



VIETNAM

SECTOR OUTLOOK

2017



Contents

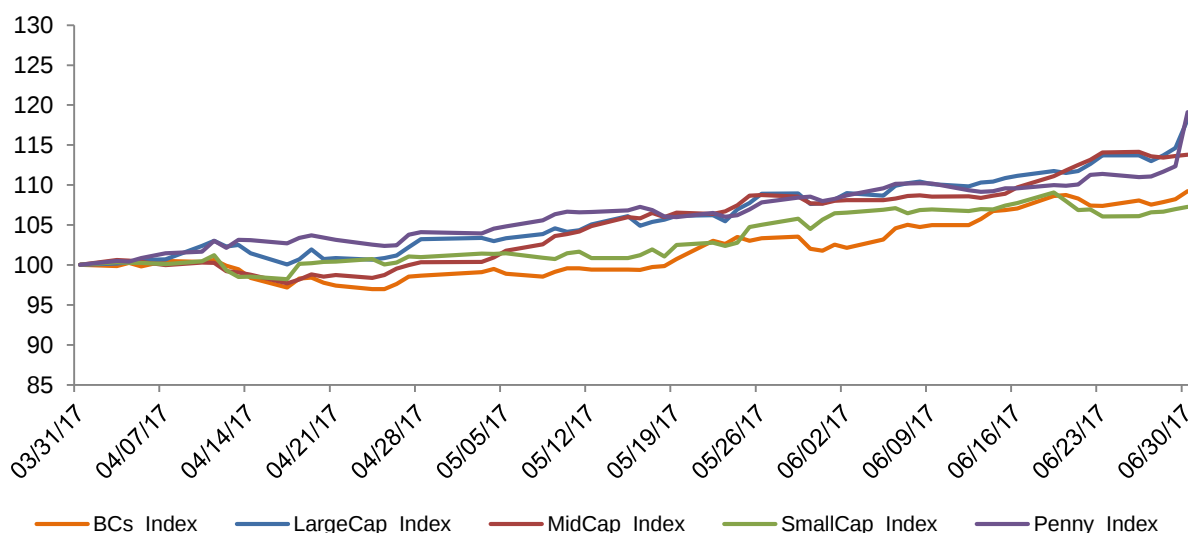
Nhìn lại và Đánh giá TTCK Quý 2 năm 2017	3
Top các cổ phiếu của 1H2017.....	5
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 1H2017.....	6
Chiến lược đầu tư ngành quý 3/2017	8
Triển vọng Ngành Quý 3 và cả năm 2017	9
Đánh giá các chính sách và thông tin sẽ có ảnh hưởng lớn đến TTCK 2017	10
So sánh ngang với TTCK khu vực.....	12
Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	13
Triển vọng ngành quý 3/2017	16
Ngành Bất động sản [Khả quan]	16
Ngành Xây dựng [Khả quan]	19
Ngành Ngân hàng [Khả quan]	22
Ngành bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan].....	27
Ngành Công nghệ [Khả quan]	29
Ngành Cảng biển [Khả quan]	31
Ngành Điện [Khả quan]	33
Ngành cao su [Khả quan]	36
Ngành Phân bón [Khả quan]	37
Ngành Dầu khí [Trung lập].....	42
Ngành Thép [Trung lập]	45
Ngành Gạch men [Trung lập]	48
Ngành Dệt may [Trung lập].....	50
Ngành Đồ uống [Trung lập].....	53
Ngành Xi măng [Trung lập]	56
Ngành Nhựa [Trung lập]	58
Ngành Đường [Trung lập]	61
Ngành Săm lốp [Trung lập]	63
Ngành Dược [Trung lập].....	66
Ngành Vận tải biển [Trung lập].....	68
Ngành Thủy Sản [Kém khả quan]	70

Nhìn lại và Đánh giá TTCK Quý 2 năm 2017

Diễn biến thị trường trong quý II nhìn chung khá phù hợp với nhận định xu hướng quý I của chúng tôi tại Báo cáo triển vọng Vĩ mô thị trường 2017 và các ngành tăng trưởng tốt như Xây dựng và VLXD, BĐS, Ngân hàng và Y tế đều được cập trong Báo cáo triển vọng ngành 2017:

(1) Xét về diễn biến thị trường. Chỉ số thị trường cả hai sàn trong xu hướng tăng về điểm số trong tháng 6, tiếp tục chinh phục các mốc kháng cự ngắn hạn mới. Tính đến thời điểm 30/06/2017, VN-Index chính thức tăng 38.65 điểm so với thời điểm cuối tháng trước, và tăng 54.16 điểm so với thời điểm cuối quý trước, tương ứng với các thời kỳ tăng 5.24% và 7.5%; và HNX-Index tăng 5.23 điểm chỉ số so với tháng trước và tăng 8.22 điểm so với thời điểm cuối quý trước, tương ứng với các thời kỳ tăng 5.56% và 9.04%.

Mặc dù về điểm số vẫn tiếp tục tăng trưởng trong tháng, duy trì đà tăng từ đầu năm tuy nhiên thanh khoản có sự sụt giảm so với tháng trước. Đà tăng chỉ số phần lớn phụ thuộc vào nhóm cổ phiếu trụ và nhóm cổ phiếu Ngân hàng dẫn dắt trong suốt tháng. Trong đó, cổ phiếu SAB, VNM, PLX, GAS đóng góp khoảng 17.8 điểm tăng cho chỉ số, nhóm cổ phiếu Ngân hàng gồm VCB, BID, MBB, CTG đóng góp khoảng 11 điểm cho chỉ số thị trường, ở chiều ngược lại cổ phiếu ROS tác động 7.82 điểm trong đà giảm chỉ số chung trong toàn tháng



Nguồn: BSC Research

Ghi chú - phân loại theo vốn hóa: BCs Trên 5000 tỷ; LargeCap 3000 - 5000 tỷ; MidCap 1000 - 3000 tỷ; SmallCap 500 - 1000 tỷ; Pennies Dưới 500 tỷ

(2) Về xu hướng Nhóm cổ phiếu quý 2 2017, Nhóm các cổ phiếu phân theo quy mô vốn hóa thị trường đều tăng trưởng trong quý II, trong đó nhóm LargeCap và Penny có hiệu suất tăng tốt nhất thị trường, tương ứng là 18.2% và 19.1% so với cuối quý I. Tiếp đến là nhóm cổ phiếu MidCap và

BCs cũng trong đà tăng tích cực, tương ứng 13.8% và 9.2%, nhóm tạo nền tảng cho đà tăng chung của thị trường. Nhóm cổ phiếu SmallCap chỉ tăng thấp nhất các nhóm còn lại và đạt 7.3% so với thời điểm cuối quý I.

Vốn hoá trên cả 2 sàn đạt 2,089.69 nghìn tỷ VND tương ứng với 92.06 tỷ USD, tăng 6.28 % (MoM). Từ tháng 06/2017, trên sàn HOSE đã có 5337 triệu cổ phần niêm yết bổ sung, hơn 273 triệu cổ phần huỷ niêm yết, 11.3 triệu chứng chỉ quỹ ETF niêm yết bổ sung. 380 cổ phiếu niêm yết trên HSX với giá trị niêm yết lên tới 549 nghìn tỷ đồng, trong đó cổ phiếu VDS, CTS, AAA, TDG là các trường hợp lên sàn và chuyển sàn đóng góp mức vốn hóa thêm tới 4.09 nghìn tỷ đồng. Những yếu tố này đã góp phần làm tăng quy mô vốn hoá thị trường trong tháng 6.

Top các cổ phiếu của 1H2017

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX

CK	30/06/2017	%Chg	Index point
VNM	157,600	28.93%	21.87
PLX	69,000	41.10%	10.78
CTG	20,250	46.14%	10.48
BID	20,400	43.66%	9.03
MBB	22,300	73.18%	6.75

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN – INDEX

CK	30/06/2017	%Chg	Index point
BHN	78,000	-42.22%	-5.70
ROS	88,500	-22.84%	-4.25
PVD	13,850	-33.09%	-1.09
HID	4,060	-86.99%	-0.38
SII	21,050	-39.34%	-0.34

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)

CK	3/1/2017	30/6/2017	%Chg
QCG	3,800	27,000	610.53%
KAC	4,280	27,400	540.19%
DTA	2,630	7,500	185.17%
LDG	4,750	13,350	181.05%
ANV	4,396	11,950	171.84%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)

CK	3/1/2017	30/6/2017	%Chg
HID	31,200	4,060	-86.99%
CDO	9,040	3,460	-61.73%
VNA	1,680	960	-42.86%
BHN	135,000	78,000	-42.22%
SII	34,700	21,050	-39.34%

TOP 5 CP CÓ KLGD NHIỀU NHẤT VN-INDEX

CK	KLGD BQ / phiên (cổ phiếu)
FLC	16,270,402
HQC	10,520,184
ITA	6,913,917
HAG	6,710,687
HPG	5,056,342

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX

CK	30/06/2017	%Chg	Index point
ACB	25,900	47.16%	7.24
SHB	7,600	65.22%	2.91
VCS	183,400	44.39%	1.15
SHS	14,300	258.63%	1.04
VCG	21,400	58.52%	0.98

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX

CK	30/06/2017	%Chg	Index point
DBC	28,400	-15.57%	-0.32
DST	28,100	-19.48%	-0.25
DGC	32,400	-21.93%	-0.21
SIC	12,100	-63.33%	-0.19
SHN	10,100	-12.93%	-0.19

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phiên)

CK	3/1/2017	30/6/2017	%Chg
NDF	2,400	18,800	683.33%
PIV	8,100	34,000	319.75%
KST	4,236	17,300	308.38%
SHS	3,987	14,300	258.63%
API	10,000	35,000	250.00%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX

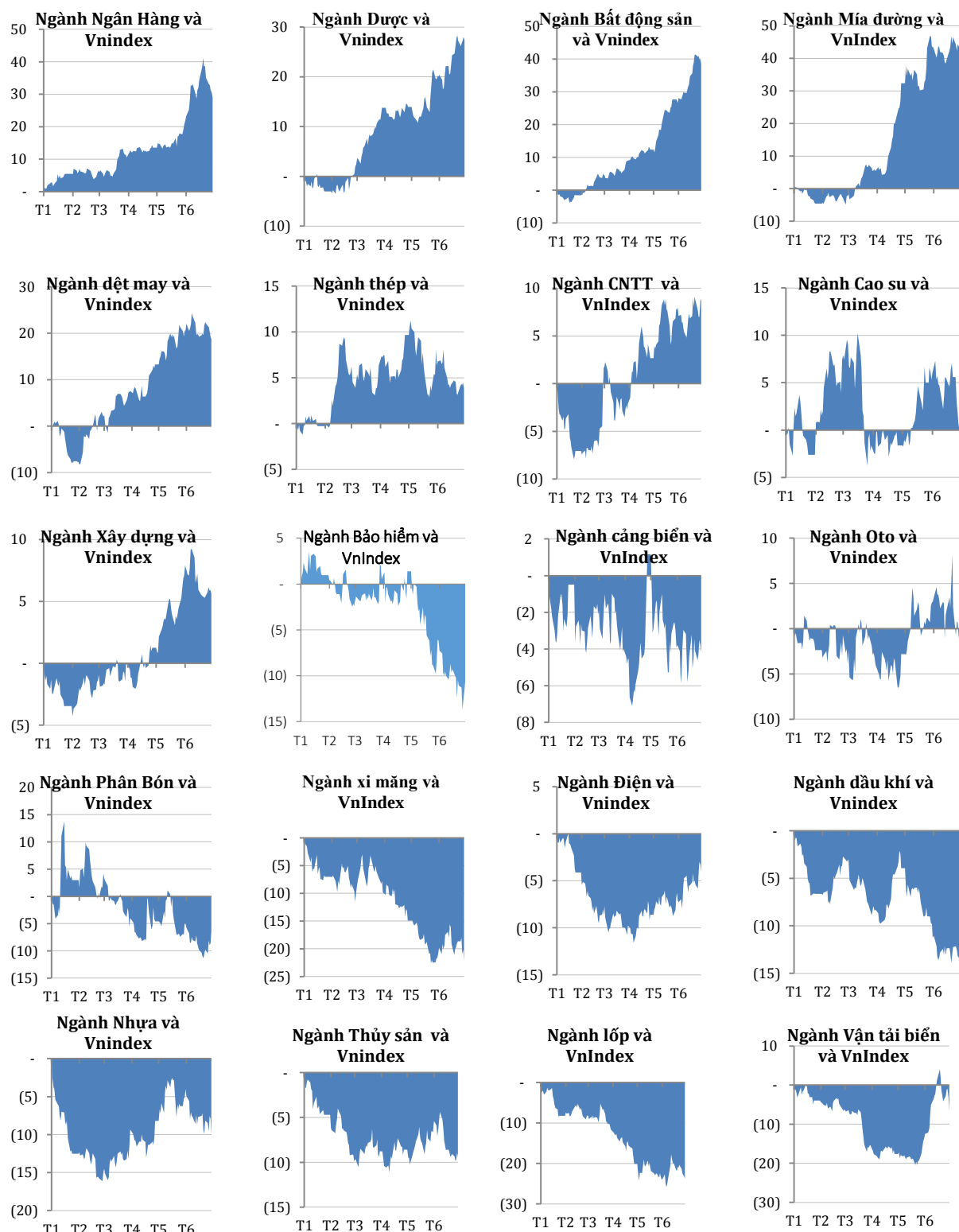
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phiên)

CK	3/1/2017	30/06/2017	%Chg
SIC	37,900	9,000	-76.25%
KDM	13,900	4,600	-66.91%
C92	33,000	12,100	-63.33%
BSC	6,800	2,900	-57.35%
VFR	25,900	12,100	-53.28%

TOP 5 CP CÓ KLGD NHIỀU NHẤT HNX

CK	KLGD BQ / phiên (cổ phiếu)
SHB	10,234,490
KLF	3,157,066
ACB	2,894,396
VCG	2,194,086
HKB	1,846,838

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 1H2017



Nguồn: BSC Research

Nhìn lại Q2/2017, BSC đã đưa ra nhận định tương đối chính xác với ngành Ngân hàng với những diễn biến khả quan, tín dụng đạt tốc độ tăng trưởng nhanh nhất kể từ năm 2012 trở lại đây, KQKD Q1 và dự kiến Q2 tăng trưởng tích cực, các cổ phiếu khuyến nghị lần lượt đạt mức giá kỳ vọng của chúng tôi (MBB, ACB, VCB). Tuy nhiên, chúng tôi đã chưa chính xác với ngành Dầu khí do giá dầu đã có một giai đoạn biến động mạnh, và hiện tại đang ở mức khá thấp so với dự báo từ đầu năm.

Trong quý 2Q2017, chỉ có 5 trên tổng số 16 nhóm ngành được theo dõi đã có tăng trưởng giá cổ phiếu tốt hơn so với VN-index, bao gồm Ngân hàng, Bất động sản, Mía đường, Dệt may, Thép, Dược, Xây Dựng và CNTT. Các nhóm ngành trên đã có những thông tin hỗ trợ tích cực như: thông tin nới room cho nhóm ngành Ngân hàng và Dược phẩm; kỳ vọng điểm rơi lợi nhuận của ngành bất động sản; xây dựng, Mía đường diễn biến về áp thuế tự vệ của Thép cùng với sự hồi phục nhóm ngành dệt may.

Nhóm ngành biến động tương đương Vnindex trong 2Q2017 bao gồm: Nhóm ngành Ô tô, cao su. Trong đó ngành cao su đã có sự hồi phục nhờ 1 số thông tin hỗ trợ với các doanh nghiệp đầu ngành và sự phục hồi của giá cao su.

Còn lại, hầu hết các nhóm ngành có sự suy giảm mạnh: **cảng biển, phân bón, xi măng, điện, dầu khí, nhựa, thủy sản, xấp xỉ và vận tải biển**. Một số nhóm ngành đã được BSC kỳ vọng tạo đáy và là cơ hội đầu tư trong năm 2017 như dầu khí và phân bón. Các ngành này đã có nhiều biến động trong quý 1 và 2, nhưng chưa được như sự kỳ vọng của chúng tôi.

Chiến lược đầu tư ngành quý 3/2017

Lãi suất điều hành đồng loạt giảm, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Từ ngày 10/7/2017, Ngân hàng Nhà nước sẽ đồng loạt giảm lãi suất điều hành. Theo đó lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN với các ngân hàng giảm 0.25%/năm. Đây được coi là động thái giảm chi phí cho các tổ chức tín dụng, qua đó giảm lãi suất cho vay, hỗ trợ doanh nghiệp

Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước cũng giảm 0,5%/năm lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của tổ chức tín dụng đối với khách hàng một số lĩnh vực, ngành kinh tế. Quyết định này có tác động trực tiếp, hỗ trợ giảm chi phí cho các khối doanh nghiệp liên quan.

Các chủ đề đầu tư đáng lưu ý trong Q3.

Chủ đề đầu tư liên quan đến “Nhóm cổ phiếu OTC lên niêm yết” (Viettel Post, Viettel Global, Viettel Công trình, KDF, VCI, HD Bank, May Việt Thắng, May Phong Phú,...), và “Nhóm doanh nghiệp nhà nước Cổ phần hóa” (lọc hóa dầu Bình Sơn) sẽ tiếp tục là câu chuyện thu hút sự chú ý của thị trường, và sẽ trở nên mạnh mẽ hơn do tiến độ CPH và NY sẽ tăng tốc trong cuối Q3 đầu Q4 2017.

Chủ đề đầu tư liên quan đến “Nhóm cổ phiếu thoái vốn hoặc hết room” là FPT, NTP, BMP, DIG, SAB, PVI, DHG, DMC mặc dù thời điểm cụ thể chưa xác định nhưng giá cổ phiếu cũng sẽ có nhiều chuyển biến khi những thông tin liên quan dần được công bố. Từ diễn biến ngành được cho thấy không thể đánh giá thấp lực cầu từ NGT NN với các ngành hấp dẫn khi room được mở.

Chủ đề “Nhóm cổ phiếu bán lẻ cơ bản, đầu ngành, cổ tức cao”, khi KQKD Q2 dần được công bố, các cổ phiếu chứng minh được sức tăng trưởng tốt, sẽ tiếp tục đạt mức giá cao. Các cổ phiếu đầu ngành đáng lưu ý như Bóng đèn (RAL), Chiếu xạ (APC), Bảo hiểm (PVI), Dược (DHG), Trang sức (PNJ), Sữa (VNM)... những nhóm ngành có tăng trưởng sinh học dựa vào nhu cầu lớn tại thị trường nội địa.

Chủ đề đầu tư “hạ tầng, các Hiệp định Thương mại tự do và XNK”, dù hiệp định TPP không được thông qua, thì những diễn biến cơ bản của nhóm cổ phiếu Dệt may cũng cho thấy ảnh hưởng của làn sóng đầu tư NN và nhu cầu tăng trưởng mạnh từ các thị trường xuất khẩu sẽ ảnh hưởng rất mạnh đến các ngành liên quan (như trái cây). Ngoại trừ Dệt may đã tăng giá khá nhiều, nhóm cổ phiếu liên quan đến các Hiệp định thương mại tự do là Cảng Biển, Hạ tầng – KCN, Logistics cũng đáng lưu ý vào thời điểm cuối Q3 và Q4.

Các rủi ro cần lưu ý

Rủi ro về diễn biến giá hàng hóa nguyên vật liệu sẽ tiếp tục ảnh hưởng lớn đến toàn thị trường (Dầu khí, Cao su, Quặng sắt, Hạt nhựa,...). Với Dầu khí, các quốc gia không tham gia vào chương trình cắt giảm sản lượng của OPEC dự báo sẽ gia tăng sản lượng, qua đó trung hòa những nỗ lực cắt giảm của OPEC. Theo đó, các tổ chức tài chính cũng đã hạ dự báo với giá Dầu.

Các cuộc Bầu cử quan trọng trong Quý 3 là Bầu cử Liên bang Đức và Đại hội Đảng Trung Quốc là những điểm nhấn quan trọng, tác động đến vận mệnh kinh tế và chính trị toàn cầu.

Triển vọng Ngành Quý 3 và cả năm 2017

- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Bất động sản, Xây dựng, Công nghệ, Cảng biển, Điện, Cao su, Phân bón, bảo hiểm và Ngân hàng.**
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Thép, Đồ uống, Xi măng, Gạch men, Nhựa, Mía đường, Săm lốp, Dược, Dệt may, Vận tải biển.** Chúng tôi hạ triển vọng của ngành **Dầu khí** từ Khả quan xuống Trung lập do diễn biến chưa tích cực từ giá dầu. Trong số các ngành trung lập chúng tôi kỳ vọng sự chuyển biến sẽ đến từ **Gạch men**. Triển vọng chung của nhóm này đan xen tốt và xấu, nên cơ hội nếu có sẽ không đến với toàn bộ cổ phiếu.
- Về phía các ngành **KÉM KHẢ QUAN**, chúng tôi cho rằng ngành **Thủy sản** sẽ vẫn gặp nhiều khó khăn trong năm 2017. Chúng tôi không bi quan nhưng cho rằng nhà đầu tư quan tâm đến ngành này có lẽ nên kiên nhẫn chờ đợi thêm và chúng tôi sẽ cập nhật lại quan điểm khi xuất hiện những tín hiệu mới

STT	Phân Ngành	Nhận định Q3 2017	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Bất động sản	Khả quan	KBC, DIG	VIC, KDH, DXG
2	Xây dựng	Khả quan	HUT, FCN, PC1, CTI, CTD	HBC,VCG, LCG, VNE
3	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG	ITD,ELC
4	Cảng biển	Khả quan	VSC, PHP, HAH	CDN
5	Điện	Khả quan	NT2, CHP; VSH	SJD, PPC
6	Cao su	Khả quan	TRC, DPR, DRI	PHR
7	Phân bón	Khả quan	SFG	DPM, BFC, LAS
8	Ngân hàng	Khả quan	VCB, ACB	MBB, CTG
9	Bảo hiểm	Khả quan	PVI, BMI	VNR, PGI
10	Dầu khí	Trung lập	PVS, GAS	CNG, PGS
11	Thép	Trung lập	HSG, HPG, NKG	SMC, VIS
12	Đồ uống	Trung lập	VNM, QNS	SAB, GTN
13	Xi măng	Trung lập	HT1, BCC	BTS
14	Gạch men	Trung lập	CVT, VGC	
15	Nhựa	Trung lập	NTP, BMP	AAA
16	Mía đường	Trung lập		SBT, BHS
17	Săm lốp	Trung lập	CSM	DRC
18	Dược	Trung lập		DHG, IMP, DMC
19	Dệt may	Trung lập	VGG, VGT	TCM, EVE,TCM
20	Vận tải biển	Trung lập	VTO, PVT	GSP, SKG, VIP
21	Thủy sản	Kém khả quan		VHC

Nguồn: BSC Research

Đánh giá các chính sách và thông tin sẽ có ảnh hưởng lớn đến TTCK 2017

Trong năm 2017, BSC lưu ý những thông tin và chính sách sau sẽ có ảnh hưởng lớn tới KQKD cũng như cơ hội đầu tư vào các Ngành:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 30/06/2017
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	Đã ảnh hưởng
4	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
5	Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
6	Mặt bằng giá nguyên liệu (giá dầu, quặng sắt,...)		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Sự thay đổi trong các chính sách của Trump		N/A	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
8	Hà Lan tổng tuyển cử	15/03/2017	N/A	Trung bình	Đã ảnh hưởng
9	Hạn đàm phán Brexit	31/03/2017	N/A	Mạnh	Đã ảnh hưởng
10	Bầu cử tổng thống Pháp vòng cuối	07/05/2017	N/A	Rất mạnh	Đã ảnh hưởng
11	Bầu cử liên bang Đức	Mùa thu	N/A	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
12	Đại hội Đảng Trung Quốc	Mùa thu	N/A	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
1	Thông tư 06/2016/TT-NHNN	1/7/2016	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Triển khai Hiệp ước vốn Basel II	2017	Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	Thuế TNDN giảm từ 22% xuống còn 20%	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
4	Điều chỉnh tăng thuế suất thuế Tài nguyên	1/1/2016	Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
5	TTCK Phái sinh (Hợp đồng tương lai)	2017	Tích cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
6	Khả năng giảm lãi suất VND	2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	USD tăng giá so với VND		Tiêu cực	Rất Mạnh	Chưa ảnh hưởng
8	Tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng		Tích 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, ODA, kiều hối, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	Nghị định 145/2016/NĐ-CP	15/12/2016	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
13	Thông tư số 180/2015/TT-BTC	01/01/2016	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
14	Thông tư số 115/2016/TT-BTC	01/11/2016	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
15	Nghị quyết nợ xấu	15/08/2017	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 TPP (*)	2018	TB	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 sẽ được tiếp tục đàm phán mà không có Mỹ

Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô thế giới đến các nhóm ngành

	Giá dầu hồi phục	Fed nâng lãi suất	USD tăng giá	Kinh tế Châu Âu khó khăn / Brexit / EUR giảm giá	Đồng Yên tăng giá	Lãi suất trong nước giảm	KT Trung Quốc tăng trở ngại chậm	TPP không thành công	Các Hiệp định FTAs
Vận tải biển	(-)	(-)	(-)				(-)		
BDS						(+)			
Xây dựng	(-)					(+)			
Xi măng	(-)			(+)					
Dệt may	(-)	(+)	(+)	(-)	(+)		(-)	(-)	(+)
Điện	(-)		(-)	(+)	(-)				
Dược			(-)					(+)	(-)
Nhựa	(-)		(+)	(-)	(+)				(+)
Săm lốp	(-)		(-)				(-)		(+)
Ngân hàng						(-)			
Thép	(-)						(-)	(+)	(-)
Thủy sản		(+)	(+)	(-)	(+)			(-)	(+)
Mía đường								(+)	(-)
Dầu khí	(+)	(-)	(-)				(-)		
Phân bón	(-)		(+)				(-)	(+)	(-)
Cao su	(+)						(-)		(-)
Gạch	(-)						(-)		(+)
Công nghệ	(-)	(+)							(+)
Cảng biển	(-)						(-)		(+)
Ô tô	(-)								(+)
Bảo hiểm		(+)				(-)			(+)
Sữa	(+)								(-)

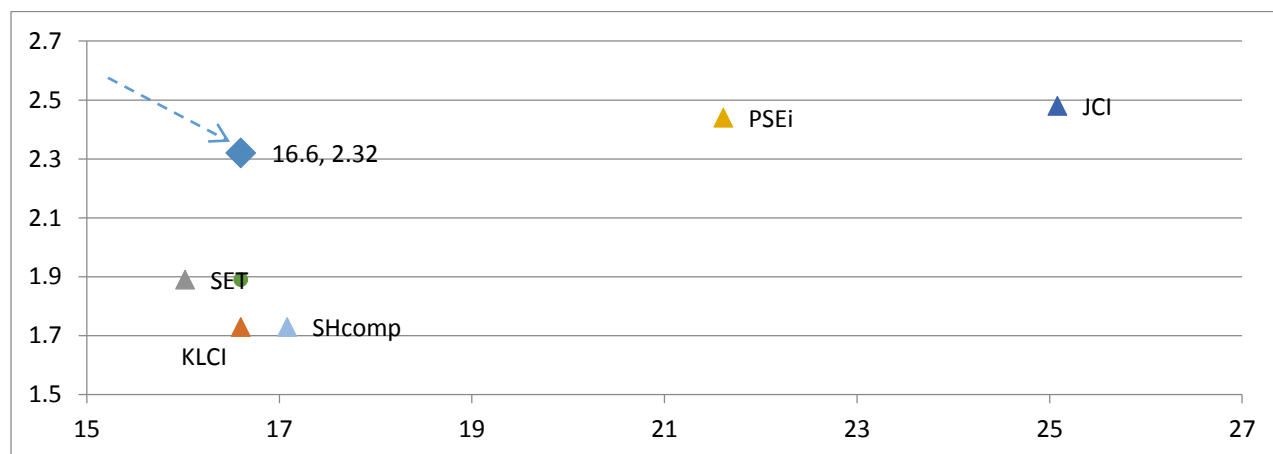
Nguồn: BSC Research

So sánh ngang với TTCK khu vực

Xét trong phạm vi các thị trường mới nổi trong khu vực (ASEAN và Trung Quốc), tại ngày 30/6/2017, Việt Nam có mức P/B nhỉnh hơn một chút so với mức trung bình trong khi P/E vẫn thuộc nhóm thấp hơn. Tăng trưởng tốt của trong quý II giúp mức định giá của VN Index tiếp tục tiến gần tới mức định giá trong khu vực.

Trong từng lĩnh vực, mức chiết khấu xét trên từng ngành có sự phân hóa.

So sánh P/E & P/B Việt Nam và khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

So sánh với các quốc gia thuộc khu vực châu Á mới nổi là Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippines và Trung Quốc, các ngành của Việt Nam nhìn chung đang được định giá ở mức tương đối hấp dẫn. Trong số đó có những ngành có mức chiết khấu tốt hơn khá nhiều so với khu vực như: Công nghiệp, Tiện ích, Sức khỏe và Viễn thông. Nhóm tài chính (Bất động sản, chứng khoán, ngân hàng và bảo hiểm) đang được định giá cao hơn tương đối so với trung bình khu vực.

