BSC

VIETNAM
SECTOR OUTLOOK

2017

Contents

Nhìn lại và Đánh giá TTCK Quý 3 năm 2017 3

Top các cổ phiếu của 9T/2017 5

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 9T2017 6

Chiến lược đầu tư ngành quý 4/2017 8

Triển vọng Ngành Quý 4 và cả năm 2017 10

Đánh giá các chính sách và thông tin sẽ có ảnh hưởng lớn đến TTCK 2017 11

So sánh ngang với TTCK khu vực 12

Danh mục cổ phiếu lưu ý 13

Triển vọng các Ngành Q4 2017 15

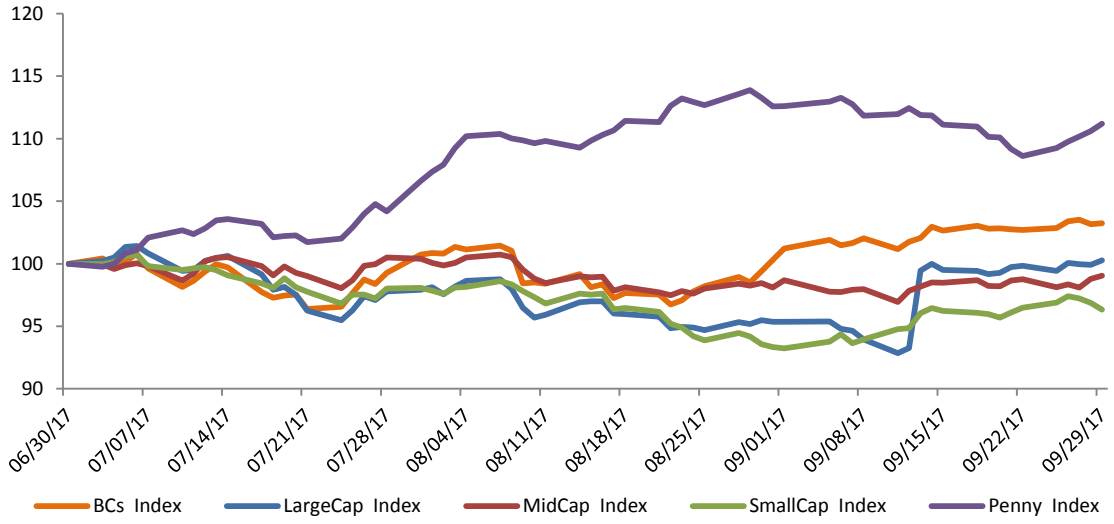
- Ngành Ngân hàng [Khả quan] 15
- Ngành Bất động sản [Khả quan] 21
- Ngành Xây dựng [Khả quan] 24
- Ngành Công nghệ [Khả quan] 27
- Ngành Điện [Khả quan] 29
- Ngành Phân bón [Khả quan] 31
- Ngành Cao su [Khả quan] 35
- Ngành Săm lốp [Trung lập] 38
- Ngành Dược phẩm [Trung lập] 40
- Ngành Nhựa [Trung lập] 43
- Ngành Dầu khí [Trung lập] 45
- Ngành Thép [Trung lập] 48
- Ngành Xi măng [Trung lập] 51
- Ngành Gạch men [Trung lập] 53
- Ngành Dệt may [Trung lập] 55
- Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung Lập] 58
- Ngành Đồ uống [Trung lập] 61
- Ngành Cảng biển [Trung Lập] 64
- Ngành Vận tải biển [Trung Lập] 66
- Ngành Mía đường [Trung lập] 68
- Ngành Thủy Sản [Kém khả quan] 71

Nhìn lại và Đánh giá TTCK Quý 3 năm 2017

Diễn biến thị trường trong quý III nhìn chung khá phù hợp với nhận định xu hướng tích cực quý II 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, Tài nguyên cơ bản, bán lẻ và thực phẩm đồ uống đều được đề 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 9, tiếp tục chinh phục các mốc kháng cự ngắn hạn mới là 815 điểm của VN-Index và 110 điểm của HNX-Index. Tính đến thời điểm 30/09/2017, VN-Index đạt 804.42 điểm chính thức tăng 21.66 điểm so với thời điểm cuối tháng trước, và tăng 27.95 điểm so với thời điểm cuối quý trước, tương ứng với các thời kỳ tăng 2.77% và 3.4%; và HNX-Index đạt 107.66 điểm tăng 3.78 điểm chỉ số so với tháng trước và tăng 8.52 điểm so với thời điểm cuối quý trước, tương ứng với các thời kỳ tăng 8.6% và 34.37%. So với thời điểm đầu năm 2017, chỉ số VN-Index tăng 139.55 điểm (20.99% ytd) và chỉ số HNX-Index tăng 27.54 điểm (34.37% ytd).

Mặc dù về điểm số vẫn tiếp tục tăng trưởng trong tháng, duy trì đà tăng từ đầu năm tuy nhiên thanh khoản chưa có sự cải thiện so với tháng trước**.** Đà tăng chỉ số phần lớn phụ thuộc vào nhóm cổ phiếu Blue-chip trong VN-30. Trong đó, cổ phiếu GAS, VIC, MSN đóng góp khoảng 16.2 điểm tăng cho chỉ số, tính riêng GAS đóng góp 6.3 điểm cho chỉ số, ở chiều ngược lại cổ phiếu PLX và BID tác động 1.9 và 1.5 điểm tương ứng trong kìm hãm đà tăng chỉ số chung trong toàn tháng. Tính từ đầu năm đến hết Quý 3, những cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào đà tăng của chỉ số VN-Index gồm có VNM (+18.97 điểm), SAB (+16.63 điểm), PLX (+10.53 điểm), GAS (+10.28 điểm) và VIC (+9.66 điểm). Ở chiều ngược lại, nhóm các cổ phiếu làm giảm điểm thị trường nhiều nhất gồm có: PVD (-1.04 điểm), BHN (-1.04 điểm), VPB (-0.78 điểm), BMP (-0.62 điểm) và HT1 (-0.55 điểm). Top 10 cổ phiếu tăng điểm mạnh nhất từ đầu năm đóng góp 105.88 điểm (+16.42% ytd) trong khi top 10 cổ phiếu giảm mạnh chỉ khiến VN-Index giảm 5.8 điểm (-0.87% ytd).



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 3 2017, Nhóm các cổ phiếu phân theo quy mô vốn hóa thị trường có sự phân hóa về hiệu suất trong quý III, trong đó nhóm Penny có hiệu suất tăng tốt nhất thị trường với mức tăng 11.2% so với cuối quý II. Tiếp đến là nhóm cổ phiếu BCs và LargeCap cũng trong xu hướng tăng nhưng kém tích cực hơn, tương ứng 3.25% và 0.27%. Nhóm cổ phiếu Midcap và Smallcap có tỷ suất âm trong quý III với 0.97% và 3.68%.

Vốn hoá trên cả 2 sàn đạt 2,255.68 nghìn tỷ VND tương ứng với 99.37 tỷ USD, tăng 3.67% (MoM). Từ đầu tháng 09/2017, trên sàn HOSE đã có 156.93 triệu cổ phần niêm yết bổ sung, hơn 4.5 triệu chứng chỉ ETF huỷ niêm yết, 1 triệu chứng chỉ quỹ ETF niêm yết bổ sung. 380 cổ phiếu niêm yết trên HSX với giá trị niêm yết lên tới 578.59 nghìn tỷ đồng, trong đó cổ phiếu chiếm tỷ trọng 97.98% với giá trị niêm yết đạt 566.92 nghìn tỷ đồng.

Top các cổ phiếu của 9T/2017

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX

CK	30/09/2017	%Chg	Index point
VNM	149.200	25,35	18,96
SAB	260.000	31,51	16,63
PLX	63.100	41,94	10,53
GAS	69.100	24,64	10,28
VIC	51.200	21,9	9,66

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX

CK	30/09/2017	%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
VND	21,400	58.52%	0.98

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN – INDEX

CK	30/09/2017	%Chg	Index point
PVD	14.150	-31,64	-1,038
BHN	124.700	-4,16	-1,037
VPB	37.500	-3,85	-0,78
BMP	77.500	-25,35	-0,62
HT1	14.700	-27,86	-0,54

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX

CK	30/09/2017	%Chg	Index point
DBC	28.400	-15,57	-0,31
SHN	9.800	-15,52	-0,22
VC3	18.800	-28,19	-0,2
SIC	12.200	-63,03	-0,19
MSC	17.500	-41,48	-0,19

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)

CK	3/1/2017	30/9/2017	%Chg
HAR	2.517	12.150	383%
QCG	3410	16.500	384%
ANV	2567	9.080	254%
LDG	4708	16.100	242%
LCG	3786	11.350	200%

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phiên)

CK	3/1/2017	30/9/2017	%Chg
PIV	7.333	42.500	480%
ALV	2.467	11.500	366%
MIM	2.900	13.000	348%
SHS	4.376	17.800	307%
KST	5.100	15.000	194%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)

CK	3/1/2017	30/9/2017	%Chg
HID	30.600	4.800	-84%
CDO	8.410	3.600	-57%
KPF	10.800	4.840	-55%
HTT	15.100	7.010	-54%
TNI	13.050	7.050	-46%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phiên)

CK	3/1/2017	30/09/2017	%Chg
C92	37.900	7.100	-81%
KDM	14.000	3.800	-73%
HTP	18.000	5.000	-72%
SIC	29.700	12.200	-59%
CET	12.600	6.400	-49%

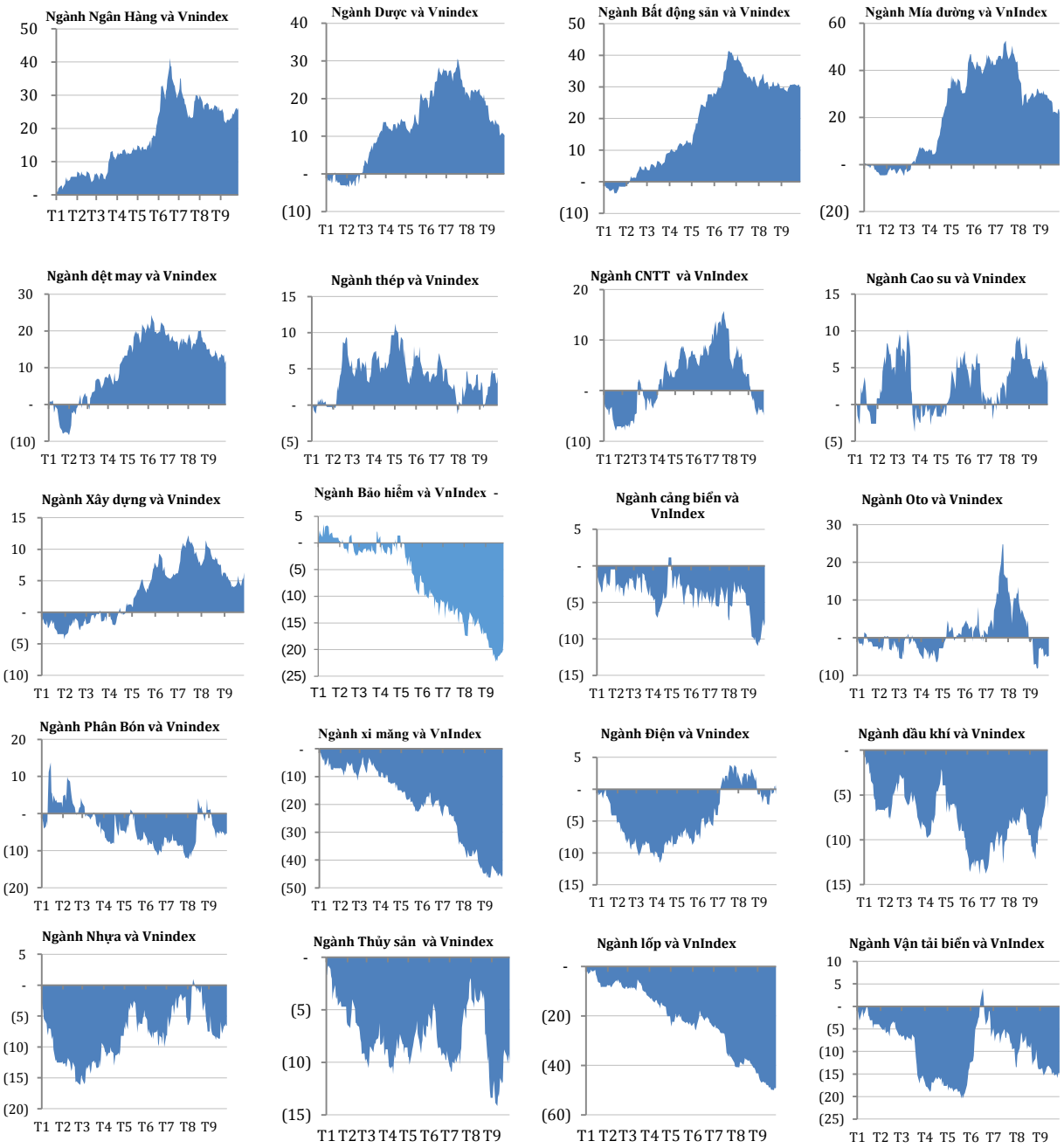
TOP 5 CP CÓ KLGD NHIỀU NHẤT VN-INDEX

CK	KLGD BQ / phiên (cổ phiếu)
FLC	15.967.400
HAI	5.133.768
MBB	3.153.606
FIT	5.705.719
HQC	8.059.132

TOP 5 CP CÓ KLGD NHIỀU NHẤT HNX

CK	KLGD BQ / phiên (cổ phiếu)
SHB	8.525.805
KLF	8.959.173
ACB	1.609.326
VCG	1.544.741
SHS	1.692.652

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 9T2017



Nguồn: BSC Research

Nhìn lại Q3/2017, BSC đã đưa ra nhận định tương đối chính xác với ngành Ngân hàng, Bất động sản với những diễn biến khả quan, tín dụng đạt tốc độ tăng trưởng nhanh nhất kể từ năm 2012 trở lại đây, KQKD Q2 và dự kiến 6 tháng tăng trưởng tích cực, các cổ phiếu khuyến nghị lần lượt đạt mức giá kỳ vọng của chúng tôi (MBB, ACB, VCB), nhóm ngành bất động sản với số lượng lớn các dự án được bàn giao

trong cuối năm 2017 (DXG, VIC, SCR, NLG) . Tuy nhiên, chúng tôi đã chưa chính xác với ngành Cảng biển do có sự cạnh tranh gay gắt về giá cho thuê cho nên ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh.

Trong Q3/2017, chỉ có 7 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 Cao su. 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; sự phục hồi của giá cao su; kết quả kinh doanh lạc quan của nhóm ngành Thép và sự hồi phục tăng trưởng dệt may xuất khẩu.

Nhóm ngành biến động tương đương Vnindex trong Q32017 bao gồm: Nhóm ngành Ô tô, Điện, CNTT.

Còn lại, hấu hết các nhóm ngành có sự suy giảm mạnh: **Cảng biển, phân bón, xi măng, dầu khí, nhựa, thủy sản, xăm lốp và vận tải biển. Một số nhóm ngành đã được BSC kỳ vọng là cơ hội đầu tư trong năm 2017 như dầu khí và phân bón.** Các ngành này đã có nhiều biến động trong 9 tháng, nhưng chưa được như sự kỳ vọng của chúng tôi.

Chiến lược đầu tư ngành quý 4/2017

Bối cảnh kinh tế thế giới nhìn chung ổn định, chứng khoán tiếp tục là kênh đầu tư hiệu quả. Chỉ số Global composite PMI đều đặn ở trên mức 50 và tỷ lệ các quốc gia có PMI trên 50 theo xu hướng cải thiện tăng, duy trì trên 60% phản ánh kinh tế thế giới đang cải thiện tốt. Các nền kinh tế thuộc Eurozone lần đầu tiên cùng tăng trưởng trong thời kỳ hậu khủng hoảng, kinh tế Trung Quốc tiếp tục duy trì đà tăng ấn tượng trước thềm đại hội Đảng cộng sản lần thứ 19 được khai mạc ngày 18/10/2017 (tăng trưởng GDP của TQ Q2 đạt 6.9% và Q3 ước 6.8%). Cùng với đó, kinh tế Mỹ đạt mức tăng trưởng GDP Q2 3%, mức rất cao, tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục giảm xuống còn 4.2% trong tháng 9, đây là tỷ lệ thấp nhất từ tháng 2/2001, tỷ lệ tăng trưởng lương hằng năm của Mỹ đang ở mức 2.4%, thấp hơn nhiều so với mức 4% thường thấy khi bắt đầu bước vào các cuộc khủng hoảng trong lịch sử. Qua đó cho thấy tình hình toàn cầu hiện nay tương đối lạc quan và chứng khoán vẫn tiếp tục là kênh đầu tư thích hợp.

Kinh tế vĩ mô trong nước tiếp tục ổn định, tăng trưởng GDP cả năm mục tiêu 6.7%. Trong Q3/2017, tăng trưởng GDP đạt mức ấn tượng 7.46%, lạm phát 9T là 1.83%, để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm 6.7% như Chính phủ đề ra thì tăng trưởng GDP Q4 ước phải đạt mức 7.5% – 7.7%. BSC cho rằng một số yếu tố sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong Q4 là việc giảm mặt bằng lãi suất cho vay và tăng trưởng tín dụng đạt 21 – 22% thay vì mức 18% như kế hoạch đầu năm. Tính đến cuối tháng 9/2017, tín dụng tăng trưởng khoảng 12%, với số dư nợ 5.5 triệu tỷ đồng cuối năm 2016 thì nền kinh tế dự kiến sẽ được bơm thêm khoảng 550 ngàn tỷ đồng để đạt được mức tăng trưởng tín dụng 22%. BSC cho rằng kinh tế vĩ mô Việt Nam sẽ tiếp tục ổn định trong Q4/2017.

Các chủ đề đầu tư đáng lưu ý trong Q4.

Chủ đề đầu tư liên quan đến "Nhóm cổ phiếu OTC lên niêm yết" (Viettel Post, Viettel Global, Viettel Công trình, …), và **"Nhóm doanh nghiệp nhà nước Cổ phần hóa"** (lọc hóa dầu Bình Sơn, PV Oil, PV Power, VRG, Idico, TCT Sông Đà, …) sẽ tiếp tục là câu chuyện thu hút sự chú ý của thị trường trong cuối năm 2017. Bên cạnh đó, năm 2018 theo Công văn 991/TTg-ĐMDN (10/07/2017) sẽ có một loạt các tên tuổi lớn tiến hành CPH là Mobifone, VTC, Vicem, HUD, Genco 1, Genco 2, Cty Vàng bạc đá quý Sài Gòn – SJC, TCT Cấp nước Sài Gòn… sẽ thu hút sự quan tâm lớn của NĐT trong và ngoài nước.

Chủ đề đầu tư liên quan đến "Nhóm cổ phiếu thoái vốn hoặc hết room". Trong Q4/2017, cơ hội có thể đến từ việc SCIC thoái vốn BMP và NTP, trong đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của NTP sẽ được cải thiện mạnh nhờ thay đổi chính sách phân phối như đã đề cập trong các báo cáo trước đây. Bên cạnh đó, việc nhà nước tiến hành thoái vốn tại SAB và BHN sẽ là điểm nhấn cuối năm của TTCK, biến động giá của cổ phiếu SAB sẽ có ảnh hưởng lớn đến chỉ số VNIndex, VN 30 và thị trường chứng khoán phái sinh.

Bên cạnh đó, theo Quyết định số 1232/QĐ-TTg (17/08/2017), trong năm 2017 Nhà nước sẽ tiến hành thoái vốn tại TCT Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (VEAM), TCT Dược Việt Nam, TCT VLXD số 1 – FICO, TCT Xây dựng số 1, TCT Licogi. Trong tháng 10/2017, dự kiến SCIC sẽ tiếp tục bán 3.3% vốn sở hữu tại VNM (giảm tỷ lệ SH của SCIC tại VNM còn 36%), dự kiến thu về từ 6.5 – 7 nghìn tỷ đồng. Nhìn chung các thương vụ thoái vốn lớn không chỉ là cơ hội với NĐT trong và ngoài nước và cũng là nguồn thu ngoại tệ cho nhà nước, góp phần bình ổn chính sách tỷ giá.

Chúng tôi cũng lưu ý cổ phiếu FPT trong chủ đề đầu tư liên quan thoái vốn. Hiện tại doanh nghiệp đang tiến hành giảm tỷ lệ sở hữu tại mảng Phân Phối và Bán lẻ. Trong Q4, FPT sẽ tiến hành bước 2 của thương vụ bán vốn tại khối Bán lẻ (khoảng 10%) cho nhà đầu tư cá nhân thông qua các Công ty chứng khoán. Do đó, định giá của doanh nghiệp cũng sẽ được điều chỉnh để phù hợp với hoạt động cốt lõi là CNTT và Viễn thông

Chủ đề "Nhóm cổ phiếu cơ bản, đầu ngành, cổ tức cao", khi KQKD Q3 dần được công bố, các cổ phiếu chứng minh được sức tăng trưởng tốt, sẽ tiếp tục đạt mức giá cao. Chúng tôi lưu ý nhóm cổ phiếu Ngân hàng, kết quả kinh doanh của các ngân hàng được kỳ vọng 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. Nhìn chung, các cổ phiếu cơ bản, đầu ngành đáng lưu ý là DXG, KBC, CTD, FPT, NT2, BFC, NTP, RAL, GAS, HPG, NKG, CVT, VGC, TNG, SAB, VNM.

Chủ đề đầu tư "Các Hiệp định Thương mại tự do và XNK", Vốn đầu tư FDI tăng kỷ lục, trong 9T2017, Việt Nam đã thu hút được 25.48 tỷ USD vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), tăng 34.3%yoy. Vốn giải ngân FDI cũng tăng mạnh, đạt khoảng 12.5 tỷ USD, tăng 13.4%yoy. Do đó, triển vọng sẽ đến với những ngành Xuất nhập khẩu, hạ tầng Khu Công nghiệp, Logistics. Bên cạnh đó dù hiệp định TPP không được thông qua, ngành Dệt may Việt Nam đang lấy lại phong độ với mức tăng trưởng xuất khẩu đạt trên 8.6% trong 9T2017, nhóm cổ phiếu liên quan đến các Hiệp định thương mại tự do là Hạ tầng – KCN, Logistics cũng đáng lưu ý vào thời điểm Q4.

Triển vọng Ngành Quý 4 và cả năm 2017

- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Ngân hàng, Bất động sản, Xây dựng, Công nghệ, Điện, Cao su, Phân bón.**
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Dầu khí, Thép, Đồ uống, Xi măng, Gạch men, Nhựa, Săm lốp, Dược, Dệt may, Vận tải biển và Mía đường.** Chúng tôi hạ triển vọng của **ngành Cảng biển và Bảo hiểm** từ Khả quan xuống Trung lập do sự dư thừa nguồn cung, cạnh tranh cao về giá dịch vụ Cảng và Lãi suất trong các tháng cuối năm có thể giảm nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. 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 Q4 năm 2017.

STT	Phân Ngành	Nhận định Q4 2017	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Ngân hàng	Khả quan	MBB, CTG, VCB	ACB, VIB
2	Bất động sản	Khả quan	DXG, KBC	VIC, KDH, SCR, DIG
3	Xây dựng	Khả quan	CTD, FCN	HBC, VCG, HUT, CTI, PC1, LCG, VNE
4	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG	ITD,ELC
5	Điện	Khả quan	NT2, VSH	PPC, SJD, CHP
6	Phân bón	Khả quan	BFC, SFG	DPM, LAS
7	Cao su	Khả quan	TRC, PHR, DPR, DRI	
8	Săm lốp	Trung lập		DRC, CSM
9	Dược	Trung lập		DHG, IMP, DP3, DBD
10	Nhựa	Trung lập	NTP, BMP	AAA
11	Dầu khí	Trung lập	PVS, GAS	
12	Thép	Trung lập	HSG, HPG, NKG	SMC, VIS
13	Xi măng	Trung lập		HT1, BCC, BTS
14	Gạch men	Trung lập	CVT, VGC	TTC, VHL, VIT, TLT
15	Dệt may	Trung lập	VGG, VGT, TCM, TNG	
16	Bảo hiểm	Khả quan	PVI, BMI	VNR
17	Đồ uống	Trung lập	VNM	SAB, GTN, QNS
18	Cảng biển	Khả quan	VSC, PHP, HAH	CDN, GMD
19	Vận tải biển	Trung lập	PVT, GSP	VTO, VIP
20	Mía đường	Trung lập		SBT, SLS, LSS
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 30/09/2017
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
1	FED nâng lãi suất		N/A	Mạnh	Đã ảnh hưởng
2	Brexit – Đồng GBP mất giá		Tiêu cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
3	ECB dần chấm dứt chính sách tiền tệ nới lỏng		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh
4	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
5	Kinh tế Trung Quốc phục hồi		Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh
6	Mặt bằng giá nguyên liệu (giá dầu, quặng sắt,..)		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh
7	Sự thay đổi trong các chính sách của Trump		N/A	Rất mạnh	Đang ảnh
8	Hà Lan tổng tuyển cử	15/03/2017	N/A	Trung bình	Đã ảnh hưởng
9	Hạn đàm phán Bexit	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	Đã ảnh hưởng
12	Đại hội Đảng Trung Quốc	Mùa thu	N/A	Rất mạnh	Chưa ảnh
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
1	Thông tư 06/2016/TT-NHNN	1/7/2016	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh
2	Triển khai Hiệp ước vốn Basel II	2017	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh
3	Thuế TNDN giảm từ 22% xuống còn 20%	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh
4	Điều chỉnh tăng thuế suất thuế Tài nguyên	1/1/2016	Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh
5	TTCK Phái sinh (Hợp đồng tương lai)	2017	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh
6	Khả năng giảm lãi suất VND	2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh
7	Tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh
8	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh
9	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh
10	Tăng GDP, FDI, PMI, ODA, kiều hối, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh
11	Nghị định 145/2016/NĐ-CP	15/12/2016	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh
12	Thông tư số 180/2015/TT-BTC	01/01/2016	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh
13	Thông tư số 115/2016/TT-BTC	01/11/2016	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh
14	Nghị quyết nợ xấu	15/08/2017	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh
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
3	FTA Việt Nam - Liên minh kinh tế Á Âu	2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh
4	Hiệp định TPP (*)	2018	TB	Mạnh	Chưa ảnh
5	FTA Việt Nam - EU	2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh
6	RCEP ASEAN + 6	Đang ĐP	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh
7	Thành lập Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC)	31/12/2015	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh

Nguồn: BSC Research, (*) Hiệp định TPP sẽ được tiếp tục đàm phán mà không có Mỹ

So sánh ngang với TTCK khu vực

Xét trong phạm vi các thị trường mới nổi trong khu vực ASEAN, tại ngày 30/9/2017, Việt Nam có mức P/B và P/E ở mức trung bình so với các quốc gia còn lại, trong đó PE hiện cao hơn Singapore và Lào. KQKD cải thiện tốt, nền kinh tế vĩ mô ổn định 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 và Philippines 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: Tiêu dùng, VL cơ bản, Công nghệ, Viễn thông. 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	23.11	21.85	37.21	14.48	25.50	18.20
Hàng tiêu dùng	27.70	37.74	50.03	23.34	54.21	25.44
Công nghiệp	33.10	26.89	49.69	22.43	21.02	31.34
Dầu khí	16.35	14.29	16.36	24.08	12.13	12.22
Dịch vụ tiêu dùng	17.12	36.64	38.82	14.57	34.80	38.48
Vật liệu cơ bản	12.46	16.38	17.60	17.85	15.15	14.03
Tiện ích	13.05	16.15	15.60	16.46	15.84	20.55
Công nghệ	18.54	45.69	75.22			16.15
Sức khỏe	20.42	43.55	43.55	51.62		35.26
Viễn thông	12.54	30.66	29.09	39.37	15.97	32.22

