



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH 2018

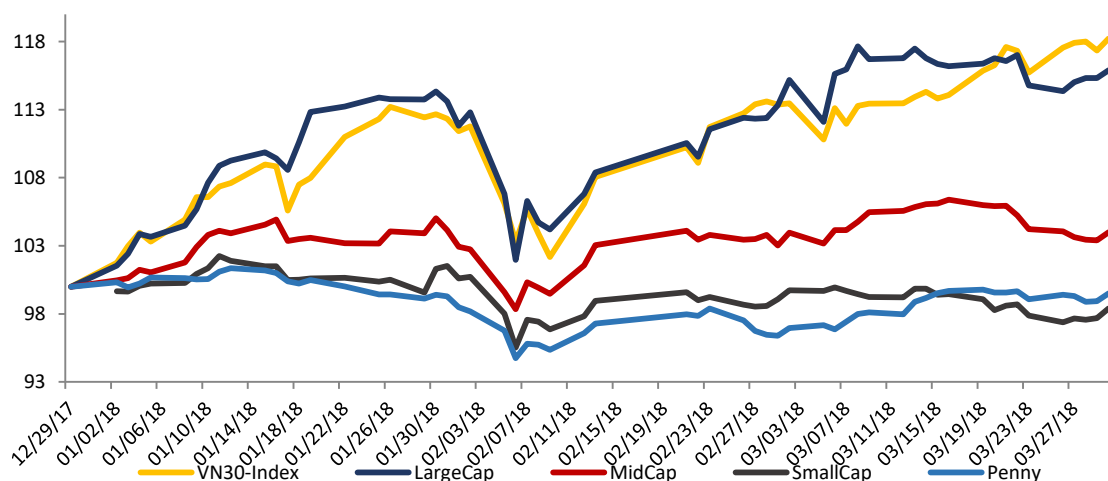
MỤC LỤC

Diễn biến TTCK trong Q1/2018	1
So sánh ngang với TTCK khu vực	2
Top các cổ phiếu nổi bật Quý 1/2018	3
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index Q1/2018	4
Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	6
Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2018	8
Chiến lược đầu tư ngành Quý 2/2018	10
Triển vọng Ngành Quý 2 và cả năm 2018	11
Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2018	12
Ngành Ngân hàng [Khả quan]	14
Ngành Dầu khí [Khả quan]	24
Ngành Xây dựng [Khả quan]	28
Ngành Bất động sản [Khả quan]	30
Ngành Công nghệ [Khả quan]	34
Ngành Điện [Khả quan]	35
Ngành Phân bón [Khả quan]	37
Ngành Dược [Trung lập]	41
Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung lập]	43
Ngành Thép [Trung lập]	46
Ngành Nhựa [Trung lập]	49
Ngành Gạch men [Trung lập]	52
Ngành Xi măng [Trung lập]	54
Ngành Dệt may [Trung lập]	56
Ngành Cảng biển [Trung lập]	58
Ngành Vận tải biển [Trung Lập]	59
Ngành Cao su [Trung lập]	61
Ngành Săm lốp [Trung lập]	64
Ngành Thủy sản [Kém khả quan]	66
Ngành Mía đường [Kém khả quan]	68

Diễn biến TTCK trong Q1/2018

Để đánh giá lại mức độ hiệu quả nhận định của BSC trong **Báo cáo Triển vọng ngành năm 2018**, chúng tôi xét đến Diễn biến TTCK Q1/2018. Cụ thể như sau:

- **Xét về Điểm số.** Thứ nhất về điểm số, BSC đã dự báo số VN-Index năm 2018 trong quý 1 và 2 nhưng diễn biến thị trường tốt hơn cả 2 con số dự báo này gồm 1,062.9 điểm và 1,165.6 điểm. Thay vào đó, chỉ số VN-Index đóng cửa ở mức 1,174.46 điểm.
- **Về diễn biến thị trường.** Thứ hai về diễn biến, dự báo về diễn biến thị trường trong Quý 1 của BSC đã thể hiện khá sát với diễn biến chung. Theo đó, trong Quý 1 thị trường tăng trưởng rất tốt với sự đóng góp không mệt mỏi từ những mã cổ phiếu trụ ngành tài chính ngân hàng, bất động sản như BSC đã đề cập. Tuy nhiên, thị trường vận động theo ngành nhưng chưa có sự lan tỏa mà chỉ tập trung và những ngành như ngân hàng, bất động sản, dầu khí và chứng khoán.



Nguồn: BSC Research

- **Nhóm cổ phiếu.** Thứ ba về nhóm cổ phiếu, trong [Báo cáo triển vọng 2018](#), BSC đã dự báo rằng nhóm cổ phiếu Bluechips ngành nhóm Ngân hàng, Bất động sản, dầu khí sẽ tăng mạnh mẽ và dẫn dắt thị trường tạo hiệu ứng lan tỏa. Tuy nhiên, thị trường càng tăng điểm thì sự co cụm của dòng tiền vào những mã cổ phiếu trụ và độ chi phối của những mã này càng lớn. Tính từ thời điểm đầu năm, nhóm VN30, LargeCap và MidCap có hiệu suất dương lần lượt là 18.2%, 15.9% và 4% trong khi nhóm SmallCap và Penny có hiệu suất âm lần lượt là -1.6% và 0.5%.
- **Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến Vnindex và TTCK Quý 1 năm 2018.** Các yếu tố được chúng tôi cho rằng sẽ có ảnh hưởng đến thị trường và doanh nghiệp đã diễn ra như dự báo là: (1) môi trường kinh tế tiếp tục cải thiện, (2) dự báo về thông tin vĩ mô trong nước như lãi suất và dòng tiền chứng khoán tăng tốt từ khối ngoại và (3) các thương vụ niêm yết mới và thoái vốn nhà nước sẽ giải phóng lượng tiền mặt lớn trong thị trường từ các quỹ và (4) thị trường vẫn phụ thuộc vào hiệu ứng của Nghị quyết 42 về xử lý nợ xấu giúp hoạt động cốt lõi của các ngân hàng lớn được cải thiện rõ rệt. Thêm vào đó chúng tôi dành tới 2 báo cáo để đánh giá gồm (1) [Báo cáo về chiến tranh thương mại](#), (2) [Hiệp định CPTPP và các tác động](#) để hỗ trợ nhà đầu tư có thêm góc nhìn về các vấn đề nóng đang diễn ra.

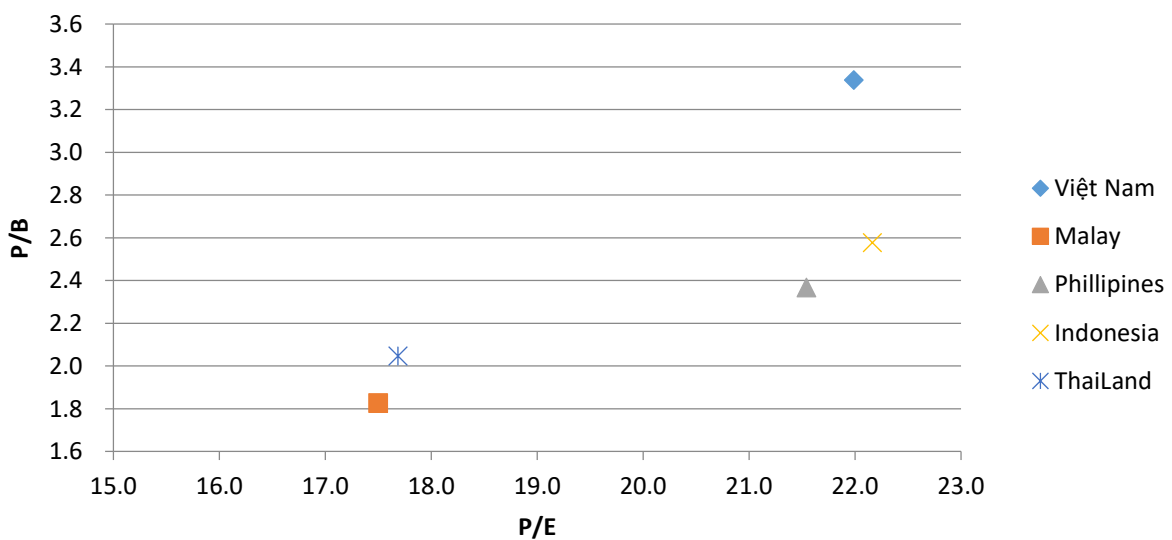
So sánh ngang với TTCK khu vực

Ngày 30/03/2018	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	30.7	5.03	16.81	1.38	21.97	2.83	16.81	1.38	26.47	3.39	24.36	2.90
Hàng tiêu dùng	28.94	9.74	20.01	6.09	41.33	21.23	20.01	6.09	17.86	2.19	21.80	3.22
Công nghiệp	21.63	3.15	17.30	2.06	36.49	3.87	17.30	2.06	31.44	62.38	38.74	5.33
Dầu khí	28.74	5.27	24.04	4.43	43.65	2.09	24.04	4.43	9.54	1.31	21.64	1.70
Dịch vụ tiêu dùng	19.49	3.63	24.90	5.78	44.83	5.99	21.09	6.14	28.7	5.4	41.43	8.79
Vật liệu cơ bản	12.09	0.94	19.20	3.33	24.98	2.90	19.20	3.33	17.22	4.49	16.01	2.14
Tiện ích	11.06	1.66	17.49	1.84	21.50	1.42	17.49	1.84	14.11	2.84	19.08	3.21
Công nghệ	12.05	1.86	20.41	5.16	18.8	2.5	n/a	n/a	n/a	n/a	21.99	5.16
Sức khỏe	21.43	2.71	54.07	2.30	39.05	6.76	54.07	2.30	19.96	1.38	37.07	6.32
Viễn thông	11.05	2.84	34.51	3.64	49.4	4.3	21.51	4.58	32.6	2.1	19.86	11.81

Nguồn: Bloomberg, BSC research

Lưu ý ngành Tài chính bao gồm BĐS (theo phân ngành của Bloomberg)

Tương quan định giá TTCK Việt Nam và Khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC research

Chúng tôi lưu ý, PE và PB của Việt Nam trên hình lần lượt là 22 và 3.3. Nếu loại bỏ ảnh hưởng của ROS, VIC, MSN, SAB thì PE và PB lần lượt là 16.1 và 1.7.