	Vietnam	Median	Indonesia	Malaysia	Phillipines	Thailand
Tài chính	23.87	21.85	33.60	14.83	24.19	19.51
Hàng tiêu dùng	24.47	35.14	36.09	34.19	54.87	24.33
Công nghiệp	24.94	31.26	28.72	34.78	19.89	33.80
Dầu khí	14.91	17.71	23.86	24.63	11.48	11.55
Dịch vụ tiêu dùng	16.07	27.01	26.84	27.18	32.89	24.50
Vật liệu cơ bản	13.78	15.09	33.31	15.58	14.6	13.55
Tiện ích	12.46	53.42	86.85	70.75	14.25	36.08
Công nghệ	17.06	49.54	49.54	54.82		18.82
Sức khỏe	24.32	33.83	13.43	33.83		37.66
Viễn thông	11.90	28.29	45.71	36.43	20.14	13.50

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

Trong 1H2017, danh mục cổ phiếu lưu ý mà chúng tôi đề cập trong 2017 có 73/82 cổ phiếu tăng điểm hoặc giữ giá, với mức tăng điểm trung bình 29% so với mức tăng lần lượt của VNindex và HNindex là 16% và 22%. Trong đó nhóm cổ phiếu tăng điểm mạnh nhất thuộc về các ngành Xây dựng (HBC, FCN, LCG), Dệt may TCM), Gạch (CVT); Mía đường (SLS). Bên cạnh đó, ngành thủy sản, được đánh giá kém khả quan, đã có mức giảm mạnh như HVG (-22%).

Ngành	Mã CK	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Giá ngày 31/12/16	Giá ngày 30/06/17	Tăng / Giảm	Giá mục tiêu
BĐS	VIC	80,000	3000	1,137	37	4.2	7%	42,000	42,700	2%	45,000
	DXG	2,300	700	2,456	7.2	1.32	19.40%	10,831	17,300	60%	20,800
	SCR	2,500	205	903	13.9	0.9	6.30%	8,600	12,250	42%	11,600
	DIG	1,406	128	504	28.5	1.3	4.30%	7,650	15,600	104%	19,000
	KBC	2,400	850	1,416	12	1	9%	13,850	16,850	22%	20,000
	KDH	3,200	500	2,136	13.34	1.9	11.70%	20,000	27,850	39%	25,100
Xây dựng	<u>CTD</u>	27,000	1,750	22,712	9.6	2.6	27.00%	182,500	216,500	19%	250,000
	<u>HBC</u>	16,000	828	6,426	7.3	2.6	42%	22,176	51,300	131%	56,000
	<u>FCN</u>	2,800	210	4,242	6.2	1.2	16.30%	18,357	27,800	51%	28,100
	<u>HUT</u>	3,309	466	2,447	5.15	0.5	17.40%	9,944	12,300	24%	14,700
	<u>CTI</u>	1,396	140.9	2,309	12.8	1.6	16.20%	25,056	30,400	21%	31,800
	PC1	3,585	307	3,137	11	1.3	14.50%	27,692	36,000	30%	43,000
	VCG	10,222	585	1,324	15.5	1.5	7.80%	13,500	21,400	59%	N/A
	LCG	1,500	70	917	10.8	0.7	6.50%	3,970	9,620	142%	N/A
	VNE	1,113	111	1,228	8.7	1	11.30%	7,500	10,100	35%	N/A
Gạch men	<u>CVT</u>	1,300	189	6,452	6.6	3.36	N/A	27,130	46,600	72%	58,000
	<u>VIT</u>	994.9	80	4,266	6.8	1.88	N/A		28,700		N/A
	<u>TTC</u>	348.2	20	3,367	5.6	1.1	N/A	18,404	18,900	3%	N/A
	<u>VHL</u>	1,971.80	166.9	10,431	7.2	2.2	N/A	57,400	77,000	34%	N/A
	VGC	8,538	783	1,714	11.2	1.5	N/A	15,300	19,500	27%	23,700
	TLT	515	45	6,438	2.7	3.0	N/A	16,000	17,100	7%	N/A
CNTT Viễn thông	<u>FPT</u>	46,619	3,058	4,025	11.64	2.09	19.88%	37,482	46,850	25%	54,342
	<u>CMG</u>	5,042	198	2,237	6.79	0.95	10.18%	15,000	16,500	10%	20,359
Cảng biển	<u>GMD</u>	4,354	579	2,774	16.33	2.06	11%	27,000	43,000	59%	N/A
	<u>PHP</u>	2,529	504	1,432	10.4	1.39	11%	16,556	15,400	-7%	22,980
	<u>VSC</u>	1,187	290	6,036	10.67	2.11	20%	56,000	63,200	13%	72,400
	<u>HAH</u>	520	130	3,578	6.53	0.91	16%	25,867	23,200	-10%	30,640
	CDN	640	147	1,634	13.77	1.98	16%	23,987	21,800	-9%	18,800
Dệt may	<u>TNG</u>	2,200	115	3,382	3.6	0.8	21.40%	10,250	11,800	15%	15,500
	<u>TCM</u>	3,315	181.7	3,324	9.8	1.7	23%	13,595	29,800	119%	32,000
	VGT	15,640	310	620	18	0.9	4%	11,300	11,400	0.1%	13,600

	<u>VGG</u>	8,097	403.8	9,156	6.6	2	30%	60,951	61,100	0%	70,333
	EVE	1,100	150	3,571	5.6	0.99	15%	22,836	19,950	-13%	N/A
Điện	<u>NT2</u>	7,161	884	3,104	9.43	1.62	23%	25,837	28,550	11%	36,000
	<u>PPC</u>	6,567	600	1,712	11.92	1.18	10.60%	15,688	20,500	31%	19,300
	<u>SJD</u>	468	225	3,261	7.36	1.01	17%	17,000	24,900	46%	N/A
	<u>CHP</u>	667	298	2,366	11.16	1.8	22%	19,303	27,150	41%	23,200
	VSH	643	381	1,846	9.15	1.18	12%	14,537	17,100	18%	20,530
Đồ uống	<u>VNM</u>	52,945	11,220	7,733	19.8	8.94	50%	123,906	157,600	27%	190,000
	QNS	7,400	1,480	6,090	13.7	5	37%	72,114	84,900	18%	98,000
	VLC	2,800	115	1,822	9	1.16	17.10%	16,122	16,500	2%	N/A
	GTN	3,950	70	280	60.7	1.5	3%	16,600	17,700	7%	N/A
	SAB	34,495	4,703	7,051	29.3	10.5	36.10%	197,700	208,300	5%	168,600
Phân bón	<u>BFC</u>	6,500	324	5,108	8.12	2.5	25%	28,794	41,500	44%	N/A
	SFG	2,591	99	1,916	7.05	1.1	17%	11,180	13,500	21%	14,500
	DPM	7,748	946	2,120	10.75	1.08	11%	21,407	23,500	10%	22,800
	DDV	2,041	1.2	8	969	1.18	0.12%	7,000	7,600	9%	N/A
	LAS	4,361	151	1,617	8.6	1.18	12%	12,522	13,900	11%	14,000
Xi măng	<u>HT1</u>	9,225	797	2,089	10.82	1.44	13.30%	20,500	22,600	10%	26,406
	<u>BCC</u>	4,066	220	1,799	9.17	0.84	10.18%	15,000	15,100	1%	19,447
	<u>BTS</u>	3,348	130	1,076	8.27	0.65	8.78%	9,800			11,902
Bảo Hiểm	BMI	3,681	150.8	1,774	15.3	0.82	6.10%	23,242	28,100	21%	31,800
	VNR	1,788	248.8	1,900	12.6	1.2	10%	20,174	24,000	19%	26,500
	PVI	7,263	412	1,758	18.9	1.1	5.80%	25,000	33,700	35%	40,000
Nhựa	<u>BMP</u>	3,828	484	5,913	16.74	1.88	27%	104,958	99,000	-6%	119,400
	<u>NTP</u>	4,663	442	4,621	14.5	2.59	22%		67,000		80,300
	<u>AAA</u>	2,900	200	3,468	9.96	2.03	22%	22,519	34,550	53%	N/A
Thép	<u>HPG</u>	36,897	7,001	4,612	6.94	1.91	27.36%	26,932	32,000	19%	39,200
	<u>HSG</u>	22,367	1,919	5,482	5.91	1.99	33.67%	28,484	32,400	14%	37,279
	<u>NKG</u>	12,093	711	7,179	4.61	1.69	36.64%	23,333	33,100	42%	42,992
Mía đường	BHS	5,305	351	1,176	21.2	1.71	10.50%	10,697	23,500	120%	N/A
	SBT	3,942	325.3	1,283	28	3.02	9.90%	24,500	35,050	43%	N/A
	<u>LSS</u>	1,697	74.6	1,066	13.8	0.73	4.50%	11,750	14,450	23%	N/A
	SLS	741	118	17,410	10.1	2.86	41.40%	87,400	175,000	100%	N/A
Săm lốp	<u>DRC</u>	3,919	292	2,191	14.63	2.3	23.00%	30,766	32,050	4%	33,800
	<u>CSM</u>	3,575	197	1,701	10.9	1.41	23.00%	18,944	18,550	-2%	21,600
Ngân hàng	<u>VCB</u>		8,607	2,062	17.1	2.72	16.90%	35,450	38,500	9%	41,100
	ACB		1,632	1,605	15.39	1.57	12.50%	17,600	25,900	47%	30,242
	<u>MBB</u>		3,655	2,033	7.65	1.03	12.00%	13,427	22,300	66%	23,084
	CTG		6,805	1,505	12.19	1.08	11.00%	14,441	20,250	40%	21,499
	VIB								22,500		21,901
Dược	<u>DHG</u>	4,250	780	7,835	15.86	3.57	27%	63,751	124,300	95%	N/A

	<u>IMP</u>	1,260	128	3,282	19.34	1.82	13%	50,161	63,500	27%	N/A
	<u>DBD</u>	1,500	144	2,474	16.85	2.82	18.30%		42,200		41,300
	DP3	250	26	3,823	10.46	1.92	18.50%	30,426	40,000	31%	n/a
Cao su	TRC	444.3	86.9	2,319	12.2	0.53	5%	25,451	28,700	13%	33,000
	PHR	1,472	314	3,152	10.9	1.13	10.40%	23,909	34,900	46%	36,800
	DRI	610.5	101	1,311	9.76	1.2	12.20%		12,100		15,700
	DPR	680	201.5	3,523	11.6	0.75	6.50%	35,409	43,500	23%	49,000
Dầu khí	PVS	18,165	833.7	1,876	9.6x	0.7x	7.60%	16,400	16,800	2%	20,500
	GAS	68,771	8,111	4,239	13.8	2.7	19.80%	58,816	58,300	-1%	72,000
Thủy sản	<u>HVG</u>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8,810	6,900	-22%	N/A
	<u>VHC</u>	8,610	692	6,700	8.73	2.17	27.80%	57,800	59,000	2%	72,900
	FMC	2800	83	3.5	4.8	1.11	17.50%	14,903	16,750	12%	N/A
Vận tải biển	<u>PVT</u>	6,426	410	1,303	11.09	1	14%	10,786	14,950	39%	19,000
	<u>GSP</u>	1,286	69	2,300	5.6	0.99	18%	9,773	13,100	34%	15,200
	SKG	497	258	5,377	9.3	2.29	27%	52,254	51,800	-1%	N/a
	<u>VTO</u>	1,312	120	1,521	4.83	0.51	8%	7,217	7,310	1%	N/A
	<u>VIP</u>	655	110	1,606	4.76	0.47	7.50%	7,109	7,550	6%	N/A

Nguồn: BSC Research, *: EPS pha loãng cuối kỳ

Triển vọng ngành quý 3/2017

Ngành Bất động sản [Khả quan]

Thực trạng 2Q2017

- Thị trường căn hộ để bán tiếp tục giao dịch sôi động, tổng lượng giao dịch tại Tp.HCM đạt 8,800 căn, tăng 39% YoY.
- Số lượng căn hộ mở bán mới giảm tại Tp. Hồ Chí Minh trong khi tiếp tục tăng mạnh tại Hà Nội.
- KQKD tiếp tục phân hóa giữa các doanh nghiệp niêm yết
- KQKD được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh từ giai đoạn cuối 2017 trở đi.
- Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với các cổ phiếu trong ngành Bất động sản.

Thị trường căn hộ để bán tiếp tục giao dịch sôi động: Tổng lượng giao dịch trong quý I/2017 tại thị trường Tp. Hồ Chí Minh đạt 8,800 căn, tăng mạnh +39% YoY; tập trung chủ yếu tại khu vực phía Tây bao gồm các quận 6, 8, Tân Phú và Bình Tân là nơi tập trung phân khúc bình dân (căn hộ Hạng C). Tại thị trường Hà Nội, tổng lượng giao dịch đạt 6,520 căn hộ, tăng 16% YoY. Phân khúc sôi động nhất vẫn là căn hộ Hạng B tập trung tại các quận Hà Đông, Hoàng Mai, Từ Liêm và Thanh Xuân.

Số lượng căn hộ mở bán mới giảm tại Tp. Hồ Chí Minh trong khi tiếp tục tăng mạnh tại Hà Nội. Theo báo cáo thị trường quý I/2017 của Savills, số lượng căn hộ mở bán mới tại Tp. Hồ Chí Minh đạt 5,200 căn (-31.5% YoY), dẫn tới tổng nguồn cung sơ cấp chỉ tăng nhẹ 13.6% YoY so với mức tăng 82% của Q1/2016. Trong khi đó, số căn hộ mở bán mới tại Hà Nội đạt 9,220 căn, tăng mạnh +39% YoY; tổng nguồn cung sơ cấp tại Hà Nội đạt 24,160 căn (+49% YoY).

KQKD tiếp tục phân hóa giữa các doanh nghiệp niêm yết: Theo thống kê, tổng doanh thu quý I/2017 của các doanh nghiệp BĐS trên sàn đạt 22,8 nghìn tỷ (+11.4% YoY), LNST đạt 1,99 nghìn tỷ (+33.1% YoY) cho thấy diễn biến chung tích cực của ngành BĐS. Tuy nhiên, chỉ có 35/62 doanh nghiệp ghi nhận KQKD cải thiện so với năm ngoái phản ánh sự phân hóa trong ngành, khi những doanh nghiệp có sản phẩm chất lượng, uy tín và đảm bảo tiến độ mới có cơ hội phát triển trong bối cảnh nguồn cung tương đối dồi dào trên thị trường.

Mã	DT 1Q2016	DT 1Q2017	% tăng/giảm	LNST 1Q2016	LNST 1Q2017	% tăng/giảm	Hàng tồn kho	KH trả tiền trước	KH Trả tiền trước/ HTK
VIC	14,700	15,800	7%	779	915	17%	50,800	53,135	105%
DXG	315	586	86%	29	152	417%	885	528	60%
KDH	569	641	13%	94	110	18%	4,510	988	22%
SCR	26	276	957%	6	6	10%	3,692	2,629	71%
DIG	290	249	-14%	10	-16	-266%	3,031	665	22%
ITC	20	78	291%	-2	9	n/a	2,703	288	11%
NVL	2,195	1,910	-13%	155	408	163%	16,764	6,470	39%
KBC	446	435	-2%	95	177	87%	8,037	802	10%
NLG	374.7	255.8	-31.7%	41.6	21.1	-49.3%	3,824	884	23.1%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

KQKD được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh từ giai đoạn cuối 2017 trở đi: Do độ trễ trong ghi nhận doanh thu và lợi nhuận nên nhiều doanh nghiệp mặc dù có tốc độ bán hàng tốt nhưng hiện tại vẫn chưa phản ánh hết vào KQKD. Do đó, chúng tôi kỳ vọng KQKD của nhiều doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh từ cuối năm 2017 khi có thêm các dự án lớn bắt đầu bàn giao nhà như VIC, DXG, CEO, SCR.

Lĩnh vực BĐS khu công nghiệp duy trì triển vọng tích cực do nguồn vốn FDI tăng mạnh. Tổng vốn đăng ký đầu tư nước ngoài trực tiếp (FDI) vào Việt Nam lũy kế đến hết tháng 4/2017 đạt 23.3 tỷ USD, tăng mạnh 54.8% YoY so với cùng kỳ năm 2016. Trong đó, đáng chú ý là lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo thu hút được số vốn là 17.5 tỷ USD, chiếm 75% tổng vốn đăng ký. Điều này được kỳ vọng tạo ra lượng cầu lớn về thuê đất tại khu công nghiệp. Các doanh nghiệp trên sàn có quỹ đất lớn và còn diện tích để mở rộng cho thuê là KBC, LHG và VGC.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với các cổ phiếu trong ngành Bất động sản khi tình hình giao dịch trên thị trường bất động sản vẫn duy trì được sự sôi động, đặc biệt ở các phân khúc căn hộ trung cấp và giá rẻ. Tình hình thu tiền theo tiến độ của khách hàng tương đối tốt giúp các doanh nghiệp cân đối được dòng tiền và giảm bớt áp lực phụ thuộc vào dòng vốn vay của ngân hàng bị siết chặt theo TT36. Giai đoạn 2017-2018, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS dự báo tiếp tục cải thiện nhờ chu kỳ ghi nhận doanh thu. Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với những chủ đầu tư có sản phẩm chất lượng và tiến độ bán hàng tốt như VIC, KDH, SCR và DXG. Chúng tôi lưu ý các cổ phiếu KBC (ghi nhận doanh thu đột biến từ chuyển nhượng tài sản) và DIG (kỳ vọng Bộ Xây dựng thoái vốn).

KBC – Giá mục tiêu 20,000 đồng/cp – upside 17%

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. Công ty mới đây thông báo chuyển nhượng thành công 1,500 tỷ vốn góp tại Công ty TNHH MTV Phát triển Khách sạn Hoa Sen, và dự kiến ghi nhận lợi nhuận khoảng 280 tỷ. Chúng tôi ước tính LNST cho cổ đông công ty mẹ của KBC năm nay ước đạt khoảng 900 tỷ đồng, EPS forward 2017 = 1,891 đồng/cp, tương ứng P/E forward = 9x.

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) và (2) giai đoạn 3 của khu công nghiệp Trảng Dục (Hải Phòng) và khu công nghiệp Nam Sơn Hạ Lĩnh (Bắc Ninh) sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu kể từ năm 2018.

DIG – Giá mục tiêu 19,000 đồng/cp – upside 21.7%

DIG hiện sở hữu một quỹ đất sạch lớn có chi phí vốn thấp với tổng diện tích lên tới 933ha tập trung tại Bà Rịa – Vũng Tàu, Đồng Nai và Vĩnh Yên, Vĩnh Phúc. Tiềm năng lợi nhuận to lớn của DIG được kỳ vọng sẽ được giải phóng sau khi Bộ Xây dựng (hiện nắm 49.65%) thực hiện thoái vốn. Theo lộ trình hiện tại, tỷ lệ vốn Nhà nước trong sẽ giảm về 25% trong năm 2017 và về 0% trong năm 2018. Tuy nhiên, Bộ Xây dựng cũng để ngỏ khả năng có thể thoái hết toàn bộ vốn nếu tìm được đối tác với một mức giá phù hợp.

Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh của công ty được kỳ vọng cải thiện đáng kể: DT 2017 kế hoạch khoảng 1,406 tỷ đồng (+26% YoY), LNST đạt 128 tỷ đồng (+94% YoY) nhờ (1) chuyển nhượng vốn tại dự án Đại Phước Lotus với doanh thu khoảng 575 tỷ đồng, LNST khoảng 100-120 tỷ đồng, và (2) ghi nhận doanh thu từ các dự án Nam Vĩnh Yên (85 tỷ đồng), Phoenix (210 tỷ), Hiệp Phước (114 tỷ)...

Mã CK	DT 2017 (tỷ đồng)	LN 2017 (tỷ đồng)	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Cổ tức 2017	Giá đóng cửa 23/06/2017	Giá mục tiêu
VIC	80,000	3000	1,137	37	4.2	7%	n/a	42,050	45,000
DXG	2,300	700	2,456	7.2	1.32	19.4%	20%	17,750	20,800
KDH	3,200	500	2,136	13.34	1.9	11.7%	10% tiền	28,500	25,100
SCR	2,500	205	903	13.9	0.9	6.3%	n/a	12,550	11,600
KBC	2,400	850	1,416	12	1	9%	n/a	17,100	20,000
DIG	1,406	128	504	28.5	1.3	4.3%	6% - 8%	14,250	19,000

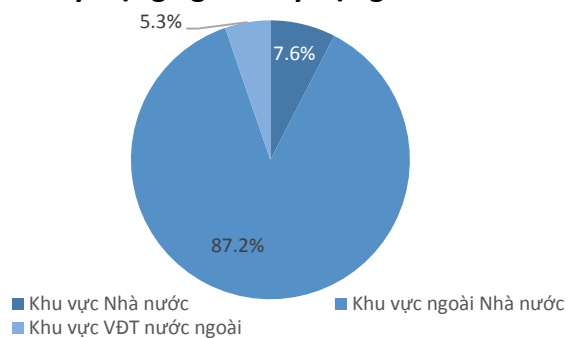
Nguồn: BSC Research

Ngành Xây dựng [Khả quan]

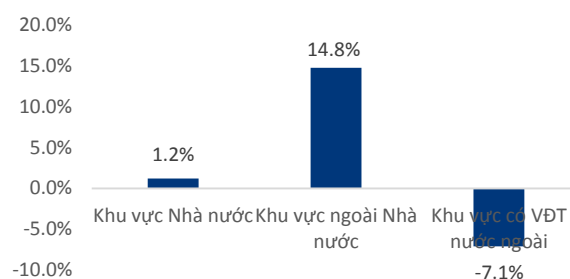
- Giá trị sản xuất xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 225.8 nghìn tỷ đồng, tăng 6.1% yoy.
- KQKD ngành xây dựng tăng trưởng mạnh trong 1Q2017 nhưng phân hóa lớn giữa các doanh nghiệp niêm yết: 52/108 DN tăng trưởng so với cùng kỳ 2015.
- BSC duy trì đánh giá Khả quan đối với ngành Xây dựng trong nửa cuối năm 2017.

Giá trị sản xuất xây dựng tăng trưởng ổn định: Trong quý I/2017, giá trị sản xuất xây dựng theo giá hiện hành ước đạt 225.8 nghìn tỷ đồng (+6.1% YoY); đóng góp chính tới từ khu vực xây dựng ngoài nhà nước với giá trị xây dựng đạt 196.8 tỷ đồng (+14.8% YoY). Trong khi khu vực nhà nước ghi nhận mức tăng nhẹ 1.2% YoY, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài giảm 7.1% YoY.

Tỷ trọng ngành xây dựng 1Q2017



Tăng trưởng so với cùng kỳ



Nguồn: Tổng cục thống kê % BSC tổng hợp

KQKD ngành xây dựng tăng trưởng mạnh trong 1Q2017 nhưng phân hóa lớn giữa các doanh nghiệp niêm yết. Trong 1Q2017, tổng doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết đạt 20,120 tỷ đồng (+8% YoY), với tổng lợi nhuận sau thuế tăng mạnh lên 2,312 tỷ đồng (+183% YoY). Tuy nhiên, sự tăng trưởng mạnh về LNST này chủ yếu tới từ khoản lợi nhuận đột biến 1,227 tỷ của CII, trong đó hoạt động tài chính đóng góp khoảng 97%. Sự tăng trưởng thu hẹp lại với chỉ 52/108 doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng về lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước, trong đó các doanh nghiệp đầu ngành tiếp tục ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ: CTD (LNST +25% YOY), HBC (LNST +257% YoY).

Thanh khoản tích cực tại thị trường bất động sản đã gián tiếp tạo dòng tiền và nguồn cầu về xây dựng. Tính đến 20/4/2017, tổng giá trị tồn kho bất động sản tiếp tục giảm 28,369 tỷ đồng, giảm 8.55% so với thời điểm 31/12/2016.

1Q/2017	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST (tỷ đ)	%yoy	Cổ tức 2016	Biên LNG 1Q/2017	Biên LNG 1Q/2016
CTD	4,361	39%	301	25%	50% tiền	8.8%	10.2%
HBC	3,032	87%	181	257%	10% tiền & 35%cp	10.6%	8.3%
VCG	2,041	65%	114	49%	8% tiền	14.2%	19.7%
PC1	567	-13%	58	-46%	30%cp	19.5%	25.1%
FCN	296	4%	19	-13%	10% tiền	16.2%	16.2%
HUT	627	8%	131	55%	7% tiền & 8% cp	35.7%	27.9%
CTI	248	-5%	30	9%	10% tiền	45.4%	31.2%

LCG	224	67%	13	33%	7% tiền	19.0%	8.2%
VNE	137	-22%	4	n/a	0%	17.2%	2.0%

BSC duy trì đánh giá Khả quan đối với ngành Xây dựng trong nửa cuối năm 2017 với động lực chính đến từ: (1) Backlog của các doanh nghiệp đầu ngành xây dựng dân dụng tiếp tục lập đỉnh: CTD (31,000 tỷ, +15% YoY), HBC (20,000 tỷ, +17.6 % YoY) và (2) triển vọng tích cực đối với mảng xây dựng công nghiệp nhờ dòng vốn FDI tiếp tục đổ mạnh vào Việt Nam trong quý 1/2017: tổng vốn FDI đăng ký cấp mới, tăng thêm và mua cổ phần đạt 7.71 tỷ USD, tăng 77.6% YoY, tổng vốn giải ngân đạt 3.62 tỷ USD (+3.4% YoY). Trong nhóm cổ phiếu ngành Xây dựng, giá các cổ phiếu đầu ngành xây dựng dân dụng như CTD, HBC đã phản ánh một phần triển vọng trong tương lai. Chúng tôi lưu ý nhóm cổ phiếu xây dựng công nghiệp và xây dựng hạ tầng còn tương đối tiềm năng.

HUT – Giá mục tiêu 14,700 đồng/cp – upside 27.2%

HUT thường được nhắc tới như là ông trùm trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông tại miền Bắc. Tuy nhiên, trong 2 năm trở lại đây, công ty bắt đầu chuyển đổi dần mô hình sang lĩnh vực bất động sản và đầu tư hạ tầng giao thông. Trong năm 2017, HUT sẽ ghi nhận khoảng 800 tỷ còn lại từ dự án Foresa Xuân Phương và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án Xuân Phương Residence (tổng DT ~ 1,500 tỷ). Động lực tăng trưởng còn đến từ: **(1)** các trạm BOT mới bắt đầu thu phí: BOT QL39 (50 tỷ/năm), BOT Quán Toan (300 tỷ/năm, bắt đầu thu phí từ quý 4/2017) và BOT QL32 (80 tỷ/năm, HUT sở hữu 30%); **(2)** dự án ETC bắt đầu trích doanh thu phí BOT từ các trạm được HUT triển khai công nghệ thu phí không dừng.

PC1 – Giá mục tiêu 43,000 đồng/cp – upside 19.51%

PC1 là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp truyền tải điện (40% thị phần). PC1 cũng tham gia đầu tư vào phân khúc Bất động sản trung cấp và sở hữu danh mục đầu tư Thủy điện với tổng công suất 162 MW. Trong năm 2017, hoạt động xây lắp truyền tải điện truyền thống và sản xuất kết cấu thép được kỳ vọng phục hồi nhờ những hợp đồng lớn được ký kết: dự án 500 kV mạch 3 Vũng Áng – Dốc Sỏi – Pleiku có tổng mức đầu tư khoảng 6,418 tỷ đồng, hợp đồng xuất khẩu 40,000 tấn thép ký với AG Ajikawa (Nhật Bản).

Bên cạnh đó, trong năm 2018, công ty dự kiến ghi nhận khoản doanh thu đột biến khoảng 1,000 tỷ từ dự án Mỹ Đình Plaza 2 (Nam Từ Liêm, Hà Nội). Trong dài hạn, danh mục đầu tư thủy điện quy mô lớn dự kiến đem lại doanh thu hàng năm từ 650-700 tỷ cho PC1 sau khi toàn bộ các dự án đi vào hoạt động từ 2019.

CTI – Giá mục tiêu 31,800 đồng/cp – upside 7.8%.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua cổ phiếu CTI với giá mục tiêu 31.800 đồng/cp. Ngày 23/06/2017, cổ phiếu CTI được giao dịch tại mức giá 29,500 đồng/cp, tương đương P/E FW là 12.8x, P/B là 1.6x. Như chúng tôi đã đề cập trong các [báo cáo phân tích và cập nhật trước đây](#), chúng tôi ưa thích cổ phiếu CTI nhờ (1) hoạt động thu phí BOT mang lại dòng tiền ổn định, biên lợi nhuận cao, đạt từ 62-88% trong năm 2016 và rủi ro thấp; (2) triển vọng kinh doanh dài hạn đến từ việc đẩy mạnh khai thác các mỏ đá và vận hành khu công nghiệp.

