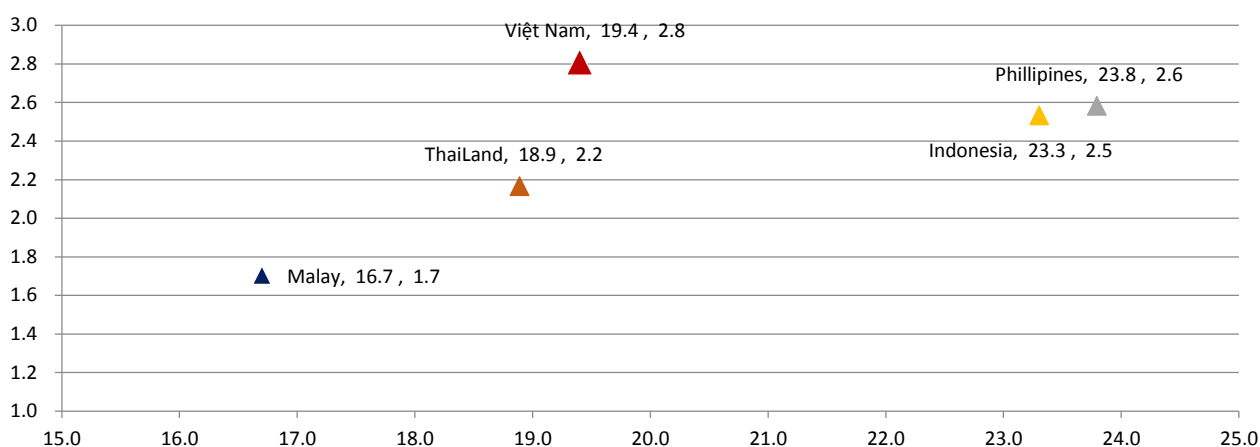
BSC dự báo tăng trưởng GDP năm 2018 đạt 6.6% (cao hơn so với mức trung bình 6.4% của giai đoạn 2014 – 2017). Dự báo tỷ giá sẽ tiếp tục được kiểm soát tốt nhờ (1) Dự trữ ngoại hối tính đến hết năm 2017 đạt mức kỷ lục 51.5 tỷ USD (đã bao gồm lượng ngoại tệ từ đợt thoái vốn Sabeco), (2) Trong Q1/2018 dự báo dự trữ ngoại hối sẽ tiếp tục tăng nhờ các thương vụ IPO của 4 doanh nghiệp nhà nước là Lọc hóa dầu Bình Sơn, PV Oil, PV Power và Genco 3, tổng giá trị IPO và bán cho NĐT chiến lược là 76,154 tỷ đồng (tương đương khoảng 3.3 tỷ USD do đó ước tính nguồn cung gia tăng từ NĐT nước ngoài đạt 1.5 – 2 tỷ USD), (3) Ước tính cán cân thương mại năm 2018 đạt thặng dư khoảng 4 tỷ USD (tăng mạnh so với mức gần 2.67 tỷ USD của năm 2017) và (4) FDI giải ngân duy trì tích cực.

Do ảnh hưởng từ giá dầu tăng, giá điện, thực phẩm, giá dịch vụ y tế và giáo dục tăng, lạm phát 2018 dự báo tăng 4.5% (2017 là 3.5%, 2016 là 4.7%). Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn dự báo mặt bằng lãi suất sẽ được duy trì ở mức thấp chủ yếu do (1) Số dư tiền gửi Kho bạc nhà nước ở các NHTM duy trì ở mức cao, tính đến tháng 11/2017, số dư đạt 150 nghìn tỷ đồng (tăng 68% so với tháng 12/2016), (2) Thị trường ngoại hối diễn biến ổn định và (3) Thông tư 19/2017/TT-NHNN giãn lộ trình áp dụng giới hạn tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn. Với tình hình vĩ mô Việt Nam và Thế giới hiện tại, BSC cho rằng kênh đầu tư cổ phiếu tiếp tục là kênh đầu tư hiệu quả và là nơi đem lại lợi nhuận cao cho NĐT. Những cổ phiếu đầu ngành, cơ bản tốt, có lợi thế cạnh tranh, tiềm năng tăng trưởng khả quan đang niêm yết trên sàn, cùng với nhóm cổ phiếu lớn IPO sẽ tiếp tục là điểm đến của dòng tiền trong và ngoài nước.

So sánh ngang với TTCK khu vực

Nhìn chung định giá của TTCK Việt Nam đang ở mức tương đối hợp lý so với khu vực xét trên chỉ số PE và PB. Thêm vào đó cần cân nhắc yếu tố tăng trưởng, đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước đầu ngành thì Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn. Tuy nhiên xét trên từng ngành thì mức chiết khấu có sự dao động khác nhau. Các ngành của Việt Nam nếu so sánh với Median của nhóm nước Asean là Indonesia, Malaysia, Phillipines, Thái Lan thì hầu như tương đối rẻ hơn về mặt định giá.

So sánh PE PB của Việt Nam so với khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Bảng so sánh PE và PB của từng ngành so với khu vực

	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	23.63	1.72	18.54	1.96	16.1	3.2	16.92	1.32	24.2	2.41	20.15	1.51
Hàng tiêu dùng	18.13	1.93	21.02	3.06	18.5	3.7	21.44	7.46	34.2	2.36	20.57	2.47
Công nghiệp	17.23	1.49	17.35	2.25	17.4	2.3	15.68	2.07	21.17	2.26	17.35	2.25
Dầu khí	9.07	1.38	27.58	1.65	32.4	1.6	22.76	4.18	9.5	0.94	32.41	1.65
Dịch vụ tiêu dùng	18.08	2.65	23.3	3.31	23.3	2.4	15.5	7.9	33.79	4.24	23.3	2.38
Vật liệu cơ bản	15.43	1.04	18.81	2.9	18.8	2.7	19.22	3.14	12.37	3.54	18.81	2.66
Tiện ích	13.04	1.83	15.59	1.63	15.6	1.4	18.04	1.88	14.32	2.46	15.59	1.38
Công nghệ	12.31	2.17	17.98	3.18	18	3.2	n/a	n/a			17.98	3.18
Sức khỏe	22.95	2.64	25.83	2.25	25.8	5.1	60.02	2.18			17.35	2.25
Viễn thông	14.68	3.01	23.49	4.2	22.3	3.5	24.65	4.92	24.65	4.92	22.33	3.48

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

4. Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2018

Mã	DT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/12/2017	Giá mục tiêu
VCB		11,793	3,851	14.10	3.60	21.34%	54,300	57,604
MBB		6,050	3,192	7.96	1.53	20.44%	25,400	34,100
ACB		3,250	3,245	11.37	2.46	18.20%	36,900	43,521
VPB		8,603	5,478	7.48	2.33	24.71%	41,000	57,000
CTG		8,402	1,870	12.94	1.45	12.76%	24,200	26,900
BID*			1,455	17.53	1.87	14.57%	25,500	N/A
LPB*			1,895	6.81	0.91	15.57%	12,900	20,571
HDB		3,972	2,866	N/A	2.58	17.80%	N/A	49,600
STB			N/A	N/A	1.02	N/A	12,850	N/A
GAS	69,304	8,799	4,338	22.45	4.40	20.22%	97,400	126,807
PVD	4,377	(139)	N/A	N/A	0.69	N/A	23,350	29,800
PVS	16,163	900	1,773	13.31	0.87	7.39%	23,600	29,160
BSR	102,217	8,341	2,690	5.43	1.21	24%	N/A	16,260
PVPower	34,940	2,625	775	18.58	1.68	10.46%	N/A	21,198
PV Oil	67,073	638	549	24.40	1.41	5.83%	N/A	19,000
CTD	33,485	1,898	21,651	10.30	1.70	19.20%	226,500	280,000
HBC	19,283	1,004	7,206	6.10	1.50	25.80%	44,000	N/A
CTI	995	163	2,540	12.00	1.30	10.60%	30,500	31,545
PVI	7,471	616	2,474	16.90	1.20	7.20%	32,000	41,751
BMI	4,165	243	2,600	16.60	1.50	8.40%	35,500	43,195
MIG	2,349	95	1,181	13.80	1.34	8.90%	12,000	16,396
FPT	20,775	2,956	4,457	12.81	2.11	20.53%	57,100	68,700
CMG	5,008	210,548	2,988	9.71	1.83	20.05%	29,000	37,825
NT2	8,132	1,371	4,333	7.73	2.06	20%	33,500	36,400
PPC	6,574	940	2,564	8.87	1.27	13%	22,750	24,150
REE	4,727	1,745	4,720	8.79	1.67	17%	41,500	43,200
HPG	54,634	8,516	5,583	8.63	1.79	20.80%	46,850	58,622
NKG	17,160	1,011	7,776	4.99	1.49	29.93%	38,800	51,318
HSG	31,065	1,605	4,587	5.34	1.23	26.30%	25,000	32,810
BFC	7,072	325	5,119	6.57	1.51	24.35%	33,650	41,000
SFG	2,720	102	1,975	6.08	0.95	17.38%	12,000	13,900
LAS	4,000	163	1,355	10.63	1.23	12.39%	14,400	16,200
DPM	10,350	824	1,845	11.65	0.98	9.94%	21,500	22,800
PHR	1,565	504	5,064	8.60	1.30	20.60%	43,350	48,448
TRC	484	135	3,705	7.80	0.50	8.12%	28,800	34,176
DRI	617	140	1,817	6.60	1.13	25%	12,000	16,062
GMD	3,981	587	1,835	21.88	1.88	7%	40,150	N/A
VSC	1,447	313	5,638	7.62	1.35	13%	43,000	54,463
CVT	1,515	250	8,400	8.00	3.00	39%	53,800	67,200

VGC	9,432	723	1,437	18.20	1.80	9.40%	26,200	32,000
VGG	9,168	476	8,930	6.20	1.30	28%	55,000	67,010
TNG	3,020	138	3,021	4.60	0.80	19%	13,800	18,130
TCM	3,535	218	3,763	7.60	1.40	23%	28,700	30,101
HT1	8,104	457	1,539	10.10	1.00	9%	15,550	17,661
BCC	3,871	13	109	69.70	0.40	-3%	7,600	N/A
NTP	4,941	516	5,319	13.16	2.99	21.96%	70,000	89,000
BMP	4,016	452	5,030	17.02	2.85	18.44%	85,600	N/A
AAA	5,500	330	3,861	8.57	1.60	22.49%	33,100	N/A
DRC	4,021	229	1,766	13.70	1.90	14%	24,200	31,954
CSM	3,826	166	1,519	10.30	1.32	14%	15,700	21,327
DHG	4,150	730	7,543	19.10	3.10	17%	115,000	110,000
IMP	1,447	173	3,115	21.20	2.10	13%	66,000	71,500
PME	1,859	335	5,135	16.30	2.60	19.80%	84,000	107,900
DBD	1,584	162	3,092	18.10	3.20	18%	54,500	61,800
SBT	8,659	576	1,084	19.20	1.80	11%	20,800	17,350
LSS	2,540	131	1,864	6.10	0.40	7%	11,400	13,450
PVT	7,645	556	1,780	11.09	1.00	15%	18,650	19,080
GSP	1,305	50	1,650	5.60	0.99	13%	14,000	15,200
HVG	16,830	92	414	15.3	0.57	8%	6,340	N/A
VHC	9,071	637	6,633	7.68	1.68	20%	51,000	N/A

Nguồn: BSC dự báo, * EPS 2017

TRIỂN VỌNG NGÀNH 2018

Ngành Ngân hàng 2018 [Khả quan]

- Tín dụng được dự báo tăng trưởng 17 – 19% trong năm 2018.
- Thông tư 19/2017/TT-NHNN sửa đổi bổ sung thông tư 36/2017/TT-NHNN, có hiệu lực từ 12/02/2018.
- Các ngân hàng tiếp tục tăng vốn điều lệ/phát hành cho đối tác nước ngoài đáp ứng yêu cầu về vốn theo Basel II
- Kỳ vọng đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu và tái cơ cấu các TCTD yếu kém.
- Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết, bao gồm: Techcombank, OCB, HDBank, TPbank, Maritimebank, Seabank, OCB, ABBbank, Saigonbank, Nam Á Bank, Việt Á Bank.

Tín dụng được dự báo tăng trưởng 17-19% trong năm 2018. Phó Thống đốc NHNN Việt Nam cho biết, tăng trưởng tín dụng năm 2018 dự kiến đạt 17%. UBGSTC dự báo tốc độ tăng trưởng này đạt khoảng 18-19%. Chúng tôi cho rằng, ngành ngân hàng có thể đạt tốc độ tăng trưởng này nhờ (1) với tốc độ tăng trưởng kinh tế được dự báo đạt từ 6.5-6.8%, (2) nới room sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn từ 40% lên 45% trong năm 2018. Tín dụng tiêu dùng tăng đến 59% trong năm 2017 và được dự báo tiếp tục tăng trưởng nhanh. Xu hướng này không chỉ đến từ việc chuyển đổi mô hình kinh doanh sang hướng tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân của các ngân hàng quốc doanh, mà còn đến từ việc đẩy mạnh kinh doanh tài chính tiêu dùng của các ngân hàng thương mại như VPbank, HDBank và mới đây là MBB và SHB

FiinTech có khả năng thay đổi mô hình ngân hàng truyền thống. Các NHTM giờ không chỉ cạnh tranh với nhau mà còn với các công ty công nghệ hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng (dịch vụ thanh toán, dịch vụ cho vay). Điều này, không chỉ gây áp lực làm giảm khả năng sinh lời và tăng trưởng của các ngân hàng mà còn đòi hỏi bản thân ngân hàng không ngừng thay đổi, cập nhật công nghệ, dịch vụ mới để phục vụ đa dạng nhu cầu của các đối tượng khách hàng. Chiến lược hợp tác hay cạnh tranh với các công ty công nghệ, do đó sẽ tác động đến mô hình kinh doanh và lợi nhuận của các ngân hàng.

Thông tư 19/2017/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư số 36/2014/TT-NHNN có hiệu lực thi hành từ ngày 12/02/2018. Thông tư nới rộng tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn trong năm 2018 từ mức 40% lên mức 45% (theo thông tư 36 là 40%). Sau đó, tỷ lệ này sẽ giảm xuống còn 40% từ năm 2019, có hiệu lực từ ngày 01/01/2018. Điều này sẽ tạo thêm nguồn lực cho vay trung, dài hạn cho các ngân hàng, đồng thời, nhóm vay bất động sản, xây dựng và tài trợ dự án sẽ là những đối tượng hưởng lợi chính từ sự mở rộng này. Đây cũng phân khúc khách hàng và kỳ hạn có mức lãi suất cao hơn, do vậy, kỳ vọng cải thiện NIM trong ngắn hạn cho các ngân hàng. Thông tư 19 bổ sung tỷ lệ mua, đầu tư trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh so với tổng nợ phải trả bình quân của tháng liền trước. Theo đó, tỷ lệ này tối đa là 30% đối với NHTM và chi nhánh NH nước ngoài và 10% đối với TCTD phi ngân hàng.

Tăng vốn điều lệ, phát hành cho đối tác nước ngoài, đáp ứng yêu cầu về vốn theo yêu cầu Basel II. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo trước đây, việc tăng vốn điều lệ là yêu cầu tất yếu của các ngân hàng. Do vậy, trong năm 2018, ngoại trừ các ngân hàng quốc doanh, nhóm các ngân hàng còn lại, có thể tiếp tục

chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Nhiều ngân hàng dự kiến tăng vốn thông qua phát hành riêng lẻ cho đối tác nước ngoài. VCB tiếp tục theo đuổi kế hoạch phát hành tăng vốn cho cổ đông tài chính GIC; BIDV đang nỗ lực tìm kiếm cổ đông chiến lược.

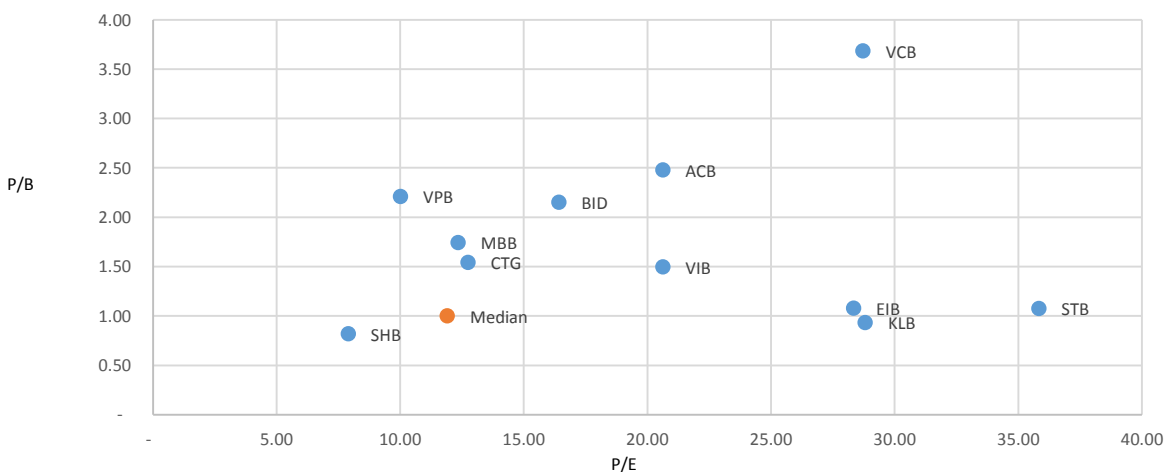
Các ngân hàng hoạt động lành mạnh, an toàn hơn. (1) Nghị quyết xử lý nợ xấu và chỉ thị 06 đã được thông qua tạo hành lang hỗ trợ các ngân hàng xử lý nợ xấu dứt điểm và nhanh hơn. (2) Luật sửa đổi các TCTD chính thức có hiệu lực từ 15/01/2018 giúp phát hiện và xử lý sớm các ngân hàng có vấn đề, đảm bảo thanh khoản và lành mạnh hệ thống. Việc cho phép phá sản ngân hàng có thể làm rầy lên các quan ngại về rủi ro hệ thống, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, các bước đi này sẽ được NHNN cân nhắc kỹ lưỡng. (3) Lộ trình áp dụng Basel II từ năm 2020 hướng các ngân hàng đến nhóm các hoạt động có mức độ rủi ro thấp hơn, nâng cao năng lực về vốn cho ngân hàng...

Một số ngân hàng dự kiến niêm yết trong thời gian tới bao gồm: Techcombank (VĐL 8,879 tỷ đồng), , Maritimebank (VĐL 11,750 tỷ đồng), TPbank (VĐL 5,842 tỷ đồng), Seabank (VĐL 5,466 tỷ đồng), OCB (VĐL 4,000 tỷ đồng), ABBbank (VĐL 5,319 tỷ đồng), Saigonbank (VĐL 3,080 tỷ đồng), , Nam Á Bank (VĐL 3,021 tỷ đồng), Việt Á Bank (VĐL 3,500 tỷ đồng).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả quan** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng. (1) Kết quả kinh doanh lõi được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ tăng trưởng kinh tế và đẩy mạnh các hoạt động ngoài lãi, mảnh đất nhiều tiềm năng mà các ngân hàng Việt Nam chưa khai phá hết. (2) Xử lý nợ xấu và tái cơ cấu các TCTD yếu kém được đẩy mạnh. Hoạt động của các ngân hàng lành mạnh hơn, tuân thủ những quy định khắt khe hơn của thế giới. (3) Tăng vốn theo yêu cầu của Basel II làm tăng quy mô, trọng số của nhóm cổ phiếu ngân hàng trong rổ chỉ số thị trường. (4) Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết trong năm 2018.

So với khu vực, mức định giá của nhóm cổ phiếu ngân hàng ở mức tương đối cao. Trung vị P/E và P/B của nhóm cổ phiếu ngân hàng tại Việt Nam lần lượt là 20.62x và 1.54x trong khi đó, chỉ số tương ứng ở khu vực châu Á, Thái Bình Dương là 11.9x và 1x.



Nguồn: Bloomberg

VCB – THEO DÕI – Giá mục tiêu 57,600 đồng/cp, upside 6%

VCB là ngân hàng ưa thích của chúng tôi nhờ hoạt động lành mạnh, hiệu quả sinh lời cao và đang tăng trưởng. Ngân hàng đang tiếp tục theo đuổi kế hoạch phát hành riêng lẻ 10% cho cổ đông tài chính là GIC và ngân hàng Mizuho, cổ đông lớn của VCB. Điều này giúp tăng quy mô vốn và năng lực tài chính cho ngân hàng.

- **KQKD và dự báo.** Lợi nhuận trước thuế của ngân hàng mẹ đạt 11,018 tỷ đồng (+ 32.9% yoy, và vượt 14% kế hoạch). Trong đó, thu nhập hoạt động trước dự phòng ước tăng 11% yoy. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt 11,793 tỷ đồng (+ 34% yoy) với các giả định: (1) cho vay tăng trưởng 18% yoy; (2) tỷ lệ LDR đạt 80%; (3) Chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu là 5,547 tỷ đồng, tỷ lệ bao nợ xấu là 170%; (4) thoái vốn MBB và EIB trong năm 2018 với giá tương đương hiện tại và ghi nhận lợi nhuận trước thuế là 2,691 tỷ đồng.
- **Hiệu quả sinh lời cao và đang tăng** nhờ phát triển ngân hàng bán lẻ. ROA và ROE đạt lần lượt là 0.98% và 15.80%, chỉ đứng sau VPB và TCB. NIM cao, đạt 2.65% lũy kế 3Q2017 nhờ quy mô nguồn vốn tiền gửi không kỳ hạn lớn, chiếm 27% tổng tiền gửi khách hàng.
- **Chất lượng tài sản tốt**, tỷ lệ nợ xấu đạt 1.15%, ngân hàng đã hoàn tất mua và trích lập dự phòng rủi ro đối với toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2016. Tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, đạt 165% trong quý 3/2017. Do vậy, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu được dự báo giảm mạnh từ năm 2018.

MBB – MUA – Giá mục tiêu 34,100 đồng/cp – upside 34%

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 34,100 đồng/cp dựa theo phương pháp P/B điều chỉnh. Chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ sinh lời cao, và quan trọng, ngân hàng hiện đang được định giá thấp hơn so với các ngân hàng niêm yết với P/B điều chỉnh là 1.90x và P/B là 1.53x, do vậy, MBB thích hợp đầu tư trung và dài hạn.

- **LNST tăng mạnh.** LNST 2017 đạt 4,294 tỷ đồng (+44% yoy). Khả năng sinh lời cao so với các ngân hàng niêm yết, NIM đạt 4.15%, ROA đạt 1.46% và ROE là 14.63%. KQKD tích cực nhờ tăng trưởng cao đối với cả mảng kinh doanh từ lãi và phí lãi. 9T2017 đạt 3,192 tỷ đồng, tăng 43% yoy nhờ thu nhập lãi và thu nhập ngoài lãi tăng lần lượt là 40% và 84% yoy. BSC kỳ vọng, KQKD của ngân hàng tiếp tục khả quan nhờ đẩy mạnh các mảng hoạt động kinh doanh, phát triển Mcredit, cùng với chất lượng tài sản tốt. Chúng tôi dự báo, lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt 6,050 tỷ đồng (+ 43% yoy), EPS là 3,192 đồng/cp, dựa trên các giả định (1) Cho vay tăng trưởng 18%, (2) tỷ lệ LDR đạt 80%; (3) chi phí dự phòng rủi ro giảm mạnh, còn 1,792 tỷ đồng (-34% yoy), tỷ lệ bao nợ xấu là 100%.
- **Ngân hàng tích cực xử lý nợ xấu.** . Tổng nợ xấu tính đến cuối quý 3/2017 của ngân hàng là 2,343 tỷ đồng, tăng 18% yoy. Tỷ lệ nợ xấu của MBB là 1.33%, tính cả nợ xấu đã bán cho VAMC, tỷ lệ này là 1.91% (giảm so với tỷ lệ 2.71% cuối năm 2016). Tổng quỹ dự phòng rủi ro nợ xấu sử dụng trong 9T2017 là 1,024 tỷ đồng, trong khi cả năm 2016 là 700 tỷ đồng. Thu hồi nợ xấu ngoại bảng đạt 582 tỷ đồng, cùng kỳ 2016 là 390 tỷ đồng. Giá trị trái phiếu VAMC sau khi trừ dự phòng rủi ro giảm mạnh, còn 1,043 tỷ đồng, so với số dư 2,156 tỷ đồng cuối năm 2016. Tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 18,822 tỷ đồng, tương đương 66% vốn chủ sở hữu, thấp hơn nhiều ngân hàng niêm

yết. Mặc dù vẫn nằm trong tỷ lệ kiểm soát của ngân hàng, việc tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu của ngân hàng giảm từ mức 103% năm 2016 xuống còn 87% trong quý này, lãi phải thu tăng từ 2,929 tỷ đồng lên 3,378 tỷ đồng (tương đương 1.92% tổng dư nợ cho vay) cho thấy MBB cần tiếp tục chú ý công tác quản trị nợ xấu và tăng quỹ dự phòng rủi ro. Tuy nhiên, nếu tính thêm quỹ dự phòng rủi ro nợ xấu đã sử dụng, tỷ lệ bao nợ xấu lên tới 131%. Ngân hàng dự kiến hoàn tất trích lập dự phòng trái phiếu VAMC vào giữa năm 2018.

- Ngoài ra, **Mccredit** đã chính thức đi vào hoạt động từ tháng 5/2017 được kỳ vọng đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh của ngân hàng trong các năm tới cùng với xu hướng phát triển của lĩnh vực tài chính tiêu dùng tại Việt Nam. MBB dự kiến bán 49% Mccredit cho đối tác nước ngoài, lãi từ thoái vốn dự kiến được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu, qua đó làm tăng giá trị sổ sách của ngân hàng (khoảng 490 tỷ đồng). Bên cạnh đó, ngân hàng dự kiến thoái vốn MBland, giảm tỷ lệ sở hữu từ 65.29% xuống còn 11%.

ACB – MUA - Giá mục tiêu 43,521 đồng/cp, upside 18%

ACB là ngân hàng ưa thích của chúng tôi với kết quả kinh doanh hoạt động lãi tăng trưởng tích cực, chất lượng tài sản tốt, cùng với kỳ vọng ngân hàng hoàn tất xử lý nợ xấu của nhóm G6, liên quan đến bầu Kiên trong năm 2017.

- Cho vay tăng trưởng 12.9% trong 9T2017.** Ngân hàng được SBV chấp thuận nới room tín dụng lên 20% cho cả năm 2017. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng tăng đến 93.45% trong 9T2017. BSC dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2017 và năm 2018 đạt lần lượt là 2,310 tỷ đồng (+74% yoy) và 4,094 tỷ đồng (+77% yoy), EPS 2018 là 4,102 đồng/cp. Các giả định: (1) tăng trưởng cho vay đạt lần lượt là 20% và 19%; (2) tỷ lệ LDR đạt 80%; (3) tỷ lệ bao nợ xấu đạt lần lượt là 105% và 120%, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu đạt lần lượt là 2,173 tỷ đồng và 2,254 tỷ đồng.
- Quản trị rủi ro chặt chẽ, chất lượng tài sản tốt.** Tỷ lệ nợ xấu đến cuối quý 3/2017 là 1.04%, tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của BSC là 9,733 tỷ đồng, tương đương 63.1% vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu đạt 151%, nếu không tính dự phòng rủi ro nhóm G6, tỷ lệ này là 110%.
- Dự kiến hoàn thành dự phòng nhóm G6 trong năm 2017, sớm 1 năm.** Tổng giá trị các khoản nợ còn lại của nhóm G6 tại ACB đến 30/6/2017 là 3,527 tỷ đồng. Ngân hàng đã thu hồi khoảng 388 tỷ đồng. Tổng giá trị các khoản nợ còn lại của nhóm G6 sau trích lập dự phòng là 558 tỷ đồng, đây cũng là giá trị lớn nhất ACB phải trích lập dự phòng cho nhóm này trong 6 tháng cuối năm 2017. Trong khi đó, tổng giá trị tài sản đảm bảo cho các khoản nợ của nhóm G6 lên tới 3,568 tỷ đồng, trong đó có 1,237 tỷ đồng là giá trị bên thứ ba chào mua cổ phiếu của TCTD niêm yết khác (đã đạt cọc 416 tỷ đồng), 25 tỷ đồng là tiền gửi tại ngân hàng khác. Do vậy, chúng tôi cho rằng, ACB có thể được ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng khi xử lý khối tài sản đảm bảo trên.

VPB – MUA – Giá mục tiêu 57,000 đồng/cp, upside 40%.

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu VPB với giá mục tiêu là 57,000 đồng/cp theo phương pháp P/B. Ngày 29/12/2017, cổ phiếu VPB được giao dịch tại mức 40,800 đồng/cp, tương đương P/B 2017 là 1.98x và P/B 2018 là 1.72x, tương đối hấp dẫn so với các ngân hàng đang niêm yết tại Việt Nam.

- **Tốc độ tăng trưởng nhanh.** Tổng tài sản tăng trung bình 21%/năm, dư nợ cho vay tăng 37%/năm, LNST tăng trung bình 58%/năm từ năm 2012-2017. 9T2017, dư nợ cho vay của ngân hàng tăng 15.9% ytd, riêng FEcredit ước tính tăng 28% ytd. LNST hợp nhất tăng 72% yoy trong 9T2017. BSC dự báo, năm 2018, LNST hợp nhất đạt 8,603 tỷ đồng, + 35% yoy, EPS 2018 là 5,478 đồng/cp.
- **Hiệu quả sinh lời cao** nhất trong số các ngân hàng niêm yết. NIM hợp nhất đạt 8.76% trong 9T2017, CIR thấp, đạt 35.96%. ROA, ROE cao, đạt lần lượt là 2.48% và 28.61% trong 9T2017.
- **Ngân hàng tập trung vào phân khúc bán lẻ, và phát triển mô hình kinh doanh tài chính tiêu dùng.** Cho vay bán lẻ, chiếm khoảng 80-82% danh mục cho vay của ngân hàng hợp nhất, trong đó, FEcredit đóng góp khoảng 25% danh mục. VPB có kế hoạch tiếp tục mở rộng các mảng ngân hàng bán lẻ với việc đẩy mạnh phát triển mô hình FEcredit, phát triển và đi đầu trong phân khúc tín dụng tiêu dùng. Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng bán lẻ đạt 25% trong các năm tới. Đây cũng là phân khúc có tốc độ tăng trưởng nhanh, NIM cao được lợi từ xu hướng tiêu dùng, tăng trưởng thu nhập, chi tiêu tại Việt Nam.
- **FEcredit đóng góp 56% thu nhập lãi thuần vào ngân hàng hợp nhất.** FEcredit đứng đầu tại thị trường tín dụng tiêu dùng Việt Nam với 48% thị phần, đặc biệt có lợi thế trong phân khúc cho vay tiền mặt. Tín dụng tăng trưởng 60%/năm, thu nhập lãi thuần tăng trung bình 88%/năm từ 2014-2017. So với mảng ngân hàng truyền thống, hoạt động của FEcredit mang lại mức NIM cao vượt trội, khoảng 24.4%. Chúng tôi cho rằng, với lợi thế tiên phong trong phân khúc tín dụng tiêu dùng, FEcredit sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới. Tỷ lệ nợ xấu của FEcredit là 4.45% trong 9T2017, thấp hơn mức chấp nhận của mô hình tài chính tiêu dùng trên thế giới (13-15%). Với giá trị khoản vay trung bình từ 20-40 triệu đồng, chúng tôi cho rằng, rủi ro nợ xấu của FEcredit đang được phân hóa tốt.
- **VPB hiện đang khóa room nhà đầu tư nước ngoài tại mức 25%** (tỷ lệ sở hữu hiện tại là 22.34%). VPB dự kiến chào bán riêng lẻ tối đa 5% tổng số cổ phần đang lưu hành tại thời điểm chuyển đổi cho IFC nhằm thực hiện chuyển đổi trái phiếu

CTG – MUA – Giá mục tiêu 26,900 đồng/cp- upside 11%.

CTG là một trong những ngân hàng có quy mô lớn nhất hệ thống (về mạng lưới, quy mô cho vay, huy động), được định giá hấp dẫn, P/B điều chỉnh là 2.3x và P/B là 1.45x.

- **Tăng trưởng.** Dư nợ cho vay tăng 15.28%, tiền gửi của khách hàng tăng 10.68% ytd trong 9T2017. LNST đạt 5,855 tỷ đồng, tăng 13% yoy. Tỷ lệ cho vay/huy động cao, đạt 105% vào cuối quý 3/2017, CAR đạt 10.4%, ngân hàng đã kín room nhà đầu tư nước ngoài, và khó tăng vốn. Do đó, tốc độ tăng trưởng cho vay của CTG có thể chậm lại trong thời gian tới. BSC dự báo, LNST 2017 và 2018 đạt lần lượt là 7,293 tỷ đồng (+6.66%) và 8,402 tỷ đồng (+15.21% yoy), EPS 2018 là 1,870 đồng/cp.
- **Hiệu quả sinh lời.** NIM đạt 2.62%, ROA và ROE đạt lần lượt là 0.74% và 12.26% trong 9T2017, thấp hơn một chút so với trung bình các ngân hàng niêm yết (0.92% và 12.82%)
- **Chất lượng tài sản.** Tỷ lệ nợ xấu thấp, đạt 1.21%, nếu tính cả trái phiếu VAMC, tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2.05%. Tỷ lệ bao nợ xấu đến cuối quý 3/2017 đạt 101%. Tuy nhiên, lãi dự thu cao, đạt 15,425 tỷ đồng, chiếm 2.02% tổng dư nợ; CTG có nhiều khoản tín dụng tập trung, giải ngân cho các tập đoàn, doanh nghiệp lớn. BSC cho rằng, năm 2018, ngân hàng sẽ đẩy mạnh xử lý nợ xấu, đặc biệt sau khi

Nghị quyết 42 có hiệu lực. Tổng tài sản có nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 42,440 tỷ đồng, tổng giá trị tài sản đảm bảo lên tới 1,395,070 tỷ đồng.

- **Catalysts:** (1) Nới room cho nhà đầu tư nước ngoài. Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại CTG là 30%, bằng mức tối đa cho phép của NHNN. (2) Đẩy nhanh xử lý nợ xấu, trích lập dự phòng trái phiếu VAMC.

BID – THEO DÕI

BIDV là ngân hàng có quy mô tài sản, cho vay lớn nhất Việt Nam, mạng lưới chi nhánh lớn, bao phủ hầu khắp các tỉnh thành. Ngày 29/12/2017, cổ phiếu BID được giao dịch tại mức giá 25,500 đồng/cp, tương đương P/B là 2.x.

- **Tăng trưởng.** Dư nợ cho vay tăng trưởng 14.41%, tiền gửi tăng 13.37% trong 9T2017. Tương tự CTG, tỷ lệ cho vay/huy động của BID cao, đạt 100% vào cuối quý 3/2017, CAR thấp đạt trên 9%, khiến chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng cho vay của BID có thể chậm lại. LNST 9T2017 đạt 4,211 tỷ đồng, -8.86%. Ước tính LNTT 2017 đạt 8,800 tỷ đồng (+14% yoy), EPS đạt 1,643 đồng/cp.
- **Chất lượng tài sản.** Tỷ lệ nợ xấu đạt 2.08%, tính cả trái phiếu VAMC, tăng lên 3.69%. Tỷ lệ bao nợ xấu là 84% tính đến cuối quý 3/2017. BID có nhiều khoản tín dụng tập trung, cho vay các tập đoàn, doanh nghiệp lớn. Tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 67,394 tỷ đồng. Do vậy, chúng tôi cho rằng, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng có thể tiếp tục cao và tăng trong thời gian tới. Năm 2018, ngân hàng sẽ đẩy mạnh xử lý nợ xấu, đặc biệt sau khi Nghị quyết 42 có hiệu lực. Tổng giá trị tài sản đảm bảo của ngân hàng là 954,707 tỷ đồng vào cuối quý 2/2017.
- **Khả năng sinh lời.** Tính đến hết quý 3/2017, NIM đạt 2.93%, ROA đạt 0.54% và ROE đạt 12.48%, giảm so với năm 2016.
- **Catalysts:** BIDV đang tích cực theo đuổi kế hoạch phát hành tăng vốn cho cổ đông chiến lược, nếu thành công, điều này không chỉ cải thiện năng lực tài chính, tăng giá trị sổ sách mà còn mở rộng khả năng tăng trưởng cho ngân hàng.