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Danh mục cổ phiếu lưu ý

Như trong các báo cáo Triển vọng Ngành trước đây BSC tiếp tục theo dõi và đưa ra giá khuyến nghị với các mã cụ thể như sau:

	Mã CK	DT 2017 (tỷ đồng)	LNST 2017 (tỷ đồng)	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Giá đóng cửa 29/09/17	Giá mục tiêu
Ngân hàng	MBB			2,272	9.57	1.93	13.05%	21,750	26,000
	ACB			1,872	16.35	2.58	11.48%	30,600	30,200
	CTG			1,648	11.23	1.85	12.06%	18,500	21,500
	VCB			2,009	18.72	2.75	15.32%	37,600	41,100
	VIB			N/A	N/A	2.54	7.15%	21,600	N/A
BĐS	VIC	80,000	3,000	1,137	45.00	4.20	7%	51,200	N/A
	DXG	3,300	800	2,641	7.90	1.32	19%	21,000	23,800
	KDH	3,200	500	2,136	11.20	1.90	12%	24,000	25,100
	SCR	2,500	205	903	12.40	0.90	6%	11,200	11,600
	KBC	4,000	750	1,596	8.80	1.00	10%	14,600	20,000
	DIG	1,406	128	504	31.50	1.30	4%	15,900	16,500
Xây dựng	CTD	27,158	1,879	21,434	9.70	2.70	27%	208,000	252,300
	HBC	16,000	828	6,426	9.60	3.90	42%	61,400	n/a
	VCG	10,222	585	1,324	15.60	1.50	8%	20,700	n/a
	FCN	2,800	210	4,242	5.10	1.20	16%	21,600	28,100
	HUT	3,309	462	2,447	4.90	0.50	17%	12,100	14,700
	CTI	1,396	141	2,309	13.40	1.60	16%	30,900	31,800
	PC1	3,585	307	3,137	11.30	1.30	15%	35,350	39,600
	LCG	1,500	70	917	12.40	0.70	7%	11,350	n/a
	VNE	1,113	111	1,228	6.70	1.00	11%	8,260	n/a
CNTT	FPT	46,619	3,058	5,157	9.09	2.09	20%	48,750	60,228
	CMG	5,042	198	2,237	6.79	0.95	10%	16,700	20,359
Điện	NT2	7,161	884	3,104	9.43	1.62	23%	26,550	32,400
	PPC	6,567	600	1,712	11.92	1.18	11%	20,250	19,300
	SJD	468	225	3,261	7.36	1.01	17%	23,250	NA
	CHP	667	298	2,366	11.16	1.80	22%	27,000	23,200
	VSH	643	381	1,846	9.15	1.18	12%	18,400	20,530
Phân bón	BFC	6,564	344	5,411	7.45	2.35	28%	40,300	48,700
	SFG	2,591	99	1,916	7.31	1.14	17%	14,000	16,300
	DPM	7,748	946	2,120	10.73	1.10	11%	22,750	22,800
	LAS	4,000	163	1,355	11.51	1.34	12%	15,600	16,200
	DDV	2,041	1.2	8	987.50	1.19	0%	7,900	N/A
Cao su	TRC	444	87	2,319	12.00	0.58	5%	28,400	33,000
	PHR	1,464	373	3,753	11.00	1.54	16%	42,000	45,900
	DPR	680	202	3,523	12.00	0.87	7%	41,000	49,000
	DRI	546	101	1,311	10.00	1.08	13%	12,600	15,700
Săm lốp	DRC	3,563	213	1,523	15.10	1.82	13%	23,000	N/A
	CSM	3,575	197	1,701	8.70	1.13	17%	14,800	N/A
Dược	DHG	4,250	780	5,369	19.84	4.95	27%	106,500	N/A
	IMP	1,260	128	3,282	19.20	1.99	13%	63,000	N/A

	DP3	250	26	3,823	15.64	3.07	19%	59,800	N/A
	DBD	1,500	144	2,474	20.17	3.08	18%	49,900	N/A
Nhựa	NTP	4,663	442	4,621	15.47	3.30	22%	71,500	83,900
	BMP	3,764	460	5,614	13.80	2.72	19%	77,500	119,400
	AAA	2,900	200	3,468	9.88	2.00	22%	34,250	N/A
Dầu khí	GAS	72,155	8,613	4,500	15.00	3.00	20%	69,100	74,047
	PVS	18,165	834	1,876	9.6x	0.7x	8%	16,300	20,500
Thép	HPG	46,867	7,795	5,602	6.94	2.05	29%	38,900	46,945
	HSG	26,410	1,671	4,774	5.99	1.84	31%	28,600	35,803
	NKG	12,093	711	6,772	4.89	1.79	37%	35,250	43,882
Xi măng	HT1	8,649	492	1,288	11.41	0.99	9%	14,700	17,540
	BCC	4,066	130	1,065	8.15	0.46	6%	8,680	11,606
	BTS	3,348	108	808	6.81	0.45	7%	5,500	8,976
Gạch men	CVT	1,305	177	6,300	8.10	3.36	46%	50,900	56,700
	TTC	348	20	3,367	5.50	1.10	18%	18,500	N/A
	VHL	1,972	167	6,676	7.10	1.90	24%	47,100	N/A
	VIT	1,164	70	3,589	6.12	1.70	29%	22,000	28,700
	VGC	8,738	827	1,576	14.50	1.57	15%	22,800	23,200
	TLT	515	45	6,438	2.80	3.00	N/A	17,800	N/A
Dệt may	VGT	15,640	310	620	18.40	0.90	4%	11,400	13,619
	VGG	8,113	380	8,460	6.40	1.40	24%	53,900	60,204
	TCM	3,315	182	3,324	8.10	1.40	23%	27,000	32,000
	TNG	2,553	111	2,567	5.90	1.05	18%	15,200	18,538
Bảo hiểm	BMI	3,836	195	2,410	13.00	1.00	8%	29,200	32,150
	PVI	7,283	465	1,987	19.10	1.10	6%	32,200	38,000
	VNR	1,788	249	1,900	12.60	1.20	10%	26,300	26,500
Đồ uống	SAB	34,495	4,703	7,051	29.30	10.50	36%	260,000	168,600
	VNM	52,945	11,220	7,733	19.80	8.94	50%	149,200	180,000
	QNS	7,665	1,349	5,425	15.20	4.40	23%	69,700	82,500
	GTN	3,950	70	280	60.70	1.50	3%	16,350	n/a
	VLC	2,800	115	1,822	9.00	1.16	17%	16,000	n/a
Cảng biển	GMD	4,354	579	2,774	16.33	2.06	11%	43,750	N/A
	PHP	2,529	504	1,432	10.40	1.39	11%	14,000	22,980
	VSC	1,187	320	7,020	10.67	2.11	20%	56,400	64,500
	HAH	520	130	3,578	6.53	0.91	16%	23,000	30,640
	CDN	640	147	1,634	13.77	1.98	16%	24,800	N/A
Vận tải biển	PVT	6,426	410	1,303	11.09	1.00	14%	14,900	19,000
	GSP	1,286	69	2,300	5.60	0.99	18%	13,550	15,200
	VTO	1,312	120	1,521	4.83	0.51	8%	7,300	N/A
	VIP	655	110	1,606	4.76	0.47	8%	7,240	N/A
Thủy sản	HVG	23,400	220	870	10.25	0.73	8%	6,340	N/A
	VHC	8,610	692	6,700	8.97	1.78	15%	51,000	N/A
	FMC	2,800	83	4	7.81	1.15	20%	19,000	N/A
Mía đường	SBT(*)	10,156	509	1,058	24.56	1.90	7%	26,000	N/A
	SLS	653	173	18,660	9.40	3.40	32%	175,000	N/A
	LSS	2,272	115	1,540	7.40	0.46	8%	11,400	N/A

Nguồn: BSC Research

Triển vọng các Ngành Q4 2017

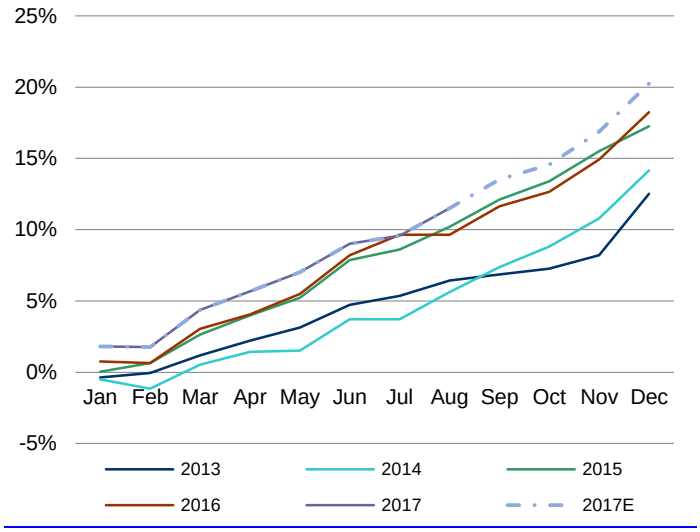
Ngành Ngân hàng [Khả quan]

- Tín dụng tăng 11.5%, huy động vốn tăng 9.1% trong 8T2017
- Tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn năm 2018 được nới lên 45% (dự thảo sửa đổi thông tư 36/2014/TT-NHNN) thay vì 40% như quy định hiện hành.
- Nghị quyết xử lý nợ xấu (NQ 42) chính thức có hiệu lực từ ngày 15/8/2017
- Câu chuyện cổ đông chiến lược của các ngân hàng
- Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết cổ phiếu.
- KQKD các ngân hàng tích cực.

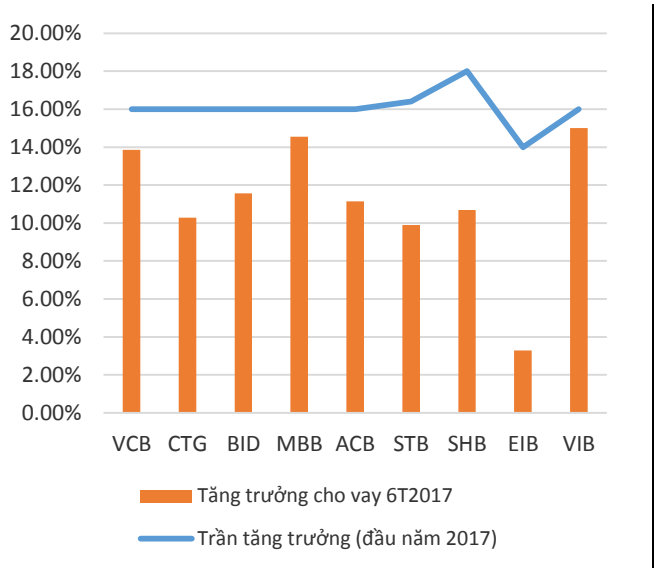
Thực trạng Quý 3/2017

Tín dụng tăng nhanh, tăng 11.5% trong 8 tháng đầu năm 2017. Đây là tốc độ tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2013 trở lại đây. Tính đến hết quý 2/2017, tốc độ tăng trưởng tín dụng của nhiều ngân hàng đã tiến sát mức trần quy định đầu năm bởi NHNN (VCB, ACB, MBB, VIB, BID). Tại cuộc họp Thường trực Chính phủ, Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc đã đặt vấn đề nâng chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm lên 21-22% trong năm 2017. Một số ngân hàng đã được nới room tăng trưởng tín dụng gồm VCB (từ 16% lên 18%), MBB (từ 16% lên 20%), ACB (từ 16% lên 20%), VIB (từ 16% lên 24%)…

Trưởng tín dụng của ngành Ngân hàng



Tăng trưởng tín dụng của một số ngân hàng



Nguồn: BSC research, SBV, Vụ tín dụng

Huy động vốn tăng 9.1% trong 8T2017. Theo thống kê của Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ cấp tín dụng so với huy động tiếp tục ở mức cao, đạt 88.73% đến cuối tháng 7/2017, trong đó, khối Ngân hàng Nhà nước lên tới 94.85% (trần là 90%), khối Ngân hàng TMCP là 81.76% (trần là 80%). Các ngân hàng cần đẩy mạnh hơn nữa hoạt động huy động vốn, đảm bảo thanh khoản và tốc độ tăng trưởng trong dài hạn.

Dự thảo sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư số 36/2014/TT-NHNN. Đáng chú ý, trong nội dung của dự thảo, NHNN đề xuất nới rộng tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn trong năm 2018 từ mức 40% lên mức 45% (năm 2017 tỷ lệ áp dụng là 50%). Sau đó, tỷ lệ này sẽ giảm xuống còn 40% từ năm 2019. Điều này sẽ tạo thêm nguồn lực cho vay trung, dài hạn cho các ngân hàng, đồng thời, nhóm vay bất động sản, xây dựng và tài trợ dự án sẽ là những đối tượng hưởng lợi chính từ sự mở rộng này. Đây cũng phân khúc khách hàng và kỳ hạn có mức lãi suất cao hơn, do vậy, kỳ vọng cải thiện NIM trong ngắn hạn cho các ngân hàng.

Nghị quyết xử lý nợ xấu (NQ 42) chính thức có hiệu lực từ 15/8/2017. Ngày 20/7/2017, NHNN ban hành chỉ thị số 06/VT-NHNN về thực hiện nghị quyết số 42. Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo đánh giá tác động của Nghị quyết và Luật sửa đổi, bổ sung Luật các TCTD, các quy định pháp luật này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho các TCTD trong quá trình thu hồi, xử lý nợ xấu và tài sản đảm bảo. Trong ngắn hạn, tỷ lệ nợ xấu có thể tăng nhẹ do các ngân hàng minh bạch hóa để được hưởng các cơ chế xử lý áp dụng trong Nghị quyết. Trong dài hạn, điều này được kỳ vọng giải quyết nợ xấu trong các ngân hàng thương mại. Mức độ tác động của Nghị quyết vào từng ngân hàng phụ thuộc vào năng lực xử lý nợ xấu và quy mô nợ xấu, tài sản đảm bảo của chính ngân hàng đó. Một số ngân hàng có quy mô/ tỷ trọng nợ xấu, tài sản đảm bảo lớn bao gồm BID, CTG, STB, SHB, VPB, EIB.

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB
Nợ nhóm 2	4,687	3,570	27,608	2,346	196	5,286	2,207	693	1,704	501
Nợ xấu	7,922	8,520	15,380	2,216	2,006	13,903	3,334	2,598	609	1,789
TP VAMC ròng	-	6,541	14,773	4,479	1,069	37,134	6,628	5,344	6,888	1,878
Lãi, phí phải thu	5,261	15,006	8,358	2,910	2,660	4,752	8,989	1,027	3,208	1,059
Tổng cộng	**17,870**	**33,637**	**66,119**	**11,951**	**5,932**	**61,075**	**21,157**	**9,662**	**12,409**	**5,227**
% dư nợ	3.41%	4.61%	8.19%	6.92%	3.27%	27.95%	11.77%	10.77%	45.00%	7.55%
Giá trị tài sản đảm bảo	738,115	1,395,070	954,707	516,533	356,354	395,584	384,526	182,561	85,005	191,783
% Tổng dư nợ	141%	191%	118%	299%	196%	181%	214%	203%	308%	277%

Nguồn: BSC research

Câu chuyện cổ đông chiến lược của các ngân hàng. Tăng vốn chủ sở hữu và phát hành cho cổ đông chiến lược là xu hướng giúp các ngân hàng tăng cường nguồn lực về vốn, nhân sự, đáp ứng yêu cầu của Basel II và đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn. Bên cạnh một số ngân hàng dự kiến bán vốn cho nhà đầu tư nước ngoài (OCB, Oceanbank, GPbank) như đã đề cập trong báo cáo cập nhật quý trước, VCB tiếp tục theo đuổi kế hoạch phát hành tăng vốn cho cổ đông tài chính GIC; BIDV đang nỗ lực tìm kiếm cổ đông

chiến lược. Ở chiều ngược lại, sau nhiều năm gắn bó, Standard Chartered xác nhận kế hoạch thoái vốn ACB, HSBC dự kiến thoái toàn bộ 19.41% vốn tại Techcombank.

Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết. 1.3 tỷ cổ phiếu VPBank chính thức giao dịch tại sàn HOSE vào ngày 17/8/2017. LienVietPostBank dự kiến niêm yết sàn Upcom với giá khởi điểm 14,800 đồng/cp vào ngày 5/10/2017. Một số ngân hàng dự kiến niêm yết trong thời gian tới bao gồm: Techcombank (VĐL 8,879 tỷ đồng), HDbank (VĐL 8,100 tỷ đồng), Maritimebank (VĐL 11,750 tỷ đồng), TPbank (VĐL 5,842 tỷ đồng), Seabank (VĐL 5,466 tỷ đồng), OCB (VĐL 4,000 tỷ đồng), ABBbank (VĐL 5,319 tỷ đồng), Saigonbank (VĐL 3,080 tỷ đồng), , Nam Á Bank (VĐL 3,021 tỷ đồng), Việt Á Bank (VĐL 3,500 tỷ đồng).

KQKD tích cực. 6T2017, tổng lợi nhuận trước dự phòng của 11 ngân hàng niêm yết đạt 44,240 tỷ đồng, tăng 29% yoy. Một số ngân hàng có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hoạt động lõi cao gồm ACB (+ 86% yoy do đẩy mạnh thu ngoài lãi và không còn phải trích lập dự phòng trái phiếu đầu tư), MBB (+ 57%), VPB (+ 49%), SHB (+33%) và CTG (+33%) nhờ đẩy mạnh hoạt động thu ngoài lãi và phát triển khách hàng bán lẻ. Trong khi đó, kết quả kinh doanh trước dự phòng của một số ngân hàng suy giảm, đáng chú ý là STB (-44% yoy) và EIB (-11% yoy). Một số ngân hàng ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng trưởng cao, bao gồm EIB (+438% yoy), SHB (+ 57% yoy), ACB (+54% yoy), MBB (+33% yoy), STB (+37% yoy) và VCB (+23% yoy). Chúng tôi lưu ý, kết quả lợi nhuận sau thuế của một số ngân hàng như STB, EIB, dù tăng trưởng cao nhưng chưa phản ánh đúng khả năng sinh lời thực tế của doanh nghiệp do lợi nhuận trước dự phòng tăng trưởng âm, trong khi áp lực trích lập dự phòng cao, ngân hàng có thể phải đẩy mạnh trích lập trong nửa cuối năm 2017 và các năm sau đó.

KQKD của các ngân hàng niêm yết 6 tháng đầu năm 2017

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB	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	10,765
VCSH (tỷ đ)	52,110	60,320	48,125	27,309	14,884	22,443	13,942	13,748	3,202	8,746	19,523
Tổng tài sản (tỷ đ)	849,298	1,035,639	1,100,433	276,245	265,842	355,973	251,785	135,914	63,200	115,384	248,714
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.14%	5.82%	4.37%	9.89%	5.60%	6.30%	5.54%	10.12%	5.07%	7.58%	7.85%
Tăng trưởng (ytd)											
Tăng trưởng tài sản	7.79%	9.16%	9.34%	7.80%	13.76%	7.21%	7.62%	5.52%	-8.42%	10.40%	8.72%
Tăng trưởng cho vay	13.86%	10.28%	11.56%	14.56%	11.15%	9.90%	10.69%	3.29%	8.77%	15.00%	12.04%
Tăng trưởng tiền gửi	10.00%	5.78%	11.78%	4.36%	11.17%	8.72%	8.85%	10.57%	4.37%	4.93%	4.71%
Tiền gửi không kỳ hạn	26.52%	14.20%	16.45%	32.30%	14.15%	12.96%	9.56%	13.26%	5.43%	18.27%	9.85%
Cho vay/tiền gửi	80.79%	105.36%	99.49%	84.93%	78.90%	68.92%	99.12%	79.30%	63.22%	111.29%	125.05%
Chất lượng tài sản											
Tỷ lệ nợ xấu	1.51%	1.17%	1.90%	1.28%	1.10%	6.36%	1.85%	2.89%	2.21%	2.59%	2.81%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.51%	2.04%	3.67%	3.78%	1.68%	19.96%	5.35%	8.35%	21.75%	5.16%	2.81%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	2.12%	1.11%	1.57%	1.32%	1.45%	1.12%	1.08%	1.47%	1.17%	1.25%	1.61%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	140.25%	94.87%	82.67%	102.93%	130.85%	17.63%	58.42%	50.67%	52.97%	48.40%	57.24%

Lãi thực thu/ TN lãi (ytd)	102.44%	97.83%	103.30%	100.21%	106.02%	105.12%	86.61%	96.24%	91.17%	97.09%	99.88%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.00%	2.06%	1.04%	1.69%	1.46%	2.17%	5.00%	1.14%	11.63%	1.53%	2.59%
Tài sản nghi ngờ	23,713	48,816	77,617	21,677	10,402	98,534	30,891	12,249	17,422	5,909	31,222
% TTS	2.79%	4.71%	7.05%	7.85%	3.91%	27.68%	12.27%	9.01%	27.57%	5.12%	12.55%
% VCSH	45.51%	80.93%	161.28%	79.37%	69.88%	439.03%	221.56%	89.10%	544.07%	67.56%	159.93%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)											
% Thu nhập lãi thuần	74.82%	82.57%	83.40%	80.54%	72.06%	63.42%	92.08%	79.50%	88.07%	83.75%	84.81%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	8,257	9,657	9,915	3,846	2,229	616	1,094	656	80	631	7,259
% yoy	13.37%	32.61%	26.77%	57.35%	85.90%	-43.69%	33.36%	-11.47%	18.60%	-4.24%	48.99%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	(3,002)	(4,844)	(6,207)	(1,322)	(966)	(38)	(292)	(258)	(72)	(251)	(3,995)
% vs LN trước DP	36.36%	50.15%	62.60%	34.37%	43.37%	6.11%	26.72%	39.42%	89.81%	39.76%	55.04%
LNST (tỷ đ)	4,222	3,904	2,706	1,998	980	422	646	327	6	304	2,606
% yoy	23.42%	14.57%	1.94%	32.78%	47.83%	36.57%	56.84%	438.24%	-18.00%	24.78%	107.77%
NIM (TTM)	2.65%	2.68%	2.80%	3.95%	3.25%	1.60%	2.16%	2.32%	1.90%	2.87%	8.44%
CIR (TTM)	43.19%	38.14%	38.84%	37.96%	54.08%	82.04%	48.45%	61.52%	83.86%	61.54%	-35.74%
ROA (TTM)	0.96%	0.75%	0.61%	1.31%	0.67%	0.14%	0.49%	0.44%	0.02%	0.60%	2.38%
ROE (TTM)	15.32%	12.06%	13.85%	13.05%	11.48%	2.13%	8.82%	4.25%	0.37%	7.15%	30.40%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,120	1,961	1,817	1,950	1,666	269	1,085	468	40	1,104	5,033
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	14,442	16,126	13,218	15,208	14,488	11,905	12,452	11,127	10,638	15,494	18,135

Sources: BSC research

Quan điểm đầu tư – Khả quan.

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả quan** đối với nhóm cổ phiếu Ngân hàng. Kết quả kinh doanh của các ngân hàng được kỳ vọng tích cực nhờ tăng trưởng kinh tế, tín dụng và đẩy mạnh các hoạt động ngoài lãi. Các ngân hàng đẩy mạnh thu hồi và xử lý nợ xấu. Đặc biệt, 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 – MUA – Giá mục tiêu 26,000 đồng/cp – upside 20%

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 26,000 đồng/cp dựa theo phương pháp P/B điều chỉnh. Chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ sinh lời cao, và quan trọng, ngân hàng hiện đang được định giá thấp hơn so với các ngân hàng niêm yết với P/B điều chỉnh là 1.85x, do vậy, MBB thích hợp đầu tư trung và dài hạn.

- Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, đạt 15% trong 6T2017, ngân hàng được chấp thuận nới room tăng trưởng tín dụng lên 20% cho cả năm 2017. Đồng thời, ngân hàng tích cực mở rộng mảng kinh doanh phi tín dụng thông qua các nghiệp vụ bán chéo sản phẩm và tận dụng mạng lưới khách hàng lớn từ Viettel, thu nhập ngoài lãi tăng 12% trong 6T2017. Khả năng sinh lời cao hơn

các ngân hàng niêm yết, NIM cao và tăng từ mức 3.58% năm 2016 lên tới 3.95% trong 6T2017, ROE đạt 13.05% và được kỳ vọng tăng lên tới 15% trong 3 năm tới.

- Tỷ lệ nợ xấu tính đến cuối quý 2 của ngân hàng là 1.28%, tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu cao, đạt tới 103%, tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của BSC là 21,677 tỷ đồng, tương đương 79% vốn chủ sở hữu, thấp hơn nhiều so với các ngân hàng niêm yết. Do vậy, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của ngân hàng được kỳ vọng giảm mạnh từ năm 2018.

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

- BSC dự báo, lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt 4,062 tỷ đồng (+42% yoy), tương đương EPS 2017 là 2,272 đồng/cp (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi).

ACB – Nắm giữ - Giá mục tiêu 30,200 đồng/cp.

Cổ phiếu ACB đã tăng 29% kể từ ngày phát hành báo cáo khuyến nghị Mua ACB của chúng tôi (Link). ACB là ngân hàng ưa thích của chúng tôi với kết quả kinh doanh hoạt động lõi tăng trưởng tích cực, chất lượng tài sản tốt, cùng với kỳ vọng ngân hàng hoàn tất xử lý nợ xấu của nhóm G6, liên quan đến bầu Kiên trong năm 2017.

- Cho vay tăng trưởng 11.15% trong 6T2017. Ngân hàng được SBV chấp thuận nới room tín dụng lên 20% cho cả năm 2017. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng tăng đến 86% trong nửa đầu năm 2017.

- Quản trị rủi ro chặt chẽ, chất lượng tài sản tốt. Tỷ lệ nợ xấu đến cuối quý 2/2017 là 1.1%, tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của BSC là 10,402 tỷ đồng, tương đương 70% vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu đạt 131%.

- Dự kiến hoàn thành dự phòng nhóm G6 trong năm 2017, sớm 1 năm. Tổng giá trị các khoản nợ còn lại của nhóm G6 tại ACB đến 30/6/2017 là 3,527 tỷ đồng, đồng nghĩa với việc ngân hàng đã thu hồi khoảng 388 tỷ đồng. Tổng giá trị các khoản nợ còn lại của nhóm G6 sau trích lập dự phòng là 558 tỷ đồng, đây cũng là giá trị lớn nhất ACB phải trích lập dự phòng cho nhóm này trong 6 tháng cuối năm 2017. Trong khi đó, tổng giá trị tài sản đảm bảo cho các khoản nợ của nhóm G6 lên tới 3,568 tỷ đồng, trong đó có 1,237 tỷ đồng là giá trị bên thứ ba chào mua cổ phiếu của TCTD niêm yết khác (đã đạt cọc 416 tỷ đồng), 25 tỷ đồng là tiền gửi tại ngân hàng khác. Do vậy, chúng tôi cho rằng, ACB có thể được ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng khi xử lý khối tài sản đảm bảo trên.

- BSC dự báo, LNST năm 2017 đạt 1,896 tỷ đồng (+43% yoy), tương đương EPS 2017 sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi là 1,872 đồng/cp.