LCG & VNE – Phục hồi từ khủng hoảng – Theo dõi

LCG từng là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp trước khi rơi vào khủng hoảng trong giai đoạn 2012-2013 do hoạt động đầu tư kém hiệu quả vào lĩnh vực bất động sản. Tuy nhiên, LCG ghi nhận những chuyển biến tích cực trong thời gian gần đây nhờ chuyển nhượng thành công hai dự án BĐS là Nam An (54.5 tỷ), Phú Hội (trên 300 tỷ) và thanh khoản tốt tại dự án Hiệp Thành (năm 2017 ghi nhận khoảng 300 tỷ). Dòng tiền mạnh thu về từ các dự án đóng băng trong các năm qua giúp công ty tái cơ cấu mạnh nguồn vốn và có thêm nguồn lực dành cho việc hoạt động xây lắp cốt lõi. Trong năm 2017, doanh thu xây lắp của LCG dự kiến tăng trưởng mạnh lên 1,200 tỷ đồng (+67% YoY).

VNE là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp điện tại Việt Nam với 20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng điện, đặc biệt là đường dây và trạm biến áp 500 kV. Tuy nhiên, những mâu thuẫn trong nội bộ công ty được cho là nguyên nhân chính khiến doanh thu 2016 giảm 26% YoY và LNST công ty mẹ giảm tới 90% YoY. Kỳ vọng phục hồi đến từ việc cổ đông lớn là CTCP Khải toàn thoái vốn khỏi VNE, qua đó giúp công ty giải quyết được vấn đề nội bộ, tập trung vào phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Bên cạnh sự phục hồi của mảng xây lắp, VNE cũng kỳ vọng sẽ và ghi nhận doanh thu đột biến từ việc chuyển nhượng các dự án bất động sản bao gồm: Trung tâm VNECO PLAZA tại Sơn Trà, Đà Nẵng (trên 200 tỷ) và Khách sạn Xanh Huế (trên 250 tỷ).

VCG – Thoái vốn khỏi các công ty thành viên – Theo dõi.

VCG từng có thời gian là doanh nghiệp xây dựng lớn nhất trên sàn chứng khoán cả về doanh thu lẫn quy mô vốn hóa trước khi tăng trưởng chậm lại và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp trẻ hơn như CTD hay HBC vượt lên trong vài năm trở lại đây.

Tuy nhiên, công ty bắt đầu có sự chuyển biến tích cực trong thời gian gần đây với kế từ sau khi Định hướng chiến lược phát triển giai đoạn 2017-2022 được thông qua tại ĐHCĐ 2017. Theo đó, công ty sẽ thoái vốn dần khỏi các công ty thành viên và tái cấu trúc theo hướng tinh giản và hiệu quả hơn. Gần đây nhất, công ty thông qua kế hoạch thoái vốn toàn bộ (51.4%) khỏi công ty Vimeco (VMC) và theo một số nguồn tin sẽ chuyển nhượng 51% cổ phần tại Công ty nước sạch Vinaconex (VCW).

Chúng tôi cũng lưu ý là VCG hiện sở hữu quỹ đất vàng bao gồm nhiều dự án đang triển khai và dự kiến sẽ bắt ghi nhận doanh thu từ cuối 2017 trở đi bao gồm: Dự án 97 Láng Hạ, Dự án 93 Láng Hạ, Dự án Vinata Tower, dự án 25 Nguyễn Huy Tưởng.

Mã CK	DT 2017F (tỷ đồng)	LN 2017F (tỷ đồng)	EPS 2017F	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE 2017F	Dividend 2017	Giá đóng cửa 23/6/2017	Giá mục tiêu
CTD	27,000	1,750	22,712	9.6	2.6	27%	30% tiền	218,500	250,000
HBC	16,000	828	6,426	7.3	2.6	42%	15% tiền	47,050	56,000
VCG	10,222	585	1,324	15.5	1.5	7.8%	10% tiền	20,600	n/a
FCN	2,800	210	4,242	6.2	1.2	16.3%	10% tiền	26,100	28,100
HUT	3,309	466	2,447	5.15	0.5	17.4%	15% tiền	12,600	14,700
CTI	1,396	140.9	2,309	12.8	1.6	16.2%	17% tiền	29,500	31,800
PC1	3,585	307	3,137	11	1.3	14.5%	20% tiền	34,600	43,000
LCG	1,500	70	917	10,8	0.7	6.5%	7% tiền	9,870	n/a
VNE	1,113	111	1,228	8.7	1	11.3%	10% tiền	10,650	n/a

Nguồn: BSC Research

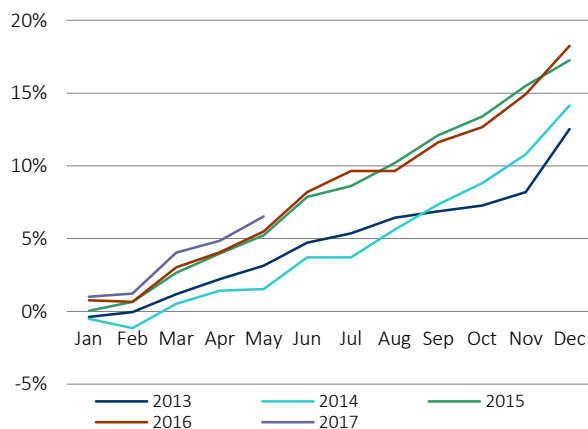
Ngành Ngân hàng [Khả quan]

- Tín dụng tăng 6.53%, huy động vốn tăng 4.5% trong 5T2017
- Một số ngân hàng tăng lãi suất huy động dài hạn
- Nghị quyết xử lý nợ xấu được Quốc hội chính thức thông qua và có hiệu lực từ ngày 15/08/2017, kéo dài trong vòng 5 năm đẩy mạnh xử lý nợ xấu và tài sản đảm bảo của các TCTD
- Các ngân hàng thương mại lên kế hoạch tăng vốn điều lệ nhằm tăng “tấm đệm” rủi ro, mở rộng hoạt động kinh doanh và hướng tới đáp ứng yêu cầu của Basel II
- Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết trong năm 2017
- Kết quả kinh doanh lãi của các ngân hàng tăng cao

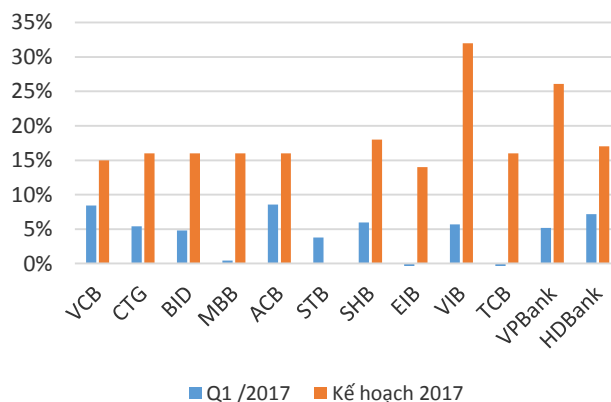
Thực trạng Quý 2/2016

Tín dụng tăng 6.53% trong 5 tháng đầu năm 2017¹(NHNN). Đây là tốc độ tăng trưởng nhanh nhất kể từ năm 2012 trở lại đây. Tín dụng tăng trưởng tích cực thúc đẩy tăng trưởng thu nhập trước dự phòng của các ngân hàng. Tính đến hết quý 1/2017, nhiều ngân hàng đã đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng tương đương ½ mục tiêu tăng trưởng cả năm 2017 như LienVietpostbank (+11%), KienLong (+10.3%), SCB (+9%), HDBank (7.17%), ACB (+8.56%), VCB (+8.42%).

Tăng trưởng tín dụng của hệ thống NHTM VN



Tăng trưởng tín dụng của một số ngân hàng đến hết Q1/2017



Nguồn: Các NHTM

Nguồn: NHNN

Một số ngân hàng tăng lãi suất huy động dài hạn. Trong quý 2/2016, EIB đã tăng 0.1-0.2% ở một số kỳ hạn, lãi suất huy động cao nhất lên tới 8%/năm với kỳ hạn 24 tháng và 36 tháng. Ngân hàng BacA Bank tăng 0.1-0.15%/năm lãi suất kỳ hạn từ 6 đến 36 tháng, qua đó, nâng lãi suất huy động cao nhất của ngân

¹ <http://bizlive.vn/ngan-hang/tang-truong-tin-dung-5-thang-dau-nam-da-len-toi-653-2837399.html>

hàng này lên 7,75%/năm. Ngân hàng Quốc dân (NCB) tăng lãi suất huy động thêm 0,6%/năm ở kỳ hạn 9 tháng, lên 7,3%/năm. Sacombank điều chỉnh lãi suất huy động các kỳ hạn từ 15 đến 36 tháng, tăng 0,1-0,2%/năm, tùy kỳ hạn.

Dự thảo Nghị quyết xử lý nợ xấu tạo cơ chế bình đẳng, thúc đẩy quá trình xử lý nợ xấu, tài sản đảm bảo của hệ thống các TCTD. Ngày 21/06/2017, Quốc hội đã thông qua Dự thảo Nghị quyết xử lý nợ xấu (tỷ lệ 86%). Như vậy, dự thảo Nghị quyết là văn bản quy phạm pháp luật có giá trị cao nhất về xử lý nợ xấu và tài sản đảm bảo, chính thức có hiệu lực từ ngày 15/08/2017 và kéo dài trong vòng 5 năm. Phạm vi xử lý nợ xấu được xác định là nợ xấu phát sinh do nghiệp vụ tín dụng thực hiện trước ngày 15/8/2017. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với các quy định trong dự thảo, đặc biệt là việc trao và khẳng định lại quyền thu giữ tài sản đảm bảo của các TCTD. Ngoài ra, Nghị quyết cũng cho phép các TCTD được áp dụng các thủ tục rút gọn trong giải quyết tranh chấp liên quan đến TSĐB, cho phép tổ chức, cá nhân không có chức năng kinh doanh, mua bán nợ được mua nợ xấu; cho phép mua bán nợ, tài sản đảm bảo theo giá thị trường, có thể cao, thấp hơn giá trị ghi sổ; phân bổ lãi dự thu, chênh lệch lỗ khi bán khoản nợ xấu của tổ chức tín dụng, ... (tham khảo báo cáo)

Kế hoạch tăng vốn của các NHTM. Mùa ĐHCĐ 2017, hàng loạt ngân hàng lên kế hoạch tăng vốn điều lệ nhằm mở rộng hoạt động kinh doanh cũng như tăng “tấm đệm” phòng ngừa rủi ro và tiến tới đáp ứng yêu cầu của Basel II. Chỉ tính riêng 14 ngân hàng (gồm BIDV, Vietcombank, MBB, OCB, NCB, VPBank, Techcombank, ACB, SCB, HDBank, Lienvietpostbank, SHB, VIB và Nam A Bank), tổng quy mô vốn điều lệ tăng thêm đã lên tới 32 nghìn tỷ đồng. Trong đó, một số ngân hàng như BIDV, VCB, có kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược. Nhiều ngân hàng như CTG, VCB, ABBank, SCB ...đề xuất nới room cho khối ngoại. Trong chuyến thăm Hồng Kong, Trung Quốc, Thủ tướng Chính phủ cũng đã đề cập đến vấn đề nâng tỷ lệ sở hữu của khối ngoại trong các ngân hàng nội địa có thể được nâng lên trên 30%. SCB đề xuất phát hành riêng lẻ trên 50% vốn cho một đối tác nước ngoài. Ngoài ra, 2 ngân hàng 0 đồng là Oceanbank và GPBank dự kiến bán vốn cho nhà đầu tư nước ngoài.²

Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết trong năm 2017, bao gồm: Techcombank, TPbank, LienVietpostbank, KienlongBank, OCB, Vpbank, ABBbank. Trong đó, 300 triệu cổ phiếu KienLongBank đã được niêm yết tại Upcom (giao dịch đầu tiên ngày 29/06/2017), LienVietPostBank dự kiến niêm yết cổ phiếu trong quý 3/2017. Đây cũng là một trong những điều kiện cần thiết để các ngân hàng đáp ứng tiêu chí minh bạch thông tin theo hiệp ước Basel II. Điều này sẽ tăng mạnh vốn hóa cho nhóm cổ phiếu ngành ngân hàng và thêm nhiều lựa chọn cho nhà đầu tư.

KQKD quý 1/2017. Kết thúc quý 1/2017, tổng thu nhập hoạt động trước dự phòng của 12 ngân hàng nghiên cứu đạt 24 nghìn tỷ đồng, tăng 24% yoy, cho thấy hoạt động lõi của các ngân hàng đang tăng trưởng nhanh. Vấn đề lợi nhuận của ngân hàng giờ phụ thuộc vào chất lượng tài sản, xử lý nợ xấu và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của các ngân hàng. Nhiều ngân hàng ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh bao gồm: EIB (+469%), TCB (+126%), VPB (+77%), ACB (+54%), STB (+30%), MBB (+26%) và VCB (+20%).

² <http://vietstock.vn/2017/06/ocean-bank-da-duoc-ban-cho-mot-doi-tac-nuoc-ngoai-trong-khu-vuc-chau-a-757-542953.htm>

Dự báo kết quả kinh doanh quý 2/2017. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các ngân hàng tiếp tục khả quan trong quý 2/2017 nhờ tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng thu nhập hoạt động và chi phí trích lập dự phòng giảm ở một số ngân hàng có chất lượng tài sản tốt (như VCB, MBB, ACB,...). Một số ngân hàng công bố KQKD ước tính nửa đầu năm. LNTT riêng lẻ 6 tháng đầu năm của MBB ước đạt 2,386 tỷ đồng, tăng 32% yoy; của STB đạt 428 tỷ đồng, (+70.4% yoy, tín dụng tăng 9.7%ytd trong 6T2017), của BID ước đạt 4,200 tỷ đồng, của ACB là 1,250 tỷ đồng (+ 51% yoy), của TPBank là 500 tỷ đồng (tăng trưởng tín dụng đạt 10%). LienVietPostBank ước đạt 730 tỷ đồng LNTT trong 5T2017 và ước đạt 900 tỷ đồng trong 2Q2017.

Bảng kết quả kinh doanh của một số ngân hàng hết quý 1/2017

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB	TCB	VPB
Quy mô												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	35,978	37,234	34,187	17,127	10,273	18,852	11,197	12,355	3,010	5,644	8,878	9,181
VCSH (tỷ đ)	50,166	58,196	44,119	25,061	14,556	23,113	13,457	13,597	3,237	8,868	20,653	18,679
Tổng tài sản (tỷ đ)	794,279	987,383	1,026,252	250,066	251,537	344,409	247,910	132,826	68,140	105,982	232,522	229,847
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.32%	5.89%	4.30%	10.02%	5.79%	6.71%	5.43%	10.24%	4.75%	8.37%	8.88%	8.13%
Tăng trưởng (ytd)												
Tăng trưởng tài sản	0.81%	4.08%	1.97%	-2.42%	7.64%	3.33%	5.97%	3.12%	-1.26%	1.40%	-1.21%	0.47%
Tăng trưởng cho vay	8.42%	5.40%	4.81%	0.43%	8.58%	3.79%	5.98%	-0.53%	3.43%	5.70%	-3.41%	5.17%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	3.19%	1.72%	5.01%	-6.37%	6.86%	4.01%	5.66%	7.75%	3.49%	2.61%	2.98%	4.61%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	81.99%	104.71%	99.49%	82.99%	80.19%	68.11%	97.77%	78.37%	60.62%	104.60%	77.12%	117.49%
Chất lượng tài sản												
Tỷ lệ nợ xấu	1.48%	1.13%	2.14%	1.33%	1.08%	4.89%	1.92%	3.00%	1.80%	2.19%	1.89%	3.50%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm cả nợ bán cho VAMC	1.48%	2.05%	4.01%	4.17%	1.67%	19.06%	5.56%	8.92%	19.60%	4.99%	2.18%	5.63%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.90%	1.06%	1.53%	1.34%	1.30%	1.17%	1.12%	1.39%	1.11%	1.52%	1.14%	1.72%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	128.93%	93.68%	71.31%	100.55%	121.06%	24.01%	58.56%	46.49%	61.39%	69.65%	60.42%	49.24%
Lãi thực thu/ thu nhập lãi (lũy kế)	102.03%	99.22%	98.41%	106.80%	111.12%	106.30%	87.51%	89.60%	87.52%	113.78%	89.84%	102.48%
Lãi, phí phải thu/Tổng cho vay	1.11%	2.06%	1.25%	1.73%	1.54%	12.60%	4.86%	1.25%	12.31%	1.64%	3.22%	2.62%
Tài sản nghỉ ngơi	25,677	54,350	79,762	20,106	13,056	94,131	29,232	12,656	17,810	5,967	16,490	32,274
% TTS	3.23%	5.50%	7.77%	8.04%	5.19%	27.33%	11.79%	9.53%	26.14%	5.63%	7.09%	14.04%
% VCSH	51.18%	93.39%	180.79%	80.23%	89.69%	407.27%	217.22%	93.08%	550.11%	67.29%	79.84%	172.78%
Hiệu quả kinh doanh (lũy kế)												
% Thu nhập lãi thuần	72.40%	79.83%	86.29%	82.94%	71.31%	62.36%	87.86%	82.36%	95.57%	82.28%	59.84%	89.33%
LN thuần trước chi phí DPRRTD (tỷ đ)	4,138	4,609	4,625	1,691	1,202	308	499	303	12	303	2,595	3,609
% yoy	14.79%	19.83%	13.69%	50.76%	93.05%	24.08%	5.38%	-17.46%	4.23%	0.82%	18.97%	53.17%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	(1,401)	(2,065)	(2,348)	(579)	(607)	1	(192)	(133)	-	(146)	(1,270)	(1,685)
% vs lợi nhuận trước dự phòng	33.85%	44.80%	50.77%	34.25%	50.52%	-0.31%	38.42%	43.84%	0.00%	48.11%	48.95%	46.69%
LNST (tỷ đ)	2,206	2,032	1,824	890	478	211	245	136	9	126	1,059	1,537
% yoy	20.11%	5.84%	9.91%	26.16%	54.11%	30.00%	0.28%	469.25%	6.58%	13.35%	122.66%	76.92%
NIM (TTM)	2.67%	2.65%	2.65%	3.71%	3.28%	1.83%	2.07%	2.46%	1.95%	2.90%	4.07%	8.24%
CIR (TTM)	43.22%	40.32%	41.36%	41.73%	55.08%	81.72%	52.65%	63.62%	94.98%	64.02%	28.96%	33.24%
ROA (TTM)	0.96%	0.75%	0.65%	1.23%	0.64%	0.13%	0.41%	0.33%	0.02%	0.60%	1.67%	2.19%

ROE (TTM)	14.75%	11.47%	14.51%	12.23%	10.72%	1.84%	7.37%	3.14%	0.43%	6.69%	19.69%	28.62%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,000	1,858	1,850	1,770	1,514	233	888	343	46	1,024	4,255	5,157
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	13,944	15,630	12,905	14,632	14,764	12,814	12,024	11,060	10,876	15,712	23,262	20,345

Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC research

Quan điểm đầu tư – Khả quan.

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả quan** đối với nhóm cổ phiếu Ngân hàng ([tham khảo báo cáo](#)). Kết quả kinh doanh của các ngân hàng được kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhờ tăng trưởng kinh tế, tín dụng, và đẩy mạnh các hoạt động ngoài lãi. Nghị quyết xử lý nợ xấu được thông qua, kỳ vọng đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu, tài sản đảm bảo, đưa nguồn vốn vào lưu thông và tạo ra lợi nhuận cho các ngân hàng.

MBB – NẮM GIỮ - Giá mục tiêu 23,000 đồng/cp

Cổ phiếu MBB đã tăng giá 42% so với giá tại ngày khuyến nghị mua trong báo cáo của chúng tôi ([link báo cáo](#)). MBB là cổ phiếu yêu thích của chúng tôi với chất lượng tài sản tốt, tích cực chuyển mình trong các mảng hoạt động, kết quả kinh doanh được kỳ vọng tăng trưởng nhanh từ năm 2017. Quản trị rủi ro tín dụng chặt chẽ. Tổng giá trị tài sản nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi đạt 20 nghìn tỷ đồng, tương đương 80% vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Khả năng sinh lời cao so với các ngân hàng niêm yết, NIM đạt 3.71%, CIR đạt 41.73% và ROE đạt 12.23%. Ngân hàng đặt mục tiêu tăng ROE lên 15% trong 3 năm tới thông qua việc đẩy mạnh hoạt động lãi và ngoài lãi, kết hợp bán chéo sản phẩm,... BSC dự báo lợi nhuận sau thuế của ngân hàng đạt 3,654 tỷ đồng vào năm 2017, tương đương EPS là 2,033 đồng/cp (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi).

ACB – MUA – Giá mục tiêu 30,200 đồng/cp

Cổ phiếu ACB đã tăng giá 8% so với giá tại ngày phát hành [báo cáo](#) của chúng tôi. Hoạt động lãi tăng trưởng tích cực. Tăng trưởng cho vay đạt 8.58%, thu nhập thuần trước dự phòng của ngân hàng tăng đến 93% trong quý 1/2017. Nếu loại trừ lãi/lỗ từ mua bán chứng khoán đầu tư (chủ yếu do trích lập dự phòng trái phiếu của nhóm G6), thu nhập trước dự phòng của ngân hàng tăng 55% yoy. Ngân hàng quản trị rủi ro chặt chẽ, chất lượng tài sản tốt. Đáng chú ý, ACB đã đẩy nhanh trích lập và xử lý rủi ro liên quan đến nợ của nhóm G6, dự kiến hoàn thành sớm 1 năm, kết thúc vào năm 2017. Tổng dư nợ còn lại của nhóm G6 sau khi trừ quỹ dự phòng rủi ro là 1,537 tỷ đồng. Tổng giá trị tài sản đảm bảo theo ghi nhận của ACB là 4,462 tỷ đồng, trong đó, tổng giá trị tài sản đảm bảo có khả năng thu hồi cao trị giá 1,440 tỷ đồng (thư bảo lãnh của ngân hàng khác, khoản đặt cọc của bên thứ ba mua cổ phiếu của nhóm G6), cho thấy, áp lực tài chính thực tế nếu xử lý các khoản nợ còn lại là không cao. Kết quả kinh doanh của ngân hàng kỳ vọng cải thiện mạnh, ACB đặt mục tiêu LNTT 2017 đạt 2,205 tỷ đồng (+32%). BSC dự báo LNST đạt 1,616 tỷ đồng vào năm 2017 (+22% yoy) và tăng lên tới 3,623 tỷ đồng vào năm 2018 (+124% yoy).

CTG – NẮM GIỮ - Giá mục tiêu 21,500 đồng/cp, upside 7.5%

Cổ phiếu CTG đã tăng 10% so với giá tại ngày phát hành [báo cáo](#) của chúng tôi. 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 tương đối rẻ, với P/B điều chỉnh là 1.3x. Ngân hàng đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế đạt 8,800 tỷ đồng, tăng 3% yoy, tương đương EPS 2017 là 1,568 đồng/cp. Đáng chú ý, CTG dự kiến mua lại toàn bộ nợ xấu đã bán cho VAMC về tự xử lý trong năm 2017 (giá trị ròng còn lại là 6,541 tỷ đồng). Chúng tôi lưu ý, với quy mô

tài sản nghi ngờ lớn (54,350 tỷ đồng), nhiều khoản cho vay tập trung, giá trị tài sản đảm bảo lớn (trung bình là 179% giá trị cho vay), CTG sẽ được hưởng lợi sau khi Nghị quyết xử lý nợ xấu đi vào thực thi, qua đó, cải thiện chất lượng tài sản và nguồn thu nhập cho ngân hàng.

VCB – MUA – Giá mục tiêu 41,100 đồng/cp, upside 8%

VCB là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi với chất lượng tài sản tốt, trích lập dự phòng rủi ro chặt chẽ, khả năng sinh lời cao và kỳ vọng tiếp tục cải thiện mạnh trong thời gian tới. Kết thúc quý 1/2017, tăng trưởng tín dụng của ngân hàng đạt 8.42%, tương đương ½ kế hoạch cả năm. LNST tăng 20% đạt 2,206 tỷ đồng, tăng trưởng cao đối với cả mảng tín dụng và dịch vụ. Ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh mảng ngân hàng bán lẻ, với khả năng sinh lời cao và tỷ lệ nợ xấu thấp, qua đó, tiếp tục cải thiện hiệu quả kinh doanh. Tỷ lệ bao nợ xấu của VCB luôn ở mức cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, đạt 129% trong quý 1/2017. Ngân hàng đã hoàn tất mua lại và trích lập toàn bộ trái phiếu đặc biệt trong năm 2016. Do vậy, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của ngân hàng được kỳ vọng giảm mạnh từ năm 2017, dự báo giảm 31% trong năm 2017 còn 4,406 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế 2017 của ngân hàng đạt 8,643 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 (trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) là 2,073 đồng/cp.

	EPS 2017F	BV	BV điều chỉnh	ROA	ROE	CAR	P/B	P/B điều chỉnh	Giá ngày 30/06/2017	Giá hợp lý của cổ phiếu	Link
MBB	2,033	14,632	10,099	1.23%	12.23%	12.50%	1.52	2.21	22,300	26,000	Link
ACB	1,588	14,764	10,987	0.64%	10.72%	13.19%	1.75	2.36	25,900	30,242	Link
CTG	1,597	15,630	9,406	0.75%	11.47%	10.40%	1.30	2.15	20,250	21,499	Link
VCB	2,073	13,944	12,719	0.96%	14.75%	11.13%	2.76	3.03	38,500	41,100	Link
VIB	N/A	15,712	9,581	0.60%	6.69%	13.30%	1.42	2.33	22,360	21,901	

Nguồn: BSC research

Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan]

- Phí bảo hiểm gốc tăng trưởng chững lại trong 1Q2016 (+8.7% yoy), các mảng bán lẻ giảm xuống mức 13-14%
- Tỷ lệ bồi thường gốc đạt 31.3%, cao hơn so với 29% của cùng kỳ
- Kết quả kinh doanh 1Q2017 của các doanh nghiệp niêm yết khả quan với doanh thu tăng trung bình 12.7% và hệ số kết hợp giảm 2.7%.
- Triển vọng 2017 khả quan nhờ mặt bằng lãi suất tiền gửi cải thiện và kỳ vọng từ các thương vụ thoái vốn

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ chững lại trong quý 1/2017. Theo số liệu chính thức từ Cục quản lý giám sát bảo hiểm, toàn ngành đạt 9,622 tỷ đồng phí bảo hiểm gốc (+8.7%yoy). Đây là mức tăng trưởng thấp hơn đáng kể so với 14% của năm 2016 và 13.5% của giai đoạn 2010-2016. Cho từng mảng sản phẩm, chỉ có các mảng bán lẻ giữ được mức tăng trưởng cao như 15% cho xe cơ giới và 18.3% cho bảo hiểm sức khỏe, trong khi các mảng sản phẩm khác đều chững lại đáng kể thậm chí suy giảm.

Tổng số tiền bồi thường trong 2016 được hiệp hội ước vào khoảng 3,014 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ bồi thường thực là 31.3%, cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái là 29%, nhưng thấp hơn đáng kể so với trung bình giai đoạn 2005-2016 là 37%.

HĐKD Q1/2017 tăng trưởng khả quan, với tổng doanh thu tăng trưởng 12.7% và lợi nhuận trước thuế tăng 1.9%. Hệ số kết hợp đạt mức trung bình 98.9%, thấp hơn 2.7% so với cùng kỳ, cho thấy sự cải thiện trong khả năng sinh lời các doanh nghiệp. Tỷ suất đầu tư quý 1/2017 đạt mức trung bình 6.6%, cải thiện so với mức trung bình 5.91% của cả năm 2016.

Q1 2017 (Tỷ đồng)	BVH (*)	PVI	VNR	BMI	PTI	PGI	BIC
Doanh thu phí gốc	1,834	1,680	452	838	755	593	427
% yoy	+17%	-9%	3%	13%	4%	2%	5%
% Bồi thường (1)	39.2%	50%	50%	38%	52%	57%	46%
Tăng/giảm so với cùng kỳ	+1.3%	2%	1%	0%	-15%	9%	7%
Hệ số kết hợp (2)	99.7%	104%	104%	100%	98%	98%	99%
Tăng/giảm so với 2015	+4%	0%	0%	-4%	-4%	-3%	-5%
Hoạt động đầu tư							
Số tiền đầu tư	65,812	8,069	3,402	2,605	3,269	2,172	3,139
% yoy	19%	-7%	7%	-4%	12%	17%	8%
Tỷ suất đầu tư	6.2%	7.9%	6.0%	8.1%	5.7%	6.2%	6.1%
LNTT 2016	486	135	71	52	41	40	52
% yoy	1.3%	11.8%	18.0%	14.1%	-30.0%	30.7%	-3.5%

¹ Tỷ lệ bồi thường được tính bằng tổng chi bồi thường (bao gồm dự phòng) / doanh thu phí bảo hiểm thuần

² Hệ số kết hợp được BSC tính = (tổng chi phí kinh doanh bảo hiểm + chi phí quản lý doanh nghiệp)/ DTT từ HĐ bảo hiểm

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Cổ phiếu ngành bảo hiểm đang được giao dịch ở mức P/E trung vị là 14.35x và P/B trung vị là 1.2x, cao hơn đáng kể mức chấp nhận của khu vực là 11.9x và 0.99x. Tuy vậy, BSC duy trì khuyến nghị Khả quan đối với ngành Bảo hiểm, do (1) là nhóm ngành duy nhất có lợi với xu hướng đi lên của lãi suất và (2) Kỳ

vọng từ các thương vụ thoái vốn nhà nước. BSC lưu ý quyết định hạ lãi suất của NHNN gần đây chỉ ảnh hưởng đến lãi suất cho vay mà không ảnh hưởng đến lãi suất huy động. Mặt bằng lãi suất của 1H2017 vẫn tăng nhẹ so với cùng kỳ 2016.