LPB – MUA – Giá mục tiêu 20,571 đồng/cp, upside 59%

Ngày 29/12/2017, cổ phiếu LPB được giao dịch tại mức giá 12,900 đồng/cp, tương đương P/E là 5.96x và P/B là 0.91x, tương đối hấp dẫn so với mức định giá các ngân hàng Việt Nam.

- **Tăng trưởng cao vào còn room tăng trưởng.** Tổng dư nợ cho vay tăng trưởng 19%, tiền gửi tăng 10%, tỷ lệ LDR thấp, đạt 77% trong 9T2017 (nhỏ hơn mức trần cho phép 80% của NHNN). LNST đạt 1,126 tỷ đồng trong 9T2017, tăng 61% yoy nhờ tín dụng tăng nhanh, NIM cải thiện và lãi suất repo thấp. LNTT 2017 ước tính đạt 1700 tỷ đồng, + 26% yoy, EPS 2017 đạt 1,895 đồng/cp.
- **Hiệu quả sinh lời.** NIM tăng mạnh từ mức 3.5% trong năm 2016 lên mức 3.68% trong quý 3/2017, cao hơn nhiều ngân hàng niêm yết (trung bình 3.31%) nhờ tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cao, (đạt 31%), ROA tăng tương ứng từ 0.85% lên 1.04% và ROE tăng từ 13.34% lên 17.24%, cao hơn mức trung bình các ngân hàng niêm yết.
- **Chất lượng tài sản.** Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.19%, nếu tính cả trái phiếu VAMC tăng lên tới 2.4%. Tỷ lệ bao nợ xấu cao, đạt 105%. Tuy nhiên, tỷ lệ lãi dự thu cao, chiếm tới 3.22% tổng dư nợ; LPB có khoản phải thu khác cao, liên quan đến các hoạt động xây dựng, đặt cọc thuê văn phòng dài hạn, mua đất,

thuê đất lên tới 1,981 tỷ đồng (2.09% dư nợ cho vay). Tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi lên tới 8,487 tỷ đồng, tương đương 93% vốn chủ sở hữu.

Tăng vốn. LPB phát hành thêm 104 triệu cổ phiếu, trong đó, 38.76 triệu cổ phiếu là cổ tức (tỷ lệ 6%) , 32.95 triệu cổ phiếu chào bán cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 5.1%, giá 10,000 đồng/cp) và 32.29 triệu cổ phiếu là phát hành ESOP, giá 10,000 đồng/cp (5%). Tổng vốn điều lệ tăng lên tới 7,500 tỷ đồng. Trong dài hạn, ngân hàng lên kế hoạch phát hành 25% vốn cho đối tác nước ngoài.

HDBank – Theo dõi – Giá mục tiêu: 49,582 VND

Ngày 12/01/2017, cổ phiếu HDB được giao dịch tại mức giá 45,450 đồng/cp, tương đương P/E FW 15.86x và P/B là 2.58x.

- **Tiếp tục mở rộng quy mô.** Vốn điều lệ tại thời điểm 31/12/2017 là 9,810 tỷ đồng. Trong năm 2017, HDB đã phát hành 73 triệu CP trả cổ tức và cổ phiếu thưởng, và phát hành riêng lẻ 98.1 triệu CP với giá 32,000 đồng/CP. Điều này không chỉ giúp cho hệ số CAR hợp nhất của HDB lên 14.4% mà còn tăng giá trị sổ sách của 1 cổ phiếu lên 16,000 đồng. BSC ước tính vốn chủ sở hữu của HDB tại thời điểm cuối năm 2017 là 14,320 tỷ đồng và dự báo sẽ đạt 17,452 tỷ đồng vào cuối năm 2018, tương ứng với giá trị sổ sách lần lượt là 16,704 và 19,833 đồng/CP.
- **Tăng trưởng nhanh.** HDB là ngân hàng có tốc độ tăng trưởng tiền gửi và cho vay cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, CAGR 2012-2016 đạt lần lượt là 31.8% và 40.4%. Lợi nhuận hoạt động tăng trưởng trung bình 37%/năm từ 2012-2016, chỉ đứng sau VPB. Trong 9M2017, LNST đạt 1,538 tỷ đồng, EPS đạt 1,583 đồng/CP. Năm 2017, ngân hàng đặt mục tiêu LNST đạt 2,372 tỷ đồng (+ 107% yoy) và 3,972 tỷ đồng năm 2018 (tăng 65.3% yoy).
- **HDSaison,** công ty con của HDBank, là công ty tài chính tiêu dùng đứng thứ 3 tại Việt Nam với thị phần khoảng 12.15%, tập trung vào mảng cho vay mua xe máy. Tăng trưởng cho vay 73%/năm trong giai đoạn 2013-2016 và đạt 12% trong 9T2017. Trong 9T2017, HDSaison đóng góp khoảng 2,082 tỷ đồng NII (tương đương 45% kết quả hợp nhất của HDB).
- **Chất lượng tài sản.** Dư nợ nhóm 2 là 1.719 tỷ đồng. Tổng nợ xấu là 1,587 tỷ đồng (1.64%), trong đó 538 tỷ đồng là của HDSaison (tỷ lệ nợ xấu 6%). Giá trị ròng của trái phiếu VAMC là 1,180 tỷ đồng, trái phiếu doanh nghiệp nhóm 5 là 300 tỷ đồng, lãi và phí phải thu 3,427 tỷ đồng trong 9T2017, các tài sản khác là 6,230 tỷ đồng. Khi đó, tổng tài sản nghi ngờ là 14,053 tỷ đồng, tương đương 124% vốn chủ sở hữu. Lưu ý, HDB có 5,609 tỷ đồng trái phiếu của các doanh nghiệp lớn, tương đương 5.8% dư nợ cho vay.

STB - Theo dõi

Ngày 29/12/2017, cổ phiếu STB được giao dịch tại mức giá 12,850 VND/CP, tương đương P/B 1.02x.

- **Quy mô lớn.** STB là NHTM cổ phần có thể mạnh trong phân khúc bán lẻ với quy mô tương đối lớn so với các ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam. Quy mô vốn lớn hơn các ngân hàng như MBB, ACB, SHB, EIB, TCB, VPB, HDB, LPB. Tổng vốn điều lệ là 18,852 tỷ đồng, tổng dư nợ là 223 nghìn tỷ đồng và tổng tiền gửi là 312 nghìn tỷ đồng trong 9T2017.

- **Tăng trưởng:** Năm 2017, tổng dư nợ tăng 12.5% YoY, tiền gửi tăng 11.5%. Lợi nhuận hoạt động tăng 33% lên 8,200 tỷ đồng nhờ tỷ lệ NIM cao, hoạt động tín dụng và doanh thu dịch vụ tăng trưởng tốt, tạo cơ sở cho hoạt động xử lý nợ xấu và sự hồi phục của STB.
- **Đẩy mạnh xử lý nợ xấu trong năm 2017.**
 - **Đề án tái cơ cấu STB đã được NHNN chấp thuận vào tháng 5/2017.** Đề án chỉ rõ tại thời điểm cuối năm 2016, STB ghi nhận 13 nghìn tỷ đồng nợ xấu, 37 nghìn tỷ đồng trái phiếu VAMC, 21 nghìn tỷ đồng lãi dự thu được khoanh, 9.5 nghìn tỷ đồng tài sản nhận cầm trừ nợ và 6 nghìn tỷ đồng nợ đã được cơ cấu lại. Khi đó, tổng tài sản nghi ngờ là 86 nghìn tỷ đồng. SBV cho phép STB xử lý các khoản nợ xấu này trong vòng 10 năm. Ban lãnh đạo dự kiến hoàn thành việc xử lý nợ xấu này trong vòng 3-5 năm.
 - **Xử lý nợ xấu.** Tính đến thời điểm cuối Q3/2017, ngân hàng hầu như không giải quyết được các khoản nợ xấu trên. Tổng tài sản nghi ngờ khoảng 87 nghìn tỷ đồng. STB chỉ thu hồi được 1.5 nghìn tỷ đồng nợ xấu trên bảng cân đối kế toán (thấp hơn nhiều so với cùng kì năm 2016 là 27.9 tỷ đồng). Vào cuối năm 2017, Chủ tịch HĐQT Dương Công Minh cho biết STB đã xử lý 19,000 tỷ đồng nợ xấu, hoàn thành dự án tái cơ cấu, trong đó 2.8 nghìn tỷ đồng từ thanh lý tài sản thế chấp, 2.6 nghìn tỷ từ bán nợ xấu cho VAMC theo giá thị trường và 14.2 nghìn tỷ đồng từ thu hồi nợ xấu và các khoản phải thu.

	EPS 2018F	BV	BV điều chỉnh	ROA 2018	ROE 2018	P/B	P/B điều chỉnh	Giá ngày 29/12/17	Giá mục tiêu
VCB	3,851	15,078	14,070	1.38%	21.34%	3.6	3.86	54,300	57,604
MBB	3,192	16,619	13,340	1.94%	20.44%	1.53	1.9	25,400	34,100
ACB	3,245	15,013	11,738	1.08%	18.20%	2.46	3.14	36,900	43,521
VPB	5,478	17,588	10,883	2.98%	24.71%	2.33	3.77	41,000	57,000
CTG	1,870	16,727	10,506	0.74%	12.76%	1.45	2.3	24,200	26,900
BID	1,455	13,612	4,781	0.60%	14.57%	1.87	5.33	25,500	N/A
LPB	1,895	14,150	5,053	0.94%	15.57%	0.91	2.55	12,900	20,571
HDB	2,866	17,635	8,920	1.35%	17.80%	2.58	4.13	N/A	49,600
STB	N/A	12,632		N/A	N/A	1.02		12,850	N/A

Ngành Dầu khí 2018 [Khả quan]

- Cầu sử dụng dầu thô đã bắt đầu vượt Cung, dự báo xu hướng sẽ vẫn tiếp diễn trong các năm tới.
- Giá dầu được dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm 2018 – 2019.
- Ngành Dầu khí Việt Nam đón nhận các dự án lớn.
- Tiếp tục IPO các doanh nghiệp hàng đầu.

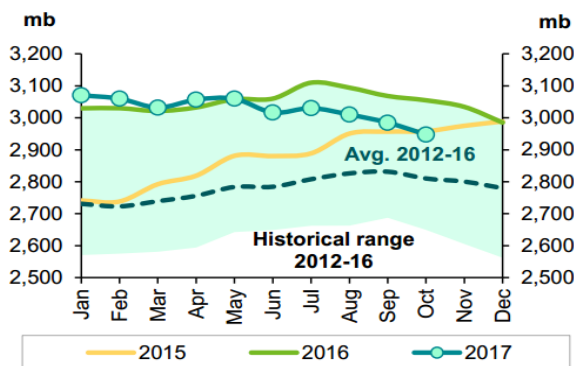
Cầu sử dụng dầu thô đã bắt đầu vượt Cung, dự báo xu hướng sẽ vẫn tiếp diễn trong các năm tới. Theo báo cáo tháng 12/2017 của OPEC, Cầu dầu thô đã bắt đầu vượt Cung từ Q2/2017, tính trung bình trong Q3/2017 lượng cầu dầu thô đạt 97.7 triệu thùng/ngày, trong khi nguồn cung chỉ khoảng 96.6 triệu thùng/ngày, giảm tồn kho 1.1 triệu thùng/ngày. HSBC dự báo năm 2017, nhu cầu dầu thô toàn cầu vào khoảng 97.9 triệu thùng/ngày, lượng cung là 97.3 triệu thùng/ngày, lượng giảm hàng tồn kho sẽ đạt 2.3 triệu thùng/ngày vào năm 2021.

Tồn kho dầu thô của nhóm OECD có thể coi như đại diện cho tồn kho của Thế giới, hiện cũng đang theo xu hướng giảm. Tính đến Q3/2017, tồn kho của nhóm OECD là 4.56 tỷ thùng (trong đó khối thương mại là 2.99 tỷ và khối chính phủ SPR là 1.58 tỷ thùng), với sản lượng tiêu thụ 47.7 triệu thùng/ngày (chiếm 48.82% tổng cầu Thế giới) số ngày để tiêu thụ hết sẽ là 95.7 ngày, giảm so với mức 97.6 ngày của năm 2015.

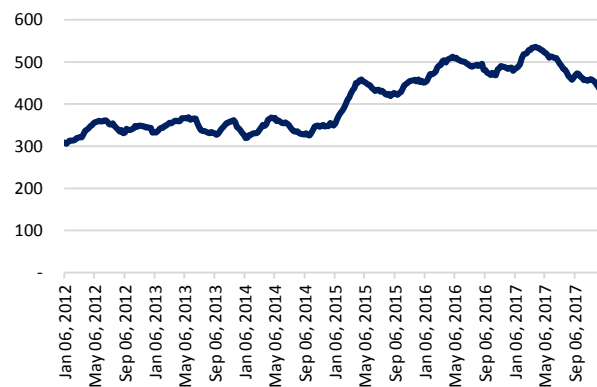
Mỹ là nước dự trữ dầu lớn nhất Thế giới, tính đến 15/12/2017, tồn kho thương mại là 436 triệu thùng, giảm 10% so với đầu năm 2016.

Với Trung Quốc, nước dự trữ dầu lớn thứ 2 Thế giới, tính đến tháng 10/2017, tồn kho thương mại là 349 triệu thùng, giảm 17 triệu thùng so với cùng kỳ 2016 (trong đó dầu thô giảm 21.5 triệu thùng và thành phẩm tăng 4.5 triệu thùng).

**Tồn kho dầu thương mại của nhóm OECD
(triệu thùng)**



Tồn kho thương mại của Mỹ (triệu thùng)



Nguồn: OPEC, EIA

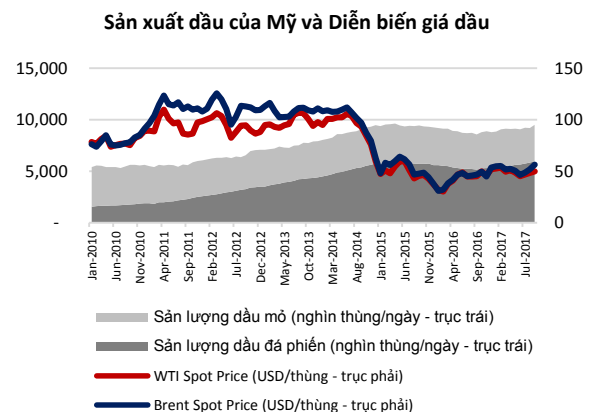
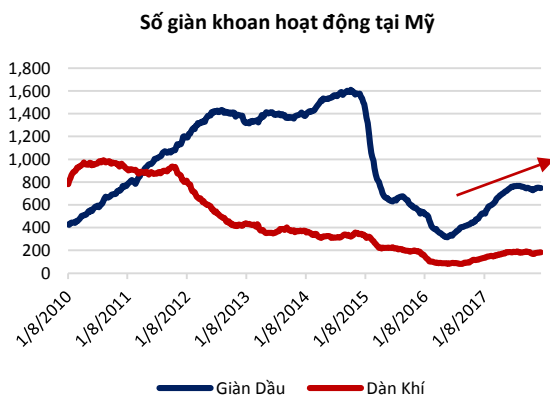
Giá dầu được dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm 2018 – 2019. Bên cạnh việc cung cầu đang mất cân bằng và lượng tồn kho dầu giảm, giá dầu tiếp tục cải thiện được hỗ trợ bởi (1) OPEC và 11 nước ngoài OPEC đã ký thỏa thuận cắt giảm sản lượng khai thác 1.8 triệu thùng/ngày kể từ tháng 1/2017 – 31/3/2018. Trong cuộc họp tháng 11/2017, các bên đã thống nhất kéo dài thỏa thuận đến cuối năm 2018; (2) Diễn biến căng thẳng địa chính trị tại Ả rập Saudi chưa được giải quyết dứt điểm, nước chiếm tới 21.9% dự trữ dầu Thế giới; (3)

Trong tháng 12/2017, Tại Libya sự cố nổ đường ống dẫn dầu làm giảm sản lượng từ 70,000 – 100,000 thùng dầu/ngày và tại Biển Bắc, hệ thống ống dẫn Forties có công suất 450,000 thùng dầu/ngày đã tạm ngừng hoạt động để sửa chữa do một vết nứt (Forties là hệ thống đường ống lớn nhất trong 5 đường ống dẫn dầu của Biển Bắc, là cơ sở để xác định giá Brent). Cả 2 đường ống dự kiến sẽ hoạt động ổn định trong tháng 1/2018.

Chúng tôi cũng lưu ý, diễn biến giá dầu có thể giao động giảm do lo ngại sự gia tăng của sản lượng dầu đá phiến khi giá dầu đạt mức 60 USD, kích thích việc quay trở lại hoạt động. Hiện tại số giếng đã khoan mà chưa hoàn thiện (Drilled but uncompleted wells – DUC) đạt 7,354 trong tháng 11/2017, vì một số lý do nên các giếng này chưa được khai thác vì vậy khi giá dầu tăng cao việc đưa các giếng chưa hoàn thiện vào hoạt động sẽ mất ít thời gian hơn so với việc triển khai giếng mới và là tiềm ẩn của rủi ro giá dầu.

	2016	01/17	02/17	03/17	04/17	05/17	06/17	07/17	08/17	09/17	10/17	11/17
DUC	5,289	5,352	5,534	5,534	5,770	5,877	6,851	6,817	7,091	7,204	7,260	7,354
Thay đổi		63	182		236	107	974	(34)	274	113	56	94

Nguồn: EIA



Nguồn: Baker Hughes, EIA

Do đó về dự báo giá dầu, theo thống kê của Bloomberg, giá dầu năm 2018 sẽ khoảng 58 USD/thùng và 2019 trung bình là 60 USD/thùng. Theo báo cáo của HSBC, dự báo giá dầu Brent đạt trung bình 65 USD/thùng năm 2018 và tăng lên mức 70 USD/thùng năm 2019, tương tự giá WTI đạt mức trung bình 63 USD/thùng năm 2018 và tăng lên mức 68 USD vào năm 2019.

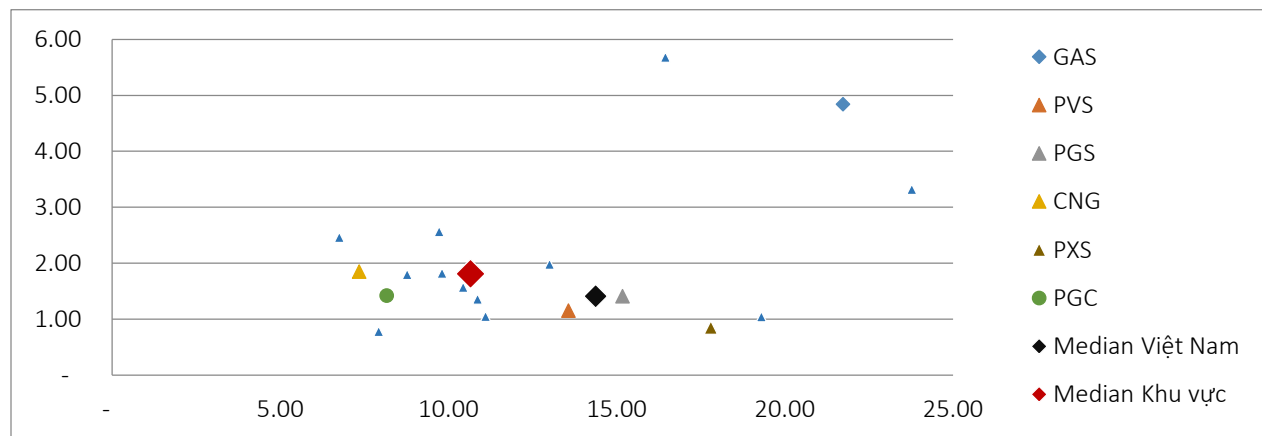
Ngành Dầu khí Việt Nam đón nhận các dự án lớn. Việc cơ cấu lại nhân sự cấp cao của PVN đang dần hoàn thiện, kỳ vọng giúp ngành Dầu khí hoạt động hiệu quả hơn, cùng với đó một số các dự án lớn bị chậm tiến độ có thể sẽ khởi động trong năm 2018 - 2019. Các dự án được thực hiện trong năm 2018 là (1) Nhà máy Lọc dầu Long Sơn, tổng mức đầu tư 5.4 tỷ USD do SCG làm chủ đầu tư, trong đó PVS, PXS có tham gia gói thầu và (2) Dự án Cá Rồng Đỏ, năm 2018 có sự tham gia của PVS, PXS, sang năm 2019 PVB thực hiện bọc ống và giàn 5 của PVD sẽ thực hiện công việc khoan. Bên cạnh đó, các dự án lớn kỳ vọng có thể sẽ được

triển khai trong các năm tới là (1) Dự án Lô B Ô Môn, (2) Dự án Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 2, (3) Cá Voi Xanh.

Tiếp tục IPO các doanh nghiệp hàng đầu. Lọc hóa dầu Bình Sơn BSR và PV Oil dự kiến sẽ được IPO trong tháng 1/2018. Với giá khởi điểm lần lượt là 14,600 và 13,400, ước tính vốn hóa của BSR và PV Oil chiếm 1.74% và 0.53% vốn hóa của VNIndex tại ngày 29/12/2017.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC duy trì nhận định **Khả quan** với Ngành Dầu khí trong năm 2018 nhờ sự phục hồi của giá dầu và sự hoàn thiện trong việc tái cơ cấu bộ máy lãnh đạo của PVN, kỳ vọng hoạt động hiệu quả hơn và các dự án tri hoãn sẽ sớm được đẩy nhanh tiến độ. Các cổ phiếu chúng tôi lưu ý trong năm 2018 là GAS, PVD, PVS, BSR, PXS, PVB.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

GAS – Giá mục tiêu VND 126,800

Kết quả kinh doanh năm 2017 có sự cải thiện tích cực nhờ sự phục hồi của giá dầu. Trong đó lợi nhuận gộp cải thiện nhiều nhất đóng góp từ hoạt động kinh doanh LPG và Vận chuyển khí. Ước tính đến 31/12/2017, số lượng công việc thực hiện của GAS như sau: Khí ẩm tiếp nhận 9.83 tỷ m³ (-6.41%yoy), Khí khô sản xuất và cung cấp 9.61 tỷ m³ (-6.71%yoy), Condensate sản xuất và cung cấp 78.7 ngàn tấn (+12.43%yoy), LPG sản xuất và cung cấp 1,349.4 ngàn tấn (+6.84%yoy).

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2017 đạt 66,004 tỷ đồng (+11.73%yoy), LNST 2017 đạt 8,084 tỷ đồng (+15.5%yoy). Năm 2018 với dự báo giá dầu tăng nhẹ và ổn định, BSC dự báo DT đạt 69,304 tỷ đồng và LNST đạt 8,799 tỷ đồng (+6.21%yoy). Diễn biến giá cổ phiếu của GAS trong năm 2018 sẽ không chỉ ảnh hưởng từ KQKD nội tại của doanh nghiệp và còn bởi các thông tin liên quan đến tái cơ cấu Tổng công ty và kế hoạch thoái vốn của PVN tại GAS xuống 65% (hiện PVN đang nắm 95.8%).

PVD – Giá mục tiêu VND 29,800

Tất cả các giàn khoan (trừ Giàn khoan số 5) đều đang có việc, tạo dòng tiền cho doanh nghiệp (Giàn 1 Đang hoạt động ở Thái Lan cho KrisEnergy, Giàn 2 hoạt động tại Việt Nam cho Vietsovpetro, Giàn 3 và 6 hoạt

động tại Malaysia cho Petronas và Lundin, giàn 6 cuối tháng 1/2018 sẽ làm cho Rosneft, Giàn 11 hoạt động ổn định tại Algeria). Giàn 5 đang chờ việc, cuối 2019 sẽ phục vụ dự án Cá Rồng Đỏ.

Về giá thuê, giá thuê của các giàn 1,2,3,6 là 50 – 55k USD/ngày. Hiện tất cả đều hoạt động dưới giá vốn. Dự kiến mức giá thuê 65k USD/ngày sẽ hòa vốn (khoảng năm 2019).

Năm 2018 PVD cho biết sẽ có công việc nhiều hơn, tuy nhiên giá giao động 50 – 55k USD/ngày, dự kiến sẽ khó hòa vốn nhưng sẽ có dòng tiền cho doanh nghiệp. Kỳ vọng giá dầu trên 60 USD trong khoảng thời gian đủ dài sẽ kích thích nhà thầu quay lại. Bên cạnh đó, khoản công nợ với PVEP dư nợ ~1000 tỷ đồng tạm thời khó thu hồi. Năm 2016 đã trích dự phòng 180 tỷ, 2017 trích khoảng 170 tỷ, như vậy có thể hoàn nhập lại được 350 tỷ đồng. Nếu không, PVD sẽ phải trích tiếp trên 600 tỷ đồng cho năm 2018.

PVS – Giá mục tiêu VND 29,160

Triển vọng năm 2018:

- Mảng EPC: Dự kiến tổng doanh thu 6,000 tỷ đồng. Trong đó dự án Cá Rồng Đỏ ghi nhận khoảng 200 triệu USD, còn lại sẽ đến từ nhiệt điện Long Phú và các dự án nhỏ khác. Doanh thu kế hoạch chưa bao gồm doanh thu từ Sao Vàng Đại Nguyệt, do chưa chắc chắn về khả năng thực hiện.
- Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí: dự báo sẽ vẫn khó khăn, và tương tự mức thực hiện 2017
- FSO/FPSO: doanh thu giảm do phải ký lại hợp đồng với đơn giá giảm. Với FPSO Lam Sơn, khách hàng chấm dứt hợp đồng trước hạn, PVS được nhận tiền đền bù hợp đồng khoảng 5,000 tỷ đồng, PVS sẽ sử dụng để trả nợ. LN bất thường được ghi nhận có thể là 3 – 4 triệu USD (có thể ghi nhận trong năm 2018).
- Dịch vụ khảo sát sẽ vẫn tiếp tục lỗ.
- Dịch vụ Cảng: tương đối tốt, có thể tăng trưởng nhẹ so với 2017
- Mảng O&M dự báo không có biến động

Về việc phát hành thêm: Phát hành thêm 142,944,134 cổ phiếu thực hiện Q1/2018, trong đó phát hành đồng thời 7% cổ tức bằng cổ phiếu là 31,269,029 cp và phát hành thêm 111,675,105 giá 10k đồng để đầu tư 1,116.75 tỷ đồng cho FPSO Cá rồng đỏ. Công ty đã làm thủ tục và gửi bộ ban ngành phê duyệt, dự kiến triển khai trong Q1/2018

Việc chuyển sàn sẽ tạm hoãn chờ việc phát hành hoàn thiện, ổn định số lượng cổ phiếu, cơ cấu cổ đông.

BSR – Giá mục tiêu VND 14,822 đến 16,260 đồng/cp

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu BSR với giá mục tiêu trong khoảng **14,822 đến 16,260 đồng/cp** theo phương pháp FCFF và so sánh P/E và EV/EBITDA. Với giá IPO khởi điểm là 14,600 đồng/cp, tương đương EV/EBITDA 2018 và P/E FW 2018 lần lượt là 5.42x và 5.43x, tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

- Việt Nam tiếp tục là nước nhập khẩu ròng dầu thành phẩm trong 5 năm tới. Theo báo cáo của Mackenzie năm 2015, từ năm 2019-2021, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu ròng 30-33% nhu cầu xăng dầu thành phẩm và 33-42% trong 2022-2025.
- Lợi thế của BSR: (1) Giá bán sản phẩm không phải chịu mức thu điều tiết từ 1/1/2017 mang lại khoảng 3.312 tỷ lợi nhuận trước thuế trong năm 2017. (2) Lợi thế về chi phí vận chuyển, chi phí bảo hiểm so với hàng nhập khẩu. Theo báo cáo thống kê của Nexant, từ năm 2005-quý 1/2017, chi phí vận chuyển từ Quảng Ngãi đến thành phố Hồ Chí Minh rẻ hơn từ 33-51 USD/tấn đối với LPG, từ 1-2 USD/barrel đối với từng sản phẩm xăng, Jet A1 và DO. (3) Mối quan hệ với các nhà phân phối chính trong thị trường nội địa như PLX, PVoil chiếm 70% thị phần xăng dầu cả nước. (4) Ưu đãi thuế TNDN kéo dài đến năm 2040. Thuế TNDN phải chịu là 10% trong 30 năm, miễn thuế 4 năm đầu và giảm 50% trong 9 năm tiếp theo kể từ năm đầu tiên có thu nhập chịu thuế.
- Công ty tiếp tục cắt giảm chi phí, nâng cao hiệu quả hoạt động. Tỷ lệ sử dụng dầu thô để sản xuất ra 1 tấn sản phẩm của BSR liên tục giảm, từ mức 1.092 tấn dầu thô vào tháng 12/2014 xuống còn 1.087 tấn vào cuối năm 2015 và còn 1.081 tấn vào tháng 8/2017. Với giả định giá dầu Brent là 60 USD/thùng, nhà máy vận hành tại mức 110% công suất (tương đương chế biến 7.15 triệu tấn dầu thô), chi phí dầu thô tiết kiệm được trong 1 năm ước tính khoảng 400 tỷ đồng. Các chi phí vật tư khác và chi phí sửa chữa lớn cũng được BSR tiết kiệm triệt để.
- Nâng cấp mở rộng nhà máy (NCMR): BSR có kế hoạch đầu tư khoảng 1.8 tỷ USD cho dự án NCMR, tăng 30% công suất lên 8.5 triệu tấn dầu thô/năm, dự kiến hoạt động vào cuối năm 2021. Nhà máy sau nâng cấp mở rộng giúp BSR đa dạng hóa được nguồn dầu thô đầu vào, sản phẩm xăng dầu đáp ứng được yêu cầu về khí thải Euro V và tăng sản lượng đầu ra.

Rủi ro đầu tư. (1) Crack spread giảm do dư cung dầu thành phẩm. (2) Rủi ro vận hành nhà máy mới sau nâng cấp mở rộng. (3) Biến động tỷ giá; (4) Rủi ro lãi suất; (5) Rủi ro thu hồi khoản tiền gửi tại Oceanbank; (6) Rủi ro BSR-BF tiếp tục lỗ.

PXS – Theo dõi

Triển vọng khả quan trong năm 2018. BSC ước tính LNST 2018 đạt khoảng 71.89 tỷ đồng (giả định chỉ hoàn nhập dự phòng bảo hành khoảng 21.26 tỷ đồng), EPS 2018 = 1,174 đồng (quỹ KTPL 2%)

Trong 6T đầu năm 2018 PXS còn lại dự án nhiệt điện Thái Bình 2 và nhiệt điện Sông Hậu 1. Đến Quý 4 sẽ có thêm công việc từ nhiệt điện Long Sơn. Cụ thể:

- Dự án Thái Bình 2 còn 200 tỷ ghi nhận hết trong 2018
- Dự án Sông Hậu 1, tổng giá trị là 340 tỷ, đã ghi nhận 40 tỷ, còn lại 300 tỷ ghi nhận toàn bộ trong 2018
- Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (làm cùng tổng thầu PVS), tổng giá trị gói thầu phần việc của PXS là 20 triệu USD, dự kiến hoàn thành trong 1 năm
- Làm một phần của dự án Cá Rồng Đỏ

- Từ Q4/2018 trở đi sẽ tương đối khả quan do có việc từ dự án nhà máy lọc hóa dầu Long Sơn: Đây là dự án lọc hóa dầu có vốn đầu tư khoảng 5.4 tỷ USD, chủ đầu tư là SCG (Thái Lan). Gói đầu tiên PXS tham gia là gói A2, đây là gói phức hợp, tổng giá trị là 500 triệu USD, liên danh với nhà thầu Posco. Phần việc thuộc về PXS có giá trị 110 triệu USD (tương đương khoảng 2,500 tỷ đồng), phần còn lại 390 triệu USD do Posco làm. Sau khi ký hợp đồng sẽ được ứng trước ngay 200 tỷ đồng, chia 2 lần mỗi lần 100 tỷ đồng. Dự kiến sau 9 tháng sẽ có doanh thu vì thi công phần kết cấu thép nên phải chờ phần việc của nhóm hạ tầng. Doanh thu từ Long Sơn trong năm 2018 ước khoảng 80 – 90 tỷ đồng. Biên LNTT sẽ giao động khoảng 10%.

Trong năm 2018 PXS dự kiến chưa có kế hoạch đầu tư lớn, chỉ đầu tư nhỏ để triển khai phục vụ dự án. Triển vọng từ năm 2019 sẽ tiếp tục lạc quan do có dự án Long Sơn (tổng thời gian thi công là 45 tháng), PXS vẫn tiếp tục gửi chào giá cho 4 – 5 gói thầu nữa thuộc dự án Long Sơn, ngoài ra còn có thể có các dự án Lô B Ô Môn, NT3, NT4.

Doanh nghiệp cho biết Dự phòng phải trả tổng đang là 57.34 tỷ đồng. Dự kiến đến 31/5/2018 sẽ đủ thời hạn bảo hành 24 tháng, nên sẽ hoàn nhập toàn bộ vào 30/6/2018. (Doanh nghiệp trích 3% doanh thu, thời hạn bảo hành thông thường là 24 tháng). Để thận trọng, BSC tạm tính số hoàn nhập sẽ là 21.26 tỷ đồng.

Cổ đông lớn Mepcom có mối quan hệ thân thiết với PXS, đóng góp chưa đáng kể nhưng rất có ích trong việc giúp review giá, điều kiện hợp đồng với đối tác trước khi ký, hỗ trợ marketing cho doanh nghiệp.

PVB – Theo dõi

Năm 2017 hoạt động cầm chừng vì không có việc. Năm 2018, PVB sẽ có thêm các dự án bọc ống là Dự án cá Tầm đang đợi phê duyệt chính thức. Dự án gồm 2 gói:

- Gói bọc dầu đã có kết quả đấu thầu, ký trong tháng 12/2017, giá trị trên 80 tỷ đồng, thi công trong vòng 2 tháng và Q1/2018 có thể ghi nhận được.
- Gói bọc khí đang trao đổi lại, dự kiến giá trị trên 90 tỷ đồng.

Để hòa vốn, ước tính doanh thu 1 năm cần 170 tỷ đồng (bọc ống), do đó BSC kỳ vọng hoạt động kinh doanh cốt lõi của PVB sẽ có chuyển biến tích cực trong năm 2018.

Về năng lực bọc ống: 1 ca bọc được 80 ống x 12m/ống = 960m (thường hoạt động 1 ca, tối đa có thể hoạt động 3 ca). Công việc bọc sẽ tập trung vào Q4 và Q1 là mùa gió chướng, và sẽ bàn giao ống để rải là tháng 5 – 6 – 7 (mùa biển lặng).

PVB kỳ vọng vào dự án Lô B Ô Môn và Nam Côn Sơn 2 – gđ 2 do khối lượng công việc lớn.

Ngoài ra để duy trì hoạt động, PVB đã ký hợp đồng nguyên tắc với Nippon Steel (đơn vị cấp ống cho chủ đầu tư các cảng), trong đó việc của PVB là sơn chống ăn mòn ống cọc của cầu cảng (ống phi tiêu chuẩn). Giá trị thường không lớn nhưng tạo dòng tiền và công việc cho công nhân.