CTG – MUA – Giá mục tiêu 21,500 đồng/cp- upside 16%.

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 1.85x. 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.

	EPS 2017F	BV	BV điều chỉnh	ROA	ROE	CAR	P/B	P/B điều chỉnh	Giá ngày 29/09/2017	Giá hợp lý của cổ phiếu	Link
MBB	2,272	15,945	11,248	1.31%	13.05%	12.50%	1.36	1.93	21,750	26,000	Link
ACB	1,872	15,097	11,842	0.67%	11.48%	13.19%	2.03	2.58	30,600	30,200	Link
CTG	1,648	16,200	9,996	0.75%	12.06%	10.40%	1.14	1.85	18,500	21,500	Link
VCB	2,009	14,484	13,697	0.96%	15.32%	11.13%	2.60	2.75	37,600	41,100	Link
VIB	N/A	15,494	8,507	0.60%	7.15%	13.30%	1.39	2.54	21,600	N/A	

Sources: BSC research

Ngành Bất động sản [Khả quan]

- Thị trường căn hộ để bán tiếp tục giao dịch sôi động, tổng lượng giao dịch trong Q2/2017 tại TP.HCM đạt đỉnh từ năm 2011 tới nay với 11,600 căn, tăng 67% YoY.
- Số lượng căn hộ mở bán mới giảm tại Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội.
- Tốc độ giảm giá trị hàng tồn kho có dấu hiệu chậm lại.
- KQKD của ngành bất động sản tăng trưởng mạnh phản ánh giai đoan phục hồi của ngành bất động sản.
- Điểm rơi lợi nhuận sẽ bắt đầu từ Q4/2017 và năm 2018.
- Lĩnh vực BĐS khu công nghiệp duy trì triển vọng tích cực do nguồn vốn FDI tăng mạnh
- Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với các cổ phiếu trong ngành Bất động sản.

Thực trạng Quý 3 2017

Thị trường căn hộ để bán tiếp tục giao dịch sôi động: Tổng lượng giao dịch trong 1H2017 tại thị trường Tp. Hồ Chí Minh đạt 11,600 căn, tăng mạnh +67% YoY, lượng giao dịch trong Q2/2017 đã đạt đỉnh từ năm 2011 tới nay; tập trung chủ yếu tại khu vực phía Tây bao gồm các quận 6, 8, Tân Phú và Bình khi làn song đầu tư chuyển hướng từ khu Đông sang khu Tây. Tại thị trường Hà Nội, tổng lượng giao dịch đạt 6,800 căn hộ, tăng 13% 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, chiếm khoảng 60% thị phần.

Số lượng căn hộ mở bán mới giảm tại Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội. Theo báo cáo thị trường quý 2/2017 của Savills, số lượng căn hộ mở bán mới tại Tp. Hồ Chí Minh đạt 4,700 căn (+8.05% YoY), dẫn tới tổng nguồn cung sơ cấp giảm 7% YoY so với mức tăng 13% của Q1/2016. Trong khi đó, số căn hộ mở bán mới tại Hà Nội đạt 6,850 căn, giảm nhẹ 4% YoY; tuy nhiên nhờ số lượng căn hộ mở bán Q1/2017 tăng mạnh giúp cho tổng nguồn cung sơ cấp tại Hà Nội đạt 24,550 căn (+42% YoY).

Tốc độ giảm giá trị hàng tồn kho có dấu hiệu chậm lại. Tính đến 20/6/2017, theo số liệu của Hiệp hội bất động sản Việt Nam (VNReal), tổng giá trị tồn kho bất động sản cả nước đạt 27,341 tỷ đồng (-13.2% YTD), BSC nhận thấy tốc độ giảm giá trị hàng tồn kho đã bắt đầu chậm lại sau quá trình phục hồi ấm dần lên của ngành bất động sản. Hiện tại, phân khúc đất nên nhà ở vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất 47.6% tổng giá trị hàng tồn kho , phân khúc nhà thấp tầng và căn hộ chung cư chiếm lần lượt 26.6% và 16.7% cơ cấu tồn kho, phần còn lại thuộc về đất nền thương mại.

KQKD của ngành bất động sản tăng trưởng mạnh phản ánh giai đoan phục hồi của ngành bất động sản. Theo thống kê, tổng doanh thu 6 tháng đầu năm 2017 của các doanh nghiệp BĐS trên sàn đạt 57.4 nghìn tỷ (+41.2% YoY) , tuy nhiên LNST đạt 4,023 ngàn tỷ , tăng nhẹ 3% so với cùng kỳ, chủ yếu ảnh hưởng NVT. Tuy nhiên, chỉ có 30/52 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 1H2016	DT 1H2017	% tăng/giảm	LNST 1H2017	LNST 1H2016	% tăng/giảm	Hàng tồn kho	KH trả tiền trước	KH Trả tiền trước/ HTK
VIC	35.194	24.005	47%	1.715	1.543	11%	53,647	57,992	108%
DXG	879	1.087	-19%	203	148.9	36%	1,394	899.6	65%
KDH	1.955	1.252	56%	234	201	16%	4,034	777.7	19%
SCR	550	168	228%	67	37	79%	3,795	2,778	73%
DIG	586	488	20%	8	1	773%	3,154	767.7	24%
ITC	293	69	323%	38	0	28249%	2,686	313.7	12%
NVL	3.333	4.966	-33%	840.5	1,553	-184%	20,030	6,905	34%
KBC	484	1.113	-56%	414	391	5%	8.217	399.1	5%
NLG	1.262	1.068	18%	310	127	143%	3.495	1,160	33%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

Điểm rơi lợi nhuận sẽ bắt đầu từ Q4/2017 và năm 2018. 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. Tỷ lệ KH trả tiền trước/Hàng tồn kho của một số doanh nghiệp trong Q2/2017 cũng có cải thiện so với Q1/2017 như VIC, DXG, SCR, NVL, NLG. Do đó, chúng tôi kỳ vọng KQKD của nhiều doanh nghiệp (VIC, DXG, SCR) sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh từ cuối năm 2017 khi có thêm các dự án lớn tiếp tục được bàn giao nhà như Opal Riverside - Opal Garden (DXG), Charmington La Pointe (SCR), Vinhome Central Park – Time City Park Hill (VIC), Orchard Garden – Lakeview City – Rivergate Residence –The Tresor Residence – GardenGate Residence (NVL).

Lĩnh vực BĐS khu công nghiệp duy trì triển vọng tích cực do nguồn vốn FDI tăng mạnh. Cụ thể, trong 9 tháng đầu năm 2017, vốn đầu tư nước ngoài FDI đăng ký cấp và góp vốn mua cổ phần đạt 25,48 tỷ USD (+34.3% yoy), lượng vốn giải ngân đạt 12.5 tỷ USD (+13,4% yoy) cao hơn so với dự báo đầu năm là 24 tỷ USD cho FDI đăng ký và 15.5 tỷ USD cho FDI giải ngân. 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 tiếp tục cải thiện so với Q1/2016 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.

DXG – Giá mục tiêu – 23,800 đồng/cp – Upside 17.8%

DXG là một trong những công ty môi giới có uy tín hàng đầu tại Việt Nam, ngoài ra DXG cũng là một trong những chủ đầu tư tập trung vào phân khúc trung cấp. Trong 6T2017, doanh nghiệp đã ghi nhận

khoảng 270 tỷ đồng LNST. Dự kiến trong 6T cuối năm, với nhóm dự án sơ cấp, DXG sẽ ghi nhận 100% dự án Opal Riverside (LNTT khoảng 383 tỷ đồng) và 50% dự án Opal Garden (LNTT khoảng 106 tỷ đồng), ngoài ra sẽ tiếp tục ghi nhận nguồn thu từ các dự án thứ cấp. Ước tính cả năm 2017, LNST của DXG cả năm 2017 sẽ đạt từ 800 – 1,200 tỷ đồng (+49% - 123%yoy), tương đương EPS 2017 đạt từ 2,641 – 3,961 đồng, chủ yếu được ghi nhận trong Q4/2017. BSC cho rằng mức tăng trưởng cao của LNST sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2018. Với 5 dự án đang được triển khai (Opal Gargden, Opal Skyview, Opal Tower, Lux Gardern, Lux Riverview) ước LNTT có thể ghi nhận trong năm 2018 từ mảng sơ cấp là 600 tỷ đồng, ngoài ra các dự án thứ cấp sẽ là nguồn lợi nhuận chính cho DXG trong năm 2018. Cho giai đoạn 2019 – 2020, DXG đã lên phương án triển khai khoảng 9 dự án và xây dựng quỹ đất tại các tỉnh cấp 2 để chuẩn bị cho kế hoạch 5 – 7 năm tới.

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. KBC là một trong những công ty đầu tư bất động sản KCN hàng đầu trên sàn. Tổng diện tích lên đến 5,174 ha đất khu công nghiệp (KCN) chiếm 6% diện tích KCN cả nước và 1,063 ha đất khu đô thị (KĐT). Trong năm 2017, doanh thu của KBC sẽ đến chủ yếu từ KCN Quang Châu, KCNTràng Duệ 2 và KĐT Phúc Ninh. Chúng tôi ước tính LNST cho cổ đông công ty mẹ của KBC năm nay ước đạt khoảng 750 tỷ đồng, EPS forward 2017 = 1,596 đồng/cp, tương ứng P/E forward = 8.8x.

Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực đối với KBC nhờ xu hướng tăng mạnh nguồn vốn FDI vào Việt Nam, trong đó: (1) doanh thu chính tiếp tục đến từ khu công nghiệp Quang Châu (Bắc Giang) và khu đô thị Phúc Ninh (Bắc Ninh) - Ngoại giao đàm và (2) Khu công nghiệp Tràng Duệ 2 (Hải Phòng), khu công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh), KCN Quế Võ sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu kể từ năm 2018.

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 30/09/2017	Giá mục tiêu
VIC	80,000	3000	1,137	45	4.2	7%	n/a	51,200	N/A
DXG	3,300	800	2,641	7.9	1.32	19.4%	20%	21,000	23,800
KDH	3,200	500	2,136	11.2	1.9	11.7%	10% tiền	24,000	25,100
SCR	2,500	205	903	12.4	0.9	6.3%	n/a	11,200	11,600
KBC	4,000	750	1,596	8.8	1	10.2%	n/a	14,600	20,000
DIG	1,406	128	504	31.5	1.3	4.3%	6% - 8%	15,900	16,500

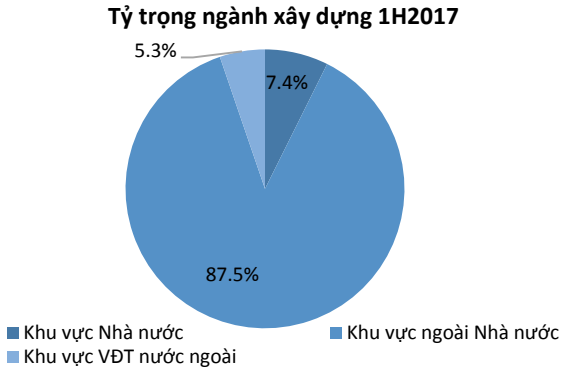
Nguồn: BSC Research

Ngành Xây dựng [Khả quan]

Thực trạng 2Q2017

- Giá trị sản xuất xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 506.6 nghìn tỷ đồng, tăng 11% yoy.
- KQKD ngành xây dựng tăng trưởng mạnh trong 1H2017 nhưng phân hóa lớn giữa các doanh nghiệp niêm yết: 52/108 DN tăng trưởng so với cùng kỳ 2015.
- Thị trường xây dựng công nghiệp kỳ vọng tăng trưởng tốt nhờ vào lượng vốn FDI vào Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng 2 con số
- BSC duy trì đánh giá Khả quan đối với ngành Xây dựng trong Q4 năm 2017.

Giá trị sản xuất xây dựng tăng trưởng ổn định: 6 tháng đầu nằm 2017, giá trị sản xuất xây dựng theo giá hiện hành ước đạt 506.6 ngàn tỷ đồng (+11% YoY); khu vực xây dựng ngoài nhà nước vẫn tiếp tục đóng góp chỉnh trong cơ cấu tỷ trọng với giá trị xây dựng đạt 443.2 tỷ đồng (+12.4% YoY). Trong khi khu vực nhà nước ghi nhận mức tăng nhẹ 3.9% YoY, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng nhẹ 1.2% YoY.



Nguồn: Tổng cục thống kê % BSC tổng hợp

KQKD ngành xây dựng tăng trưởng mạnh trong 1H2017 nhưng phân hóa lớn giữa các doanh nghiệp niêm yết. Trong 1Q2017, tổng doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng đạt 46,841 tỷ đồng (+1.9% YoY), với tổng lợi nhuận sau thuế tăng mạnh lên 2,312 tỷ đồng (+14% YoY). Sự tăng trưởng mạnh về LNST này được đóng góp chủ yếu nhờ vào việc cải thiện biên lợi nhuận ròng của nhóm ngành xây lắp như HBC, VCG, FCN, LCG. 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 +20% YOY), HBC (LNST +175% YoY).

1H2017	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST (tỷ đ)	%yoy	Biên LNG 1H2017	Biên LNG 1H2016	P/E	P/B
CTD	10.544	29%	713	20%	8,7%	6,8%	10,3	2,5
HBC	6.757	66%	377	175%	11,4%	5,3%	9,9	4,4
VCG	4.189	29%	276	43%	16,4%	5,7%	15,9	1,5
PC1	1.381	-12%	122	-38%	17,5%	10,1%	9,8	1,7
FCN	706	10%	57	28%	15,8%	7,4%	6,4	1,1

HUT	1.034	-13%	183	15%	28,3%	14,5%	5,3	0,9
CTI	558	-2%	70	26%	38,9%	10,5%	10,5	1,6
LCG	511	52%	41	106%	12,1%	6,2%	9,7	0,8
VNE	509	74%	74	-401%	15,1%	1,3%	6,9	0,7

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

BSC duy trì đánh giá Khả quan đối với ngành Xây dựng trong Q4/2017 nhờ với động lực chính đến từ: (1) Q4 thường là quý ghi nhận kết quả kinh quả kinh doanh tốt nhất của các doanh nghiệp xây dựng nhờ vào tính chất mùa vụ bàn giao nhà của các công ty bất động sản. (2) Backlog của các doanh nghiệp đầu ngành vẫn duy trì được mức tăng trưởng ấn tượng CTD (30,451 tỷ, +10% YoY), HBC (21,000 tỷ, +20.1 %) so với đầu năm), (3) dòng vốn FDI tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng kỷ lục. Chúng tôi cho rằng các nhóm ngành xây dựng dân dụng đầu ngành như CTD và HBC vẫn còn dư địa tăng trưởng tiếp tục trong năm 2018. Nhóm cổ phiếu xây dựng công nghiệp và xây dựng hạ tầng còn khá nhiều tiềm năng.

CTD – Giá mục tiêu – 254,500 đồng/cp – upside 22.3%

Doanh thu 1H2017 của CTD đạt 10,544 tỷ đồng (+29.9% yoy), lợi nhuận gộp 1H2017 đạt 879 tỷ đồng (+20.0%), lợi nhuận ròng đạt 713 tỷ đồng (+19.7% yoy), tương đương hoàn thành 39.1% kế hoạch doanh thu và 40.7% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Hiện tại, CTD đã công bố 1 số các hợp đồng lớn trong 2H2017 như Casino Hội An (7,000 tỷ đồng), nhà máy Paohong giai đoạn 2 và 3 (1,900 tỷ đồng). BSC dự báo năm 2017, DTT của CTD sẽ đạt 27,158 tỷ đồng (+30.7% yoy) hoàn thành kế hoạch năm. LNG ước tính đạt 2,308 tỷ (+28.3%yoy) nhờ vào tăng trưởng từ giá trị hợp đồng ký mới và backlog năm 2016. LNST 2017 đạt 1,879 tỷ (+35.2%yoy) tương ứng EPS 2017 = 21,434 đồng (giả định trích 7.5% quỹ khen thưởng phúc lợi); P/E Forward = 10,1 lần

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

HUT là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông tại miền Bắc.Từ 2 năm trở lại đây, HUT đã chuyển hướng dần sang mảng Bất động sản bằng hình thức triển khai các dự án BT đổi đất. Động lực tăng trưởng chính cho KQKD 2H2017 chủ yếu đến từ 2 dự án 2 dự án Xuân Phương Residence và South Building, với tỷ lệ căn hộ đã bán 100%, ước tính ghi nhận 3,300 tỷ đồng. Ngoài ra, HUT cũng sẽ ghi nhận khoảng 800 tỷ còn lại từ dự án Foresa Villa. Doanh thu từ mảng thu phí BOT ước tính đạt 600 tỷ năm 2017 (+57% yoy). Khi 5 trạm BOT đi vào hoạt động ổn định, HUT sẽ có khoảng 800 tỷ doanh thu mỗi năm. BSC ước tính DT 2017 hợp nhất đạt khoảng 4,600 tỷ, LNST khoảng 550 tỷ và EPS 2017 =2.287 đồng. P/E forward = 5.1x lần.

PC1 – Giá mục tiêu 39,600 đồng/cp – upside 11.3%.

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 đường truyền tải điện sẽ giữ vai trò đóng góp cốt lõi trong cơ cấu doanh thu. Tính từ đầu năm 2017, PC1 đã ký được 63 triệu USD hợp đồng, qua đó nâng tổng giá trị hợp đồng chưa thực hiện lên 120 triệu USD. Tuy nhiên, trong năm 2017, mảng bất động sản sẽ không có đóng góp vào doanh thu, dự kiến năm 2018 PC1 sẽ ghi nhận 1,200 tỷ doanh thu từ dự án Mỹ Đình Plaza 2. Đối với mảng thủy điện, từ thang 12/2017, hai nhà máy mới Bảo Lâm 3 (công suất 46MW) và

Bảo Lâm 3A (công suất 8MW) sẽ đi vào hoạt động, tương đương, + 91% tổng công suất. Ngoài ra, công ty cũng có kế hoạch xây dựng 2 nhà máy thủy điện nữa là Mông An (công suất 30MW) và Bảo Lạc B (công suất 18MWG), +42% tổng công suất. Do đó BSC cho rằng trong năm 2017 tăng trưởng doanh thu của PC1 sẽ không có đột biến, điểm rơi lợi nhuận sẽ bắt đầu từ năm 2018 nhờ đóng góp từ BĐS và thủy điện.

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 30/09/2017, cổ phiếu CTI được giao dịch tại mức giá 30,150 đồng/cp, tương đương P/E FW là 9.4x. 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. Chúng tôi cho rằng trong năm 2017. Doanh thu lợi nhuận của CTI sẽ không đột biến đáng kể, chúng tôi đặt kỳ vọng cao vào mảng đá cho năm 2018. Cụ thể, CTI dự kiến sẽ đem vào khai thác khoảng 2 triệu m3 đá. CTI hiện đang sở hữu 4 mỏ đá là Tân Cang 8, Đồi Chùa 3, Bình Lợi và Xuân Hòa với tổng trữ lượng còn lại lên tới 38 triệu m3, thời gian khai thác còn lại dài (đến năm 2034) trong bối cảnh (1) nhiều mỏ đã trong, khu vực sẽ hết hạn giấy phép khai thác trong năm tới, (2) giá bán đá tăng khoảng 15%-20% so với cùng kỳ nhờ vào nhu cầu xây dựng tăng mạnh.

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 30/9/2017	Giá mục tiêu
CTD	27,158	1,879	21,434	9.7	2.7	27%	30% tiền	208,000	254,500
HBC	16,000	828	6,426	9.6	3.9	42%	15% tiền	61,400	n/a
VCG	10,222	585	1,324	15.6	1.5	7.8%	10% tiền	20,700	n/a
FCN	2,800	210	4,242	5.1	1.2	16.3%	10% tiền	21,600	28,100
HUT	3,309	462	2,447	4.9	0.5	17.4%	15% tiền	12,100	14,700
CTI	1,396	140.9	2,309	13.4	1.6	16.2%	17% tiền	30,900	31,800
PC1	3,585	307	3,137	11.3	1.3	14.5%	20% tiền	35,350	39,600
LCG	1,500	70	917	12.4	0.7	6.5%	7% tiền	11,350	n/a
VNE	1,113	111	1,228	6.7	1	11.3%	10% tiền	8,260	n/a

Nguồn: BSC Research

Ngành Công nghệ [Khả quan]

- Mạng 4G đã phủ sóng tới 95% dân số Việt Nam
- Chất lượng tăng trưởng viễn thông Việt Nam được cải thiện, doanh thu lĩnh vực viễn thông 9 tháng năm 2017 ước tính đạt 283.9 nghìn tỷ đồng, tăng 8.1% so với cùng kỳ năm 2016
- KQKD của nhóm doanh nghiệp CNTT – Viễn thông tiếp tục tăng trưởng tốt

Mạng 4G đã phủ sóng tới 95% dân số Việt Nam. Hơn 80,000 trạm thu phát sóng 4G đã và đang được triển khai nhằm mục tiêu phủ sóng 4G trên toàn bộ lãnh thổ Việt Nam từ nay cho đến cuối năm 2017. Sau quá trình khởi động, VNPT đã triển khai lắp đặt trạm 4G tại nhiều địa phương để chuẩn bị cho việc phổ biến mạng này trên toàn quốc trong năm 2017. Theo kế hoạch, trong năm nay, VNPT sẽ đưa khoảng 15,000 trạm thu phát sóng 4G chính thức đi vào hoạt động, phủ sóng tất cả các khu vực trọng điểm tại 63 tỉnh thành trên cả nước. Trong khi đó, Viettel đã khai trương dịch vụ 4G LTE trên toàn quốc sử dụng công nghệ 4T4R trong tháng 4 vừa qua, đồng thời triển khai 36,000 trạm thu phát sóng, phủ sóng 95% dân số. Riêng nhà mạng MobiFone, hiện nay MobiFone đã xây dựng được 4.500 trạm phát sóng 4G LTE và dự kiến con số này sẽ là 30,000 trạm phát sóng 4G giai đoạn 2017 – 2018. Mức độ phủ sóng tăng trưởng nhanh như vậy sẽ thúc đẩy sự phát triển không chỉ cho toàn xã hội mà còn toàn ngành bán lẻ thiết bị di động hỗ trợ chuẩn 4G như tình trạng đã xảy ra tại Trung Quốc vào đầu năm 2016.

Chất lượng tăng trưởng viễn thông Việt Nam được cải thiện. Theo Tổng cục Thống kê**,** hiện có 113.2 triệu thuê bao di động giảm 12.7% so với cùng kỳ năm ngoái do Bộ Thông tin và Truyền thông tiếp tục thực hiện thanh tra đối với các nhà mạng trong việc quản lý sim rác, dự kiến số lượng thuê bao di động tiếp tục bị cắt giảm. Bên cạnh đó, số thuê bao Internet băng rộng cố định ước tính đạt 10.5 triệu thuê bao, tăng 19.5% so với cùng kỳ năm 2016. Doanh thu lĩnh vực viễn thông 9 tháng năm 2017 ước tính đạt 283.9 nghìn tỷ đồng, tăng 8.1% so với cùng kỳ năm 2016.

Cập nhật KQKD Q2 2017 và Q1 2017 của các doanh nghiệp.

KQKD 6 tháng 2017 của FPT tương đối ấn tượng với LNTT của khối Công nghệ đạt 453 tỷ đồng (+32%yoy, tăng trưởng chủ yếu đóng góp bởi mảng Xuất khẩu phần mềm) và khối Viễn thông đạt 623 tỷ đồng (+1%yoy, đóng góp chính bởi mảng dịch vụ viễn thông đạt tăng trưởng 18%yoy do chi phí cáp quang giảm).

Mã	Doanh thu thuần			LNST thuộc về cổ đông FPT			EPS		
	6T2017	6T2016	yoy	6T2017	6T2016	yoy	6T2017	6T2016	yoy
FPT	19,365	17,425	11%	924	820	12.7%	1,747	1,556	12.3%

Hai doanh nghiệp CMG và ITD có quý tài chính Q12017 kết thúc vào 30/06 cũng đã công bố BCTC Q12017, theo đó ITD ghi nhận LNST giảm 59.4%yoy. Với CMG, tăng trưởng đóng góp phần lớn bởi mảng lĩnh vực viễn thông , với DT Q12017 mảng viễn thông đạt 321.8 tỷ đồng (+6% YoY), LNTT đạt 30.6 tỷ đồng (+7.5% YoY), nhờ tuyến cáp quang biển APG đã đi vào hoạt động.

Mã	Doanh thu thuần			Biên LNG		LNST			EPS		
	Q12017	Q12016	yoy	Q12017	Q12016	Q12017	Q12016	yoy	Q12017	Q12016	yoy
CMG	1,040	987	5.4%	13.46%	12.87%	26.5	20.6	28.6%	398	259	53.7%
ITD	73	101	-27.7%	35.62%	24.75%	1.5	3.7	-59.4%	73	243	-69.9%

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 60,228

Cập nhật KQKD 8T2017: DTT đạt 27,340 tỷ đồng (+11%yoy), LNTT đạt 1,992 tỷ đồng (+16%yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 1,303 tỷ đồng (+16%yoy), EPS 8T2017 = 2,460 đồng.

Thoái vốn tại Khối Bán lẻ: FPT đã hoàn thành thoái vốn bước 1 (30% tỷ lệ SH) cho nhà đầu tư tổ chức, giảm tỷ lệ sở hữu của FPT từ 85% (hiện tại) về 55%. Bước 2: Bán tối đa thêm 10% cho các nhà đầu tư khác thông qua công ty chứng khoán, giảm tỷ lệ sở hữu của FPT tại FPT Retail xuống dưới 50%. Dự kiến thương vụ sẽ được hoàn thành trong năm 2017, sau đó FPT Retail sẽ lên niêm yết trên HSX trong năm 2018. BSC ước tính nếu FPT giảm tỷ lệ sở hữu là 35% tại FPT Retail thì EPS mỗi cổ phiếu FPT tăng thêm 1,131 đồng/cp.

Thoái vốn tại Khối Phân phối: tổng lượng tiền thu được từ thương vụ này là khoảng 1,431 tỷ đồng (bao gồm 638 tỷ đồng nhận về từ lợi nhuận giữ lại của FPT Trading).

CMG – Mua – Giá mục tiêu VND 20,359

Theo BCTC của CMG, DTT Q1 năm tài chính 2017/2018 đạt 1,040 tỷ đồng (+5.37%yoy), biên LNG đạt 13.47% tăng nhẹ so với mức 12.96% của cùng kỳ 2016. LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 26.51 tỷ đồng (+28.59%yoy), EPS Q1 = 398 đồng

Tiếp tục đẩy mạnh đầu tư cho Data center và Đường truyền. Hiện nay CMG đang có Data Center diện tích hơn 1,000m2 tại Hà Nội, doanh thu dự kiến mỗi năm từ 90 – 100 tỷ đồng, biên LNTT là 10 – 15%, chi phí để đầu tư cho DC 1,000 m2 khoảng 40 tỷ đồng. Trong thời gian tới, CMG dự kiến sẽ thuê khu đất 9,000m2 tại Tân Thuận – Tp. HCM để xây dựng complex, trong đó khu DC rộng từ 3,000 – 4,000 m2, bên cạnh đó sẽ có khu lập trình phần mềm và khu văn phòng cho cán bộ tại tp. HCM. Về việc xây dựng đường truyền, trục Bắc Nam của CMG dự kiến được khánh thành trong tháng 9/2017, tổng vốn đầu tư khoảng 200 tỷ đồng, khấu hao trong 10 năm, doanh nghiệp ước tính khi đưa trục Bắc Nam vào sử dụng sẽ giúp tiết kiệm chi phí do chi phí khấu hao mỗi năm sẽ thấp hơn chi phí đi thuê hiện tại, ngoài ra CMG có thể cho đối tác thuê đường truyền.