PVI – giá mục tiêu 40,000 – upside 20.1%

Chúng tôi cho rằng PVI là cổ phiếu hấp dẫn trong ngành bảo hiểm, nhờ **(1)** những dự án đầu tư mới của ngành dầu khí giúp cải thiện doanh thu đóng góp trong ngành – vốn đã giảm mạnh 60% trong năm 2016 **(2)** Chú trọng vào các mảng bán lẻ trong các năm qua sẽ tiếp tục được phát huy (3) Dự phòng đầu tư đã được tăng cường trích lập trong 2015 và 2016, khi có lợi nhuận đột biến từ thương vụ bán lại mảng bảo hiểm nhân thọ (4) Dòng tiền mới về từ thoái vốn giúp nâng cao tổng danh mục đầu tư. BSC kỳ vọng trong năm 2017 PVI có thể ghi nhận 7,263 tỷ đồng doanh thu phí gốc (+11.6% yoy) và 438 tỷ đồng LNST, tương đương với EPS đạt 1,758 VND/cp và BVPS đạt 29,995. Các điểm nhấn quan trọng bao gồm (1) đã chính thức nới room khối ngoại lên 100% trong đợt AGM vừa qua và (2) dự kiến thoái vốn khỏi PVI Tower – lợi nhuận ước tính khoảng 350 tỷ đồng.

BMI – Giá mục tiêu 31,000 – upside 13.5%

Trong năm 2016, toorg công ty đã hoàn tất việc tái cơ cấu danh mục đầu tư, xử lý các hoạt động đầu tư không hiệu quả, và ghi nhận lãi từ một số các khoản đầu tư dài hạn. Các hoạt động tái cơ cấu đã giúp doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đầu tư đột biến trong 2016, qua đó tạo điều kiện để tổng công ty gia tăng việc trích lập dự phòng bồi thường, giúp giảm gánh nặng trích lập trong các năm tới. Trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng những thay đổi trong thương vụ thoái vốn của SCIC sẽ giúp Bảo Minh có những thay đổi trong chiến lược kinh doanh. Chúng tôi kỳ vọng tổng công ty sẽ ghi nhận 3,681 tỷ đồng doanh thu (+9.8% yoy) và 150.8 tỷ LNST (-11%). Lợi nhuận giảm xuống chủ yếu do những khoản lợi nhuận đầu tư đột biến trong 2016. Theo đó, EPS 2017 ước đạt 1,774 VND và BV 2017 ước đạt 29,100 VND, tương đương với mức P/E forward = 13.4 và P/B forward là 0.82x, tương đối thấp so với mức chấp nhận của thị trường Việt Nam. Do vậy, BSC khuyến nghị MUA với cổ phiếu BMI với giá mục tiêu 1 năm là 31,800 ([báo cáo](#)). BSC lưu ý việc SCIC thoái vốn BMI dự kiến trong năm 2017 sẽ là điểm nhấn quan trọng cho cổ phiếu BMI

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2016)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 30/06/2017	Giá mục tiêu
BMI	3,681	150.8	1,774	15.3	0.82	6.1%	10%	28,000	31,800
PVI	7,263	412	1,758	18.9	1.1	5.8%	20%	33,300	40,000
VNR	1,788	248.8	1,900	12.6	1.2	10%	15%	24,000	26,500

Ngành Công nghệ [Khả quan]

Triển khai thương mại mạng 4G tại Việt Nam đem lại sự phát triển cho toàn xã hội. Hiện tại Việt Nam có 4 nhà mạng đã có giấy phép kinh doanh 4G là VNPT, Viettel, Mobifone và Gtel, trong đó 3 nhà mạng lớn nhất đã chính thức triển khai thương mại 4G trên cả nước từ đầu năm 2017. Chúng tôi cho rằng việc thương mại hóa 4G không chỉ đem lại sự phát triển cho toàn xã hội với ước tính nếu mật độ băng rộng tăng 10% thì GDP tăng tương ứng 1%, mà bên cạnh đó, dịch vụ 4G cũng sẽ thúc đẩy tăng trưởng của ngành bán lẻ thiết bị di động hỗ trợ chuẩn 4G như câu chuyện đã từng xảy ra tại Trung Quốc vào đầu năm 2016. Việt Nam hiện đang có 136 triệu thuê bao di động, trong đó 37 triệu thuê bao đăng ký sử dụng dịch vụ 3G, và chỉ có 5% trong số này sở hữu thiết bị di động hỗ trợ 4G, do đó đây cũng là yếu tố góp phần đem lại tăng trưởng cho ngành bán lẻ di động.

Cập nhật KQKD Q1 2017 và năm 2016/2017 của các doanh nghiệp.

KQKD 5 tháng 2017 của FPT tương đối ấn tượng với LNTT của khối Công nghệ đạt 348 tỷ đồng (+31%yoy, tăng trưởng chủ yếu đóng góp bởi mảng Xuất khẩu phần mềm) và khối Viễn thông đạt 526 tỷ đồng (+21%yoy, đóng góp chính bởi mảng dịch vụ viễn thông đạt tăng trưởng 24%yoy do không phải ghi nhận chi phí phân bổ vật tư quang hóa của dự án Hà Nội và Tp. HCM)

Mã	Doanh thu thuần			LNST thuộc về cổ đông FPT			EPS		
	5T2017	5T2016	yoy	5T2017	5T2016	yoy	5T2017	5T2016	yoy
FPT	16,366	14,633	12%	745	677	10.00%	1,620	1,502	8%

Nguồn: FPT, BSC Research

Hai doanh nghiệp CMG và ITD có năm tài chính kết thúc 31/03 cũng đã công bố BCTC năm 2016/2017, theo đó ITD ghi nhận tăng trưởng LNST +36%yoy do ghi nhận thêm từ dự án Hà Nội – Hải Phòng và Long Thành – Dầu Giây. Với CMG, tăng trưởng đóng góp phần lớn bởi mảng Viễn thông, với DT 2016 mảng viễn thông đạt 1,261 tỷ (+27% YoY), LNTT đạt 127 tỷ đồng (+22.1% YoY), trong đó 88% doanh thu đóng góp bởi trên 1,000 khách hàng doanh nghiệp.

Mã	Doanh thu thuần			Biên LNG		LNST			EPS		
	2016	2015	yoy	2016	2015	2016	2015	yoy	2016	2015	yoy
CMG	4,384	3,694	18.69%	13.50%	14.42%	156.71	136.73	14.61%	1,625	1,518	7.05%
ITD	918	628	46.29%	23.17%	26.78%	87.68	64.27	36.43%	3,371	2,447	37.76%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi đánh giá Khả quan với Ngành CNTT – Viễn thông như trong các báo cáo trước của BSC. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua trung và dài hạn với hai mã cổ phiếu đầu ngành là FPT và CMG do hoạt động kinh doanh tiếp tục tăng trưởng ổn định và bền vững.

FPT – Mua – Giá mục tiêu VND 54,342

KQKD 5T2017 khả quan: DTT 5T2017 đạt 16,366 tỷ đồng (+12%yoy), LNST đạt 977 tỷ đồng (+10%yoy), EPS 5T2017 = 1,620 đồng (+8%yoy). Như đã nêu trên, KQKD khả quan nhờ mảng Xuất khẩu phần mềm tiếp tục tăng trưởng tốt và mảng dịch vụ Viễn thông không phải ghi nhận chi phí phân bổ quang hóa của dự án Hà Nội và Tp. HCM.

Mảng Phân phối tiếp tục ghi nhận tăng trưởng -28%yoy với LNTT 5T2017 đạt 114 tỷ đồng, trong khi Bán lẻ tiếp tục tăng trưởng ấn tượng với LNTT 108 tỷ đồng (+44%yoy). Hiện tại vẫn chưa có kế hoạch cụ thể về việc thoái vốn tại hai mảng kinh doanh này. BSC tạm loại trừ lợi nhuận bất thường nếu có thể xảy ra từ thương vụ này, dự báo LNST 2017 của FPT đạt 3,058 tỷ đồng, EPS 2017 = 4,025 đồng.

CMG – Mua – Giá mục tiêu VND 20,359

CMG vừa tổ chức ĐHCĐ thường niên, theo đó doanh nghiệp dự kiến DTT HN 2017 đạt 4,425 tỷ đồng (+0.9%yoy), LNTT 2017 đạt 237.8 tỷ đồng (+12%yoy). Tuyến cáp quang biển APG đi vào hoạt động chính thức vào đầu năm 2017 hứa hẹn đáp ứng nhu cầu sử dụng Internet tốc độ cao trong nhiều năm tới và giảm thiểu sự cố nhờ tốc độ vượt trội 54 Tbps so với hai tuyến hiện tại là AAG (2 Tbps) và IA (3.84 Tbps). Chỉ có 3 nhà đầu tư Việt Nam tham gia vào dự án và chia sẻ băng thông theo tỷ lệ đóng góp là Viettel (25 triệu USD), FPT (10 triệu) và CMG (5 triệu). Ngoài ra, dự án trục Backbone Bắc – Nam (200 tỷ) thuộc sở hữu của CMG dự kiến hoàn thành vào tháng 7 tới sẽ giúp giảm mạnh chi phí thuê đường truyền hiện tại (khoảng 100 tỷ/năm) xuống mức khấu hao 20 tỷ/năm.

Do triển vọng từ mảng Viễn thông khả quan hơn sau khi CMG đi vào khai thác cáp quang biển APG, BSC dự báo DT 2017 của CMG đạt 5,042 tỷ đồng (+15%yoy), LNST 2017 đạt 198 tỷ đồng, EPS 2017 đạt 2,237 đồng.

Mã	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Div 2017	Giá đóng cửa 30/06/2017	Giá mục tiêu
FPT	46,619	3,058	4,025	11.64	2.09	19.88%	20%tm	46,850	54,342
CMG	5,042	198	2,237	6.79	0.95	10.18%	N/A	15,200	20,359

Nguồn: BSC dự báo, với CMG là dự báo cho năm tài chính 2017 (01/04/2017 – 31/03/2018)

Ngành Cảng biển [Khả quan]

- Sản lượng container qua cảng 3T2017 tăng trưởng 5%
- KQKD Quý 1/2017, các DN bốc xếp cảng biển giảm, DN cung cấp dịch vụ kho bãi giữ đà tăng trưởng cao.
- Nam Đình Vũ làm tăng cạnh tranh giữa các cảng trong khu vực Hải Phòng.

Tổng sản lượng container qua cảng tăng 5% yoy. 3T2017, tổng sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển là hơn 121,7 triệu tấn, tăng 3% so với cùng kỳ năm 2016, trong đó: Hàng xuất khẩu đạt hơn 31,2 triệu tấn (+17%yoy), hàng nhập khẩu đạt hơn 32,3 triệu tấn (-5% yoy) hàng nội địa đạt gần 41 triệu tấn, giảm 7% so với cùng kỳ năm 2016.

Hàng container thông qua cảng biển 3T2017 là hơn 3,1 triệu TEUs (+5%yoy), trong đó: Hàng xuất khẩu đạt hơn 1,26 triệu TEUs (+12%), hàng nhập khẩu đạt 1,19 triệu TEU (+5%yoy), hàng nội địa đạt 670.000 TEUs, (-5%yoy)

Giá cước vận tải container tuyến Á- Âu hồi phục. Giá hợp đồng dài hạn cho dịch vụ vận chuyển trên tuyến Á-Âu trung bình trong ba tháng quý 2/2017 cao gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái, giá cước trong quý II cũng tăng 10% so với quý I, theo dữ liệu từ công ty nghiên cứu thị trường Xeneta.

Kết quả kinh doanh quý 1/2017. Phần lớn các cảng cung cấp dịch vụ bốc xếp đơn thuần đều ghi nhận mức tăng trưởng hoạt động kinh doanh âm cho thấy khó khăn của ngành vận tải biển thế giới và khu vực. Một số doanh nghiệp cung cấp cả các dịch vụ kho bãi, DC như GMD hay TMS vẫn ghi nhận mức tăng cao nhờ tăng trưởng nhu cầu nội địa với dịch vụ này.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1-2017.

	Doanh thu	YoY	LNST	YoY	P/E	P/B
GMD	859.9	1.40%	95.83	40%	20.17	0.94
PHP	563.2	3.80%	106.81	-15%	10.96	1.64
VSC	269.6	19.80%	45.37	-3%	11.55	1.89
TMS	177.8	33.70%	50.6	27%	10.96	1.53
DVP	159.2	12.10%	65.97	5%	9.76	3.15
CDN	146.7	-4.80%	33.63	11%	11.74	1.97
HAH	129.3	6.60%	31.07	-14%	6.66	1.56
PDN	112.9	30.60%	18.28	31%	13.74	1.93
CLL	67.6	-10.80%	19.21	-15%	11.73	1.55
DXP	14.9	-63.20%	3.31	-75%	10.94	1.43
VGP	9.2	-19.40%	1.19	-53%	16.7	1.5
Trung bình					12.26	1.74

Nguồn: BCTC các công ty.

Tăng cạnh tranh từ cảng Nam Đình Vũ. Tháng 11/2016, GMD bắt đầu khởi công xây dựng cảng Nam Đình Vũ. Giai đoạn 1 dự án có tổng mức đầu tư 1,700 tỷ, tài trợ bằng vốn vay 1,000 tỷ, gồm 2 cầu bến với tổng công suất là 500,000 TEU/năm. Giai đoạn 1 dự án được kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động vào tháng 1/2018. Tuy nhiên theo chia sẻ từ lãnh đạo một số cảng trong khu vực, ít nhất phải đến tháng 10/2018 giai đoạn 1 mới được đưa vào sử dụng.

Quan điểm đầu tư. Trong dài hạn, các cảng tại khu vực Hải Phòng sẽ gặp cạnh tranh mạnh từ một loạt các cảng mới được xây dựng như Nam Đình Vũ, Lạch Huyện. Lúc này các cảng trên bán đảo Đình Vũ sẽ tiếp tục hưởng lợi. Xét về các doanh nghiệp logistics phía Nam, chúng tôi cho rằng việc khu cảng Cái Mép Thị Vải được đẩy mạnh khai thác sẽ giúp các doanh nghiệp kho bãi, ICD, DC trong khu vực gần nội thành hưởng lợi, như STG, SWC, TMS, GMD.

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 chúng tôi cho rằng GMD đã phản ánh tiềm năng tăng trưởng 1 năm. Một số điểm đáng chú ý về hoạt động kinh doanh của GMD: : (1) Ghi nhận khoảng 100 tỷ từ việc chuyển nhượng 15% cổ phần tòa nhà Gemadept tower trong quý 2/2017. (2) Tăng trưởng doanh thu mảng cảng có thể đi ngang năm 2017, tuy nhiên mảng logistics tăng trưởng tích cực nhờ Mekong logistics đi vào hoạt động. (3) SCSC tăng trưởng mạnh dự báo khoảng 30% đóng góp khoảng 84 tỷ vào LN từ liên doanh liên kết, tăng 67% so với cùng kì 2016.

VSC- Khuyến nghị Mua- Giá mục tiêu 72.400

Từ đầu năm, cảng Vip Green đã thu hút được thêm 2 tàu của Maserk lines vào khai thác nâng tổng số 8 chuyên vào trên tuần. Hiện tại bãi 10 ha mua từ đầu năm đã xây dựng xong 5 ha, dự kiến ngày 25/6 sẽ đưa vào sử dụng để đáp ứng nhu cầu của cảng Vip-green. Thêm vào đó, VSC đã đầu tư 2.9 triệu EUR mua 1 cầu bánh lốp phục vụ bốc xếp tác tàu tải trọng lớn của Maserk Lines. Giá dịch vụ giảm khoảng 5-7% so với cùng kì 2016, tuy nhiên nhờ tỷ lệ lấp đầy tăng mạnh tại cảng mới, chúng tôi cho rằng VSC sẽ giữ được đà tăng trưởng cao.

HAH- Khuyến nghị Mua- Giá mục tiêu 30.640.

Một số lo ngại của nhà đầu tư gần đây về ảnh hưởng của cầu Bạch Đằng lên hoạt động kinh doanh của HAH đã làm giá cổ phiếu giảm đến mức hấp dẫn. Sự giảm sút của lượng container xuất nhập khẩu sẽ làm cho HAH khó có được kết quả tốt như trong 3 năm trước. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định HAH vẫn có hoạt động lõi khá ổn định nhờ: (1) hoàn thiện chuỗi logistics chủ hàng-vận tải biển-bốc dỡ cầu cảng-khách hàng giúp tăng chất lượng dịch vụ, tạo thuận lợi cho đối tác. (2) Nguồn container từ vận tải biển giúp bù đắp một phần lượng hàng container xuất nhập khẩu giảm do tác động tiêu cực của việc xây dựng cầu Bạch Đằng. (3) Tận dụng được tăng trưởng vận tải container nội địa bằng đường biển.

Mã CK	DT 2017(tỷ)	LNTT 2017(tỷ)	EPS F 2017	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE F 2017	Giá 24/03/ 2017	Giá mục tiêu
GMD	4,354	579	2,774	16.33	2.06	11%	45.300	N/A
PHP	2,529	504	1,432	10.40	1.39	11%	14.900	22,980
VSC	1,187	290	6,036	10.67	2.11	20%	64.400	72,400
HAH	520	130	3,578	6.53	0.91	16%	23.400	30,640
CDN	640	147	1,634	13.77	1.98	16%	22.500	18,800

Ngành Điện [Khả quan]

- Sản lượng điện thương phẩm 5T2017 đạt 67.27 tỷ kWh (+8.5%yoy).
- Kết quả kinh doanh quý 1 tăng mạnh ở nhóm thủy điện, nhiệt điện phân hóa do tỷ giá.
- Quý 3 các doanh nghiệp thủy điện tiếp tục tích cực
- EVN đề xuất đề án tái cơ cấu giai đoạn 2017-2020, một loạt các DN được cổ phần hóa.

5T2017, sản lượng điện thương phẩm đạt 67.27 tỷ kWh (+8.5%yoy), trong đó sản lượng điện thương phẩm nội địa tăng 8,81%. Lũy kế 5 tháng 2017, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn hệ thống đạt 77.4 tỷ kWh (+6.9%yoy). Như vậy lượng điện sản xuất vẫn đáp ứng đủ nhu cầu phụ tải nội địa.

Giá điện thị trường ở duy trì ở mức cao do tăng huy động nguồn cung từ các nhà máy nhiệt điện, tuabin khí chu trình hỗn hợp. Cụ thể, giá mua điện bình quân của các nhà máy điện tính tại điểm mua bán điện là 1.266 đồng/kWh trong tuần 4 của tháng 3. Nguyên nhân chính là tỷ lệ điện huy động từ các nguồn giá cao vẫn duy trì ở mức cao, với tỷ trọng của nhiệt điện và tuabin khí là trên 74%, còn lại 24% là thủy điện và khoảng 2% là nhập khẩu.

Kết quả kinh doanh quý 1/2017. Nhờ tình hình thủy văn diễn biến thuận lợi trong cuối năm 2016 và 3 tháng đầu năm 2017, các doanh nghiệp thủy điện đều ghi nhận mức tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ 2016 (thời điểm El Nino diễn ra). Về phía nhiệt điện, đáng chú ý nhất là PPC ghi nhận LNST 142 tỷ (trong khi đó cùng kỳ lỗ 156 tỷ nhờ tỷ giá JPY/VND diễn biến thuận lợi).

Tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1/2017

	Địa điểm	DT Q1/2017	YoY	LNST Q1/2017	YoY	P/E	P/B
NT2	Đồng Nai	1,769.30	28%	266.36	-16%	8.41	1.74
PPC	Hải Dương	1,475.70	-13%	142.16	NA	7.88	0.99
KHP	Khánh Hòa	741.6	5%	-35.96	NA	12.45	0.73
CHP	Huế	244.5	158%	139.12	1485%	8.85	1.56
VSH	Bình Định	192.6	83%	126.05	100%	10.98	1.13
BTP	Vũng Tàu	168.7	-57%	-45.81	NA	9	0.74
NBP	Ninh Bình	158.7	-12%	1.37	-87%	15.93	0.74
TMP	Bình Phước	133.1	124%	46.4	-2898%	13.84	1.95
SBA	Đà Nẵng	83	268%	36.1	-1546%	8.68	0.99
TBC	Yên Bái	74.4	19%	38.22	27%	13.84	1.89
SJD	Bình Phước	66	39%	24.79	65%	10.61	1.1
HJS	Hà Giang	35.5	0%	6.82	13%	13.65	1.36
DRL	Đak Lăk	21.3	162%	15.42	305%	8.78	2.69
Trung bình						10.99	1.36

Nguồn: BCTC các công ty

Quý 3, các doanh nghiệp thủy điện từ miền Trung trở vào tiếp tục thuận lợi. Theo khí tượng thủy văn trung ương, lượng mưa trong quý 3 tại Trung Bộ tương đương TBNN, trong khi đó tại Tây Nguyên và Nam Bộ mưa có thể kết thúc sớm với lượng mưa phổ biến cao hơn TBNN khoảng 30%. Tuy nhiên nhà đầu tư

lưu ý, bắt đầu từ khoảng tháng 10, lượng mưa ở khu vực này có thể giảm khoảng 15-30% so với TBNN do dư báo El Nino có thể quay trở lại.

Tái cơ cấu tập đoàn EVN giai đoạn 2017-2020. Theo đó EVN tiếp tục là công ty TNHH 1 thành viên do nhà nước nắm giữ 100%. Doanh nghiệp do EVN nắm giữ trên 50% là CTCP Tư vấn xây dựng điện 1 và CTCP tư vấn xây dựng điện 2. Cổ phần hóa các TCT Phát điện 1,2,3 (EVN nắm giữ ít nhất 51% vốn điều lệ đến hết năm 2019, năm 2020 tiếp tục xem xét thoái xuống dưới mức chi phối. Thực hiện thoái toàn bộ vốn tại các doanh nghiệp sau: Công ty Tài chính cổ phần Điện lực; Công ty cổ phần Cơ điện Thủ Đức; Tổng công ty Thiết bị điện Đông Anh - Công ty cổ phần; Công ty cổ phần Phong điện Thuận Bình; Công ty cổ phần Tư vấn xây dựng điện 3; Công ty cổ phần Tư vấn xây dựng điện 4.

Quan điểm đầu tư. Chung nhận định với báo cáo trong quý 1, chúng tôi vẫn cho rằng cổ phiếu ngành điện có tính phòng thủ cao, phù hợp quan điểm đầu tư an toàn, ngại rủi ro. Trong quý 1, diễn biến giá cổ phiếu thủy điện đã phản ánh khá đúng với nhận định của chúng tôi như VSH, CHP. Trong quý 3, KQKD của các doanh nghiệp này được dự báo tiếp tục khả quan, tuy nhiên giá cổ phiếu hiện tại được cho rằng đã phản ánh tiềm năng tăng trưởng này. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Khả quan** với ngành điện và đưa ra nhận định về một số mã sau:

NT2- Khuyến nghị Nắm giữ- Giá mục tiêu 36.000 đồng

Trong khoảng thời gian từ 1/9 tới 14/10, NT2 sẽ thực hiện đại tu 2 tổ máy khiến kế hoạch sản xuất điện năm 2017 chỉ ở mức khoảng 4.5 triệu kWh. Tuy nhiên yếu tố ngắn hạn này theo chúng tôi không ảnh hưởng lớn tới yếu tố nội tại bền vững của công ty. Yếu tố quan trọng có thể ảnh hưởng tới KQKD của NT2 là tỷ giá. Tại ngày 31/12/2016, NT2 có dư nợ ngoại tệ là trên 123 triệu USD và 112 triệu EUR. Như vậy với mỗi 1% tăng giá của USD và EUR, NT2 sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá khoảng 50 tỷ VND.

PPC- Khuyến nghị Nắm giữ- Giá mục tiêu 19.300 đồng

Việc PPC thực hiện kế hoạch tái cấu trúc nợ vay bằng đồng JPY, giảm mạnh rủi ro biến động tỷ giá, làm cho chúng tôi thay đổi quan điểm định giá với PPC. Đến cuối năm 2016, PPC có dư nợ bằng đồng yên khoảng 21.35 tỷ JPY. Trong tháng 2, PPC đã thực hiện trả trước 8 tỷ JPY với tỷ giá theo tính toán là 204 VND/JPY, tài trợ bằng nguồn vốn nhàn rỗi của công ty. Trong tháng 5/2017, PPC tiếp tục trả tiếp 8 tỷ JPY, giảm dư nợ đồng JPY xuống còn khoảng 6 tỷ JPY. Một số rủi ro nhà đầu tư cần cân nhắc: (1) . Nhà máy PL1 đã hết khấu hao nên hiệu suất sử dụng khá thấp, tạo ra khó khăn cho PPC trong việc xin Qc cho nhà máy này. (2) 817 tỷ đồng đầu tư vào QTP đã phải trích lập dự phòng 409 tỷ năm 2015, hoàn nhập 85 tỷ năm 2016. Tuy nhiên dự báo tình hình kinh doanh của QTP trong năm 2017 sẽ khá khấn do chênh lệch tỷ giá.

VSH- Khuyến nghị MUA- Giá mục tiêu 20.530 đồng.

Trong quý 1 và quý 2/2017, nhờ hưởng lợi từ lượng mưa lớn trong khu vực, kết quả kinh doanh của VSH tăng trưởng mạnh so với cùng kì 2016. Chúng tôi nhận định trong quý 3, KQKD của VSH tiếp tục diễn biến khả quan. Tuy nhiên trong quý 4, thời điểm các hồ chứa của VSH tích tụ nước dùng cho sản xuất các quý đầu năm 2018, có thể ảnh hưởng do dự báo El Nino trở lại. Tuy nhiên chúng tôi nhận định đây chỉ là ảnh hưởng tạm thời. Tầm nhìn 1 năm, chúng tôi khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 20.530 đồng. Khuyến nghị

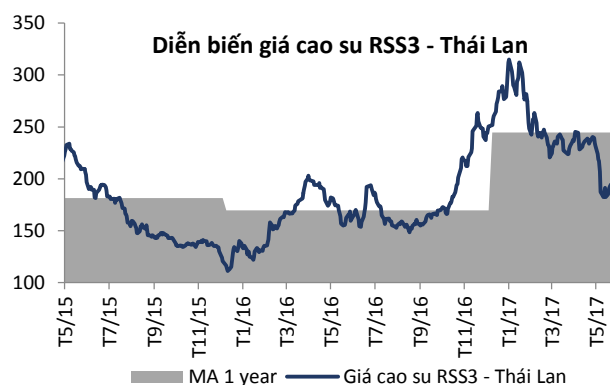
này chưa phản ánh tiềm năng dài hạn của dự án Thượng Kon Tum (công suất 220 MW đi vào hoạt động dự kiến từ tháng 3/2019).

Mã CK	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	P/E fw	P/B	ROE 2017	Giá ngày 23/06/2017	Giá mục tiêu
NT2	7,161	884	3,104	9.43	1.62	23%	29.300	36,000
PPC	6,567	600	1,712	11.92	1.18	10.6%	20.400	19.300
SJD	468	225	3,261	7.36	1.01	17%	24,000	NA
CHP	667	298	2,366	11.16	1.80	22%	26,400	23,200
VSH	643	381	1,846	9.15	1.18	12%	16,900	20.530

Ngành Cao su [Khả quan]

- Giá cao su tiếp tục giảm sâu, hiện tại chỉ cao hơn 6% so với mức giá trung bình 2016
- Kết quả kinh doanh Q1 2017 của các doanh nghiệp niêm yết khả quan (doanh thu +103% và lợi nhuận +155%)
- Duy trì quan điểm khả quan – khuyến nghị đầu tư DRI, DPR, TRC

Giá cao su tiếp tục giảm sâu: Giá cao su đã liên tục giảm kể từ mức đỉnh vào tháng 1/2017, và hiện tại chỉ đạt 180 JPY/tấn, chỉ cao hơn 6% so với mức giá cao su trung bình năm 2016. Như vậy giá cao su đã giảm 50% chỉ trong 5 tháng đầu năm. Diễn biến giá cao su trong nước cũng theo xu hướng tương tự, khi chạm mốc 60 triệu đồng/tấn trong những tháng đầu năm, và hiện tại chỉ giao dịch ở mức 37 – 38 triệu đồng/tấn, tương ứng mức giảm khoảng 40%.