PV Power – Giá mục tiêu VND 21,198

Điểm nổi bật

- **Nhu cầu điện sẽ tiếp tục tăng, đặc biệt là ở khu vực phía Nam, trong khi thiếu cung.** Ở khu vực phía Nam, tiêu thụ điện năm 2015 chỉ đạt 4.5 triệu kWh và ước tính đạt 14.5 triệu kWh vào năm 2020. Trong khi đó, trong giai đoạn 2016-2020, tổng công suất lắp đặt chỉ có thể tăng khoảng 54 GW, CAGR = 7% thấp hơn sự tăng trưởng của tiêu dùng.
- **PVP là một trong những công ty phát điện có mức đầu tư trên 1 MW thấp nhất.** PVPower đầu tư mỗi MW vào khoảng 16.9 tỷ, trong khi Genco 1 là 21.2 tỷ/MW, Genco 2 là 19 tỷ/MW, Genco 3 là 17.6 tỷ/MW và TKV là 19.1 tỷ/MW. Điều này tạo ra lợi thế cho PVP về năng suất và tăng khối lượng được bán trên thị trường bán buôn cạnh tranh dự kiến sẽ được triển khai chính thức vào năm 2019.
- **Nhà máy điện PVP chủ yếu được xây dựng ở miền Nam, tăng hiệu quả sử dụng.** Hầu hết các nhà máy tua-bin khí là NT1, NT2, Cà Mau 1,2 nằm ở phía Nam, nơi nguồn cung điện thiếu hụt nhiều nhất. Năm 2018, tăng trưởng trong sản xuất điện đến từ: (1) NT2 đã hoàn thành việc đại tu và tăng công suất từ 750 MW lên 774 MW, tạo ra 5.5 triệu kWh vào năm 2018, (2) Vũng Áng 1 vận hành ổn định và tạo ra 5.1 triệu kWh (+9% yoy). Các nhà máy khác như Cà Mau 1,2, Hua Na, Dakrinh được dự báo ổn định.

Rủi ro đầu tư

- Gia tăng giá khí đầu vào, làm giảm lợi nhuận gộp của PVPower
- Biến động tỷ giá: Tính đến ngày 30/6/2017 PVPower có khoản nợ 890 triệu USD và 72 triệu EUR. Chúng tôi ước tính tỷ giá USDEVND tăng 1% thì PVP sẽ bị lỗ tỷ giá 173 tỷ đồng và 1% EURVND thì sẽ lỗ 16 tỷ đồng.
- Lỗi vận hành tổ máy

PV Oil – Giá mục tiêu VND 19,000

Điểm nổi bật:

- Là công ty duy nhất được phép nhập khẩu và xuất khẩu dầu thô (được ủy thác xuất dầu thô của PVN và nhập khẩu dầu thô cho Nhà máy lọc dầu Dung Quất). Mảng kinh doanh này đã tương đối ổn định trong những năm qua, thu về khoảng 150 tỷ đồng lợi nhuận mỗi năm cho PV Oil.
- Công ty kinh doanh xăng dầu lớn thứ hai tại Việt Nam sau PLX. Năng lực phân phối vào khoảng 3.11 triệu m³/tấn vào năm 2017, chiếm khoảng 20-22% nhu cầu của thị trường. Các sản phẩm chính được phân phối bởi PV Oil là xăng, DO, FO, LPG
- Sản xuất, pha chế A92, A95 và E5, có lợi thế là nguồn nguyên liệu condensate trong nước từ PV GAS. Lượng xăng tự sản xuất A92 hiện chiếm 15-20% tổng khối lượng bán ra của PV Oil
- Đại lý phân phối (phân khúc biên lợi nhuận thấp nhất) chiếm 60% doanh thu, khách hàng công nghiệp và khách hàng bán lẻ chiếm 20% mỗi loại. Trong khi với PLX, doanh số bán lẻ (mảng có biên lợi nhuận cao nhất trong kinh doanh xăng dầu) chiếm 53-58%. Vì vậy, PV Oil có nhiều room cho sự tăng trưởng
- Tăng trưởng chuỗi bán lẻ bằng M&A: Với khoảng 540 trạm xăng sở hữu, trong khi Petrolimex có 2,400 trạm xăng tự sở hữu, PV Oil đã có sự phát triển nhanh chóng thông qua M&A (2008-2016, các trạm sở hữu đã tăng từ 82 lên 540 trạm hiện tại, chủ yếu thông qua M&A)

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro tỷ giá hối đoái;
- Rủi ro không thu hồi được tiền gửi tại Oceanbank;
- Rủi ro về cam kết tiếp tục mua sản phẩm từ lọc hóa dầu Nghi Sơn và Bình Sơn ít nhất 10 năm sau khi cổ phần hóa, giảm biên lợi nhuận doanh nghiệp
- Rủi ro hoạt động hiệu quả của việc mở rộng

Mã	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/12/2017	Giá mục tiêu
GAS	69,304	8,799	4,338	22.45	4.40	20.22%	97,400	126,807
PVD	4,377	-139	N/A	N/A	0.69	N/A	23,350	29,800
PVS	16,163	900	1,773	13.31	0.87	7.39%	23,600	29,160
BSR	102,217	8,341	2,690	5.43	1.21	24%	N/A	16,260
PV Power	34,940	2,625	775	18.58	1.68	10.46%	N/A	21,198
PV Oil	67,073	638	549	24.4	1.41	5.83%	N/A	19,000

Nguồn: BSC Research

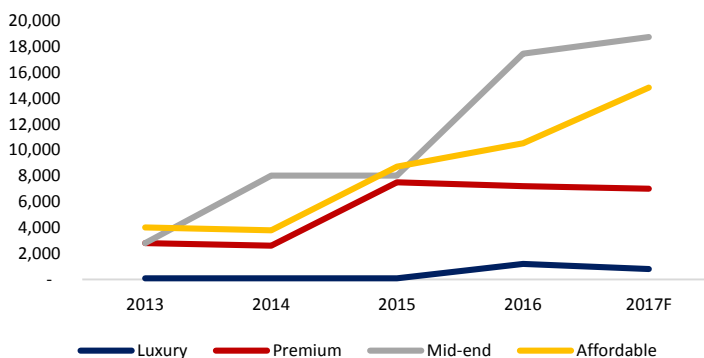
Ngành Bất động sản 2018 [Khả quan]

- BĐS khu công nghiệp được kỳ vọng sẽ hưởng lợi lớn từ nguồn vốn FDI đạt kỷ lục, Nhật Bản vượt Hàn Quốc trở thành nước có đóng góp tỷ trọng lớn nhất khoảng 25.4% trong cơ cấu vốn FDI.
- Các doanh nghiệp bất động sản phân khúc trung cấp – bình dân được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt hơn so với nhóm phân khúc cao cấp do xu hướng chuyển dịch dần về phân khúc trung cấp
- Dự báo KQKD của ngành bất động sản sẽ tiếp tục cải thiện chủ yếu nhờ vào (1) xu hướng tăng của giá đất cơ sở, (2) Số lượng các căn hộ bàn giao năm 2018 dự kiến tăng khoảng 27.9% so với năm 2017 tuy nhiên sẽ rất phân hóa dựa vào phân khúc BĐS các doanh nghiệp đang định hướng.

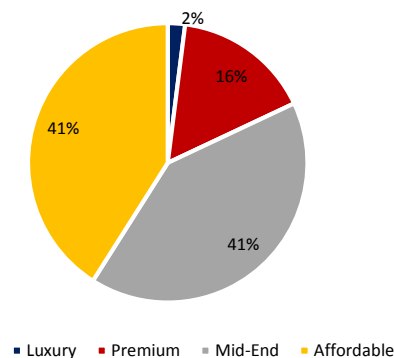
BĐS khu công nghiệp được kỳ vọng sẽ hưởng lợi lớn từ nguồn vốn FDI đạt kỷ lục, Nhật Bản vượt Hàn Quốc trở thành nước có đóng góp tỷ trọng lớn nhất khoảng 25.4% trong cơ cấu vốn FDI. Theo Cục đầu tư nước ngoài, tổng vốn FDI đăng ký đến ngày 20/12/2017 đạt 35.9 tỷ USD tăng 44,4% so với năm ngoái, tương tự vốn FDI giải ngân cũng ghi nhận mức kỷ lục đạt 17.5 tỷ USD (+10% yoy). Nhờ đó chúng tôi nhu cầu về thuê đất tại các khu công nghiệp sẽ tiếp tục trong năm 2018 khi chính phủ đang có nhiều chính sách ưu đãi nhằm cải thiện môi trường đầu tư. Qua đó tỷ lệ lấp đầy sẽ tiếp tục được cải thiện lên mức cao hơn, chúng tôi cho rằng tập trung chính vào các khu vực như Đồng Nai ở phía Nam và Bắc Ninh, Hưng Yên và Vĩnh Phúc ở phía bắc do (1) Tỷ lệ lấp đầy còn thấp hơn so với bình quân khu vực và (2) Giá đất cho thuê đang duy trì mức tương đương so với bình quân, (3) Vị trí địa lý và hạ tầng giao thông khá thuận lợi. Các doanh nghiệp trên sàn có quỹ đất lớn và còn diện tích để mở rộng cho thuê là VGC, IDC, LHG và KBC.

Các doanh nghiệp bất động sản phân khúc trung cấp – bình dân được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt hơn so với nhóm phân khúc cao cấp do xu hướng chuyển dịch dần về phân khúc trung cấp. Theo số liệu từ JLL, phân khúc trung cấp và bình dân đang chiếm đến khoảng 82% cơ cấu số lượng các sản phẩm bán tính đến Q3/2017 tại HCM. Ngoài ra, việc phát triển ác dự án nhóm trung cấp – bình dân cũng đang chứng kiến mức tăng trưởng khá tốt, trong khi đó phân khúc cao cấp có xu hướng giảm do nhu cầu giảm mạnh từ năm 2016. Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp bất động sản tập trung vào phân khúc trung cấp – bình dân như DXG, NLG sẽ được hưởng lợi lớn từ xu hướng chuyển dịch này khi (1) giá cả phù hợp với mức thu nhập và (2) chất lượng sản phẩm đang dần được cải thiện rõ nét. Thực tế, việc hưởng lợi từ xu hướng này đã bắt đầu phản ánh từ Q2.2017 khi thị trường bất động sản bắt đầu sôi động hơn thông qua việc KQKD các doanh nghiệp phân khúc BĐS trung cấp – bình dân cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm 2016.

SL các căn hộ mở bán tại TP HCM theo phân khúc (Nguồn: JLL, BSC Research)



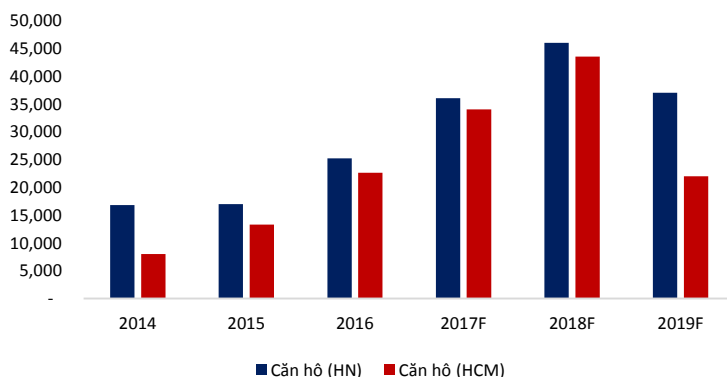
Số lượng các sản phẩm mở bán theo phân khúc 3Q2017 tại TP HCM (Nguồn: JLL, BSC Research)



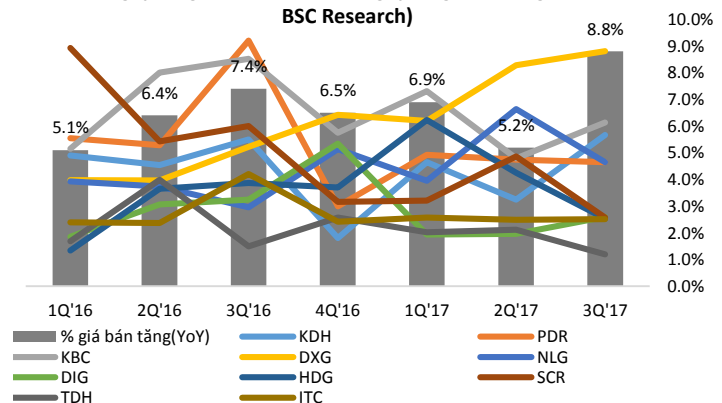
Chúng tôi dự báo KQKD của ngành bất động sản sẽ tiếp tục cải thiện chủ yếu nhờ vào (1) xu hướng tăng của giá đất cơ sở, (2) Số lượng các căn hộ bàn giao năm 2018 dự kiến tăng khoảng 27.9% so với năm 2017 tuy nhiên sẽ rất phân hóa dựa vào phân khúc BĐS các doanh nghiệp đang định hướng. Với việc hạch toán doanh thu của các doanh nghiệp bất động sản phụ thuộc chính vào thời điểm bàn giao, do đó chúng tôi cho rằng số lượng nguồn cung căn hộ sắp hoàn thành là chỉ báo khá sát để ước tính khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp trong giai đoạn sắp tới. Theo ước tính của JLL, tăng trưởng số lượng nguồn cung sắp hoàn thành trong năm 2018F ước tính sẽ tăng 27.7% so với lượng nguồn cung hoàn thành dự kiến năm 2017. Nhờ vào giá bán trong giai đoạn 2016-2017 cải thiện khá tốt, chúng tôi nhận thấy đối với các doanh nghiệp có quỹ đất sạch giá rẻ và sắp có sản phẩm bàn giao giai đoạn 2017-2018 sẽ được hưởng lợi lớn vì thế biên lợi nhuận gộp các công ty này sẽ được cải thiện đáng kể (DXG, NLG, KDH). **Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng chung ngành bất động sản sẽ tiếp tục duy trì trên mức 20%, do vậy KQKD các ngành bất động sản năm 2018 sẽ khá tích cực.**

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nguồn cung sắp hoàn thành (căn, nguồn: JLL, BSC Research)



Tương quan giữa biên lợi nhuận gộp và giá bán (Nguồn: JLL, BSC Research)



Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** về ngành bất động sản. Năm 2017-2018, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS có khả năng cải thiện do chu kỳ ghi nhận doanh thu, với tiến độ bán hàng mới duy trì mức khả quan. Chúng tôi và khuyến nghị các mã: **DXG, NLG, HUT, KBC**

DXG (Giá ngày 29/12/2017): 21,550 VND – Mua – Giá mục tiêu 28,000 VND – Upside +30% – P/E FW 5.9x, P/B FW 1.1x.

DXG là một công ty môi giới có uy tín với thị phần cả nước lên đến 20%. Công ty hiện đang nhanh chóng trở thành một chủ đầu tư, tập trung vào phân khúc trung cấp nhằm tận dụng kinh nghiệm của mảng môi giới và vị trí thu hút của các dự án. Chúng tôi ước tính KQKD 2017 tăng trưởng mạnh dự kiến vượt kế hoạch đạt khoảng 779 tỷ đồng (+67.6% yoy) nhờ vào (1) Hoạt động thứ cấp diễn ra sôi động trong 9T17, (2) BLNG của hoạt động thứ cấp và sơ cấp đều cải thiện mạnh, (3) Bàn giao 2 dự án Lux city và Opal Riverside (45%). Chúng tôi dự báo KQKD 2018 sẽ tăng trưởng mạnh nhờ vào (1) Dự kiến ghi nhận và bàn giao 5 dự án bao gồm Opal Riverside, Lux Garden, Opal Garden, Lux Riverview, Opal Skyview, (2) Mảng kinh doanh môi giới thứ cấp vẫn tiếp tục kỳ vọng duy trì tăng trưởng 25% nhờ vào việc phân khúc B/C vẫn tiếp tục duy trì mức hấp thụ tốt. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý, trong nội dung đại hội cổ đông thường niên năm 2018, DXG không có

kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn, chúng tôi đánh giá đây là điểm khá tích cực cho lợi ích của các cổ đông khi tránh việc pha loãng cổ phiếu. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của DXG ước đạt 5,276 tỷ đồng (+84% yoy), LNST sau cổ đông công ty mẹ ước đạt 1,085 tỷ đồng (+36.0% yoy), EPS FW2018 = 3,701 đồng/cp.

NLG (Giá ngày 29/12/2017): 30,100 VND – Mua – Giá mục tiêu: 37,700 – Upside +25.4% – P/E FW 9.2x, P/B FW 1.3x

NLG là một trong những doanh nghiệp bất động sản sở hữu quỹ đất sạch lớn đang chờ phát triển khoảng 485 ha. Phân khúc sản phẩm khá đa dạng cũng là một trong những thế mạnh của NLG khi doanh nghiệp có thể linh hoạt phát triển các dự án tùy vào nhu cầu thị trường bao gồm: (1) Ehome – phân khúc bình dân, (2) Flora – phân khúc trung cấp và (3) Valora – villas – phân khúc cao cấp. Trong năm 2018 dự kiến NLG sẽ ghi nhận một khoản lợi nhuận từ việc định giá lại dự án để góp vào liên doanh qua đó giảm tỷ lệ sở hữu từ 100% xuống còn mức 50% tương tự như dự án Nguyễn Sơn. Theo ước tính của chúng tôi, tổng giá trị đánh giá lại dự án ước tính khoảng 900 tỷ đồng, dự kiến có thể ghi nhận từ 200 - 300 tỷ đồng lợi nhuận gộp trong năm 2018. Ngoài ra, trong năm 2018 dự kiến doanh thu mảng bất động sản của NLG sẽ đến từ các dự án (1) Camelia Gardern, (2) Fuji Residence, (3) Kikyo Residencen , (4) Daila Garden, (5) Mizuki Park & Nguyễn Sơn , (6) Hoàng Nam , (7) Thảo Nguyên. Nhờ vào lượng hàng căn hộ đã bán tăng mạnh trong năm 2017 và khả năng hạch toán lợi nhuận từ việc đánh giá lại dự án Hoàng Nam, chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của NLG ước đạt 4,384 tỷ đồng (+27% yoy) và lợi nhuận sau thuế ước đạt 615 tỷ đồng (+20.5% yoy), EPS 2018F = 3,253 (với giả định là NLG đã phát hành thành công 31 triệu cổ phiếu phát hành cho cổ đông hiện hữu).

KBC – Giá mục tiêu 17,100 đồng/cp – upside 27% – P/E FW 7.2x, P/B FW 0.6x

KBC là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp do có lợi thế lớn với quỹ đất chiếm khoảng 8% tổng diện tích đất KCN toàn quốc cùng với chi phí giải phóng mặt bằng rẻ. KBC là một trong những công ty đầu tư bất động sản KCN hàng đầu trên sàn. Tổng diện tích lên đến 5,174 ha đất khu công nghiệp (KCN) chiếm 6% diện tích KCN cả nước và 1,063 ha đất khu đô thị (KĐT).

Năm 2017, BSC ước tính LNST cho cổ đông công ty mẹ của KBC năm nay sẽ tăng trưởng mạnh đạt khoảng 872 tỷ đồng (+56% yoy), EPS forward 2017 = 1,857 đồng/cp, tương ứng P/E forward = 7.2x do ghi nhận nguồn thu nhập tài chính 355 tỷ từ việc chuyển nhượng vốn công ty TNHH MTV Phát triển Khách Sạn Hoa Sen. Nếu chỉ xét hoạt động cốt lõi, công ty thực tế chỉ đạt mức lợi nhuận khoảng 606 tỷ đồng(+9% yoy), tương ứng với mức EPS forward 2017 =1,292 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E forward= 10.4x.

Năm 2018, chúng tôi ước tính LNST cho cổ đông công ty mẹ của KBC sẽ đạt 789 tỷ đồng (+30% yoy), EPS forward 2018 = 1,681 đồng/cp, tương ứng P/E forward =8.0x Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực đối với KBC nhờ xu hướng tăng mạnh nguồn vốn FDI vào Việt Nam, trong đó: (1) doanh thu chính tiếp tục đến từ khu công nghiệp Quang Châu (Bắc Giang) và khu đô thị Phúc Ninh (Bắc Ninh) - Ngoại giao đàm và (2) Khu công nghiệp Trảng Duệ 2 (Hải Phòng), khu công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh), KCN Quế Võ và KĐT Trảng Cát sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu kể từ năm 2018.

HUT- Giá mục tiêu 14,100 đồng/cp – upside 31% – P/E FW 7.6x, P/B FW 0.7x

HUT là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng giao thông tại khu vực miền Bắc. Hiện tại, HUT đang hoạt động trong các lĩnh vực gồm Bất động sản (BDS), Thu phí giao thông, Xây dựng

(XD) và Bán hàng cung cấp dịch vụ. Trong đó, BĐS và Thu phí giao thông là 2 hoạt động chính đóng góp doanh thu và dòng tiền cho HUT.

Năm 2017, LNST cho cổ đông ty mẹ ước đạt 386 tỷ đồng (-4.3% yoy), EPS forward 2017 = 1,537 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E forward=7.6x. Năm 2017 là năm công ty tập chung vào việc đầu tư phát triển hệ thống thu phí tự động ETC ở các trạm BOT và hoàn thành các dự án bất động sản như Xuân Phương Foressa villa, Xuan Phuong Residence và Pháp Vân South Building mang lại nguồn doanh thu 1,200 tỷ và nguồn lợi nhuận gộp 305 tỷ vào quý 4.

Năm 2018, chúng tôi ước tính LNST cho cổ đông công ty mẹ của HUT sẽ đạt 475 tỷ đồng (+23% yoy), EPS forward 2018 = 1,894 đồng/cp, tương ứng P/E forward =5.7x. Nguồn tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận sẽ chủ yếu đến từ việc chào bán dự án Foresea Mỹ Đình trong quý 3 – doanh thu ước tính 5,300 tỷ với mức lợi nhuận gộp 30%, và việc tiếp tục hạch toán nguồn lợi nhuận từ dự án Xuân Phương Residence. Trong dài hạn, nguồn doanh thu ổn định 750 tỷ từ các trạm BOT, các làn ETC và các dự án bất động sản khác như dự án 48 Trần Duy Hưng (700 tỷ) và dự án chung cư bộ ngoại giao (1,500 tỷ) sẽ góp phần vào làm gia tăng tiềm lực tăng trưởng của công ty.

Mã	DT2018	LNST2018	EPS2018	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
DXG	6,153	1,119	3,717	5.9	1.1x	21%	21,550	28,000
NLG	4,384	615	3,253	9.2	1.3x	11%	30,100	37,700
KBC	2,085	789	1,681	8.0	0.6x	8.6%	13,400	17,100
HUT	3,292	475	1,894	5.7	0.7x	15.5%	10,800	14,100

Ngành Xây dựng 2018 [Khả quan]

- Thị trường xây dựng cơ sở hạ tầng được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ vào vốn FDI dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh.
- Dự báo tăng trưởng ngành xây dựng vẫn tiếp tục duy trì mức khả quan trong năm 2018, nhưng tốc độ tăng trưởng sẽ bắt đầu chậm lại.
- Các doanh nghiệp xây dựng niêm yết kỳ vọng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng khả quan trong năm 2018 nhờ vào back-log cao của năm 2017..... Tuy nhiên biên lợi nhuận đang trong xu hướng giảm
- Khuyến nghị Mua với CTD, theo dõi với HBC, HUT, CTI

Thị trường xây dựng cơ sở hạ tầng được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ vào vốn FDI dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh. Tính đến tháng 11/2017, vốn đầu tư nước ngoài đăng ký mới tăng mạnh đạt 27.8 tỷ USD (+52% yoy). Chúng tôi kỳ vọng năm 2018, ngành xây dựng sẽ được hưởng lợi lớn từ vốn FDI sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ vào (1) Việt Nam vẫn là nước có chi phí nhân công thấp trong khu vực (2) Các ưu đãi, hỗ trợ của chính phủ sau sự thành công của hiệp định APEC. Chúng tôi lưu ý trong lịch sử, vốn FDI năm 2008 đã ghi nhận mức tăng trưởng kỷ lục đạt hơn 64 tỷ USD, gấp gần 3 lần sau hội nghị APEC năm 2007. Một số doanh nghiệp chuyên về xây dựng công nghiệp hiện đang niêm yết: FCN, LCG, LM8, L10, SDT, SD5, C32

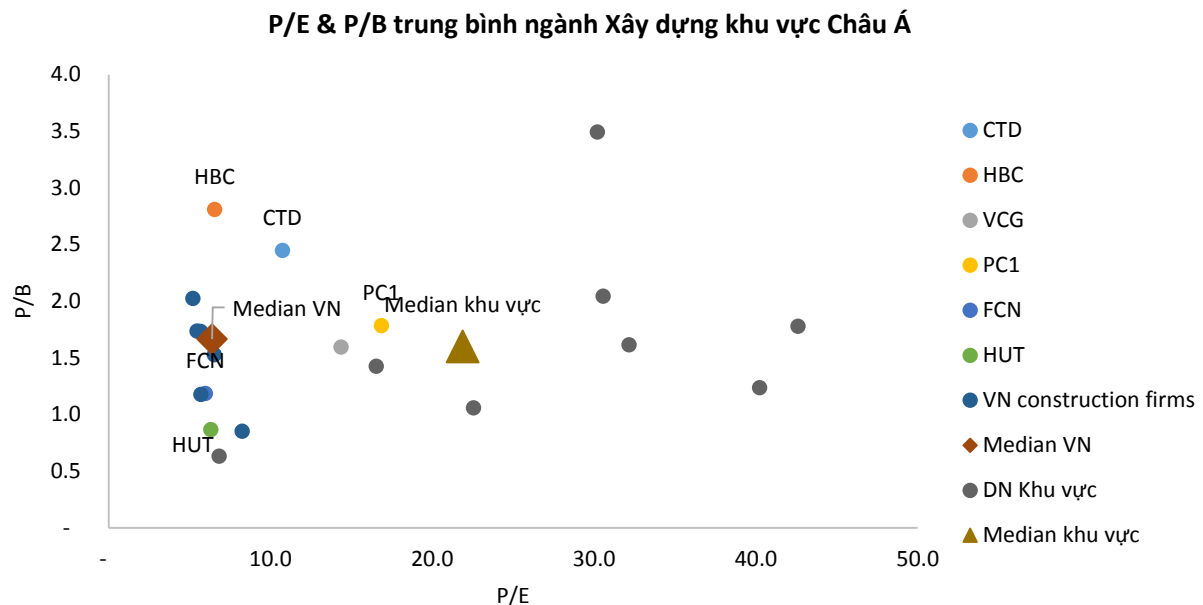
Dự báo tăng trưởng ngành xây dựng vẫn tiếp tục duy trì mức khả quan trong năm 2018, nhưng tốc độ tăng trưởng sẽ bắt đầu chậm lại. Theo dự báo của BMI, ngành xây dựng sẽ vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng thực trong năm 2018 đạt 9.63% và đạt mức bình quân khoảng 7.8% trong giai đoạn 2018-2021 chủ yếu nhờ vào tăng trưởng đầu tư của khối tư nhân và nước ngoài. Chúng tôi cho rằng riêng về thị trường xây dựng dân dụng sẽ chậm lại so với năm 2018 do tốc độ tăng trưởng ngành bất động sản đặc biệt là bất động sản nhà ở sẽ chậm lại hơn so với năm 2017.

Các doanh nghiệp xây dựng niêm yết kỳ vọng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng khả quan trong năm 2018 nhờ vào back-log cao của năm 2017..... Chúng tôi kỳ vọng KQKD ngành xây dựng trong năm 2018 vẫn khả quan duy trì mức tăng trưởng 2 con số chủ yếu nhờ vào lượng backlog cao của năm 2017. Cụ thể, khối lượng back-log dự kiến 2017 của hai doanh nghiệp đại diện ngành là CTD và HBC ghi nhận lần lượt đạt mức 25,408 tỷ đồng (+13%yoy) và 20,267 tỷ đồng (+17%yoy).

..... **Tuy nhiên biên lợi nhuận đang trong xu hướng giảm.** BSC nhận thấy biên lợi nhuận gộp ngành xây dựng đã bắt đầu có xu hướng giảm dần từ Q2/2017 (trừ CII và CTI do có ảnh hưởng 1 phần tỷ trọng từ các mảng kinh doanh khác), chúng tôi cho rằng việc các DN này đạt được mức biên lợi nhuận cao như giai đoạn năm 2016 sẽ rất khó. Do đó chúng tôi dự báo BLNG ngành xây dựng trong năm 2018 sẽ thấp hơn so với BNLG bình quân năm 2017 chủ yếu do các yếu tố sau (1) Yếu tố cạnh tranh gay gắt hơn khi phân khúc căn hộ cao cấp bắt đầu gặp khó khăn khi đó các doanh nghiệp lớn như CTD, HBC sẽ phải chuyển về phân khúc trung cấp và bình dân, cạnh tranh với các nhà thầu khác như An Phong, (2) Giá cả nguyên vật liệu sắt, thép, cát... có xu hướng tăng mạnh trong thời gian vừa qua, (3) Xu hướng phải đẩy mạnh tỷ trọng ở phân khúc nhà ở trung cấp – bình dân và nhà xưởng công nghiệp có BLNG thấp hơn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành Xây dựng dựa trên các yếu tố: (1) các doanh nghiệp xây dựng dân dụng với lượng hợp đồng ký kết cho năm 2018 vẫn duy trì mức tốt, (3) nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng tăng trưởng ổn định trong dài hạn và (4) lượng vốn FDI vào Việt Nam dự kiến sẽ tăng mạnh trong năm 2018. Theo dữ liệu thống kê từ Bloomberg, các doanh nghiệp Xây dựng tại Việt Nam đang được định giá tương đối hấp dẫn mức trung vị P/E và P/B của ngành lần lượt là 6.5 và 1.7 so với mức 21.9 và 1.6 của khu vực. Chỉ có chỉ số P/B của 2 doanh nghiệp đầu ngành CTD (P/B=2.4) và HBC (P/B=2.8) là cao hơn so với trung vị của khu vực.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

CTD – (Giá ngày 29/12/2017): 226,500 VND – Mua – Giá mục tiêu: 280,000 VND – Upside +23.6% – P/E FW 10.3x, P/B FW 1.7, FO: 49%

CTD là doanh nghiệp xây dựng có quy mô lớn nhất cả về giá trị vốn hóa lẫn doanh đang niêm yết. Hoạt động cốt lõi của CTD là xây dựng dân dụng và xây dựng công nghiệp đóng góp 94% tổng doanh thu. Đặc biệt là mảng xây dựng dân dụng khi CTD được coi là nhà thầu số 1 Việt Nam về năng lực, tốc độ thi công và là đối tác chính của những tập đoàn bất động sản lớn như Vingroup. CTD vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng backlog ở mức 2 con số. Giá trị hợp đồng chuyển tiếp tính đến 30/09/2017 đạt 25,567 tỷ đồng (+20% yoy). Chúng tôi dự báo hợp đồng ký mới năm 2017 ước đạt 33,320 tỷ đồng và giá trị chuyển tiếp cuối năm 2017 tăng 21% yoy đạt 27,207 tỷ đồng. Giá trị hợp đồng ký mới năm 2018 dự báo tăng 13% đạt 37,372 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của CTD ước đạt 33,485 tỷ đồng (+17.6% yoy), LNST ước đạt 1,898 tỷ đồng (+6.6% yoy), EPS 2018 = 21,651 đồng/cp.

HBC – (Giá ngày 29/12/2017): 44,400 VND – Khuyến nghị - Theo dõi – P/E FW 6.1, P/B FW 1.5

HBC cũng là một trong các doanh nghiệp đầu ngành xây dựng với quy mô đứng thứ hai sau CTD trong lĩnh vực xây dựng dân dụng. Năm 2017 đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh của HBC về cả mặt lợi nhuận và

mệnh giá cổ phiếu. Trong 9T2017, HBC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 10,975 tỷ đồng (+56.7% yoy) và 618.4 tỷ đồng (+93.3% yoy).

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đặc biệt lưu ý rủi ro ở các khoản phải thu và rủi ro đòn bẩy của HBC. Tính tại thời điểm cuối Q3/2017, tỷ lệ các khoản phải trả người bán ngắn hạn và người mua trả tiền trước ngắn hạn / tổng tài sản và tỷ lệ nợ/vốn của HBC lần lượt khoảng 30% và 1.92 lần (tăng lên từ mức 1.72 lần trong đầu năm 2017). Chúng tôi nhận định HBC vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ vào yếu tố ngành tích cực, dự báo hợp đồng ký mới năm 2017 ước đạt 19,242 tỷ đồng và giá trị chuyển tiếp cuối năm 2017 tăng 17% yoy đạt 20,267 tỷ đồng. Giá trị hợp đồng ký mới năm 2018 dự báo tăng 12% đạt 21,551 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của HBC ước đạt 19,283 tỷ đồng (+15.2% yoy), LNST ước đạt 1,004 tỷ đồng (+7.0% yoy), EPS 2018 = 7,206 đồng/cp.

CTI – (Giá ngày 29/12/2017): 30,500 VND – Khuyến nghị Theo dõi – Giá mục tiêu 31,545 đồng – P/E FW 12.0x – P/B FW 1.31x

CTI là doanh nghiệp thực hiện đầu tư và khai thác một số dự án BOT trên địa bàn tỉnh Đồng Nai và các tỉnh, thành phố trực thuộc khu vực Đông Nam Bộ. Công ty hiện đang thực hiện dự án nút giao 319 và cao tốc TpHCM – Long Thành (700 tỷ), dự án khu nhà ở xã hội phường Tam Hòa (325 tỷ) và một số dự án khác. Công ty hiện cũng đang sở hữu 3 mỏ đá lớn ở Đồng Nai với giá trị trữ lượng còn lại theo ước tính của chúng tôi rơi vào khoảng 4,078 tỷ đồng (khoảng 37 triệu m³ và thời gian khai thác lâu còn khá lâu). Trong năm nay 2018, CTI dự kiến sẽ đẩy mạnh mảng khai thác sản xuất đá, đóng góp chính cho tăng trưởng của CTI ngoài lợi nhuận đến từ mảng BOT. Mục tiêu của CTI trong mảng này bao gồm (1) đạt lợi nhuận khoảng hơn 100 tỷ đồng trong năm 2018 (gấp 2.2x lần so với 2017) và (2) cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ vào việc đã hoàn thành tăng bốc phủ. Về mảng cống, hiện tại CTI đã khấu hao toàn bộ máy móc do đó chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận mảng này cải thiện nhờ vào các dự án cấp thoát nước ở tỉnh Đồng Nai và Bình Dương. Phí thu ròng BOT của CTI vẫn duy trì mức cao đạt 354 tỷ đồng (+17% yoy) so với CII (557 tỷ đồng) và HUT (138 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng với việc sân bay Long Thành dự kiến sẽ hoàn thành bồi thường trong năm 2018, chúng tôi kỳ vọng các dự án xây dựng hạ tầng, khu dân cư khu vực này sẽ thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận của CTI tăng trưởng. Chúng tôi lưu ý rủi ro đáng kể nhất với CTI chủ yếu ở việc thay đổi chính sách thu phí, cụ thể giảm 20% phí tại Quốc Lộ 1A từ Q4/2017 và khả năng giảm phí tại Quốc Lộ 91. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của CTI ước đạt 995 tỷ đồng (-28.8% yoy), LNST ước đạt 162.5 tỷ đồng (-1.5% yoy), EPS 2018 = 2,540 đồng/cp.

Mã	DT2018	LNST2018	EPS2018	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
CTD	33,485	1,898	21,651	10.3	1.7x	19.2%	226,500	280,000
HBC	19,283	1,004	7,206	6.1	1.5x	25.8%	44,000	N/A
CTI	995	162.5	2,540	12.0	1.3x	10.6%	30,500	31,545

Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ 2018 [Khả quan]

- Doanh thu phí bảo hiểm gốc ước tính tăng trưởng 10%-13%.
- Kỳ vọng giảm thiểu rủi ro bồi thường
- Thoái vốn là câu chuyện tác động mạnh tới các doanh nghiệp Bảo hiểm năm 2018
- Lợi nhuận đầu tư dự báo cải thiện nhờ mặt bằng lãi suất tăng trong 2018

Doanh thu phí bảo hiểm gốc ước tính tăng trưởng 10%-13%. Dự kiến kỳ họp Quốc hội lần thứ 5 sẽ thông qua Luật về khu hành chính kinh tế đặc biệt, nhằm tạo điều kiện mở tối đa thúc đẩy hoạt động đầu tư ngay trong năm 2018, sẽ tạo thuận lợi tăng trưởng mảng bảo hiểm tài sản, xây dựng-lắp đặt- hiện chiếm khoảng 15% tổng doanh thu phí gốc. Ngoài ra, theo thống kê của VAMA, thị trường bán lẻ ô tô đạt 226.7 nghìn xe cho 11T2017 giảm 9.3% so với cùng kỳ 2016, chủ yếu do tâm lý chờ đợi một “cơn lốc” giảm giá xe của người tiêu dùng vào thời điểm 2018, khi thuế nhập khẩu ô tô từ ASEAN về 0% theo Hiệp định ATF. Từ 1/1/2018, sẽ có nhiều chính sách mới khác được áp dụng gồm: (1) Nghị định 116/2017 quy định điều kiện nhập khẩu và kinh doanh ô tô; (2) Nghị định 125/2017/NĐ-CP về biểu thuế xuất nhập khẩu ưu đãi. Chúng tôi kỳ vọng thị trường bán lẻ ô tô sang năm 2018 sẽ phục hồi khi giá ô tô đã chạm đáy, qua đó thúc đẩy tăng trưởng mảng bảo hiểm xe cơ giới – hiện chiếm trên 30% tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc.