Top các cổ phiếu nổi bật Quý 1/2018

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 30/03/2018	% Change	Index pt
VIC	117,200	51.62	38.6239
GAS	131,400	34.91	23.8951
BID	43,400	70.2	22.441
VCB	70,500	29.83	21.3754
MSN	113,500	47.98	15.6678

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 30/03/2018	% Change	Index pt
ROS	135,000	-25.7	-8.1472
VNM	203,000	-2.68	-2.9415
MWG	112,800	-13.89	-2.1169
CTD	157,900	-30.29	-1.9486
SAB	240,600	-2.18	-1.1485

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
ANV	2,517	22,900	117%
HOT	3410	37,500	110%
PAN	2567	64,900	80%
BID	4708	43,400	70%
DXG	3,786	36400	69%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >70,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
APC	30,600	38,400	-53%
AMD	8,410	4,370	-52%
SCD	10,800	22,200	-44%
TSC	15,100	2,240	-39%
AGF	13,050	5,760	-39%

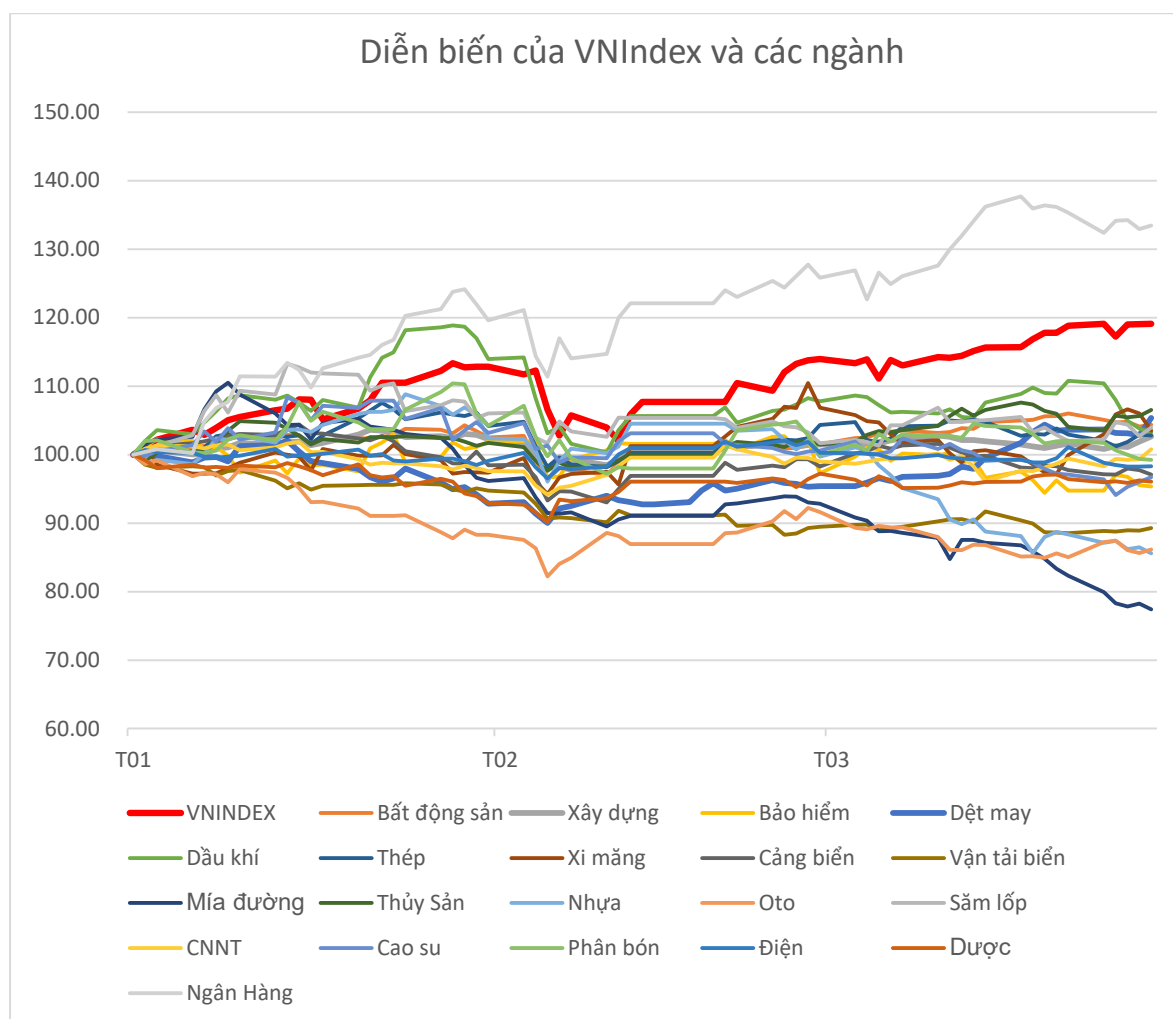
TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 30/03/2018	% Change	Index pt
ACB	46,700	39.21	11.1823
SHB	12,900	49.11	4.7285
NVB	9,900	37.5	0.8397
VCS	261,500	13.87	0.694
CEO	14,000	34.62	0.3627

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 30/03/2018	% Change	Index pt
DL1	42,500	-37.22	-1.3873
PVS	21,100	-8.48	-0.4482
SLS	82,600	-43.49	-0.3375
DBC	22,500	-19.72	-0.3224
HUT	9,200	-14.81	-0.3056

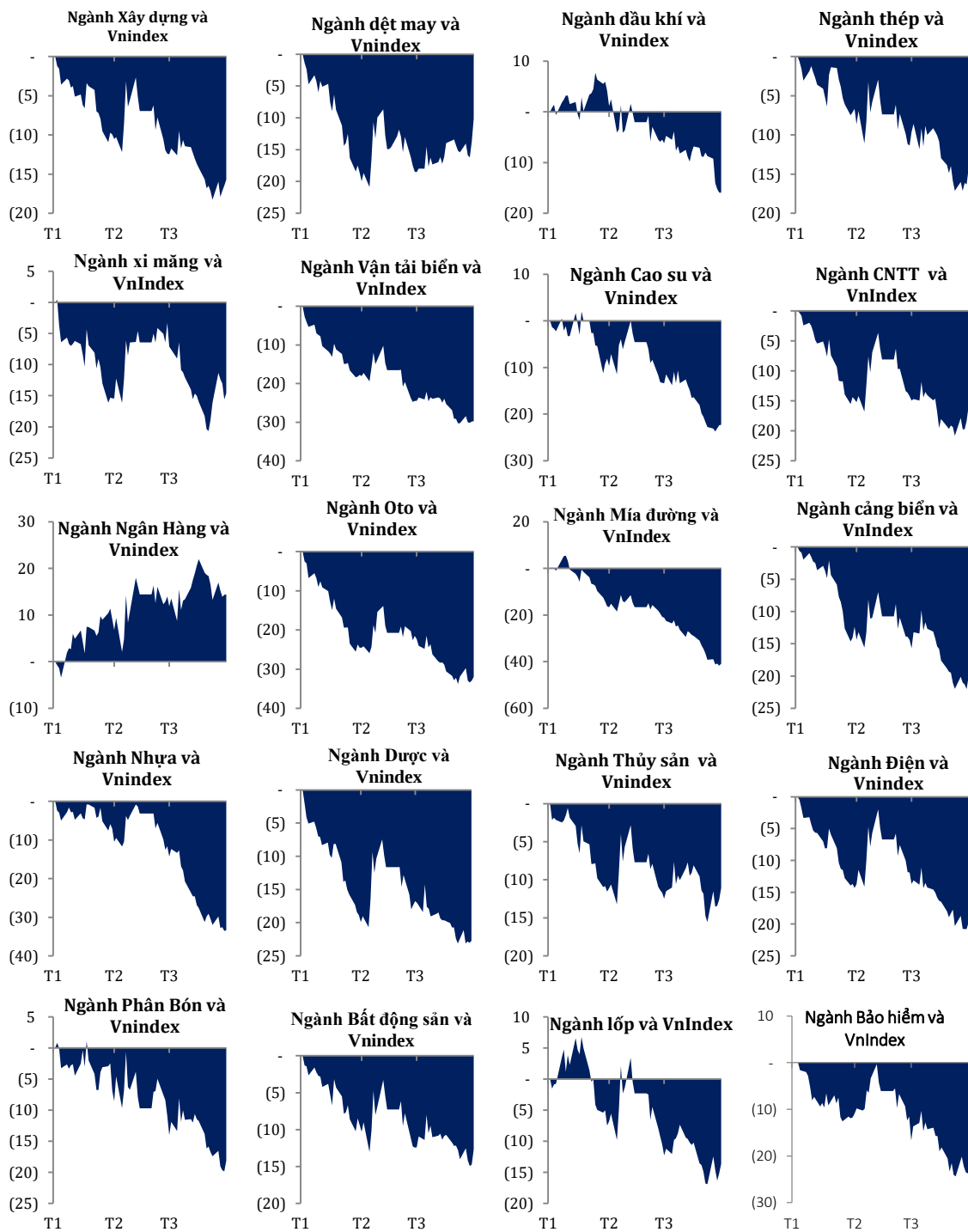
TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
(Giá > 10,000 đồng. KLTB >20,000 cổ phiếu/phiên)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
AME	7,333	12,400	188.4
CAG	2,467	42,400	166.7
ARM	2,900	55,000	120.0
LCS	4,376	4,600	109.1
L61	5,100	16900	106.1

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
(Giá > 10,000 đồng)			
CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Chg
SPP	37,900	7,000	-58.8
BDB	14,000	4,200	-58.0
BII	18,000	900	-57.1
CTT	29,700	6,500	-55.5
CTA	12,600	500	-54.6