Kết quả kinh doanh Q1 2017

	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST	%yoy
HRC	17.5	+27%	1.7	-41%
TNC	9.9	-31.7%	2.4	+100%
TRC	85.8	+64.4%	34.4	+300%
DPR	243.9	+105%	91	+225%
PHR	412.3	130%	65.8	+83%

Các doanh nghiệp cao su có kết quả khả quan trong Q1/2017. Mặt bằng giá bán cao su trong nước cao gấp đôi so với cùng kỳ trong quý 1 đã giúp tổng doanh thu các doanh nghiệp cao su đạt mức tăng trưởng 103% và lợi nhuận tăng vọt 155%.

Kết quả kinh doanh Q2/2017 dự kiến tiếp tục khả quan. Giá bán cao su trung bình của Q2/2017 tăng khoảng 25% so với cùng kỳ - giúp KQKD khả quan mặc dù không tăng trưởng cao như trong quý 1. Lưu ý rằng giá cao su 2H2017 sẽ có đóng góp nhiều hơn đến kết quả kinh doanh cả năm do tính chu kỳ.

Quan điểm đầu tư: Khả quan

Cổ phiếu ngành cao su phụ thuộc phần nhiều vào diễn biến giá cao su trên thế giới. Theo dự báo của ANRPC, năm 2017 dự báo nhu cầu cao su sẽ vượt nguồn cung. Tuy vậy, giá cao su phụ thuộc nhiều hơn bởi các yếu tố thị trường như giá dầu và tỷ giá, do vậy có thể có diễn biến trái ngược xu hướng thiếu cung của 2017.

Với giả định giá cao su duy trì ở mức hiện tại cho những tháng còn lại của 2017, thì giá cao su trung bình cho cả năm sẽ đạt khoảng 38 triệu đồng/tấn, tăng 23% so với mặt bằng giá năm 2016. Theo đó chúng tôi duy trì nhận định khả quan cho cổ phiếu ngành cao su.

DRI – Giá mục tiêu 15,700 – Upside 29.7%

Là cổ phiếu mới lên sàn, với những yếu tố cơ bản tốt như (1) Quy mô lớn thứ 2 toàn ngành về diện tích (7,775 hecta) và vốn điều lệ (732 tỷ đồng) – chỉ xếp sau PHR (2) Vườn cây có độ tuổi trẻ - trung bình tuổi khai thác 5 năm, và năng suất thu hoạch cao (1.99 tấn/hecta) và năng suất sẽ tiếp tục cải thiện mạnh trong các năm tới). (3) Lợi thế từ việc trồng cây ở Lào giúp giá nhân công rẻ và các yêu cầu về bảo hiểm xã hội thấp hơn so với chi phí tương ứng ở Việt Nam. Điểm nhấn trong thời gian tới của DRI là việc công ty mẹ - Dakruco thoái vốn khỏi DRI giảm sở hữu từ 66% xuống còn 51%, dự kiến hoàn thành trong quý 3/2017. Sau đó, doanh nghiệp dự kiến sẽ chuyển sàn từ UPCOM sang HOSE. BSC dự báo DRI có thể đạt 610 tỷ đồng doanh thu (+52% oy) và 101 tỷ đồng LNST (+359% yoy), tương ứng EPS 2017 đạt 1,311 VND/cp.

TRC – Giá mục tiêu 33,000 – Upside 28.4%

Trong [báo cáo đầy đủ TRC](#), và các [báo cáo cập nhật ngành cao su](#), BSC đã nhấn mạnh rằng TRC sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi rõ rệt nhất từ việc giá cao su hồi phục trong ngành cao su, do doanh nghiệp sở hữu các yếu tố cơ bản tốt và không đầu tư vào các hoạt động bên ngoài gây đột biến lên KQKD. Do vậy, với mặt bằng giá cao su tăng mạnh so với cùng kỳ, BSC cho rằng cao su Tây Ninh sẽ có mức tăng trưởng mạnh nhất trong KQKD 2017.

Chúng tôi kỳ vọng thời tiết thuận lợi hơn trong 2017 có thể giúp năng suất của TRC khôi phục về mức 2 tấn/ha, dẫn tới sản lượng khai thác có thể đạt mức 9,230 tấn (+1.9% yoy). Với giả định giá bán ra đạt mức trung bình 38 triệu/ha, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động sản xuất cao su của TRC sẽ tăng mạnh 55% lên mức 49.3 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng LNTT của doanh nghiệp có thể đạt 120.3 tỷ đồng (+46.7% yoy), tương đương với EPS 2017 đạt 2,823 VND/cp (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi dự kiến khoảng 20%). Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu TRC với giá khuyến nghị là 33,000 VND/cp (upside 20.2%)

DPR - giá khuyến nghị 49,200 VND/cp (upside 12.6%)

Với mức giá cao su trung bình 38 triệu/tấn, BSC kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động cao su ước đạt khoảng 96 tỷ đồng (+100% yoy), và LNST thuộc công ty mẹ 2017 ước đạt 201.5 tỷ đồng (+ 26.7%), tương ứng với EPS 2017 ước đạt 3,523 VND/cp (sau khi đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi 50 tỷ đồng – là mức trích lập 2016). Theo đó, cổ phiếu DPR đang được giao dịch ở mức P/E forward là 12.6x. BSC khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DPR với mức giá 49,200 (upside 11.6%)

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2017)	Dividend 2017	Giá đóng cửa 30/06/2017	Giá mục tiêu
TRC	444.3	86.9	2,319	12.2	0.53	5%	15%	28,400	33,000
PHR	1,472	314	3,152	10.9	1.13	10.4%	18%	34,500	36,800
DPR	680	201.5	3,523	11.6	0.75	6.5%	20%	43,500	49,000
DRI	610.5	101	1,311	9.76	1.2	12.2%	7%	12,100	15,700

Ngành Phân bón [Khả quan]

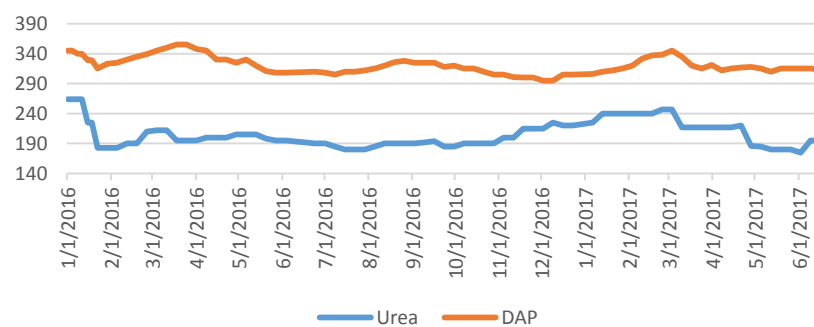
- Tính đến hết 15/06/2017, nhập khẩu phân bón tăng 29% yoy về lượng. Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu phân bón lớn nhất của Việt Nam (chiếm 38% sản lượng)
- Tháng 5/2017, bộ Công thương ban hành quyết định điều tra áp dụng biện pháp tự vệ đối với sản phẩm phân bón DAP nhập khẩu vào Việt Nam.
- Tổng doanh thu của các doanh nghiệp niêm yết tăng 4.01%, lợi nhuận sau thuế tăng 2.22% trong quý 1/2017
- Một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tăng mạnh trong quý 1/2017 gồm DCM, BFC, LAS, SFG, PSE, và PSW

Thực trạng Quý 2/2016

Nhập khẩu phân bón tăng 29% yoy về lượng tính đến hết 15/06/2017. Tổng giá trị nhập khẩu phân bón tính đến 15/06/2017 là 2,2 triệu tấn (Tổng cục Hải quan VN). Trong đó, tốc độ tăng nhanh nhất là NPK, tăng 80% yoy, tiếp đó, Kali tăng 52% yoy, DAP tăng 14% yoy, SA tăng 13% yoy và Ure tăng 5.2% yoy. Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu phân bón chính của Việt Nam, chiếm tới 38% tổng sản lượng nhập khẩu trong 5T2017.

Giá phân bón giảm trở lại trong quý 2/2017. Giá NPK giảm khoảng 9,000-10,000 đồng/bao so với 2 tháng trước³ (tương đương khoảng 1.5%-2.3%). Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành quý 2/2017, Trung Quốc cắt giảm mạnh sản lượng sản xuất Ure và DAP (từ 30-50% sản lượng) khiến giá 2 loại phân bón này tăng mạnh từ cuối năm 2016 đến đầu tháng 3/2017. Tuy nhiên, do dư cung toàn cầu (Theo thống kê của CF Industries⁴, tổng cung ure toàn cầu tăng lên trong 2 năm 2015 và 2016 là 22 triệu MT, và dự báo tăng thêm 10.6 triệu MT trong giai đoạn từ 2017-2021), giá phân bón quay đầu giảm trở lại từ đầu tháng 3/2017. Giá phân bón toàn cầu được dự báo tiếp tục ở mức thấp do tiếp tục dư cung, đối với cả ure, lân, kali.

Diễn biến giá phân Ure và DAP



Nguồn: Bloomberg

³ Bộ Nông nghiệp

⁴ <http://marketrealist.com/2017/06/urea-prices-remain-pressure/>

Quyết định điều tra áp dụng biện pháp tự vệ đối với phân bón nhập khẩu vào Việt Nam được Bộ Công thương ban hành vào tháng 5/2017. Đối tượng điều tra là các loại phân bón vô cơ phức hợp hoặc hỗn hợp có thành phần chính là Đạm (Ni-tơ) và Lân P2O5 trong đó lượng Ni-tơ chiếm ít nhất 7% và lượng P2O5 chiếm ít nhất 30%. Như vậy, đối tượng điều tra hướng tới là phân bón DAP. Theo quy định tại điều 18 của Pháp lệnh Tự vệ, thời hạn điều tra không quá 6 tháng kể từ ngày Bộ trưởng Bộ Công Thương ra quyết định điều tra. Trong trường hợp cần thiết, thời hạn điều tra có thể được gia hạn một lần không quá 2 tháng tiếp theo. Đồng thời, nhanh nhất là sau 2-3 tháng kể từ ngày có quyết định điều tra sẽ áp dụng các biện pháp tự vệ tạm thời. Do vậy, theo chúng tôi, sớm nhất cũng phải tháng 7-8/2017, Bộ Công thương mới có thể áp dụng thuế tự vệ tạm thời với sản phẩm phân bón DAP nhập khẩu vào Việt Nam, và thuế tự vệ chính thức (nếu được thông qua), dự kiến sẽ được áp dụng sau tháng 11/2017, qua đó, hỗ trợ tiêu thụ đối với mặt hàng DAP sản xuất tại Việt Nam.

KQKD quý 1/2017. Kết thúc quý 1/2017, tổng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp niêm yết thấp, tăng lần lượt là 4.01% (đạt 9,727 tỷ đồng) và 2.31% (đạt 568 tỷ đồng). Đáng chú ý, biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp suy giảm, chỉ có DCM, BFC, SFG, NFC chứng kiến biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cải thiện. Một số doanh nghiệp ghi nhận KQKD khả quan như DCM (DT tăng 30%, LNST tăng 146%), BFC (DT tăng 18%, LNST tăng 67%), LAS (DT tăng 12%, LNST tăng 44%), SFG (DT tăng 3%, LNST tăng 22%), PSE (LNST tăng 34%) và PSW (LNST tăng 32% yoy). Chúng tôi lưu ý, kết quả kinh doanh quý 1/2017 của DCM được xác định trên cơ sở giá khí tạm tính trên cơ sở đảm bảo LNTT cả năm của công ty đạt 12% VCSH.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trong quý 1/2017

Đơn vị: tỷ đồng

Mã	Sản phẩm chính	DTT (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐKD	LNST (tỷ đ)	% yoy
DPM	Ure	1,978	-1%	27.75%	14.78%	223	-45%
DCM	Ure	1,211	30%	31.70%	15.62%	284	146%
LAS	Phân lân	1,014	12%	18.11%	4.60%	44	44%
VAF	Phân lân	419	6%	24.40%	5.82%	20	0%
NFC	Phân lân	174	11%	17.38%	4.23%	7	6%
SFG	Lân, NPK	443	3%	10.66%	4.60%	22	22%
BFC	NPK	1,173	18%	15.59%	7.37%	57	67%
DDV	DAP	522	358%	-15.84%	-28.20%	(38)	1%
QBS	Thương mại	861	-39%	4.25%	0.26%	17	-32%
PCE	Thương mại	479	-6%	4.73%	1.70%	7	34%
PSE	Thương mại	442	-10%	4.42%	1.25%	3	1%
PSW	Thương mại	533	11%	3.83%	1.59%	6	32%
PMB	Thương mại	467	2%	5.65%	1.68%	7	-29%
PCN	Thương mại	10	-85%	2.85%	-3.19%	(3)	-11304%

Nguồn: BCTC các công ty, BSC research

Dự báo KQKD quý 3/2017. Quý 3 thường là mùa thấp điểm trong tiêu thụ phân bón, do vậy, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp được dự báo thấp hơn so với quý 2, đặc biệt, trong bối cảnh giá các loại phân bón giảm.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** đối với nhóm cổ phiếu phân bón. Giá cổ phiếu phân bón đang diễn biến tích cực như chúng tôi kỳ vọng trong báo cáo triển vọng ngành 2017. Giá nhiều cổ phiếu phân bón tăng mạnh trong 2 quý đầu năm như QBS tăng 86%ytd, DCM (+38% ytd), BFC (+22% ytd). Kỳ vọng thay đổi chính sách thuế VAT đối với sản phẩm phân bón, nếu được thông qua, sẽ cải thiện mạnh kết quả kinh doanh đối với các doanh nghiệp sản xuất phân đơn như DPM, LAS. Đây cũng là nhóm doanh nghiệp thường có tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý, kỳ vọng thay đổi chính sách VAT có thể chưa có hiệu lực trong năm 2017.

BFC – Theo dõi

Là doanh nghiệp có năng lực bán hàng tốt nhất ngành phân bón với thương hiệu “Đầu Trâu”. DTT và LNST quý 1/2017 đạt lần lượt là 1,173 tỷ đồng (+18% yoy) và 57 tỷ đồng (+67% yoy) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng cao và đóng góp từ công ty con Bình Điền Ninh Bình (giúp tiết giảm khoảng tỷ đồng chi phí vận chuyển và chi phí thuế). 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 công ty đạt lần lượt là 6,629 tỷ đồng và 324 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 (sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) là 5,108 đồng/cp.

SFG – Mua – Giá mục tiêu 14,500 đồng/cp, upside 9%

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. Ngày 20/03/2017, cổ phiếu SFG được giao dịch tại mức giá, tương đương P/E FW là 6.92x, tương đối hấp dẫn so với các công ty cùng ngành. 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, tương đương EPS 2017 là 1,916 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 như đã đề cập ở trên. Chúng tôi giả định, sản lượng tiêu thụ năm 2017 đạt 830 nghìn tấn, giá phân ure tăng 1%, đạt trung bình khoảng 6,200 đồng/kg, giá khí trung bình tăng lên 4.16 USD/MMBTU. Khi đó, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DPM được dự báo đạt lần lượt là 7,748 tỷ đồng và 946 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 2,120 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; Dự án NPK chất lượng cao,

với tổng công suất 400.000 tấn, vốn đầu tư 5000 tỷ đồng và các diễn biến thời tiết, giá ure và giá khí đầu vào.

LAS – Theo dõi – Giá mục tiêu 14,000 đồng/cp

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 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế cho LAS. Chúng tôi dự báo, DTT và LNST năm 2017 của công ty đạt lần lượt là 4,361 tỷ đồng và 151 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 1,617 đồng/cp

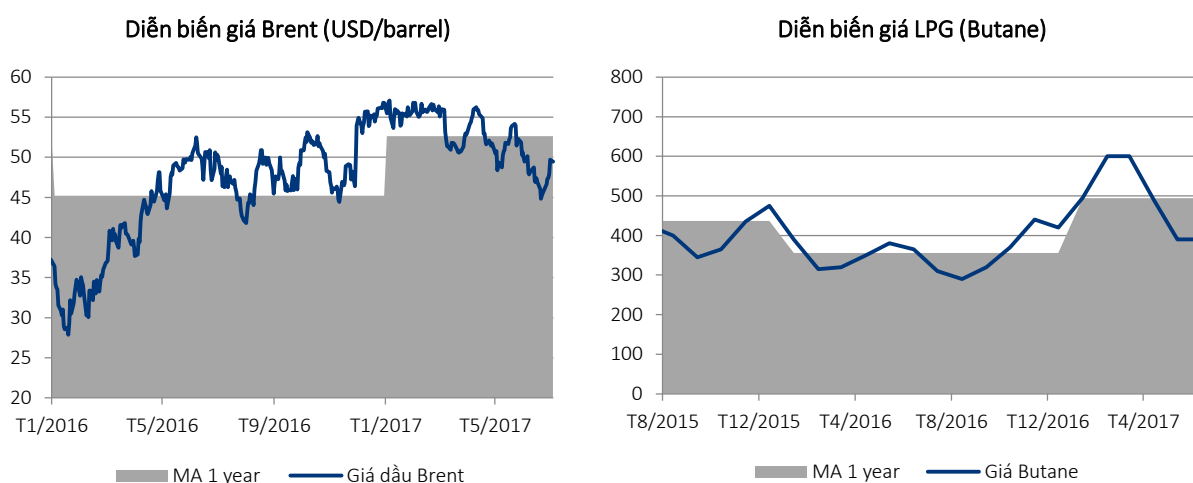
Mã CK	DT 2017E	LNST 2017E	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá tại ngày 30/06/2017	Giá mục tiêu	Link báo cáo
BFC	6,500	324	5,108	8.12	2.50	25%	50% tiền mặt* 20% cp thưởng 21% tiền mặt	41,500	N/A	Link
SFG	2,591	99	1,916	7.05	1.10	17%	10% cp thưởng	13,500	14,500	Link
DPM	7,748	946	2,120	10.75	1.08	11%	35% tiền mặt 20% tiền mặt	23,500	N/A	Link
LAS	4,361	151	1,617	8.60	1.18	12%	45% cp thưởng	13,900	14,000	Link
DDV	2,041	1.2	8	969	1.18	0.12%	N/A	7,750		

Nguồn: BSC research

Ngành Dầu khí [Trung lập]

- Giá dầu Brent đạt mức trung bình \$50.9 trong quý 2, tăng 7.8% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng mạnh 56% của 1Q2017
- Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí trong 1Q2017 phân hóa mạnh
- Duy trì quan điểm khả quan – khuyến nghị đầu tư PVS, GAS

Giá dầu Brent cuối quý 2 đã hồi phục về mức \$49.7, sau một giai đoạn giảm mạnh từ mức \$54 vào 23/5 về \$44.8 ngày 21/6/2017. Giá dầu Brent đạt mức trung bình \$50.9 trong quý 2, tăng 7.8% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng mạnh 56% của 1Q2017. Giá LPG cũng có diễn biến tương tự, giảm mạnh trong quý 2 từ \$600 về mức \$390. Theo đó, giá LPG trung bình trong 2Q2017 đạt \$423, tăng 15.9% so với cùng kỳ.



Ngày 25/5/2017, OPEC đã đồng ý kéo dài thời gian cắt giảm sản lượng thêm 9 tháng, dự kiến cho tới tháng 3/2018. Tuy vậy, nguồn cung dầu vẫn chịu áp lực bởi các quốc gia Mỹ, Iran Nigeria và Lybia, đều gia tăng sản lượng khai thác. Riêng trong quý 2, số lượng giàn khoan đá phiến ở Mỹ tiếp tục tăng thêm 94 giàn, tương ứng khoảng 15% tổng số lượng giàn khoan của quốc gia này.

Việt Nam đã khai thác hơn 6.62 triệu tấn dầu thô, đạt 46.6% kế hoạch đặt ra cho năm 2017 là 14.2 triệu tấn dầu. Vào cuối tháng 4/2017, chính phủ đã yêu cầu ngành dầu khí khai thác thêm 1 triệu tấn dầu so với kế hoạch được giao trong năm 2017, nhằm đảm bảo kế hoạch thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí trong 1Q2017 phân hóa mạnh, trong đó nhìn chung các doanh nghiệp vận chuyển/phân phối khí có kết quả kinh doanh khả quan hơn hưởng lợi từ giá dầu tăng lên. Các doanh nghiệp thượng nguồn vẫn tiếp tục gặp khó khăn trong bối cảnh các dự án thăm dò đầu tư đang bị dừng, giãn tiến độ. Một số doanh nghiệp phục vụ trực tiếp cho hoạt động khai thác dầu khí đang ở giai đoạn khó khăn nhất, như PVD và PVC. Trong 1Q2017, tổng doanh thu các doanh nghiệp niêm yết tăng 6.2% yoy và tổng lợi nhuận tăng 11.1% yoy.

	DT 1Q2017	%yoy	LNST 1Q2017	%yoy
GAS	16,316.0	16.2%	2,215.7	49.8%
PVS	3,374.6	-24.0%	275.4	12.5%
PVD	503.0	-68.1%	(214.3)	N/A
PGS	1,710.0	33.0%	24.7	-87.1%
PGD	1,479.2	66.3%	30.6	-62.8%
PVC	565.6	19.9%	(17.5)	N/A
PVG	896.7	49.2%	3.1	-40.8%
PGC	734.0	24.9%	31.2	41.8%
PXS	343.6	-45.1%	20.2	-40.7%
PVB	47.0	3115.6%	(5.6)	-69.4%
CNG	291.1	40.9%	22.3	7.6%

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Nguồn cung dầu thô thế giới vẫn đang chịu các áp lực gia tăng. Mặc dù OPEC đã kéo dài chương trình cắt giảm sản lượng, nỗ lực này có vẻ vẫn chưa đủ để đảm bảo được giá dầu. Theo EIA, sản lượng khai thác dầu đá phiến của Mỹ đã liên tục tăng, đạt mức 5.5 triệu thùng/ngày trong tháng 7, tăng 22% so với mức khai thác hồi đầu năm. Cùng với đó, các quốc gia không tham gia vào chương trình cắt giảm sản lượng cũng sẽ gia tăng sản lượng, qua đó trung hòa những nỗ lực cắt giảm của OPEC. Theo đó, các tổ chức lớn đều lo ngại cho giá dầu. Goldman Sachs đã hạ dự báo giá dầu trong 3 tháng tới từ mức \$55 trước đây về mức trung bình \$47.5/thùng cho WTI. Cùng với đó, JP Morgan dự báo giá dầu sẽ giảm trong 2018 về mức trung bình \$42.

Chúng tôi cho rằng ngành dầu khí hiện đang ở giai đoạn đáy và mang lại cơ hội cho các nhà đầu tư dài hạn. Nguồn cung điện thiếu hụt ở khu vực phía Nam gây áp lực cho việc triển khai các dự án khí lớn như Cá Voi Xanh hay Lô B Ô Môn. Trong năm 2017, hơn 2.7 tỷ USD được đầu tư cho các dự án như NCS GĐ 2, Cá Rồng Đỏ, hay kho LNG Thị Vải, mặc dù triển vọng giá dầu còn nhiều biến động, cho thấy sự gấp rút trong việc triển khai đầu tư để đảm bảo phục vụ nguồn điện và sự phát triển kinh tế nói chung. Đối với các cổ phiếu dầu khí Việt Nam, BSC hạ triển vọng ngành dầu khí về mức **TRUNG LẬP**. Các cổ phiếu thuộc nhóm khí đang thuận lợi trong ngắn hạn, khi giá FO hay giá LPG đang ở mức cao so với cùng kỳ, và triển vọng dài hạn sẽ khó khăn hơn nếu giá dầu tiếp tục giảm trong 2018. Ngược lại, các cổ phiếu thượng nguồn có triển vọng kém trong ngắn hạn, nhưng triển vọng dài hạn khả quan nhờ vào các dự án lớn. Giá cổ phiếu ngành dầu khí đã underperform so với thị trường trong 1H2017.

Trong ngắn hạn, các dự án như Cá Rồng Đỏ, Sao Vàng Đại Nguyệt và Sư Tử Trắng sẽ là động lực cho các doanh nghiệp xây lắp như PXS và PVS. Thời điểm ghi nhận đóng góp vào kết quả kinh doanh sẽ có khác biệt giữa các doanh nghiệp do đặc thù dịch vụ cung cấp. Một số doanh nghiệp phục vụ hoạt động khai thác sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong nửa cuối năm như PVD và PVC, dự kiến dự án sớm nhất là Cá Rồng Đỏ sẽ bắt đầu giúp cải thiện lợi nhuận từ T5/2019 của các doanh nghiệp này.

GAS – Giá mục tiêu 72,000 VND/cp – Upside 23.4%

Tình hình kinh doanh của GAS phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá dầu FO, do hầu hết chi phí đầu vào đã được ký cố định tại miệng giếng, trong khi 70% sản lượng đầu ra được neo theo 46% giá dầu FO tại thời

điểm bán. Sản lượng khai thác được kỳ vọng đi ngang trong một vài năm tới cho đến lúc các mỏ mới được khai thác (như Cá Rồng Đỏ và Sư tử Trắng). Cuối năm 2017, PV Gas có thể sẽ ghi nhận khoản hồi tố tiền phí vận chuyển cho đường ống Cửu Long trong giai đoạn 2014-2016, ước khoảng 1000 tỷ đồng. Với diễn biến giá dầu FO vẫn khả quan cho thời điểm hiện tại, ổn định ở mức 292 USD/mtu, cao hơn 30.9% so với mức trung bình của cả năm 2016, cùng với phần lợi nhuận đột biến, BSC ước tính GAS có thể đạt 8,111 tỷ đồng lợi nhuận (+15.5% yoy), tương ứng với EPS 2017 đạt 4,239 VND/cp. Theo đó, GAS đang được giao dịch tại mức P/E forward = 13.8x, thấp hơn đáng kể so với thị trường, đặc biệt với quy mô và tầm ảnh hưởng của GAS lên VN index.

PVS – Giá mục tiêu 20,500 VND/cp – Upside 22.7%

PVS là doanh nghiệp được hưởng lợi sớm nhất từ các dự án lớn như Cá Rồng Đỏ và Sao Vàng Đại Nguyệt. Công ty đã trúng thầu dự án Cá Rồng Đỏ, với giá trị EPC đạt 8,500 tỷ đồng. Công việc liên quan đến Cá Rồng Đỏ sẽ bắt đầu được triển khai từ tháng 10/2017 với điểm rơi công việc vào 2018 – 2019. Việc khởi công dự án lớn cũng sẽ kéo theo nhu cầu cho các dịch vụ khác của công ty. BSC ước tính PVS có thể ghi nhận 18,165 tỷ đồng doanh thu (-2% yoy) và 833.9 tỷ đồng LNST (-8% yoy), tương đương với EPS đạt 1,876/cp. Sang năm 2018 chúng tôi kỳ vọng EPS sẽ tăng mạnh lên 2,200 VND/cp, nhờ đóng góp hơn 4,000 tỷ từ dự án Cá Rồng Đỏ. Trong thời gian tới, PVS có thể nhận một khoản tiền bồi thường liên quan đến việc tàu FPSO Lam Sơn kết thúc sớm hợp đồng – tổng thiệt hại liên quan đến việc kết thúc sớm hợp đồng này là hơn 200 triệu USD.

Mã CK	DT 2017	LNST 2017E	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2017	Giá tại ngày 30/6/2017	Giá mục tiêu
PVS	18,165	833.7	1,876	9.6x	0.7x	7.6%	17%	16,700	20,500
GAS	68,771	8,111	4,239	13.8	2.7	19.8%	17% tiền	58,300	72,000

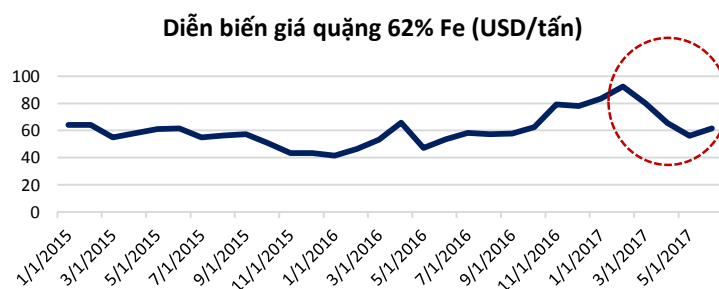
Ngành Thép [Trung lập]

- Giá quặng sắt bắt đầu bật tăng từ cuối tháng 6/2017 nhưng lực tăng có thể không bền vững
- Trong 2 tháng đầu Q2/2017, tiêu thụ Thép nội địa không khả quan với sản lượng thép Xây dựng +4.79%yoy, ống thép +8.85%yoy. Tôn mạ duy trì mức tăng trưởng cao với 29.96%yoy
- Chính thức áp thuế tự vệ với tôn mạ màu nhập khẩu, thuế ngoài hạn ngạch là 19%

Thực trạng Q2/2017

Giá quặng sắt Thế giới lại bật tăng từ cuối tháng 6/2017 nhưng dự báo vẫn theo xu hướng giảm. Đầu năm 2017, nhu cầu đầu tư hạ tầng và bất động sản tại Trung Quốc (nước chiếm tới 65% tổng nhập khẩu quặng sắt toàn cầu) tăng vọt dẫn tới giá quặng sắt tạo đỉnh 92.46 USD/tấn trong tháng 2/2017. Sản xuất thép tại Trung Quốc tháng 4 ghi nhận mức tăng kỷ lục, và gia tăng nhập khẩu quặng sắt từ Australia và Bắc Triều Tiên. Tuy nhiên, hoạt động ngân hàng liên quan đến việc tài trợ các hợp đồng bất động sản tại Trung Quốc bị giám sát nghiêm ngặt hơn, cung tiền M2 giảm 9.6%yoy trong tháng 5/2017, các nhà tạo lập thị trường phải củng cố lại đòn bẩy tài chính và bán lượng quặng nắm giữ, giá quặng sắt lao dốc, và tạo đáy 56.07 USD ngày 31/05/2017.