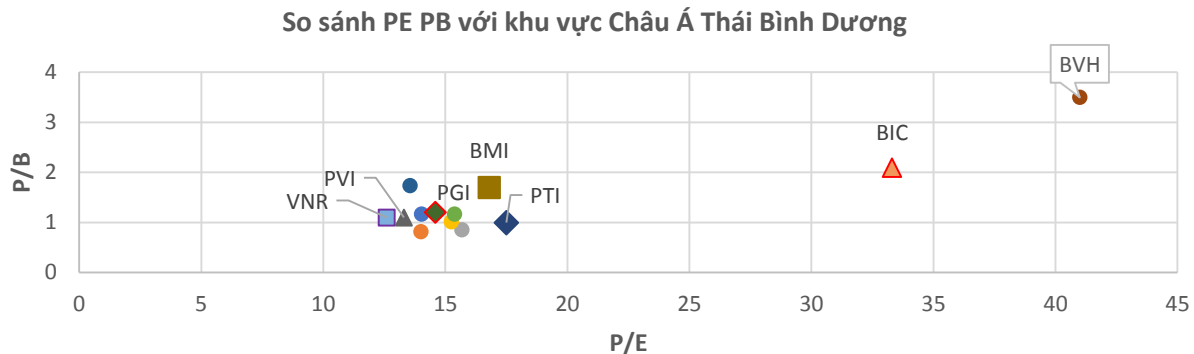
Kỳ vọng giảm thiểu rủi ro bồi thường. Trong năm 2018, các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin vào quản lý kinh doanh, đặc biệt là phát triển hệ thống giám định bồi thường. Ngoài ra, Chính phủ đã ban hành Thông tư số 50/2017/TT-BTC bổ sung nguyên tắc chấp thuận đăng ký sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới nhằm giảm hiện tượng cạnh tranh không lành mạnh như hạ phí, mở rộng điều khoản bảo hiểm ảnh hưởng tới an toàn tài chính của doanh nghiệp; cũng như đảm bảo quyền lợi của khách hàng vì sản phẩm trước khi được phát hành phải được Bộ Tài Chính kiểm tra, phê chuẩn và áp dụng theo mức phí bảo hiểm thuần mà Bộ Tài Chính công bố. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bồi thường mảng bảo hiểm xe cơ giới nói riêng, và toàn ngành bảo hiểm nói chung sẽ cải thiện trong 2018.

Kỳ vọng từ các thương vụ thoái vốn PVN ở PVI và SCIC ở BMI. Cụ thể, ngoài việc nằm trong kế hoạch thoái toàn bộ 35% vốn của PVN trong năm 2018, PVI cũng nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài lên 100%. SCIC sẽ bán 51% vốn ở BMI trong năm 2018. Sự thay đổi về cơ cấu sở hữu được kỳ vọng sẽ đưa lại các định hướng khác biệt hơn cho các doanh nghiệp lớn, có các yếu tố cơ bản tốt và vững vàng trong ngành bảo hiểm.

Lợi nhuận đầu tư cải thiện. Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động 6 tháng đầu năm 2018 sẽ tương đối ổn định và tăng trong 6 tháng cuối năm. Đối với các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, với khoảng 70% cơ cấu đầu tư vào tiền gửi, BSC ước tính, với mức tăng lãi suất 1% sẽ làm tăng lợi nhuận trước thuế ước tính khoảng 10-13%.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – Khả quan

Với đánh giá tích cực về triển vọng 2018, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **Khả Quan** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ do: (1) lãi suất tăng, (2) chính sách hỗ trợ, (2) tăng trưởng mảng bảo hiểm xe cơ giới, tài sản. Tuy nhiên chúng tôi xin lưu ý rằng: tốc độ tăng trưởng của ngành hiện đang không tốt và triển vọng các doanh nghiệp Bảo hiểm chỉ cải thiện mạnh mẽ khi các thương vụ thoái vốn, nói room diễn ra.



Nguồn: Bloomberg, BSC research

PVI – Mua - Giá mục tiêu 41.751 – upside 30.4% - PEFW: 16.9; PBFW: 1.2

PVI là doanh nghiệp hiện đang có thị phần lớn nhất trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, đặc biệt ở mảng tài sản thiệt hại. Trong năm 2017, PVI ước đạt 8.953 tỷ đồng doanh thu hợp nhất (-2.3%) và 700 tỷ lợi nhuận trước thuế (-2%).

Chúng tôi kỳ vọng vào những diễn biến tích cực của giá dầu và đợt IPO của 3 doanh nghiệp dầu khí lớn là BSR, PV Power, PV Oil sẽ thúc đẩy hoạt động của các công ty trong tập đoàn dầu khí, qua đó mang lại kỳ vọng tăng trưởng cho PVI. Trong năm 2018-2019, công ty sẽ ghi nhận khoảng 2400 tỷ đồng doanh thu từ dự án BĐS Embassy Garden. Hiện tại, dự án đã được tiêu thụ gần hết và dự kiến bàn giao vào Q3/2018. Ngoài ra, PVI cũng dự kiến bán lại tòa nhà PVI tower trong năm 2018. Trong năm 2018, PVN dự kiến thoái toàn bộ vốn ở PVI, và HDI Global – công ty cung cấp dịch vụ bảo hiểm ở hơn 130 quốc gia (thuộc Tập đoàn Talanx, một trong những tập đoàn tài chính lớn nhất Châu Âu hiện quản lý hơn 100 tỷ EUR tài sản) dự tính tăng tỷ lệ sở hữu tại PVI. Nếu kế hoạch bán cổ phần cho HDI được thực hiện thành công, PVI sẽ được hưởng nhiều lợi ích từ nguồn tài chính lớn, mạng lưới bảo hiểm rộng và kinh nghiệm từ HDI-Global. Chúng tôi ước tính PVI sẽ ghi nhận 7.471 tỷ đồng doanh thu phí và khoảng 616 tỷ lợi nhuận sau thuế. Với kỳ vọng giá trị sổ sách được cải thiện cùng những thuận lợi chung của ngành dầu khí, chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu PVI với mức giá 41.751 VND/cp

BMI – Mua – Giá mục tiêu 43.195 – upside 21.6% - PEFW: 16.6; PBFW: 1.5

Sau một thời gian dài tăng trưởng chậm hơn thị trường, BMI đã tìm được động lực tăng trưởng mới trong năm 2017 thông qua việc hợp tác với các tổ chức tài chính để khai thác bảo hiểm tai nạn con người. Chúng tôi kỳ vọng nghiệp vụ này sẽ tiếp tục giúp BMI tăng trưởng tốt trong năm 2018. Tính đến nay, BMI đã hoàn tất trích lập dự phòng các khoản đầu tư không hiệu quả, giúp tỷ suất đầu tư từ năm 2018 sẽ khả quan hơn, do không phải chịu áp lực từ chi phí trích lập dự phòng nữa. Giá trị các khoản đầu tư đã tăng đáng kể như MBB, VNR, nhưng vẫn ghi nhận với giá gốc. Trong năm 2018, chúng tôi kỳ vọng thương vụ thoái vốn của SCIC sẽ giúp BMI có những thay đổi tích cực trong chiến lược kinh doanh, đặc biệt nếu phần góp vốn SCIC được bán cho một đối tác nước ngoài có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực bảo hiểm. Chúng tôi kỳ vọng tổng công ty sẽ ghi nhận 4.165 tỷ đồng doanh thu phí (+12.4% yoy) và 243.3 tỷ đồng LNST (+15%). Theo đó

EPS 2018 ước đạt 2.600 VND và BVPS 2018 ước đạt 28.228 VND, tương đương mức P/E forward = 16.6 và P/B forward = 1.5. Do vậy BSC khuyến nghị Mua BMI với giá mục tiêu 1 năm là 43.195.

MIG – Mua - Giá mục tiêu 16.396 – upside 36.6% - PEFW: 13.8; PBFW: 1.34

MIG là doanh nghiệp hiện đang có thị phần đứng thứ 6 trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ nhưng có hiệu quả hoạt động gần như tốt nhất thị trường bảo hiểm. Cụ thể, công ty có mức tỷ lệ bồi thường thấp nhất thị trường và liên tục có lãi nghiệp vụ bảo hiểm hàng năm. Trong 9T2017, doanh thu phí gốc tăng 13% xếp thứ 2 trong top 6, cao hơn mức tăng trưởng ngành 12% và tỷ lệ bồi thường 38% thấp nhất trong ngành bảo hiểm. MIG có mạng lưới phân phối rộng với 54 công ty thành viên, chỉ sau BVH với 78 công ty thành viên. Doanh nghiệp đặc biệt có lợi thế lớn trong các hoạt động bảo hiểm liên quan tới các khối ngành thuộc quân đội. Khác với các doanh nghiệp bảo hiểm khác trực tiếp thực hiện hoạt động đầu tư, MIG chủ trương ủy thác cho quỹ đầu tư chuyên nghiệp MB Capital, chúng tôi đánh giá đây là một bước đi khá tiến bộ của MIG. Hiện tại, doanh nghiệp đang sở hữu 5 triệu cổ phiếu Techcombank sẽ IPO năm 2018 với giá vốn 10.000 VND/cp, và giá hiện tại của cổ phiếu Techcombank trên OTC khoảng 58.800 VND/cp. Chúng tôi kỳ vọng tổng công ty sẽ ghi nhận 2.349 tỷ đồng doanh thu phí (+24% yoy) và 95 tỷ đồng LNST (+14%), chưa bao gồm lợi nhuận tài chính đột biến và dự án BĐS. Theo đó EPS 2018 ước đạt 1.181 VND và BVPS 2018 ước đạt 12.221 VND, tương đương mức P/E forward = 13.8 và P/B forward = 1.34. Do vậy BSC khuyến nghị Mua MIG với giá mục tiêu 1 năm là 16.396.

Mã CK	DT2018 F (tỷ đ)	LN2018 F (tỷ đ)	EPS 2018	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2017)	Giá đóng cửa 29/12/2017	Giá mục tiêu
PVI	7,471	616	2,474	16.9	1.2	7.2%	32,000	41,751
BMI	4,165	243	2,600	16.6	1.5	8.4%	35,500	43,195
MIG	2,349	95	1,181	13.8	1.34	8.9%	12,000	16,396

Nguồn: BSC dự báo

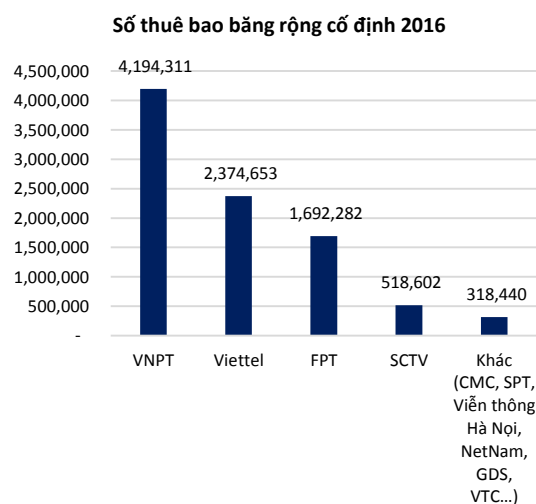
Ngành Công nghệ 2018 [Khả quan]

- Ứng dụng CNTT sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong hoạt động của cơ quan nhà nước và khối doanh nghiệp.
- Cuộc đua 4G ở Việt Nam đã bắt đầu.
- Hưởng lợi từ sự phục hồi của nền kinh tế.
- Chúng tôi lưu ý 2 mã cổ phiếu FPT và CMG do những thay đổi tích cực về hoạt động kinh doanh cốt lõi cũng như quá trình tái cấu trúc.

Chúng tôi đánh giá ngành CNTT Viễn thông sẽ tiếp tục Tăng trưởng tốt trong năm 2017 dựa trên những cơ hội sau:

Việt Nam tiếp tục là lựa chọn hàng đầu nhóm nước cung cấp Dịch vụ gia công phần mềm. Theo báo cáo 2017 Global Services Location Index của A.T.Kearney, Việt Nam xếp thứ 6 (tăng 5 hạng so với năm 2016), vị trí này phản ánh sự tăng trưởng của dịch vụ Business Process Outsourcing (BPO) tại Việt Nam, với doanh thu BPO đạt 2 tỷ USD năm 2015 và tăng trưởng tới 20 – 25% mỗi năm trong 1 thập kỷ qua, Nhật Bản là khách hàng lớn nhất của Việt Nam. Bên cạnh đó, chi phí lao động ở Việt Nam tương đối rẻ, chỉ bằng một nửa so với Ấn Độ và Trung Quốc (thành phố cấp 1), cùng với đó đội ngũ nhân lực thành thạo tiếng Anh cũng tạo nên sự hấp dẫn của ngành Gia công phần mềm Việt Nam.

Giá thuê gia công CNTT mỗi giờ	Thấp cấp (USD)	Trung cấp (USD)	Cao cấp (USD)
Vietnam	14	17	20
India	17	21	26
China	20	24	31
Philippines	21	28	37
Russia	25	32	42
Malaysia	26	34	46
Ukraine	30	36	47
Poland	31	37	50
Mexico	33	40	52
Argentina	34	41	53
Czech	35	41	54
Brazil	41	46	56
Colombia	41	45	58
Romania	33	42	58



Nguồn: Agileengine, Sách trắng CNTT 2017

Thị trường Internet băng rộng cố định đang ngày càng cạnh tranh khốc liệt, xét về thị phần thuê bao dịch vụ băng rộng cố định, nếu như năm 2013 VNPT và FPT chiếm thị phần lần lượt là 56.25% và 26.8% trong khi Viettel chỉ chiếm 9.74% thì năm 2016, thị phần của Viettel đã lên tới 26.10%, VNPT và FPT lần lượt còn 46.10% và 18.6% thị phần. Mặc dù vậy nhưng KQKD vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt do quy mô của thị trường vẫn đang tăng trưởng ở mức tương đối cao, tổng số thuê bao băng rộng cố định từ 2013 – 2016 đạt tăng

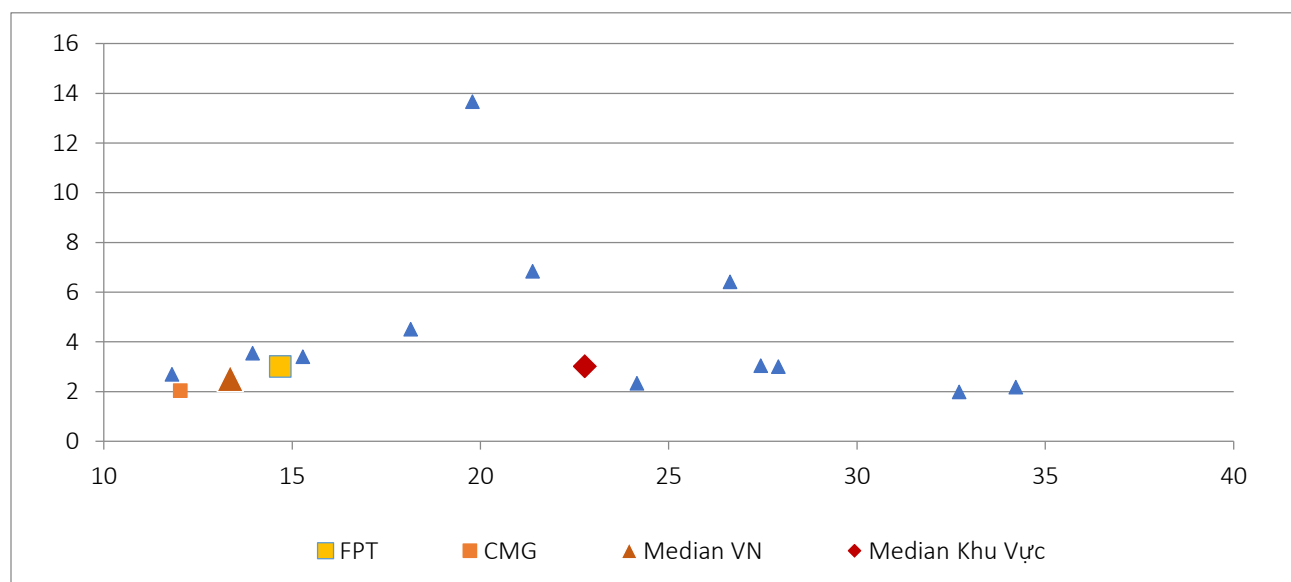
trưởng CAGR 20.87%. Trong 6T2017 số thuê bao băng rộng cố định tăng thêm là 937,754 thuê bao, tăng 12.92% so với số tăng trong 6T2016.

BSC cho rằng, thị trường Internet Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt do tỷ lệ đô thị hóa và mức độ thâm nhập Internet tại Việt Nam còn thấp hơn trung bình nhóm nước Asean. Tuy nhiên cạnh tranh sẽ càng khốc liệt trong lĩnh vực Internet băng rộng cố định khi hiện nay xu hướng Internet di động đang ngày càng phủ rộng và phát triển với công nghệ 4G.

Doanh nghiệp cổ phần hóa năm 2018. Theo văn bản 991/TTg-ĐMDN về phê duyệt danh mục DNNN hoàn thành cổ phần hóa giai đoạn 2017 – 2020, năm 2018 Bộ TT và Truyền thông sẽ tiến hành cổ phần hóa 2 doanh nghiệp là Tổng công ty Viễn thông MobiFone và Tổng công ty Truyền thông đa phương tiện. Việc cổ phần hóa Mobifone sẽ là điểm nhấn đặc biệt của TTCK trong năm 2018 (nếu thực hiện) do đây là doanh nghiệp mạng di động, chiếm tới 26.1% thị phần thuê bao dịch vụ di động mặt đất (theo sách trắng 2017).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi vẫn duy trì Quan điểm Khả quan với ngành CNTT – Viễn thông trong năm 2017. Chúng tôi tiếp tục lạc quan với triển vọng của FPT, CMG, và bi quan với ITD do những sự cố về các trạm thu phí BOT liên tục xảy ra thời gian gần đây.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

FPT – Giá mục tiêu VND 68,700

Hoàn thành thoái vốn tại khối Phân Phối – Bán lẻ, tập trung nguồn lực vào ngành CNTT – Viễn thông, chúng tôi dự báo năm 2017 FPT sẽ ghi nhận doanh thu tài chính khoảng 1,125 tỷ đồng từ việc giảm tỷ lệ sở hữu tại FRT và 192 tỷ đồng từ việc thoái vốn tại FPT Trading, EPS 2017 core = 4,219 đồng và EPS 2017 tổng cộng = 6,204 đồng.

Dịch vụ Xuất khẩu Phần mềm (Software Outsourcing) tiếp tục là động lực tăng trưởng của FPT trong năm 2018. Tính trong 11 tháng 2017, doanh thu của XKPM đạt 5,514 tỷ đồng (+18%yoy) và LNTT đạt 898 tỷ đồng

(+21%yoy, chiếm tới 42% LNTT của 2 Khối CNTT và Viễn thông). Trong đó, Nhật Bản là thị trường chủ lực, chiếm tới 58% tổng doanh thu của XKPM và đang có nhiều cơ hội tăng trưởng.

Việc FRT được niêm yết trên HSX trong năm 2018 và kế hoạch thoái vốn của SCIC tại FPT cũng sẽ có tác động tương đối đến giá cổ phiếu của FPT trong thời gian tới.

CMG – Giá mục tiêu VND 37,800

Ước tính LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ CMG năm 2017/2018 đạt khoảng 210.55 tỷ đồng (+45%yoy), EPS 2017/2018 = 2,988 (sau khi trích 6% quỹ khen thưởng phúc lợi). Chúng tôi đánh giá các hoạt động kinh doanh của CMG đang cải thiện tốt, chưa hẳn bứt phá trong năm 2017/2018. Biên LNG của doanh nghiệp đang được cải thiện với mảng Tích hợp hệ thống và Viễn thông.

Mảng Tích hợp hệ thống backlog (giá trị hợp đồng đã ký nhưng chưa thực hiện) tính đến tháng 11/2017 là 2,600 – 2,700 tỷ đồng, thường trong khoảng thời gian 3 – 6 tháng giá trị backlog sẽ triển khai được. Chúng tôi đánh giá tình hình backlog hiện tại tương đối tốt.

Mảng Viễn thông trục viễn thông Bắc Nam đi vào hoạt động từ tháng 12/2017. Chúng tôi ước tính khấu hao của trục Bắc Nam là 2.2 tỷ đồng/tháng, trong khi chi phí đi thuê ngoài đường truyền là 3.5 – 4 tỷ đồng/tháng, do đó chi phí tiết giảm sẽ khoảng hơn 1 tỷ đồng/tháng sau khi trục Bắc Nam đi vào hoạt động. Bên cạnh đó CMG cũng đang tìm đối tác để cho thuê lại phần dung lượng dôi dư.

Mạng APG đi vào hoạt động cũng giúp CMG tiết giảm chi phí đi thuê ngoài và bên cạnh đó còn có lợi nhuận từ việc cho đối tác khác thuê lại. Doanh nghiệp chưa bóc tách được cụ thể phần lợi tăng thêm.

Nhu cầu tăng vốn CMG ước tính sẽ cần thêm nguồn vốn khoảng 1,103 tỷ đồng (trong đó 350 tỷ cho complex mới, 572 tỷ đầu tư phát triển hạ tầng Viễn thông và 100 – 200 tỷ cho mảng CNTT). Do đó, CMG sẽ phát hành tăng vốn 12 – 25% theo hình thức phát hành riêng lẻ, hiện đang tìm đối tác.

Mã	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/12/2017	Giá mục tiêu
FPT	20,775	2,956	4,457	12.81	2.11	20.53%	57,100	68,700
CMG	5,008	210,548	2,988	9.71	1.83	20.05%	29,000	37,825

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Ngành Điện 2018 [Khả quan]

- Thoái vốn là câu chuyện xuyên suốt năm 2018
- Khu vực phía Nam có thể thiếu 2.7 tỷ kWh trong năm 2018
- Giá khí và dầu DO có thể hồi phục mạnh năm 2018, ảnh hưởng tiêu cực tới biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp nhiệt điện khí.

Thoái vốn sẽ là câu chuyện xuyên suốt cả năm 2018. Giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2018, với khâu phát điện, ngành điện sẽ thực hiện cổ phần hóa các tổng công ty phát điện thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) theo phương án được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Các tổng công ty phát điện tiếp tục trực thuộc các tập đoàn và do các tập đoàn nắm giữ ít nhất 51% cổ phần. Một trong những công ty sẽ thoái năm 2018 mà chúng tôi cập nhật được tới thời điểm hiện tại là PV Power và Genco 1, Genco 2 và Genco 3 (IPO khoảng 12.8% với giá khởi điểm 24,600 và bán cho cổ đông chiến lược 36%). Việc PV Power thoái vốn có thể tạo động lực cải thiện mặt bằng giá cho các công ty con đang niêm yết trên sàn như NT2.

Nguồn điện có thể thiếu tại khu vực phía Nam. Theo Bộ Công Thương, năm 2018 miền Nam thiếu 2,7 tỷ kWh. Tình trạng này diễn ra tất cả các tháng trong năm, đặc biệt là các tháng 3,4,5. Sang năm 2019, con số thiếu hụt là 1,1 tỷ kWh. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp điện hiện tại trong khu vực như NT2, BTP, SHP sẽ hưởng lợi từ xu hướng này, tăng sản lượng điện huy động, đặc biệt là sau khi mở Nam Côn Sơn đã hoàn thành sửa chữa định kì (5 năm) giúp đảm bảo nguồn cung nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện trong khu vực.

Nhiệt điện sẽ là nguồn năng lượng quan trọng của Việt Nam tới năm 2020. Theo đề án phát triển nhiệt điện than VII (điều chỉnh), song song với việc phát triển năng lượng sạch, để đảm bảo an ninh năng lượng trong nước, nguồn nhiệt điện than có thể được tăng đến 49.3% năm 2020, 55% năm 2025 và 53.2% năm 2030.

	2015	2020	2025	2030
Số lượng nhà máy	19	31	47	52
Công suất MW	13,157	25,787	45,152	55,252
Tỷ trọng công suất nhiệt điện than trong tổng công suất lắp đặt	33.40%	42.70%	49.30%	42.60%
Tổng sản lượng điện sản xuất (triệu kWh)	56,400	130,932	220,165	304,478
Tỷ trọng trong tổng sản lượng điện sản xuất	34.30%	49.30%	55%	53.20%

Nguồn: Bộ công thương

Tiềm năng từ nguồn năng lượng tái tạo. Đến nay mới có khoảng 160MW điện gió, 15MW điện mặt trời, 10MW điện sinh khối (chưa tính công suất đồng phát tại các nhà máy đường gần 200MW). Đây là con số khiêm tốn so với tiềm năng của nguồn điện này. Chúng tôi nhận định xu hướng trung hạn, cùng với các chính sách hỗ trợ của chính phủ, xu hướng đầu tư vào các nguồn năng lượng gió và mặt trời sẽ tăng cao.

Giá khí, dầu DO có thể phục hồi mạnh năm 2018. Mặc dù giá bán điện đầu ra của các doanh nghiệp nhiệt điện khí được điều chỉnh theo biến động giá nhiên liệu đầu vào, việc giá khí tăng (theo xu hướng tăng của giá dầu) sẽ tác động tới công ty nhiệt điện khí (NT2, BTP, PV power) theo các hướng: (1) Giảm sản lượng điện bán trên thị trường điện cạnh tranh. (2) giảm BLNG.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả Quan** với ngành điện. Mặc dù sản lượng điện thương phẩm năm 8T2017 ghi nhận mức độ tăng trưởng chậm hơn so với năm 2016, điện vẫn là nguồn năng lượng quan trọng trong phát triển nền kinh tế, vì vậy chúng tôi cho rằng nguồn cầu điện vẫn sẽ tăng trưởng ở mức 2 con số trong năm 2018. Với các doanh nghiệp thủy điện, năm 2018 sẽ khó khi nhận mức tăng trưởng cao, đột biến như năm 2017. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này được dự báo duy trì khả quan trong các tháng đầu năm 2018. Mặt khác các doanh nghiệp nhiệt điện (than và khí) có thể ghi nhận mức tăng trưởng tốt nhờ các yếu tố nội tại doanh nghiệp như hoàn thành sửa chữa lớn định kì, trả trước khoản nợ vay ngoại tệ,... Tuy nhiên do đặc thù nhiệt điện có dư nợ ngoại tệ lớn, diễn biến tỷ giá sẽ là yếu tố quan trọng quyết định tới lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp này.

NT2- NẮM GIỮ- Giá mục tiêu 36,400 đồng/cổ phiếu

Lũy kế 9T2017, NT2 đạt doanh thu 4.687 tỷ (+5%yoy). Sản lượng điện 9T2017 đạt 3.036 triệu kWh (-25%yoy) do lượng nước về các hồ thủy điện tăng cao, giảm điện năng huy động từ nhiệt điện. Giá khí đầu vào trung bình tháng 9 là 6.05 usd/tr.BTU (trung bình tháng 9/2016 là 4.25 usd/tr.BTU) giúp doanh thu vẫn ghi nhận mức tăng trưởng khá nhưng BLNG giảm từ 24.8% xuống chỉ còn 20.3% làm LNG chỉ đạt 951 tỷ (-14%yoy). Thêm vào đó, chi phí tài chính tăng mạnh lên 411 tỷ (cùng kì năm 2016 là 203 tỷ) chủ yếu do EUR/VND tăng mạnh khoảng 11% so với đầu năm. Trong quý 4, NT2 đã hoàn thành sửa chữa lớn định kì trước 5 ngày so với dự tính (lần sửa chữa tiếp theo thực hiện vào năm 2023) giúp công suất máy tăng thêm 24 MW lên 774 MW.

Năm 2018, chúng tôi dự báo NT2 ghi nhận doanh thu 8,132 tỷ (+25%yoy), LNST 1,371 tỷ (+102%yoy), tương ứng EPS 2018 là 4,333 đồng/cp, dựa trên các giả định sau: (1) sản lượng điện sản xuất ở mức khoảng 5.5 tr kWh do không còn sửa chữa lớn và công suất phát đã được tăng 24 MW. (2) giá bán trung bình ở mức 1,478 đồng/kWh nhờ giá khí dự báo tăng 5% so với mức trung bình tháng 10/2017. (3) Tỷ giá EUR/VND chỉ tăng khoảng 2% trong năm 2018, giúp cho chi phí tài chính ghi nhận trong năm 2018 chỉ ở mức 322 tỷ.

Thêm vào đó, việc PV Power IPO trong năm 2018 có thể tạo hiệu ứng tích cực tới giá cổ phiếu NT2

Trong dài hạn, NT2 đang nghiên cứu tiền khả thi (FS) dự án nhà máy nhơn trạch 2 mở rộng, dự kiến bổ sung thêm 2 nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp với tổng công suất 1,800MW trong đó giai đoạn 1 là 1 nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp có công suất 850MW, lớn hơn 100MW so với công suất nhà máy hiện tại. Nhà máy sẽ sử dụng khí LNG nhập khẩu và dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2021

PPC- MUA- Giá mục tiêu 24.150 đồng/cp.

Trong 9T2017, điểm sáng lớn nhất của PPC là việc cơ cấu lại khoản nợ bằng đồng JPY giúp cho chi phí tài chính giảm mạnh từ 771 tỷ trong 9T2016 xuống chỉ còn 91 tỷ. Ngoài ra, nâng tổng sản lượng điện 9T2017 đạt 3.435 tỷ kWh (+14.26%yoy). Trong 9T2017, PL1 bán 1.055 triệu kWh (khoảng 98% bán trong Qc), PL2 bán 2.379 triệu kWh (Khoảng 91% bán trong Qc)

Hiện tại PPC chỉ còn nợ khoảng 6 tỷ JPY. Trong năm 2018, PPC có kế hoạch trả trước hạn ½ khoản nợ còn lại này, vì vậy chúng tôi nhận định rủi ro biến động tỷ giá với kết quả kinh doanh của PPC sẽ không còn đáng kể trong năm 2018. Tuy nhiên, việc khi nhận kết quả tăng trưởng đột biến trong năm 2018 với PPC khó xảy ra.

Năm 2018, chúng tôi dự báo PPC ghi nhận doanh thu 6.574 tỷ, lợi nhuận sau thuế đạt 929 tỷ (tăng trưởng khoảng 2% so với 2017, chủ yếu nhờ giảm lỗ chênh lệch tỷ giá), tương ứng với EPS 2018 đạt 2.564 đồng/cp.

PV Power- Theo dõi.

PV Power là đơn vị phát điện lớn thứ 2 tại Việt Nam với tổng công suất phát điện là 4.208 MW trong đó nhiệt điện khí chiếm 64.2%, nhiệt điện than 28.5% và thủy điện chỉ chiếm 7.3%. Ngày 31/1/2018, PV power sẽ thực hiện IPO 468 triệu cổ phần tương ứng với 20% vốn điều lệ, mức giá khởi điểm là 14.400 đồng/cp. PV power cũng sẽ thực hiện thoái 28.882% cho cổ đông chiến lược tương ứng với 676 triệu cp.

Nhận định sơ bộ, PV power là một doanh nghiệp điện với dòng tiền ổn định và cơ cấu vốn lành mạnh (60% vốn vay/40% vốn chủ). Nhiệt điện khí có ưu thế công suất phát điện lớn, ít ảnh hưởng môi trường hơn nhiệt điện than vì vậy công suất được huy động cao và ổn định. Tuy nhiên PV power cũng đối mặt một số rủi ro: (1) Biến động tỷ giá, (2) giá khí đầu vào tăng cao làm giảm BLNG. (3) Rủi ro vận hành, đặc biệt khi 2 nhà máy NT3 và NT4 đi vào vận hành.

REE- NĂM GIỮ- Giá mục tiêu 43,200 đồng/cp

Mảng bất động sản: trong quý 4/2017, REE sẽ ghi nhận hơn 700 tỷ doanh thu từ bất động sản nhờ bàn giao 2 dự án là STD Tower và Ngọc Bảo Viên. Dự tính lợi nhuận đạt khoảng 200 tỷ. Trong 2 năm tới REE có thêm các dự án: (1) VIID vừa sở hữu 70% một dự án đất nền tại Đức Giang, Hà Nội, dự kiến ghi nhận vào năm 2018 và 2019. (2) phát triển một dự án tại Quảng Ngãi tuy nhiên chi tiết chưa được tiết lộ

Mảng kinh doanh cốt lõi M&E: Giá trị hợp đồng lũy kế 10T2017 đã đạt 5.500 tỷ, tăng mạnh so với dự báo của chúng tôi là khoảng 4.000 tỷ.

Văn phòng cho thuê: đã đi vào giai đoạn hoàn thiện tòa nhà E-Tower Central tại 11 Đoàn Văn Bơ. Tỷ lệ lấp đầy đã đăng ký khoảng 30%. REE cho rằng tỷ lệ lấp đầy sẽ đạt 100% vào năm 2018, giá thuê đạt khoảng 28 usd/m2.

Mã CK	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	P/E fw	P/B	ROE 2018	Giá ngày 29/12/2017	Giá mục tiêu
NT2	8,132	1,371	4,333	7.73	2.06	20%	33,500	36,400
PPC	6,574	940	2,564	8.87	1.27	13%	22,750	24,150
REE	4,727	1,745	4,720	8.79	1.67	17%	41,500	43,200

Nguồn: BSC ước tính

Nhàng Thép 2018 [Khả quan]

- Giá nguyên liệu đầu vào nhìn chung sẽ ổn định hơn
- Giá thép dự báo sẽ tiếp tục ở mức cao vào đầu năm
- Tiêu thụ thép sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt.
- Công suất của các doanh nghiệp dự kiến sẽ có mức tăng trưởng mạnh

Giá nguyên liệu đầu vào nhìn chung sẽ ổn định hơn. (1) Quặng sắt Năm 2018, dự kiến nhu cầu thép của Trung Quốc ở 2 lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng và bất động sản sẽ ít tích cực hơn tuy nhiên với việc Trung Quốc tiến hành cắt giảm sản lượng, thắt chặt nguồn cung khiến giá thép nước này tăng cao, hỗ trợ làm tăng giá quặng sắt. Theo dự báo của Credit Suisse, giá quặng sắt sẽ duy trì ở mức 70\$/tấn vào nửa đầu năm 2018 và giảm xuống mức 55-60\$/tấn vào cuối năm đối với loại quặng chất lượng cao (62% Fe) sau khi Trung Quốc dỡ bỏ hạn chế sản xuất thép vào mùa đông. Đối với các loại quặng sắt có chất lượng thấp hơn (58% Fe), giá sẽ thấp hơn khoảng 12-15%. (2) Than cốc: Giá than được giữ báo sẽ giảm sao khi nguồn cung trở lại ổn định khi khai thác ở Úc trở lại mức bình thường sau thời gian sụt giảm trong năm 2017 do ảnh hưởng của thời tiết.

Giá thép dự báo sẽ tiếp tục ở mức cao vào đầu năm. Chính sách cắt giảm sản lượng vào mùa Đông của Trung Quốc sẽ tiếp tục cho đến hết tháng 3 năm 2018 giúp giá thép tiếp tục ở mức cao trong khoảng đầu năm. Dự kiến năm 2018, Trung Quốc sẽ tiếp tục các chính sách cắt giảm sản lượng, tuy nhiên sản lượng này sẽ được bù đắp bởi sự gia tăng công suất của các nước Châu Á (đặc biệt là các nước Đông Nam Á), giá thép thế giới dự kiến sẽ giảm nhẹ trong nửa cuối năm 2018.