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index Q1/2018



Nguồn: Bloomberg, BSC research



Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

	Mã	Giá ngày 02/01/2018	Giá ngày 30/03/2018	Tăng/Giảm	KLGD TB 2017
Ngân Hàng	VCB	55,000	70,500	28%	2,811,705
	MBB	25,992	34,700	34%	6,537,379
	ACB	35,273	46,700	32%	5,117,927
	VPB	43,300	64,500	49%	4,141,204
	CTG	24,950	34,600	39%	8,613,395
	BID	27,000	43,400	61%	2,218,417
	LPB	12,261	15,000	22%	4,580,421
	HDB	39,600	45,900	16%	3,353,510
	STB	13,400	15,500	16%	12,013,890
Bất động sản	DXG	22,150	36,400	64%	3,715,044
	NLG	28,384	36,900	30%	311,988
	KBC	13,650	13,350	-2%	4,128,388
	HUT	11,000	9,200	-16%	1,947,768
Dầu khí	GAS	95,300	131,400	38%	686,498
	PVD	23,000	19,100	-17%	1,635,779
	PVS	22,470	21,100	-6%	6,556,312
	BSR	31,300	26,600	-15%	2,225,057
	POW	17,800	16,600	-7%	2,212,399
	OIL	24,200	20,500	-15%	617,055
	CTD	227,500	157,900	-31%	330,479
	HBC	43,000	44,600	4%	2,018,087
Xây dựng	CTI	30,900	34,450	11%	826,303
	PVI	33,100	40,400	22%	1,425,550
	BMI	34,400	31,200	-9%	62,854
Bảo hiểm	MIG	11,900	13,200	11%	45,587
Công nghệ	FPT	59,800	60,700	2%	2,141,044
	CMG	28,300	31,600	12%	142,326
Điện	NT2	34,200	30,800	-10%	531,113
	PPC	23,700	19,200	-19%	253,281
	REE	41,470	37,700	-9%	1,238,519
Thép	HPG	47,700	60,400	27%	5,602,822
	NKG	41,000	31,700	-23%	413,677
	HSG	24,112	22,800	-5%	2,037,118
Phân bón	BFC	33,300	35,100	5%	149,294
	SFG	12,350	12,900	4%	42,774
	LAS	13,900	13,800	-1%	73,325
	DPM	21,650	22,000	2%	751,578
Cao su	PHR	46,000	46,200	0%	306,885
	TRC	28,700	27,900	-3%	37,843
	DRI	12,000	10,200	-15%	98,211
Cảng biển	GMD	33,749	30,750	-9%	1,331,027
	VSC	41,650	40,400	-3%	268,978
Gạch men	CVT	54,400	51,100	-6%	405,294
	VGC	27,400	24,700	-10%	1,691,396

Dệt may	VGG	53,388	54,326	2%	14,628
	TNG	14,000	14,300	2%	391,758
	TCM	29,314	24,250	-17%	522,960
Xi măng	HT1	15,850	14,750	-7%	247,216
	BCC	7,800	7,900	1%	125,414
Nhựa	NTP	67,700	62,000	-8%	22,854
	BMP	87,800	68,800	-22%	419,447
	AAA	24,198	19,103	-21%	1,455,559
Săm lốp	DRC	25,100	30,000	20%	561,505
	CSM	16,200	14,300	-12%	192,063
Dược	DHG	115,000	111,000	-3%	360,436
	IMP	65,500	63,000	-4%	14,159
	PME	86,455	83,500	-3%	14,765
	DBD	52,406	48,500	-7%	50,004
Đường	SBT	20,400	17,600	-14%	4,682,584
	LSS	11,250	9,060	-19%	80,974
Vận tải	PVT	18,950	20,600	9%	832,316
	GSP	14,000	13,750	-2%	16,609
Thủy sản	HVG	7,860	5,150	-34%	388,941
	VHC	51,992	70,000	35%	354,770

Nguồn: BSC Research

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

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

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 31/03/2018
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Kỳ hạn Brexit- (GBP mất giá)		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	ECB thu hẹp chính sách tiền tệ (EUR tăng giá)		Tiêu cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
4	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
5	Các nền kinh tế Châu Á tăng trưởng tích cực		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
6	Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh	Đã ảnh hưởng
7	Mặt bằng giá nguyên liệu tăng (giá dầu)		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
8	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc	22/03/2018	Tiêu cực	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
9	Chính sách bảo hộ kinh tế của Trump		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
10	Chính sách kinh tế Tổng thống Pháp	07/05/2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
1	NQ 42 xử lý nợ xấu	15/8/2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Thông tư 19/2017/TT-NHNN	12/2/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	Quyết định 3610a/QĐ-BCT	20/9/2017	Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
4	Thông tư 21/2017 của NHNN	02/04/2018	Tích cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
5	Kỳ vọng thông qua Luật khu hành chính kinh tế đặc biệt	2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
6	Giảm lãi suất cho vay VNĐ	2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Tỷ giá USD/VND ổn định		Tích cực	Rất Mạnh	Đã ảnh hưởng
8	Nợ công chính phủ cao		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
9	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
10	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
11	Tăng GDP, FDI, PMI, dự trữ ngoại tệ, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	Đề xuất tăng thuế bảo vệ môi trường với xăng	01/07/2018	Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
13	Nghị định 04/2018/NĐ-CP	20/02/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
14	Thông tư 03/2018 siết ô tô nhập khẩu	01/03/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	FTA Việt Nam - Liên minh kinh tế Á Âu	2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
2	Hiệp định CPTPP	2018	Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
3	FTA Việt Nam - EU	06/2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
4	RCEP ASEAN + 6	Đang ĐP	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research

Các sự kiện theo mốc thời gian

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

Nguồn: BSC Research

Chiến lược đầu tư ngành Quý 2/2018

Thị trường chứng khoán chứng kiến mức tăng trưởng ấn tượng với chỉ số VNIndex tăng 19.33%, mức tăng mạnh nhất Thế giới trong Q1/2018. Thị trường Việt Nam sẽ tiếp tục ảnh hưởng đáng kể từ các sự kiện vĩ mô toàn cầu. Cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung đang còn bỏ ngỏ những rủi ro có thể xảy ra, bên cạnh đó, nếu chiến tranh thương mại xảy ra, thị trường tài chính Thế giới cũng sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng khi Trung Quốc đang là chủ nợ lớn nhất của Mỹ, với giá trị 1.17 nghìn tỷ USD (chiếm 19% dư nợ nước ngoài của Mỹ), góp phần quan trọng thúc đẩy kinh tế và giữ lãi suất của Mỹ ở mức thấp trong các năm qua.

Vĩ mô trong nước tiếp tục lạc quan với tăng trưởng GDP Q1 đạt 7.38%, mức cao nhất trong 10 năm, các tổ chức dự báo tăng trưởng GDP 2018 của Việt Nam có thể đạt 6.5% - 7.1%. Bên cạnh đó, các ngân hàng đang tích cực xử lý nợ xấu, đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện sức khỏe tài chính vĩ mô, tỷ lệ nợ xấu tính đến cuối tháng 2/2018 theo thống kê của UBGSTCQG là 2.5%. Nợ xấu tập trung chủ yếu ở các TCTD yếu kém, trong diện tái cơ cấu, nhiều ngân hàng đã mua lại và trích lập toàn bộ trái phiếu VAMC bao gồm VCB, ACB, MBB và TCB.

Chủ đề đầu tư năm 2018

Thứ nhất, cơ hội từ Cổ phần hóa và Niêm yết mới. Q2/2018 thị trường sẽ tiếp tục chào đón những tân binh mới lên niêm yết là TPB, FRT, TCB và Vinhomes. Đáng chú ý lượng tiền hấp thụ dự kiến tăng mạnh, trong đó Vinhomes dự kiến gọi vốn 1 tỷ USD và TCB là 900 triệu USD thông qua chào bán cổ phiếu riêng lẻ, do đó bên cạnh dòng tiền mới, dòng tiền phân bổ hiện tại trên thị trường cũng sẽ được cơ cấu lại.

Thứ hai, cơ hội từ Thoái vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp đầu ngành. Giao dịch thoái vốn sẽ sôi động trở lại từ Quý 2/2018, một số doanh nghiệp đầu ngành dự kiến sẽ được thoái vốn trong Q2 là NTP, VGC và PAC.

Thứ ba, sự thay đổi thứ tự trong rổ VN30. Hiện tại còn quá sớm để dự báo mã cổ phiếu sẽ được điều chỉnh trong kỳ xét VN30 tháng 7/2018 do dữ liệu tính VN30 phải chốt tại 30/06/2018. Tuy nhiên chúng tôi sẽ cập nhật sớm nhất những dự báo về thay đổi này trong các bản tin thị trường tới nhà đầu tư.

Thứ tư, Ngân hàng dẫn sóng. KQKD Q1 khả quan, kế hoạch kinh doanh 2018 đầy tham vọng, tăng trưởng lợi nhuận mục tiêu của các ngân hàng giao động từ 40% - hơn 80%yoy; bên cạnh đó việc tăng vốn điều lệ thông qua phát hành riêng lẻ cho đối tác nước ngoài, đăng ký niêm yết trên sàn chứng khoán cũng sẽ là câu chuyện tiếp nối cho sóng Ngân hàng. Trong Q2, ngân hàng dự kiến niêm yết là TPB và TCB.

Thứ năm, Bất động sản tiếp tục tăng trưởng. Giai đoạn 2018 -2019 sẽ là thời điểm tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về KQKD. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý về Luật Thuế Tài sản mới của Bộ Tài chính đang đề xuất với việc áp thuế cho BĐS có giá trị trên 700 triệu đồng có thể sẽ làm thay đổi cục diện ngành Bất động sản trong 2-3 năm tới.

Thứ sáu, giá hàng hóa và nỗi lo lạm phát. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục ở mức cao trong năm Q2/2018, những bất đồng chính trị giữa Israel và Syria gần đây kéo theo Mỹ – Iran – Nga có thể sẽ gây trở ngại cho việc gia hạn miễn trừ lệnh trừng phạt với Iran kỳ tháng 5/2018. BSC cho rằng vai trò của Iran với giá dầu thế giới là tương đối quan trọng, nếu lệnh trừng phạt bị áp lại, sản lượng dầu Iran có thể sụt giảm 1 triệu thùng/ngày (chiếm hơn 1% nhu cầu Thế giới) và gần bằng mức 1.8 triệu thùng/ngày là cam kết cắt giảm sản lượng từ 01/2017 – hết năm 2018 của OPEC và 11 nước ngoài OPEC.