Hiện tại tồn kho quặng sắt tại 45 cảng lớn của TQ lên mức kỷ lục hơn 140 triệu tấn, giá quặng đã phục hồi lên mức 61.61 USD/tấn (30/06/2017). Tuy nhiên sự phục hồi có thể không bền vững khi nỗ lực hạn chế xây dựng của TQ được dự báo sẽ lan về các vùng nông thôn trong thời gian tới. Theo thống kê của Bloomberg, dự báo giá Quặng 62% Fe sẽ theo xu hướng giảm, giá trong Q3 và Q4 2017 lần lượt là 58.83 USD và 56.45 USD/tấn; giá trung bình năm 2018 giảm về khoảng 51.25 USD/tấn.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tiêu thụ thép chứng kiến sự tăng trưởng mạnh ở sản phẩm Tôn mạ. Theo thống kê của Hiệp hội thép Việt Nam, trong 2 tháng đầu Q2/2017 (tháng 4 và 5), sản lượng tiêu thụ thép Xây dựng đạt 1.39 triệu tấn chỉ tăng 4.79%yoy và tiêu thụ Ống thép đạt 358,779 tấn, chỉ tăng 8.85%yoy, tương đối thấp khi so sánh với số liệu tăng trưởng của tháng 4 và tháng 5 năm 2016 với cùng kỳ 2015 lần lượt là 9.91%yoy và 28.74%yoy. Đối nghịch với đó, sản phẩm tôn mạ vẫn duy trì mức tăng trưởng cao 29.96%yoy trong 2 tháng đầu Q2, sản lượng tiêu thụ đạt 594,503 tấn, trong đó xuất khẩu tôn mạ đạt 280,393 tấn, tăng tới 39.59%yoy, thị trường xuất khẩu chủ yếu vẫn là các nước Asean.

Chính thức áp thuế tự vệ với tôn mạ màu nhập khẩu. Ngày 31/05/2017 Bộ Công Thương đã ban hành quyết định áp dụng biện pháp tự vệ với tôn mạ màu nhập khẩu. Theo đó, nếu vượt qua hạn ngạch cho

phép, mức thuế tự vệ ngoài hạn ngạch sẽ ở mức 19%. Tổng hạn ngạch tôn mạ không chịu thuế tự vệ là 380,679 tấn (từ 15/06/2017 – 14/06/2018) tăng lên thành 460,622 tấn năm 2020. Do đó, các doanh nghiệp Việt Nam sẽ được hưởng lợi khi sản lượng trong hạn ngạch tương đối thấp so với tổng cầu. Trong năm 2016 tổng lượng tôn mạ màu nhập khẩu vào Việt Nam khoảng 1.85 triệu tấn (trong đó hơn 60% từ TQ).

Cập nhật KQKD Q1 2017: ngành thép tiếp tục tăng trưởng tốt trong Q1 2017 do hưởng lợi từ xu hướng giá quặng tăng từ năm 2016 đến cuối tháng 2/2017 và sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tích cực. Với HSG, chi phí lãi vay tăng mạnh (tăng vốn vay ngắn hạn để tài trợ tăng tồn kho nguyên liệu) dẫn tới hiệu quả về lợi nhuận không đạt như cùng kỳ 2016.

Mã	Doanh thu thuần			Biên lợi nhuận gộp		LNST		
	01/01 – 31/03/2017	01/01 – 31/03/2016	yoy	Q1 2017	Q1 2016	01/01 – 31/03/2017	01/01 – 31/03/2016	yoy
HPG	10,265	7,142	43.72%	23.99%	20.03%	1,935	1,020	89.71%
HSG	6,213	4,384	41.74%	18.61%	25.03%	415	418	-0.76%
NKG	2,392	1,799	33.01%	12.83%	7.75%	156	66	136.65%

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm **Trung lập** với Ngành Thép như trong báo cáo triển vọng Ngành Q2/2017 do lo ngại về diễn biến giá thép không theo chiều hướng thuận lợi như cùng kỳ năm 2016 và tăng trưởng tiêu thụ Thép trong nước chưa có dấu hiệu bứt phá. Với các doanh nghiệp Thép lớn, có sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt như HPG, HSG, NKG, BSC vẫn duy trì khuyến nghị Mua Trung và Dài hạn.

HPG – Mua – Giá mục tiêu VND 39,200

Mặc dù sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng tốt trong tháng 4 và 5/2017 với sản lượng tiêu thụ thép Xây dựng đạt 340,421 tấn (+19.65%yoy) và Ống thép đạt 92,500 tấn (+14.2%yoy) nhưng HPG khó có khả năng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép trong 6 tháng cuối năm. Nguyên nhân là do Giai đoạn 3 – KLH sản xuất gang thép Hải Dương đi vào hoạt động từ Q2/2016 và ngay sau khi đi vào hoạt động vài tháng dự án đã chạy 100% công suất thiết kế. Sản lượng tiêu thụ thép của HPG năm 2016 đạt 1.8 triệu tấn trong khi công suất thiết kế của toàn bộ tập đoàn là 2 triệu tấn/năm (tối đa có thể đạt 2.1 – 2.2 triệu tấn thép). BSC dự báo LNST 2017 của HPG ước đạt trên 7,000 tỷ đồng, EPS 2017 = 4,621 đồng.

HSG – Mua – Giá mục tiêu VND 37,279

Sản lượng tiêu thụ tôn mạ tiếp tục tăng trưởng tốt trong tháng 4 và 5/2017, đạt 213,350 tấn (+64.44%yoy), trong khi đó sản lượng ống thép lại giảm 18.68%yoy, chỉ đạt 61,585 tấn.

Theo số liệu BCTC bán niên 2017 của HSG, tồn kho nguyên vật liệu tăng mạnh so với thời điểm đầu năm tài chính (1,211 tỷ đồng tăng thành 5,199 tỷ đồng), mặc dù NVL tăng để phục vụ cho phần công suất tăng thêm là Dây chuyền cán nguội công suất 400,000 tấn/năm đi vào hoạt động tháng 6/2017 (công suất cán

nguội trước đó là 980,000 tấn/năm), nhưng với đà lao dốc của giá quặng trong tháng 3 – tháng 6 vừa qua, BSC cho rằng KQKD Q3 (01/04 – 30/06) của HSG sẽ bị ảnh hưởng tương đối.

NKG – Mua – Giá mục tiêu VND 42,992

Sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng tốt trong 2 tháng 4 và 5 với tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ đạt 97,033 tấn (+42.07%yoy) và ống thép đạt 18,095 tấn (+20.23%yoy). Dự kiến sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp tục tăng mạnh trong Q3 khi tháng 6/2017 NKG đưa vào vận hành dây chuyền mạ NOF công suất 150,000 tấn/năm và dây chuyền mạ màu công suất 120,000 tấn/năm. Ngoài ra trong tháng 9/2017, NKG sẽ đưa vào hoạt động dây chuyền cán nguội công suất 200,000 tấn/năm (công suất cán nguội hiện tại của NKG là 800,000 tấn/năm) giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Trong Q3, NKG sẽ tổ chức ĐHCĐ bất thường để xin ý kiến về việc phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược, tăng vốn phục vụ mở rộng sản xuất, dự kiến quy mô của đợt phát hành khoảng 30 triệu cổ phiếu.

Mã	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Div 2017	Giá đóng cửa 30/06/2017	Giá mục tiêu
HPG	36,897	7,001	4,612	6.94	1.91	27.36%	30%	32,000	39,200
HSG	22,367	1,919	5,482	5.91	1.99	33.67%	N/A	32,400	37,279
NKG	12,093	711	7,179	4.61	1.69	36.64%	N/A	33,100	42,992

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Gạch men [Trung lập]

- Kết quả kinh doanh Q1/2017 của các doanh nghiệp gạch men tiếp tục duy trì mức tăng trưởng khá nhờ vào tiết kiệm các loại chi phí
- Kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh vào Q3/2017 nhờ vào điểm rơi lợi nhuận của nhóm bất động sản

Thực trạng Quý 2/2017

Kết quả kinh doanh Q1/2017 của các doanh nghiệp gạch men tiếp tục duy trì mức tăng trưởng khá nhờ vào tiết kiệm các loại chi phí. Mặc dù doanh thu của hầu hết các doanh nghiệp gạch men đều ghi nhận mức giảm trừ CVT, VHL và VGC, nhưng hầu hết các doanh nghiệp gạch men đều ghi nhận mức tăng trưởng LNST khả quan trong Q1/2017 trừ CYC, TCR và TTC chủ yếu do tiết kiệm các loại chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Tổng doanh thu của ngành gạch men trong Q1/2017 đạt 3282 tỷ đồng (+2.7% yoy), lợi nhuận gộp đạt 702.5 tỷ đồng (+3.2% yoy). LNST đạt 236.8 tỷ đồng (+51.7% yoy) chủ yếu nhờ vào đóng góp của VGC.

Công ty	Doanh thu (tỷ)		Lợi nhuận gộp		Lợi nhuận sau thuế (tỷ)		P/E	P/B
	Q1/2017	%yoy	Q1/2017	%yoy	Q1/2017	%yoy		
CVT	189	16%	46.5	+8.6%	29	17%	8.3	3.3
CYC	51	29%	5.1	-25%	(1)	-257%	-	0.4
TCR	274	-26%	27.3	-67%	(31)	-388%	-	0.3
TTC	80	-11%	10.8	-29.6%	5	-24%	6.1	1.0
VHL	480	17%	81.8	-3.2%	30	22%	10.6	2.2
VIT	179	-9%	26.0	+39.8%	6.8	84%	7.2	1.9
VGC	2,029	5%	505	+16.4%	198	92%	10.5	1.5
Trung bình							8.5	1.5

Nguồn: BCTC các công ty

Kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh vào Q3/2017 nhờ vào điểm rơi lợi nhuận của nhóm bất động sản. Nhờ vào việc mở rộng thêm công suất nhằm đáp ứng thêm nhu cầu tiêu thụ gạch men hiện nay và thời điểm hoàn thiện của nhóm bất động sản thường tập trung vào Q3 và Q4. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của nhóm ngành gạch men sẽ tiếp tục khả quan.

Quan điểm đầu tư. Chúng tôi duy trì đánh giá **Trung Lập** với ngành gạch men. BSC cho rằng với điểm rơi lợi nhuận thường tập trung vào Q3 và Q4, chúng tôi kỳ vọng kết quả một số DN có hoạt động kinh doanh hiệu quả như CVT, VGC sẽ tiếp tục khả quan. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị theo dõi đối với các mã VGC, VIT và MUA trong trung và dài hạn với mã CVT. Hiện tại các cổ phiếu ngành gạch ốp lát đang giao dịch ở mức P/E trung vị là 7.05 và P/B trung vị là 1.89.

Mã	DT 2017	LNTT 2017	EPS 2017	PE F 2017	P/B F2017	Dividend 2017	Giá đóng cửa 24/03/2017	Giá mục tiêu
	Tỷ đồng	Tỷ đồng	VND/cp	X	X	%		
CVT	1,300	189	6,452	6.6	3.36	30% - 35%	45,300	58,000
TCR	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3,970	N/A
TTC	348.2	20	3,367	5.6	1.1	15%	18,800	N/A

VHL	1,971.8	166.9	10,431	7.2	2.2	N/A	76,000	N/A
VIT	994.9	80	4,266	6.8	1.88	15%	29,200	N/A
VGC	8,538	783	1,714	11.2	1.5	N/A	19,300	23,700
TLT	515	45	6,438	2.7	3,0	N/A	17,000	N/A

CVT – MUA – Giá mục tiêu 58,000 đồng/cp. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của CVT Q1/2017 tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt, lần lượt đạt 189 tỷ đồng (+16% yoy) và 29 tỷ đồng (+17% yoy) nhờ vào nhà máy CMC2 đã đi vào hoạt động ổn định. BSC cho rằng CVT là doanh nghiệp có cơ bản tốt, chiến lược lựa chọn phân khúc hợp lý (phân khúc trung và cao cấp) và có hệ thống đại lý bán hàng có hiệu quả cao, và việc đầu tư mở rộng nhà máy CMC2-2 trong năm 2017 sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2018. BSC dự báo lợi nhuận sau thuế của CVT đạt 182 tỷ đồng vào năm 2017, tương đương EPS là 6,450 đồng/cp.

VGC– MUA - Giá mục tiêu 23,700 đồng/cp, (Upsize +22.8%)

Cổ phiếu VGC đã tăng giá 10.8% so với giá tại ngày khuyến nghị mua trong báo cáo của chúng tôi ([link báo cáo](#)). VGC là cổ phiếu đầu ngành VLXD của chúng tôi và đang bước vào thời kì tái cơ cấu mạnh để nâng cao hiệu quả hoạt động, và các chỉ số định giá vẫn đang hấp dẫn so với bình quân ngành. Chiếm 45% thị phần kính xây dựng cả nước: Tổng công suất sản xuất kính của VGC đạt 66,000 QTC m2/năm, chiếm 45% thị phần cả nước, đóng góp 20% vào cơ cấu lợi nhuận gộp của VGC năm 2016. VGC cũng đứng đầu miền Bắc về kinh doanh KCN và BĐS: Sở hữu 3.580 ha đất KCN – đứng đầu miền Bắc, và 368 ha đất phát triển bất động sản. Kết quả kinh doanh liên tục được cải thiện, nhất là sau khi cổ phần hóa: Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 17.6% năm 2012 lên 24.6% năm 2016. LNST tăng bình quân 30%/năm giai đoạn 2014-2016. BSC dự báo lợi nhuận sau thuế của VGC đạt 783 tỷ đồng vào năm 2017, tương đương EPS là 1,714 đồng/cp.

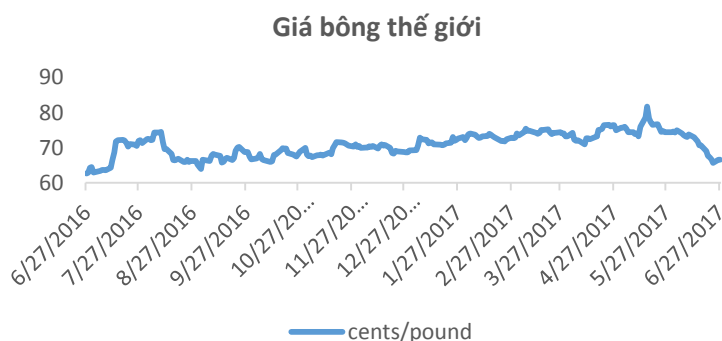
Ngành Dệt may [Trung lập]

- Xuất khẩu Dệt may tăng trưởng tốt ở mức 9.39 tỷ USD, tăng 9.1% YoY trong 5 tháng đầu năm 2017.
- Giá bông thế giới giảm mạnh sau khi lập đỉnh vào tháng 5.
- KQKD 1Q2017 phân hóa giữa các doanh nghiệp dệt may.
- Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với triển vọng của ngành dệt may trong nửa cuối năm 2017.

Thực trạng Quý 1/2017

Xuất khẩu Dệt may tăng trưởng tốt ở mức 9.1% YoY trong 5 tháng đầu năm 2017. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may 5 tháng đầu năm 2017 đạt 9.39 tỷ USD, tăng 9.1% YoY so với mức tăng 6.1% YoY của quý 1/2017. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu các thị trường lớn ghi nhận mức tăng trưởng ổn định: Hoa Kỳ (4.58 tỷ USD, +6.9% YoY), EU (1.3 tỷ USD, +4.9% YoY), Nhật Bản (1.14 tỷ USD, +10.3% YoY)... Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam, việc tăng trưởng tốt trong bối cảnh TPP chưa được thông qua nhờ chuyển hướng cạnh tranh nhờ chất lượng và sáng tạo trong thiết kế, thay vì chỉ dựa vào chi phí nhân công thấp như trước đây.

Giá bông thế giới giảm mạnh sau khi lập đỉnh vào tháng 5. Giá bông giảm mạnh xuống còn khoảng 66 cents/pound (xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái) sau khi lập đỉnh 81.76 cents/pound vào hồi giữa tháng 5. Nguyên nhân là sản lượng bông thế giới trong mùa vụ 2017-2018 được dự báo tăng 7% YoY trong khi mức tiêu thụ dự báo chỉ tăng 2.3% YoY.



Nguồn: Bloomberg& BSC Research

KQKD 1Q2017 phân hóa giữa các doanh nghiệp dệt may. Tổng hợp kết quả kinh doanh của 7 doanh nghiệp dệt may lớn trên thị trường, tổng doanh thu tăng trưởng ở mức 3%YoY trong khi tổng LNST tăng 10% YoY nhưng kết quả tương đối phân hóa. Các doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng bao gồm: TCM (+115.8%) nhờ nhà máy Vĩnh Long bắt đầu đạt đủ mức sản lượng để bù đắp chi phí khấu hao; STK (+762%) nhờ đẩy mạnh doanh số bán hàng tại thị trường Hàn Quốc (+54% YoY) và giá bán bình quân phục hồi (+10.7% YoY). Trong khi đó, một số doanh nghiệp khác ghi nhận mức tăng trưởng chậm hoặc thậm chí giảm so với cùng kỳ do tình hình cạnh tranh gay gắt dẫn tới đơn giá giảm hoặc tăng các chi phí ngoài sản xuất.

1Q/2017	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST (tỷ đ)	%yoy	Cổ tức 2016	Biên LNG 1Q/2017	Biên LNG 1Q/2016
VGT	3,898	+18.5%	75.4	-24.6%	5%	9.7%	10.6%
VGG	1,514.6	+0.0%	80.2	+4.5%	30% tiền	14.1%	13.1%
TCM	776	+4.8%	47.7	+168%	10% tiền	16.8%	11.9%
TNG	402	+12.3%	14.5	+2.8%	16% tiền	18.1%	17.0%

STK	448	+71.0%	25	+762.1%	3% tiền	11.4%	5.3%
GMC	314	+8.3%	12.9	+31.4%	15% tiền	15.4%	19.6%
EVE	150	-0.7%	9	-36.6%	20% tiền	34.2%	33.6%
Tổng	6,802	+3%	264.7	+10%			

Nguồn: BCTC, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với triển vọng của ngành dệt may trong nửa cuối năm 2017 dựa trên các yếu tố: (1) tình hình đơn hàng 2017 khả quan, nhiều khả năng ngành Dệt may sẽ đạt được mục tiêu tăng trưởng 10% trong năm nay (theo ông Lê Tiến Trường, TGĐ Vinatex), tuy nhiên (2) tỷ giá ổn định gây khó khăn do các quốc gia cạnh tranh liên tục phá giá đồng tiền để giữ thị phần như Trung Quốc, Ấn Độ, Bangladesh, Pakistan... và (3) áp lực tăng chi phí nhân công do phải cạnh tranh với các dự án FDI trong việc thu hút lao động: chỉ trong quý 1/2017, tổng FDI cấp mới tăng 77.6% YoY lên 7.71 tỷ USD.. Chúng tôi khuyến nghị tiếp tục theo dõi các cổ phiếu ngành Dệt may đang trong đà phục hồi.

VGG – Giá mục tiêu: 70,333 VND/cp – Upside 15.6%

VGG trở thành doanh nghiệp dệt may có quy mô thứ 2 trên sàn chứng khoán (sau VGT) về vốn hóa (2,562 tỷ) và doanh thu (7,530 tỷ). Khác với các doanh nghiệp may gia công xuất khẩu đơn thuần khác, VGG sở hữu thương hiệu riêng (áo quần công sở Việt Tiến) có vị trí vững chắc tại thị trường nội địa, đóng góp 20% vào tổng doanh thu của công ty. Nhờ vậy, công ty có thể linh hoạt hơn trong chiến lược kinh doanh khi việc xuất khẩu dệt may gặp khó khăn. Do đó, chúng tôi đánh giá VGG sẽ tăng trưởng ổn định trong năm 2017.

Một điểm mạnh khác của công ty là tình hình tài chính lành mạnh khi hoàn toàn không có vay dài hạn, vay ngắn hạn chỉ tương đương 1/10 vốn chủ sở hữu của công ty. Chúng tôi dự báo DT2017 của VGG đạt 8,097 tỷ đồng (+13% YoY), LNST công ty mẹ ước đạt 403.8 tỷ đồng (+7.1% YoY), tương ứng EPS 2017 = 9,615 đồng/cp, P/E forward 2017 = 6.64x tương đối hấp dẫn.

VGT – Mua - Giá mục tiêu: 13,619 đồng/ cp – upside 19.5%.

Tập đoàn dệt may Việt Nam (Vinatex) là đơn vị dẫn đầu và là đại diện cho ngành dệt may Việt Nam. VGT hoạt động theo mô hình Holdings, nắm giữ nhiều đơn vị mạnh, đầu ngành dệt may như Dệt 8/3, Dệt may Huế, Dệt may Hòa Thọ, May Việt Tiến... Trong đó giá trị của nhiều công ty thành viên trong nhóm đã vượt xa giá trị ghi sổ của các khoản đầu tư.

Tập đoàn Vinatex dẫn đầu về tỷ lệ nội địa hóa (52%), tiên phong chuyển dịch sản xuất lên các phương thức FOB, ODM với giá trị gia tăng cao hơn. Với quy mô lớn, bề dày hoạt động trong lĩnh vực dệt may, Tập đoàn Vinatex sẽ là một trong những đơn vị hưởng lợi nhiều nhất từ sự tăng trưởng và các xu hướng chuyển dịch trong ngành. Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của Vinatex đạt 15,640 tỷ đồng (+1% YoY), LNST công ty mẹ đạt 310 tỷ đồng, tương đương với EPS = 620 đồng/ cổ phiếu, P/B = 0.9x.

Mã CK	DT 2017F (tỷ đồng)	LN 2017F (tỷ đồng)	EPS 2017F	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE 2017F	Dividend 2017	Giá đóng cửa 23/06/2017	Giá mục tiêu
VGT	15,640	310	620	18	0.9	4%	6% tiền	11,200	13,619
VGG	8,097	403.8	9,156	6.6	2	30%	30% tiền	60,800	70,333
TCM	3,315	181.7	3,324	9.8	1.7	23%	10% tiền	32,500	32,000

TNG	2,200	115	3,382	3.6	0.8	21.4%	16% tiền/ 10% cp	12,080	15,500
EVE	1,100	150	3,571	5.6	0.99	15%	10% tiền	20,100	n/a

Nguồn: BSC Research

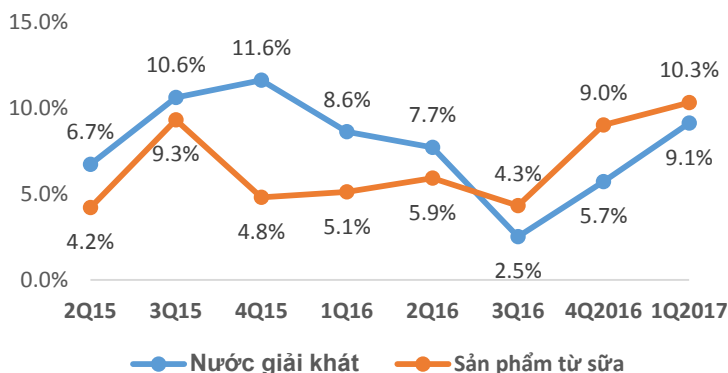
Ngành Đồ uống [Trung lập]

- Giá trị tiêu thụ ngành đồ uống tiếp tục tăng trưởng tốt trong quý 1/2017.
- Giá sữa bột nguyên liệu tăng mạnh trở lại trong quý 2/2017.
- Kết quả kinh doanh 1Q2017: Các doanh nghiệp trong lĩnh vực đồ uống tăng trưởng khả quan.
- Chúng tôi duy trì quan điểm Trung lập đối với cổ phiếu ngành Đồ uống.

Giá trị tiêu thụ ngành đồ uống tiếp tục tăng trưởng tốt trong quý 1/2017.

Trong đó, cả hai ngành hàng nước giải khát và sản phẩm từ sữa ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là 9.1% YoY và 10.3% YoY. Riêng trong tháng Giêng âm lịch, tăng trưởng đạt mức ấn tượng là 18.7% YoY. Khu vực nông thôn tiếp tục là động lực tăng trưởng chính với mức tăng 12.4% và đóng góp 51% vào tổng doanh thu ngành hàng tiêu dùng toàn quốc. Trong khi đó, tăng trưởng tiêu dùng ở khu vực thành thị chỉ dừng lại ở mức 6.5% YoY.

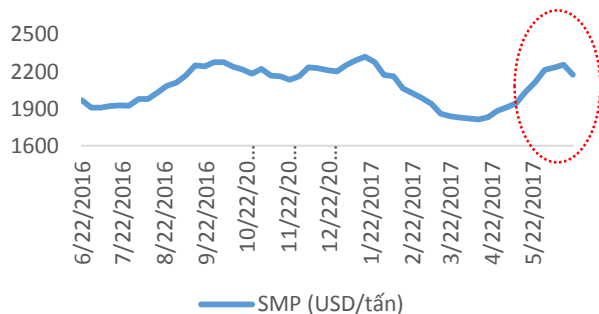
Tăng trưởng lĩnh vực đồ uống



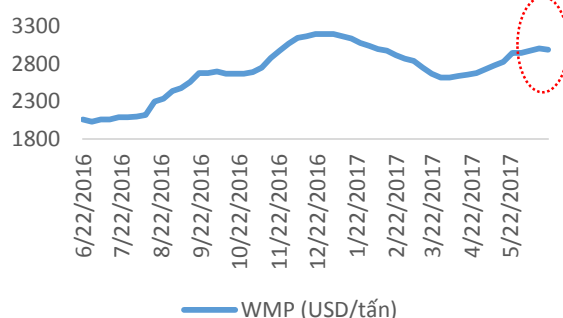
Nguồn: Báo cáo Market Pulse 4Q/2016, Nielsen

Giá sữa bột nguyên liệu tăng mạnh trở lại trong quý 2/2017. Trong đó, giá sữa bột gầy tăng 19.3% từ mức 1820 USD/tấn (05/04/2017) lên mức 2,173 USD/tấn (21/06/2017), giá sữa bột nguyên kem cũng giảm 14% từ 2,620 USD/tấn (05/04/2017) lên mức 2,990 USD/tấn (21/06/2017). Theo Reuters, Nguyên nhân đến từ việc nhu cầu cho các sản phẩm có hàm lượng chất béo cao tăng mạnh (bơ sữa, tăng 11.2% YoY), đặc biệt ở các thị trường châu Á do sự thay đổi khẩu vị sang sử dụng các loại bánh gato và kem. Bên cạnh đó, khả năng sinh lợi thấp của ngành chăn nuôi bò sữa Trung Quốc dẫn đến tốc độ mở rộng chậm lại, qua

Giá sữa bột gầy



Giá sữa bột nguyên kem



đó ảnh hưởng tới nguồn cung sữa tại thị trường này.

Kết quả kinh doanh 1Q2017: Các doanh nghiệp trong lĩnh vực đồ uống tăng trưởng khả quan. Trong đó, tổng doanh thu của 5 doanh nghiệp lớn ngành Đồ uống mà chúng tôi thống kê tăng 11% YoY trong khi tổng LNST tăng 29% YoY. Trong đó, 2 doanh nghiệp đầu ngành bia là SAB và BHN ghi nhận mức sự cải

thiện mạnh về biên lợi nhuận gộp. Trong khi đó, dù biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với cùng kỳ 2016 do giá sữa nguyên liệu tăng, VNM vẫn tiếp tục ghi nhận tăng trưởng mạnh về lợi nhuận nhờ kiểm soát tốt chi phí bán hàng (giảm 2% YoY).