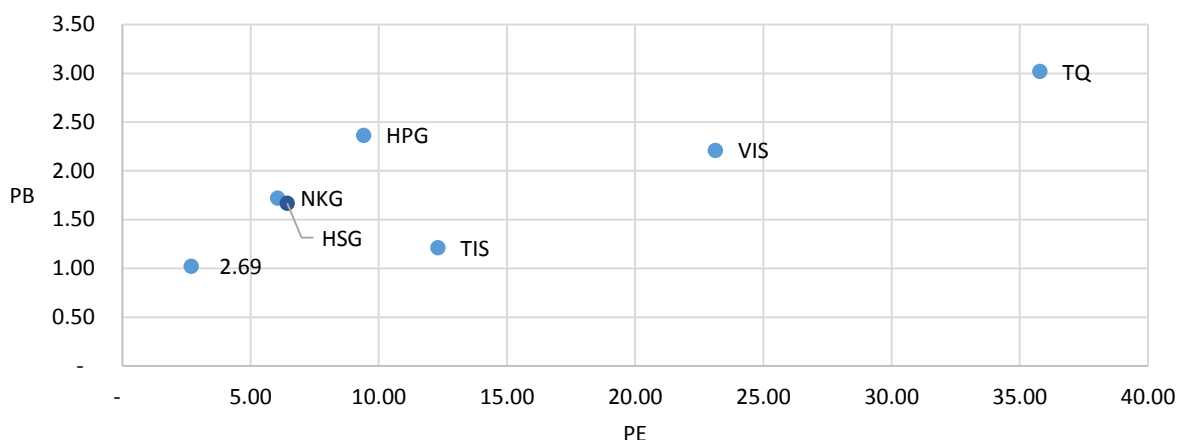
Tiêu thụ thép sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt. Trong năm 2018, lĩnh vực tiêu thụ thép chủ yếu là xây dựng được kì vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ: (1) hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông và tiện ích của chính phủ đầu tư ở hai thành phố lớn là Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh (2) Xây dựng nhà ở và thương mại tiếp tục được hỗ trợ bởi các khoản đầu tư nước ngoài, nước ta vẫn là một điểm đến hấp dẫn nhờ chi phí thấp và mức độ phát triển cao hơn các nước trong khu vực.

Công suất của các doanh nghiệp dự kiến sẽ tăng mạnh. Nhiều dự án của các doanh nghiệp sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2018. HPG: dự án nhà máy tôn mạ, giai đoạn 1 khu liên hợp thép Dung Quất; NKG: nhà máy Nam Kim 3; Hoa Sen: giai đoạn 1 nhà máy Yên Bái, Formosa Hà Tĩnh giai đoạn 1.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC nhận định Khả quan đối với ngành Thép. Với những doanh nghiệp đầu ngành là HPG, HSG và NKG, BSC vẫn duy trì khuyến nghị MUA Trung và dài hạn bởi lợi thế đầu ngành, mở rộng công suất và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

P/E, P/B của các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Bloomberg

HPG - Giá mục tiêu 58,622 đồng (+25.12%)

Thị phần và sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng. Sản lượng tiêu thụ dự kiến sẽ tăng 19.5%, đạt 2.15 triệu tấn thép xây dựng và 572 nghìn tấn ống thép, thị phần thép xây dựng 23.79% (thị phần năm 2016 đạt 22.16%), thị phần ống đạt 26.64% (25.69% vào năm 2016), tiếp tục giữ vững vị trí đầu. Trong năm 2018, doanh thu dự kiến sẽ tăng 16% lên hơn 50 nghìn tỷ và lợi nhuận gộp khoảng 11 nghìn tỷ.

Dự án nhà máy tôn mạ và giai đoạn I của dự án Nhà máy Dung Quất là động lực tăng trưởng cho năm 2018. Nhà máy sản xuất tôn mạ công suất 400,000 tấn/năm đặt tại miền Bắc dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2018, đây sẽ là động lực tăng trưởng chính của HPG nửa đầu năm 2018. Giai đoạn 1 của dự án Dung Quất với công suất 2 triệu tấn thép/năm sẽ giúp công suất của HPG tăng gần gấp đôi so với hiện nay, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ tháng 8 năm 2018.

Lợi nhuận từ mảng bất động sản. HPG sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án Mandarin Garden 2 vào cuối năm 2017. Với mức giá bán khoảng 28-30 triệu đồng/m², HPG có thể đạt doanh thu hơn 4,400 tỷ đồng và lợi nhuận gộp khoảng 400 tỷ đồng.

NKG - Giá mục tiêu 51.318 đồng (+32.26%)

Công suất và lợi nhuận gộp dự kiến tăng sau khi nhà máy Nam Kim 3 được đưa vào sản xuất. Sau khi đi vào hoạt động, nhà máy Nam Kim 3 sẽ tăng gấp đôi công suất mạ tôn mạ của NKG; hiện công suất mạ của NKG là khoảng 1.2 triệu tấn. Việc đưa dây chuyền cán nguội vào cũng sẽ giúp NKG khép kín chuỗi giá trị, cải thiện biên lợi nhuận. NKG cũng nâng công suất ống thép thêm 180 nghìn tấn/năm vào giữa năm 2017.

Thị phần tôn mạ đã tăng trưởng mạnh. Thị phần của NKG đã tăng đáng kể trong 4 tháng từ tháng 8 đến tháng 11, đạt 18.48%, tăng mạnh so với mức 14.5% trong 7 tháng đầu năm và 14.48% vào năm 2016.

Nguồn cung cấp HRC giá rẻ giúp giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Formosa Hà Tĩnh đã được đi vào hoạt động, sẽ đáp ứng một phần nhu cầu nguyên vật liệu của NKG, giúp doanh nghiệp bớt phụ thuộc vào nguồn cung nhập khẩu, hạn chế một phần rủi ro biến động tỷ giá.

HSG - Giá mục tiêu 32,810 đồng (+33.92%)

Doanh nghiệp thép lớn thứ hai và đứng đầu mảng tôn mạ. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ của HSG hiện nay là 1.2 triệu tấn, dẫn đầu ngành, vượt qua các đối thủ và sẽ tiếp tục tăng mạnh trong tương lai gần. Thị phần hiện tại của HSG vào năm 2017 là 33,5%, dẫn đầu cả nước với hơn 340 chi nhánh bán lẻ trải khắp các tỉnh thành.

Ngành ống nhựa sẽ đóng góp vào lợi nhuận của HSG trong thời gian tới. Mặc dù HSG đã bắt đầu sản xuất và tham gia thị trường ống nhựa, nhưng thị phần hiện tại đã đạt 8%, HSG đã có thể cạnh tranh với các công ty lớn trong ngành như BMP và NTP nhờ hệ thống phân phối có sẵn và chính sách chiết khấu.

Giống như các công ty mạ kẽm khác như NKG, HSG cũng được hưởng lợi từ nguồn HRC trong nước thấp từ Formosa và Dự án Thép Dung Quất ở Hòa Phát

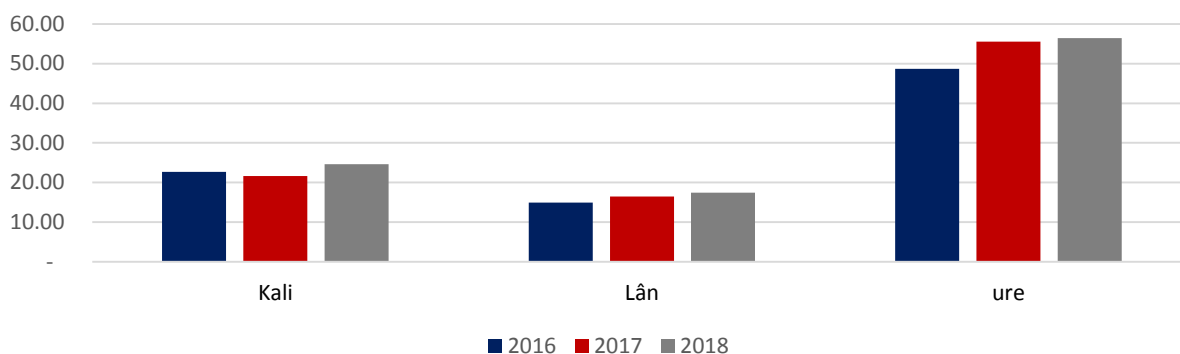
Mã CK	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Giá ngày 29/12/2017	Giá mục tiêu
HPG	54,634	8,516	5,583	8.63	1.79	20.80%	46,850	58,622
NKG	17,160	1,011	7,776	4.99	1.49	29.93%	38,800	51,318
HSG	31,065	1,605	4,587	5.34	1.23	26.3%	25,000	32,810

Nguồn: BSC Research

Ngành Phân bón 2018 [Khả quan]

- Thị trường phân bón được dự báo tiếp tục dư cung toàn cầu
- Giá phân bón dự kiến tiếp tục duy trì ở mức thấp
- Giá khí đầu vào được dự báo ở mức cao cùng với giá dầu
- Đề xuất phân bón thuộc đối tượng chịu thuế VAT
- Kế hoạch thoái vốn của Vinachem và PVN

Thị trường phân bón thế giới tiếp tục dư cung. Đây là số liệu được tổng hợp từ dự báo của các tổ chức lớn trên thế giới như FAO, WB và số liệu tổng hợp từ Bloomberg. Cụ thể, nguồn cung ure được dự báo tiếp tục gia tăng tại các quốc gia sở hữu nguồn khí thiên nhiên rẻ như Iran, Malaysia, Nigeria, Hoa Kỳ. Công suất sản xuất DAP tiếp tục tăng tại một số quốc gia như Morocco, Ả Rập Xê Út.

Dư cung phân bón toàn cầu từ 2016-2018

Nguồn: Bloomberg

Giá phân bón dự kiến tiếp tục duy trì ở mức thấp do dư cung toàn cầu. Giá than đá Australia năm 2018 được WB dự báo giảm 15% còn trung bình 70 USD /tấn, điều này có thể thúc đẩy các doanh nghiệp sản xuất ure từ than đá của Trung Quốc gia tăng sản lượng trở lại, qua đó, gây áp lực làm giảm giá phân bón ure toàn cầu. Tuy nhiên, việc giá khí đầu vào, giá than đá, giá H2SO4 được dự báo neo ở mức cao, và quy định nghiêm ngặt hơn về xử lý các vi phạm về môi trường ở Trung Quốc có thể làm giảm áp lực xuất khẩu ure sang Việt Nam, đồng thời, giữ cho giá ure thế giới và trong nước tăng nhẹ. Khi đó, sẽ giảm áp lực giảm giá phân bón và biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp sản xuất phân đạm như DPM.

Giá nguyên liệu đầu vào được dự báo tiếp tục duy trì ở mức cao. Giá FO tăng cùng đà tăng của giá dầu. Nhiều tổ chức uy tín, chuyên về dầu mỏ đã nâng mức dự báo giá dầu trung bình lên trên 60 USD/thùng.

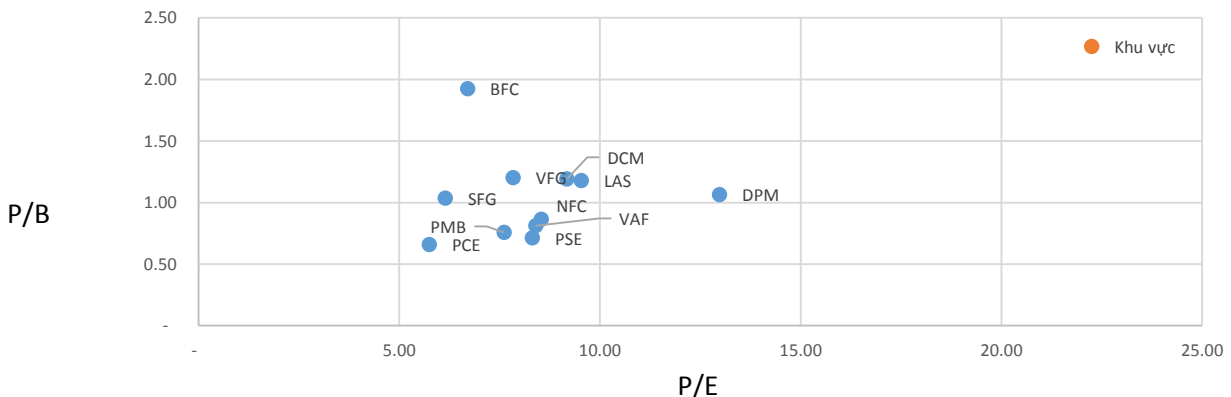
Phân bón thuộc đối tượng chịu thuế VAT theo dự thảo sửa đổi, bổ sung chính sách thuế. Theo đó, phân bón được cân nhắc chuyển từ đối tượng không chịu thuế giá trị gia tăng (VAT) sang đối tượng chịu thuế theo một trong hai phương án: (1) Chịu thuế VAT 5%; hoặc (2) Chịu thuế VAT 10%, trong đó, Bộ Tài chính đề nghị phương án 1. Với quy định này, các doanh nghiệp sản xuất phân đơn sẽ được khấu trừ thuế giá trị gia tăng đầu vào, qua đó, giảm áp lực về chi phí. Chúng tôi ước tính chi phí thuế được khấu trừ là 300 tỷ

đồng đối với DPM, hơn 100 tỷ đồng đối với LAS và khoảng 138 tỷ đồng đối với DDV. Nếu được thông qua, các quy định của Luật dự kiến có hiệu lực vào 1/1/2019.

Kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem. Theo lộ trình, PVN dự kiến thoái vốn DPM và DCM xuống 51% trong năm 2018. Theo Đề án Tái cơ cấu giai đoạn 2017-2020, Nhà nước sẽ giảm sở hữu tại Vinachem xuống 51-65%, đồng thời, Vinachem cũng có kế hoạch thoái vốn tại một số doanh nghiệp trực thuộc tập đoàn, trong đó, có các doanh nghiệp phân bón là BFC, SFG, VAF, DDV (DAP – Vinachem), DAP số 2-Vinachem, ...

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Khả quan** đối với nhóm cổ phiếu phân bón. Triển vọng tiêu thụ tốt hơn nhờ thời tiết thuận lợi và kỳ vọng thay đổi chính sách thuế VAT sang đối tượng chịu thuế được kỳ vọng mang lại cải thiện lợi nhuận cho nhóm các doanh nghiệp sản xuất phân đơn như LAS, DPM và DDV. So với các cổ phiếu cùng ngành trong khu vực, các doanh nghiệp trong nước hiện đang được định giá tương đối hấp dẫn. P/E và P/B trung vị lần lượt là 8.32x và 1.04x, thấp hơn mức tương ứng của khu vực (22.25x và 2.27x).



Nguồn: Bloomberg

BFC – MUA – Giá mục tiêu 41,000 đồng/cp, upside 20%

Là doanh nghiệp có năng lực bán hàng tốt nhất ngành phân bón với thương hiệu “Đầu Trâu”. Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong năm 2017, doanh thu thuần tăng 6% yoy, lợi nhuận sau thuế tăng đến 9.6% yoy nhờ đẩy mạnh phát triển các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao và đóng góp từ công ty con Bình Điền Ninh Bình. Chúng tôi kỳ vọng, kết quả kinh doanh năm 2017 tiếp tục khả quan nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ tăng; (2) giá nông sản tăng làm tăng nhu cầu gieo trồng và sử dụng phân bón. BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt là 6,595 tỷ đồng và 287 tỷ đồng, doanh thu thuần và LNST năm 2018 đạt lần lượt là 7,072 tỷ đồng và 325 tỷ đồng (+ 13% yoy), tương đương EPS 2018 (sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) là 5,119 đồng/cp. So với các doanh nghiệp niêm yết trên sàn, cổ phiếu BFC hiện được giao dịch tại mức P/E FW là 6.57x, thấp hơn mức trung vị của các doanh nghiệp niêm yết (8.41x).

SFG – MUA – Giá mục tiêu 13,900 đồng/cp, upside 15%

Chúng tôi kỳ vọng, xu hướng tăng trưởng lợi nhuận của công ty tiếp tục khả quan trong thời gian tới nhờ tăng trưởng tiêu thụ tốt hơn sau khi giá nhiều loại cây công nghiệp (đối tượng sử dụng phân chính của công ty) phục hồi, thời tiết thuận lợi hơn. BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của công ty đạt lần lượt là 2,591 tỷ đồng và 99 tỷ đồng trong năm 2017 và đạt lần lượt là 2,720 tỷ đồng và 102 tỷ đồng trong

năm 2018, EPS 2018 là 1,975 đồng/cp. Ngày 29/12/2017, cổ phiếu SFG được giao dịch tại mức giá 12,000, tương đương P/E FW là 6.07x, tương đối hấp dẫn so với các công ty cùng ngành.

LAS – MUA – Giá mục tiêu 16,200 đồng/cp, upside 12%

Là cổ phiếu đã bị nhiều nhà đầu tư lãng quên do ngành khó khăn, kết quả sản xuất kinh doanh liên tục suy giảm từ năm đến năm 2016. Bước sang năm 2017, nhờ thời tiết, nông vụ thuận lợi hơn và giá phân bón tăng trở lại, sản lượng tiêu thụ tại LAS đã có cải thiện. Thêm vào đó, chính sách thuế VAT, nếu thay đổi cũng sẽ đóng góp thêm vào khoảng 100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế cho LAS (kỳ vọng từ năm 2019). Chúng tôi dự báo, DTT và LNST năm 2017 của công ty đạt lần lượt là 4,000 tỷ đồng và 163 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 1,355 đồng/cp. Nếu chính sách thuế VAT được thông qua, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ tăng lên đến 243 tỷ đồng, tương đương EPS mới là 2,021 đồng/cp.

DPM – Theo dõi – Giá mục tiêu 22,800 đồng/cp

Cổ phiếu DPM thu hút sự quan tâm trở lại nhờ đà phục hồi của giá phân đạm và kỳ vọng thay đổi chính sách thuế giá trị gia tăng và kế hoạch thoái vốn xuống 51% của PVN trong năm 2018. Năm 2017, do giá phân bón ure tăng chậm hơn tốc độ tăng giá khí và giá H₂SO₄, lợi nhuận sau thuế của công ty giảm mạnh, dự kiến đạt 696 tỷ đồng (-39% yoy). BSC dự báo năm 2018 doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 10,350 tỷ đồng (+22% yoy) và 824 tỷ đồng (+20% yoy), EPS 2018 là 1,845 đồng/cp.

Đồng thời, nếu phân bón trở thành mặt hàng được áp dụng thuế suất thuế giá trị gia tăng là 0%, lợi nhuận trước thuế của công ty ước tính tăng thêm trên 200 tỷ đồng. Chúng tôi e ngại rủi ro GAS thay đổi chính sách phân phối giá khí đối với DPM và khoản phải trả thay PVTEX thực hiện trong năm 2017 sẽ tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của công ty trong năm 2017. Nhà đầu tư quan tâm đến DPM cần lưu ý đến tiến độ thực hiện và tiêu thụ của các dự án mới của DPM, bao gồm: Tiêu thụ UFC 85 và tiêu thụ NH₃, đặc biệt trong bối cảnh các nhà máy phân đạm của đạm Hà Bắc và đạm Ninh Bình đang hoạt động dưới công suất; Tổ hợp nhà máy NH₃-NPK với công suất NH₃ tăng thêm 90,000 tấn, công suất NPK chất lượng cao là 400.000 tấn, vốn đầu tư 5000 tỷ đồng và các diễn biến thời tiết, giá ure và giá khí đầu vào.

Mã CK	DT 2018 (tỷ đồng)	LN 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E FW	P/B	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/12/17	Giá mục tiêu
BFC	7,072	325	5,119	6.57	1.51	24.35%	33,650	41,000
SFG	2,720	102	1,975	6.08	0.95	17.38%	12,000	13,900
LAS	4,000	163	1,355	10.63	1.23	12.39%	14,400	16,200
DPM	10,350	824	1,845	11.65	0.98	9.94%	21,500	22,800

Nguồn: BSC Research.

Ngành Cao su tự nhiên 2018 [Trung Lập]

- Nhu cầu cao su tự nhiên được dự báo tăng trưởng trung bình 3% trong giai đoạn 2018-2025.
- Giá cao su giảm từ 5-8% trong năm 2018.
- Giá cao su trong nước chịu ảnh hưởng từ biến động giá cao su thế giới và nhu cầu từ các nước xuất khẩu trực tiếp
- VRG dự kiến IPO trong năm 2018. Tổng giá trị thương vụ có giá trị gần 6.200 tỷ đồng

Theo dự báo của International Rubber Study Group (IRSG), nhu cầu cao su tự nhiên được dự báo tăng trưởng trung bình 3% trong giai đoạn từ 2018 – 2025. Theo nhận định của BSC, tình trạng dư thừa nguồn cung sẽ tiếp tục diễn ra trong một vài năm tới và sau đó sẽ giảm dần, cụ thể:

- **Nguồn cung:** Nguồn cung được dự báo sẽ tiếp tục sẽ vượt quá nhu cầu do diện tích trồng cao su mới mở rộng quá nhiều trong giai đoạn 2010 – 2012. Trong năm 2018, các nước trong IRTC bao gồm Thái Lan, Indonesia và Malaysia giảm xuất khẩu 350.000 tấn cao su cho tới hết quý 1. Tuy nhiên, việc cắt giảm này là không bền vững.
- **Nguồn cầu:** Trung Quốc vẫn là nước tiêu thụ cao su tự nhiên lớn nhất thế giới (~40% tổng cầu). Trong giai đoạn 2018 – 2015, nhu cầu về cao su tự nhiên của Trung Quốc được dự báo sẽ tăng mạnh do kỳ vọng về tăng trưởng mạnh mẽ ô tô điện cũng như ngành sản lốp khi Mỹ gỡ bỏ thuế chống bán phá giá và thuế chống bảo hộ cho lốp xe tải và xe bus với Trung Quốc. Ngoài ra, thị trường các nước phát triển tại Châu Á – Thái Bình Dương được dự báo sẽ là nguồn tiêu thụ chính của cao su tự nhiên khi nhu cầu về xe ô tô tăng cao.

Giá cao su được dự báo sẽ giảm từ 5-8% trong năm 2018. World Bank dự báo giá cao su năm 2018 sẽ đạt mức trung bình \$2.08/kg (-4.7% yoy) trong khi EIU đưa ra nhận định giá cao su sẽ giảm 8.5% so với giá năm 2017 do dư cung. Việc giá dầu cao trong năm 2018 cùng với việc 3 nước Thái Lan, Malaysia và Indonesia đồng ý cắt giảm 350.000 tấn trong quý 1/2018 sẽ tác động làm suy yếu đà giảm của giá cao su.

Giá cao su trong nước chịu ảnh hưởng lớn bởi các biến động giá cả cao su trên thế giới, và nhu cầu từ các nước xuất khẩu trực tiếp. Giá bán cao su trong nước thường có độ trễ 1-2 tháng so với giá cao su quốc tế, như đã phân tích trong báo cáo ngành cao su của chúng tôi. Ngoài ra, thị trường Việt Nam chịu ảnh hưởng trực tiếp từ tình hình tiêu thụ của các nước nhập khẩu lớn như Trung Quốc và Ấn Độ.

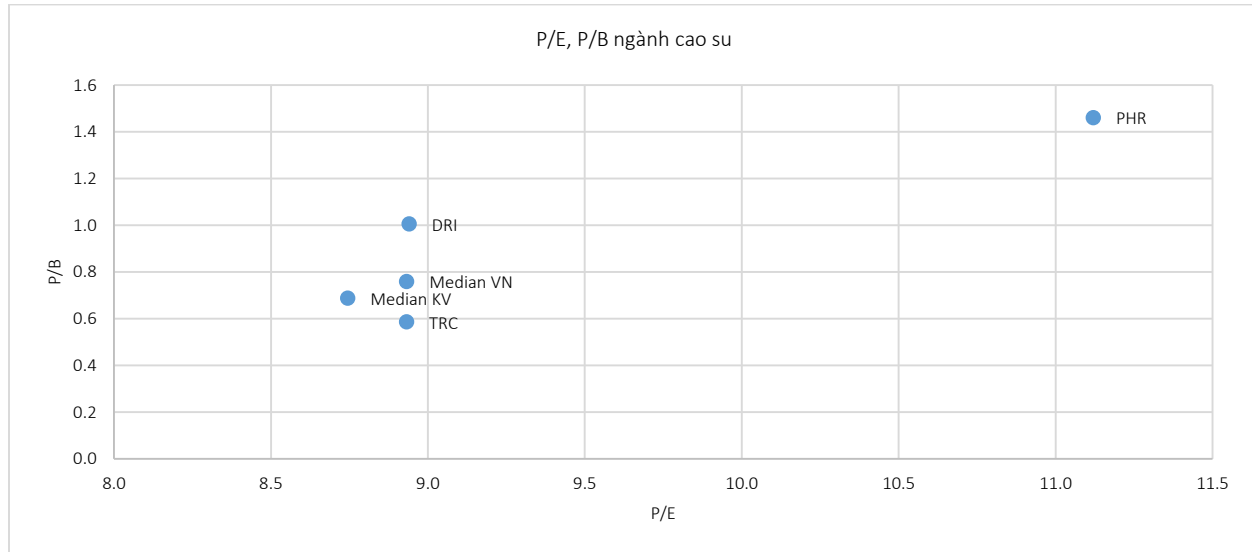
Đối với các doanh nghiệp Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ ổn định so với năm 2017. Kỳ vọng đến từ nhu cầu cao su lớn đến từ Trung Quốc và các quốc gia Châu Á, tuy giá cao su giảm nhẹ, nhưng sẽ không có quá nhiều biến động so với năm 2017.

VRG dự kiến IPO trong năm 2018. Theo kế hoạch của chính phủ phê duyệt, tập đoàn cao su Việt Nam sẽ dự kiến diễn ra trong 1Q2018. Dự kiến VRG sẽ tổ chức đấu giá 475 triệu cổ phần, chiếm 11.88% vốn điều lệ. Tổng giá trị thương vụ này có giá trị gần 6,200 tỷ đồng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự trên diễn biến và triển vọng giá cao su, chúng tôi giữ nguyên quan điểm cho ngành cao su là TRUNG LẬP trong năm 2018. Tại thời điểm 22/12/2017, cổ phiếu ngành cao su đang được giao dịch với mức P/B trung vị là 0.69x và P/E trung vị là 8.74x. Giá cao su được dự báo tiếp tục giữ ở mức giá hiện tại và chưa có nhiều

biến động tích cực trong những năm tới. BSC khuyến nghị nhà đầu tư nên theo dõi chặt chẽ diễn biến giá cao su cũng như cung cầu của thế giới.



PHR – MUA – Giá mục tiêu 48,448 đồng/cp – Upside 11.76%

PHR có vị thế tốt và là doanh nghiệp đầu ngành về quy mô. Bên cạnh đó, công ty còn là một trong những doanh nghiệp duy trì được hiệu quả sản xuất. Công ty đã đưa dự án Kamthong Pong ở Campuchia vào thu hoạch năm 2017, dự kiến vườn cây sẽ cho năng suất ổn định khoảng 2020. Bên cạnh đó, PHR hiện đang thanh lý khoảng 4000 ha cao su trong giai đoạn 2017-2019. Tuy việc này sẽ ảnh hưởng đến năng suất của PHR trong một vài năm tới, PHR kì vọng sẽ có khoản lợi nhuận ổn định khoảng 100 – 150 tỷ mỗi năm, giúp doanh nghiệp duy trì nguồn thu ổn định để tài trợ cho dự án cao su tại Campuchia. Ở mảng kinh doanh BĐS, việc đền bù từ dự án VSIP với giá đền bù dự kiến từ 1-1.5 tỷ/ha giúp PHR ghi nhận doanh thu đột biến trong thời gian tới. Giá định giá cao su trong giai đoạn tới không có quá biến động, việc đền bù từ dự án VSIP sẽ bắt đầu từ năm 2018, chúng tôi ước tính PHR sẽ ghi nhận 1,566.6 tỷ doanh thu (+0.02% yoy) và 503.9 tỷ lợi nhuận sau thuế (+62.6% yoy). KQKD tương ứng với mức EPS 2018 là 5,064. Tại ngày 22/12/2017, cổ phiếu PHR đang giao dịch với mức P/E forward là 8.2x, khá thấp so với ngành.

TRC – MUA – Giá mục tiêu 34,176 đồng/cp – Upside 18.67%

CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) là doanh nghiệp có yếu tố cơ bản tốt, cùng các biện pháp quản lý chi phí hiệu quả. Công ty có năng suất dẫn đầu ngành, cơ cấu vườn cây trẻ, cùng với 65% sản phẩm là Latex và CV 50,60 có giá bán cao và không phụ thuộc vào tình hình sản xuất sẫm lớp. Trong 9T2017, TRC ghi nhận lãi 106 tỷ đồng, tăng trưởng 143% so với cùng kỳ. Triển vọng phát triển chính của TRC là dự án Tây Ninh Siêm Riệp sẽ được đưa vào khai thác vào năm 2019 với quy mô 7,600 ha. Chúng tôi ước tính năm 2018, TRC ghi nhận 484.2 tỷ đồng doanh thu (+7.7% yoy) và 135 tỷ đồng LNST (+6.4% yoy), tương ứng với EPS 2018 là 3,705 VND/cp. Tại ngày 22/12/2017, cổ phiếu TRC đang được giao dịch ở mức giá 28.350 VND/cp, tương ứng P/E forward là 7.7x.

DRI – MUA – Giá mục tiêu 16,062 đồng/cp – Upside 33.9%

DRI là cổ phiếu mới lên sàn trong năm nay, với những yếu tố cơ bản. (1) Quy mô lớn thứ 2 toàn ngành về diện tích trồng cao su (7,775 ha) và vốn điều lệ (732 tỷ đồng) – chỉ xếp sau PHR. (2) Vườn cây có độ tuổi trẻ - trung bình tuổi khai thác là 5 năm, và năng suất thu hoạch cao (1.99 tấn/ha) và sẽ tiếp tục cải thiện mạnh trong các năm tới theo tuổi cây. (3) Lợi thế giá nhân công rẻ từ Lào giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí. (4) Giá cao su trung bình năm 2017 cao hơn cùng kỳ khoảng 25% giúp doanh nghiệp cải thiện kết quả kinh doanh. Giả định giá cao su không có nhiều biến động, BSC dự báo DRI có thể đạt 617 tỷ doanh thu (+7.8% yoy), LNST đạt 140 tỷ (+23.9% yoy), tương ứng EPS 2018 đạt 1.817 VND/cp (trừ 5% quỹ KTPT).

Mã CK	DT2018 E (tỷ đ)	LN2018 E (tỷ đ)	EPS 2018 (VND/cp)	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2018)	Giá đóng cửa 29/12/2017	Giá mục tiêu	Link
PHR	1,565	504	5,064	8.6x	1.3x	20.6%	43,350	48,448	link
TRC	484	135	3,705	7.8x	0.5x	8.12%	28,800	34,176	link
DRI	617	140	1,817	6.6x	1.13x	25%	12,000	16,062	link

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Cảng biển 2018 [Trung Lập]

- Dư cung tàu container sẽ vẫn tiếp diễn trong năm 2018.
- Giảm 20% mức thu phí với hàng XNK tại khu vực Hải Phòng.
- Nguồn cung tại khu vực Hải Phòng tiếp tục tăng do cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động.
- Bộ công thương cắt giảm một số điều kiện kinh doanh với doanh nghiệp logistics.

Dư cung tàu container vẫn có thể xảy ra trong năm 2018. Dựa trên đơn đặt hàng hiện tại, tàu đóng mới dự kiến sẽ bổ sung thêm 1,6 triệu TEU vào công suất vận chuyển container toàn cầu vào năm 2018. Năng lực vận chuyển container toàn cầu sẽ tăng trưởng 5.9% trong năm 2018, cao hơn đáng kể so với dự báo tăng trưởng nhu cầu là 4,7%. Do đó, tăng trưởng nhu cầu thương mại toàn cầu sẽ phải tăng tốc lên 6,0%, hoặc phải loại bỏ 3% công suất đội tàu và các tàu đóng mới phải hoãn lại cho tới năm 2019 để giữ nhu cầu và tăng trưởng cung cầu container toàn cầu cân bằng.

Tuy vậy, năm 2019 sẽ là năm thuận lợi hơn cho ngành vận tải container toàn cầu vì kỳ vọng tăng trưởng công suất sẽ giảm xuống còn 2,0%, thấp hơn mức dự báo nhu cầu dự kiến 4,1%. (số liệu dự báo của Crucial Perspective ngày 23/10/2017).

Dư cung tàu container dự báo tiếp tục duy trì trong năm 2018 khiến triển vọng các hãng tàu không được lạc quan. Qua đó, các cảng của Việt Nam có thể tiếp tục hạ giá dịch vụ cảng biển để chia sẻ khó khăn với các hãng tàu và tăng tính cạnh tranh của doanh nghiệp.

Cơ chế thông thoáng hơn với các doanh nghiệp logistics. Bộ Công Thương cắt giảm điều kiện kinh doanh với ngành dịch vụ Logistics bao gồm: (1) Là doanh nghiệp có đăng ký kinh doanh hợp pháp theo pháp luật Việt Nam. (2) Có đủ phương tiện, thiết bị, công cụ đảm bảo tiêu chuẩn an toàn, kỹ thuật và có đội ngũ nhân viên đáp ứng yêu cầu. (3) Là doanh nghiệp có đăng ký kinh doanh hợp pháp theo pháp luật Việt Nam. (4) Tuân thủ các điều kiện về kinh doanh vận tải theo quy định của pháp luật Việt Nam.

Cơ chế thông thoáng hơn giúp các pháp nhân và thể nhân dễ dàng tham gia vào chuỗi cung ứng nội địa, đồng thời giảm chi phí và nâng cao năng lực cạnh tranh trong bối cảnh hội nhập tăng cao.

Giảm 20% mức thu với hàng XNK từ ngày 1/1/2018. Thành phố Hải Phòng sẽ sửa đổi nghị quyết về việc quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý và sử dụng phí sử dụng công trình kết cấu hạ tầng, công trình dịch vụ, tiện ích công cộng trong khu vực cửa khẩu cảng biển Hải Phòng. Cụ thể, mức thu phí sử dụng công trình, kết cấu hạ tầng, công trình dịch vụ, tiện ích công cộng trong khu vực cửa khẩu cảng Hải Phòng đối với hàng hóa nhập khẩu, hàng hóa xuất khẩu là hàng lỏng, hàng rời được điều chỉnh giảm từ 20.000 đồng/tấn xuống còn 16.000 đồng/tấn (giảm 20%). Thời gian có hiệu lực từ ngày 1/1/2018.

Khu vực Hải Phòng- nguồn cung tiếp tục tăng. Theo dự kiến, đầu năm 2018 GMD đưa vào hoạt động giai đoạn 1 cảng Nam Đình Vũ với công suất dự kiến 500.000 TEU/năm. Hai cầu cảng tại Lạch Huyện cũng đi vào hoạt động năm 2018 làm tăng mạnh tính cạnh tranh tại các cảng khu vực hạ lưu sông Cấm.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Về mặt nguồn cầu, các hãng tàu quốc tế nhìn chung chưa thể phục hồi mạnh trong năm 2018. Thêm vào đó, nguồn cung tiếp tục có xu hướng tăng, đặc biệt đến từ vùng hạ lưu sông Cấm. Vì vậy, giá cước bốc xếp trong khu vực Hải Phòng được dự báo khó tăng, thậm chí tiếp tục xu hướng giảm.

Xét về các doanh nghiệp logistics, chúng tôi cho rằng xu hướng thuê ngoài sẽ tiếp tục được đẩy mạnh (hiện nay nước ta dịch vụ logistics thuê ngoài mới chỉ đạt khoảng 35%-40%, chính phủ đặt mục tiêu đạt khoảng 50-60%) nhờ vào việc cải thiện chính sách của nhà nước. Vì vậy các doanh nghiệp kho bãi, ICD, DC được hưởng lợi tốt nhờ xu hướng này.

Chúng tôi giữ mức khuyến nghị **Trung Lập** với ngành cảng biển do lo ngại việc giá dịch vụ bốc xếp khu vực Hải Phòng có thể tiếp tục đà giảm. Các cảng phía thượng lưu sông Cấm sẽ vẫn khó khăn vì thiếu nguồn hàng. Các cảng này có thể chuyển công năng sang làm ICD hoặc DC và làm thuê ngoài cho các cảng lớn phía ngoài cầu Bạch Đằng. Tuy nhiên xu hướng này cần có thêm thời gian để thực hiện hóa.

GMD- Khuyến nghị Theo dõi.