Triển vọng Ngành Quý 2 và cả năm 2018

- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Ngân hàng, Dầu khí, BĐS, Xây dựng, Công nghệ, Điện và Phân bón** dựa trên những yếu tố vĩ mô vững chắc, nội tại từ phía doanh nghiệp và những sự kiện thoái vốn/tăng vốn/niêm yết.
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Dược, Bảo hiểm, Thép, Nhựa, Gạch men, Xi măng, Dệt may, Cảng biển, Vận tải biển, Cao su, Săm lốp**. Triển vọng chung của nhóm này chưa hội tụ đủ yếu tố thuận lợi, 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 và Mía đường** sẽ vẫn gặp nhiều khó khăn trong năm 2018. Chúng tôi không bi quan nhưng cho rằng nhà đầu tư quan tâm đến ngành này có lẽ nên kiên nhẫn chờ đợi thêm và chúng tôi sẽ cập nhật lại quan điểm khi xuất hiện những tín hiệu mới.

STT	Phân Ngành	Nhận định Q2 2018	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Ngân hàng	Khả quan	VCB, ACB, MBB, VPB, LPB	CTG, BID, HDB, STB
2	Dầu khí	Khả quan	GAS, PVS, PVB, PXS, BSR	PVD, OIL
3	Xây dựng	Khả quan	HBC, CTD	FCN
4	Bất động sản	Khả quan	DXG, HDG, DIG, KBC, NLG, KDH	SCR
5	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG	ITD
6	Điện	Khả quan	PPC	NT2
7	Phân bón	Khả quan	BFC, LAS	DPM
8	Dược	Trung lập	PME	DHG, IMP, DBD
9	Bảo hiểm	Trung lập	PVI, BMI, MIG	
10	Thép	Trung lập	HPG, NKG	HSG
11	Nhựa	Trung lập	NTP	BMP, AAA
12	Gạch men	Trung lập	VGC, CVT	
13	Xi măng	Trung lập	HT1	BCC
14	Dệt may	Trung lập	TNG, TCM	
15	Cảng biển	Trung lập	VSC	GMD
16	Vận tải biển	Trung lập		PVT, GSP
17	Cao su	Trung lập	PHR, DRI	DPR
18	Săm lốp	Trung lập	DRC	CSM
19	Thủy sản	Kém khả quan		VHC, FMC
20	Mía đường	Kém khả quan		SBT, LSS

Nguồn: BSC Research

Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2018

Mã	DT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 30/03/2018	Giá mục tiêu
VCB			4,392	16	3.82	26.21%	70,500	N/A
MBB		5,165	2,729	12.7	1.98	17.24%	34,700	40,200
ACB		4,343	4,354	10.7	2.25	23.82%	46,700	55,900
VPB		8,640	5,501	11.7	2.64	26.09%	64,500	N/A
CTG		8,402	1,870	18.5	1.45	12.76%	34,600	N/A
BID			1,455	17.5	1.87	14.57%	25,500	N/A
LPB		1,536	2,278	6.58	0.95	15.68%	15,000	22,100
HDB		3,137	3,198	14.3	2.58	17.80%	45,900	N/A
STB		1,212	571	27.1	1.15	5.10%	15,500	N/A
GAS	70,329	10,735	5,347	24.57	5.95	24.72%	131,400	133,670
PVD	4,085	-322	N/A	N/A	0.56	N/A	19,100	N/A
PVS	17,039	879	1,809	11.66	0.81	6.78%	21,100	23,155
BSR	108,407	7,456	2,405	11.06	2.26	20.72%	26,600	N/A
POW	34,940	2,625	775	18.58	1.68	10.46%	N/A	21,198
OIL	66,267	510	493	41.5	1.88	4.5%	20,500	N/A
CTD	33,485	1,898	21,651	7.3	1.68	18%	157,900	189,200
HBC	19,283	1,004	7,206	6.2	2.51	30%	44,600	64,400
FCN	3,500	250	2,808	7.6	1.00	N/A	21,250	N/A
DXG	6,153	1,119	3,717	9.8	1.86	22%	36,400	39,800
NLG	4,384	615	3,253	11.3	1.59	N/A	36,900	42,200
KBC	2,273	796	1,407	9.5	0.75	N/A	13,350	19,300
HDG	3,736	747	5,85	9.7	2.6	N/A	49,000	62,500
DIG	3,351	313	1,312	19.6	2.03	N/A	25,700	36,600
FPT	22,095	3,042	4,593	13.21	2.37	22.41%	60,700	68,700
CMG	5,008	211	2,988	10.58	1.99	20.05%	31,600	37,825
NT2	8,071	848	2,949	10.4	1.62	15%	30,800	30,217
PPC	6,613	876	2,688	7.14	1.19	10.6%	19,200	21,500
BFC	6,369	302	4,760	7.37	2.06	23.56%	35,100	41,000
LAS	4,000	163	1,355	10.18	1.18	12.39%	13,800	16,200

DPM*	8,577	371	948	23.21	1.07	9.94%	22,000	22,800
DHG	4,150	730	5,615	19.8	3.1x	17%	111,000	110,000
IMP	1,447	173	3,115	20.2	2.1x	13%	63,000	71,500
PME	1,859	335	5,135	16.3	2.6x	19.8%	83,500	107,900
DBD	1,584	162	3,092	15.7	3.2x	18%	48,500	61,800
PVI	7,471	616.6	2,632	15.3	1.28	N/A	40,400	41,751
BMI	4,165	243.3	2,600	28,228	1.10	N/A	31,200	43,195
MIG	2,349	95	1,181	11.17	1.08	N/A	13,200	16,396
HPG	54,634	9,382	6,184	9.76	2.19	22.25%	60,400	79,000
NKG	17,160	573	4,414	7.18	1.17	18.05%	31,700	N/A
HSG	31,065	909	2,597	8.77	1.32	14.53%	22,800	N/A
NTP	4,984	498	5,023	12.34	2.18	N/A	62,000	72,380
BMP	4,016	452	5,030	13.67	2.29	N/A	68,800	N/A
AAA	5,500	330	3,861	6.42	1.19	N/A	24,800	N/A
VGC	9,278	681	1,422	15.8	1.5	N/A	24,700	28,444
CVT	1,471	196	6,600	7.7	2.7	N/A	51,100	52,710
HT1	8,721	478	1,248	11.8	1.0	8.5%	14,750	16,000
BCC	3,871	13	109	69.7	0.4	-3%	7,900	NA
TNG	3,103	139	3,050	4.7	0.78	18.3%	14,300	18,310
TCM	3,373	193	3,170	7.6	1.01	15.6%	24,250	28,600
GMD	3981	660	1,812	16	1.1	7%	30,750	31,000
VSC	1,429	287	4,628	8.7	1.18	15%	40,400	45,354
PVT	6,521	665	1,792	11.5	1.5	15%	20,600	19,080
GSP	1,394	55	1,830	7.5	1.1	12%	13,750	14,500
PHR	1,631	314	4,633	9.3	1.6x	20.6%	46,200	53,098
DRI	604	102	1,324	7.7	0.8x	13.5%	10,200	11,592
DRC	4,580	163	1,368	21.9x	2.44x	10.9%	30,000	31,215
VHC	9,000	600	6,500	11.15	2.28	19.7	70,000	N/A
FMC	3,700	151	3,756	9.31	2.38	24.11	30,700	N/A
SBT	8,659	576	1,084	19.2	1.8	11%	17,600	17,350
LSS	1,992	59	841	10.7	0.4	7%	9,060	N/A

Nguồn: BSC dự báo, (*) kế hoạch

Ngành Ngân hàng [Khả quan]

- Tín dụng tăng 3.5% ytd trong 3T2018, thấp hơn mức 4.3% cùng kỳ 2017
- Vốn huy động tăng 3% ytd trong 3T2018
- Các ngân hàng tích cực xử lý nợ xấu, nhiều ngân hàng đã hoàn tất trích lập trái phiếu VAMC, bao gồm: VCB, ACB, MBB, TCB
- Tổng lợi nhuận sau thuế của 17 ngân hàng tham chiếu tăng đến 44% yoy, đạt 52 nghìn tỷ đồng.
- Các ngân hàng kỳ vọng kết quả kinh doanh tiếp tục khả quan trọng năm 2018
- Kế hoạch niêm yết và câu chuyện cổ đông chiến lược của các ngân hàng

Thực trạng Quý 1/2018

Tín dụng tăng 3.5% ytd trong 3T2018, thấp hơn mức 4.3% cùng kỳ năm 2017. Trong đó, tín dụng VND tăng 3.3%, chiếm 91.9% tổng dư nợ tín dụng, tín dụng ngoại tệ tăng 5.4%. Tín dụng trung và dài hạn tăng đến 4.3%, chiếm 53.2% tổng dư nợ trong khi tín dụng ngắn hạn tăng 2.6% ytd. (Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia – UBGSTCQG)

Vốn huy động tăng 3% ytd trong 3T2018. Trong đó, huy động VND tăng 3.7% ytd, huy động ngoại tệ giảm 3.1% ytd (UBGSTCQG).

Các ngân hàng tích cực xử lý nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu tính đến cuối tháng 2/2018 theo thống kê của UBGSTCQG là 2.5%. Nợ xấu tập trung chủ yếu ở các TCTD yếu kém, trong diện tái cơ cấu. Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành 2018, điểm tích cực trong năm 2017 là các ngân hàng đã đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu và xử lý thực chất hơn. 54% nợ xấu được thu hồi, 42.3% nợ xấu được xử lý bằng nguồn dự phòng, 2.3% thông qua phát mãi tài sản đảm bảo, nợ xấu hạn chế bán và xử lý qua VAMC. Nhiều ngân hàng đã mua lại và trích lập toàn bộ trái phiếu VAMC bao gồm VCB, ACB, MBB và TCB. Do đó, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của các ngân hàng được kỳ vọng giảm. Nhiều ngân hàng được kỳ vọng ghi nhận hoàn nhập dự phòng/thu nhập khác trong các năm tới như VCB, ACB ...