Mã	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Div 2017	Giá đóng cửa 29/09/2017	Giá mục tiêu
FPT	46,619	3,058	5,157	9.09	2.09	19.88%	20%tm	48,750	60,228
CMG	5,042	198	2,237	6.79	0.95	10.18%	N/A	16,700	20,359

Nguồn: BSC dự báo, với CMG là dự báo cho năm tài chính 2017 (01/04/2017 – 31/03/2018), LNST thuộc về cổ đông cty mẹ CMG 2017/2018 dự báo đạt 155.8 tỷ đồng

Ngành Điện [Khả quan]

- Sản lượng điện thương phẩm 8T2017 đạt 113.9 tỷ kWh (+8.8%yoy).
- 1H2017, nhiệt điện giảm sâu, thủy điện tiếp tục tăng trưởng.
- Cổ phiếu thủy điện sẽ ổn định, nhiều cơ hội từ các cổ phiếu nhiệt điện.

8T2017, sản lượng điện thương phẩm đạt 113.9 tỷ kWh (+8.8%yoy), trong đó điện thương phẩm nội địa ước đạt 113,17 tỷ kWh, tăng 9%. Tỷ trọng thủy điện trong 6T2017 đã tăng lên mức gần 23% so với mức chỉ 13% trong cùng kì 2016 nhờ tình hình thủy văn diễn biến thuận lợi. Ngược lại, tỷ trọng nhiệt điện khí giảm mạnh từ 37% xuống chỉ còn 31% trong tổng lượng điện bán trên thị trường phát điện cạnh tranh, do giá khí đầu vào tăng 16% yoy.

Kết quả kinh doanh quý 1H2017. Thủy điện tiếp tục đà tăng trưởng mạnh nhờ lượng nước về tiếp tục giữ ở mức cao. Trong khi đó, xét các doanh nghiệp nhiệt điện than và khí, giá đầu vào tăng mạnh so với cùng kì 2016 giúp doanh thu tăng trưởng khá tuy nhiên tác động tương ứng tới BLNG, kết hợp với thủy điện hoạt động rất hiệu quả trong kì làm LNST giảm sâu (trừ PPC nhờ giảm mạnh lỗ chênh lệch tỷ giá).

Tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1H2017

	Revenue 1H2017	YoY	Net income 1H2017	YoY	P/E	P/B
NT2	3,549.97	20%	456.32	-34%	9.20	1.51
KHP	1,747.48	9%	(26.92)	NA	50.88	0.70
NBP	319.97	-9%	5.79	-65%	18.08	0.75
PPC	3,157.88	-1%	593.49	NA	4.34	1.17
BTP	385.11	-51%	(33.43)	-176%	16.76	0.67
CHP	411.89	135%	197.70	11090%	7.79	2.10
SHP	224.27	72%	22.32	-142%	12.37	1.77
SJD	213.83	56%	88.90	48%	8.05	1.49
TMP	361.33	80%	158.87	470%	10.11	2.53
TBC	132.95	-4%	65.64	-10%	15.37	1.84
SBA	140.65	166%	54.13	55609%	7.96	1.38

Nguồn: BCTC các công ty

Quan điểm đầu tư

Hai quý cuối năm thường là thời điểm sản lượng của các doanh nghiệp nhiệt điện được huy động cao hơn do đa số các doanh nghiệp thủy điện bước vào mùa khô, vì vậy sản lượng bán sẽ cải thiện so với 2 quý đầu năm. Với các doanh nghiệp thủy điện, triển vọng quý 4 và năm 2018 sẽ khó giữ được đà tăng trưởng mạnh như năm 2017. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả Quan với ngành điện nhờ tính phòng thủ cao. Chúng tôi cũng cho rằng các doanh nghiệp thủy điện cơ bản đã đi vào giai đoạn ổn định, các cổ phiếu nhiệt điện sẽ có nhiều cơ hội hơn trong quý 4 và năm 2018.

NT2- Khuyến nghị Nắm giữ- Giá mục tiêu 32.400 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. Tại ngày 31/12/2016, NT2 có dư nợ ngoại tệ là trên 123 triệu USD và 112 triệu EUR. Trong 1H2017, tỷ giá EUR đã tăng khoảng 12% so với đồng VND, một trong những nguyên nhân chính làm cho NT2 ghi nhận lỗ tỷ giá 128 tỷ (so với lãi tỷ giá 49 tỷ trong 1H2016). Tuy nhiên chúng tôi nhận định yếu tố này chỉ có tác động tạm thời lên NT2. Trong quý 4/2017, Bộ công Thương thực hiện ngừng thị trường phát điện cạnh tranh và ưu tiên huy động điện từ nhiệt điện khí sẽ giúp sản lượng điện của NT2 cải thiện đáng kể, đặc biệt sau khi NT2 đã hoàn thành sửa chữa lớn.

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 khăn 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 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 29/09/2017	Giá mục tiêu
NT2	7,161	884	3,104	9.43	1.62	23%	26,550	32,400
PPC	6,567	600	1,712	11.92	1.18	10.6%	20,250	19,300
SJD	468	225	3,261	7.36	1.01	17%	23,250	NA
CHP	667	298	2,366	11.16	1.80	22%	27,000	23,200
VSH	643	381	1,846	9.15	1.18	12%	18,400	20,530

Ngành Phân bón [Khả quan]

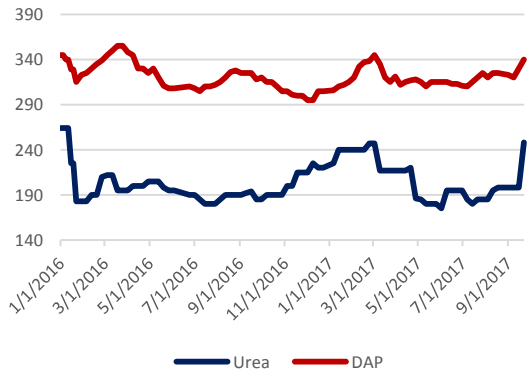
- Tính đến 15/9/2017, xuất khẩu phân bón tăng 44% yoy về lượng và 36% về giá trị; nhập khẩu tăng tương ứng là 22% và 20%.
- Giá phân bón tăng nhẹ trong quý 3/2017, tuy nhiên, vẫn ở mức thấp. Giá ure tăng 4.94% yoy, DAP tăng 1.71% yoy trong khi giá NPK ổn định.
- Giá khí đầu vào tăng 26% yoy làm giảm hiệu quả sinh lời của DPM
- Tháng 8/2017, Bộ Tài chính đã hoàn thành dự án sửa đổi, bổ sung chính sách thuế, trong đó đưa phân bón vào đối tượng chịu thuế VAT.
- Chính thức áp dụng biện pháp thuế tự vệ 1.855.790 VND/tấn đối với phân bón DAP và MAP nhập khẩu từ 19/8/2017, kéo dài không quá 200 ngày.
- Thị trường phân bón dần hồi phục với nhiều doanh nghiệp có kết quả kinh doanh quý II/2017 tăng mạnh như DCM, LAS, BFC.

Thực trạng Quý 3/2017

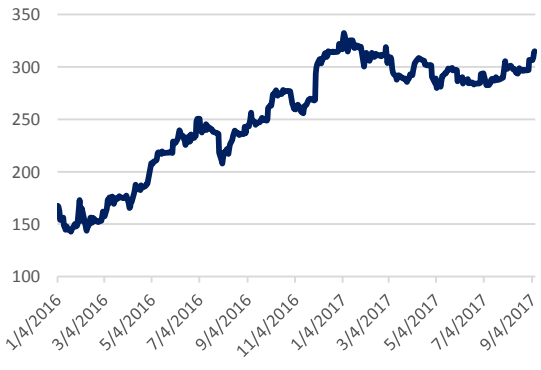
Nhập khẩu phân bón tăng 22% về lượng tính đến 15/09/2017, đạt 3.4 triệu tấn, tăng 20% về giá trị, đạt 925 tỷ đồng. Một số sản phẩm nhập khẩu có tốc độ tăng trưởng nhanh là NPK (+68% yoy), DAP (+41% yoy), Kali (+28% yoy), duy chỉ có nhập khẩu ure giảm (-23% yoy).

Giá phân bón thế giới có dấu hiệu tăng nhẹ trong quý 3/2017. Trong quý 3/2017, trung bình giá ure thế giới cao hơn 4.94%yoy, giá DAP cao hơn 1.71%yoy, trong khi giá NPK tương đối ổn định, chỉ cao hơn 0.61%yoy. Điểm tích cực là từ tháng 8/2017, giá các loại phân bón thế giới có dấu hiệu tăng trở lại. Tuy nhiên, trong dài hạn, giá phân bón được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp do dư cung (IFA dự báo, cung ure dư 7%, Kali dư 14% tới năm 2021, trong khi đó, phân lân được dự báo dư cung đến năm 2019 và tương đối cân bằng cung- cầu vào năm 2021). Điều này tiếp tục gây áp lực giữ giá phân bón ở mức thấp trong dài hạn, qua đó, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

Diễn biến giá phân bón



Diễn biến giá FO Singapore



Nguồn: Bloomberg

Giá khí đầu vào tăng. Giá đầu vào là nguyên liệu chính để sản xuất phân ure của các nhà máy đạm Phú Mỹ, đạm Cà Mau tăng 2% so với quý 2/2017 và tăng đến 26% so với cùng kỳ năm 2016 làm tăng mạnh chi phí đầu vào của công ty. Điều này làm giảm mạnh kết quả kinh doanh của DPM (-42%) trong khi đó, nhờ giá khí tạm tính cả năm ở mức thấp, kết quả kinh doanh của DCM tăng trưởng 62%yoy trong 6T2017. Chúng tôi cho rằng, với cơ chế giá khí PVN áp cho DCM, cuối năm 2017, lợi nhuận trước thuế của công ty sẽ quay về mức 12% vốn chủ sở hữu.

Phân bón thuộc đối tượng chịu thuế VAT theo dự thảo sửa đổi, bổ sung chính sách thuế. Theo đó, phân bón được cân nhắc chuyển từ đối tượng không chịu thuế giá trị gia tăng (VAT) sang đối tượng chịu thuế theo một trong hai phương án: (1) Chịu thuế VAT 5%; hoặc (2) Chịu thuế VAT 10%, trong đó, Bộ Tài chính đề nghị phương án 1. Nếu được thông qua, các quy định của Luật dự kiến có hiệu lực vào 1/1/2019. Với quy định này, các doanh nghiệp sản xuất phân đơn sẽ được khấu trừ thuế giá trị gia tăng đầu vào, qua đó, giảm áp lực về chi phí. Chúng tôi ước tính chi phí thuế được khấu trừ là 300 tỷ đồng đối với DPM, hơn 100 tỷ đồng đối với LAS và khoảng 138 tỷ đồng đối với DDV.

Chính thức áp dụng thuế tự vệ 1.855.790 VND/tấn đối với phân bón DAP và MAP nhập khẩu từ 19/8/2017, kéo dài không quá 200 ngày. Điều này được kỳ vọng làm giảm tình trạng cạnh tranh không lành mạnh của sản phẩm phân bón DAP, MAP sản xuất trong nước với phân bón nhập khẩu, qua đó, cải thiện tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất phân bón DAP, MAP như DDV.

KQKD phân hóa. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2017, nhiều doanh nghiệp có kết quả kinh doanh cải thiện tích cực, bao gồm: QBS (+53% yoy) nhờ tiết tiết giảm mạnh chi phí tài chính (56 tỷ đồng), DCM (+62%) nhờ sản lượng tăng mạnh và giá khí tạm tính thấp, LAS (+55% yoy), BFC (+30% yoy) nhờ cải thiện hiệu quả hoạt động. Trong khi đó, nhóm các doanh nghiệp kinh doanh phân bón như PCN, PSE, PSW, PMB ghi nhận kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh.

	Sản phẩm chính	DTT	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐKD	LNST	% yoy
DPM	Ure	4350	-2%	28%	13%	454	-42%
DCM	Ure	3038	32%	35%	20%	561	62%
LAS	Phân lân	2084	2%	20%	6%	95	55%
VAF	Phân lân	703	9%	24%	6%	34	0%
NFC	Phân lân	368	6%	17%	5%	15	6%
SFG	Lân, NPK	1143	-7%	12%	6%	59	10%
BFC	NPK	3223	6%	16%	8%	168	30%
DDV	DAP	919	59%	3%	-4%	-41	-81%
QBS	Thương mại	1816	-32%	6%	3%	46	544%
PCE	Thương mại	1166	-6%	3%	1%	8	-37%
PSE	Thương mại	1122	-6%	4%	1%	7	-40%
PSW	Thương mại	1111	-2%	3%	1%	8	-45%
PMB	Thương mại	821	8%	5%	2%	12	-28%
PCN	Thương mại	19	-86%	-2%	-27%	-5	2194%

Nguồn: Bloomberg

Quan điểm đầu tư- Khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả quan** đối với nhóm cổ phiếu ngành Phân bón. Triển vọng tiêu thụ tốt hơn nhờ thời tiết thuận lợi và kỳ vọng thay đổi chính sách thuế VAT sang đối tượng chịu thuế được kỳ vọng mang lại cải thiện lợi nhuận cho nhóm các doanh nghiệp sản xuất phân đơn.

BFC – MUA – Giá mục tiêu 48,700 đồng/cp, upside 21%

Là doanh nghiệp có năng lực bán hàng tốt nhất ngành phân bón với thương hiệu "Đầu Trâu". Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong năm 2017, doanh thu thuần tăng 6% yoy, lợi nhuận sau thuế tăng đến 30% yoy nhờ đẩy mạnh phát triển các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao và đóng góp từ công ty con Bình Điền Ninh Bình (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 cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt là 6,564 tỷ đồng và 343 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 (sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) là 5,411 đồng/cp. So với các doanh nghiệp niêm yết trên sàn, cổ phiếu BFC hiện được giao dịch tại mức P/E là 7.3x, thấp hơn mức trung vị của các doanh nghiệp niêm yết (10.19x).

SFG – MUA – Giá mục tiêu 16,300 đồng/cp, upside 16%

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 29/09/2017/2017, cổ phiếu SFG được giao dịch tại mức giá 14,000, tương đương P/E FW là 6.93x, 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 16,200 đồng/cp, upside 4%

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

Mã CK	DT 2017E	LNST 2017E	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá tại ngày 29/09/2017	Giá mục	Link báo cáo
BFC	6,564	344	5,411	7.45	2.35	28%	50% tiền mặt* 20% cp thưởng	40,300	48,700	Link
SFG	2,591	99	1,916	7.31	1.14	17%	21% tiền mặt 10% cp thưởng	14,000	16,300	Link
DPM	7,748	946	2,120	10.73	1.1	11%	35% tiền mặt	22,750	22,800	Link
LAS	4,000	163	1,355	11.51	1.34	12%	10% Tiền mặt	15,600	16,200	Link
DDV	2,041	1.2	8	987.50	1.19	0.12%	N/A	7,900	N/A	

Ngành Cao su [Khả quan]

- Thị trường cao su thế giới hụt cung trong ngắn hạn, thiếu hụt khoảng 500,000 tấn trong 8T2017.
- Ba quốc gia sản xuất cao su lớn nhất , gồm Thái Lan, Malaysia và Indonesia quyết định không hạn chế sản xuất mặt hàng cao su
- Giá cao su thế giới tiếp tục giảm 12% trong quý 3/2017 so với quý trước, tuy nhiên, vẫn cao hơn 8% yoy.
- Giá cao su xuất khẩu giảm 6% qoq trong quý 3/2017 nhưng vẫn cao hơn 36% cùng kỳ 2016.

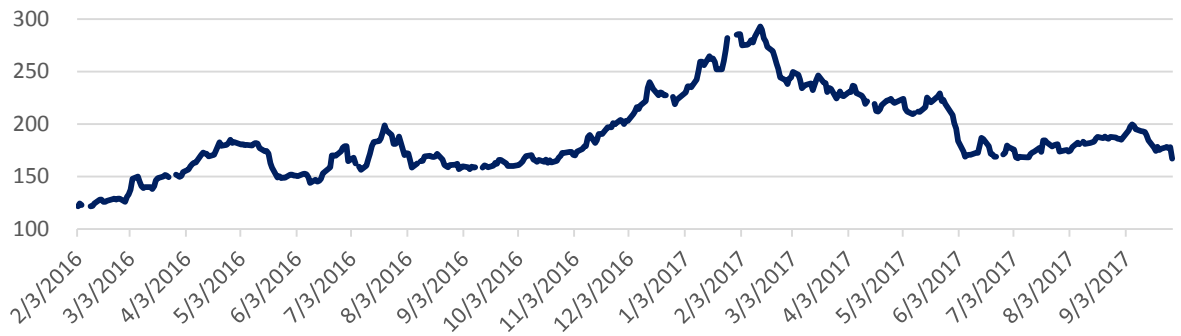
Thực trạng Quý 3/2017

Thị trường cao su toàn cầu thiếu hụt khoảng 500,000 tấn cao su trong 8T2017. Theo thống kê từ Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên toàn cầu (ANRPC), trong 8T2017, tổng nhu cầu tiêu thụ cao su toàn thị trường là 8,544 triệu tấn, trong khi tổng sản lượng sản xuất chỉ đạt 8,038 triệu tấn. Trung Quốc tiếp tục là thị trường tiêu thụ cao su lớn nhất toàn cầu, chiếm khoảng 40% sản lượng. Đây cũng là quốc gia có tốc độ tăng trưởng nhập khẩu cao su tự nhiên cao, tăng 24.3% trong 8T2017 lên 4.45 triệu tấn.

Ba quốc gia sản xuất cao su lớn nhất, gồm Thái Lan, Malaysia và Indonesia quyết định không hạn chế sản xuất mặt hàng cao su. Quyết định này được đưa ra tại Hội nghị cao su toàn cầu diễn ra từ 12-14/09/2017. Ba quốc gia kể trên hiện chiếm khoảng 70% nguồn cung cao su toàn cầu. Điều này được dự báo sẽ gây tác động tiêu cực lên giá cao su toàn cầu.

Giá cao su tiếp tục giảm trong quý 3/2017. So với quý 2/2017, trung bình giá cao su RSS3 quý 3/2017 giảm tiếp 12% qoq, do thời tiết thuận lợi và ảnh hưởng từ quyết định của 3 quốc gia sản xuất cao su lớn nhất. Dù vậy, vẫn cao hơn cùng kỳ năm ngoái là 8%, đạt 181 USD/tấn. Tại thị trường Việt Nam, trung bình giá cao su xuất khẩu giảm tiếp 6% qoq còn 1,609 USD/tấn trong quý 3/2017, tuy nhiên, trung bình giá cao su xuất khẩu 9T2017 vẫn cao hơn 36% cùng kỳ 2016, đạt 1,705 USD/tấn.

Diễn biến giá cao su RSS3



Nguồn: Bloomberg

KQKD cải thiện tích cực. Hầu hết các doanh nghiệp cao su đều có kết quả kinh doanh cải thiện mạnh trong 6T2017. Doanh thu thuần của nhóm các doanh nghiệp theo dõi tăng 50%, đạt 1,536 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế tăng 2.42x đạt 441 tỷ đồng nhờ giá cao su xuất khẩu trung bình tăng 37%yoy trong 1H2017 và giá thanh lý gỗ cao su tăng. Một số doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế nhanh là DRI (Chuyển từ lỗ 40 tỷ đồng trong 1H2016 sang ghi nhận lãi 81 tỷ đồng trong 1H2017), TRC (+250% yoy), DPR (+136% yoy) và PHR (+107% yoy). Các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao là DPR, TNC, DRI như trình bày ở bảng số liệu dưới đây.

	DTT	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐKD	LNST	% yoy
PHR	658	59%	19%	15%	139	107%
DPR	400	31%	46%	42%	137	136%
HRC	35	133%	26%	9%	3	-40%
TNC	26	0%	27%	85%	20	5%
TRC	144	0.17	22%	13%	61	205%
DRI	273	95%	44%	31%	81	-303%

Nguồn: Bloomberg

Quan điểm đầu tư- Khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả quan** đối với nhóm cổ phiếu ngành Cao su. Giá cao su năm 2017 được dự báo cao hơn năm 2016 do dư cầu. Dù vậy, triển vọng giá cao vẫn phụ thuộc vào các yếu tố thị trường như giá dầu, tỷ giá JPY/USD, tình hình chính trị, và điều này có thể gây tác động trái chiều đối với triển vọng phục hồi của giá cao su trong năm nay. Đồng thời, giá thanh lý gỗ cao su tăng cũng tác động tích cực vào triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp cao su.

PHR – MUA – Giá mục tiêu 45,900 đồng/cp, upside 9%

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu PHR dựa trên triển vọng lợi nhuận từ việc đền bù đất do vườn cây cao su bị lấy lại làm đất khu công nghiệp và ghi nhận từ thoái vốn NTC. Điều này, sẽ mang lại tăng trưởng lợi nhuận cho công ty giai đoạn 2017-2019 trong bối cảnh hoạt động kinh doanh cốt lõi là khai thác cao su suy giảm về sản lượng và phụ thuộc vào diễn biến giá cao su trên thị trường thế giới.

- **Lợi nhuận thu được từ VSIP.** (1) Tiền bồi thường đất, dự kiến ghi nhận là 1 tỷ đồng/ha. Với 691 ha bị thu hồi, PHR dự kiến ghi nhận 300 tỷ đồng trong năm 2017 và 391 tỷ đồng vào năm 2018. (2) Lợi nhuận từ cho thuê khu công nghiệp mang lại dòng tiền ổn định trong dài hạn cho PHR là 20% lợi nhuận từ khai thác khu công nghiệp này của VSIP.
- **Thoái vốn NTC.** PHR hiện nắm giữ 32.85% cổ phần tại NTC với giá trị ghi sổ là 53 tỷ đồng, trong khi đó, giá trị thị trường tại ngày 29/09/2017 lên tới 372 tỷ đồng. Hiện tại, tập đoàn cao su VRG đang có chủ trương sẽ mua lại phần vốn của NTC từ Phước Hòa, thay vì kế hoạch Phước Hòa mua lại phần vốn từ VRG như trước kia. Tuy nhiên, chi tiết về giá thoái vốn và thời điểm thoái vốn vẫn chưa có cụ thể.
- **Giá thanh lý vườn cây của Phước Hòa tăng mạnh,** đạt 250 triệu đồng/ha trong 6T2017 (cùng kỳ 2016 là 160 triệu đồng/ha). Với giả định giá thanh lý vườn cây cao su là 220 triệu đồng/ha,

dự kiến, 6 tháng cuối năm 2017, PHR sẽ ghi nhận lợi nhuận là hơn 100 tỷ đồng từ thanh lý vườn cây.

- **Trong khi đó, lợi nhuận từ mảng cao su sẽ không còn tăng trưởng** do diện tích khai thác giảm và giá bán cao su giảm trong nửa cuối năm 2017 như đã đề cập ở trên.

BSC dự báo, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt lần lượt là 1,465 tỷ đồng (+24.3% yoy) và 373.4 tỷ đồng (+67.2% yoy) và tương ứng năm 2018 là 1,501 tỷ đồng (+3% yoy) và 406.8 tỷ đồng(-6.3%). Lưu ý, ước tính của chúng tôi chưa bao gồm những khoản lợi nhuận đột biến từ việc đền bù VSIP và việc thoái vốn NTC nếu được thực hiện trong năm 2017. Lợi nhuận từ việc nhượng vốn VSIP ước đạt 300 tỷ trong 2017 và 391 tỷ trong 2018. Lợi nhuận từ việc thoái vốn NTC ước tính vào khoảng 250 tỷ đồng – chưa rõ thời điểm thực hiện.

DRI – MUA – Giá mục tiêu 15,700 đồng/cp, upside 25%.

Là cổ phiếu mới lên sàn, với những yếu tố cơ bản. (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 sẽ tiếp tục cải thiện mạnh trong các năm tới theo tuổi cây. (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. (4) Giá cao su tăng trong năm 2017 so với cùng kỳ 2016 giúp cải thiện kết quả kinh doanh của công ty. BSC dự báo DRI có thể đạt 610 tỷ đồng doanh thu (+52% yoy) và 101 tỷ đồng LNST (+359% yoy), tương ứng EPS 2017 đạt 1,311 VND/cp (trừ 5% quỹ khen thưởng phúc lợi).

Mã CK	DT2017E (tỷ đ)	LN2017E (tỷ đ)	EPS 2017	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2017)	Dividend 2017	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Link
TRC	444.3	86.9	2319	12	0.58	5%	15%	28,400	33,000	Link
PHR	1464	373	3753	11	1.54	16%	18%	42,000	45,900	Link
DPR	680	201.5	3523	12	0.87	6.50%	20%	41,000	49,000	Link
DRI	546	101	1311	10	1.08	13%	7%	12,600	15,700	Link

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng tiêu thụ ô tô giảm 6% yoy trong 8T2017
- Giá cao su giảm 12% qoq nhưng vẫn cao hơn 8% so với cùng kỳ năm 2016
- KQKD suy giảm mạnh, tổng lợi nhuận sau thuế của 3 doanh nghiệp niêm yết giảm 51% yoy.

Thực trạng Quý 3/2017

Sản lượng tiêu thụ ô tô giảm 6% yoy trong 8T2017. Theo thống kê của VAMA, sản lượng tiêu thụ ô tô 8 tháng đầu năm 2017 đạt 177,030 chiếc (-6% yoy) trong đó, sản lượng xe lắp ráp giảm 11% (còn khoảng 127,706 chiếc) và xe nhập khẩu tăng 10%. Sản lượng tiêu thụ xe giảm trong năm 2017 một phần chịu tác động của việc thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc từ các nước Asean giảm về 0% từ ngày 1/1/2018.

Giá cao su trung bình quý 3 giảm tiếp 12% qoq nhưng vẫn cao hơn cùng kỳ 2016 là 8%, đạt 181 USD/tấn, như chúng tôi đã đề cập trong phần triển vọng ngành cao su. Với thời gian tồn kho kéo dài khoảng 1 quý, chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất săm lốp được cải thiện trong 2 quý cuối năm so với 2 quý đầu năm. Tuy nhiên, cho cả năm 2017, dù giá bán bình quân sản phẩm tăng trung bình khoảng 10% vẫn không bù đắp được tốc độ tăng chi phí đầu vào của các doanh nghiệp.

KQKD giảm mạnh. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2017, tổng doanh thu thuần của 3 doanh nghiệp săm lốp niêm yết tăng 10% yoy , tuy nhiên, do giá cao su tăng trung bình 50% yoy trong khi giá bán đầu ra không tăng tương ứng, khiến tổng lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp trên giảm 51% yoy. Lũy kế 9T2017, lợi nhuận sau thuế của DRC giảm còn 131 tỷ đồng, giảm 54% yoy.

	DTT	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐKD	LNST	% yoy
DRC	1764	8%	14%	7%	105	-47%
CSM	1695	14%	13%	3%	47	-62%
SRC	449	2%	19%	7%	24	-36%

Nguồn: BSC research

Quan điểm đầu tư – Trung lập.