Trước khi diễn ra đại hội cổ đông, giá cp GMD đã tăng mạnh nhờ kế hoạch bán bớt một phần tài sản, tập trung hoạt động kinh doanh cốt lõi và sự tham gia của nhóm cổ đông Hàn Quốc. Tuy nhiên thời điểm hiện tại GMD đã giao dịch tại mức PE hơn 20 lần, cao gần gấp đôi so với trung bình ngành. Vì vậy chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị Theo Dõi với GMD. Trong thời gian tới, hoạt động chính của GMD có một số tiềm năng: (1) mảng logistics tăng trưởng tích cực nhờ Mekong logistics đi vào hoạt động. (2) Cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động với công suất là 500.000 teu/năm. Tuy nhiên do chỉ hoạt động từ khoảng tháng 5/2017, chúng tôi giả định cảng này chỉ đạt khoảng 30% công suất thiết kế. Đây là cảng nằm tại khu vực đầu bán đảo Đình Vũ, mức mớm nước gần bờ thấp nên cầu cảng phải xây xa bến với chi phí gấp đôi các cảng khác. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp của cảng này dự báo không cao như Nam Hải Đình Vũ hay Vip-green. (2) Công ty liên kết SCS tiếp tục tăng trưởng tốt, đóng góp khoảng 100 tỷ vào LNTT của GMD trong năm 2018.

VSC- Khuyến nghị Mua- Giá mục tiêu 54.463 đồng/cp

Trong tháng 11, Vip green nhận thêm 1 cầu có tầm với tới 14 hàng container nhằm phục vụ các tàu hàng cỡ lớn của Maserk Line. Tổng vốn đầu tư là 60 tỷ. Hiện tại, Vip Green vẫn đang phục vụ 8 chuyến/tuần, trong đó 5 chuyến của Evergreen, 2 của Maserk Line và 1 của OOCL. Trong khi đó, cảng Green Port phục vụ khoảng 10-11 chuyến/tuần, chủ yếu là các tàu cỡ nhỏ, dưới 1,000 Teus. Ngoài ra, VSC đã thành lập 1 công ty con (nắm 67% cổ phần, 33% của CBCNV) quản lý khai thác bãi 5 ha VSC mua đầu năm (sẽ tăng lên 8ha trong quý 4) và xử lý thủ tục thông quan cho hàng container qua cảng Vip-Green.

Trong 9T2017, biên lợi nhuận gộp giảm sâu về mức khoảng 32%. Chúng tôi nhận định trong năm 2018, BLNG phục hồi trở lại về mức khoảng 35% nhờ: (1) Công suất cảng Vip-green tăng lên mức 550.000 teus, giảm tương đối chi phí khấu hao trên container. Thêm vào đó, chi phí lãi vay cũng được dự báo giảm về mức khoảng 45 tỷ vào năm 2018. (2) Chính quyền Hải Phòng giảm 20% phí thu với hàng xuất nhập khẩu từ ngày 1/1/2018.

Mã CK	DT 2018	LNTT 2018	EPS F	P/E Fw	P/B Fw	ROE	Giá 29/12/17	Giá mục tiêu
GMD	3,981	587	1,835	21.88	1.88	7%	40,150	N/A
VSC	1,447	313	5,638	7.62	1.35	13%	43,000	54,463

Ngành Gạch men 2018 [Trung Lập]

- Giai đoạn 2018-2020, năng lực sản xuất ngành gạch sẽ tiếp tục tăng.
- Nhu cầu đối với sản phẩm gạch men tiếp tục khả quan trong năm 2018.
- Xu hướng tiêu dùng có sự dịch chuyển, chú trọng yếu tố thẩm mỹ và chất lượng, ưu tiên sản phẩm nội địa.
- Chúng tôi đưa ra quan điểm TRUNG LẬP đối với cổ phiếu ngành gạch men trong năm 2018.

Giai đoạn 2018-2020, năng lực sản xuất ngành gạch sẽ tiếp tục tăng, chủ yếu ở các chủng loại gạch granite, ngói, gạch bán sứ. Xu hướng này phù hợp với chiến lược phát triển ngành vật liệu xây dựng là khuyến khích các doanh nghiệp đầu tư vào mở rộng sản xuất gạch granite để nâng công suất thêm 80 triệu m², đạt 140 triệu m² vào năm 2020. Nguồn cung mới sẽ tăng áp lực cạnh tranh trong ngành nhưng sẽ không dồn dập ngay trong năm 2018 bởi các nhà máy gạch mới cần có từ 3-6 tháng chạy thử trước khi đi vào vận hành ổn định. Các doanh nghiệp gạch công suất lớn, có thương hiệu có thể tranh thủ thời gian này để tăng cường chiếm lĩnh thị phần và độ nhận diện cho sản phẩm; trong khi các doanh nghiệp sản xuất nhỏ, sản phẩm không có nhiều khác biệt chắc chắn sẽ phải tìm hướng đi khác để tránh nguy cơ bị đào thải.

Công ty	Thời gian đầu tư	Công suất tăng thêm (m ² /năm)	Sản phẩm
Viglacera Hà Nội	2017-2018	2.5 triệu	N/A
Viglacera Thăng Long	2017-2019	6 triệu	Ceramic
Viglacera Tiên Sơn	2018-2019	3 triệu	Granite
Thắng Cường (Phú Thọ)	2017-2018	5 triệu	Granite
Vitto Phú Lộc	2017-2018	7.2 triệu	Granite
Tasa	2018-2020	12 triệu	Granite
	Sau 2020	12 triệu	Granite
Gạch CMC (CVT)	2018	1.5 triệu	Granite
Viglacera Hạ Long	2017-2018	30 triệu viên 22v/m ²	Gạch ngói

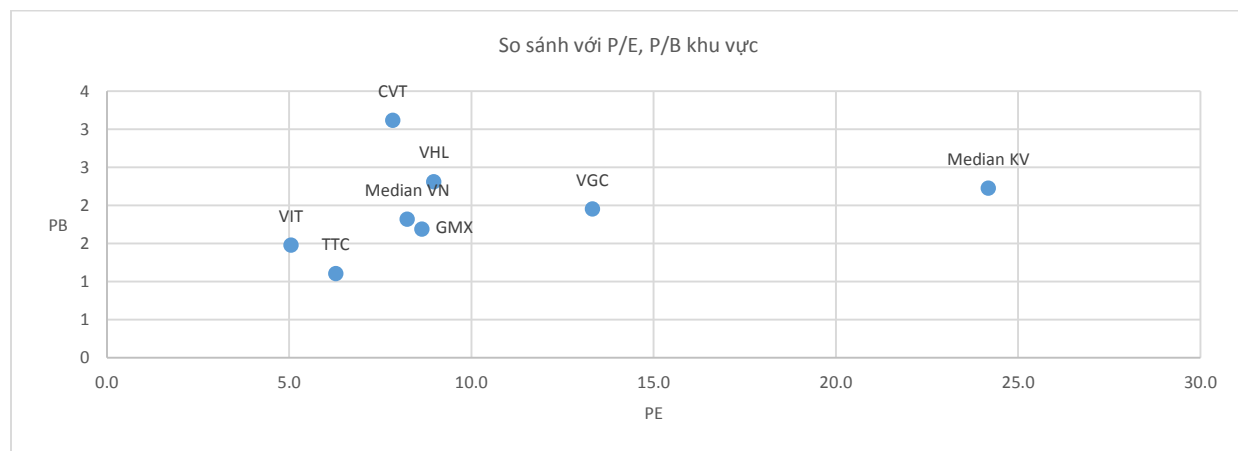
(Nguồn: HH GSXD VN, BSC research tổng hợp)

Nhu cầu đối với sản phẩm gạch men tiếp tục khả quan trong năm 2018. Theo nghiên cứu của JLL, nguồn cung căn hộ chưa hoàn thành tại TP Hồ Chí Minh và Hà Nội tại thời điểm cuối Q3/2017 lần lượt là 86,000 căn (+34% YoY) và 57,000 căn (-3% YoY). Dự báo, số căn hộ sẽ được hoàn thiện trong Q4/2017 tại 2 TP lớn sẽ là 27,400 căn và trong năm 2018 ước đạt 93,000 căn cùng với triển vọng của thị trường BĐS sẽ tiếp tục khả quan. Nguồn cung căn hộ mới này sẽ là động lực cho nhu cầu gạch ốp lát trong năm tới.

Xu hướng tiêu dùng có sự dịch chuyển chú trọng yếu tố thẩm mỹ và chất lượng, ưu tiên sản phẩm nội địa. Trước năm 2010, thị trường gạch ốp lát Việt Nam đa phần là sân chơi của gạch nhập khẩu từ Trung Quốc (cạnh tranh về giá), Mỹ, Italia (cạnh tranh về chất lượng và mẫu mã) nhưng hiện nay, năng lực sản xuất của các DN nội địa đã đáp ứng được cả về yếu tố sản lượng, mẫu mã và chất lượng, vượt trội so với gạch ngoại nhập. Hiện tại, gạch nhập khẩu đang bị áp thuế 15-35% nên thị phần giảm chỉ còn 35% so với 80% trong 2010. Lợi thế cạnh tranh trong thời gian tới sẽ thuộc về những doanh nghiệp có khả năng linh hoạt sản xuất, mẫu mã, chất lượng đáp ứng được nhu cầu của người tiêu dùng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – Trung lập

Chúng tôi cho rằng ngành gạch men trong năm 2018 sẽ gặp khó khăn hơn do công suất của các doanh nghiệp liên tục được gia tăng đã tạo nên chênh lệch về cung-cầu nội địa, gây sức ép lên giá. Theo đó, tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng mở rộng công suất, linh hoạt trong sản xuất để có thể duy trì biên lợi nhuận tốt. Chúng tôi đưa ra quan điểm Trung lập đối với cổ phiếu ngành gạch men, tuy nhiên khuyến nghị đối với một số doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh rõ rệt dự kiến sẽ có kết quả khả quan trong năm tới nhờ công suất tăng lên.



(Nguồn: Bloomberg)

VGC – MUA – Giá mục tiêu: 32,000 đồng (upside: 22.1%)

Cập nhật KQKD 2017: Lũy kế 10T2017, DTT của VGC đạt 6,452 tỷ đồng (+12% YoY), LNTT 855 tỷ (+59.4% YoY). Ước tính năm 2017, VGC sẽ hoàn thành vượt kế hoạch với doanh thu ước tính 8,589 tỷ đồng (+4.7% YoY), lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ 642.6 tỷ đồng (+25.1% YoY), EPS 2017E = 1,561 đồng/CP tương ứng với PE = 16.8x.

Triển vọng 2018:

- **Mảng khu công nghiệp tiếp đà tăng trưởng:** Diện tích cho thuê mới tại các KCN của VGC trong năm 2018 dự báo đạt 120ha, tập trung tại các KCN Yên Phong MR, Đồng Văn IV, Tiền Hải, Yên Mỹ...nhờ vào tín hiệu tích cực từ dòng vốn FDI cũng như cam kết của Samsung sẽ thuê 100 ha tại KCN Yên Phong MR.
- **Mảng vật liệu sẽ tăng nhẹ nhờ các dự án mở rộng công suất:** Năm 2018, mảng VLXD của VGC sẽ có thêm 750 triệu sản phẩm sứ vệ sinh từ NM Sứ Mỹ Xuân (~60% công suất hiện tại) và 2.5 triệu

m2 gạch ốp lát cao cấp từ Viglacera Hà Nội cũng như công suất tăng thêm khi nhà máy Mỹ Đức được VIT đầu tư trong năm 2017 đi vào sản xuất ổn định.

- **Ước tính doanh thu 2018:** BSC dự báo doanh thu thuần của năm 2018 đạt 9,431 tỷ đồng (+9.8% YoY); LNST 2018 = 723 tỷ đồng (+12.5% YoY), tương đương với EPS fw = 1,437 đồng/CP, PE fw = 18.2x (giả định trích quỹ KTPL 9%).

Kế hoạch thoái vốn: Trong quý 2/2018, Bộ Xây dựng dự kiến sẽ giảm tỷ lệ sở hữu tại VGC từ 54% (sau phát hành ESOP) về 36%. BSC lưu ý trong trường hợp VGC thực hiện phát hành thêm cổ phiếu để giảm tỷ lệ sở hữu của Bộ Xây dựng như đã thực hiện trong năm 2017 sẽ tiềm ẩn rủi ro pha loãng cổ phiếu tương đối lớn.

CVT – MUA – Giá mục tiêu: 67,200 đồng (upside: 25%)

Bứt phá trong năm 2017: Năm 2017 có thể coi là một năm bứt phá với cổ phiếu CVT khi thị giá cổ phiếu đã tăng mạnh từ vùng 26-27,000 đồng lên trên 50,000 đồng/CP nhờ kết quả kinh doanh khả quan cũng như quyết định chuyển sàn niêm yết trong tháng 10/2017. BSC ước tính doanh thu và LNST của CVT trong năm 2017 lần lượt là 1,236 tỷ (+10.6% YoY) và 182.2 tỷ (+19.9% YoY), tương ứng với EPS 2017 = 7,300 đồng/CP, P/E fw = 7.37x

Dây chuyền granite thấm muối tan công suất 3 triệu m2/năm đã được hoàn thiện trong quý 4/2017 sẽ là động lực tăng trưởng cho năm 2018. Trong năm đầu tiên, nhà máy dự kiến sẽ sản xuất khoảng 1 triệu m2 sản phẩm granite thấm muối tan để thăm dò nhu cầu thị trường ban đầu, còn lại 2 triệu m2 sẽ là sản phẩm granite men mài. Sản phẩm granite thấm muối tan là sản phẩm được sản xuất trên chất liệu xương sứ chất lượng, có độ bền cao; nguồn cung hiện chủ yếu đến từ nhập khẩu. Với giá bán dự kiến thấp hơn từ 20-35% so với sản phẩm nhập khẩu cùng loại, BSC cho rằng sản phẩm mới sẽ được người tiêu dùng đón nhận và CVT có thể nâng tỷ lệ sản xuất sản phẩm này trong những năm tới.

Ước tính KQKD 2018: Chúng tôi ước tính, doanh thu thuần năm 2018 của CVT là 1,515 tỷ đồng (+22.6% YoY), biên LNG 25.3% nhờ tăng tỷ lệ sản phẩm granite men mài có giá bán tốt hơn sản phẩm phổ thông 30-50%; LNST 2018 ước đạt 250 tỷ (+36.9% YoY) tương đương EPS 2018 = 8,400 đồng/CP và P/E fw = 6.4x, thấp hơn tương đối so với định giá chung của ngành (P/E trung vị = 8.9x).

Mã CK	DTT 2018F (tỷ đ)	LNST 2018F (tỷ đ)	EPS 2018F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Giá đóng cửa 29/12/2017	Giá mục tiêu (đ)
CVT	1,515	250	8,400	8.0	3.0	39%	53,800	67,200
VGC	9,432	723	1,437	18.2	1.8	9.4%	26,200	32,000

(Nguồn: BSC Research)

Ngành Dệt may 2018 [Trung Lập]

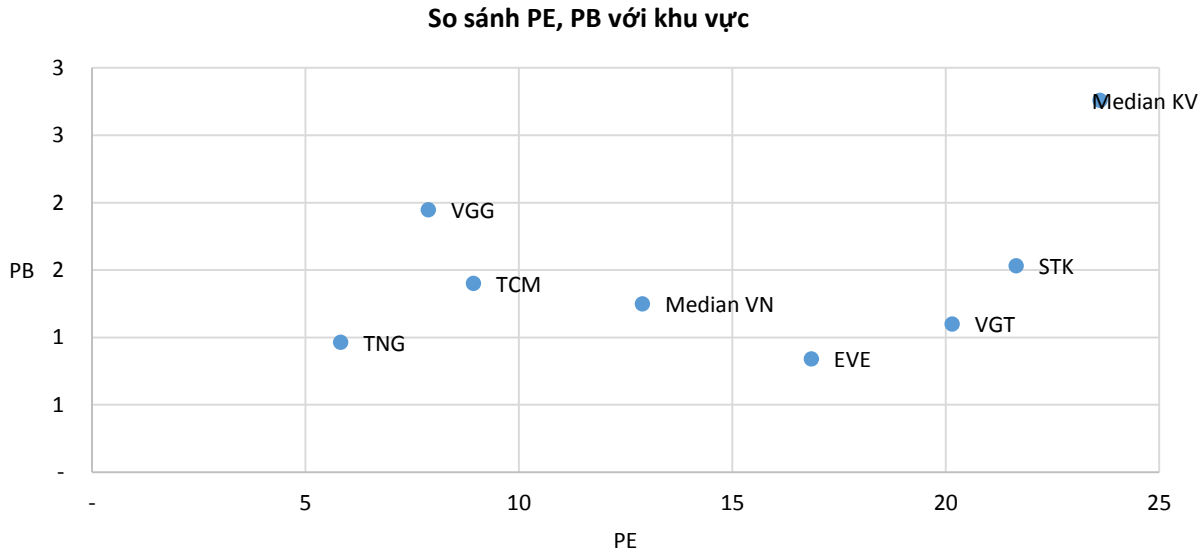
- Xuất khẩu dệt may 2018 tiếp tục khả quan với kim ngạch dự báo đạt 33.5-34 tỷ USD (+7% YoY).
- Hiệp định Tự do thương mại Việt Nam- EU (EVFTA) dự kiến sẽ chính thức được ký kết và có hiệu lực từ năm 2018, kỳ vọng sẽ tạo động lực dài hạn cho ngành dệt may.
- Giá nguyên liệu đầu vào và chi phí nhân công tăng, ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của các doanh nghiệp.
- Chúng tôi đưa ra quan điểm TRUNG LẬP đối với cổ phiếu ngành dệt may

Xuất khẩu dệt may 2018 tiếp tục khả quan với kim ngạch dự báo đạt 33.5-34 tỷ USD (+7% YoY). Triển vọng này được Hiệp hội Dệt may đưa ra dựa trên xuất khẩu khả quan trong năm 2017 bất kể việc Mỹ rút khỏi TPP và tăng trưởng nhu cầu dệt may tại các thị trường truyền thống có chiều hướng chững lại. Triển vọng tích cực này đến từ những cải tiến về căn bản mà các doanh nghiệp dệt may đang thực hiện như tăng cường đầu tư vào máy móc, công nghệ; nâng cao trình độ tay nghề và năng suất của lao động thay vì quá dựa vào chi phí nhân công giá rẻ để cạnh tranh như giai đoạn trước. Nhìn vào thị trường lớn nhất của dệt may xuất khẩu Việt Nam có thể thấy rõ xu hướng chuyển dịch: kim ngạch nhập khẩu dệt may của Mỹ từ các quốc gia luôn được xem có chi phí nhân công giá rẻ như Bangladesh, Malaysia...giảm đáng kể trong khi nhập khẩu từ Việt Nam vẫn giữ được tăng trưởng khá (~7%). Bên cạnh đó, việc nền kinh tế Mỹ đang có dấu hiệu khởi sắc cùng với tỷ giá được duy trì ổn định cũng sẽ hỗ trợ tích cực cho xuất khẩu.

Hiệp định Tự do thương mại Việt Nam- EU (EVFTA) dự kiến sẽ chính thức được ký kết và có hiệu lực từ năm 2018, kỳ vọng sẽ tạo động lực dài hạn cho ngành dệt may. EU hiện là thị trường xuất khẩu dệt may lớn thứ 2 của Việt Nam với tỷ trọng khoảng 14% và ngành dệt may được xác định là một trong những ngành có cơ hội lớn nhất khi EVFTA được ký kết. Theo đó, các loại thuế đối với nhiều chủng loại sợi và một số sản phẩm may mặc được phân loại vào nhóm A, đáp ứng được quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi” sẽ được xóa bỏ ngay khi hiệp định có hiệu lực. So với TPP, quy tắc xuất xứ của EVFTA được cho là mở hơn khi yêu cầu “từ vải trở đi” thay vì “từ sợi trở đi” bên cạnh đó chấp nhận đối với sản phẩm vải ở quốc gia đồng thời có cam kết thương mại tự do với Việt Nam và EU (VD: Hàn Quốc). Trong giai đoạn trước, để đón đầu TPP, các doanh nghiệp Việt Nam đã tiến hành đầu tư vào những ngành thượng nguồn như sợi, dệt...đồng thời nâng cao tỷ lệ nội địa hóa, do đó sẽ trong tâm thế sẵn sàng hơn để đón nhận EVFTA.

Giá nguyên liệu đầu vào và chi phí nhân công tăng, ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may. Giá bông tính đến thời điểm cuối năm 2017 đã tăng mạnh so với mức giá hồi đầu năm do nhu cầu tiêu thụ tăng nhanh hơn dự báo trước đó. Tuy nhiên, nhìn chung thì nguồn cung trong năm tới được dự báo tăng trưởng nhanh hơn so với nhu cầu tiêu thụ (12.5% so với 4%) và mặc dù giá bông đầu niên vụ tăng cao khi tồn kho giảm dần, giá bông được dự báo sẽ duy trì ở mức giá này trong một vài tháng tới, trước khi điều chỉnh. Bên cạnh đó, giá dầu đang trên đà phục hồi, được hỗ trợ bởi dự báo nhu cầu thế giới tăng 1.4% trong năm tới cũng như cam kết cắt giảm sản lượng được ký giữa Nga và OPEC cũng sẽ ảnh hưởng tới giá nguyên liệu hạt nhựa sản xuất sợi tổng hợp. Do giá sợi đầu vào có ảnh hưởng tới tất cả các sản phẩm phía sau nên nếu giá bông và giá dầu duy trì ở mức giá cao hiện tại, giá thành sản xuất của các DN dệt may có thể bị đội lên đáng kể, kéo theo lợi nhuận sụt giảm. Bên cạnh đó, mức lương tối thiểu vùng năm 2018

cũng được điều chỉnh tăng từ 6.1% đến 7% sẽ tạo thêm gánh nặng về chi phí nhân công cho các doanh nghiệp bởi dệt may vốn là một ngành thâm dụng lao động.



(Nguồn: Bloomberg)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – Trung lập

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng của ngành dệt may trong năm 2018 sẽ nhận được nhiều hỗ trợ và duy trì tích cực. Khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào tình hình đầu tư máy móc và năng suất lao động. Rủi ro đối với các doanh nghiệp trong ngành đến từ biến động giá nguyên liệu đầu vào, tiền lương cũng như việc phụ thuộc lớn vào thị trường xuất khẩu, nhất là khi cục diện thế giới đang có những xáo trộn và căng thẳng địa chính trị. Do đó, chúng tôi đưa ra quan điểm Trung lập đối với cổ phiếu ngành dệt may, tuy nhiên khuyến nghị đối với một số doanh nghiệp đã nhận được tín hiệu khả quan từ thị trường cho năm 2018.

TNG – MUA – Giá mục tiêu: 18,130 đồng (upside: 31.4%)

Năng lực sản xuất lớn với 10 nhà máy may phục vụ nhu cầu xuất khẩu (chiếm 98% doanh thu) và 1 nhà máy may cho thương hiệu bán lẻ tại thị trường nội địa (TNG fashion, mới đóng góp doanh thu từ 2016). Với năng lực sản xuất lớn, TNG hiện đang là đối tác với nhiều thương hiệu thời trang nổi tiếng như Decathlon, TCP, Columbia, Mango, Levy..., trong đó đối tác Decathlon chiếm 36-40% giá trị đơn hàng của TNG.

Triển vọng đơn hàng 2018 khả quan khi số đơn đặt hàng dự kiến cho năm sau đã cơ bản lấp đầy năng lực SX. Tính đến thời điểm hiện tại, giá trị đơn hàng đã được phân bổ cho năm 2018 là 81 triệu USD (~ 1,800 tỷ đồng), trong đó chiếm tới 50% vẫn là các đơn hàng từ Decathlon và TCP.

Ước tính KQKD: Doanh thu thuần 9T2017 của TNG tăng trưởng ấn tượng 27.3% YoY và tính đến hết tháng 11/2017, công ty đã cơ bản hoàn thành kế hoạch doanh thu cho cả năm 2017. Ước tính doanh thu thuần của TNG năm 2017 sẽ đạt 2,422 tỷ đồng (+27% YoY), LNST: 116.9 tỷ (+40% YoY), tương đương với EPS 2017 = 2,560 đồng/CP (giả định trích quỹ KTPL 10%).

Năm 2018, doanh thu thuần ước đạt 3,020 tỷ đồng (+24.7% YoY), biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ nhờ tỷ trọng tăng lên ở mảng may mặc nội địa cũng như gia tăng tỷ lệ đơn hàng FOB có biên lợi nhuận tốt hơn. LNST dự báo đạt 138 tỷ đồng (+18% YoY), tương đương với EPS 2018 = 3,021 đồng/CP (giả định trích quỹ KTPL 10%), P/E fw = 4.6x – mức định giá hấp dẫn so với P/E trung vị ngành là 7.9x.

VGG – MUA – Giá mục tiêu: 67,010 đồng (upside: 21.8%)

Doanh thu có đóng góp lớn từ hoạt động xuất khẩu (80%) bên cạnh thị trường nội địa với thương hiệu thời trang công sở Việt Tiến. Các thị trường xuất khẩu chính của VGG bao gồm Nhật Bản (32%), Mỹ (22%), EU (18%) đều có tăng trưởng tích cực trong năm qua.

Tài chính lành mạnh: Kể từ sau khi chuyển đổi khoản trái phiếu năm 2016, VGG không phát sinh thêm các khoản vay dài hạn. Dư nợ vay ngắn hạn cũng được duy trì ở mức thấp, khoảng 3.5% tổng tài sản giúp CP lãi vay hàng năm tương đối nhỏ; tốc độ luân chuyển các khoản phải thu, phải trả được giữ ổn định.

Kết quả kinh doanh 2017: Trong quý 1/2017, tình hình thực hiện đơn hàng không khả quan đã khiến cho tăng trưởng doanh thu của VGG gần như đi ngang so với cùng kỳ. Tuy nhiên trong 2 quý tiếp theo, các đơn hàng xuất khẩu của VGG đã tăng trưởng mạnh, doanh thu tăng lần lượt 12% YoY và 21% YoY trong quý 2 và quý 3. Như vậy, tính chung trong 9T2017, doanh thu của VGG tăng bình quân 12%, cao hơn tốc độ tăng của kim ngạch xuất khẩu dệt may.

Ước tính DTT 2017 của VGG đạt 8,378 tỷ (+ 11.3% YoY), LNST đạt 408 tỷ (+8.3% YoY), EPS 2017 = 7,210 đồng/CP (giả định trích quỹ KTPL 20%), P/E fw = 7.6x.

Ước tính 2018: Với triển vọng xuất khẩu dệt may tiếp tục khả quan trong năm 2017 với tăng trưởng ước tính 9.5% YoY, nhu cầu tiêu thụ nội địa cũng được dự báo tăng trưởng tích cực theo tăng trưởng chung của nền kinh tế cũng và chỗ đứng thương hiệu thời trang công sở Việt Tiến. Dự phóng cho năm 2018, DTT đạt 9,168 tỷ (+9.4% YoY), LNST 476 tỷ (+16.7% YoY), EPS 2018 = 8,930 đồng/CP tương ứng với P/E fw = 6.2x.

VGTT – THEO DÕI

Tập đoàn quy mô lớn nhất, đại diện cho ngành dệt may Việt Nam. Tính đến thời điểm 30/09/2017, VGTT sở hữu 51 công ty con và 32 công ty liên kết, bao gồm nhiều doanh nghiệp dệt may đầu ngành như Phong Phú, Việt Tiến, Nhà Bè, May Đức Giang, May 10... Các đơn vị thành viên của VGTT hoàn thiện chuỗi cung ứng đầy đủ từ bông, sợi đến dệt và may với năng lực sản xuất 144,216 tấn sợi, 14,200 tấn vải dệt kim, 155.4 triệu mét vải dệt thoi và khoảng 307 triệu SP may mặc/năm.

Kết quả kinh doanh 2017. Tăng trưởng doanh thu của VGTT trong năm 2017 khả quan so với mặt bằng chung của ngành với tốc độ tăng trưởng được duy trì ở mức bình quân 16% YoY, với phần lớn doanh thu (~80%) đến từ hoạt động xuất khẩu sản phẩm dệt may. Tuy nhiên, do giá nguyên vật liệu và nhân công đều tăng nên biên lợi nhuận gộp hợp nhất của VGTT sụt giảm còn 9.4% (so với 11.4% cùng kỳ). Với kết quả tính đến thời điểm hiện tại, VGTT nhiều khả năng sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2017, tương ứng là 15,999 tỷ và 749 tỷ LNTT.

Kế hoạch thoái vốn. VGTT là một trong số những doanh nghiệp nằm trong danh sách thoái vốn của Bộ Công thương trong năm 2018 (hiện tỷ lệ sở hữu nhà nước tại VGTT là 53.5%).

Mã CK	DTT 2018F (tỷ đ)	LNST 2018F (tỷ đ)	EPS 2018F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Giá đóng cửa 29/12/2017	Giá mục tiêu
VGG	9,168	476	8,930	6.2	1.3	28%	55,000	67,010
TNG	3,020	138	3,021	4.6	0.8	19%	13,800	18,130
TCM	3,535	218	3,763	7.6	1.4	23%	28,700	30,101

(Nguồn: BSC Research)

Ngành Xi măng 2018 [Trung lập]

- Tình trạng dư cung sẽ tiếp diễn kéo dài, dự báo 2018 cung vượt cầu 26.5 triệu tấn.
- Nghị định 146/2017/NĐ-CP và Dự thảo Nghị định sửa đổi Nghị định 122/2016/NĐ-CP được kỳ vọng sẽ hỗ trợ hoạt động xuất khẩu.
- Biên lợi nhuận nhiều khả năng tiếp tục thu hẹp do chi phí đầu vào tăng lên và áp lực tỷ giá đối với chi phí tài chính.
- Tiến trình cổ phần hóa Vicem nhiều khả năng sẽ được đẩy nhanh trong 2018.
- Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với cổ phiếu ngành xi măng

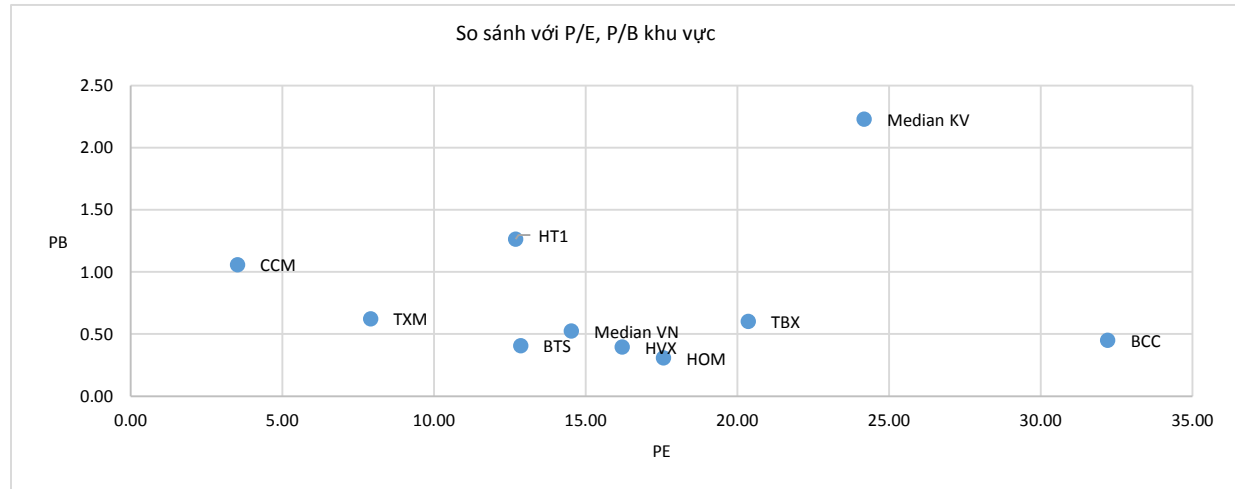
Tình trạng dư cung sẽ tiếp diễn kéo dài khi dự báo năm 2018, cung vượt cầu 26.5 triệu tấn. Năm 2018, Bộ Xây dựng ước tính nhu cầu tiêu thụ xi măng toàn ngành khoảng 83-85 triệu tấn (+4-6% YoY), trong đó tiêu thụ nội địa 66-67 triệu tấn, tương đương 72% lượng cung; xuất khẩu 17-18 triệu tấn. Theo thống kê của Hiệp hội Xi măng Việt Nam, công suất toàn ngành đến năm 2020 có thể đạt 120-130 triệu tấn, trong khi dự báo nhu cầu nội địa sẽ chỉ tăng với tốc độ CAGR = 8.2%/năm và đạt 82 triệu tấn vào năm 2020, dư cung được dự báo sẽ là tiếp tục tăng lên 36-37 triệu tấn.

Nghị định 146/2017/NĐ-CP có hiệu lực từ 1/2/2018 và Dự thảo Nghị định sửa đổi Nghị định 122/2016/NĐ-CP được kỳ vọng sẽ hỗ trợ hoạt động xuất khẩu. Nghị định 146/2017/NĐ-CP mới được ban hành ngày 15/12/2017 đã có hướng dẫn cụ thể thuế suất GTGT áp dụng cho sản phẩm xuất khẩu là hàng hóa được chế biến từ tài nguyên thiên nhiên (TNTN), khoáng sản cộng với chi phí năng lượng chiếm từ 51% giá thành sản xuất sản phẩm trở lên. Theo đó, chi phí vận chuyển sẽ không bao gồm trong tính toán tỷ lệ chi phí tài nguyên khoáng sản. Thêm nữa do trong quy trình chế biến xi măng, TNKS đã được nghiền thành thành clinker rồi sau đó mới tiếp tục chế biến thành sản phẩm xuất khẩu nên thuế GTGT áp dụng theo Nghị định mới cũng sẽ là 0%. Sự ra đời của Nghị định 146 sẽ hỗ trợ tích cực cho hoạt động xuất khẩu xi măng, giảm chi phí xuất khẩu từ 3-5 USD/tấn, tăng khả năng cạnh tranh của xi măng Việt Nam nhất là trong bối cảnh sản lượng xuất khẩu của Thái Lan và Trung Quốc có thể tăng lên. Trước đó vào cuối tháng 8, Bộ Tài chính cũng đã công bố Dự thảo “Nghị định ban hành Biểu thuế xuất khẩu, Biểu thuế nhập khẩu ưu đãi, Danh mục hàng hóa và mức thuế tuyệt đối, thuế hỗn hợp, thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch thuế quan”, nếu được thông qua, sản phẩm xi măng và clinker sẽ được đưa ra khỏi diện chịu thuế xuất khẩu 5% hiện đang làm đội giá thêm 1.5-2.5 USD/tấn.

Biên lợi nhuận nhiều khả năng tiếp tục thu hẹp do chi phí đầu vào tăng lên và áp lực tỷ giá đối với chi phí tài chính. Giá than thế giới vẫn đang trên đà tăng kể từ tháng 7/2017 và chưa có dấu hiệu điều chỉnh. Nếu giá than tiếp tục được điều chỉnh tăng, biên lợi nhuận của các DN xi măng nhiều khả năng sẽ bị thu hẹp khi việc điều chỉnh giá đầu ra sẽ khó khăn hơn trong tình trạng dư cung hiện tại. Tỷ giá ngoại tệ trong năm tới được dự báo sẽ tăng do triển vọng kinh tế Mỹ khởi sắc và động thái tăng lãi suất của FED, tuy nhiên biên độ dao động sẽ không lớn như năm trước nhờ vào nguồn dự trữ ngoại hối dồi dào của NHNN.

Tiến trình cổ phần hóa Vicem nhiều khả năng sẽ được đẩy nhanh trong 2018. Theo kế hoạch cổ phần hóa các DNNN giai đoạn 2017-2020, Vicem nằm trong kế hoạch sắp xếp, CPH DNNN năm 2017 tuy nhiên trong năm, Chính phủ mới chỉ thông qua lộ trình cổ phần hóa; Tổng công ty vẫn đang tiến hành triển khai xác định

giá trị doanh nghiệp và xây dựng phương án CPH. Trước áp lực cần đẩy nhanh tiến độ CPH các DNNN và những động thái từ Chính phủ như việc ban hành Nghị định số 126/2017/NĐ-CP (hiệu lực từ 1/1/2018) sẽ vừa hỗ trợ, vừa tạo sức ép lên các doanh nghiệp trong kế hoạch CPH còn tồn đọng từ 2017. Là đơn vị chiếm thị phần lớn nhất trong ngành, việc cổ phần hóa Vicem dự kiến sẽ tạo ra những thay đổi đáng kể trong hoạt động của các doanh nghiệp thành viên cũng như cấu trúc ngành.