1Q/2017	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST (tỷ đ)	%yoy	Cổ tức 2016	Biên LNG 1Q/2017	Biên LNG 1Q/2016
VNM	12,049	+17%	2,935	36%	40% tiền 20% cp	48%	49%
QNS	1,838	+8%	222	+3%	30% cp	23%	27%
SAB	7,478	+5%	1,127	+19%	30% tiền	34%	27%
BHN	1,275	+0%	123	+51%	10% tiền	29%	23%
SMB	173	-6%	9	-52%	25% tiền	17%	23%
WSB	244	+24%	35	+60%	20% tiền	20%	18%
Tổng	23,057	11%	4,450	29%			

Nguồn: BCTCDN & BSC Tổng hợp.

Chúng tôi duy trì quan điểm Trung lập đối với cổ phiếu ngành Đồ uống dựa trên những lý do:

(1) Đối với cổ phiếu ngành Bia: dù biên lợi nhuận gộp cải thiện nhưng giá cổ phiếu các doanh nghiệp vẫn đang ở mức cao do triển vọng kinh doanh đã được phản ánh vào: xét về P/E và P/B: SAB (29.3x; 10.5x), BHN (23x; 3.1x) cao hơn hoặc xấp xỉ so với mức trung bình khu vực (27.3x; 3.3x).

(2) Đối với cổ phiếu ngành sữa: chúng tôi đánh giá Khả quan đối với hai cổ phiếu VNM và QNS.

VNM – Giá mục tiêu 190,000 đồng/cp – upside 19.6%.

Nhờ chốt hợp đồng cho nửa cuối năm 2017 vào lúc giá sữa ở vùng thấp (khoảng 2,450 USD/tấn so với 3,000 USD/tấn của nửa đầu năm) nên tính trung bình cả năm giá sữa cao hơn khoảng 25-30% so với năm 2016. Mặt khác, biên lợi nhuận gộp được duy trì mức cao 48% nhờ: (1) các dòng sản phẩm sữa organic có mức giá bán cao; (2) kiểm soát tốt chi phí nguyên vật liệu nhờ tăng sự chủ động bằng nguồn cung sữa trong nước. Đặc biệt, VNM mới đây đã trở thành doanh nghiệp sữa đầu tiên của Việt Nam ký bản ghi nhớ hợp tác cung cấp sữa vào thị trường Trung Quốc có quy mô 30 tỷ USD. Nếu VNM chính thức được xuất khẩu sữa vào thị trường Trung Quốc, tăng trưởng tốt trong những năm qua sẽ được đảm bảo duy trì trong dài hạn.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của VNM đạt 52,945 tỷ đồng (+12.7% YoY), LNST đạt 11,220 tỷ (+20% YoY), tương đương với EPS 2017 = 7,773 đồng, P/E 2017 forward = 19.8x.

QNS – Giá mục tiêu 98,000 đồng/cp – upside 15.43%.

Nhà máy Vinasoy tại Bình Dương giai đoạn 1 đi vào hoạt động kể từ cuối 2016 giúp tổng công suất sữa đậu nành của QNS tăng từ 300 triệu lit/năm lên 390 triệu lit/năm. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp Vinasoy mở rộng hoạt động tại thị trường miền Nam nhờ tiết kiệm được chi phí vận chuyển, nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro cạnh tranh do thị trường miền Nam tương đối khốc liệt với các đối thủ cạnh tranh trong lĩnh vực sữa đậu nành hộp giấy như Nutrifood hay Vinamilk. Thị trường miền Bắc hiện vẫn là thị trường chủ lực của Vinasoy với 40% doanh thu, 25% cho miền Trung và 35% tại thị trường miền Nam.

Bên cạnh đó, với việc sản lượng mía 2016-2017 được dự báo tốt hơn nhờ thời tiết mưa trở lại và hoàn thành dự án nâng công suất nhà máy đường An Khê vào cuối năm ngoái, QNS dự kiến trong năm 2017 sản xuất ra khoảng 170,000 tấn đường, chiếm 10% tổng cung cả nước.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của QNS đạt 7,400 tỷ đồng (+5.5% YoY), LNST đạt 1,409 tỷ (+5% YoY), tương đương với EPS 2017 = 6,090 đồng, P/E 2017 forward = 13.7x, tương đối hấp dẫn so với mặt bằng chung của ngành.

GTN – Theo dõi

Chúng tôi cũng lưu ý Công ty Cổ phần GTN Foods (HOSE: GTN) hiện đang nắm 51% cổ phần tại Công ty Cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu thông qua công ty con của GTN là Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam (HOSE:VLC). Trong năm 2016, Công ty CP Giống bò sữa Mộc châu ghi nhận doanh thu khoảng 2,300 tỷ đồng (+7% YoY) và LNST khoảng 210 tỷ đồng (+9.5% YoY).

GTN là một doanh nghiệp mới thành lập năm 2012 nhưng tăng trưởng nhanh chóng về quy mô (VĐL 2,500 tỷ đồng) với chiến lược mua bán, sáp nhập các doanh nghiệp nhà nước hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp, đồ uống và thực phẩm như: Tổng công ty chăn nuôi Việt Nam (65%), Tổng công ty chè Việt Nam (95%)... Bằng việc áp dụng các mô hình kinh doanh hiện đại và chiến lược chú trọng thị trường đầu ra, công ty nhanh chóng cải thiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được mua lại. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của công ty nhưng GTN cần thêm thời gian để hiện thực hóa những nỗ lực của mình thành những khoản lợi nhuận đáng kể.

Mã CK	DT 2017 (tỷ đồng)	LN 2017 (tỷ đồng)	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Cổ tức 2017	Giá đóng cửa 23/06/2017	Giá mục tiêu
SAB	34,495	4,703	7,051	29.3	10.5	36.1%	35% tiền	206,900	168,600
VNM	52,945	11,220	7,733	19.8	8.94	50%	>50% LNST	153,000	190,000
QNS	7,400	1,480	6,090	13.7	5	37%	>15% tiền	83,200	98,000
GTN	3,950	70	280	60.7	1.5	3%	n/a	17,000	n/a
VLC	2,800	115	1,822	9	1.16	17.1%	6.5-8% tiền	16,500	n/a

Nguồn: BSC Research

Ngành Xi măng [Trung lập]

- Tiêu thụ xi măng nội địa trong 5T2017 giảm 0.17% so với cùng kỳ 2016
- Thuế xuất khẩu 5% làm giảm sản lượng xuất khẩu, tăng cạnh tranh trong nước
- KQKD Q1 kém lạc quan do sản lượng tiêu thụ không tăng trưởng tốt, giá than tăng, giá đầu ra lại không được điều chỉnh

Thực trạng Q2/2017

Tiêu thụ xi măng trong 5T2017 chưa có tín hiệu khả quan. Đối với thị trường trong nước, tiêu thụ nội địa 5T2017 ước đạt 24.09 triệu tấn, có giảm nhẹ so với mức 24.13 triệu tấn của cùng kỳ 2016. Cụ thể lượng xi măng tiêu thụ trong 5T2017 tại miền Bắc là 9.85 triệu tấn (-2.05%yoy), miền Trung là 5.45 triệu tấn (-3.04%yoy) và miền Nam là 8.79 triệu tấn (+4.06%yoy). Với xuất khẩu, trong 5 tháng, lượng xi măng và clinker xuất khẩu đạt 8.25 triệu tấn (+16.6%yoy) và giá trị đạt 288 triệu USD (+10.9%yoy).

Xuất khẩu xi măng tiếp tục bị ảnh hưởng bởi quy định về Thuế: Năm 2016 Chính phủ ban hành một số quy định liên quan đến ngành xi măng bao gồm: Nghị định số 100/2016/NĐ-CP (xuất khẩu hàng hóa được chế biến từ tài nguyên, khoáng sản không được khấu trừ thuế giá trị gia tăng đầu vào) và Nghị định số 122/2016/NĐ-CP (các vật tư, nguyên liệu, bán thành phẩm có giá trị tài nguyên khoáng sản cộng với chi phí năng lượng chiếm từ 51% giá thành sản phẩm trở lên sẽ chịu thuế xuất khẩu 5%). Hai chính sách này đã ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng xi măng xuất khẩu, dẫn đến tăng nguồn cung và cạnh tranh trong nước. Tổng cục Hải quan đã trao đổi với đại diện HH Xi măng và phía doanh nghiệp để có thể tìm ra giải pháp hợp lý hơn.

Cập nhật KQKD Q1 2017. Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận đã phần nào phản ánh mức độ cạnh tranh cao của các doanh nghiệp phía Bắc (BCC và BTS), tại phía Nam tình hình khả quan hơn khi HT1 vẫn là đơn vị chi phối thị trường (31% thị phần), tuy nhiên do tăng thuê ngoài gia công để giữ thị phần nên biên lợi nhuận gộp của HT1 giảm tương đối mạnh so với cùng kỳ 2016.

Mã	Doanh thu thuần (tỷ đồng)			Biên Lợi nhuận gộp		EBITDA (tỷ đồng)		
	Q1 2017	Q1 2016	yoy	Q1 2017	Q1 2016	Q1 2017	Q1 2016	yoy
HT1	1,896.67	1,743.67	8.77%	15.89%	21.11%	404.58	441.44	-8.35%
BCC	929.60	1,076.32	-13.63%	14.28%	18.33%	108.66	143.10	-24.07%
BTS	694.27	736.81	-5.77%	14.75%	16.23%	127.20	138.38	-8.08%

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm trung lập với ngành Xi măng như trong Báo cáo triển vọng Ngành 2017 do tăng trưởng tiêu thụ chưa có dấu hiệu đột biến, khó khăn trong vấn đề xuất khẩu và kế hoạch IPO của Vicem bị đẩy qua năm 2018. Về trung và dài hạn, hai cổ phiếu đầu ngành là HT1 và BCC vẫn nằm trong list quan tâm của chúng tôi và định giá đang ở mức thấp so với mặt bằng chung của thị trường.

HT1 – Mua – Giá mục tiêu VND 26,406

Q1 2017, HT1 đạt mức tăng trưởng doanh thu 8.77%, tuy nhiên biên lợi nhuận sụt giảm mạnh từ 21.11% (Q1 2016) xuống còn 15.89% do HT1 tăng lượng gia công bên ngoài (xi măng Hạ Long) nhằm giữ vững thị phần sau khi trạm nghiền Thủ Đức dừng hoạt động. Với dự án BĐS tại trạm nghiền Thủ Đức, hiện đã có quy hoạch 1/500 nhưng vẫn chưa có quyết định cuối cùng về kế hoạch kinh doanh với phần đất 10.6 ha của HT1. Về trung và dài hạn, BSC vẫn giữ quan điểm tích cực với cổ phiếu đầu ngành xi măng.

BCC – Mua – Giá mục tiêu VND 19,447

Tiêu thụ xi măng của BCC trong 6T2017 không khả quan do thị trường tăng cạnh tranh. Bên cạnh đó, trong tháng 4 và 5 BCC có tiến hành bảo dưỡng và sửa chữa lớn dây chuyền nung clinker dẫn tới hoạt động sản xuất, bán hàng cũng bị ảnh hưởng mạnh, làm giảm sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận. BSC cho rằng cơ hội đầu tư với cổ phiếu BCC sẽ thích hợp vào thời điểm Q4 khi doanh nghiệp đã hoàn thành việc trả nợ EUR, mùa tiêu thụ xi măng chính trong năm và sự kiện IPO Vicem trong năm 2018.

Mã	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Div 2017	Giá đóng cửa 30/06/2017	Giá mục tiêu
HT1	9,225	797	2,089	10.82	1.44	13.30%	N/A	22,600	26,406
BCC	4,066	220	1,799	9.17	0.84	10.18%	5-10%	16,500	19,447
BTS	3,348	130	1,076	8.27	0.65	8.78%	6%	8,900	11,902

Nguồn: BSC dự báo

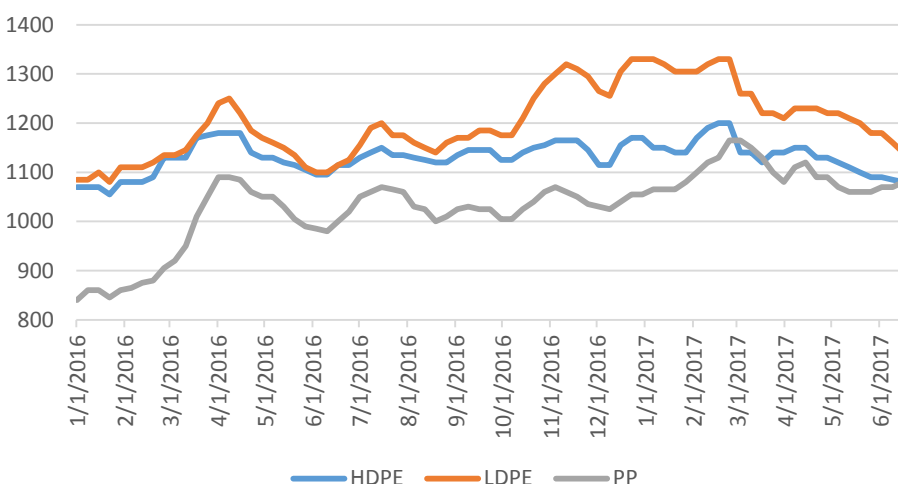
Ngành Nhựa [Trung lập]

- Giá hạt giảm giảm nhẹ trong quý 2/2017. So với quý 1/2017, giá hạt nhựa HDPE giảm 4% yoy, giá hạt nhựa LDPE giảm 7%, hạt nhựa PP giảm 3%, PVC giảm 5%.
- SCIC dự kiến thoái vốn BMP, NTP, đồng thời, ĐHCĐ BMP, NTP thông qua phương án nói room khối ngoại.
- KQKD quý 1/2017 phân hóa. Một số doanh nghiệp có LNST tăng mạnh gồm TPC (+282% yoy), AAA (+136% yoy), SPP (+41% yoy), DAG (+19% yoy) và NTP (+12% yoy).

Thực trạng Quý 2/2016

Giá hạt nhựa giảm nhẹ trong quý 2/2017. So với quý 1/2017, giá hạt nhựa HDPE giảm 4% yoy, giá hạt nhựa LDPE giảm 7%, hạt nhựa PP giảm 3%, PVC giảm 5%. Tuy nhiên, so với cùng kỳ năm 2016, giá hầu hết các loại hạt nhựa vẫn ở mức cao hơn. Ngoại trừ hạt nhựa HDPE có giá thấp hơn 2% so với cùng kỳ, các loại hạt nhựa khác như LDPE, PP và PVC đều tăng giá, lần lượt là 4%yoy, 5%yoy và 10% yoy. Do đó, chúng tôi kỳ vọng, biên lợi nhuận quý tới của các doanh nghiệp nhựa xây dựng được cải thiện so với quý 2/2017.

Diễn biến giá các loại hạt nhựa từ tháng 1/2016 đến nay



Nguồn: Bloomberg

Thay đổi cơ cấu sở hữu dự kiến, nói room ngoại tại nhiều doanh nghiệp nhựa. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo triển vọng ngành trước đây, SCIC dự kiến thoái vốn tại 2 doanh nghiệp đầu ngành nhựa là BMP và NTP. Hiện SCIC là cổ đông lớn, nắm giữ đến 29.52% tại BMP và nắm giữ 37.1% tại NTP. Việc thoái vốn của SCIC được kỳ vọng mang lại nhiều thay đổi tích cực đối với quản trị, điều hành và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, đặc biệt là NTP. Đồng thời, trong mùa đại hội cổ đông 2017, 2 doanh nghiệp này đã thông qua kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà đầu tư nước ngoài: BMP tăng lên tới 100%; NTP thông qua chủ trương nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư ngoài lên trên 49%.

Kết quả kinh doanh quý 1/2017 phân hóa. Sản lượng và doanh thu của hầu hết các doanh nghiệp nhựa niêm yết tăng trưởng cao trong quý 1/2017. Tổng doanh thu thuần của các doanh nghiệp niêm yết tăng

19% lên tới 4,065 tỷ đồng. Tuy nhiên, như đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành quý 2/2017, giá hạt nhựa tăng cao trong quý đầu năm làm giảm mạnh biên lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là nhóm các doanh nghiệp nhựa xây dựng, như biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của BMP, DNP giảm lần lượt từ 25% và 7% trong quý 1/2016 xuống còn 20% và 6% trong quý 1/2017. Do vậy, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp có sự phân hóa. Trong khi, TPC, AAA, SPP, DAG và NTP ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng cao thì các doanh nghiệp như DPC, DNP, DPC, RDP, TPP, BMP và VBC chứng kiến lợi nhuận sụt giảm mạnh.

Mã	Sản phẩm chính	DTT Q1/2017	% yoy	Biên LNG Q1	Biên thuần từ	LN từ	ROA	ROE	LNST Q1/2017	% yoy	Chú thích
BMP	Ống nhựa	758	8%	29%	33%		19%	23%	100	-50%	Giá hạt nhựa tăng mạnh
NTP	Ống nhựa	1,028	27%	36%	36%		12%	22%	94	12%	
DNP	Ống nhựa và nước sạch	306	7%	23%	20%		3%	14%	4	-81%	Khấu hao và chi phí tài chính tăng mạnh
DPC	Ống nhựa	12	-17%	20%	17%		6%	6%	(0)	-126%	
DAG	Cửa nhựa, thanh profile	354	20%	9%	8%		5%	12%	13	19%	Tiêu thụ tăng mạnh
AAA	Bao bì	729	72%	14%	13%		7%	19%	67	136%	Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh
RDP	Bao bì	220	-13%	12%	14%		4%	11%	5	-69%	Sản lượng tiêu thụ, hiệu quả hoạt động giảm
TPP	Bao bì	104	-22%	17%	14%		4%	14%	1	-90%	
SPP	Bao bì	241	31%	13%	13%		2%	9%	2	41%	
VBC	Bao bì	172	0%	11%	11%		6%	25%	5	-36%	
TPC	Bao bì	141	-7%	9%	7%		5%	8%	7	282%	

Nguồn: BCTC các công ty, BSC research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

NTP- MUA- Giá mục tiêu 80,300, upside 23%

Là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa lớn nhất cả nước, công suất thiết kế lên tới 120.000 tấn/năm, cung ứng chủ yếu tại thị trường miền Bắc với hơn 60% thị phần. Công ty được hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của thị trường bất động sản và ưu đãi thuế đối với nhà máy NTP miền Trung. Sản lượng tiêu thụ liên tục tăng cao, tăng 21% trong năm 2014, 20% trong năm 2015 và tiếp tục tăng 22% trong năm 2016, đạt 87 nghìn tấn. Năm 2016, NTP thực hiện rút ngắn thời gian khấu hao tài sản cố định làm chi phí khấu hao ước tính tăng thêm 52 tỷ đồng, (tương đương 12% lợi nhuận trước thuế). Như đã trình bày trong các báo cáo trước đây, mức chiết khấu cho nhà phân phối của NTP luôn ở mức cao so với BMP. Năm 2016, chi phí cho nhà phân phối của NTP lên tới 517 tỷ đồng trong khi lợi nhuận trước thuế là 447 tỷ đồng. Do vậy, biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của NTP thấp hơn của BMP, chỉ đạt 11% trong khi ở BMP là 24%. Chúng tôi kỳ vọng, chênh lệch này sẽ được co hẹp, hiệu quả sản xuất kinh tăng mạnh sau khi SCIC thoái vốn, cơ cấu lại hoạt động của doanh nghiệp. Chúng tôi 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 442 tỷ đồng và 490 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, chi phí cho nhà phân phối là 446 tỷ

đồng trong năm 2018, lợi nhuận sau thuế của NTP đạt 557 tỷ đồng trong năm 2018, tăng 26% yoy, tương đương EPS 2018 là 5,867 đồng/cp.

BMP- MUA- Giá mục tiêu 119,400 đ/cp, upside 17%

BMP vẫn là cổ phiếu yêu thích của chúng tôi với KQKD được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng cao, tăng 21% trong năm 2016, giá hạt nhựa thấp, hiệu quả sản xuất kinh doanh vượt trội, tài chính lành mạnh, cổ tức cao, quản trị minh bạch. Ngoài ra, cổ phiếu BMP còn thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư nhờ kế hoạch nới room lên 100% cho nhà đầu tư nước ngoài và kế hoạch thoái vốn của SCIC trong năm 2017. Cổ tức cao, với tỷ lệ 40% tiền mặt và 80% cổ phiếu. BSC kỳ vọng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BMP đạt lần lượt là 4.193 tỷ đồng và 542 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 6,633 đồng/cp với giả định giá hạt nhựa tăng 10% trong năm 2017. Nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ diễn biến giá hạt nhựa PVC và cạnh tranh trong ngành ống nhựa.

AAA- Theo Dõi.

Năm 2017, AAA sau khi hoàn tất nâng gấp đôi công suất sản xuất túi nhựa lên 8.000 tấn/tháng (đi vào hoạt động nhà máy số 6 và số 7), sản lượng xuất khẩu đi Nhật Bản và Hoa Kỳ tăng mạnh, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của công ty. Kết thúc quý 1/2017, công ty ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh, sản lượng túi nhựa tiêu thụ đạt 7,882 tấn, DTT và LNST đạt lần lượt là 729 tỷ đồng (+72% yoy) và 67 tỷ đồng (+136% yoy). Công ty đặt nâng kế hoạch doanh thu và LNST lên lần lượt là 3,300 tỷ đồng và 220 tỷ đồng từ mức tương ứng là 2.900 tỷ và 200 tỷ đã được ĐHCĐ phê duyệt. Khi đó, EPS 2017 là 3,656 đồng/cp.

Theo kế hoạch toàn bộ số lượng cổ phiếu AAA được sở hữu bởi ban lãnh đạo công ty (ước tính khoảng 40%) sẽ được chuyển sang công ty An Phát Holdings. Tính đến cuối tháng 6/2017, An Phát Holdings đã sở hữu 11.91% AAA. Công ty cũng đã hoàn tất việc giảm tỷ lệ sở hữu tại CTCP Nhựa và Khoáng sản An Phát – Yên Bái (HII) xuống còn 35.29% và niêm yết cổ phiếu HII trên sàn HOSE.

Đầu năm 2017, 5 triệu cổ phiếu được chuyển đổi vào cuối năm 2016 sẽ được niêm yết làm cổ phiếu AAA bị pha loãng khoảng 10%. Chúng tôi lưu ý, việc tiếp tục thực hiện chuyển đổi hơn 300 tỷ trái phiếu (giá chuyển đổi 11.500 đ/cp) có thể khiến EPS của cổ phiếu bị pha loãng.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E 2017	P/B 2017	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 30/06/2017	Giá mục tiêu	Link
NTP	4,663	442	4,621	14.50	2.59	22%	35% cash div. 20% bonus share	67,000	89,000	Link
BMP	3,828	484	5,913	16.74	1.88	27%	45% cash div	99,000	119,400	Link
AAA	2,900	200	3,468	9.96	2.03	22%	7% cash div	34,550	N/A	Link

Ngành Đường [Trung lập]

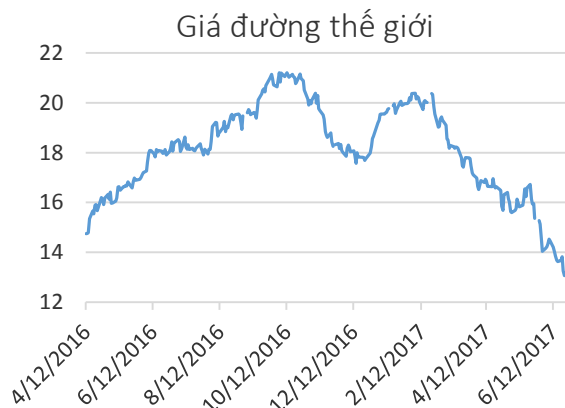
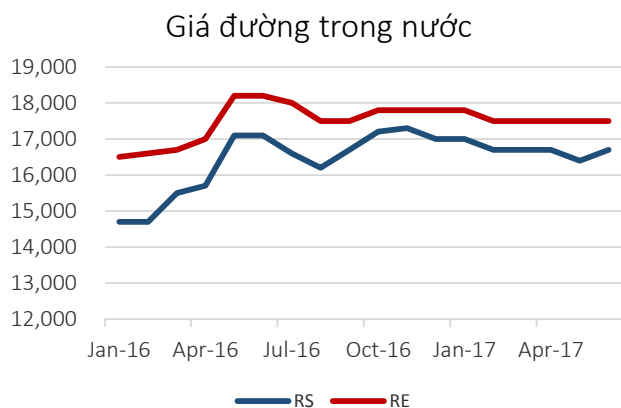
- Sản lượng đường tồn kho 5T/2017 tăng mạnh, tăng 46% so với đầu vụ
- Tiêu thụ đường nội địa gặp khó khăn do áp lực từ đường nhập lậu có giá bán thấp
- Kết quả kinh doanh 9T niên vụ 2016/2017 có mức tăng trưởng khá

Thực trạng Quý 2/2017

Sản lượng đường tồn kho 5T/2017 tăng mạnh, tăng 46% so với đầu vụ. Theo hiệp hội Mía đường, tổng sản lượng đường sản xuất tính đến ngày 19-5 đạt khoảng 1,36 triệu tấn, lượng đường tiêu thụ chỉ khoảng 1,09 triệu tấn, trong khi đó lượng đường tồn kho từ đầu vụ khoảng 479,000 tấn. Nguyên nhân khiến cho sản lượng đường tồn kho tăng mạnh là do (1) Ảnh hưởng thời tiết đến thời vụ sản xuất khiến các nhà máy đường vào vụ ép chậm hơn kế hoạch, (2) Trung Quốc giảm nhập khẩu tiểu ngạch đối với đường Việt Nam và chuyển sang tiêu thụ đường Thái Lan, (3) Sản lượng đường nhập lậu tăng mạnh.

Tiêu thụ đường nội địa gặp khó khăn do áp lực từ đường nhập lậu có giá bán thấp. Hiện tại, khoảng cách giữa giá đường trong nước với giá đường nhập lậu đang được nói ra. Tính đến đầu tháng 5, khoảng cách này đã được nói ra từ 500-1.000 đồng/kg lên 600-1.400 đồng/kg.

Giá đường nội địa vẫn tiếp tục giữ ở mức cao. Tính đến tháng 15/6/2017, giá đường bán buôn trung bình trong nước giữ ở mức 16.7 nghìn đ/kg (-1.8% YTD) với đường RS, 17.5 nghìn đ/kg với đường RE (-1.7% YTD), tăng tương ứng 7.7% và 4.8% so với cùng kỳ niên vụ 2015/2016. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân khiến giá đường nội địa vẫn giữ ở mức cao là do chi phí sản xuất của ngành đường Việt Nam vẫn ở mức cao do đó việc giảm giá bán cạnh tranh với đường nhập lậu vẫn còn gặp nhiều khó khăn.



Kết quả kinh doanh 9T niên vụ 2016/2017 có mức tăng trưởng khá nhờ vào (1) Giá đường tăng mạnh so với cùng kỳ, (2) Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp / doanh thu thuần của các công ty đều giảm. Tổng doanh thu ngành mía đường đạt 8,514 tỷ đồng (+3% yoy), lợi nhuận gộp đạt 1,572 tỷ đồng (+32% yoy). Tổng lợi nhuận sau thuế ngành đường đạt 886.5 tỷ đồng (+62% yoy).

Mã	DT9T 16/17	%yoy	Biên LNG 9T 16/17	Biên LNG 9T 16/17	LNST	%yoy	EPS trailing 12M	P/E	P/B
SBT	3,235.5	+7.2%	13.1%	14.5%	257.91	+19.7%	1,111	31.8x	3.0x
BHS	3,859.1	+19.6%	13.0%	13.5%	202.5	+21.3%	1,464	16.2x	1.3x
SLS	393	-9.2%	37.3	22.5%	125	+59.6%	16,000	10.9x	3.75x
LSS	1,703.4	+36.6%	15.9%	13.5%	118	+124.8%	2,133	6.8x	0.6x
KTS	220.4	-2.8%	20.7%	17%	40.4	+25.9%	9,850	5.1x	1.8x
Trung bình								14.1x	2.0x

Quan điểm đầu tư. Chúng tôi duy trì đánh giá **Trung Lập** với ngành mía đường. BSC cho rằng ngành đường vẫn đang tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn do tình trạng nhập lậuồ ạt của đường lậu. Hiện tại, câu chuyện M&A giữa BHS và SBT mà chúng tôi đã lưu ý trong [báo cáo quý](#) trước đó đã gần như hoàn tất. Chúng tôi khuyến nghị tiếp tục theo dõi các mã BHS – SBT và SLS.

BHS – SBT : Theo dõi

Thông qua việc sát nhập BHS, thị phần của SBT dự kiến sẽ chiếm tới 32% thị phần cả nước. Tổng diện tích trồng mía của BHS & SBT khoảng 46,000 ha, chiếm tương đương 16.9% diện tích trồng mía cả nước (trong đó BHS là 20,400 ha và SBT là 25,500 ha).

Chúng tôi dự báo DTT 16/17 của BHS đạt 5,305 tỷ đồng (+21.51%yoy), LNST đạt 351 tỷ đồng (+41.29%yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ là 350 tỷ đồng, EPS 16/17 = 1,176 đồng.