Chúng tôi duy trì đánh giá **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu ngành Săm lốp. Giá cao su tăng cao sẽ tác động tiêu cực đến KQKD của các doanh nghiệp săm lốp trong năm. Ở chiều ngược lại, cổ phiếu săm lốp hiện được giao dịch tại mức P/E trung vị là 8.3x, thấp hơn so với các cổ phiếu cùng ngành thuộc khu vực châu Á-Thái Bình Dương (emerging market) (14.81x). Tuy nhiên, giá cao su tăng cao trong năm 2017 cùng với tình trạng cạnh tranh cao gây bất lợi cho hoạt động của các doanh nghiệp săm lốp.

DRC – Theo dõi.

Ngày 29/09/2017, cổ phiếu DRC được giao dịch tại mức giá 23,000 đồng/cp, tương đương P/E là 9.93x, tương đối thấp so với P/E của các cổ phiếu săm lốp trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương (14.81x). DRC là doanh nghiệp đầu ngành săm lốp, 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 3,563 tỷ đồng (+6% yoy) và 213 tỷ đồng (-46% 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.

CSM – Theo dõi.

Ngày 29/09/2017, cổ phiếu CSM được giao dịch tại mức giá 14,800 đồng/cp, tương đương P/E FW à 8.7x, tương đối rẻ so với P/E của các doanh nghiệp săm lốp trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương. Cùng với DRC, CSM là một trong hai nhà sản xuất săm lốp 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 Tirex 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).

Mã CK	DT2017 (tỷ đ)	E LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2017)	Dividend 2017	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Link
DRC	3563	213	1523	15.10	1.82	13%	45% tiền 30% cp	23000	N/A	link
CSM	3575	197	1701	8.70	1.13	17%	30% tiền 40% cp	14800	N/A	link

Ngành Dược phẩm [Trung lập]

- Nhập khẩu dược phẩm tăng 6.5%, nguyên phụ liệu dược phẩm tăng 0.8% tính đến 15/09/2017
- Dự thảo thông tư thay thế thông tư 11/2016/TT-BYT ưu tiên thuốc sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn GMP-EU
- KQKD. Tổng doanh thu tăng 7% yoy, lợi nhuận sau thuế tăng 17% yoy

Thực trạng Quý 3/2017

IMS dự báo tăng trưởng ngành dược Việt Nam đạt từ 8-9% trong giai đoạn 2017-2021. Năm 2016, ngành dược tăng trưởng 9%, tổng tiêu thụ đạt 76 nghìn tỷ đồng, trong đó, thuốc nhập khẩu chiếm tới 63% giá trị tiêu thụ. Tính đến 15/09/2017, tổng giá trị nhập khẩu dược phẩm Việt Nam đạt 1,936 tỷ đồng, tăng 6.5% yoy, tổng giá trị nguyên phụ liệu dược phẩm nhập khẩu đạt 255 tỷ đồng, chỉ tăng 0.8%. Điều này phần nào phản ánh tốc độ tăng trưởng dược phẩm nhập khẩu so với sản phẩm trong nước.

Dự thảo thông tư thay thế thông tư 11/2016/TT-BYT về đấu thầu thuốc tại cơ sở y tế công lập. Hiện dự thảo này đang được Bộ y tế lấy ý kiến góp ý từ các doanh nghiệp. Một số thay đổi quan trọng trong dự thảo bao gồm: (1) Phân chia lại nhóm thuốc đối với gói thầu generic, (2) xác định lại danh mục thuốc được phép dự thầu vào gói thầu thuốc biệt được gốc hoặc tương đương điều trị. So với quy định tại thông tư 11/2016/TT-BYT, trong nhóm 1 và 2 của gói thầu thuốc Generic, là nhóm có mức độ cạnh tranh thấp hơn, giá bán cao hơn, chỉ tính đến thuốc được sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn GMP-EU, thuốc sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn PICs không còn thuộc nhóm này. Điều này sẽ ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp có/ đang dự kiến dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn PICs (như DMC), đồng thời, buộc các doanh nghiệp chuyển hướng xây dựng các nhà máy/dây chuyền đạt tiêu chuẩn cao hơn là EU-GMP. Danh mục thuốc được dự thầu vào gói thuốc biệt dược gốc hoặc tương đương điều trị không bao gồm các thuốc biệt dược gốc đã hết hạn bảo hộ, có nhiều thuốc Nhóm 1 được cấp giấy đăng ký lưu hành đáp ứng yêu cầu điều trị. Điều này cũng mở ra thêm cơ hội cạnh tranh cho các doanh nghiệp có thuốc sản xuất thuộc nhóm 1 thay thế được biệt dược gốc.

Một số cổ phiếu dược niêm yết mới. Trong năm 2017, nhiều cổ phiếu dược niêm yết mới như VDP, DVN, DDN, HDP, DHD, DPH, VDC, AMP, DTG,… Dự kiến, trong quý 4/2017, CTCP Pymepharco, một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành dược về quy mô, hiệu quả và chất lượng thuốc sẽ niêm yết mang lại nhiều sự chọn hơn cho nhà đầu tư trong nhóm cổ phiếu ngành dược.

KQKD khả quan. Hầu hết các doanh nghiệp dược khảo sát ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2016. Tổng doanh thu thuần của 13 doanh nghiệp niêm yết đạt 7,053 tỷ đồng, +7% yoy, lợi nhuận sau thuế đạt 897 tỷ đồng, tăng 17% yoy. Một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tăng mạnh là DHT (+54% yoy), IMP (+47% yoy), DMC (+32% yoy), DP3 (+22% yoy), DHG (+17% yoy) và OPC (+15% yoy), đa phần nhờ cải thiện mạnh hiệu quả hoạt động/ tiết giảm chi phí. Một số doanh nghiệp có hiệu suất sinh lời cao là DMC (22% biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh), PMC (21%), DHG (19%), TRA (17%) và IMP (15%).

	DTT	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐKD	LNST	% yoy
DHG	1808.1	7%	45%	19%	358.9	17%
TRA	859.3	-16%	56%	17%	109.2	8%
DHT	664.1	19%	15%	5%	27.8	54%
DBD	649.6	0%	37%	14%	75.8	11%
DMC	611.2	3%	40%	22%	106.8	32%
IMP	500.1	17%	43%	15%	59.8	47%
OPC	490.3	29%	44%	12%	43.9	15%
DBT	399.1	47%	22%	2%	8.7	-26%
DCL	368.5	4%	34%	12%	40.8	-1%
LDP	258.6	4%	15%	4%	9.0	-3%
PMC	207.9	5%	42%	21%	35.0	-1%
DP3	168.3	40%	57%	13%	18.3	22%
PPP	67.9	20%	19%	6%	3.3	-22%

Nguồn: Bloomberg

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Trung lập** với cổ phiếu Ngành dược. Giá nhiều cổ phiếu dược tăng cao kể từ đầu năm 2017, DHT (+153% ytd), DP3 (+82% ytd), DHG (+ 65% ytd), DMC (+60% ytd), OPC (+41% ytd), IMP (+23% ytd), PPP (+20% ytd). Nhiều cổ phiếu dược đang được giao dịch tại mức P/E cao, như TRA (22.16x), IMP (21.92x), DHG (21.39x), DMC (19.08x), DBD (17.93x), DP3 (17.57x), tuy nhiên, vẫn thấp hơn nhiều so với mức trung vị của các cổ phiếu dược trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương (31.09x). 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.

DHG – Theo dõi.

Là doanh nghiệp dẫn đầu ngành dược về quy mô, với tổng doanh thu thuần đạt 1,808 tỷ đồng, bỏ xa doanh nghiệp xếp thứ hai là TRA (859 tỷ đồng). Động lực tăng trưởng chính của DHG nhờ đẩy mạnh khai thác, tăng công suất hai nhà máy mới Betalactam (1 tỷ đơn vị/năm) và Nonbetalactam (4 tỷ đơn vị/năm), tấn công kênh OTC với mạng lưới phân phối mạnh, phủ rộng khắp cả nước. Công ty đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trung bình lần lượt là 16%/năm và 11%/năm từ năm 2017-2020.

Với 24.44% sở hữu bởi Taisho, câu chuyện nới room cho nhà đầu tư nước ngoài của DHG tiếp tục thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư. Chúng tôi lưu ý, việc nới room này sẽ chỉ được thông qua sau khi DHG thay đổi ngành nghề kinh doanh (dự kiến từ năm 2018).

IMP – Theo dõi.

Khác với hầu hết doanh nghiệp dược nội địa lựa chọn phân khúc giá rẻ, IMP lựa chọn phân khúc thuốc chất lượng cao, hướng đến thay thế hàng nhập khẩu. Điểm mạnh nổi bật của IMP so với các công ty dược phẩm niêm yết là công ty sở hữu 3 dây chuyền sản xuất kháng sinh đạt tiêu chuẩn EU-GMP. Chúng

tôi lưu ý, đây là một tiêu chuẩn quan trọng giúp các sản phẩm của IMP trúng thầu thuốc vào nhóm 1 (nếu sản phẩm được phép lưu hành tại thị trường các nước tham gia ICH) và nhóm 2, là những nhóm có giá thầu cao hơn trong khi đó, mức độ cạnh tranh thấp hơn. Như phân tích ở trên, dự thảo thông tư thay thế thông tư 11/2016/TT-BYT ưu tiên đối với thuốc sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP cũng sẽ là một lợi thế lớn cho IMP trong bối cảnh cả nước chỉ có 5 doanh nghiệp có dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn này.

DBD – Theo dõi.

Bidiphar là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành dược Việt Nam về chất lượng sản phẩm, công nghệ sản xuất, danh mục thuốc đa dạng và có tiềm năng tăng trưởng cao. Đáng chú ý, DBD là doanh nghiệp sản xuất thuốc ung thư duy nhất tại Việt Nam và là một trong hai doanh nghiệp nội địa sở hữu công nghệ sản xuất thuốc đông khô. 2 dòng sản phẩm chủ lực của DBD là thuốc ung thư và thuốc đông khô, chiếm khoảng 27% tổng doanh thu. Công suất sản xuất 2 dòng sản phẩm này tiếp tục tăng nhờ đầu tư nhà máy Bidiphar công nghệ cao. Nhu cầu tiêu thụ tăng nhanh, đặc biệt trong phân khúc thuốc ung thư. Tính trung bình, mỗi ngày có khoảng 315 trường hợp tử vong vì căn bệnh ung thư. Số ca nhiễm bệnh mới được dự báo tăng lên tới 190.000 người vào năm 2020. Trong dài hạn, tiềm năng tăng trưởng của công ty đến từ đóng góp của 3 nhà máy mới, xây dựng theo tiêu chuẩn PICs hoặc EU-GMP.

Mã CK	DT2017E (tỷ đ)	LN2017E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E 2017	P/B 2017	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 29/09/2017	Giá mục tiêu	Link
DHG	4,250	780	5,369	19.84	4.95	27%	35% tiền mặt	106,500	N/A	
IMP	1,260	128	3,282	19.20	1.99	13%	18% tiền mặt	63,000	N/A	
DP3	250	26	3,823	15.64	3.07	18.5%	20% tiền mặt	59,800	N/A	
DBD	1,500	144	2,474	20.17	3.08	18.3%	15% tiền mặt	49,900	N/A	Link

Ngành Nhựa [Trung lập]

- Nhập khẩu nguyên liệu hạt nhựa tăng 13% về sản lượng
- Xuất khẩu sản phẩm nhựa tăng 14% về giá trị
- Giá hạt nhựa PVC tăng 15% yoy, PP tăng 9% yoy, LDPE tăng 1% yoy, và HDPE giảm 1% yoy
- Thay đổi sở hữu của các cổ đông lớn trong các doanh nghiệp nhựa
- Một số doanh nghiệp có KQKD khả quan AAA (+71% yoy) DNP (+45% yoy), TPC (+47% yoy). Trong khi đó, TPP (-91% yoy), BMP (-34% yoy), RDP (-32% yoy), VBC (-24% yoy) và DPC (-22% yoy).

Thực trạng Quý 3/2017

Sản xuất nhựa thành phẩm tăng trưởng tích cực. Tính đến 15/09/2017, tổng khối lượng nhập khẩu chất dẻo nguyên liệu vào Việt Nam đạt 3.5 triệu tấn, tăng 13% yoy, giá trị nhập khẩu đạt 5.1 tỷ USD, tăng 21%. Điều này phản ánh tốc độ tăng trưởng cao của ngành do 80-90% nguyên liệu sản xuất nhựa của Việt Nam phải nhập khẩu. Trong đó, xuất khẩu sản phẩm nhựa tăng trưởng cao, tính đến 15/09/2017, tổng giá trị xuất khẩu sản phẩm từ chất dẻo đạt 1.7 tỷ USD, tăng 14% yoy.

Giá hạt nhựa tăng. Tính đến hết tháng 9/2017, giá hạt nhựa PVC tăng 15% yoy, PP tăng 9% yoy, trong khi đó, giá các loại hạt nhựa PE hầu như không đổi, LDPE tăng 1% yoy, và HDPE giảm 1% yoy. Do thời gian tồn kho của các doanh nghiệp nhựa thường kéo dài khoảng 1 quý, điều này sẽ tiếp tục tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa (nguyên liệu chủ yếu là PVC) trong quý cuối năm.

Thay đổi cơ cấu sở hữu. Tháng 9/2017, BMP đã chính thức được UBCK Nhà nước chấp thuận nới room cổ đông khối ngoại lên 100%. Đây là điều kiện để các cổ đông ngoại tăng tỷ lệ sở hữu tại BMP trong bối cảnh công ty đã gần kín room (48.57%). Cũng trong tháng 9/2017, sau 5 năm đầu tư, cổ đông Thái Lan là Nawaplastic đã đăng ký thoái toàn bộ hơn 21 triệu cổ phiếu (23.84%), cùng thời điểm, nhiều cổ đông nội bộ của NTP đăng ký mua vào lượng lớn cổ phiếu (hơn 4.9 triệu cổ phiếu). Theo kế hoạch, năm 2017, cổ đông nhà nước là SCIC cũng phải thoái vốn tại BMP và NTP, tỷ lệ sở hữu hiện tại của SCIC lần lượt là 29.51% và 37.12%. Do đó, cơ cấu sở hữu trong hai doanh nghiệp trên dự kiến tiếp tục thay đổi mạnh, và kỳ vọng cải thiện hiệu quả hoạt động sau thoái vốn, đặc biệt là với NTP.

KQKD phân hóa. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2017, doanh thu thuần của các doanh nghiệp nhựa niêm yết tăng trưởng 14% yoy đạt 8,972 tỷ đồng, trong khi đó, lợi nhuận sau thuế giảm 9% yoy còn 685 tỷ đồng. Một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh khả quan bao gồm, AAA (+71% yoy) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh, DNP (+45% yoy), TPC (+47% yoy). Trong khi đó, nhiều doanh nghiệp có kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh bao gồm TPP (-91% yoy), BMP (-34% yoy), RDP (-32% yoy), VBC (-24% yoy) và DPC (-22% yoy) do giá hạt nhựa tăng cao, hiệu quả kinh doanh giảm sút.

	Sản phẩm chính	DTT	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐKD	LNST	% yoy
BMP	Ống nhựa	1737	9%	25%	16%	228	-34%
NTP	Ống nhựa	2053	3%	34%	11%	202	3%
DNP	Ống nhựa và nước sạch	676	-2%	18%	10%	60	45%
DPC	Ống nhựa	32	-9%	19%	4%	1	-22%
DAG	Cửa nhựa, thanh profile	824	21%	9%	5%	32	7%
AAA	Bao bì	1582	68%	14%	10%	106	71%
RDP	Bao bì	604	4%	10%	3%	22	-32%
TPP	Bao bì	274	-1%	14%	0%	1	-91%
SPP	Bao bì	498	30%	11%	1%	6	12%
VBC	Bao bì	362	5%	11%	4%	12	-24%
TPC	Bao bì	327	-6%	10%	6%	16	47%

Nguồn: Bloomberg

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **Trung lập** đối với nhóm cổ phiếu ngành Nhựa. KQKD của các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa có thể bị ảnh hưởng do cạnh tranh cao (HSG, Tân Á Đại Thành … gia nhập ngành), và giá hạt nhựa PVC tăng 15% yoy. Cơ hội có thể đến từ việc SCIC thoái vốn BMP và NTP. Nhóm cổ phiếu bao bì, trong đó có AAA được kỳ vọng tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2017.

NTP –MUA – Giá mục tiêu 83,900 đồng/cp – upside 17%

Là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa lớn nhất cả nước, công suất thiết kế lên tới 120.000 tấn/năm (tương đương BMP), cung ứng chủ yếu tại thị trường miền Bắc với hơn 60% thị phần. So với BMP, hiệu quả hoạt động của NTP thấp hơn nhiều (biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của NTP là 11% trong khi của BMP là 16% trong 6T2017), chủ yếu do khác biệt về chính sách phân phối cho khách hàng. 6T2017, chi phí cho nhà phân phối của NTP lên tới 236 tỷ đồng trong khi LNTT là 232 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng, hiệu quả sản xuất kinh của NTP 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 436 tỷ đồng và 460 tỷ đồng. Trường hợp 2, sau khi SCIC thoái vốn lợi ích của công ty và nhà phân phối được cân đối hài hòa hơn, giả sử tỷ lệ chi phí cho nhà phân phối/DT giữ nguyên trong năm 2017 và giảm còn giảm còn 6% trong năm 2018, khi đó, lợi nhuận sau thuế của NTP đạt 609 tỷ đồng trong năm 2018, tăng 40% yoy, tương đương EPS 2018 là 6,276 đồng/cp.

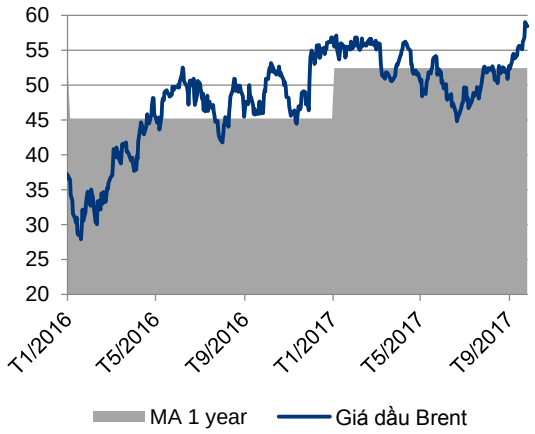
Mã CK	DT2017E (tỷ đ)	LN2017E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E 2017	P/B 2017	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 29/09/2017	Giá mục tiêu	Link
NTP	4663	442	4621	15.47	3.30	22%	35% cash div 20% bonus shares	71,500	83,900	Link
BMP	3764	460	5614	13.80	2.72	19%	45% cash div 80% bonus shares	77,500	119,400	Link
AAA	2900	200	3468	9.88	2.00	22%	7% cash div	34,250	N/A	Link

Ngành Dầu khí [Trung lập]

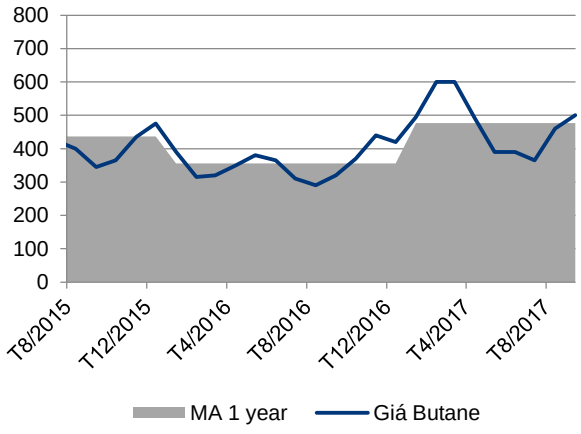
- Giá dầu Brent đạt mức trung bình $51.94 trong quý 3, tăng 10.5% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng mạnh 56% của 1Q2017
- Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí trong 2Q2017 phân hóa mạnh, nhưng hầu hết các công ty đã bắt đầu ghi nhận lợi nhuận.
- Duy trì quan điểm trung lập – khuyến nghị đầu tư PVS, nắm giữ GAS và theo dõi PVD

Nối tiếp đà hồi phục từ cuối quý 2, giá dầu Brent cuối quý 3 và chạm mức $57.17, 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 $51.94 trong quý 3, tăng 10.5% so với cùng kỳ, cao hơn so với mức 7.8% của quý trước. Giá LPG cũng có diễn biến tương tự, trơ lại mức $500 vào cuối tháng 9 nhưng vẫn thấp hơn mức 600$ ở quý I. Theo đó, giá LPG trung bình trong Q3 2017 đạt $441, tăng mạnh 44.02% so với cùng kỳ.

Diễn biến giá Brent (USD/barrel)



Diễn biến giá LPG (Butane)



Ngày 22/9/2017, OPEC và các quốc gia khai thác dầu lớn nhất thế giới thống nhất gia hạn thời gian quyết định cắt giảm sản lượng đến 01/2018. Bên cạnh đó, nguồn cung dầu vẫn chịu áp lực bởi các quốc gia Mỹ, Iran, Iraq và Lybia, đều gia tăng sản lượng khai thác. Tuy nhiên, sự tàn phá của cơn bão Harvey, Irma và bất ổn chính trị xoay quanh sự độc lập của người Kurk tại Iraq sẽ giúp duy trì giá dầu trong quý tới. Do sự tàn phá của các cơn bão và chi phí hòa vốn ngày càng giảm tại Mỹ, số lượng dàn khoan dầu mỹ đi vào hoạt động chỉ còn 750 dàn, giảm 6 dàn so với quý trước.

Trong 8 tháng đầu năm, Việt Nam đã khai thác hơn 10.49 triệu tấn dầu thô, trong đó, khai thác ở trong nước đạt 9.19 triệu tấn, ở nước ngoài là 1.30 triệu tấn, đạt 73.8% kế hoạch đặt ra cho năm 2017 là 14.2 triệu tấn dầu. Tổng số lượng dầu thô được PVN và các đối tác là chủ mỏ dầu xuất bán là 8.81 triệu tấn (với doanh thu đạt khoảng 3.6 tỷ USD), trong đó xuất khẩu là 4.98 triệu tấn (đạt 2 tỷ USD) và bán cho các khách hàng trong nước là 3.84 triệu tấn (đạt 1.59 tỷ USD). Giá xuất khẩu dầu thô Việt Nam trung bình cho cả giai đoạn 8 tháng năm 2017 là 402.41 USD/tấn.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí trong 2Q2017 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. Với bản chất là doanh nghiệp khai thác dầu khí, PVD là doanh nghiệp duy nhất vẫn tiếp tục chịu khoản lỗ sau thuế, tuy nhiên khoản này đã giảm mạnh so với quý trước là 214 tỷ. Trong 2Q2017, tổng doanh thu các doanh nghiệp niêm yết gần như không đổi 0.9% yoy và tổng lợi nhuận cũng chỉ tăng 1.34% yoy.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Mặc dù giá dầu thế giới đã lên lại ngưỡng lớn hơn 50 USD / thùng nhưng các nước xuất khẩu dầu mỏ OPEC và các thành viên khác như Nga sẽ khó giảm thêm sản lượng để tiếp tục đà tăng của giá dầu. Lý do rằng, nếu các nước này tiếp tục cắt giảm sản lượng dầu mỏ, thị phần mà họ đang có sẽ bị rơi vào các công ty dầu đá phiến tại Mỹ. Tình hình giá dầu dài hạn sẽ không khả quan hơn khi Citigroup Inc dự báo giá dầu chỉ vận động quanh ngưỡng 55 USD / thùng. Bên cạnh tình hình vĩ mô thế giới, tình hình ngành dầu khí trong nước đang phân hóa cao giữa các công ty phía thượng nguồn và các công ty phía hạ nguồn của chuỗi dầu khí. Những công ty phái hạ nguồn trực thuộc tập đoàn xăng dầu Việt Nam có kết quả kinh doanh ổn định và ít bị ảnh hưởng bởi giá dầu, trong đó, LNST của GAS tăng 16%, PGS tăng 28.1% và PVB tăng 111.8% so với cùng kỳ năm ngoái. Nhờ đó giá các cổ phiếu này đều đã tăng lên rất tốt GAS chạm 70,000 VND tăng 20%, PGS giá 23,000 VND tăng 27.78% so với giá đóng cửa ngày 30/6. Ở chiều ngược lại, các cổ phiếu phía thượng nguồn của ngành dầu khí đều ghi nhận mức LNST giảm sút và đặc biệt PVD tiếp tục ghi nhận thêm một quý lỗ sau thuế. Điều này đã khiến PVD rơi vào diện theo dõi của sở HSX và đang tạm dừng mua ký quỹ.

Quan điểm đầu tư ngành dầu khí của BSC là trung lập cho quý IV và mua dài hạn cho các cổ phiếu phía thượng nguồn có cơ bản tốt như PVS, theo dõi với PVD trong khi các cổ phiếu phía hạ nguồn đang được giao dịch với mức giá mục tiêu và có thể nắm giữ trong trung hạn. Những cổ phiếu phía thượng nguồn cần những dự án như Cá Rồng Đỏ (2018-2020), Sư Tử Trắng giai đoạn 2 (2018-2020), Sao Vàng-Đại Nguyệt (2019-2023) đi vào vận hành để có nguồn thu ổn định với biên lợi nhuận cao. Những công ty phía hạ nguồn ngành dầu khí đã đạt giá tốt và dư địa tăng trưởng không còn màu mỡ như trước, do đó chúng tôi khuyến nghị nắm giữ.

	DT Q2 2017 (tỷ đồng)	%yoy	LNST Q2 2017 (tỷ đồng)	%yoy
GAS	16147.2	2.8%	1894.2	16.0%
PVS	4312.9	-8.3%	367.4	-17.1%
PVD	945.3	-46.7%	-65.6	-291.6%
PGS	1214.3	-0.7%	29.6	28.1%
PGD	1687.8	48.3%	49.1	-56.5%
PVC	1078.4	16.4%	27.2	-339.5%
PVG	734.9	23.8%	1.5	-72.1%
PGC	675.9	19.1%	40.2	9.3%
PXS	398.1	-7.6%	13.5	-67.5%
PVB	15.4	1181.1%	6	111.8%

CNG	341.3	47.2%	27.8	-27.0%

GAS – Giá mục tiêu 74,047 VND/cp – Theo dõi

Doanh thu 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. Với diễn biến giá dầu FO rất khả quan cho thời điểm hiện tại, ổn định ở mức 325 USD/mtu, cao hơn 44.5% so với mức trung bình của cả năm 2016, cùng với phần lợi nhuận đột biến 1000 tỷ đồng- khoản hồi tố tiền phí vận chuyển cho đường ống Cửu Long, BSC ước tính GAS có thể đạt 8,613 tỷ đồng lợi nhuận (+20.1% yoy), tương ứng với EPS 2017 đạt 4,500 VND/cp. Theo đó, GAS đang được giao dịch tại mức P/E forward = 15.3x.

PVS – Giá mục tiêu 20,500 VND/cp – Upside 25.77%

Kết quả kinh doanh của PVS giảm về doanh thu 7,684 tỷ đồng (-16%) nhưng LNST lại tăng lên 689 tỷ đồng (+22.6%). Mảng doanh thu giảm mạnh nhất trong nửa đầu năm nay là Xây lắp công trình biển với mức giảm 35% và sẽ thực sự phục hồi từ năm 2018. Ngoài ra, nguồn thu từ việc vận hành và bảo trì sẽ là nguồn thu dịch vụ ổn định sau này của công ty. BSC duy trì quan điểm 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 dự kiến nhận được khoảng 40 triệu USD từ 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. PVS sẽ là sự lựa chọn tốt cho dài hạn với các dự án Cá Rồng Đỏ (2018-2020), Sư Tử Trắng giai đoạn 2 (2018-2020), Sao Vàng-Đại Nguyệt (2019-2023) mang lại nguồn thu lớn về mảng xây lắp truyền thống với doanh thu lớn và biên lợi nhuận cao.