(Nguồn: Bloomberg)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – Trung lập

Ngành xi măng trong năm tới sẽ vẫn tiếp tục đối mặt với tình trạng dư cung trầm trọng và bài toán chỉ có thể được giải quyết thông qua đẩy mạnh xuất khẩu. Những thay đổi về chính sách thuế đối với xi măng xuất khẩu cùng với triển vọng từ thoái vốn Vicem trong năm sẽ hỗ trợ tích cực cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, diễn biến giá nguyên liệu đầu vào và tỷ giá có thể ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với triển vọng ngành xi măng trong năm tới.

HT1 – Theo dõi - Giá mục tiêu: 17,661 đồng/CP (upside: 13.6%)

Tình hình tiêu thụ trong năm 2017 tương đối khả quan so với tiêu thụ tri trệ của ngành. Sản lượng xi măng tiêu thụ 9T2017 của HT1 tăng nhẹ 2% trong khi tiêu thụ nội địa của ngành sụt giảm 3.5%. Tuy nhiên do giá bán giảm 3-4% nên doanh thu 9T của HT1 vẫn giảm nhẹ so với cùng kỳ.

Dư nợ ngoại tệ. Ước tính đến hết năm 2017, dư nợ vay của HT1 vẫn còn khoảng 37 triệu EUR và 12 triệu USD. Năm 2017, đồng EUR tăng mạnh 8% YTD đã khiến cho HT1 chịu khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lớn (lũy kế 6T2017 HT1 ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá 90 tỷ).

Dự án BOT Phú Hữu. Kết luận của đoàn Thanh tra Chính phủ trong năm 2017 đã chỉ ra các sai phạm tại Dự án BOT Xây dựng đường nối từ đường Nguyễn Duy Trinh vào KCN Phú Hữu do HT1 là chủ đầu tư. Theo giải trình của doanh nghiệp, những sai phạm này không ảnh hưởng đến chi phí hoạt động kinh doanh của công ty. Do dự án này vẫn chưa đưa vào triển khai thu phí, và doanh thu tương đối nhỏ so với doanh thu của HT1, chúng tôi chưa bao gồm dòng tiền từ dự án này trong dự phóng.

Kết quả kinh doanh. Ước tính doanh thu thuần 2017 của HT1 là 8,103 tỷ (-1.6% YoY), biên LNG giảm xuống 16.6% do sản lượng clinker gia công ngoài tại trạm nghiền Hạ Long tăng lên, giá nguyên nhiên liệu như than cũng điều chỉnh tăng. Với tỷ giá EUR/VND thời điểm cuối năm bớt căng thẳng hơn so với giữa năm, dự kiến HT1 sẽ ghi nhận 70 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá trong năm. LNST ước đạt 457 tỷ (-43.5%), EPS = 1,200 đồng tương đương với P/E fw = 13x, rẻ hơn tương đối so với trung vị các DN xi măng quy mô tương đương trong khu vực là 15x.

Triển vọng 2018: Tình hình tiêu thụ năm 2018 được dự báo sẽ cải thiện nhờ nhu cầu đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng kỹ thuật, giao thông và triển vọng của thị trường bất động sản cũng như xuất khẩu được khơi thông sẽ giảm bớt áp lực cạnh tranh cho thị trường nội địa. HT1 có lợi thế lớn đó là hoạt động tại thị trường miền Nam, vùng tập trung ít nhà máy trong khi lại có nhu cầu lớn nhất cả nước, do đó tăng trưởng sản lượng tiêu thụ được dự báo tối thiểu bằng tăng trưởng ngành ở mức 4-6%. Sang năm 2018, tỷ giá được dự báo sẽ ổn định sẽ hạn chế khoản lỗ chênh lệch tỷ giá tại HT1.

BCC – Theo dõi

Tình hình tiêu thụ năm 2017 khó khăn. Năm 2017, hoạt động tiêu thụ của BCC gặp nhiều khó khăn do tình hình dư cung tiếp diễn, đặc biệt tại vùng Bắc Trung Bộ khi công suất gia tăng mới đều tập trung ở đây vì gần các mỏ đá vôi, đất sét. Việc phân chia lại địa bàn phân phối của các doanh nghiệp trong Vicem theo công văn 459/VICEM-QLTT&TH cũng phần nào thu hẹp địa bàn kinh doanh và sản lượng tiêu thụ của BCC.

Đầu tư mới trạm nghiền Bim Sơn thay thế cho trạm nghiền Đại Việt (Quảng Ngãi). Trong năm 2017, Bim Sơn đã tiến hành đầu tư mới GD 2 Trạm nghiền Bim Sơn, công suất 1.2 triệu tấn/năm với tổng mức đầu tư là 800 tỷ (trong đó tối đa 80% là nợ vay), dự kiến hoàn thành và đi vào hoạt động trong năm 2018. Dự án này được đầu tư sẽ giúp BCC khắc phục những khó khăn khi trạm nghiền Đại Việt vẫn chưa thể hoạt động trở lại khiến cho DN phải thuê trạm nghiền ngoài. Lợi ích của dự án này trong ngắn hạn là không rõ ràng khi chi phí tiết kiệm được ước tính chỉ vừa đủ để bù đắp chi phí lãi vay. Tuy nhiên, trong dài hạn, khi số lượng nhà máy xi măng mới sẽ khó gia tăng và Chính phủ có quy định trạm nghiền xi măng cần phải được xây dựng gắn liền với các lò clinker và có công suất không vượt quá công suất lò thì việc đầu tư này có thể giúp BCC tự chủ hơn trong sản xuất.

Ước tính KQKD 2017. Doanh thu thuần 2017 của BCC ước đạt 3,504 tỷ đồng (-18.1% YoY), giá vốn cùng các chi phí bán hàng và quản lý giảm từ 8% đến 26% nhưng không đủ để bù đắp sự giảm sút trong doanh thu và chi phí lãi vay phát sinh trong kỳ đã khiến cho công ty ghi nhận khoản lỗ trong năm gần 56 tỷ đồng. Lưu ý trong năm 2017 công ty cũng đã hoàn thành việc tắt toán khoản nợ EUR nên sang năm tới sẽ giảm được áp lực từ biến động tỷ giá.

Mã CK	DTT 2018F (tỷ đ)	LNST 2018F (tỷ đ)	EPS 2018F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Giá đóng cửa 29/12/17	Giá mục tiêu
HT1	8,104	457	1,539	10.1	1.0	9%	15,550	17,661
BCC	3,871	13	109	69.7	0.4	-3%	7,600	NA

(Nguồn: BSC Research)

Ngành Nhựa 2018 [Trung lập]

- Sản xuất và tiêu thụ sản phẩm nhựa tiếp tục tăng cao
- Giá hạt nhựa dự kiến tăng trong năm 2018
- Kế hoạch thoái vốn của SCIC

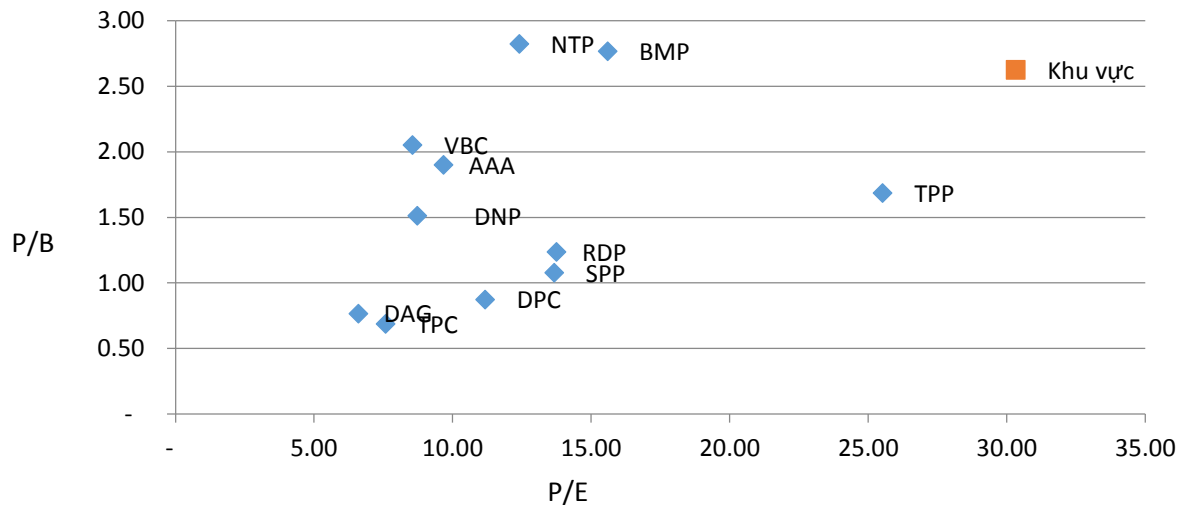
Sản xuất và tiêu thụ sản phẩm nhựa được dự báo tiếp tục tăng cao. (1) Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ ống nhựa xây dựng dự kiến đạt 10% trong năm 2018, tuy nhiên, đây vẫn sẽ là phân khúc có mức độ cạnh tranh cao với nhiều đối thủ mạnh gia nhập ngành. (2) Tăng trưởng ngành nhựa xây dựng được dự báo tiếp tục tăng cao nhờ nhu cầu sửa chữa, hoàn thiện nhà, tăng trưởng bất động sản trung cấp và giá sản phẩm nhựa rẻ tương đối so với các sản phẩm thay thế làm từ gỗ, kim loại. (3) Ngành bao bì nhựa được dự báo tăng trưởng cao nhờ tăng nhu cầu tiêu dùng nội địa (theo thống kê của Stoxplus, tốc độ tăng trưởng trung bình từ năm 2011-2016 tại Việt Nam của ngành cà phê hòa tan đạt 12.2%, nước sốt gia vị đạt 7.7%, bánh kẹo đạt 9%, sản phẩm chăm sóc da 15.1%, giặt giũ 13%, vệ sinh bề mặt 12.2%) và tăng trưởng nhu cầu tiêu dùng toàn cầu. Lưu ý, nhu cầu túi nhựa xuất khẩu của Việt Nam có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do người tiêu dùng toàn cầu có xu hướng sử dụng các sản phẩm thân thiện môi trường hơn.

Giá hạt nhựa có thể tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2018. Hầu hết hạt nhựa được làm từ dầu mỏ hoặc khí, do vậy, giá hạt nhựa có liên hệ chặt chẽ với giá dầu. Năm 2018, nhiều tổ chức thế giới dự báo giá dầu có thể tiếp tục duy trì ở mức cao, khoảng 60 USD/thùng. Điều này kéo theo sự tăng giá hạt nhựa đầu vào, làm tăng chi phí sản xuất kinh doanh, giảm biên lợi nhuận của các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp nhựa xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, tốc độ tăng giá hạt nhựa HDPE và PP có thể chậm hơn tốc độ tăng giá dầu do dư cung toàn cầu.

SCIC dự kiến thoái vốn bộ 29.51% và 37.1% lần lượt tại BMP và NTP. SCIC hiện đã tìm được đơn vị tư vấn đấu giá và đang hoàn tất các thủ tục thoái vốn tại 2 công ty nói trên, dự kiến thực hiện vào đầu năm 2018. Giống như các đợt thoái vốn nhà nước khác, việc thoái vốn tại 2 doanh nghiệp đầu ngành nhựa được kỳ vọng thu hút sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư trong và ngoài nước. Chúng tôi cho rằng, sau thoái vốn, KQKD của NTP được cải thiện mạnh nhờ thay đổi chính sách phân phối cho khách hàng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ [Trung lập]

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu ngành Nhựa. KQKD của các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa có thể bị ảnh hưởng do cạnh tranh cao (HSG, Tân Á Đại Thành ... gia nhập ngành), và giá hạt nhựa PVC tăng. Cơ hội có thể đến từ việc SCIC thoái vốn BMP và NTP, trong đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của NTP sẽ được cải thiện mạnh nhờ thay đổi chính sách phân phối y. Nhóm cổ phiếu bao bì, trong đó có AAA được kỳ vọng tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2017.



Nguồn: Bloomberg

NTP – MUA – Giá mục tiêu 89,000 đồng/cp

Là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa lớn nhất cả nước, công suất thiết kế lên tới 171.000 tấn/năm (của BMP là 150,000 tấn), chiếm tới 70% thị phần miền Bắc và 29% thị phần cả nước. 9T2017, sản lượng tiêu thụ của NTP đạt 64 nghìn tấn ống, tương đương của BMP. Tuy nhiên, khả năng sinh lời của NTP luôn thấp hơn BMP, biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của NTP đạt 11.17% trong khi của BMP là 16.81%. Điều này chủ yếu là do khác biệt trong chính sách phân phối sản phẩm. Chi phí cho nhà phân phối của NTP lên tới 236 tỷ đồng (11.5% doanh thu thuần) trong 6T2017 trong khi lợi nhuận trước thuế là 232 tỷ đồng. Mức chiết khấu phổ thông của NTP lên tới 30% gấp 2 lần của BMP.

Kế hoạch kinh doanh. NTP có kế hoạch phân phối và kết hợp sản xuất một số dòng sản phẩm và phụ kiện cùng cổ đông lớn là Sekuisu. Công ty cũng trình đại hội cổ đông thông qua kế hoạch đầu tư vào các doanh nghiệp ngành nước. Các doanh nghiệp này không chỉ mang lại nguồn lợi nhuận ổn định nhờ dòng tiền đều mà còn là kênh tiêu thụ các sản phẩm của nhựa Tiền Phong. Năm 2018, công ty đặt mục tiêu tiêu thụ 97,000 tấn ống và phụ tùng, doanh thu đạt 4,900 tỷ đồng (+8% yoy), lợi nhuận trước thuế đạt 465 tỷ đồng (+8% yoy).

Thay đổi cơ cấu cổ đông. Cuối tháng 10/2017, cổ đông lớn Nawaplastic đã thoái toàn bộ hơn 21 triệu cổ phiếu NTP (23.84%). Bên mua là Sekuisu Chemical (Nhật Bản) nắm giữ 15% VDL, CTCP Nhựa thiếu niên Tiền Phong và ban lãnh đạo NTP, nâng tỷ lệ sở hữu của nhóm này lên tới hơn 40%. Cơ cấu cổ đông của NTP được kỳ vọng tiếp tục thay đổi. Năm 2018, SCIC dự kiến thoái toàn bộ 25.77% cổ phần tại NTP.

Chúng tôi kỳ vọng với việc thay đổi cơ cấu cổ đông nói trên, bức tranh tài chính của NTP sẽ thay đổi mạnh. BSC đưa ra 2 kịch bản dự báo lợi nhuận với NTP. Trường hợp 1, công ty giữ nguyên chính sách chiết khấu với nhà phân phối, khi đó, lợi nhuận năm 2017 và 2018 được dự báo đạt lần lượt là 473 tỷ đồng và 483 tỷ đồng. Trường hợp 2, sau khi SCIC thoái vốn lợi ích của công ty và nhà phân phối được cân đối hài hòa hơn, giả sử tỷ lệ chi phí cho nhà phân phối/DT giữ nguyên trong năm 2017 và giảm còn giảm còn 6% trong năm 2018, khi đó, lợi nhuận sau thuế của NTP đạt 631 tỷ đồng trong năm 2018, tăng 33% yoy, tương đương EPS 2018 là 6,507 đồng/cp.

BMP – THEO DÕI

BMP là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa có công suất lớn nhất cả nước (150,000 tấn/năm). Chúng tôi yêu thích BMP nhờ tình hình tài chính lành mạnh, tỷ suất sinh lời cao (biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 16.81% trong 9T2017) và ban lãnh đạo tâm huyết. Kết quả kinh doanh năm 2017 kém khả quan với lợi nhuận sau thuế 9T2017 đạt 348 tỷ đồng (-36% yoy). Do (1) cạnh tranh khốc liệt, công ty buộc phải tăng chiết khấu 4% trong quý 2/2017 và thêm 4% nhân dịp kỷ niệm 40 năm thành lập công ty trong khi đó, sản lượng bán hàng vẫn tăng chậm lại, kỳ vọng tăng 10% cả năm 2017; (2) giá hạt nhựa tăng trung bình 15% kéo biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 32.05% năm 2016 xuống còn 24.4% trong 9T2017. Chúng tôi cho rằng, kết quả kinh doanh năm 2018 tiếp tục kém khả quan do giá hạt nhựa được dự báo tiếp tục ở mức cao. BSC dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2017 và 2018 đạt lần lượt là 442 và 452 tỷ đồng, EPS 2018 là 5,030 đồng/cp. Chúng tôi lưu ý, sự kiện SCIC thoái vốn BMP trong năm 2018, cùng với sự quan tâm của các cổ đông ngoại đối với 1 doanh nghiệp lành mạnh như BMP trong bối cảnh công ty đã nới room 100% cho nhà đầu tư nước ngoài có thể là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu BMP trong năm 2018.

AAA- THEO DÕI

AAA là doanh nghiệp sản xuất túi nhựa lớn nhất khu vực Đông Nam Á với tổng công suất lên tới 96 nghìn tấn/năm. Năm 2017, tổng sản lượng sản xuất dự kiến đạt 79.4 nghìn tấn, trong đó, các nhà máy 1,2,4,5 đã đạt 95% công suất (45.8 nghìn tấn/năm). Công ty ước tính, tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 3,630 tỷ đồng và 220 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 3,530 đồng/cp.

Năm 2018, với sự mở rộng sản xuất tại 2 nhà máy số 6, và số 7, sản lượng tiêu thụ ước tính đạt 140 nghìn tấn, tăng 76%yoy, doanh thu và lợi nhuận sau thuế ước tính đạt lần lượt 5,500 tỷ đồng và 330 tỷ đồng, cổ tức 20-30% tiền mặt, EPS 2018 là 3,861 đồng/cp (công ty đã hoàn tất chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu).

Cơ cấu cổ đông. Ngày 8/12/2017, AAA đã phát hành hơn 24 triệu cổ phiếu thực hiện chứng quyền đợt 3 năm 2017 (pha loãng 41%). An Phát holdings nhận chuyển đổi hơn 12 triệu cổ phiếu nói trên và mua thêm gần 1.7 triệu cổ phiếu AAA nâng tỷ lệ nắm giữ lên tới 31.87%. Đồng thời, ngày 14/11/2017, ông Nguyễn Lê Trung, tổng giám đốc công ty cũng đăng ký mua vào 2 triệu cổ phiếu AAA.

Kế hoạch tăng tỷ lệ sở hữu tại HII. AAA hiện là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 4,8 triệu cổ phiếu HII, tương ứng tỷ lệ 35.29% và có kế hoạch tăng tỷ lệ sở hữu lên 51%. Lưu ý, AAA hiện vẫn nắm giữ quyền chi phối, quyền bổ nhiệm Tổng giám đốc HII, tức, HII vẫn là công ty con của AAA. Do đó, việc tăng tỷ lệ sở hữu như trên, không làm phát sinh lợi nhuận do đánh giá lại giá trị khoản đầu tư vào HII.

Mã CK	DT (tỷ)	LN (tỷ)	EPS 2018	P/E FW	P/B	ROE 2018	Cổ tức dự kiến	Giá đóng 29/12/2017	Giá mục tiêu
NTP	4,941	516	5,319	13.16	2.99	21.96%	20%TM	70,000	89,000
BMP	4,016	452	5,030	17.02	2.85	18.44%	20% TM	85,600	N/A
AAA	5,500	330	3,861	8.57	1.60	22.49%	20-30%	33,100	N/A

Ngành Săm lốp 2018 [Trung lập]

- Nhu cầu tiêu thụ săm lốp ô tô cả nước được dự báo tăng 9% yoy
- Cạnh tranh cao và gay gắt khiến giá bán lốp đầu ra tiếp tục duy trì ở mức thấp
- Giá cao su được dự báo giảm 5-8% trong năm 2018
- Kết quả kinh doanh của các công ty săm lốp chưa có đột biến. Kỳ vọng đến từ thoái vốn của Vinachem và tiêu thụ lốp Radial.

Nhu cầu tiêu thụ săm lốp toàn ngành được dự báo tiếp tục tăng trưởng. BSC ước tính, tuy thị trường tiêu thụ xe đạp, xe máy đã bão hòa, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng của 2 thị trường này vẫn rất tốt. Nhu cầu tiêu thụ săm lốp ô tô được dự báo đạt khoảng 7,908 nghìn lốp vào năm 2018, tăng 9% yoy. Dự báo của chúng tôi dựa trên (1) 75% nhu cầu tiêu thụ lốp đến từ thay thế; (2) sản lượng tiêu thụ ô tô tuy giảm nhẹ 8.6% nhưng được kỳ vọng sẽ phục hồi tăng trưởng năm 2018 do thuế nhập khẩu ô tô giảm về 0% trong khối Asian; (3) sản lượng tiêu thụ lắp ráp trong nước được kỳ vọng sẽ tăng trong năm 2018 do thuế linh kiện về 0%. Trong dài hạn, nhu cầu tiêu thụ săm lốp được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao nhờ tăng trưởng doanh số bán xe trong nước.

Giá cao su được dự báo sẽ giảm từ 5-8% trong năm 2018. Điều này sẽ là điểm hỗ trợ cho sự phục hồi lợi nhuận của các doanh nghiệp khi mà 50% giá thành săm lốp đến từ cao su.

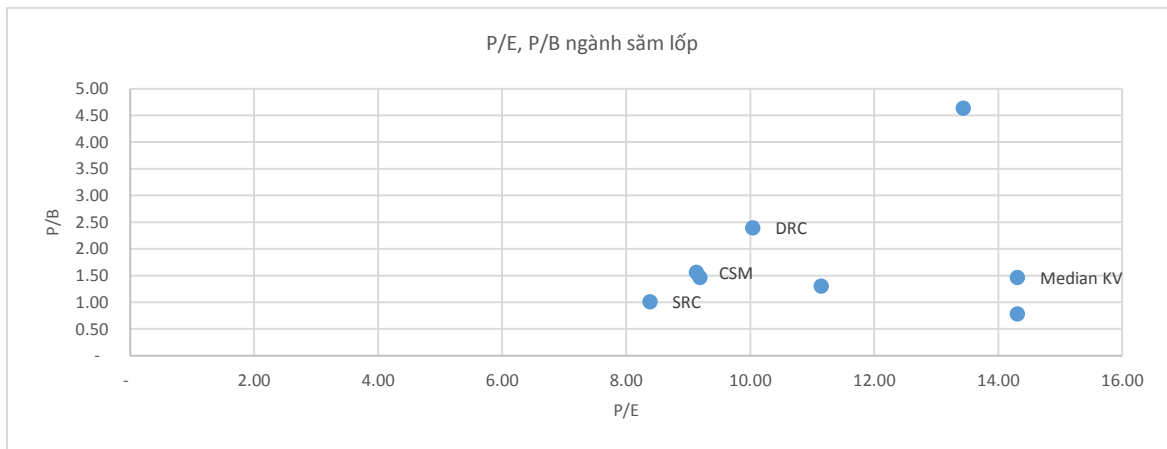
Cạnh tranh tiếp tục ở mức cao. (1) Kỳ vọng sẽ giảm bớt cạnh tranh với Trung Quốc khi mà Mỹ được kỳ vọng sẽ dỡ bỏ thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp lốp xe tải và lốp xe bus. (2) Doanh nghiệp trong nước tiếp tục mở rộng sản xuất kinh doanh và có khả năng sẽ đẩy cạnh tranh cao. DRC dự kiến nâng tổng công suất nhà máy lên 600.000 lốp/năm (gấp 2 lần) và đưa vào hoạt động trong quý 4/2018. CSM cũng dự kiến mở rộng đầu tư nhà máy Radial bán thép trên hệ thống xưởng Radial hiện có. (3) Các doanh nghiệp nước ngoài mở rộng sản xuất kinh doanh, mặc dù chủ yếu là xuất khẩu, cũng sẽ đẩy cạnh tranh cao.

Kết quả kinh doanh của các công ty săm lốp sẽ chưa có đột biến do (1) Sản lượng tiêu thụ lốp ô tô của DRC và CSM dự kiến sẽ tăng trưởng 10%, cùng chiều với dự kiến tăng trưởng ô tô trong năm 2018. Sản lượng tiêu thụ lốp Radial được dự báo sẽ tăng trưởng tốt trong giai đoạn tới do xu hướng chuyển sang dùng lốp Radial. CSM được dự báo sẽ tiêu thụ tốt mảng Radial bán thép do hợp đồng bao tiêu của Tireco tại Mỹ. Trong năm 2017, Tireco đã đồng ý nhập hơn 100.000 lốp Radial của CSM và có ý định bao tiêu 1.5 triệu lốp trong dài hạn nếu CSM đáp ứng được tiêu chuẩn. (2) Giá cao su được dự kiến sẽ giảm trong năm 2018 (3) Doanh nghiệp săm lốp đang bị cạnh tranh cao với không chỉ các doanh nghiệp nước ngoài mà còn các sản phẩm trong nước.

Vinachem dự kiến thoái vốn khỏi DRC. Thông tin này thu hút nhiều sự chú ý của các nhà đầu tư.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với nhóm cổ phiếu săm lốp. Kết quả kinh doanh được dự báo sẽ chưa có nhiều đột biến. Giá cao su đã giảm so với mức trung bình năm 2017. Tuy nhiên, các doanh nghiệp đang bị cạnh tranh cao với các sản phẩm trong nước và nước ngoài, năm 2018 chưa có nhiều điểm sáng để có đột biến về kết quả kinh doanh. Ngoài ra, nhiều nhà đầu tư đặt kỳ vọng việc Vinachem sẽ thoái vốn đối với các doanh nghiệp săm lốp trong năm 2018. Với vị trí đầu ngành, triển vọng tăng trưởng và mức định giá tương đối hấp dẫn, cổ phiếu săm lốp tương đối hấp dẫn cho mục đích đầu tư trung và dài hạn.



Nguồn: Bloomberg

DRC – Theo dõi – Giá mục tiêu 31.954 đồng/cp, upside 31.5%

DRC là doanh nghiệp đầu ngành sản lốp, với năng lực bán hàng tốt. Công ty có lợi thế về sản xuất lốp ô tô hạng nặng, lốp công nghiệp và có nhiều khách hàng là các nhà lắp ráp ô tô trong nước. Sản lượng lắp ráp ô tô trong nước được kỳ vọng tăng cùng với nhu cầu tiêu thụ cao. DRC hiện đang hoạt động 100% công suất của nhà máy Radial (~50% xuất khẩu) trong khi CSM chỉ hoạt động ~ 25% công suất. Trong Quý 4 năm 2018, DRC dự kiến sẽ đưa vào hoạt động giai đoạn 2 nhà máy Radial để tăng sản lượng sản xuất lốp Radial lên 0.6 triệu lốp/năm. Điều này giúp DRC bắt kịp xu hướng sử dụng lốp Radial của thế giới với vốn đầu tư thấp hơn giai đoạn 1 (704 tỷ). Tuy nhiên, giá xuất khẩu hiện đang thấp hơn 50% so với giá bán trong nước nên nếu chỉ tiêu thụ tại nước ngoài, mảng Radial sẽ không đóng góp nhiều vào LN cho doanh nghiệp. Ngoài ra, Vinachem được kỳ vọng sẽ thoái vốn tại DRC trong năm 2018. Với kỳ vọng về giá cao su sẽ giảm, nhà máy Radial đưa vào hoạt động và thoái vốn, dù chưa có nhiều đột biến trong 2018, DRC thích hợp cho các nhà đầu tư dài hạn. Ngày 29/12/2017, cổ phiếu DRC được giao dịch tại mức giá 24.200 đồng/cp, tương đương P/E FW, P/B lần lượt là 13.7x và 1.9x. Chúng tôi lưu ý, nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ diễn biến giá cao su và tình hình tiêu thụ lốp Radial của DRC.

CSM – Theo dõi – Giá mục tiêu 21.733 đồng/cổ phiếu – upside 38.43%

Cùng với DRC, CSM là một trong hai nhà sản xuất sản lốp lớn nhất tại Việt Nam và có lợi thế trong phân khúc lốp xe máy và lốp ô tô con. Hiện CSM đang có xu hướng mở rộng xuất khẩu đối với các sản phẩm của mình. Trong năm 2018, động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp là việc tiêu thụ lốp radial bán thép tại Mỹ. Trong năm 2017, Tireco đã ký hợp đồng bao tiêu lốp Radial bán thép với CSM và CSM đã bán được hơn 100.000 lốp cho Tireco. Tuy nhiên, nhu cầu của Tireco là rất lớn so với công suất của CSM (1.5 triệu lốp/năm), do đó, nếu tình hình tiêu thụ tốt ở Mỹ, CSM sẽ mở rộng nhà máy radial bán thép của mình trên nhà máy Radial hiện có. Ngày 29/12/2017, CSM được giao dịch với mức giá 15.700 đồng/cp, P/E FW, P/B lần lượt là 14.3x và 1.2x. Chúng tôi lưu ý, nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ diễn biến giá cao su và tình hình tiêu thụ lốp Radial của CSM.

Mã CK	DT2018 E (tỷ đ)	LN2018 E (tỷ đ)	EPS 2018 (VND/cp)	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2018)	Giá đóng cửa 29/12/2017	Giá mục tiêu	Link
DRC	4,021	229	1,766	13.7x	1.9x	14%	24,200	31,954	link
CSM	3,826	166	1,519	10.3x	1.32x	14%	15,700	21,327	link

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Dược 2018 [Trung lập]

- Dự địa tăng trưởng cho ngành dược vẫn còn nhiều.
- Khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp dần sẽ phụ thuộc vào chất lượng thay vì số lượng.
- Xu hướng M&A của các tập đoàn dược phẩm nước ngoài và sự tham gia của các ông lớn bán lẻ vào chuỗi phân phối dược phẩm.

Dự địa tăng trưởng cho ngành dược vẫn còn nhiều nhờ (1) tốc độ tăng trưởng vẫn duy trì mức 2 con số, (2) cơ cấu dân số Việt Nam bắt đầu chuyển sang dân số già, (3) Chi tiêu thuốc bình quân đầu người vẫn còn ở mức thấp.

(1) Tốc độ tăng trưởng vẫn duy trì mức 2 con số. Theo báo cáo của BMI, giá trị thị trường dược Việt Nam dự kiến năm 2017 đạt 5.2 tỷ USD (+10.2% yoy). Tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR giai đoạn 2017 – 2021 dự kiến đạt khoảng 10.4%, dự kiến dung lượng thị trường dược đến năm 2021 ước đạt 7.7 tỷ USD.

(2) Cơ cấu dân số Việt Nam bắt đầu chuyển sang dân số già do đó chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sử dụng thuốc sẽ nhiều hơn. Theo ước tính của World Bank, sau giai đoạn 2009-2017 là cơ cấu dân số vàng, đến năm 2050 tỷ lệ nhóm dân số già sẽ tăng dần chiếm đến 21% cơ cấu dân số do đó chúng tôi kỳ vọng chi tiêu cho y tế và dược phẩm sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng

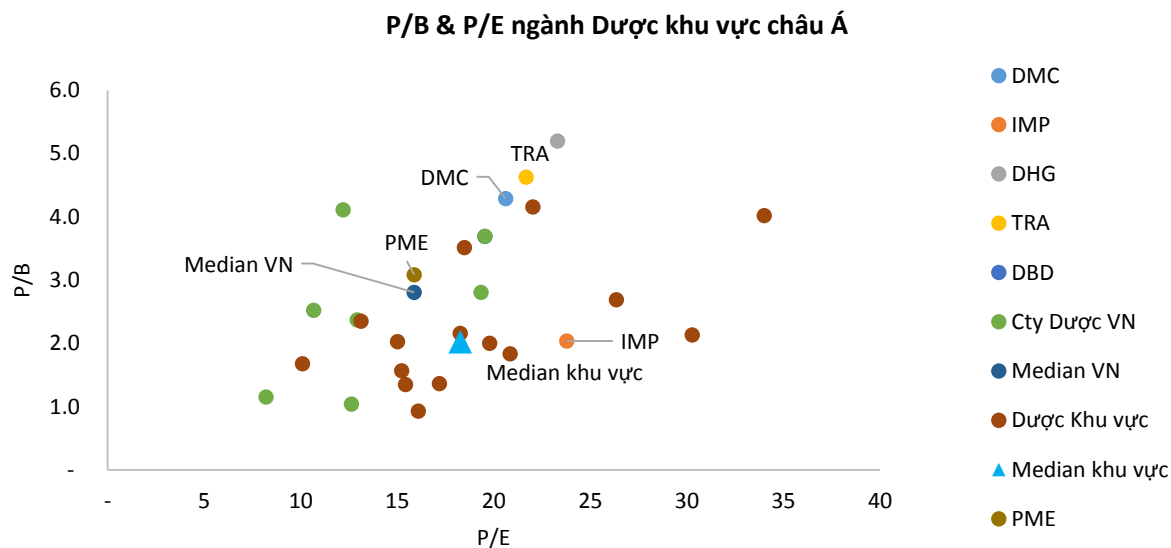
(3) Chi tiêu thuốc bình quân đầu người thấp. Theo báo cáo của BMI, chi tiêu thuốc bình quân đầu người Việt Nam đang nằm ở mức 54.5 USD/người. Tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR giai đoạn 2017F – 2021F dự kiến duy trì mức 9.4%. Dự kiến đến năm 2021, mức chi tiêu thuốc bình quân đầu người sẽ đạt khoảng 78 USD. Theo đó, nếu so sánh với chi tiêu thuốc bình quân đầu người của các thị trường dược mới nổi (117USD/người /năm) thì chúng tôi cho rằng chi tiêu thuốc bình quân đầu người tại Việt Nam vẫn còn chưa tương xứng với tốc độ tăng trưởng GDP và tình trạng kinh tế hiện tại.

Khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp dần sẽ phụ thuộc vào chất lượng thay vì số lượng. Với việc niêm yết lên sàn mới của DBD và PME, đây là 2 doanh nghiệp đã có hệ thống sản xuất theo chuẩn quốc tế như PIC/S-GMP hoặc EU-GMP, thì việc cạnh tranh trong việc tham gia đấu thầu giữa các doanh nghiệp niêm yết lại càng gay gắt hơn. Chúng tôi cho rằng xu hướng đầu tư để nâng cấp tiêu chuẩn nhà máy là điều kiện tiên quyết cốt lõi sẽ ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng hoạt động kinh doanh sắp tới. Với việc nâng cấp tiêu chuẩn nhà máy lên EU-GMP và PIC/s – GMP để có đủ điều kiện tham gia đấu thầu nhóm 2 và là điều kiện cần để tham gia đấu thầu nhóm 1 khi các nhóm này có giá thầu và biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Xu hướng M&A của các tập đoàn dược phẩm nước ngoài và sự tham gia của các ông lớn bán lẻ vào chuỗi phân phối dược phẩm. Với lợi thế về (1) Dự địa tăng trưởng còn lớn, (2) chi phí sản xuất thấp, (3) Điều kiện cơ sở vật chất sản xuất có sẵn, ngành dược Việt Nam vẫn còn được coi là miếng bánh khá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư ngoại, tuy nhiên việc tham gia thị trường này vẫn còn gặp khá nhiều rào cản do đây là ngành nghề kinh doanh có điều kiện. Tuy nhiên, với việc DMC đã mở ra tiền lệ đầu tiên trong việc mở room, chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm tiếp tục nhiều doanh nghiệp có thể làm được điều tương tự và đây sẽ vẫn là xu thế trong tương lai.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Dược. Các cổ phiếu ngành Dược đã có giai đoạn tăng giá mạnh mẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2017 nhờ: (1) hiệu ứng tích cực từ thông tin thoái vốn và M&A bởi các nhà đầu tư nước ngoài, việc nâng room cho nhà đầu tư nước ngoài và (2) kết quả kinh doanh khả quan đến từ tăng trưởng doanh số và việc kiểm soát tốt các chi phí sản xuất giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Mặc dù vậy, các cổ phiếu của ngành hiện đang được giao dịch ở mức tương đối cao (trung vị P/E = 15.7, P/B = 2.8) ở gần với mức trung vị của khu vực (P/E= 18.3, P/B = 2.1). Các cổ phiếu ngành Dược có tính phòng thủ cao, thích hợp cho đầu tư Trung và Dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu PME, DBD và theo dõi đối với cổ phiếu DHG, IMP, DMC.