KQKD 2017 khả quan. Tổng lợi nhuận sau thuế của 17 ngân hàng tham chiếu tăng đến 44% yoy, đạt 52 nghìn tỷ đồng. Một số ngân hàng có tốc độ tăng trưởng cao bao gồm STB (+1223.55% yoy), HDB (+236.61% yoy), EIB (166.35%, kết thúc lỗ lũy kế), NVB (+102.65% yoy), VIB (+100.15% yoy), TCB (+104.7% yoy), (+ ACB (+ 59.84% yoy), SHB (+69.69% yoy).

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	VIB	TCB	VPB	LPB	HDB
Quy mô													
Vốn điều lệ (tỷ đ)	35,978	37,234	34,187	18,155	10,273	18,852	11,197	12,355	5,644	11,655	15,706	6,460	9,810
VCSH (tỷ đ)	54,067	63,765	48,986	29,601	16,031	23,236	14,868	14,251	8,788	26,931	29,696	9,383	11,287
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,035,335	1,095,022	1,201,662	313,878	284,316	368,680	277,994	149,370	123,159	269,392	277,752	163,434	174,594
Vốn chủ sở hữu/TTS	5.22%	5.82%	4.08%	9.43%	5.64%	6.30%	5.35%	9.54%	7.14%	10.00%	10.69%	5.74%	6.46%
Tăng trưởng (ytd)													
Tăng trưởng tài sản	31.40%	15.44%	19.40%	22.48%	21.67%	11.04%	18.83%	15.97%	17.84%	14.46%	21.41%	15.20%	25.98%
Tăng trưởng cho vay	17.93%	19.44%	19.66%	22.19%	21.49%	12.11%	20.79%	16.61%	32.71%	12.78%	26.26%	26.29%	27.09%
Tăng trưởng tiền gửi	19.99%	14.86%	18.42%	13.02%	16.59%	9.67%	17.70%	14.84%	15.38%	-1.43%	7.89%	15.58%	16.69%
Tiền gửi không kỳ hạn	28.37%	15.34%	18.63%	30.11%	15.82%	13.87%	9.04%	13.30%	16.30%	22.36%	14.73%	28.39%	12.09%
Cho vay/tiền gửi	76.70%	105.09%	100.72%	83.65%	82.24%	69.70%	100.04%	86.20%	116.80%	94.08%	136.78%	78.44%	86.69%
Chất lượng tài sản													
Tỷ lệ nợ xấu	1.14%	1.14%	1.61%	1.20%	1.79%	4.67%	1.90%	2.27%	2.49%	1.61%	3.39%	1.07%	1.52%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.14%	1.21%	2.71%	1.20%	1.79%	19.57%	4.75%	6.41%	3.49%	1.61%	5.07%	2.01%	2.63%
DPRR nợ xấu/	1.49%	1.05%	1.28%	1.15%	0.93%	1.25%	1.38%	1.04%	1.18%	1.17%	1.72%	1.22%	1.11%
Tổng dư nợ DPRR nợ xấu/	131%	92%	79%	96%	52%	27%	73%	46%	48%	73%	51%	114%	73%
Tổng nợ xấu Lãi, phí phải thu/	1.11%	1.84%	1.11%	1.54%	1.80%	11.09%	4.22%	0.98%	1.41%	2.41%	2.09%	2.92%	3.27%
cho vay													
Tài sản nghi ngờ	16,090	36,794	66,016	15,974	10,282	99,585	30,084	9,832	4,734	15,575	34,675	8,911	11,681
% TTS	1.55%	3.36%	5.49%	5.09%	3.62%	27.01%	10.82%	6.58%	3.84%	5.78%	12.48%	5.45%	6.17%
% VCSH	29.76%	57.70%	134.77%	53.97%	64.14%	428.57%	202.34%	68.99%	53.88%	57.83%	116.77%	94.97%	79.15%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)													
% Thu nhập lãi thuần	74.61%	83.00%	79.37%	80.90%	73.94%	61.04%	75.06%	69.69%	84.45%	54.64%	82.37%	102.58%	84.70%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	17,536	17,550	23,716	7,868	5,222	2,335	3,974	1,622	1,767	11,646	16,131	2,282	3,434
% yoy	17.46%	29.12%	40.27%	38.50%	81.01%	174.06%	61.65%	9.63%	35.05%	52.08%	57.49%	24.01%	60.39%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	(6,198)	(8,344)	(14,915)	(3,252)	(2,565)	(846)	(2,035)	(605)	(361)	(3,609)	(8,001)	(514)	(1,017)
% vs LN trước DP	35.35%	47.54%	62.89%	41.33%	49.13%	36.23%	51.22%	37.27%	20.46%	30.99%	49.60%	22.52%	29.62%
LNST (tỷ đ)	9,091	7,432	6,787	3,520	2,118	1,182	1,550	823	1,124	6,446	6,441	1,368	1,746
% yoy	33.07%	8.69%	10.58%	20.87%	59.84%	1233.45%	69.69%	166.35%	100.15%	104.70%	63.68%	28.73%	136.59%
NIM (TTM)	2.49%	2.77%	2.91%	4.19%	3.47%	1.81%	2.12%	2.06%	3.12%	3.89%	8.72%	3.60%	4.09%
CIR (TTM)	40.36%	46.20%	39.32%	43.26%	54.35%	73.00%	39.91%	57.63%	56.82%	28.75%	35.54%	55.21%	54.38%
ROA (TTM)	1.00%	0.73%	0.63%	1.22%	0.82%	0.34%	0.61%	0.59%	0.99%	2.55%	2.54%	0.90%	1.03%
ROE (TTM)	18.10%	12.02%	14.94%	12.42%	14.08%	5.20%	11.03%	5.94%	12.83%	27.71%	27.48%	15.45%	14.51%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,527	1,996	1,985	1,797	2,062	627	1,384	666	1,992	7,504	4,426	1,979	1,966
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	14,584	17,046	13,444	15,516	15,604	12,326	13,278	11,535	15,568	23,106	18,907	14,525	14,348

(Nguồn: BSC research)

Nhiều ngân hàng công bố LNTT quý 1/2018 khả quan. MBB đạt 1,600 tỷ đồng (+44% yoy), HDB đạt 1,050 tỷ đồng (+69% yoy), OCB đạt 600 tỷ đồng (+155% yoy). EIB ước tính LNTT quý 1/2018 đạt 600 tỷ đồng, trong đó, khoảng 500 tỷ đồng từ thoái vốn STB. TPB đạt 513 tỷ đồng LNTT, tăng 148% yoy. VIB và LPB đều ghi nhận khoảng 500 tỷ đồng LNTT, tăng lần lượt là 218% và 6% yoy.

Kế hoạch kinh doanh 2018 đầy tham vọng. VIB đặt kế hoạch LNTT đạt 2,005 tỷ đồng (+43% yoy), mục tiêu nội bộ phần đầu đạt 2,500 tỷ đồng (+78% yoy). MBB đặt kế hoạch đạt 6,800 tỷ đồng LNTT (+47% yoy), HDB đề ra kế hoạch tăng trưởng LNTT lên tới 62% đạt 3,921 tỷ đồng, VPB tăng 32% yoy đạt 10,800 tỷ đồng và TCB tăng 24% yoy đạt 10,000 tỷ đồng, TPB đạt 2,200 tỷ đồng, (+83.57% yoy).

Ngân hàng	LNTT Q1/2018	% yoy	Kế hoạch LNTT 2018	% yoy
VCB			13,000	15%
CTG	3,086	21%	N/A	N/A
BID	N/A	N/A	9,300	7%
MBB	1,600	44%	6,800	47%
ACB	N/A	N/A	5,700	145%
STB	N/A	N/A	1,640	10%
VIB	500	218%	2,005	43%
TCB	N/A	N/A	10,000	24%
VPB	N/A	N/A	10,800	32%
HDB	1,050	69%	3,921	62%
LPB	500	6%	1,800	2%
TPB	513	148%	2,200	82%

(Nguồn: BSC research)

Câu chuyện cổ đông chiến lược của các ngân hàng. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo trước đây, việc tăng vốn điều lệ là yêu cầu tất yếu của các ngân hàng. Nhiều ngân hàng dự kiến tăng vốn thông qua phát hành riêng lẻ cho đối tác nước ngoài. VCB tiếp tục theo đuổi kế hoạch phát hành tăng vốn cho nhóm cổ đông ngoại và đã được thông qua về mặt chủ trương; BIDV đang nỗ lực tìm kiếm cổ đông chiến lược.

Một số ngân hàng dự kiến niêm yết trong thời gian tới bao gồm: TPbank (VĐL 5,842 tỷ đồng), Techcombank (VĐL 8,879 tỷ đồng), OCB (VĐL 4,000 tỷ đồng), Maritimebank (VĐL 11,750 tỷ đồng), Seabank (VĐL 5,466 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). Ngày 19/4/2018, 555 triệu cổ phiếu TPB sẽ niêm yết trên sàn với giá khởi điểm là 32,000 đồng/cp.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