PVD – Theo dõi

Sau một thời gian khá dài giảm số lượng giàn khoan cho thuê, PVD đã ghi nhận lỗ ròng trong 6T2017 lên tới -252 tỷ đồng. Tuy nhiên, kết quả quý 2 đã cho thấy sự phục hồi về doanh thu và cũng là dầu hiệu rằng công ty đã ở vùng đáy. Ngoài kỳ vọng về dự án Cá Rồng Đỏ sẽ giúp PVD tăng số lượng dàn khoan cho thuê nhờ thị trường trong nước, thị trường dầu mỏ nước ngoài đang cho thấy sự hồi phục cũng sẽ giúp PVD có nhiều hợp đồng mới hơn. PVD đã ký hợp đồng cho thuê giàn khoan PV DRILLING I tại Block G10/48 vịnh Thái Lan với đối tác KrisEnergy với tổng trị giá 6 triệu USD tương đương 136 tỷ đồng và khởi động vào tháng 10. Đây là hợp đồng thứ 2 trong năm của PVD cho đối tác nước ngoài. Mặc dù kỳ vọng rằng năm 2018 sẽ có chuyển biến tích cực rõ rệt hơn với lợi nhuận của PVD nhưng BSC vẫn khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi cổ phiếu này vì khả năng cổ phiếu tăng giá sớm do nhà đầu tư muốn đón đầu kết quả kinh doanh dài hạn và các tin hợp đồng nước ngoài mới hoàn toàn có thể xảy ra.

Mã CK	DT 2017	LNST 2017E	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2017	Giá tại ngày 30/9/2017	Giá mục tiêu
GAS	72,155	8,613	4,500	15.0	3.0	19.7%	17% tiền	69,100	74,047
PVS	18,165	833.7	1,876	9.6x	0.7x	7.6%	7% tiền	16,300	20,500

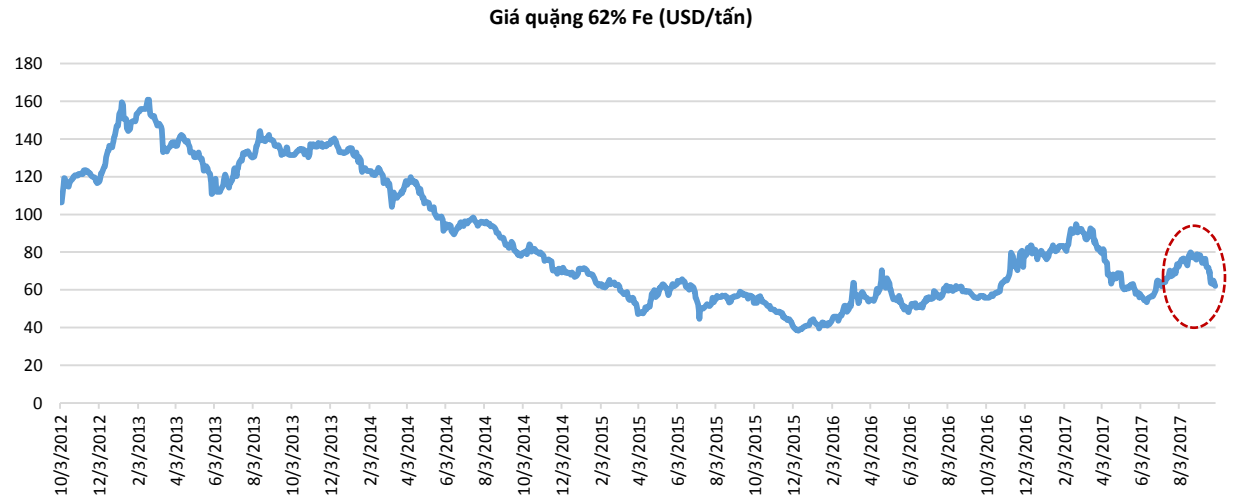
Ngành Thép [Trung lập]

- Giá quặng sắt bắt đầu bật tăng từ cuối tháng 6/2017 và cả Q3 nhưng hiện đang quay đầu giảm
- Giá thép trong nước điều chỉnh tăng trên 20% trong Q3 2017
- KQKD của nhóm doanh nghiệp Thép được dự báo khả quan

Thực trạng Q3/2017

Giá quặng sắt đang có sự điều chỉnh giảm từ cuối tháng 8/2017. Như nhận định của chúng tôi trong Báo cáo Triển vọng ngành Q3/2017, sự phục hồi của giá quặng có thể không bền vững và hiện tại trong Q3 giá quặng tạo đỉnh 79.93 USD/tấn ngày 21/08/2017 và đang tiếp tục giảm xuống còn 62.05 USD/tấn ngày 29/09/2017 (-29%). Nguyên nhân của việc tăng giá chủ yếu do Trung Quốc chủ động cắt giảm sản lượng thép thành phẩm và tình hình tăng trưởng kinh tế ổn định với sự kiện đại hội Đảng diễn ra vào tháng 10/2017. Tuy nhiên rủi ro về nhu cầu tiêu thụ vẫn đang hiện hữu khi Bắc Kinh có thể sẽ cho dừng xây dựng các công trình công cộng lớn trong mùa đông này nhằm cải thiện chất lượng không khí. Bên cạnh đó, một số chuyên gia khẳng định Trung Quốc hiện không thiếu tồn kho quặng sắt và thép thành phẩm do lượng tồn kho quặng sắt tại các cảng đang là 131.8 triệu tấn, cao hơn mức 80 triệu tấn của cùng kỳ năm 2016.

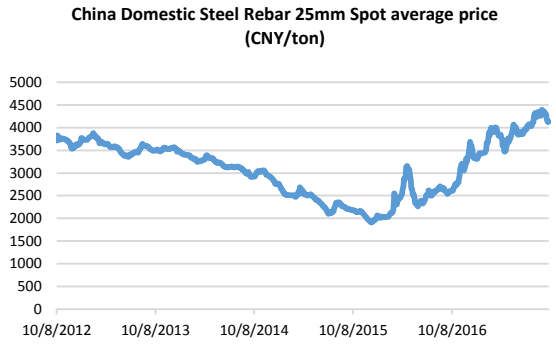
Nguồn cung quặng sắt được dự báo sẽ tiếp tục tăng khi Ấn Độ kết thúc gió mùa. Australia cũng sẽ tăng xuất khẩu quặng sắt lên mức 885 triệu tấn (năm tài chính kết thúc tháng 6/2018) +4%yoy. Nguồn cung từ Brazil cũng sẽ tăng khoảng 5%yoy. Do đó, mặc dù thời gian qua giá quặng được hỗ trợ từ lực cầu tốt từ phía Trung Quốc nhưng nguồn cung quặng tiếp tục tăng sẽ tạo áp lực giảm giá lên giá quặng.

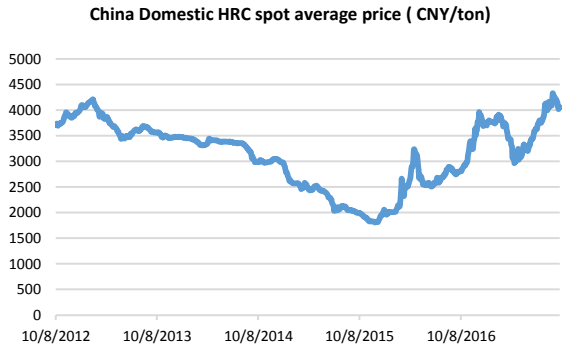


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Cùng với sự giảm giá của quặng sắt, giá thép nội địa Trung Quốc cũng đang có dấu hiệu điều chỉnh sau giai đoạn tăng liên tục. Ngày 29/09/2017, giá 1 tấn thép thanh tại Trung Quốc là 4,055 CNY, tương

đương khoảng 14 triệu đồng/tấn, cao hơn so với mức giá bán hiện tại của HPG là 12,8 triệu đồng/tấn thép thanh vằn và 13 triệu đồng/tấn thép cuộn xây dựng.





Nguồn: Bloomberg, BSC Research

KQKD sẽ lạc quan trong Q3 2017 do giá quặng sắt theo xu hướng tăng. Nhìn lại KQKD 6 tháng đầu năm 2017, nhìn chung biên LNG của nhóm doanh nghiệp thép giảm so với cùng kỳ năm 2016 do ảnh hưởng tiêu cực từ diễn biến giá quặng giảm trong Quý 2. Tuy nhiên, giá thép có dấu hiệu tăng trở lại từ cuối tháng 6/2017, do đó dẫn tới giá thép nội địa cũng được điều chỉnh tăng, BSC dự báo KQKD của các doanh nghiệp Thép sẽ tương đối lạc quan trong Q3 2017.

Mã CP	DTT 6T2017 (01/01 – 30/06)	yoy	LN từ HĐKD 6T2017 (01/01 – 30/06)	yoy	Biên LN HĐKD	
					6T2017	6T2016
HPG	20,876,836,829,643	37.43%	4,036,897,424,704	13.06%	19.34%	23.50%
HSG	13,443,649,715,047	49.73%	854,968,786,096	-24.00%	6.36%	12.53%
NKG	5,486,682,606,583	38.09%	372,369,835,721	4.69%	6.79%	8.95%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp

Quan điểm đầu tư

Do diễn biến giá quặng vẫn theo đà giảm và tình hình xây dựng đang có xu hướng chững lại, ảnh hưởng từ việc tăng giá NVL, BSC đánh giá Trung lập với ngành Thép trong Q4. 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 46,945

Sản lượng tiêu thụ thép của HPG tiếp tục đạt mức cao trong 9T2017 với thép xây dựng đạt 1.61 triệu tấn (+32.53%yoy) và ống thép đạt 431,000 tấn (+27.14%yoy). Đáng chú ý diễn biến giá thép bán trong nước đã điều chỉnh tăng cùng với diễn biến giá quặng sắt, ghi nhận giá thép HPG tại cuối tháng 6/2017 dao động khoảng 10.5 triệu đồng/tấn, hiện tại giá đạt 12.8 triệu đồng/tấn với thép thanh vằn và 13 triệu đồng/tấn với thép cuộn, tăng 22% trong Q3/2017. Chúng tôi dự báo KQKD Q3 của HPG sẽ rất lạc quan, LNST đạt khoảng 2,100 tỷ đồng (+30.74%yoy).

HSG – Mua – Giá mục tiêu VND 35,803

Trong 9 tháng niên độ tài chính 2016 – 2017, tổng sản lượng thành phẩm tiêu thụ của HSG đạt 1.17 triệu tấn (+32%yoy) và đạt 78% kế hoạch năm. Dự kiến đến hết năm 2017, tổng công suất cán nguội của HSG sẽ đạt 1.7 triệu tấn và công suất mạ đạt 2.2 triệu tấn.

Như chúng tôi đã đề cập trong BC triển vọng ngành Q3, KQKD Quý 2 của HSG không khả quan do ảnh hưởng của việc tích trữ hàng tồn kho trong bối cảnh giá HRC giảm. Chúng tôi dự báo DTT năm 2017 của HSG đạt 26,410 tỷ đồng, LNST 1,671 tỷ đồng (chưa tính việc ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn cảng Quốc tế Hoa Sen Gemandept, tỷ lệ sở hữu của HSG là 45%, giá trị sổ sách tại 30/06/2017 là 18.26 tỷ đồng, trong đó đã trích lập dự phòng 33.69 tỷ đồng).

NKG – Mua – Giá mục tiêu VND 43,882

Tổng Sản lượng tiêu thụ trong 6T2017 là 382,061 tấn (+8%yoy). Trong đó sản lượng xuất khẩu là 152,030 tấn (+22%yoy) cùng kỳ 2016 là 124,849 tấn. Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu (theo sản lượng) chủ yếu là Indonesia 37% - Mỹ 17% - Malaysia 8% (cùng kỳ 2016 lần lượt là 53% - 11% - 7%), bên cạnh đó NKG đang đẩy mạnh xuất khẩu qua châu Âu, Úc và một số thị trường khác đang điều tra CBPG với thép Trung Quốc.

Năng lực sản suất được cải thiện đáng kể nhờ dự án NK3, dự kiến sau khi hoàn thành, tổng công suất cán nguội của NKG sẽ đạt 1 triệu tấn/năm và công suất mạ là 1.2 triệu tấn/năm. BSC ước tính DT 2017 đạt 12,093 tỷ đồng, LNST 2017 đạt 711 tỷ đồng.

Mã	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Div 2017	Giá đóng cửa 29/09/2017	Giá mục tiêu
HPG	46,867	7,795	5,602	6.94	2.05	29.35%	N/A	38,900	46,945
HSG	26,410	1,671	4,774	5.99	1.84	30.65%	N/A	28,600	35,803
NKG	12,093	711	6,772	4.89	1.79	36.64%	N/A	35,250	43,882

Ngành Xi măng [Trung lập]

- Thị trường xi măng nội địa cạnh tranh khốc liệt do chính sách thuế làm giảm xuất khẩu
- Dự thảo Luật sửa đổi về thuế GTGT sẽ giúp cải thiện sản lượng tiêu thụ xi măng
- KQKD của các doanh nghiệp xi măng vẫn kém lạc quan

Thực trạng Q3/2017

Thị trường tiêu thụ xi măng nội địa cạnh tranh khốc liệt. Nhìn chung tình trạng dư thừa xi măng sẽ tiếp tục kéo dài, theo ước tính của Hiệp hội Xi măng Việt Nam, tổng công suất ngành xi măng là hơn 86 triệu tấn (năm 2017, nhà máy xi măng Long Sơn công suất 5 triệu tấn xi măng/năm và giai đoạn 2 nhà máy xi măng Xuân Thành – Hà Nam công suất 4.5 triệu tấn xi măng/năm bắt đầu đi vào hoạt động), trong khi đó khả năng tiêu thụ nội địa chỉ khoảng 60 triệu tấn. HH xi măng cũng dự báo tiêu thụ xi măng trong nước năm 2020 vào khoảng 82 triệu tấn, và dư thừa từ 36 – 47 triệu tấn xi măng.

Trong 9T2017, theo Vụ VLXD (Bộ Xây dựng), tổng sản lượng tiêu thụ xi măng đạt 59.27 triệu tấn xi măng (+6%yoy). Trong đó, tiêu thụ nội địa đạt khoảng 45.28 triệu tấn (+4%yoy) và xuất khẩu đạt khoảng 13.99 triệu tấn. Theo khảo sát thực tế tại một số doanh nghiệp xi măng, chúng tôi nhận thấy tình hình tiêu thụ đang kém hơn, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ở mức âm hoặc tăng nhẹ so với cùng kỳ 2016.

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.

Hiện tại, Bộ Tài chính đang xây dựng Dự án Luật sửa đổi về thuế GTGT trong đó có việc bỏ quy định không được hoàn thuế GTGT với sản phẩm xuất khẩu được chế biến từ tài nguyên khoáng sản cộng với chi phí năng lượng chiếm từ 51% giá thành sản phẩm trở lên. Nếu quy định được thực hiện sẽ giúp cải thiện tình hình cạnh tranh khốc liệt của thị trường xi măng nội địa.

Cập nhật KQKD 6T2017. Nhìn chung, KQKD của các doanh nghiệp xi măng đều kém khả quan trong nửa đầu năm 2017, phản ánh mức độ cạnh tranh mạnh của thị trường nội địa. HT1 được hưởng lợi thế thị trường miền Nam nhưng do tăng gia công ngoài nên biên LNG cũng giảm mạnh từ 20.2% về 16.97%.

	Doanh thu thuần			**Biên Lợi nhuận gộp**		**EBITDA**		
	1H2017	1H2016	yoy	1H17	1H16	1H2017	1H2016	yoy
HT1	4,048.58	3,928.00	3.07%	16.97%	20.20%	877.06	948.27	-7.51%
BCC	1,909.42	2,199.51	-13.19%	11.03%	18.83%	169.76	356.36	-52.36%
BTS	1,579.49	1,639.66	-3.67%	14.76%	17.27%	258.71	287.78	-10.10%

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với ngành Xi măng trong Q4/2017 do tình hình cạnh tranh khốc liệt vẫn chưa được cải thiện. Bên cạnh đó, việc cơ cấu lại bộ máy nhân sự của Vicem cũng sẽ ảnh hưởng tương đối đến hoạt động chung của nhóm doanh nghiệp xi măng. Chúng tôi cũng lưu ý Q4 là mùa tiêu thụ xi măng chính trong năm, do đó áp lực cạnh tranh có thể giảm đôi chút so với Q3.

HT1 – Theo dõi

KQKD Q3 dự kiến sẽ không khả quan do biên LNG tiếp tục suy giảm từ việc tăng sản lượng gia công từ xi măng Hạ Long nhằm chiếm lĩnh thị trường. Sản lượng tiêu thụ trong Q3 2017 của HT1 giảm khoảng 2% so với cùng kỳ 2016, lũy kế 9T2017 sản lượng tăng 5%yoy. BSC lưu ý, tại 30/09/2017, dư nợ EUR của HT1 là 43 triệu EUR, ước lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện trong Q3 của HT1 là 38.77 tỷ đồng (EUR tăng 3.46% trong Q3).

BCC – Theo dõi

Do tình hình tiêu thụ gặp nhiều khó khăn, cạnh tranh cao tại khu vực miền Trung nên sản lượng tiêu thụ trong Q3 của BCC tiếp tục kém khả quan. Về dư nợ EUR, trong Q3 BCC đã hoàn thành trả nợ EUR, hiện tại doanh nghiệp không chịu rủi ro biến động tỷ giá.

Mã	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Div	Giá đóng cửa 29/09/2017	Giá mục tiêu
HT1	8,649	492	1,288	11.41	0.99	8.65%	N/A	14,700	17,540
BCC	4,066	130	1,065	8.15	0.46	6.29%	N/A	8,680	11,606
BTS	3,348	108	808	6.81	0.45	7.36%	N/A	5,500	8,976

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Gạch men [Trung lập]

- Kết quả kinh doanh 1H2017 của các doanh nghiệp gạch men tiếp tục duy trì mức tăng trưởng khá mặc dù có sự phân hóa khá rõ rệt
- Kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh vào Q4/2017

Kết quả kinh doanh LNST 1H2017 của các doanh nghiệp gạch men tiếp tục duy trì mức tăng trưởng khá mặc dù có sự phân hóa khá rõ rệt. Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp ngành gạch men có sự phân hóa khá rõ rệt khi các doanh nghiệp có chất lượng sản phẩm cũng như hệ thống phân phối tốt (CVT, VIT, VHL, VGC) tiếp tục duy trì mức tăng trưởng khá nhờ vào ảnh hưởng tích cực từ ngành bất động sản. Tổng doanh thu của ngành gạch men trong 1H2017 đạt 7,088 tỷ đồng (+7.1% yoy). LNST đạt 236.8 tỷ đồng (+27.3% yoy) chủ yếu nhờ vào đóng góp tích cực của VGC, CVT.

Mã	DT 1H2016	DT 1H2017	% tăng/giảm	LNST 1H2016	LNST 1H2017	% tăng/giảm	P/E	P/B
CVT	432	492	14%	60	77	29%	8,4	3,5
CYC	113	129.1	14.2%	1.9	(-0.7)	-137%	10.6	0,3
TCR	793	590	-26%	24	(36)	-250%	n/a	0,3
TTC	184	160	-13%	13	10	-26%	6,3	1,1
VHL	872	1.010	16%	57	68	18%	8,9	2,0
VIT	389	418	7%	19	23	24%	6,3	1,7
VGC	3.833	4.290	11.9%	259	411	59%	12,3	1,8

Nguồn: BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá **Trung lập** với ngành gạch men.Thời điểm Q4 thường là quý có KQKD khả quan nhờ vào nhu cầu hoàn thiện các dự án bất động sản để kịp tiến độ bàn giao cho khách hàng. BSC 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 VIT và MUA trong trung và dài hạn với mã CVT, VGC. Hiện tại các cổ phiếu ngành gạch ốp lát đang giao dịch ở mức P/E trung vị là 8.8 và P/B trung vị là 1.5.

CVT – MUA – Giá mục tiêu 58,000 đồng/cp. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của CVT trong 9 tháng đầu năm tiếp tục duy trì mức tăng trưởng khả quan, lần lượt đạt 905 tỷ đồng (+16% yoy) và 128 tỷ đồng (+17% yoy) nhờ vào nhà máy CMC2 đã đi vào hoạt động ổn định giúp sản lượng cải thiện (+12% yoy). 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 CMC – giai đoạn trong năm 2017 sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2018. Dự kiến nhà máy gạch granit thấm muối tan sẽ bắt đầu chạy thử tháng 11 và bắt đầu hoạt động ổn định từ Q1/2018. BSC kì vọng kết quả kinh doanh CVT sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng khả quan trong năm 2018. CVT dự báo doanh thu năm 2017 ước đạt 1,305 tỷ đồng (+9.7% yoy), LNST đạt 177 tỷ đồng (+16% yoy), EPS forward 2017 = 6,300 VND.

VGC– NẮM GIỮ - Giá mục tiêu 23,200 đồng/cp

Cổ phiếu VGC đã tăng giá 29.5% 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. Tình hình kinh doanh 6 tháng tăng trưởng mạnh đạt kết quả khả quan. Doanh thu thuần và LNST lần lượt trong 1H2017 đạt 4,289 tỷ đồng (+12.1% yoy) và 411.1 tỷ đồng (+58.6% yoy) tương ứng hoàn thành 53% và 60.9% kế hoạch kinh doanh của VGC. Lợi nhuận gộp 1H17 đạt 1,059 tỷ đồng (+12% yoy), biên lợi nhuận gộp tiếp tục được VGC duy trì tương đương so với cùng kỳ năm ngoái đạt 24.5%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận ròng được cải thiện đáng kể nhờ vào (1) Doanh thu tài chính ròng cải thiện rõ nét (2) Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm từ mức 13.5% trong 1H16 xuống còn 11.3% trong 1H17 nhờ VGC kiểm soát chi phí tốt hơn. Dự kiến Bộ Xây dựng sẽ tiếp tục thoái vốn tại VGC, tỷ lệ dự kiến 20% tương đương gần 90 triệu cp. Hiện tại đang chốt phương án cụ thể, thời gian dự kiến là đầu năm 2018. BSC dự báo VGC sẽ hoàn thành vượt kế hoạch kinh doanh đặt ra với doanh thu và LNST lần lượt đạt 8,738 tỷ đồng (+8.17% yoy) và 827 tỷ đồng (+69.4% yoy). EPS FW 2017 dành cho cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 1,576 đồng (với giả định đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi tương đương năm 2016 là 35 tỷ).

Mã	DT 2017	LNST 2017	EPS 16/17	PE F 2017	P/B F2017	Dividend 2017	ROE	Giá đóng của 30/09/2016	Giá mục tiêu
CVT	1,305	177	6,300	8.1	3.36	30% - 35%	46.2%	50,900	58,000
TTC	348.2	20	3,367	5.5	1.1	15% tiền mặt	18.2%	18,500	N/A
VHL	1,971.8	166.9	6,676	7.1	1.9	20% tiền mặt	23.8%	47,100	N/A
VIT	1,164	70	3,589	6.12	1.7	15% tiền mặt	28.6%	22,000	28,700
VGC	8,738	827	1,576	14.5	1.57	9% tiền mặt	14.9%	22,800	23,200
TLT	515	45	6,438	2.8	3,0	N/A	N/A	17,800	N/A

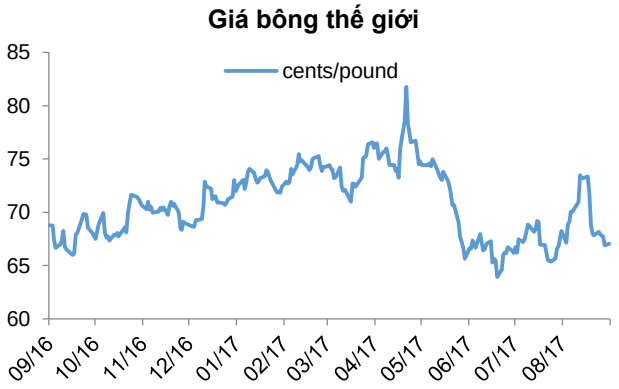
Ngành Dệt may [Trung lập]

- Xuất khẩu dệt may 8T2017 đạt 16,86 tỷ USD (+8,2% YoY), tốc độ có phần chậm lại so với quý I.
- Giá bông thế giới phục hồi nhẹ cuối tháng 8 nhưng sau đó lại giảm về mức tương đương cùng kỳ 2016.
- Kết quả kinh doanh của phần lớn các doanh nghiệp khá tích cực.
- Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm **Trung lập** đối với cổ phiếu ngành Dệt may.

Cập nhật Q3/2017

Xuất khẩu dệt may 8T2017 khởi sắc nhờ tình hình đơn hàng khả quan ngay từ những quý đầu năm. Kim ngạch xuất khẩu lũy kế 8 tháng đầu năm 2017 đạt 16,86 tỷ USD (+8,2% YoY). Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu có phần giảm tốc trong quý III sau khi tăng mạnh 11,3% YoY trong 6T2017 nhưng bình quân vẫn cao hơn so với các quốc gia đối thủ như Trung Quốc (-5%), Ấn Độ (+5%). Mặc dù nhập khẩu hàng dệt may của các quốc gia đối tác chủ yếu của Việt Nam tăng chững lại, với Hoa Kỳ (+2%), EU (+1%), Nhật Bản (-5%), Hàn Quốc (6%) nhưng xuất khẩu của Việt Nam vào các thị trường này vẫn tăng trưởng khá: Hoa Kỳ đạt 8,16 tỷ (+7,3% YoY), Nhật Bản (+5% YoY), đặc biệt xuất khẩu hàng dệt may sang Hàn Quốc tăng trưởng 12,6% YoY.

Giá bông thế giới phục hồi nhẹ cuối tháng 8 nhưng sau đó lại giảm về mức tương đương cùng kỳ 2016. Giá bông thế giới sau khi lập đỉnh trong tháng 5 đã giảm mạnh và dao động quanh mức 65-70 cents/pound trước khi phục hồi vào tháng 8 do nhu cầu nhập khẩu đến từ các quốc gia châu Á gia tăng trong khi lượng tồn kho giảm dần. Nửa cuối tháng 9, giá bông thế giới lại có sự điều chỉnh nhẹ, giao dịch tại mức 67 cents/pound.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Kết quả kinh doanh của phần lớn các doanh nghiệp dệt may niêm yết 6T2017 khá tích cực, với tổng doanh thu thuần của 9 DN lớn là 18.526 tỷ (+10% YoY), cao hơn so với tốc độ tăng trưởng trong quý I. Tăng trưởng doanh thu nhanh nhất thuộc về STK (+38% YoY) nhờ công suất được mở rộng thêm 27,7% đạt 60.000 tấn/năm, chính sách xoay trục sang thị trường nội địa và các nước Đông Á bước đầu đạt được những kết quả khả quan. Nếu xét về lợi nhuận, TCM vẫn tiếp tục là doanh nghiệp ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng nhất (+136% YoY) nhờ chuyển dịch một phần từ mảng sợi sang mảng vải dệt có biên gộp cao hơn và hiệu quả hoạt động của nhà máy Vĩnh Long gia tăng giúp bù đắp lại những thiệt hại do sự sụt giảm đơn hàng từ đối tác Eland. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh tại một số doanh nghiệp khác lại không được khả quan, điển hình như EVE (DTT -1% YoY, LNST -45% YoY) hay PPH (DTT -9% YoY, LNST -38% YoY).