DHG – (Giá ngày 29/12/2017): 115,000 VND – Theo dõi – Giá mục tiêu 110,000 đồng/cp, upside 16%. P/E FW 19.1x, P/B FW 3.1x

DHG là doanh nghiệp dẫn đầu trong số các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cả về quy mô vốn hóa, doanh thu lẫn hệ thống sản xuất và phân phối thuốc. Sản phẩm chủ lực của DHG là thuốc giảm đau – hạ sốt Hapacol, đóng góp tới 23% vào doanh thu của DHG. Nhờ vào việc hưởng thuế ưu đãi đã giúp cho DHG cải thiện duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận cao hơn doanh thu. Tiến trình mở room hiện tại của DHG vẫn còn khá chậm, sau khi được chấp thuận tại ĐHCĐ bất thường tháng 7/2017, tính tới thời điểm vẫn chưa có thông tin cập nhật mới về kế hoạch này. Chúng tôi kỳ vọng DHG sẽ hoàn thành việc nói room này trong năm 2018, và đối tượng chúng tôi cho rằng khả năng Taisho sẽ tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu của mình tại DHG. Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của DHG đạt 4,150 tỷ (+10.6% YoY), LNST tăng trưởng nhanh hơn (12% YoY), ước đạt 730 tỷ nhờ ưu đãi về thuế tại các nhà máy mới. Tương ứng EPS 2017 = 7,543 đồng (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi 10%), P/E forward 2017 = 19.1x.

IMP – (Giá ngày 29/12/2017): 66,000 VND – Theo dõi – Giá mục tiêu 71,500 VND, upside 8.3% P/E FW 21.2x, P/B FW 2.1x

Khác với hầu hết các doanh nghiệp Dược nội địa tập trung vào phân khúc thuốc giá rẻ, IMP lựa chọn sản xuất thuốc chất lượng cao với giá hợp lý so với thuốc nhập khẩu. Lợi thế cạnh tranh đặc biệt của IMP chủ yếu nằm ở dây chuyền công nghệ chuẩn EU-GMP, hiện tại IMP đang vận hành 2 nhà máy theo chuẩn EU-GMP và đang trong quá trình hoàn thiện 2 nhà máy nữa có chuẩn tương tự. Ngoài ra, IMP đồng thời tiến hành xin Visa xuất khẩu vào các nước tham gia ICH cho một số dòng kháng sinh để có thể tham gia đấu thầu vào các gói thầu số 1, số 2, với lợi thế ưu đãi về chi phí sản xuất và định hướng của các thông tư chính sách mới nhằm ưu tiên thuốc nội. Chúng tôi dự báo IMP sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2018 nhờ đóng góp từ các dây chuyền đạt chuẩn EU – GMP. Doanh thu 2018 ước đạt khoảng 1,447 tỷ đồng (+28.7% YoY), LNST ước đạt 173 tỷ đồng (+42%YoY), tương ứng với EPS = 3,115 đồng (đã trừ 12% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2017 forward = 21.2x

PME – (Giá ngày 29/12/2017): 84,000 VND - Mua – Giá mục tiêu 107,900 VND, upside 26.3%, P/E FW 16.3x, P/B FW 2.6x

Trong số các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm niêm yết, PME là doanh nghiệp đứng thứ 2 sau DHG về quy mô doanh thu và dẫn đầu về hiệu quả hoạt động. BLN thuần từ hoạt động kinh doanh trong 9T/2017 đạt 22.5% cao nhất so với các doanh nghiệp dược đang niêm yết. Lợi thế cạnh tranh chính của PME chủ yếu đến từ (1) dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn GMP-EU (dây chuyền kháng sinh Cephalosporin dạng viên), (2) danh mục thuốc có chất lượng cao (thuốc tương đương sinh học). PME cũng đang có kế hoạch với kế hoạch xây dựng và đưa vào vận hành nhà máy thuốc Non- betalactam với công suất dự kiến khoảng 1.2 tỷ viên đạt tiêu chuẩn GMP-EU vào năm 2019. Chúng tôi cho rằng các catalyst chính của PME bao gồm (1) Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ việc mở rộng công suất phân xưởng thuốc tiêm từ năm 2018 và nhà máy Non- betalactam mới. (2) Mục tiêu tăng trưởng công ty duy trì ổn định mức 15%, (3) Dự thảo sửa đổi thông tư 11/2016/TT-BYT có hiệu lực và đấu thầu thuốc tập trung do BHXH thực hiện, (4) Khả năng chuyển sản và mở room ngoại của PME. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018F đạt 1859.2 tỷ đồng (+15% yoy) và lợi nhuận sau thuế ước đạt 335 tỷ đồng (+15% yoy). EPS 2018 FW = 5,135 đồng/cp. P/E 2017 forward = 16.3x

DBD – (Giá ngày 29/12/2017): 54,500 VND – Mua – Giá mục tiêu 61,800 VND, upside 13.4%, P/E FW 18.1x, P/B FW 3.2x

Bidiphar là một trong những doanh nghiệp dược niêm yết nằm trong top 3 xét về mặt quy mô doanh thu (sau DHG và PME). Hiện tại Bidiphar đang vận hành 1 nhà máy sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP-WHO, danh mục thuốc của DBD cũng khá đa dạng, đặc biệt trong đó có mảng sản phẩm thuốc điều trị ung thư khá tiềm năng, do hiện tại vẫn chưa có đối thủ cạnh tranh nếu so sánh với các doanh nghiệp trong nước. DBD cũng có kế hoạch tăng tỷ trọng mảng OTC. Định hướng phát triển của DBD sẽ tiếp tục tăng tỷ trọng ở mảng OTC lên mức khoảng 50% của tổng doanh thu. Chúng tôi cho rằng các catalyst chính của DBD bao gồm (1) Triển khai nhà máy sản xuất thuốc điều trị ung thư và thuốc viên non-betalactam đạt tiêu chuẩn GMP-PIC/S. (2) Tiềm năng từ thị trường thuốc điều trị ung thư. BSC lưu ý trong đầu tháng 12/2017, DBD đã thực hiện thủ tục nộp hồ sơ chuyển sản sang HOSE, kỳ vọng trong năm 2018 sẽ hoàn thành thủ tục chuyển sản. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng cần lưu ý về khả năng mở room ngoại đối với DBD. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018F đạt

1,584 tỷ đồng (+5.6% yoy) và lợi nhuận sau thuế ước đạt 162 tỷ đồng (+10% yoy). EPS 2018 FW = 3,092 đồng/cp. P/E 2017 forward = 18.1x

Mã	DT2018	LNST2018	EPS2018	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
DHG	4,150	730	7,543	19.1x	3.1x	17%	115,000	110,000
IMP	1,447	173	3,115	21.2x	2.1x	13%	66,000	71,500
PME	1859.2	335	5,135	16.3x	2.6x	19.8%	84,000	107,900
DBD	1,584	162	3,092	18.1x	3.2x	18%	54,500	61,800

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Mía đường 2017/2018 [Kém khả quan]

- Ngành đường thế giới niên vụ 2017/2018 được dự báo thặng dư 10.7 triệu tấn.
- Thái Lan được dự báo có một vụ sản xuất thuận lợi cùng với một loạt các thay đổi về chính sách.
- Cam kết của Hiệp định ATIGA có hiệu lực, gây sức ép lên ngành đường nội địa.
- Sản lượng đường sản xuất trong nước được dự báo đạt 1.35-1.39 triệu tấn (+10-14% YoY).
- Nhu cầu tiêu dùng nội địa được dự báo chỉ tăng nhẹ 0.6% khiến tình hình cung cầu căng thẳng.
- Giá đường niên vụ tới được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp nhưng ít có khả năng giảm sâu.
- Chúng tôi đưa ra đánh giá KÉM KHẢ QUAN đối với cổ phiếu ngành mía đường niên vụ 2017/18.

Thị trường đường thế giới

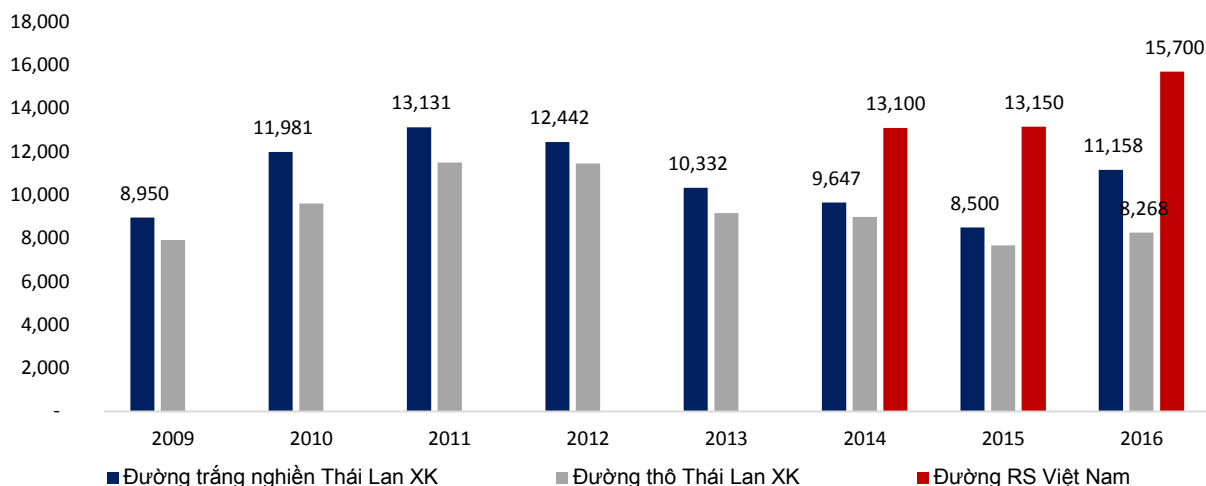
Ngành đường thế giới niên vụ 2017/2018 được dự báo sẽ thặng dư 10.7 triệu tấn do sản lượng sản xuất tăng mạnh +8% YoY trong khi nhu cầu giữ nguyên tốc độ tăng trưởng tương đương 2016/2017 ở 1.5%. Sản lượng đường sản xuất niên vụ này ước tính sẽ đạt mức cao kỷ lục 185 triệu tấn (cao hơn 20 triệu tấn so với mức đáy kỷ lục năm 2015) nhờ sản lượng sản xuất tăng mạnh ở Brazil, phục hồi ở Ấn Độ và Thái Lan khi tình hình thời tiết thuận lợi, hạn ngạch sản xuất tại các quốc gia EU được dỡ bỏ và diện tích nguyên liệu tại Trung Quốc được mở rộng.

Tại quốc gia láng giềng trong khối ASEAN là Thái Lan cũng được dự báo có một vụ sản xuất thuận lợi cùng với một loạt các thay đổi về chính sách. Theo dự báo của USDA, sản lượng đường sản xuất của Thái Lan sẽ phục hồi mạnh sau 2 niên vụ chịu ảnh hưởng của hạn hán, đạt 11.2 triệu tấn nhờ mía nguyên liệu đang ở thời kỳ tăng trưởng tốt. Trong khi đó, nhu cầu nội địa sẽ giảm nhẹ khi mà các doanh nghiệp sản xuất đồ uống (chiếm tới gần 50% sản lượng tiêu thụ) cần có những điều chỉnh trước chính sách thuế mới đánh trên đồ uống có đường của Chính phủ. Về mặt chính sách, niên vụ 2017/2018 có thể chứng kiến nhiều thay đổi khi Chính phủ Thái Lan cũng đang có kế hoạch xóa bỏ chương trình trợ giá đường, kiểm soát giá đường nội địa và thương mại đường.

Thị trường Việt Nam

Cam kết của Hiệp định ATIGA có hiệu lực, gây sức ép lên ngành đường nội địa. Theo cam kết của Hiệp định thương mại tự do ASEAN (ATIGA) thì năm 2018 là thời hạn chót để Việt Nam thực thi cam kết xóa bỏ hạn ngạch nhập khẩu đường từ các quốc gia trong khu vực. Theo đó, lượng đường nhập khẩu từ các quốc gia nội khối sẽ không bị áp hạn ngạch và sẽ áp dụng chung một mức thuế suất là 5% từ nay cho đến 2020 trước khi giảm về 0%. Cam kết này có hiệu lực từ 1/1/2018 sẽ khiến cho đường từ các quốc gia lân cận, đặc biệt là đường từ Thái Lan tràn vào nội địa do giá thành cạnh tranh hơn nhiều ngay cả khi cộng thêm thuế nhập khẩu. Đường nhập khẩu từ Thái Lan vào Việt Nam 2016/2017 ước khoảng 250.000 tấn (chưa thống kê đầy đủ số liệu gian lận thương mại), tương đương với 1/5 lượng tiêu thụ nội địa, chủ yếu dưới dạng đường thô và đường RS. Do đó, khi mở cửa ngành đường có thể xảy ra 2 xu hướng chính: (1) Các doanh nghiệp sản xuất đường tăng luyện đường từ đường thô nhập khẩu có giá thành thấp hơn nhiều so với mía ép, tác động chủ yếu đến tính hiệu quả và bền vững của vùng nguyên liệu; (2) Một số khách hàng công nghiệp không có đòi hỏi quá cao về chất lượng chuyển sang trực tiếp nhập khẩu đường RS để phục vụ sản xuất, ảnh hưởng đến tình hình tiêu thụ của các DN nội địa.

Tương quan giá đường xuất khẩu FOB của Thái Lan (đã bao gồm 5% thuế NK) và giá đường RS trung bình VN



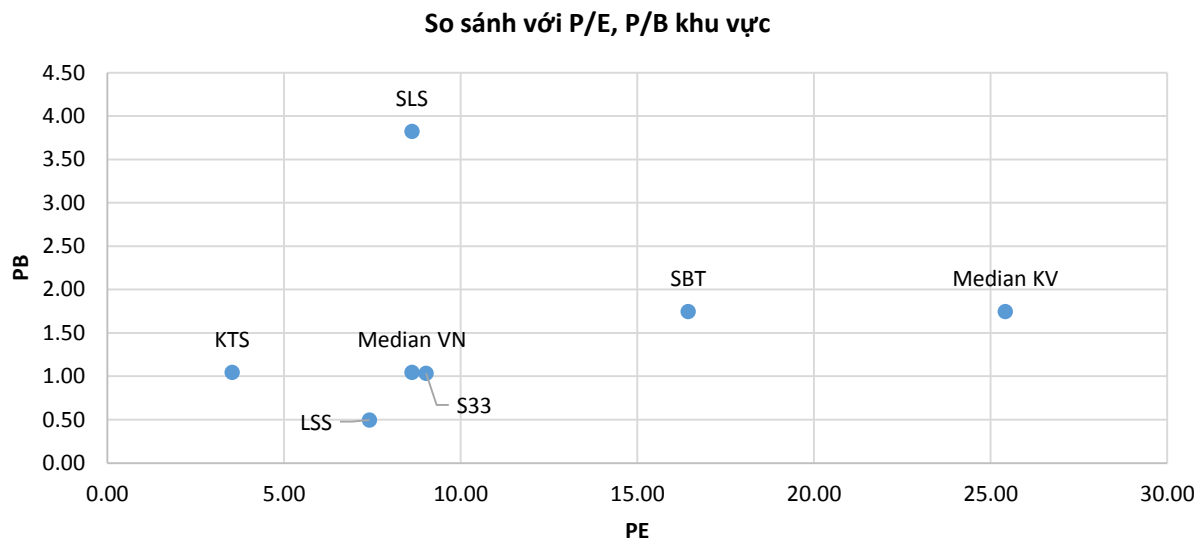
(Nguồn: USDA, Cục quản lý giá, Cục Chế biến Nông lâm thủy sản và Nghề muối, bộ công nghiệp Thái Lan, BSC Research)

Sản lượng đường sản xuất được dự báo đạt 1.35-1.39 triệu tấn (+10-14% YoY). Theo ước tính của Hiệp hội Mía đường đầu niên vụ, diện tích mía trong niên vụ 2017 - 2018 khoảng 255,354 ha, năng suất trung bình 63.33 tấn/ha, trừ đường 9.8 CCS sẽ giúp sản lượng đường đạt 1.42-1.47 triệu tấn. Tuy nhiên, đợt mưa lũ liên tiếp xảy ra ở các tỉnh Nam Trung Bộ và Tây Nguyên vừa qua đã tác động ít nhiều đến tình hình thu hoạch và sản xuất mía vụ 2017/2018; cụ thể, diện tích dự kiến giảm 0.7%, năng suất bình quân giảm 0.65%, sản lượng mía giảm 1.2%, sản lượng đường giảm 4.8%, vụ ép ở nhiều nhà máy đã phải điều chỉnh lùi lại. Mưa lũ làm giảm chất lượng mía được dự báo sẽ khiến giá mua mía nguyên liệu giảm, duy trì trung bình 830 – 1,150 đồng/kg tại ruộng.

Nhu cầu tiêu dùng nội địa được dự báo chỉ tăng nhẹ 0.6% khiến tình hình cung cầu căng thẳng. Theo triển vọng ngành nông nghiệp do OECD-FAO dự báo, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đường của Việt Nam sẽ tăng trưởng chậm lại sau khi chỉ đạt 2.8% trong niên vụ 2016/2017, báo cáo triển vọng thị trường đường mới đây của USDA cũng cho rằng tiêu thụ nội địa của Việt Nam sẽ chỉ tăng trưởng nhẹ 0.6%. Sản lượng tiêu thụ nội địa theo ước tính của OECD sẽ đạt 1.73 triệu tấn, thấp hơn khoảng 170,000 tấn so với tổng sản lượng sản xuất ước tính và tồn kho đầu vụ, chưa tính sản lượng nhập khẩu.

Giá đường niên vụ tới được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp nhưng ít có khả năng giảm sâu. Giá đường từ đầu niên vụ tới nay đã liên tục giảm, hiện phổ biến ở mức 13,000-14,000 đồng/kg đối với đường RS bán buôn và 15,000-16,000 đồng/kg đối với đường RE, gần tiệm cận mức đáy giá trong niên vụ 2013/2014. Trên thị trường thế giới, giá đường sau khi dao động dưới mức 14 cent/lb trong giữa tháng 12 cũng đã bật lên khỏi ngưỡng này. Do đó, BSC dự báo giá đường trong 1 vài tháng tới có thể tiếp tục giảm

nhẹ, trước khi duy trì ở một mặt bằng giá thấp.



Nguồn: Bloomberg

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – Kém khả quan

Chúng tôi cho rằng niên vụ 2017/2018 sẽ là một niên vụ khó khăn đối với các doanh nghiệp mía đường khi một loạt các yếu tố bất lợi cùng xảy ra: (1) giá đường thế giới tiếp tục giảm khi sản lượng được dự báo sẽ tăng mạnh giúp cung cầu chuyển từ thâm hụt sang thặng dư; (2) kể từ 1/1/2018, hạn ngạch nhập khẩu đường từ các quốc gia nội khối ASEAN sẽ được xóa bỏ; (3) diễn biến mưa lũ thất thường tiếp tục ảnh hưởng đến sản xuất. Bên cạnh đó, một thay đổi đáng kể của ngành đường trong niên vụ này đó là việc sáp nhập giữa hai doanh nghiệp mía đường đầu ngành: SBT và BHS với tổng thị phần lên đến 35% (thị phần đường tinh luyện RE là 62.5%), được kỳ vọng sẽ tạo ra lợi thế quy mô lớn giúp tăng khả năng cạnh tranh của sản phẩm. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Kém khả quan** đối với ngành mía đường trong niên vụ 2017/2018 và khuyến nghị Theo dõi đối với cổ phiếu CTCP Thành Thành Công- Biên Hòa dựa trên lợi thế doanh nghiệp đầu ngành với thị phần lớn.

SBT- Theo dõi

Niên vụ 2017/2018 là niên vụ sản xuất đầu tiên sau khi BHS được sáp nhập vào SBT. Kết thúc quý 1, doanh thu thuần của SBT ghi nhận 1,562 tỷ đồng, tương ứng hoàn thành 15.8% kế hoạch doanh thu năm, thấp hơn so với mức hoàn thành 20% trong quý 1 niên độ 2016/2017, LNST đạt 87.2 tỷ đồng, biên lãi ròng chỉ còn 5.6% so với 8.4% cùng kỳ. Theo giải trình của doanh nghiệp, kết quả kinh doanh quý 1 vừa qua kém khả quan do (i) giá đường xuất khẩu (đóng góp 19% doanh thu 2016) giảm 15%; (ii) chi phí nhập đường thô sản xuất tăng 10%.

Lợi thế của SBT: (1) Vị thế đầu ngành sau sáp nhập, thị phần 35% toàn ngành và chi phối đối với đường luyện; (2) Quy mô lớn với công suất 48,600 TMN, tương đương 1/3 tổng công suất ngành; (3) Nguồn nguyên liệu đảm bảo với diện tích vùng mía được đầu tư là 52,300 ha, năng suất bình quân trên 65 tấn/ha cùng với

lượng đường thô nhập từ Lào với giá thấp sau khi nâng sở hữu lên 100% tại Mía đường Hoàng Anh Gia Lai (nay là TTC Attapeu); (4) Mạng lưới khách hàng B2B và B2C được hoàn thiện.

Hoạt động sản xuất kinh doanh của SBT trong niên vụ này được dự báo gặp nhiều khó khăn liên quan đến (1) ổn định, sắp xếp lại sản xuất và tiêu thụ sau quá trình hợp nhất ;(2) giá đường thế giới ở mức thấp; (3) áp lực cạnh tranh đến từ đường nhập khẩu; (4) tỷ lệ nợ cao cùng với khoản vay trái phiếu mới phát hành trong năm trước sẽ tạo áp lực chi phí tài chính lớn. Ước tính sản lượng niên vụ này sẽ đạt 523,686 tấn, tương đương 102% kế hoạch, DTT 8,659 tỷ đồng (tương ứng hoàn thành 87% kế hoạch).

Ngoài ra, trong năm 2018, SBT còn dự định chuyển nhượng toàn bộ 24.5 triệu cổ phần tại CTCP Khu công nghiệp Thành Thành Công chậm nhất trước ngày 30/6/2018. Giá định thương vụ chuyển nhượng này thành công với giá bán tối thiểu là 25.000 đồng/CP, SBT sẽ thu về 612.5 tỷ đồng, nếu so với giá trị sổ sách tính đến 30/09/2017 là 215 tỷ, SBT sẽ được ghi nhận doanh thu tài chính xấp xỉ 367 tỷ đồng.

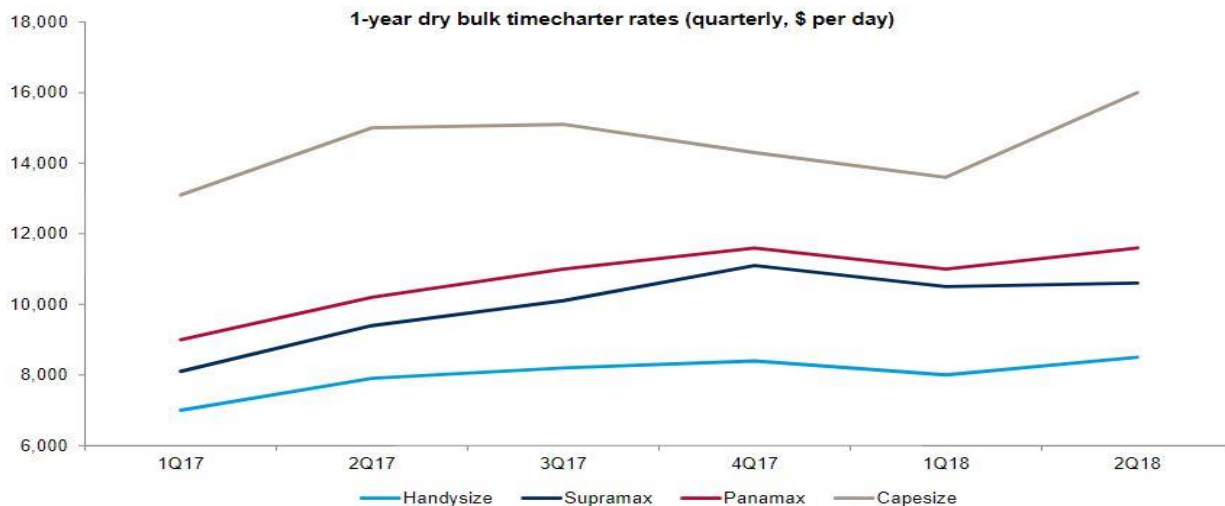
Mã CK	DTT 2018F (tỷ đ)	LNST 2018F (tỷ đ)	EPS 2018F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Giá đóng cửa 29/12/17	Giá mục tiêu
SBT	8,659	576	1,084	19.2	1.8	11%	20,800	17,350
LSS	2,540	131	1,864	6.1	0.4	7%	11,400	13,450

Nguồn: BSC research

Ngành Vận tải biển 2018 [Kém khả quan]

- BDI index có thể phục hồi vào nửa đầu năm 2018 nhờ nguồn cầu từ Trung Quốc.
- Các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng thành phẩm sẽ gặp khó từ 2018 do giảm nhu cầu nhập khẩu xăng dầu.
- NMLD Bình Sơn xong bảo dưỡng, Nghi Sơn đi vào hoạt động thương mại chính thức từ 2018.
- Quan điểm đầu tư: Kém Khả Quan. Điểm sáng duy nhất trong ngành PVT.

BDI có thể tiếp tục hồi phục trong nửa đầu năm 2018. Drewry dự báo giá thuê tàu hàng khô sẽ phục hồi từ quý 2 năm 2018 do nhu cầu quặng sắt của châu Á tăng. Về trung và dài hạn, Drewry cho rằng sản xuất thép Trung Quốc dự kiến sẽ tăng tốc vào cuối mùa đông, trong quý II năm sau, do thời gian sản xuất hạn chế sẽ được nới lỏng. Cơ sở hạ tầng và hoạt động xây dựng sẽ tăng cường tiêu thụ thép. Trong khi đó, chính phủ Trung Quốc đang đóng cửa các nhà máy không hiệu quả và gây ô nhiễm cao; điều này sẽ mở đường cho các nhà máy sản xuất hiệu quả để sản xuất thép cao cấp, tăng cường nhu cầu quặng nhập khẩu cao cấp.



Các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng như VIP, VTO, PJT có thể gặp khó từ năm 2018, là thời điểm mà nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động thương mại, qua đó giảm mạnh nhu cầu vận tải hàng dầu thành phẩm nhập khẩu. Đội tàu của các doanh nghiệp này có thể phải ra ngoài thuê chuyến, với hiệu suất hoạt động thấp hơn nhiều so với được thuê định hạn bởi Petrolimex. Tuy vậy PJT có thể là trường hợp ngoại lệ khi đội tàu mà doanh nghiệp này sở hữu đều có tải trọng nhỏ, thuận lợi ra vào các cảng hàng lỏng tại Việt Nam đồng thời đang chiếm thị phần áp đảo trên tuyến vận tải đường thủy.

Nhà máy lọc dầu Bình Sơn xong bảo dưỡng, Nghi Sơn đi vào hoạt động thương mại. NMLD Bình Sơn đã hoàn thành sửa chữa lớn định kì turnaround trong tháng 7/2017, đồng thời sau bảo dưỡng công suất hoạt động đã tăng lên mức khoảng 109% so với công suất thiết kế. Thêm vào đó, năm 2018 NMLD Nghi Sơn cũng sẽ được đưa vào vận hành thương mại chính thức, với công suất hoạt động khoảng 6.5 triệu tấn dầu thô/năm (công suất thiết kế là 10 triệu tấn dầu thô/năm). Điều này tạo ảnh hưởng tích cực cho PVT như là nhà vận tải dầu thô độc quyền tại thị trường Việt Nam và các doanh nghiệp vận tải dầu thành phẩm như VTO, VIP, PJT.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mặc dù có sự phục hồi rất mạnh trong tháng 9/2017, BDI index vẫn kém rất xa so với đỉnh gần nhất, lập năm 2014. Vì vậy, các doanh nghiệp vận tải hàng rời như VOS, NOS, VNA khó có thể tạo đột biến trong quý cuối năm và năm 2018. Trường hợp xấu nhất, một số doanh nghiệp đầu ngành vận tải hàng rời có thể bị hủy niêm yết. Đối với các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng, việc nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động chính thức sẽ giúp Việt Nam tự chủ được khoảng 80% nhu cầu dầu thành phẩm nội địa, giảm mạnh nhu cầu nhập khẩu, qua đó tác động tiêu cực tới các công ty thành viên của Petrolimex là VTO, VIP, PJT. Điểm sáng duy nhất trong cả ngành vận tải biển là PVT, với vị thế độc quyền vận tải dầu thô, 90% thị phần khí LPG và kí thêm được các hợp đồng chở than cho các nhà máy điện của PVN và EVN. Vì những lý do trên, chúng tôi đánh giá Kém Khả Quan với ngành Vận tải biển nói chung.

PVT- Khuyến nghị Nắm Giữ- Giá mục tiêu 19.080 đồng.

Kết quả kinh doanh 9T2017 giảm mạnh 17% so với 9T2016 chủ yếu là do NMLD Dung Quất bước vào sửa chữa định kì lần 3, kéo dài 51 ngày (xong trước 1 ngày so với dự kiến). Chúng tôi dự báo năm 2018 PVT có thể ghi nhận doanh thu đạt 7.645 tỷ (+20%yoy), LNST đạt 556 tỷ (+46%yoy) tương ứng với EPS 2018 đạt 1.780 đồng/cp. Dự báo này dựa trên các giả định sau:

- (1) Sản lượng dầu thô vận chuyển cho NMLD Bình Sơn đạt 7.2 triệu tấn với kì vọng sau bảo dưỡng BSR sẽ hoạt động tối đa công suất, giá vận chuyển giữ ổn định so với năm 2017. Thêm vào đó, theo chia sẻ từ PVT, PVT có thể sẽ đảm nhận khoảng 50% nhu cầu dầu thô của NMLD Nghi Sơn (đi vào hoạt động thương mại từ năm 2018), tuy nhiên trong mô hình dự báo chúng tôi chỉ giả định PVT vận chuyển khoảng 20% nhu cầu.
- (2) Vận chuyển dầu thành phẩm: Do không chịu ảnh hưởng từ bảo dưỡng, sản lượng dầu thành phẩm vận chuyển cho Bình Sơn năm 2018 dự báo đạt 1.6 triệu tấn (tương ứng 25% tổng sản lượng của BSR), vận chuyển cho Nghi Sơn 20% tổng sản phẩm. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giữ nguyên mức giá vận chuyển như trong năm 2017.
- (3) Vận chuyển than. Do thời gian đi vào hoạt động thương mại của nhiệt điện Thái Bình 2 vẫn chưa rõ ràng, vì vậy chúng tôi không phản ánh sản lượng vận chuyển cho nhà máy này trong năm 2018. Tổng sản lượng than vận chuyển trong năm 2018 dự báo ở mức 1.9 triệu tấn
- (4) Tỷ lệ uptime của FSO/FPSO giữ ở mức 100% trong năm 2018, giá thuê tăng trưởng chủ yếu do biến động của tỷ giá USD/VND (giả định tăng 2% so với năm 2017).

Mã CK	DT 2018(tỷ)	LNST 2018(tỷ)	EPS F 2018	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE F 2018	Giá 29/12/2017	Giá mục tiêu
PVT	7,645	556	1,780	11.09	1.00	15%	18,650	19,080
GSP	1,305	49.5	1,650	5.60	0.99	13%	14,000	15,200

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Thủy sản 2018 [Kém khả quan]

- Thủy sản thế giới dự báo tăng trưởng 3-4% năm 2018
- Các thị trường trong khu vực Châu Á như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản tiếp tục tăng mạnh.
- Mỹ tăng thuế chống bán phá giá POR 13 lên gấp 3 lần so với POR 12

Ngành thủy sản thế giới dự báo tăng trưởng 3-4% (theo Rabobank). Sản lượng thủy sản của Trung Quốc dự kiến sẽ giảm do những thách thức từ các vấn đề liên quan đến sức khỏe và khí hậu, tăng trưởng ở Đông Nam Á, châu Phi và đặc biệt là Ấn Độ dự kiến sẽ tăng bù đắp cho sản lượng giảm ở Trung Quốc.

Các thị trường khu vực Châu Á tiếp tục tăng trưởng mạnh. Châu Á là thị trường nhập khẩu chính của ngành hàng thủy sản, bên cạnh Nhật Bản vẫn duy trì nhu cầu về thủy sản, Hàn Quốc là đất nước nhập khẩu thủy sản ngày càng tăng. Trung Quốc được xem là thị trường tiềm năng cho các nước xuất khẩu thủy sản. Trong khi lượng tiêu thụ tôm tại các nước EU và Mỹ tăng khoảng 3% - 3,5%/năm, với Nhật Bản là 5%, Hàn Quốc 7% thì Trung Quốc là 14% mà khả năng sản xuất tại chỗ chỉ tăng 4%. Trung Quốc đang có chủ trương giảm đánh bắt từ tự nhiên để bảo vệ nguồn lợi thủy sản. Nuôi trồng thủy sản ở Trung Quốc cũng đang gặp khó khăn về nhân công, đất đai, dịch bệnh... Chính vì vậy, để đáp ứng nhu cầu trong nước và nguyên liệu cho các nhà máy chế biến thủy sản xuất khẩu, Chính phủ Trung Quốc đang có những chính sách khuyến khích nhập khẩu thủy sản. Đây cũng là một điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu thủy sản Việt Nam sang Trung Quốc.

Mỹ tăng mức thuế chống bán phá giá lên gấp 3 lần so với đợt đánh thuế trước. Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) vừa quyết định đánh thuế chống bán phá giá với cá tra của Việt Nam lên mức 2,39 USD/kg. Đợt rà soát hành chính thuế chống bán phá giá lần thứ 13 sẽ có ảnh hưởng đến tất cả các công ty cá tra Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ cho giai đoạn từ ngày 1/8/2015 đến ngày 31/7/2016. Tuy nhiên Vĩnh Hoàn và Biển Đông sẽ được giữ mức thuế Por 12.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **Kém Khả Quan** với ngành thủy sản. BSC cho rằng thị trường Hoa Kỳ đóng vai trò quan trọng tới tăng trưởng của toàn ngành. Cần một thời gian nữa ngành thủy sản trong nước mới tìm được một thị trường tiềm năng tương xứng. Sự chuyển hướng sang các nước khu vực châu Á như Ấn Độ, Trung Quốc, Đài Loan giúp tăng về sản lượng xuất, tuy nhiên giá trị chưa cao như các thị trường khó tính như Mỹ, Nhật hay EU, hơn nữa đây là những thị trường rất bấp bênh về chính sách chính phủ và giá bán sản phẩm.

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi với một số mã đầu ngành là VHC.

VHC – Theo dõi

Doanh thu xuất khẩu 10T2017 đạt 245 triệu USD (+7.6%yoy), trong đó cá tra đạt 211 triệu USD (+1.7%yoy), doanh thu các sản phẩm khác như collagen & gelatin, phụ phẩm và các loại khác tăng mạnh 732%yoy. Một số nhận định của BSC: (1) Mở rộng công suất thêm 57% đến cuối năm 2018 giúp VHC chủ động nguồn nguyên liệu, tránh rủi ro giá đầu vào. (2) Giá cá bán cá tra đang có xu hướng tăng mạnh do nguồn cung thiếu hụt (VHC cũng có kế hoạch nâng tự chủ vùng nguyên liệu lên mức 80%), (3) Đa dạng hóa cá sản phẩm và sản phẩm giá trị gia tăng.

Ngành	Mã CK	DT 2018(tỷ)	LNST 2018(tỷ)	EPS 2018	P/E 2018F	P/B 2018F	ROE 2018F	Giá 23/12/2017	Giá mục tiêu
Thủy sản	HVG	16,830	92	414	15.3	0.57	8%	6,340	N/A
	VHC	9,071	637	6,633	7.68	1.68	20%	51,000	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Khuyến cáo sử dụng

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>





Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

 www.bsc.com.vn

 *Trụ sở chính*
Trụ sở chính: Tầng 10,11 Tòa tháp BIDV,
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

 HN:(024) 3935 2722 | HCM:(028) 3821 8886

Chi nhánh
Lầu 9, Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ,
Q.1, Tp Hồ Chí Minh