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

VCB – Năm giữ

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

- **Hoạt động lãi tăng trưởng tích cực và bền vững.** Cho vay tăng trưởng 17.93% trong khi tỷ lệ huy động/cho vay thấp, đạt 78% trong năm 2017. Lợi nhuận sau thuế tăng 32.02% trong đó, thu nhập lãi thuần tăng 18% yoy, thu nhập dịch vụ tăng 21% yoy, tổng thu nhập hoạt động trước dự phòng tăng 17% yoy. ROA và ROE tiếp tục ở mức cao và đang tăng, đạt lần lượt là 1% và 17.58%.
- **Chất lượng tài sản tốt, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tiếp tục giảm.** Nợ xấu cuối năm 2017 giảm cả về số tuyệt đối và tương đối còn 1.14%. VCB đã xử lý toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2016. Tỷ lệ bao nợ xấu cao, đạt 130.67%. Ngân hàng đã xuất ngoại bảng hơn 6,200 tỷ đồng nợ xấu, và trích lập dự phòng thêm 6,198 tỷ đồng dự phòng trong năm. Tổng dư nợ ngoại bảng hơn 20,000 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi cho rằng, chi phí dự phòng rủi ro của VCB sẽ giảm trong các năm tới và kỳ vọng ngân hàng sẽ ghi nhận thu nhập khác từ thu hồi nợ ngoại bảng.
- **Thoái vốn các khoản đầu tư vào các TCTD khác,** lợi nhuận dự kiến ghi nhận trong năm 2018 khoảng 1,000 tỷ đồng (theo phát biểu của chủ tịch VCB) và 3,848 tỷ đồng trước thuế theo giá trị thị trường của MBB, và EIB. 3T2018, ngân hàng đã thoái thành công 7.6 triệu cổ phiếu HVN, lợi nhuận ước tính khoảng 240 tỷ đồng. Tháng 4/2018, ngân hàng lên kế hoạch thoái tiếp gần 7 triệu cổ phiếu OCB, giá khởi điểm 13,000 đồng/cp, giá OTC hiện khoảng 23,000 đồng/cp.
- **BSC dự báo LNST năm 2018 đạt 15,781 tỷ đồng, tăng 74% yoy,** bao gồm cả lợi nhuận từ hoạt động lãi tăng 35% yoy, lợi nhuận từ thoái vốn và xử lý nợ xấu là 7,532 tỷ đồng. EPS sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi là 4,392 đồng/cp, EPS từ hoạt động lãi là 3,393 đồng/cp. Vốn chủ sở hữu được dự báo đạt 66,338 tỷ đồng, giá trị ghi sổ là 18,439 đồng/cp.

ACB – MUA – Giá mục tiêu 55,900 đồng/cp, upside 20%.

ACB là ngân hàng ưa thích của chúng tôi với kết quả kinh doanh hoạt động lãi tăng trưởng tích cực, chất lượng tài sản tốt.

- **Hoàn tất trích lập dự phòng nhóm G6 và dự phòng trái phiếu VAMC trong năm 2017.** Tổng chi phí trích lập dự phòng 2 nhóm này là 2,569 tỷ đồng tỷ đồng sẽ không còn xuất hiện trong báo cáo tài chính ACB từ năm 2018, tương đương EPS tăng thêm 2,605 đồng/cp.
- **Khả năng ghi nhận thu nhập khác** từ thu hồi nợ nhóm G6, nợ đã bán cho VAMC và các khoản nợ ngoại bảng khác, nếu thu hồi nợ xấu thành công. Tổng dư nợ ngoại bảng là hơn 5,000 tỷ đồng.
- **Chất lượng tài sản tốt,** chi phí dự phòng rủi ro tín dụng dự kiến giảm mạnh từ năm 2018. Nợ xấu giảm cả về giá trị tuyệt đối và tương đối. Tổng nợ xấu đến cuối năm 2017 là 1,390 tỷ đồng, giảm 3% yoy. Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 0.87% xuống còn 0.7%. Ngân hàng đã hoàn tất xử lý trái phiếu VAMC. Tài sản nghi ngờ giảm 22% yoy còn 10,282 tỷ đồng, tương đương 64.14% vốn chủ sở hữu, thấp hơn nhiều so với mức trung bình các ngân hàng so sánh (124.21%). Điều này cho thấy chất lượng tài sản của ACB tương đối tốt so với các ngân hàng khác.
- **KQKD tăng trưởng nhanh trong năm 2017.** Cho vay tăng 21.46% trong năm 2017, đạt 198 nghìn tỷ đồng. ACB là ngân hàng có thể mạnh trong phân khúc bán lẻ, với tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân và cho vay khác chiếm 55% tỷ trọng danh mục tín dụng. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng tăng đến 81% yoy, đạt 5,222 tỷ đồng. Nếu loại trừ chi phí dự phòng trái phiếu đầu tư trong năm 2016, tăng trưởng hoạt động lãi là 31% yoy. Trong đó, thu nhập lãi thuần tăng 23% yoy, thu nhập dịch vụ tăng 26% yoy, mua bán chứng khoán đầu tư tăng gần 3x (loại trừ chi phí dự phòng trái phiếu đã trích trong năm 2016), thu

nhập khác tăng 3x. Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro tín dụng tăng 81% yoy lên mức 5,222 tỷ đồng và được kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2018.

- **Kế hoạch kinh doanh 2018 tăng trưởng 115% LNTT.** Trần tăng trưởng tín dụng được cấp là 15%. ACB có thể tăng cao hơn mức trần này, tương tự các năm gần đây nhờ tài chính lành mạnh. Ngân hàng đặt mục tiêu huy động vốn tiền gửi của khách hàng tăng 18% yoy, tổng tài sản tăng 18% yoy, kiểm soát nợ xấu dưới 2% và LNTT đạt 5,699 tỷ đồng, tăng 115% yoy.
- **BSC dự báo LNST năm 2018 đạt 4,343 tỷ đồng,** tăng 105% yoy, EPS là 4,354 đồng/cp. Vốn chủ sở hữu cuối năm 2018 được dự báo đạt 20,423 tỷ đồng, giá trị ghi sổ là 20,715 đồng/cp.
- **Cổ tức và cổ phiếu thưởng cao.** Ngân hàng trình ĐHCĐ thông qua kế hoạch chia cổ tức 2017 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 15% và trình kế hoạch chia cổ tức 2018 là 30% bằng cổ phiếu.

MBB – MUA – Giá mục tiêu 40,200 đồng/cp, upside 16%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MBB với giá mục tiêu nâng lên 40,200 đồng/cp, theo phương pháp P/B. 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 2.27x, do vậy, MBB thích hợp đầu tư trung và dài hạn.

- **LNTT năm 2017 tăng 44% yoy, và vượt 25% so với kế hoạch.** Đây cũng là năm ngân hàng đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2011 trở lại đây. Cho vay tăng 22.19% yoy đạt 184 nghìn tỷ đồng. Huy động tiền gửi tăng 13.02% đạt 220 nghìn tỷ đồng. Thu nhập hoạt động tăng 41% yoy đạt 13,867 tỷ đồng. Thu nhập lãi thuần tăng đến 41% yoy đạt 11,219 tỷ đồng. Thu nhập dịch vụ thuần tăng đến 66% yoy đạt 1,130 tỷ đồng. Thu nhập khác đạt 1,109 tỷ đồng chủ yếu từ thu hồi nợ đã xử lý 779 tỷ đồng.
- **Hiệu quả sinh lời cao.** NIM đạt 4.19%, cao hơn nhiều mức trung bình các ngân hàng niêm yết (3.36%) nhờ CASA đạt 30.19%, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết và danh mục cho vay tập trung vào nhóm khách hàng cá nhân và SMEs (75% tổng dư nợ). Tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động (CIR) thấp, đạt 43.26%, trong khi mức trung bình các ngân hàng niêm yết là 46.2%. ROA và ROE đạt lần lượt là 1.23%, cao hơn mức trung bình các ngân hàng (0.87%) và 12.53%, thấp hơn mức trung bình các ngân hàng (14.3%) do tỷ lệ vốn chủ/tổng tài sản của MBB cao, lên tới 9.43%.
- **Tích cực xử lý nợ xấu, chất lượng tài sản tốt.** Năm 2017, MBB đã hoàn tất sớm trích lập trái phiếu VAMC một năm so với kế hoạch. Tổng chi phí dự phòng trái phiếu VAMC năm 2017 là 1,322 tỷ đồng sẽ không còn xuất hiện trong báo cáo tài chính từ năm 2018 của MBB. Tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2017 là 1.2%. Quỹ dự phòng rủi ro nợ xấu cao, lên tới 96%. Tỷ lệ lãi, phí phải thu/cho vay duy trì ở mức an toàn, đạt 1.54%. Tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 15,974 tỷ đồng, tương đương 53.97% vốn chủ sở hữu, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của các ngân hàng là 123.28%
- **Kế hoạch kinh doanh năm 2018.** Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng dư nợ cho vay là 15% (tương đương mức cho phép của SBV), huy động vốn dân cư, TCKT tăng 11%, tỷ lệ nợ xấu kiểm soát dưới 1.5%, LNTT hợp nhất đạt 6,800 tỷ đồng (+47% yoy), LNTT riêng lẻ đạt 6,500 tỷ đồng (+21% yoy). Khi đó, EPS 2018 của ngân hàng là 2,716 đồng/cp (đã trừ 6% quỹ khen thưởng phúc lợi). Giá trị ghi sổ của cổ phiếu ước tính là 17,490 đồng/cp. Kế hoạch trên chưa bao gồm kết quả thu được từ việc thoái vốn các công ty con, công ty liên kết.
- **Cập nhật KQKD quý 1/2018.** Theo thông tin từ ngân hàng, trong quý 1/2018, MBB ước đạt 1,600 tỷ đồng LNTT, tăng 44% yoy.

- **BSC dự báo LNST năm 2018 đạt 5, 165 tỷ đồng, tăng 48% yoy.** EPS 2018 là 2,729 đồng/cp (trừ 6% quỹ khen thưởng phúc lợi). Giá trị ghi sổ của cổ phiếu năm 2018 là 17,490 đồng/cp.
- **Tỷ lệ cổ tức và cổ phiếu thưởng cao.** Dự kiến, quý 2-3/2018, ngân hàng sẽ thực hiện chi trả 5% cổ tức bằng cổ phiếu còn lại của năm 2017 và 14% cổ phiếu thưởng. Năm 2018, MBB đặt mục tiêu thanh toán 11% cổ tức.
- **Rủi ro đầu tư:** Nếu sáp nhập PGBank sẽ làm tăng quy mô nợ xấu, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của ngân hàng.

VPB – Năm giữ

VPB là ngân hàng đi đầu trong phân khúc tín dụng tiêu dùng, chiếm hơn 50% thị phần, với thương hiệu FECredit. Đây cũng là mảng kinh doanh đóng góp đến 52% LNTT của ngân hàng và mang lại phần lớn tăng trưởng cho VPB.