6T2017	DTT tỷ VND	% YoY	EBIT tỷ VND	% YoY	LNST tỷ VND	% YoY	Biên LNG 1H2017	Biên LNG 1H2016
VGT	8,280	16%	169	-1%	309	2%	10%	12%
VGG	3,719	7%	135	-6%	131	7%	10%	10%
TCM	1,547	2%	132	109%	118	136%	16%	12%
PPH	1,392	-9%	38	-65%	137	-38%	12%	15%
TNG	999	17%	86	23%	42	4%	18%	18%
STK	918	38%	65	92%	49	54%	11%	10%
GMC	710	2%	43	-26%	44	-12%	14%	16%
FTM	587	-3%	40	66%	18	0%	9%	6%
EVE	374	-1%	24	-50%	23	-45%	33%	35%
Tổng	**18,526**	**10%**	**731**	**2%**	**872**	**-1%**		

Nguồn: BCTC, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với triển vọng ngành dệt may trong quý cuối năm 2017 dựa trên các yếu tố: (1) tình hình đơn hàng dệt may xuất khẩu trong những quý đầu năm khả quan, kim ngạch xuất khẩu được cải thiện đáng kể; tuy nhiên một số thị trường xuất khẩu chủ lực đang gặp những bất ổn; (2) Xu hướng đơn hàng dịch chuyển sang một số quốc gia lân cận như Indonesia, Banglades, Myanmar…nhờ chi phí nhân công rẻ, có nhiều ưu đãi thuế thu hút đầu tư; (3) chi phí nhân công gia tăng theo những điều chỉnh về chính sách bảo hiểm và tiền lương; (4) một số cổ phiếu dệt may đầu ngành đã có mức tăng giá khá kể từ đầu năm. Thêm nữa, theo đại diện của Tập đoàn Dệt may Việt Nam, tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu nửa đầu năm tương đối khả quan nhưng chưa bền vững khi được hỗ trợ nhiều bởi động thái tăng lãi suất của Fed và chính sách bảo hộ mậu dịch của Mỹ. Cùng chung quan điểm, Bộ Công Thương cũng đưa ra dự báo tăng trưởng xuất khẩu của ngành sẽ chỉ xoay quanh 8-9% trong năm 2017, đạt trên 30 tỷ USD. Tuy nhiên BSC vẫn khuyến nghị mua đối với một số cổ phiếu dệt may có tiềm năng tăng trưởng tốt và đang được định giá tương đối hấp dẫn.

TNG- Giá mục tiêu: 18.538 VND/CP _ Upside: 39%

TNG là doanh nghiệp may có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết (+17% YoY) nhờ tình hình đơn hàng xuất khẩu khả quan. Trong năm 2017, TNG đã chủ động cắt giảm một số đơn hàng nhỏ lẻ để thu hút thêm đơn hàng từ hai đối tác lớn là Decathlon (45 triệu USD, +170% YoY) và The Children's Place (20 triệu USD, +240% YoY), đồng thời công ty đã ký được hợp đồng đầu tiên với Levi's có giá trị 400.000 USD, dự kiến sẽ xuất hàng trong tháng 10,11. Ngoài ra, chuỗi hệ thống bán lẻ của TNG cũng đạt được kết quả khá khả quan trong 8T2017 với DTT 68 tỷ đồng (so với số thực hiện 2016 là 78 tỷ đồng) và dự kiến sẽ hòa vốn trong năm nay.

Tính đến hết tháng 8/2017, doanh thu đạt 1.635 tỷ (+25,7% YoY), tương ứng hoàn thành 74,3% kế hoạch. BSC dự báo DTT2017 của TNG đạt 2.553 tỷ đồng (+35% YoY) nhờ vào tình hình đơn hàng khả quan, LNST 2017 ước đạt 111 tỷ đồng (+37% YoY), tương ứng với EPS=2,567 đồng/CP.

VGG- Giá mục tiêu: 60.204 VND/CP_Upside: 11,7%

VGG là doanh nghiệp dệt may có quy mô vốn hóa đứng thứ 2 trên sàn chứng khoán (sau VGT), sở hữu nhiều lợi thế trong kinh doanh. Phần lớn doanh thu của VGG đến từ hoạt động xuất khẩu với các đơn hàng đến từ Nhật Bản (32%), Mỹ (22%) và EU (18%), chủ yếu là hợp đồng gia công theo hình thức FOB (75% doanh thu- so với trung bình ngành là 15%), còn lại là ODM nên có biên gộp tương đối tốt. Bên cạnh đó, VGG còn được biết đến là một doanh nghiệp may mặc uy tín tại thị trường nội địa nhờ sở hữu thương hiệu thời trang công sở Việt Tiến. Nhờ vậy, công ty có thể linh hoạt hơn trong chiến lược kinh doanh khi xuất khẩu dệt may gặp khó khăn.

Nửa đầu năm 2017, công ty ghi nhận doanh thu 3.719 tỷ đồng (+7% YoY, hoàn thành 48% kế hoạch), lợi nhuận đạt 131 tỷ đồng (+7% YoY, tương ứng 38% kế hoạch). BSC kỳ vọng tình hình đơn hàng xuất khẩu khả quan hơn cùng với tăng trưởng ở thị trường nội địa trong những tháng cuối năm sẽ giúp công ty hoàn thành kế hoạch. Chúng tôi dự báo DTT2017 của VGG đạt 8.113 tỷ đồng (+7,8% YoY), LNST dành cho cổ đông công ty mẹ 380 tỷ, tương ứng với EPS = 8.460 đồng/CP, P/E forward = 6,4x.

Mã CK	DTT 2017F (tỷ VND)	LN 2017F (tỷ VND)	EPS 2017F (VND)	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE 2017F	Giá đóng cửa 29/09/2017 (VND)	Giá mục tiêu (VND)
VGT	15,640	310	620	18.4	0.9	4%	11,400	13,619
VGG	8,113	380	8,460	6.4	1.4	24%	53,900	60,204
TCM	3,315	182	3,324	8.1	1.4	23%	27,000	32,000
TNG	2,553	111	2,567	5.9	1.05	18%	15,200	18,538

Nguồn: BSC Research

Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung Lập]

- Phí bảo hiểm gốc tăng trưởng khả quan trong 5T2017. Hầu hết các mảng bán lẻ đều tăng.
- Tỷ lệ bồi thường gốc đạt 33.67%, cao hơn so với 32.21% của cùng kỳ
- Kết quả kinh doanh 1H2017 của các doanh nghiệp niêm yết khả quan với doanh thu và LNTT tăng trung bình lần lượt 8% và 15%.
- Triển vọng Q4/2017 trung lập do dự báo mặt bằng lãi suất giảm nhẹ.

Thực trạng ngành bảo hiểm phi nhân thọ 5 tháng đầu năm 2017

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng 5 tháng đầu năm 2017 tiếp tục duy trì tăng trưởng khả quan. Theo số liệu chính thức từ Cục quản lý giám sát bảo hiểm, toàn ngành đạt 22,266 tỷ đồng phí bảo hiểm gốc (+31.1%yoy). Cho từng mảng sản phẩm, ngoại trừ mảng bảo hiểm tài sản & thiệt hại giảm 5%, tất cả các mảng khác đều giữ được mức tăng trưởng cao như 13% cho xe cơ giới, 23% cho sức khỏe, 8% cho cháy nổ và 3% cho hàng hóa vận chuyển.

Tổng số tiền bồi thường 5 tháng đầu năm 2017 được hiệp hội ước vào khoảng 5,319 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ bồi thường thực là 33.67%, cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái là 32,21%%, nhưng thấp hơn đáng kể so với trung bình giai đoạn 2005-2016 là 37%.

Kết quả kinh doanh 1H2017 khả quan, với tổng doanh thu tăng trưởng 8% và lợi nhuận trước thuế tăng 15%. Hệ số kết hợp đạt mức trung bình 98.9%, cao hơn 1.6% so với cùng kỳ, cho thấy sự gia tăng chi phí trong hoạt động các doanh nghiệp. Tỷ suất đầu tư 6T.2017 đạt mức trung bình 3%, ổn định so với mức trung bình 3% cùng kỳ 2016..

1H 2017 (Tỷ đồng)	BVH (*)	PVI	VNR	BMI	PTI	PGI	BIC
Doanh thu phí gốc	3622	3547	849	1620	1496	1210	912
% yoy	22,4%	0,2%	-4,2%	16,1%	1,8%	2,3%	11,7%
% Bồi thường (1)	55%	50%	48%	47%	54%	58%	47%
Tăng/giảm so với cùng kỳ	1%	-1%	-4%	4%	10%	8%	7%
Hệ số kết hợp (2)	100,3%	97,0%	93,8%	99,9%	101,5%	100,0%	99,9%
Tăng/giảm so với 2016	4,2%	3,0%	0,8%	-1,1%	1,3%	2,0%	0,6%
Hoạt động đầu tư							
Số tiền đầu tư	6406	7457	3212	2387	3213	2100	3148
% yoy	2,9%	-7,5%	3,5%	-2,6%	10,3%	13,0%	13,2%
Tỷ suất đầu tư	3%	3%	3%	4%	2%	5%	3%
LNTT 1H2017	195	323	144	110	59	97	92
% yoy	-3%	67%	9%	16%	-37%	21%	-2%

[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 hiêm + chi phí quản lý doanh nghiệp)/ DTT từ HĐ bảo hiểm*

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Cổ phiếu ngành bảo hiểm đang được giao dịch ở mức P/E trung vị là 14.39x và P/B trung vị là 1.37x, khá cao so với khu vực. BSC khuyến nghị Trung lập đối với ngành Bảo hiểm, do mặt bằng lãi suất tiếp tục xu hướng giảm nhẹ. Nguyên nhân là do lạm phát giảm liên tục trong 6 tháng đầu năm, khiến NHNN quyết định giảm lãi suất chính sách nhằm thúc đẩy tín dụng, khiến lãi suất thi thị trường giảm. Tuy nhiên, việc tăng trưởng tín dụng cao hơn đáng kể so với tăng trưởng huy động trong thời gian gần đây lại là nhân tố thúc đẩy tăng lãi suất. Hai lực đẩy trái chiều này khiến cho lãi suất giảm nhẹ trong những tháng cuối năm.

Dự báo một số chỉ báo kinh tế vĩ mô của Việt Nam năm 2017

Chỉ tiêu cuối kỳ	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017
Lạm phát cuối kỳ (%yoy)	4,74	4,65	2,54	2,9	2,1
Tăng trưởng cung tiền (YTD, %)	17,9	3,52	6,4	10,4	15,5
Tăng trưởng tín dụng (YTD, %)	18,7	4,06	8,00	11,5	18,0
Lãi suất huy động bình quân 3 tháng (%)	5,0	5,1	5,1	4,8	4,8
Lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng (%)		6,8	6,75	6,5	6,5

Nguồn: MarketIntello

PVI – giá mục tiêu 38,000 – upside 13.5%

Tính đến cuối tháng 6/2017, thị phần của PVI đã giảm xuống mức 17%. Hoạt động kinh doanh bảo hiểm tiếp tục gặp khó khăn. Ngành dầu khí và hàng hải chiếm 50% tổng doanh thu phí của PVI vẫn chưa có diễn biến tích cực trong Q3/2017, các dự án thăm dò đầu tư dầu khí vẫn đang bị dừng, giãn tiến độ. Doanh thu phí bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới giảm lần lượt 7% và 4% so với cùng kỳ, chưa đáp ứng kỳ vọng sẽ bù đắp cho hoạt động bảo hiểm thương mại. Tuy nhiên, PVI dự kiến sẽ ghi nhận khoản LNTT đột biến khoảng 90 tỷ từ việc chuyển nhượng các căn hộ thuộc dự án The Costa Nha Trang, giúp bù đắp cho khó khăn trong kinh doanh bảo hiểm năm 2017. Trong đó, dự án The Costa Nha Trang đã được PVI chuyển nhượng xong. Mới đây, PVI đã nhận chuyển giao Dự án BĐS Embassy Garden ở trung tâm KĐT Hồ Tây với quy mô 3,5 ha với 53 lô biệt thự. Dự án này được PVI dự kiến bàn giao vào Q3/2018 và ghi nhận doanh thu vào 2018-2019. Ngoài ra, PVN dự kiến trong năm 2017-2018 sẽ thoái toàn bộ vốn khỏi PVI, khiến PVI sẽ không còn được lợi thế lớn trong mảng bảo hiểm dầu khí như khi còn là thành viên của PVN. Tuy nhiên, hiện tại tỷ trọng doanh thu các nghiệp vụ bảo hiểm liên quan đến PVN đã giảm xuống mức 16% năm 2016, cho thấy việc thoái vốn này sẽ không có ảnh hưởng quá nghiêm trọng tới hoạt động của PVI. HDI Global – công ty cung cấp dịch vụ bảo hiểm ở hơn 130 quốc gia (thuộc tập đoàn Talanx, một trong những tập đoàn tài chính lớn nhất Châu Âu hiện quản lý hơn 100 tỷ Euro tài sản) dự tính tăng tỷ lệ sở hữu tại PVI. Nếu kế hoạch này được thực hiện thành công, PVI sẽ được hưởng nhiều lợi ích từ nguồn tài chính lớn, mạng lưới bảo hiểm rộng và kinh nghiệm từ HDI Global.

BMI – Giá mục tiêu 32,150 – upside 10%

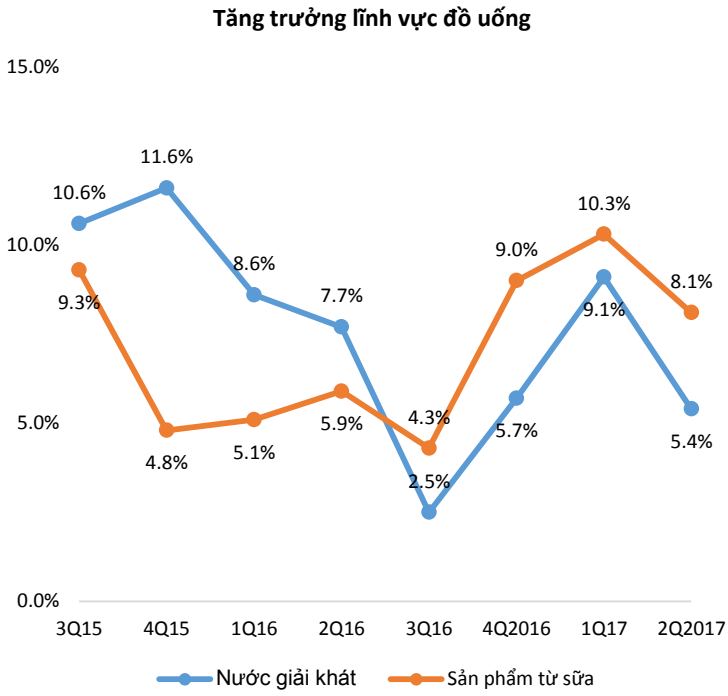
Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc 6 tháng đầu năm 2017 đạt 1.620 tỷ VNĐ (+16%yoy), mức tăng trưởng cao nhất trong vòng 8 năm trở lại đây. Doanh thu mảng bảo hiểm sức khỏe & tai nạn con người tăng trưởng mạnh nhất 40,5% yoy. Trong đó, động lực chính từ hoạt động bảo hiểm tai nạn với tỷ lệ bồi thường (khoảng 18%) thấp hơn khá nhiều so với hoạt động bảo hiểm sức khỏe (60%). Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bảo hiểm tai nạn sẽ đem lại nguồn doanh thu tốt với tỷ lệ bồi thường ở mức ổn định cho công ty năm 2017. Nhờ đẩy mạnh vào mảng bảo hiểm tai nạn có tỷ lệ bồi thường tương đối thấp, nên tỷ lệ bồi thường của BMI (47%) thấp nhất trong top 5 công ty bảo hiểm phi nhân thọ toàn thị trường. Điểm nhất quan trọng là: BMI đã hoàn thành trích lập dự phòng cho các hoạt động đầu tư không hiệu quả, giúp danh mục đầu tư hiện nay của BMI khá an toàn với khoảng 90% đầu tư vào tiền gửi và trái phiếu, giúp tỷ suất đầu tư của BMI trong những năm tới sẽ khả quan hơn. Theo ước tính của BSC, các khoản đầu tư hiện tại của BMI được ghi nhận với giá gốc thấp hơn khoảng 300 tỷ.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2016)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 30/09/2017	Giá mục tiêu
BMI	3,836	195.3	2,410	13.0	1.0	8.0%	10%	29,200	32,150
PVI	7,283	465	1,987	19.1	1.1	6.3%	20%	32,200	38,000
VNR	1,788	248.8	1,900	12.6	1.2	10%	12%	26,300	26,500

Ngành Đồ uống [Trung lập]

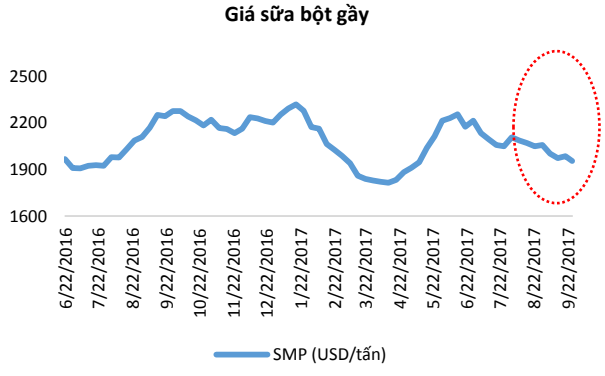
- Giá trị tiêu thụ ngành đồ uống gồm nước giải khát và sữa trong Q2/2017 tiếp tục tăng trưởng dương nhưng thấp hơn quý trước lần lượt là 3,7% và 2,2%.
- Giá sữa bột nguyên liệu biến động trong qúy 3/2017 và dự báo tăng trong các tháng tới.
- Kết quả kinh doanh 6T.2017: Các doanh nghiệp trong lĩnh vực đồ uống tăng trưởng khả quan.
- Chúng tôi duy trì quan điểm Trung lập đối với cổ phiếu ngành Đồ uống.

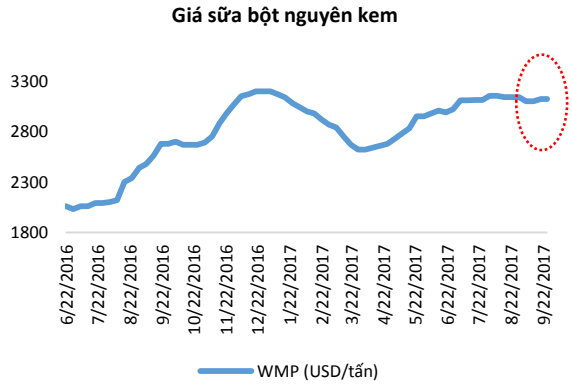
Giá trị tiêu thụ ngành đồ uống tiếp tục tăng trưởng dương trong quý 2/2017. Tuy nhiên, so với quý trước, các con số này đều cho thấy sự suy giảm của ngành. Cụ thể, mức tăng trưởng của ngành hàng nước giải khát giảm từ 9,1% xuống 5,4%, và của ngành sản phẩm từ sữa giảm từ 10,3% xuống 8,1%. Sự sụt giảm này là do nhu cầu tiêu dùng đã giảm sau mùa cao điểm dịp Tết Nguyên Đán trong quý đầu năm. Khu vực nông thôn tiếp tục là vùng đất tiềm năng cho nhiều nhà sản xuất, với mức tăng 6,5% yoy, chủ yếu do tăng trưởng sản lượng và đóng góp 57,5% vào tổng doanh thu ngành hàng tiêu dùng toàn quốc. Trong khi khu vực thành thị chỉ đạt mức tăng 5,1% yoy.



Nguồn: Báo cáo Market Pulse 2Q/2017, Nielsen

Giá sữa bột nguyên liệu biến động trong qúy 3/2017. Cụ thể, giá sữa bột gầy giảm 10% từ mức 2,173 USD/tấn (21/06/2017) xuống mức 1,954 USD/tấn (26/09/2017), trong khi giá sữa bột nguyên kem tăng 4% từ 2,990 USD/tấn (21/06/2017) lên mức 3,122 USD/tấn (26/09/2017). Theo Reuters, giá sữa nguyên liệu trong thời gian tới sẽ tăng do nguồn cung không bắt kịp nhu cầu vì New Zealand – đất nước xuất khẩu sữa lớn nhất thế giới – đang gặp thời tiết xấu khiến sản lượng sản xuất giảm, và nhu cầu bơ sữa





trên thế giới vẫn tiếp tục tăng mạnh.

Kết quả kinh doanh 6T.2017: Các doanh nghiệp trong lĩnh vực đồ uống tăng trưởng khả quan. Tổng doanh thu của 5 doanh nghiệp lớn ngành Đồ uống mà chúng tôi thống kê tăng 9% Yoy và tổng LNST tăng 13% YoY. Trong đó, 2 doanh nghiệp lớn nhất ngành bia là SAB, và BHN đều ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp tương đối ổn định. Bất chấp giá bột sữa gầy và nguyên kem nguyên liệu đầu vào tăng khoảng 35-40% trong 6 tháng đầu năm, VNM vẫn duy trì ghi nhận tăng trưởng biên lợi nhuận gộp và LNST.

6T.2017	DT (tỷ đ)	% yoy	LNST (tỷ đ)	%yoy	Cổ tức 2016	Cổ tức 2017	BIên LNG 6T.2017	Biên LNG 6T.2016
VNM	25,398	+11%	5,852	+17%	40% tiền 20% cp	20% tiền	49%	46%
QNS	3,924	+18%	490	+0%	30% cp	5% tiền	24%	30%
SAB	15,642	+6%	2,567	+8%	30% tiền		27%	28%
BHN	4,226	+5%	313	-2%	18% tiền		27%	26%
SMB	414	-4%	42	+2%	25% tiền		22%	23%
WSB	414	-4%	57	+33%	20% tiền		20%	18%
Tổng	**50,017**	**9%**	**9,320**	**13%**				

Nguồn: BCTCDN & BSC Tổng hợp.

Quan điểm đầu tư

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

(1) Đối với cổ phiếu ngành Bia: biên lợi nhuận gộp ổn định 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 (37.12x; 12.36x), BHN (38,1x; 4.94x) cao hơn hoặc xấp xỉ so với mức trung bình khu vực (27.3x; 3.3x). Mặc dù giá cổ phiếu SAB đang ở mức cao so với triển vọng sản xuất kinh doanh, nhưng SAB đang có ảnh hưởng lớn đến các chỉ số VN30, VN Index và dẫn tới ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán phái sinh. Ngoài ra, việc tiến hành thoái vốn nhà nước tại SAB và BHN trong năm 2017 cũng sẽ là điểm nhấn đáng chú ý với 2 cổ phiếu này.

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

VNM – Giá mục tiêu 180,000 đồng/cp – upside 21.1%.

Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu tăng 11% yoy, cao hơn mức tăng trưởng 8%-9% của ngành, theo Nielsen. Trong đó, DT từ thị trường trong nước tăng 17% nhờ thị phần công ty tăng lên, nhưng DT xuất khẩu giảm 18% do những bất ổn chính trị ở Iraq – Quốc gia chiếm hơn 80% xuất khẩu của VNM. Dự báo hoạt động xuất khẩu của VNM năm 2017 sẽ giảm khoảng 20% yoy. Biên LN gộp 6 tháng 2017 ổn định nhờ VNM chốt được giá bột sữa nguyên liệu thấp, các dòng sản phẩm sữa organic có mức giá bán cao, và kiểm soát tốt chi phí nguyên vật liệu nhờ tăng sự chủ động bằng nguồn cung sữa trong nước. Hiện tại, VNM chiếm hơn 50% thị phần trong ngành sữa. Sắp tới VNM sẽ tiếp tục tăng cường thâu tóm thị phần thông qua các kế hoạch triển khai các sản phẩm mới và tăng cường đầu tư vào các trang trại bò. Mới đây, VNM và Tập đoàn Chr.Hansen (Tập đoàn khoa học dinh dưỡng hàng đầu thế giới của Đan Mạch) đã

ký kết hợp tác chiến lược "Tiên phong ứng dụng các chủng probiotic tiên tiến nhất vào sản phẩm sữa Vinamilk" nhằm sản xuất ra các sản phẩm mang tính đột phá ứng dụng men vi sinh thế hệ mới dành riêng cho người Việt. Ngoài ra, VNM cũng có kế hoạch xây dựng trang trại 700-800ha gồm 8.000 con bò ở gần TP. HCM và đã ký kết với UBND TP. Hà Nội về một trang trại 8.000 con bò khác, nhằm tăng nguồn cung trong nước từ mức hiện tại 25-30% lên 40% vào năm 2020, và giúp công ty giảm thiểu rủi ro tăng giá bột sữa nguyên liệu.

QNS – Giá mục tiêu 82,500 đồng/cp – upside 18%.

Doanh thu thuần 1H2017 đạt 3923,7 tỷ (+17,8% yoy), giá vốn 2982 tỷ (+27,6% yoy) khiến LN gộp giảm 5%, không đạt như kỳ vọng, đặc biệt là mảng hoạt động chính sữa đậu nành với biên LNG giảm 3%yoy do cạnh tranh gay gắt từ Vinamilk và Nutifood. Ngoài ra, mảng mía đường cũng được dự báo gặp nhiều khó khăn cạnh tranh từ đường Thái Lan từ năm 2018 khi ngành đường Việt Nam bãi bỏ hạn ngạch thuế quan đường theo cam kết ATIGA. Nhằm giảm khó khăn cạnh tranh trên thị trường, QNS dự kiến sẽ tinh luyện đường RE bên cạnh sản phẩm đường RS hiện tại ngay trong vụ mía 2017/2028 QNS. Ngoài ra, công ty cũng sẽ thử nghiệm đóng gói các sản phẩm đường với trọng lượng thấp hơn để phân phối trực tiếp tới người tiêu dùng, ước tính biên LN mảng mía đường có thể được cải thiện tới 30%. QNS đã hoàn thiện nâng công suất nhà máy đường An Khê lên 18.000 TMN, trở thành nhà máy điện sinh khối có công suất lớn nhất cả nước, nằm trong Quy hoạch điện phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011-2020 có xét đến 2030. Đây là mảng hoạt động có nhiều tiềm năng và đầu ra ổn định nhờ được EVN cam kết thu mưa 100%, dự kiến đem lại doanh thu ổn định 330-400 tỷ đồng mỗi năm. Để đáp ứng nguyên liệu cho nhà máy công suất lớn, QNS đang có kế hoạch mở rộng diện tích mía nguyên liệu thêm 7.000 ha lên 35.000 vào năm 2020.

GTN – Theo dõi

Doanh thu thuần 1H2017 đạt 2.083 tỷ (+71% yoy) và LNST đạt 95,4 tỷ đồng, gấp 19 lần so với cùng kỳ 2016. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư chính vào nông nghiệp của GTN dự đoán sẽ gặp nhiều thách thức. Trong đó, Mộc Châu Milk – động lực chính của GTN – sẽ gặp áp lực cạnh tranh lớn từ Vinamilk chiếm hơn 50% thị phần sữa. Mới đây, GTN đã hoàn tất mua vào nâng tỷ lệ sở hữu tại Vilico lên 70,05% - nhằm hiện thực hóa giấc mơ thực hiện chuỗi giá trị "đi từ nông trại tới gia đình – và cuối cùng đến bàn ăn". Vinatea cũng đang gặp nhiều vấn đề trong việc giải quyết hàng tồn kho và mở rộng sản xuất kinh doanh. Để tăng cường kênh phân phối, Vinatea đã ký kết với đơn vị thành viên của tập đoàn Kido với khoảng 400.000 điểm bán hàng cho mảng thực phẩm đóng gói. Theo kế hoạch, GTN dự kiến sẽ hoàn thành quá trình tái cơ cấu vào năm 2018. Tính đến cuối Q2/2017, GTN có khoảng 1.280 tỷ tiền và các khoản tương đương tiền, giúp GTN có nguồn vốn đầu tư vào các dự án sinh lời tốt trong tương lai. Chúng tôi khuyến nghị tiếp tục theo dõi đối với cổ phiếu GTN.