DTT 16/17 của SBT đạt 3,942 tỷ đồng (-6.1%yoy), LNST đạt 325.3 tỷ đồng (+8.5%yoy), EPS 16/17 = 1,283 đồng.

Mã CK	DT 2017 (tỷ đ)	LNST 2017 (tỷ đ)	EPS 2017	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE 2017	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/6/2017	Giá mục tiêu	Link báo cáo
BHS	5,305	351	1,176	21.2	1.71	10.5%	5% cash div	24,900	n/a	
SBT	3,942	325.3	1,283	28.0	3.02	9.9%	7% cash div	35,900	n/a	
LSS	1,697	74.6	1,066	13.8	0.73	4.5%	1.5% cash	17,100	n/a	
SLS	741	118	17,410	10.1	2.86	41.4%	65% cash	177.5	n/a	

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng tiêu thụ ô tô giảm 1% trong 5T2017
- Giá bán lốp ô tô nội địa tăng trung bình 10% so với đầu năm 2016
- Giá cao su giảm 18% trong quý 2/2017 so với quý 1/2017, tuy nhiên, vẫn cao hơn 25% so với cùng kỳ năm 2016.
- Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất săm lốp có thể tiếp tục giảm
- Kết quả kinh doanh kém khả quan

Thực trạng Quý 2/2016

Sản lượng tiêu thụ xe ô tô giảm 1% trong 5T2017, đạt 109,903 chiếc. Trong đó, sản lượng xe lắp ráp trong nước giảm 7%, sản lượng xe nhập khẩu tăng 16% yoy. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, điều này chưa ảnh hưởng nhiều tới nhu cầu tiêu thụ săm lốp trong năm 2017.

Giá bán tăng 10% so với đầu năm 2016. Như đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành quý 2/2017, kể từ đầu năm 2016, DRC và CSM, 2 nhà sản xuất lốp ô tô lớn nhất Việt Nam đã 2 lần tăng giá bán đầu ra với mức tăng là 10% đối với lốp ô tô và 2-5% đối với lốp xe đạp, xe máy.

Giá cao su giảm 18% trong quý 2/2017 so với quý 1/2017. Giá cao su RSSS giao dịch trung bình trong quý 2/2017 là 208 USD/tấn, thấp hơn 18% so với quý 1/2017 tuy nhiên, vẫn cao hơn 25% cùng kỳ năm 2016. Giá cao su được dự báo duy trì ở mức cao so với năm 2016 do (1) dự trữ cao su tại Thượng Hải giảm; (2) nhu cầu tiêu thụ cao su tại Nhật Bản tăng; (3) Các nước sản xuất cao su lớn gồm Thái Lan, Malaysia và Indonesia đang cân nhắc hạn chế xuất khẩu, ổn định giá cao su. Điều này sẽ tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp săm lốp.

Cập nhật tiến độ tiêu thụ nhà máy mới. Sản lượng tiêu thụ lốp Radial của DRC đạt 77 nghìn chiếc trong quý 1/2017, tương đương 100% công suất nhà máy Radial. Tuy nhiên, do cạnh tranh cao, giá bán thấp hơn dự kiến, đặc biệt là giá xuất khẩu, công ty tiếp tục ghi nhận lỗ đối với nhà máy sản xuất lốp Radial (biên lợi nhuận gộp đạt -9% trong quý 1/2017). DRC đã chủ động dời tiến độ xây dựng giai đoạn 2 nhà máy Radial sang quý 4/2018. Trong khi đó, CSM đã hoàn tất xây dựng xưởng sản xuất 500,000 lốp Radial bán thép, sử dụng tài sản và quỹ đất từ nhà máy Radial hiện tại (trị giá khoảng 400 tỷ đồng), qua đó, giảm áp lực khấu hao đối với nhà máy Radial (khoảng 15 tỷ đồng). Đại diện công ty cho biết, trong tháng 4/2017, CSM đã xuất khẩu được 6,300 lốp và nhận thêm đơn hàng 100,000 lốp từ đối tác Tireco. Mục tiêu, năm 2017, xuất khẩu được 274 nghìn lốp Radial bán thép. Biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 12-14%, biên lợi nhuận thuần khoảng 5%. Như vậy, nếu đạt kế hoạch, lốp Radial bán thép sẽ mang về khoảng 15-20 tỷ đồng lợi nhuận cho CSM trong năm 2017.

Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất săm lốp có thể tiếp tục giảm. Cao su chiếm khoảng 50% chi phí đầu vào của các doanh nghiệp săm lốp, thời gian tồn kho thường kéo dài 1 quý. Do vậy, với mức giá cao su đầu vào trung bình trong quý 1/2017 cao hơn đến 78% yoy, trong khi giá bán đầu ra không tăng nhiều, chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp săm lốp tiếp tục suy giảm trong quý 2/2017. Biên lợi nhuận có thể được cải thiện nhẹ trong quý 3/2017 khi giá cao su quý 2 giảm 18% so với

quý 1. Tuy nhiên, như đã phân tích ở trên, giá cao su trung bình năm 2017 được kỳ vọng cao hơn năm 2016 vẫn sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất.

KQKD của các doanh nghiệp kém khả quan. Kết thúc quý 1/2017, tổng doanh thu và LNST của 3 doanh nghiệp niêm yết đạt lần lượt là 1,860 tỷ đồng (+14% yoy) và 112 tỷ đồng (-32% yoy) do giá cao su tăng mạnh, khiến giá bán đầu ra tăng, không đủ bù đắp tốc độ tăng chi phí đầu vào. Chúng tôi cho rằng, kết quả kinh doanh quý 2/2017 của các doanh nghiệp tiếp tục kém khả quan, do giá cao su quý 1/2017 tăng trung bình 78% yoy, trong khi giá bán đầu ra ước tính cao hơn 5-10% cùng kỳ.

Mã	DTT Q1 2017	% yoy	Biên LN Q1 2017	Biên LN thuần từ HĐKD Q1 2017	LNST Q1 2017	% yoy
DRC	900	21%	19.28%	12.97%	71	-20%
CSM	748	9%	18.37%	8.84%	29	-53%
SRC	211	6%	19.64%	8.40%	13	-27%

Nguồn: BSC research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Với những lý do trên, chúng tôi cho rằng, 2017 tiếp tục là một năm khó khăn đối với các doanh nghiệp sản xuất. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Trung lập** đối với cổ phiếu ngành sản xuất, có thể xem xét cơ hội đầu tư khi giá cổ phiếu giảm sâu. Cổ phiếu sản xuất thường có mức chi trả cổ tức hàng năm cao, hiện được giao dịch tại mức P/E từ (8-11x), thấp hơn nhiều so với P/E của các doanh nghiệp sản xuất trong khu vực (19x).

CSM – Mua – Giá mục tiêu 21,600 đồng/cp, upside 12%

Ngày 30/06/2017, cổ phiếu CSM được giao dịch tại mức giá 21,600 đồng/cp, tương đương P/E FW à 10.9x, tương đối rẻ so với P/E của các doanh nghiệp sản xuất trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương (18.92x). Cùng với DRC, CSM là một trong hai nhà sản xuất sản xuất lớn nhất tại thị trường Việt Nam có lợi thế trong phân khúc lốp xe máy và lốp ô tô con. Kỳ vọng tăng trưởng chính của công ty trong năm 2017 đến từ việc tiêu thụ lốp Radial bán thép xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo cập nhật doanh nghiệp và ngành trước đây, đối tác Tires US nhận bao tiêu 500,000 lốp Radial bán thép của CSM. Năm 2017, CSM đặt mục tiêu bán được 274 nghìn lốp cho đối tác Hoa Kỳ, mang về khoảng 15-20 tỷ đồng LNTT. BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của công ty đạt lần lượt là 3,575 tỷ đồng (+9% yoy) và 197 tỷ đồng (-24% yoy). Tài chính lành mạnh, tỷ lệ cổ tức cao (30% tiền mặt và 40% cổ phiếu thưởng trong năm 2016).

DRC – MUA – Giá mục tiêu 36,500 đ/cp, upside 14%.

Ngày 30/06/2017, cổ phiếu DRC được giao dịch tại mức giá 32,050 đồng/cp, tương đương P/E là 14.63x, tương đối thấp so với P/E của các cổ phiếu sản xuất trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương. DRC là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất, với năng lực bán hàng tốt. Công ty có nhiều khách hàng tổ chức 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 ô tô cao. Tỷ lệ chi trả cổ tức cao, năm 2016 công ty đã trả 45% tiền mặt và 30% cổ phiếu thưởng trong năm 2016. BSC dự báo, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DRC đạt lần lượt là 3,910 tỷ đồng (+16% yoy) và 292 tỷ đồng (-26% yoy). Lưu ý, DRC đã rời kế hoạch hoàn thành nhà máy Radial giai đoạn 2 sang

quý 4/2018. Nhà đầu tư quan tâm cổ phiếu DRC cần chú ý đến diễn biến giá cao su đầu vào và giá lốp đầu ra.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E 2017	P/B	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá cửa 30/06/2017	đóng Giá mục tiêu	Link
DRC	3,910	292	2,191	14.63	2.30	23%	45% tiền 30% CP	32,050	36,500	link
CSM	3,575	197	1,701	10.90	1.41	23%	30% tiền 40% CP	18,550	21,600	link

Nguồn: BSC research

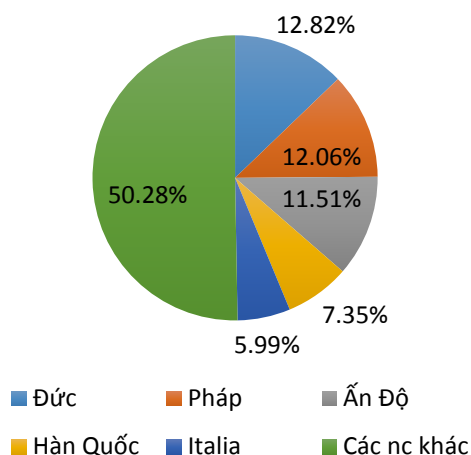
Ngành Dược [Trung lập]

- Nhập khẩu dược phẩm 5T đầu năm 2017 tăng trưởng 4.15% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Nới room khối ngoại của một số doanh nghiệp dược: DMC, DHG
- Kết quả kinh doanh ngành dược Q1/2017 khá tích cực so với Q1/2016

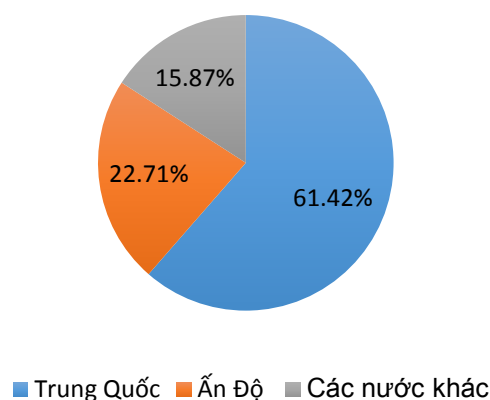
Thực trạng Quý 2/2016

Nhập khẩu dược phẩm tăng trưởng đều đặn, Theo thống kê sơ bộ từ tổng cục Hải quan, tính đến hết tháng 5 năm 2017, cả nước đã nhập khẩu 997.3 triệu USD dược phẩm, tăng 4,15% so với cùng kỳ năm ngoái. Đức là quốc gia chiếm tỷ trọng kim ngạch nhập khẩu lớn nhất thị trường với giá trị nhập khẩu đạt 127.8 triệu (+36.69%) chiếm 12.82% tổng kim ngạch. Nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm cũng ghi nhận mức tăng 9.05%. Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu chủ yếu, chiếm 61.42% tổng kim ngạch và đạt 92,5 triệu USD (+1.94% yoy).

Cơ cấu thị trường nhập khẩu dược phẩm trong 5T2017



Cơ cấu thị trường nhập khẩu NPL dược phẩm 5T2017



Nguồn: Tổng cục hải quan

Một số doanh nghiệp dược nới room khối ngoại. DMC là doanh nghiệp đầu tiên trong ngành dược mở room cho khối ngoại, ngay sau đó, cổ đông chiến lược CFR cũng hoàn tất tăng sở hữu lên 52%. DHG xin ý kiến cổ đông bằng văn bản về việc nâng giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài lên 100% trong tháng 7/2017.

Kết quả kinh doanh Q1/2017 tích cực. Theo báo cáo cập nhập tình hình phát triển kinh tế Việt Nam của Ngân hàng Thế giới (WB), năm 2017 là năm bắt đầu giai đoạn già hoá dân số của Việt Nam. Điều này sẽ dẫn tới sự gia tăng về lượng người tiêu dùng và kích thích tốc độ phát triển của thị trường dược phẩm cho năm nay và các năm tiếp theo. Kết thúc quý 1/2017, tổng DTT của các doanh nghiệp niêm yết đạt 3.437 tỷ đồng (+6%), LNST đạt 419 tỷ đồng (+11%yoy). Một số doanh nghiệp ghi nhận LNST tăng mạnh gồm DHT

(+61% yoy), DMC (+36% yoy), IMP (+22% yoy), DP3 (+17% yoy). 5 tháng đầu năm 2017, IMP ghi nhận DTT và LNTT lần lượt là 400.7 tỷ đồng (+17% yoy) và 55.5 tỷ đồng (+42.3% yoy).

	DTT	Q1	% yoy	Biên LNG Q1	Biên LN thuần Q1	LNST	Q1	% yoy
DHG	882		8%	45%	20%	173		14%
TRA	402		-19%	52%	15%	41		-18%
DBD	343		-1%	37%	14%	39		28%
DHT	330		21%	16%	6%	13		61%
OPC	282		40%	43%	12%	24		14%
DMC	279		0%	39%	18%	48		36%
IMP	224		16%	41%	13%	26		22%
DBT	180		39%	24%	4%	5		-17%
DCL	154		-13%	33%	14%	14		-29%
LDP	128		5%	16%	4%	5		1%
PMC	112		11%	43%	22%	18		3%
DP3	86		24%	53%	11%	11		17%
PPP	35		17%	19%	7%	1		-44%

Nguồn: BCTC các công ty

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với nhóm cổ phiếu ngành dược. Giá các cổ phiếu dược tăng mạnh từ đầu năm 2016, DHT (+198%), DHG (+91%), DMC (+94%), TRA (+32%), IMP (+31%), OPC (39%), PMC (+33%), DP3 (+38%). Nhiều cổ phiếu dược đang được giao dịch tại mức P/E và P/B cao như DHG (P/E và P/B lần lượt là 22x và 3.5x; DMC (25x và 4.85x), TRA (25.6x và 4.7x), IMP (20.22x và 1.82x), OPC (16.54x và 2.68x). Cổ phiếu dược có tính phòng thủ thích hợp cho mục đích đầu tư trung và dài hạn. Nhà đầu tư quan tâm cổ phiếu dược nên theo dõi các thông tin về nới room, thay đổi tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư chiến lược và các kế hoạch xây dựng nhà máy mới.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E 2017	P/B 2017	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 30/06/2017	Giá mục tiêu	Link
DHG	4,250	780	7,835	15.86	3.57	27%	35% tiền mặt	124,300	N/A	
IMP	1,260	128	3,282	19.34	1.82	13%	18% tiền mặt	63,500	N/A	
DP3	250	26	3,823	10.46	1.92	18.5%	20% tiền mặt	40,000	N/A	
DBD	1,500	144	2,474	16.85	2.82	18.3%	15% tiền mặt	41,690	41,300	Link

Nguồn: BSC research

Ngành Vận tải biển [Trung lập]

- BDI đóng cửa ở mức 903 điểm và đang giảm mạnh so với đầu năm 2017
- Sản lượng hàng vận chuyển của đội tàu nội địa tăng 9.7% trong 5T2017.
- Kết quả quý 1/2017: vận tải hàng rời vẫn khó khăn, vận tải lỏng phân hóa.

BDI phục hồi mạnh so với cùng kì 2016, nhưng giảm mạnh so với đầu năm. Tại ngày 28/06/2017, chỉ số BDI đóng cửa tại 903 điểm, tăng rất mạnh so với cùng kì 2015 (chỉ ở mức 627 điểm), tuy nhiên so với tháng 3/2017 đã giảm khoảng 19%. Chỉ số BDI giữ ở mức dưới điểm hòa vốn của các doanh nghiệp vận tải cho thấy vận tải biển thế giới nói chung và vận tải biển Việt Nam nói riêng vẫn đang trong giai đoạn rất khó khăn.

Trong 5T2017, sản lượng vận tải do đội tàu biển Việt Nam thực hiện đạt 28,1 triệu tấn (+9.7%yoy). Thị trường XNK của đội tàu biển Việt Nam chủ yếu là các nước Trung Đông, Đông Nam Á, Châu Á, một số ít tàu biển Việt Nam đã xuất đi các nước Đông Âu, đặc biệt sau khi tuyến vận tải đi Kazakhstan được mở. Đối với vận tải xuất nhập khẩu hàng khô, đội tàu biển Việt Nam chiếm thị phần khoảng 12%. Hiện đã có tàu chạy thẳng sang thị trường Đông Âu, Trung Đông, Nam Mỹ nhưng với số lượng ít

Vận tải hàng lỏng phân hóa, vận tải hàng rời tiếp tục khó khăn. Diễn biến giống với nhận định của chúng tôi từ đầu năm và trong báo cáo quý 1, vận tải hàng rời tiếp tục chìm trong khó khăn, điển hình là VOS. Về vận tải hàng lỏng, PVT tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao và ổn định nhờ vị thế độc quyền vận tải dầu thô và mảng FSO/FPSO với tỷ lệ nội địa hóa và BLNG cao. Với VIP và VTO, nhập khẩu dầu thành phẩm giảm so với cùng kì do yếu tố chênh lệch thuế xuất nhập khẩu làm nhu cầu vận tải giảm.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1-2017.

Mã	Doanh thu	YoY	LNST	YoY	P/E	P/B
PVT	1,652	8%	106.97	44%	10.4	0.91
VOS	365	-1%	-83.75	79%	NA	0.23
VTO	338	14%	21.21	-32%	7.51	0.57
GSP	297	20%	13.39	-11%	8.21	0.86
VIP	178	38%	14.31	-8%	6.05	0.49
PJT	117	19%	8.77	23%	4.41	0.95
VFR	59	-5%	25.61	NA	20.76	1.16
TJC	45	5%	0.03	-99%	8.8	0.6
HTV	43	-7%	4.79	-23%	9.94	0.66
TCO	39	10%	3.98	-1%	7.83	0.9
Trung bình					9.32	0.73

Nguồn: BCTC các công ty.

Vận tải biển được hỗ trợ từ chính phủ. Theo đó nhu cầu vận chuyển của các tập đoàn, tổng công ty nhà nước với các hợp đồng vận chuyển than than nhập khẩu bằng đường biển sẽ được đấu thầu trong nước, đồng thời các chủ hàng Việt Nam tạo điều kiện để đội tàu của Việt Nam vận chuyển hàng hóa xuất khẩu.

Giá cước vận tải xuống đáy làm đội tàu giảm 24% từ năm 2015. Năm 2015, đội tàu chở hàng của Việt Nam có 1.849 chiếc, chưa kể 38 chiếc mang quốc tịch nước ngoài nhưng thuộc sở hữu của các công ty Việt Nam, với tổng trọng tải 7,3 triệu DWT. Đến ngày 8/5/2017, theo số liệu của Đăng Kiểm Việt Nam, Việt

Nam chỉ còn 1.406 chiếc, đã bao gồm tàu của các doanh nghiệp Việt Nam nhưng mang quốc tịch nước ngoài

Quan điểm đầu tư. Giữ nguyên nhận định trong báo cáo triển vọng quý 1, chúng tôi cho rằng các hãng vận tải hàng rời như VOS, NOS vẫn khó có khả năng phục hồi trong các quý cuối năm. Đối với các hãng vận tải hàng lỏng, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận nhìn chung sẽ khó duy trì ở mức cao như cùng kỳ 2016. Vì vậy chúng tôi duy trì đánh giá Kém Khả Quan với ngành vận tải biển. Về mã cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị PVT nhờ nền tảng kinh doanh ổn định và là doanh nghiệp đầu ngành vận tải hàng lỏng.

PVT- Khuyến nghị Mua- Giá mục tiêu 16.200 đồng.

Kết quả kinh doanh quý 2 và quý 3 năm 2017 sẽ chịu ảnh hưởng lớn từ việc NMLD Dung Quất đi vào sửa chữa định kỳ 52 ngày. PVT cũng cho biết KQKD 2 quý đầu năm có thể chỉ đạt khoảng 198 tỷ (-18%yoy). Tuy nhiên chúng tôi nhận định đây chỉ là khó khăn tạm thời của PVT, nền tảng kinh doanh vẫn ổn định nhờ độc quyền vận tải dầu thô cho NMLD Dung Quất. Trong quý 2, PVT cũng đã đầu tư khoảng 12 triệu usd mua tàu chở dầu thành phẩm. Từ năm 2018, PVT đảm nhận khoảng 25% nhu cầu dầu thô của NMLD Nghi Sơn (công suất khoảng 10 triệu tấn dầu thô/năm). Việc thoái vốn PVN để đầu tư 1 tàu VLCC có thể bị trì hoãn, PVT sẽ thực hiện thuê tàu để đảm nhận nguồn cầu tăng thêm từ Nghi Sơn. Về FSO/FPSO, giá cho thuê FSO Đại Hùng năm 2017 bị giảm 10%, tuy nhiên trong thỏa thuận giảm giá cước có kèm điều kiện khi giá dầu ở mức 55\$/ thùng ổn định trong vòng 3 tháng thì sẽ quay lại mức giá cước cũ. Chi tiết nhà đầu tư có thể tham khảo tại [báo cáo cập nhật PVT](#).

Mã CK	DT 2017(tỷ)	LNST 2017(tỷ)	EPS F 2017	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE F 2017	Giá 23/06/2017	Giá mục tiêu
PVT	6,426	410	1,303	11.09	1.00	14%	14.450	19.000
GSP	1,286	69	2,300	5.60	0.99	18%	12.900	15,200
SKG	497	258	5,377	9.30	2.29	27%	50,000	N/A
VTO	1,312	120	1,521	4.83	0.51	8%	7,340	N/A
VIP	655	110	1,606	4.76	0.47	7.5%	7,650	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Thủy Sản [Kém khả quan]

- Xuất khẩu thủy sản 5 tháng đầu năm 2017 ước đạt 2,85 tỷ, tăng 13,8% so với cùng kỳ năm 2016.
- Giá cá tra tiếp tục xu hướng biến động tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung
- Trung Quốc vươn lên vị trí dẫn đầu về nhập khẩu cá tra Việt Nam
- Kết quả kinh doanh Q1/2017

Thực trạng Quý 2/2017

Xuất khẩu thủy sản 5 tháng đầu năm 2017 ước đạt 2,85 tỷ, tăng 13,8% so với cùng kỳ năm 2016. Hoa Kỳ, Nhật Bản, Trung Quốc và Hàn Quốc là 4 thị trường nhập khẩu hàng đầu của thủy sản Việt Nam trong 5 tháng đầu năm 2017, chiếm 54,6% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản. Trong đó, một số thị trường có giá trị xuất khẩu thủy sản tăng mạnh là Trung Quốc (+38,1% yoy), Nhật Bản (+32,2% yoy), Hàn Quốc (28,6% yoy). Trong khi đó giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ có dấu hiệu chững lại (-6.9% yoy).

Giá cá tra tiếp tục xu hướng biến động tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung. Tính đến thời điểm cuối tháng 6/2017, giá cá tra nguyên liệu loại 1 dao động khoảng 28.000 đồng/kg (tăng 16% so với đầu năm). BSC cho rằng nguyên nhân dẫn đến thiếu hụt nguồn cung do (1) tình trạng thiếu giống, thiếu cá tra nguyên liệu phục cho chế biến xuất khẩu, (2) Diễn biến thời tiết thất thường tại khu vực đồng bằng Sông Cửu Long.

Trung Quốc vươn lên vị trí dẫn đầu về nhập khẩu cá tra Việt Nam. Theo báo cáo từ Vasep, sad Q1/2017, tổng giá trị xuất khẩu cá tra đạt 371,3 triệu USD (+1,6% yoy). BSC nhận thấy cơ cấu thị trường xuất khẩu cá tra có sự dịch chuyển rõ nét từ các Mỹ (-24.3% yoy), EU (-21.5% yoy) sang các thị trường mới như Trung Quốc, Brazil (+70.4% yoy), Mexico (+38.8% yoy), Ả rập xê út (+13.8% yoy) Trong 3 tháng đầu năm, giá trị xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc đạt 69,7 triệu USD, tăng 56,8% so với cùng kỳ 2016, vượt qua Mỹ trở thành quốc gia nhập khẩu cá tra lớn nhất.

Kết quả kinh doanh Q1/2017. Kết quả kinh doanh toàn ngành thủy sản trong Q1/2017 sụt giảm mạnh chủ yếu do (1) Giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh, (2) Sản lượng nuôi trồng giảm mạnh do không đủ nguồn cung cá giống. Tổng DT đạt 7,385 tỷ (-23%yoy), LNG đạt 836 tỷ (-3.3%yoy), lợi nhuận sau thuế giảm sâu do HVG ghi nhận lỗ sau thuế 29,5 tỷ đồng trong Q1/2017 do (1) Doanh thu giảm mạnh (-45% yoy) và (2) Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh (+21% yoy).

Tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1/2016.

Công ty	Doanh thu (tỷ)		Lợi nhuận gộp		Lợi nhuận sau thuế (tỷ)		P/E	P/B
	Q1/2017	%yoy	Q1/2017	%yoy	Q1/2017	%yoy		
HVG	2,974	-45%	266	-11%	-29.5	-339%	-	0.6
VHC	1,617	1%	230	-3.3%	97	-4%	9.7	2.2
IDI	947	16%	79	-6%	24	66%	11.3	0.6
ANV	698	21%	87	26%	25	353%	19.7	0.6
FMC	532	-2%	62	63%	15	-5%	5.9	1.1
ACL	282	5%	38	0%	2	192%	7.1	0.5
TS4	235	6%	31	-34%	4	38%	-	0.5
ABT	100	-1%	15	-38%	10	-5%	9.6	1.1

Quan điểm đầu tư. Chúng tôi duy trì đánh giá **Kém Khả Quan** với ngành thủy sản. BSC cho rằng đầu ra xuất khẩu ngành thủy sản còn khá bấp bênh do (1) Diễn biến thời tiết thất thường, (2) Các rào cản kỹ thuật tại các thị trường xuất khẩu chính.

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

VHC – Theo dõi– Giá mục tiêu 72,900 đồng/cp, upside +24.6%.

KQKD tiếp tục kỳ vọng khả quan trong giai đoạn tới nhờ vào việc (1) Dự địa tăng trưởng từ việc mở rộng công suất thêm 57% đến cuối năm 2018.(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) Phát triển thêm các thị trường mới, tập trung đẩy mạnh sang thị trường tiềm năng Trung Quốc, (4) Đa dạng hóa cá sản phẩm và sản phẩm giá trị gia tăng. BSC dự báo doanh thu VHC năm 2017 ước đạt 8,610 tỷ đồng (+17% yoy) và LNST khoảng 692 tỷ đồng, tương đương EPS khoảng 6,700 VND.

Mã CK	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	P/E F	P/B F	ROE 2017E	Giá 23/06/17	Giá mục tiêu
HVG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6,760	N/A
VHC	8,610	692	6,700	8.73	2.17	27.8%	58,500	72,900
FMC	2800	83	3.500	4.8	1.11	17.5%	16,800	N/A

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 về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. 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

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>



Trần Thăng Long
Trưởng Phòng Phân tích
Tel: 0439352722 (118)
longtt@bsc.com.vn

Nhóm Ngành & Doanh nghiệp

Lương Thu Hương
huonglt@bsc.com.vn

Thép, Xi măng, Công nghệ

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Ngân hàng, Nhựa, Săm lốp,
Phân bón

Nguyễn Bảo Hoàng Lê
lenbh@bsc.com.vn

Dầu khí, Bảo hiểm, Cao su

Phan Quốc Bửu
buupq@bsc.com.vn

Mía đường, Gạch men, Thủy
sản

Chu Tuấn Phong
phongct@bsc.com.vn

Điện, Cảng biển, Vận tải biển,

Nguyễn Trần Trí
trint@bsc.com.vn

Xây dựng, Đồ uống, Dược

Nguyễn Quốc Trưởng
tranglt@bsc.com.vn
BDS, Ô tô



BIDV SECURITIES COMPANY

HEADQUARTER

10th - 11th Floor, BIDV Tower, 35 Hang Voi, Hanoi
Tel: (04) 3935 2722 - Fax: (04) 2220 0669

BRANCH

9th Floor , 146 Nguyen Cong Tru, Distric 1, Ho Chi Minh City
Tel: (08) 3821 8505 Fax: (08) 3821 8510