- **Tín dụng tăng 24% yoy**, trong đó, cho vay tăng 26% yoy, đạt 182 nghìn tỷ đồng. Tính riêng FECredit, cho vay khách hàng tăng 40% yoy, đạt 45 nghìn tỷ đồng, đóng góp 25% tổng danh mục cho vay của ngân hàng hợp nhất.
- **LNST năm 2017 đạt 6,441 tỷ đồng (+63.68% yoy)**, trong đó, FECredit dù chỉ đóng góp 25% tổng dư nợ nhưng đóng góp đến 52% LN ngân hàng hợp nhất. Lợi nhuận trước dự phòng tăng 57.49% đạt 16 nghìn tỷ đồng nhờ (1) thu nhập lãi thuần tăng 36% (2) thu nhập hoạt động dịch vụ tăng 71% yoy đạt 1.5 nghìn tỷ đồng nhờ đẩy mạnh phân khúc bán lẻ và bán chéo sản phẩm; (3) Thu nhập khác từ kinh doanh tăng đến 108% đạt 2.5 nghìn tỷ đồng, trong đó, thu nợ ngoại bảng đạt 1.1 nghìn tỷ đồng và thu từ khoản hỗ trợ ban đầu theo hợp đồng với công ty bảo hiểm AIA là gần 0.9 nghìn tỷ đồng. Năm 2018, ngân hàng sẽ tiếp tục ghi nhận thu nhập khác từ khoản hỗ trợ ban đầu này
- **Hiệu quả sinh lời cao.** NIM cao nhất và vượt trội trong số các ngân hàng niêm yết, đạt 8.72% vào cuối năm 2017 (trung bình ngành ngân hàng là 3.36%). Trong đó, đóng góp không nhỏ là từ mảng tín dụng tiêu dùng với thương hiệu FECredit. Trong khi lãi suất cho vay thương mại của ngân hàng dao động từ 3-13.5%/năm, lãi suất cho vay tiêu dùng lên tới 43.9%. Dư nợ của FECredit chỉ đóng góp 25% tổng dư nợ nhưng đóng góp đến 42% thu nhập lãi cho vay khách hàng. CIR của ngân hàng được kiểm soát ở mức thấp, và tiếp tục giảm, còn 35.54% trong năm 2017 (thấp hơn mức trung bình các ngân hàng 46.20%). Nhờ vậy, ROA và ROE của ngân hàng tăng và đạt lần lượt là 2.54% và 27.48%, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, sánh ngang với TCB về hiệu quả sinh lời.
- **Kế hoạch LNTT năm 2018 tăng 33% đạt 10,800 tỷ đồng.** Mục tiêu trong năm 2018 là duy trì tăng trưởng chất lượng trên tất cả các phân khúc thị trường chủ đạo, hoàn thiện hạ tầng công nghệ và quản trị rủi ro. VPB đặt mục tiêu tăng trưởng quy mô là 20-30% và tăng trưởng mạnh mẽ chỉ tiêu hiệu quả 40-50%. Các phân khúc chiến lược của ngân hàng bao gồm cho vay tiêu dùng (FECredit, khối khách hàng cá nhân, thẻ tín dụng), tín dụng SMEs, tín dụng tiểu thương (với mục tiêu không chỉ tăng trưởng nhanh mà bắt đầu hòa vốn và có lãi vào năm 2018). Ngân hàng cũng đẩy mạnh digital banking, dự kiến chính thức vận hành và đi vào hoạt động thương hiệu VPdirect trong tháng 4/2018. Ngân hàng đặt kế hoạch tổng tài sản tăng 29%, dư nợ tín dụng tăng 24% yoy, nợ xấu dưới 3% và LNTT tăng đến 33% đạt 10,800 tỷ đồng. EPS là 5,501 đồng/cp, giá trị ghi sổ 2018 ước tính là 24,408 đồng/cp (chưa tính đến kế hoạch phát hành tăng vốn).

- **Kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 27.8 nghìn tỷ đồng**, đáng chú ý, ngân hàng chia cổ tức và cổ phiếu thưởng với tỷ lệ tổng cộng lên tới 67% và phát hành riêng lẻ tối đa 15% vốn.
- **Khác.** Ngân hàng xin chủ trương về việc thành lập hoặc mua lại một công ty con, công ty liên kết khác hoặc liên kết, sáp nhập với một TCTD khác; nới room tối đa lên 30%.
- **Rủi ro: Chất lượng tài sản cần chú ý, chi phí dự phòng dự kiến tăng.** (1) Tỷ lệ nợ xấu cao là 3.39% đối với ngân hàng hợp nhất. Nếu tính thêm nợ xấu đã bán cho VAMC, tỷ lệ nợ xấu hợp nhất tăng lên tới 5.07%. Tỷ lệ nợ quá hạn lên tới 10.32% đối với ngân hàng hợp nhất, 8.47% đối với ngân hàng mẹ và lên tới 16.03% đối với FEcredit. Đối với phân khúc tín dụng tiêu dùng, do đặc trưng về phân khúc khách hàng, chúng tôi cho rằng, xác suất nợ quá hạn của ngân hàng chuyển thành nợ xấu cao. (2) Tốc độ tăng nợ xấu và nợ quá hạn cao. Theo ước tính của chúng tôi, năm 2017, tốc độ tăng nợ quá hạn mới tại ngân hàng mẹ là 5%, và lên tới 14.47% đối với FEcredit. (3) Tỷ lệ bao nợ xấu thấp, chỉ đạt 50.76% đối với ngân hàng hợp nhất, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của các ngân hàng niêm yết (79.9%). Chúng tôi lưu ý, so với các ngân hàng khác, lĩnh vực cho vay của VPB có mức độ rủi ro cao hơn, và nhiều khoản cho vay, đặc biệt là cho vay tiêu dùng không có tài sản đảm bảo. Do vậy, chúng tôi cho rằng, để đảm bảo an toàn tài chính, ngoài việc xuất ngoại bảng các khoản nợ khó thu hồi, VPB cần đẩy mạnh tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro trong thời gian tới. Tổng nợ xấu của ngân hàng mẹ là gần 4 nghìn tỷ đồng, quỹ dự phòng rủi ro mới đạt 2.1 nghìn tỷ đồng. Tổng nợ quá hạn của FEcredit đến cuối năm 2017 là 7.2 nghìn tỷ đồng, trong khi đó, quỹ dự phòng rủi ro mới đạt 1.1 nghìn tỷ đồng.

LPB – MUA – Giá mục tiêu 22,100 đồng/cp, upside 47%

Ngày 30/03/2018, cổ phiếu LPB được giao dịch tại mức giá 15,000 đồng/cp, tương đương P/B là 1.09x, thấp hơn nhiều so với các ngân hàng niêm yết (2.54x). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu LPB với mức giá mục tiêu là 22,100 đồng/cp, upside 47% theo phương pháp P/B điều chỉnh. Khi đó, cổ phiếu LPB được giao dịch tại P/B 2018 là 1.4x. Hiện ngân hàng đang khóa room cho nhà đầu tư nước ngoài ở mức 5%. Theo giải trình của ban lãnh đạo ngân hàng, LPB sẽ dành 25% còn lại để lựa chọn nhà đầu tư chiến lược nước ngoài.

- **Cho vay tăng 26.29%** trong năm 2017, tỷ lệ cho vay/huy động thấp, đạt 78%, LPB còn nhiều tiềm năng tăng trưởng tín dụng.
- **Thế mạnh của LPB là tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn chiếm tỷ trọng cao (28.39%)**, chỉ sau MBB, tương đương VCB nhờ liên kết với các phòng giao dịch bưu điện khắp cả nước, tiền gửi từ tổ chức kinh tế như Vietlott, Bảo hiểm xã hội, Điện lực Hà Nội và tổng cục Hải quan.
- **LNST 2017 tăng đến 28.73% đạt 1,369 tỷ đồng.** (1) Thu nhập lãi thuần tăng 30% yoy đạt 5,227 tỷ đồng nhờ cho vay tăng 26.29% yoy và NIM cải thiện từ mức 3.5% lên 3.6% trong năm 2017. (2) Mua bán chứng khoán đầu tư ghi nhận mức lãi 370 tỷ đồng trong năm 2017, từ mức lỗ 222 tỷ đồng năm 2016 nhờ lãi suất trái phiếu Chính phủ liên tục giảm và ghi nhận hoàn nhập 225 tỷ đồng chứng khoán đầu tư trong khi đó, năm 2016, LPB trích lập 242 tỷ đồng. Tuy nhiên, (3) thu nhập dịch vụ còn chiếm tỷ trọng khiêm tốn, chiếm 1% tổng thu nhập hoạt động và giảm 15% yoy trong năm 2017. LPB cần chú trọng phát triển các nguồn thu phi rủi ro này hơn nữa. (4) CIR tăng lên đến 55.21% từ mức 52.47%, trong đó, lương và phúc lợi nhân viên tăng đến 50%. (5) Thuế suất hiệu dụng tăng từ mức 21% trong năm 2016 lên mức 23% trong năm 2017.
- **Khả năng sinh lời cao và đang tăng.** NIM cao và đang tăng đạt 3.6% nhờ CASA lớn, đạt 28.39%. Các hệ số ROA và ROE tăng gấp đôi, đạt lần lượt là 0.9% và 15.45%.

- **Nợ xấu được kiểm soát ở mức thấp, đạt 1.07%,** và đạt 2.01% nếu tính cả trái phiếu VAMC. Tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 8,911 tỷ đồng, tương đương 94.97% tổng vốn chủ sở hữu của ngân hàng.
- **LPB là một trong những ngân hàng sở hữu mạng lưới rộng nhất cả nước,** phủ đến tận các quận, huyện (cao hơn VCB, BID...). Nhiều điểm giao dịch bưu điện đang và sẽ được chuyển đổi thành phòng giao dịch ngân hàng (185 điểm trong năm 2018), cho phép LPB phát triển các dịch vụ ngân hàng toàn diện hơn.
- **Ngân hàng lên kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 10,369 tỷ đồng vào năm 2019.** Vốn điều lệ cuối năm 2017 của ngân hàng là 6,460 tỷ đồng. Đầu năm 2017, ngân hàng đã chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và phát hành ESOP thành công, nâng vốn điều lệ lên 7,500 tỷ đồng (+16%). Ngân hàng dự kiến, năm 2018, chào bán cho cổ đông hiện hữu và trả cổ tức bằng cổ phiếu (5%) nâng vốn điều lệ lên 9,875 tỷ đồng. Sau đó, năm 2019, LPB dự kiến phát hành ESOP nâng vốn điều lệ lên 10,369 tỷ đồng.
- **Rủi ro. (1)** Danh mục cho vay bất động sản và xây dựng chiếm tỷ trọng lớn (43.64%). LPB sở hữu 1,160 tỷ đồng tài sản có khác liên quan đến các doanh nghiệp bất động sản. Do đó, chi phí dự phòng rủi ro có thể tăng trong thời gian tới. **(2)** Lãi suất trái phiếu Chính phủ và lãi suất vay repo liên ngân hàng tăng làm giảm lợi nhuận các khoản đầu tư trái phiếu Chính phủ và vay repo của LPB.