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 30/09/2017	Giá mục tiêu
SAB	34,495	4,703	7,051	29.3	10.5	36.1%	35% tiền	260,000	168,600
VNM	52,945	11,220	7,733	19.8	8.94	50%	>50% LNST	149,200	180,000
QNS	7,665	1,349	5,425	15.2	4.4	23%	>15% tiền	69,700	82,500
GTN	3,950	70	280	60.7	1.5	3%	n/a	16,350	n/a
VLC	2,800	115	1,822	9	1.16	17.1%	6.5-8% tiền	16,000	n/a

Ngành Cảng biển [Trung Lập]

- Sản lượng container qua cảng 6T2017 tăng trưởng 5%
- Giá dịch vụ giảm khiến BLNG cảng khu Hải Phòng giảm mạnh, doanh nghiệp kho bãi DC phía Nam vẫn ổn định.
- Hạ mức đánh giá xuống Trung Lập do lo ngại giá dịch vụ bốc xếp khó phục hồi trong quý 4 và năm 2018.

Tổng sản lượng container qua cảng tăng 6% yoy. 6T2017, tổng sản lượng hàng hóa qua cảng tăng 11%, đạt 254 triệu tấn, đóng góp chính là hàng lỏng và hàng khô, tăng trưởng lần lượt 12% và 24% so với cùng kì 2016. Hàng container chỉ đạt mức tăng trưởng 5% đạt 6.5 triệu TEUs

Cầu Bạch Đằng đã hoàn thành, theo đó các cảng vùng hạ lưu sông Cấm như Vip Green, Nam Hải Đình Vũ, Tân Vũ, Đình Vũ sẽ được hưởng lợi khi các tầu lớn bị hạn chế khai thác tại các cảng thượng nguồn.

Kết quả kinh doanh 1H2017. Cạnh tranh cao tại khu vực Hải Phòng khiến các cảng dùng chính sách hạ giá bốc xếp để thu hút các hãng tầu. Theo chia sẻ 1 số cảng thậm chí đưa ra giá chào thấp hơn tới hơn 50% so với các cảng đối thủ. Điều này khiến các doanh nghiệp như VSC, HAH, DXP ghi nhận mức BLNG giảm đáng kể so với 1H2016. TMS tăng trưởng đột biến do hợp nhất VNF nên số liệu so sánh không mang nhiều ý nghĩa.

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

	Doanh thu		BLNG		LNST		P/E	P/B
	1H2017	yoy	1H2017	1H2016	1H2017	yoy		
VSC	607	21%	31%	36%	109	-13%	10.89	1.84
TMS	1,868	275%	17%	28%	126	53%	8.96	1.85
GMD	1,087	4%	25%	29%	193	2%	20.33	1.99
DXP	761	-46%	31%	36%	11	-57%	12.58	1.03
VGP	667	3151%	1%	34%	9	161%	8.83	1.13
PDN	588	-39%	31%	32%	42	35%	15.77	2.88
DVP	397	4%	54%	53%	148	3%	9.35	2.98
TCL	321	6%	18%	18%	42	-2%	7.05	0.99
PRC	287	-3%	9%	8%	2	51%	5.95	0.74
CLL	113	-78%	15%	42%	2	-95%	12.31	1.54
PHP	66	-8%	37%	43%	190	-16%	10.26	1.31
SGP	36	10%	35%	36%	337	415%	97.67	1.45
CDN	33	-2%	36%	39%	68	1%	11.8	1.84

Nguồn: BCTC các công ty.

Quan điểm đầu tư

Theo dự kiến, đầu năm 2018 GMD đưa vào hoạt động giai đoạn 1 cảng Nam Đình Vũ với công suất dự kiến 500.000 TEU/năm. Thêm vào đó, 6 cầu cảng tại Lạch Huyện cũng đi vào hoạt động năm 2018 làm tăng mạnh tính cạnh tranh tại các cảng khu vực hạ lưu sông Cấm. Về mặt nguồn cầu, các hãng tầu quốc

tế nhìn chung chưa thể phục hồi mạnh trong quý 4 và năm 2018. Vì vậy, giá cước bốc xếp trong khu vực Hải Phòng được dự báo khó tăng. 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. Do đó, chúng tôi hạ mức đánh giá từ Khả Quan xuống **Trung Lập** với ngành cảng biển.

GMD- Khuyến nghị Theo dõi.

Trước khi diễn ra đại hội cổ đông, giá cp GMD đã tăng mạnh nhờ kế hoạch bán bớt một phần tài sản, tập trung hoạt động kinh doanh cốt lõi và sự tham gia của nhóm cổ đông Hàn Quốc. Tuy nhiên thời điểm hiện tại GMD đã giao dịch tại mức PE hơn 20 lần, cao gần gấp đôi so với trung bình ngành. Vì vậy chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị Theo Dõi với GMD. Trong thời gian tới, hoạt động chính của GMD có một số tiềm năng: (1) mảng logistics tăng trưởng tích cực nhờ Mekong logistics đi vào hoạt động. (2) 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 64.500

Theo chia sẻ từ VSC, kết quả quý 3 đạt LNTT khoảng 80-85 tỷ. Trong tháng 11, Vip green sẽ nhận thêm 1 cẩu có tầm với tới 14 hàng container nhằm phục vụ các tầu hàng cỡ lớn của Maserk Line. Tổng vốn đầu tư là 60 tỷ. Hiện tại, Vip Green vẫn đang phục vụ 8 chuyến/tuần, trong đó 5 chuyến của Evergreen, 2 của Maserk Line và 1 của OOCL. Trong khi đó, cảng Green Port phục vụ khoảng 10-11 chuyến/tuần, chủ yếu là các tầu cỡ nhỏ, dưới 1,000 Teus. Ngoài ra, VSC đã thành lập 1 công ty con (nắm 67% cổ phần, 33% của CBCNV) quản lý khai thác bãi 5 ha VSC mua đầu năm (sẽ tăng lên 8ha trong quý 4) và xử lý thủ tục thông quan cho hàng container qua cảng Vip-Green.

Chúng tôi nhận định cả năm 2017, VSC có thể chỉ đạt kết quả tương đương năm 2016, tương ứng với LNTT khoảng 320 tỷ. Sang năm 2018, với việc Nam Đình Vũ đi vào hoạt động (khoảng tháng 5/2017) tình hình cạnh tranh trong khu vực tăng cao, giá dịch vụ bốc xếp khó phục hồi. Vì vậy, chúng tôi hạ mức giá mục tiêu 64,500 đồng/cp.

Mã CK	DT 2017(tỷ)	LNTT 2017(tỷ)	EPS F 2017	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE F 2017	Giá 29/09/ 2017	Giá mục tiêu
GMD	4,354	579	2,774	16.33	2.06	11%	43,750	N/A
PHP	2,529	504	1,432	10.40	1.39	11%	14,000	22,980
VSC	1,187	320	7,020	10.67	2.11	20%	56,400	64,500
HAH	520	130	3,578	6.53	0.91	16%	23,000	30,640
CDN	640	147	1,634	13.77	1.98	16%	24,800	N/A

Ngành Vận tải biển [Trung Lập]

- BDI đạt 1.502 điểm, cao nhất năm 2017, dự báo năm 2018, tăng trưởng cầu sẽ vượt tăng trưởng cung vận tải với tỷ lệ khoảng 3.5%/2.1%
- KQKD 6T2017 tiếp tục phân hóa giữa hàng rời và hàng lỏng.

BDI đang trên đà hồi phục mạnh. Đóng cửa ngày 22/9/2017, chỉ số BDI ở mức là 1.502 điểm, tăng gần gấp đôi so với cùng kì 2016 và tăng 57% so với đầu năm. 6 tháng 2017, cung tầu hàng khô tăng 5% và được dự báo giữ nguyên đà tăng trưởng đến hết năm, trong khi đó cầu vận chuyển dự báo tăng trưởng khoảng 4.3% trong năm 2017.

Dự báo năm 2018, 2019, vận tải hàng rời sẽ khởi sắc hơn. Lượng cung tầu dự báo tăng khoảng 2.1% và 0.9% trong 2 năm này, trong khi đó cầu vận chuyển có thể tăng lần lượt khoảng 3.5% và 3%.

Vận tải hàng lỏng vẫn ổn định, hàng rời chưa phục hồi. Các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng như PVT, GSP, VIP, VTO, PJT có lợi thế được đảm bảo nguồn cầu từ tổng công ty mẹ nên kết quả kinh doanh khá ổn định. Trong khi đó, các doanh nghiệp vận tải hàng rời (VOS) không có được lợi thế này, kết hợp với khó khăn chung của thị trường vận tải hàng rời quốc tế, nên vẫn ghi nhận kết quả kém tích cực.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2017.

	Revenue		Net income			
	1H2017	YoY	1H2017	YoY	P/E	P/B
PVT	3,022	-7%	189	-21%	11.5	0.5
TJC	96	12%	1.41	-82%	11.5	1.2
VOS	732	8%	-172	NA	15.6	0.5
VTO	627	5%	45	-12%	NA	0.5
GSP	607	9%	26	-18%	7.0	0.5
VNA	251	-10%	-68	NA	8.9	1.0
VIP	370	31%	33	-59%	NA	0.3
PJT	269	33%	17	4%	13.7	0.5
VFR	106	-19%	21	NA	5.6	1.4
HTV	99	1%	10	-34%	26.9	0.5
TCO	80	5%	9	-45%	12.7	0.7

Nguồn: BCTC các công ty.

Quan điểm đầu tư

Mặc dù có sự phục hồi rất mạnh trong tháng 9/2017, BDI index vẫn kém rất xa so với đỉnh gần nhất, lập năm 2014. Vì vậy, các doanh nghiệp vận tải hàng rời như VOS, NOS, VNA khó có thể tạo đột biến trong quý cuối năm. Mặt khác, các doanh nghiệp thuộc tập đoàn Petrolimex như VTO, VIP, PJT vẫn ghi nhận kết quả ổn định (năm 2016 tăng trưởng đột biến do tăng mạnh lượng vận chuyển từ Hàn Quốc). Tầm nhìn đến năm 2018, chúng tôi nâng đánh giá lên Trung Lập với ngành vận tải biển.

PVT- Khuyến nghị Mua- Giá mục tiêu 19.000 đồng.

Kết quả kinh doanh quý 2 giảm mạnh 21% so với 1H2016 chủ yếu là do NMLD Dung Quất bước vào sửa chữa định kì lần 3, kéo dài 48 ngày (xong trước 4 ngày so với dự kiến) và sẽ ảnh hưởng tới cả kết quả quý 3 của PVT. Triển vọng 2018, chúng tôi cho rằng PVT rất khả quan nhờ: (1) Nguồn cầu vận chuyển dầu thô từ NMLD Nghi Sơn. (2) Tăng sản lượng vận chuyển than cho các nhà máy nhiệt điện do PVN làm chủ đầu tư. Đồng thời từ tháng 5/2017, PVT cũng đã kí một số hợp đồng chở than cho các nhà máy của EVN. (3) Nền tảng tài chính bền vững với số dư tiền mặt tại quỹ lớn. Chúng tôi nhận định tỷ giá USD/VND sẽ không có biến động lớn trong năm 2018, rủi ro lỗ chênh lệch tỷ giá không lớn. Năm 2018, chúng tôi dự báo PVT ghi nhận doanh thu 8.000 tỷ, LNST dạt 719 tỷ, tương ứng với EPS 2018 đạt 1.917 đồng/cp

	DT	LNST	EPS F	P/E F	P/B F	ROE F		
Mã CK	2017(tỷ)	2017(tỷ)	2017	2017	2017	2017	Giá 29/09/2017	Giá mục tiêu
PVT	6,426	410	1,303	11.09	1.00	14%	14,900	19,000
GSP	1,286	69	2,300	5.60	0.99	18%	13,550	15,200
VTO	1,312	120	1,521	4.83	0.51	8%	7,300	N/A
VIP	655	110	1,606	4.76	0.47	7.5%	7,240	N/A

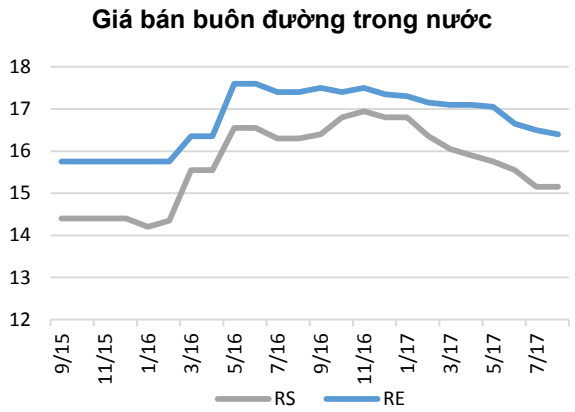
Nguồn: BSC dự báo.

Ngành Mía đường [Trung lập]

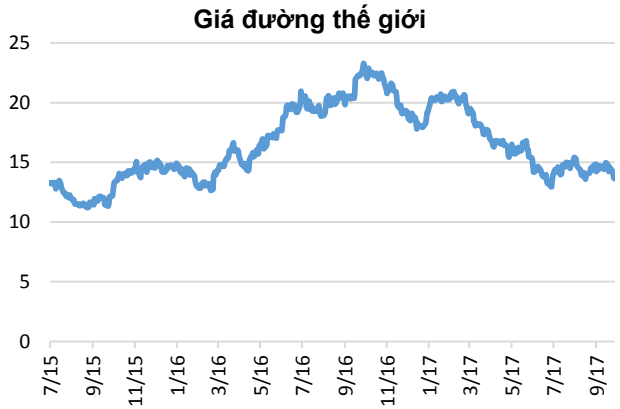
- Niên vụ 2016/2017, sản lượng sản xuất giảm 0,1%, giá bán có cải thiện so với niên vụ trước nhưng từ đầu năm đến nay giá đường lại đang có xu hướng giảm rõ rệt.
- Tình hình đường nhập lậu diễn biến phức tạp khiến cho lượng đường tồn kho tại các doanh nghiệp tính đến tháng 8/2017 tăng kỷ lục (+270% YoY).
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp đường niên vụ 2016/2017 khả quan.
- Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành Mía đường niên vụ 2017/2018 là **Trung lập**.

Tình hình niên vụ 2016/2017

Niên vụ 2016/2017, sản lượng sản xuất giảm 0,1%, giá bán có cải thiện so với niên vụ trước nhưng từ đầu năm đến nay giá đường lại đang có xu hướng giảm rõ rệt. Tổng kết niên vụ 2016/2017, các nhà máy đường đã ép được 13.112.227 tấn mía (+9,4% YoY), sản xuất 1.236.131 tấn đường, giảm 1.169 tấn so với vụ 2015/2016 do ảnh hưởng bất lợi của tình hình thời tiết. Giá đường theo thống kê của Cục Quản lý giá có xu hướng tăng so với niên vụ trước với mức tăng trung bình 1.000-1.500 đồng/kg đối với đường RS và 700-1.200 đồng/kg với đường RE bán buôn (tương ứng mức tăng 5-9% YoY). Tuy nhiên, kể từ đầu năm tới nay, giá đường bắt đầu có xu hướng giảm theo xu thế chung của giá thế giới, trong đó đường RS có mức giảm mạnh hơn từ 1.000-2.300 đồng/kg, RE giảm nhẹ 800-1.000 đồng/kg.



Nguồn: Cục Quản lý giá, BSC research.



Nguồn: Bloomberg, BSC research.

Tình hình nhập lậu đường qua biên giới diễn biến phức tạp. Tại Hội nghị bàn về giải pháp tiêu thụ đường bền vững tháng 5/2017, Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA) cho biết tình hình buôn lậu đường qua Biên giới đang diễn biến ngày càng phức tạp với lượng đường nhập lậu đến tháng 5 ước đạt 400.000 tấn (gần bằng cả niên vụ trước). Đường nhập lâu phần lớn có nguồn gốc từ Thái Lan – quốc gia xuất khẩu đường lớn thứ 2 trên thế giới – có giá rẻ hơn đường sản xuất trong nước từ 500-1.500 đồng/kg. Do đó, mặc dù sản lượng đường sản xuất giảm so với vụ trước nhưng lượng tồn kho đường tại các nhà máy, công ty thương mại đến hết ngày 15/8 vẫn tăng kỷ lục, ước đạt 554.456 tấn (cao hơn cùng kỳ 350.181 tấn).

Kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp mía đường đều khả quan. Trong niên vụ 2016/2017 nhờ giá đường tăng so với cùng kỳ (từ 1.000-1.500 đồng/kg), doanh thu của hầu hết các doanh nghiệp mía đường đều ghi nhận tăng trưởng tích cực (ngoại trừ SLS từ giữa vụ giá bán giảm, tiêu thụ khó khăn dẫn đến tồn kho tăng cao). Tuy nhiên do ảnh hưởng của yếu tố thời tiết, chi phí mía nguyên liệu tăng, cùng với gánh nặng chi phí khấu hao tại một số nhà máy mới hoặc mở rộng công suất đã khiến cho biên lợi nhuận gộp nhiều doanh nghiệp mía đường bị thu hẹp từ 1,5-2%.

2016/2017	DTT tỷ VND	% YoY	EBIT tỷ VND	% YoY	LNST tỷ VND	% YoY	Biên LNG 2017/2016	Biên LNG 2016/2015
SBT	4,498	11.4%	377	3.0%	339	15.3%	13.6%	15.0%
BHS (*)	5,347	22.9%	258	-24.3%	293	18.2%	11.9%	13.8%
LSS	2,024	12.2%	146	4.8%	103	15.6%	11.8%	13.0%
SLS (**)	537	-9.6%	172	27.7%	163	19.0%	36.6%	26.0%
KTS	295	1.2%	42	7.4%	42	2.5%	17.4%	16.9%
Tổng	**12,701**	**14.6%**	**996**	**-2.4%**	**941**	**16.2%**		

(*) BHS hủy niêm yết từ ngày 01/09/2017 để hoán đổi với cổ phiếu SBT

(**) Số liệu niên vụ 2015/2016 đã được điều chỉnh do giai đoạn 01/01/2016-30/06/2016 SLS chuyển đổi niên độ tài chính

Nguồn: BCTC, BSC Research

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá Trung lập đối với triển vọng ngành mía đường trong niên vụ 2017/2018 dựa trên các luận điểm sau:

- **Tiêu thụ đường tăng trưởng chậm lại** sau khi tăng nhanh trong giai đoạn 2008-2013. Trong 3 niên vụ gần đây, tiêu thụ đường chỉ tăng khoảng 6,6%, đạt 1,6 triệu tấn (niên vụ 2015/2016).
- **Giá đường thế giới và trong nước có xu hướng giảm**. Kể từ đầu năm đến nay, giá đường thế giới đã giảm khoảng 30%, xuống mức 13.64 USD/lbs (T9/2017), đường trong nước giảm giá từ 1.000-2.500 đồng/kg. Dự báo niên vụ 2017/2018, cung đường thế giới tăng cao, dự kiến dư thừa 4,9 triệu tấn so với nhu cầu (theo FO Litch), sẽ khiến cho xu hướng giảm giá của đường tiếp diễn.
- **Chi phí sản xuất mía đường cao khiến cho mặt bằng giá bán trong nước chênh lệch đáng kể so với đường của các quốc gia trong khu vực**. Chi phí thu mua mía nguyên liệu ở nước ta từ 1-1,1 triệu đồng/tấn, bằng 1,45 lần so với giá mía ở Thái Lan do diện tích trồng mía còn nhỏ lẻ, chưa ứng dụng cơ giới hóa triệt để khiến cho năng suất và chữ đường còn thấp.
- **Tình hình cạnh tranh gay gắt hơn khi các cam kết theo Hiệp định thương mại tự do ASEAN (ATIGA) có hiệu lực trong 2018.** Theo cam kết trong ATIGA thì sang 2018, Việt Nam sẽ phải dỡ bỏ hạn ngạch nhập khẩu đồng thời trong thời gian tới sẽ phải giảm thuế suất đối với đường nhập khẩu từ các quốc gia ASEAN về 0%. Điều này được dự báo sẽ gia tăng áp lực cạnh tranh đối với đường nội trước sự xâm lấn của đường Thái Lan vốn có giá thành sản xuất rẻ hơn 25-30% và sản lượng được dự báo đạt kỷ lục trong vụ tới (ước tính, sản lượng đường Thái Lan sẽ đạt 12 triệu tấn (+20% YoY) nhờ thời tiết thuận lợi).

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn khuyến nghị các nhà đầu tư Theo dõi đối với cổ phiếu SBT dựa trên lợi thế về thị phần chi phối đối với đường tinh luyện RE cũng như khoản lợi nhuận dự kiến thu được từ bán cổ phần KCN Thành Thành Công trong năm 2018.

Đến thời điểm này, câu chuyện sáp nhập giữa SBT và BHS đã ngã ngũ. Việc hai công ty có thị phần lớn nhất ngành mía đường (SBT: 15-16%; BHS: 19-20%) và chi phối thị trường đường tinh luyện RE (tổng thị phần sau sáp nhập lên tới 62,5%) về chung một nhà có thể sẽ là một tín hiệu đáng mừng cho ngành đường nội địa khi sở hữu một doanh nghiệp quy mô lớn (tổng công suất 30.000 TMN, diện tích nguyên liệu 49.000 ha), công nghệ tinh luyện đường hiện đại, có hệ thống khách hàng vững chắc và sở hữu kênh phân phối lẻ uy tín. Nhờ lợi thế về quy mô, công ty sau hợp nhất có thể tiết giảm các chi phí, tận dụng kênh phân phối của nhau cải thiện khả năng cạnh tranh của đường nội so với đường nhập khẩu; cũng như có khả năng chi phối về giá lớn hơn.

Bên cạnh đó, vào ngày 29/08/2017, SBT cũng đã thông qua nghị quyết về việc chuyển nhượng toàn bộ 24,5 triệu cổ phần tại CTCP Khu công nghiệp Thành Thành Công với giá chuyển nhượng theo giá thị trường nhưng không thấp hơn 25.000 đồng/CP, thời gian chậm nhất đến ngày 30/6/2018. Nếu chuyển nhượng thành công, số tiền SBT dự kiến thu về là 612,5 tỷ đồng, nếu so với giá vốn là 245 tỷ, SBT đã có được khoản lãi 367 tỷ đồng, tức gần ½ tổng lợi nhuận trước thuế của SBT và BHS trong vụ 2016/2017.

Mã CK	DTT 2017F (tỷ VND)	LN 2017F (tỷ VND)	EPS 2017F (VND)	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE 2017F	Giá đóng cửa 29/09/2017 (VND)	Giá mục tiêu (VND)
SBT(*)	10,156	509	1,058	24.56	1.9	6.77%	26,000	N/A
SLS	653	173	18,660	9.4	3.4	32.4%	175,000	N/A
LSS	2,272	115	1,540	7.4	0.46	8.1%	11,400	N/A

(*) Dựa trên dự phóng kết quả kinh doanh của SBT và BHS, chưa tính đến lợi thế hợp nhất và lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần tại KCN Thành Thành Công.

Nguồn: BSC Research

Ngành Thủy Sản [Kém khả quan]

- Xuất khẩu thủy sản 9T2017 đạt 5.91 tỷ, tăng 18% yoy
- Giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng tăng trong tháng 9.
- KQKD 1H2017 các doanh nghiệp đầu ngành đều ghi nhận mức tăng trưởng âm.

Xuất khẩu thủy sản 9T2017 ước đạt 5.91 tỷ, tăng 18% yoy. Trong đó, Hoa Kỳ, Nhật Bản, Trung Quốc và Hàn Quốc là 4 thị trường nhập khẩu hàng đầu của thủy sản Việt Nam trong 8 tháng đầu năm 2017, chiếm 55,5% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản. Trong 8 tháng đầu năm 2017, các thị trường có giá trị xuất khẩu thủy sản tăng mạnh là Trung Quốc (63,3%), Hà Lan (35,1%), Anh (29,5%), Hàn Quốc (28%), Nhật Bản (27,7%), và Canada (21,5%).

Giá nguyên liệu đầu vào tăng. Giá cá tra nguyên liệu tại Đồng bằng sông Cửu Long trong tháng 9/2017 tăng khá mạnh do nguồn cung yếu, hiện dao động ở mức 25.000 - 27.000 đồng/kg. Tôm sú với mức tăng khoảng 20.000 đồng/kg so với tháng trước. Cụ thể, tại Bạc Liêu, Cà Mau giá tôm sú nguyên liệu được thương lái mua tận hộ dân, loại 20 con/kg từ 260.000 - 270.000 đồng/kg, loại 30 con giá từ 225.000 - 235.000 đồng/kg.

Kết quả kinh doanh 1H2017. Sự tăng giá của nguyên liệu đầu vào (do thiếu nguồn cung) và sụt giảm mạnh của thị trường chủ lực là Hoa Kì được xem là nguyên nhân chính dẫn tới kết quả kinh doanh kém khả quan trong 1H2017 so với cùng kì 2016

Tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1H2016.

	Revenue 1H2017	YoY	Net income 1H2017	YoY	P/E	P/B
HVG	12,276	-17%	-97	-188%	NA	0.6
VHC	3,970	8%	240	-26%	9.2	1.8
FMC	2,215	12%	63	11%	6.5	1.4
IDI	2,297	20%	77	2%	12.5	0.6
ANV	1,366	2%	53	-148%	6.2	0.9
ACL	601	-1%	13	30%	7.0	0.5
TS4	364	-8%	3	-18%	17.3	0.5
ABT	182	-16%	12	-53%	10.9	1.0

Quan điểm đầu tư

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

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

VHC – Theo dõi

Mặc dù vẫn duy trì kết quả LNST tốt so với ngành, sự sụt giảm của thị trường Hoa Kì khiến VHC ghi nhận tăng trưởng âm so với cùng kì 2016, với mức giảm 26% yoy. Một số nhận định của BSC: (1) Mở rộng công suất thêm 57% đến cuối năm 2018 giúp VHC chủ động nguồn nguyên liệu, tránh rủi ro giá đầu vào. (2) Giá cá bán cá tra đang có xu hướng tăng manh do nguồn cung thiếu hụt (VHC cũng có kế hoạch nâng tự chủ vùng nguyên liệu lên mức 80%), (3) Đa dạng hóa cá sản phẩm và sản phẩm giá trị gia tăng.

Mã CK	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	P/E F	P/B F	ROE 2016	Giá 29/09/17	Giá mục tiêu
HVG	23,400	220	870	10.25	0.73	8%	6.340	N/A
VHC	8,610	692	6,700	8.97	1.78	15%	51.000	N/A
FMC	2800	83	3.500	7.81	1.15	20%	19.000	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

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
bupq@bsc.com.vn

Chu Tuấn Phong
phongct@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Kiều Hạnh
hanhntk@bsc.com.vn

Nguyễn Tuấn Anh
anhnt@bsc.com.vn

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