CTG – Theo dõi.

Trong quý 1/2018, cổ phiếu CTG đã tăng 39%, vượt giá khuyến nghị 26,900 đồng/cp của chúng tôi. Ngày 30/03/2018, cổ phiếu CTG được giao dịch tại mức giá 34,600 đồng/cp, tương đương P/B là 2.03x.

- **LNST đạt 7,432 tỷ đồng, tăng 8.69% yoy.** Dư nợ cho vay tăng 19.44%, tiền gửi của khách hàng tăng 14.86% ytd trong năm 2017. Tỷ lệ cho vay/huy động cao, đạt 105.09% vào cuối năm 2017, ngân hàng đã kín room nhà đầu tư nước ngoài, và khó tăng vốn. Do đó, tốc độ tăng trưởng cho vay của CTG có thể chậm lại trong thời gian tới. Năm 2017, LNST đạt 7,432 tỷ đồng, tăng 8.69% yoy. BSC dự báo, LNST 2018 đạt 8,402 tỷ đồng (+13.05% yoy), EPS 2018 là 1,870 đồng/cp.
- **Hiệu quả sinh lời.** NIM đạt 2.77%, ROA và ROE đạt lần lượt là 0.73% và 12.02% trong năm 2017, thấp hơn một chút so với trung bình các ngân hàng niêm yết (tương ứng là 0.87% và 14.51%).
- **Chất lượng tài sản.** Tỷ lệ nợ xấu thấp, đạt 1.14%, nếu tính cả trái phiếu VAMC, tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1.21%. Điểm tích cực là ngân hàng đã tích cực xử lý nợ xấu bán cho VAMC, tổng mệnh giá trái phiếu VAMC giảm từ mức 9,156 tỷ đồng xuống còn 2,472 tỷ đồng. Tỷ lệ bao nợ xấu đến cuối năm 2017 đạt 92%. Tuy nhiên, CTG có nhiều khoản tín dụng tập trung, giải ngân cho các tập đoàn, doanh nghiệp lớn. BSC cho rằng, năm 2018, ngân hàng sẽ đẩy mạnh xử lý nợ xấu, đặc biệt sau khi Nghị quyết 42 có hiệu lực. Tổng tài sản có nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 36,794 tỷ đồng, tương đương 57.7% tổng tài sản, trong khi đó, tổng giá trị tài sản đảm bảo lên tới 1,754,427 tỷ đồng.
- **Catalysts:** (1) Nới room cho nhà đầu tư nước ngoài. Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại CTG là 30%, bằng mức tối đa cho phép của NHNN. (2) Đẩy nhanh xử lý nợ xấu, trích lập dự phòng trái phiếu VAMC.

BID – Theo dõi

BIDV là ngân hàng có quy mô tài sản, cho vay lớn nhất Việt Nam, mạng lưới chi nhánh lớn, bao phủ hầu khắp các tỉnh thành. Ngày 29/12/2017, cổ phiếu BID được giao dịch tại mức giá 43,400 đồng/cp, tương đương P/B là 3.23x.

- **Tăng trưởng.** Dư nợ cho vay tăng trưởng 19.66%, tiền gửi tăng 18.42% trong năm 2017. Tương tự CTG, tỷ lệ cho vay/huy động của BID cao, đạt 100.72% vào cuối năm 2017, CAR thấp đạt trên 9%, khiến chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng cho vay của BID có thể chậm lại. LNST 2017 đạt 6,787 tỷ đồng, +10.58%. BIDV đặt kế hoạch tăng trưởng dư nợ tín dụng tối đa là 17%, tăng trưởng huy động đạt 17% trong năm 2018, LNTT đạt 9,300 tỷ đồng, tăng 7% yoy.
- **Chất lượng tài sản.** Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.61%, tính cả trái phiếu VAMC, tăng lên 2.71%. Tỷ lệ bao nợ xấu là 84% tính đến cuối quý 3/2017. BID có nhiều khoản tín dụng tập trung, cho vay các tập đoàn, doanh nghiệp lớn. Tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 66,061 tỷ đồng, chiếm tới 134.77% tổng tài sản. Do vậy, chúng tôi cho rằng, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng có thể tiếp tục cao và tăng trong thời gian tới. Năm 2018, ngân hàng sẽ đẩy mạnh xử lý nợ xấu, đặc biệt sau khi Nghị quyết 42 có hiệu lực. Tổng giá trị tài sản đảm bảo của ngân hàng là 1,207,190 tỷ đồng.
- **Khả năng sinh lời.** Tính đến hết quý 3/2017, NIM đạt 2.91%, ROA đạt 0.63% và ROE đạt 14.94%, thấp hơn mức trung bình các ngân hàng niêm yết (tương ứng là 0.87% và 14.51%)

Catalysts: BIDV đang tích cực theo đuổi kế hoạch phát hành tăng vốn cho cổ đông chiến lược, nếu thành công, điều này không chỉ cải thiện năng lực tài chính, tăng giá trị sổ sách mà còn mở rộng khả năng tăng trưởng cho ngân hàng.

HDBank – Theo dõi.

Ngày 30/03/2018, cổ phiếu HDB được giao dịch tại mức giá 45,900 đồng/cp, tương đương P/B là 3.2x, tương đối cao so với các ngân hàng niêm yết.

- **Tiếp tục mở rộng quy mô.** Vốn điều lệ tại thời điểm 31/12/2017 là 9,810 tỷ đồng. Trong năm 2017, HDB đã phát hành 73 triệu cổ phiếu trả cổ tức và cổ phiếu thưởng, và phát hành riêng lẻ 98.1 triệu cổ phiếu với giá 32,000 đồng/cổ phiếu. Điều này không chỉ giúp cho hệ số CAR hợp nhất của HDB lên 14.4% mà còn tăng giá trị sổ sách của 1 cổ phiếu lên 16,000 đồng. BSC ước tính vốn chủ sở hữu của HDB tại thời điểm cuối năm năm 2018 là 17,452 tỷ đồng, giá trị sổ sách là 19,833 đồng/cp.
- **Cho vay tăng 27.09% yoy**, đạt 104 nghìn tỷ đồng. Cho vay cá nhân chiếm tỷ trọng 45.35% tổng dư nợ hợp nhất, tăng 29% yoy, cho vay tổ chức kinh tế chiếm 54.65%, tăng 26% yoy. Quy mô cho vay của HDSaison còn tương đối nhỏ, đóng góp 9% tổng dư nợ hợp nhất của ngân hàng.
- **HDSaison**, công ty con của HDBank, là công ty tài chính tiêu dùng đứng thứ 3 tại Việt Nam với thị phần khoảng 12.15%, tập trung vào mảng cho vay mua xe máy. Tăng trưởng cho vay 73%/năm trong giai đoạn 2013-2016 và đạt 18% trong năm 2017. Trong năm 2017, HDSaison đóng góp khoảng 2,746 tỷ đồng NII (tương đương 43% kết quả hợp nhất của HDB).
- **LNST đạt 1,746 tỷ đồng, tăng 136.61% yoy.** Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 6,347 tỷ đồng + 36% yoy, thu nhập dịch vụ 196 tỷ đồng, + 66% yoy, thu nhập thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư đạt 485 tỷ đồng, tăng gấp 3x. Chi phí hoạt động tăng 24%, tương đương CIR là 54.39%. Ngân hàng đặt kế hoạch LNTT đạt 3,921 tỷ đồng, + 62.26% yoy.

- **Chất lượng tài sản.** Dư nợ nhóm 2 là 1,810 tỷ đồng. Tổng nợ xấu là 1,583 tỷ đồng (1.52%), trong đó 542 tỷ đồng là của HDSaison (tỷ lệ nợ xấu 5.7%). Dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu ở mức trung bình, đạt 73% trong năm 2017. Giá trị ròng của trái phiếu VAMC là 963 tỷ đồng, trái phiếu doanh nghiệp nhóm 5 là 300 tỷ đồng, lãi và phí phải thu 3,416 tỷ đồng trong năm 2017, các tài sản khác là 7,577 tỷ đồng. Khi đó, tổng tài sản nghi ngờ là 11,073 tỷ đồng, tương đương 75.02% vốn chủ sở hữu. Lưu ý, HDB có 5,162 tỷ đồng trái phiếu của các doanh nghiệp lớn, tương đương 4.9% dư nợ cho vay.

STB - Theo dõi

Ngày 30/03/2018, cổ phiếu STB được giao dịch tại mức giá 15,550 đồng/cp, tương đương P/B 1.2x.

- **Quy mô lớn.** STB là NHTM cổ phần có thể mạnh trong phân khúc bán lẻ với quy mô tương đối lớn so với các ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam. Quy mô vốn lớn hơn các ngân hàng như MBB, ACB, SHB, EIB, TCB, VPB, HDB, LPB. Tổng vốn điều lệ là 18,852 tỷ đồng, tổng dư nợ là 223 nghìn tỷ đồng và tổng tiền gửi là 320 nghìn tỷ đồng trong năm 2017.
- **Tăng trưởng:** Năm 2017, tổng dư nợ tăng 12.11% YoY, tiền gửi tăng 13.87%. Lợi nhuận hoạt động tăng 174.06% lên 2,335 tỷ đồng nhờ tỷ lệ NIM cao, hoạt động tín dụng và doanh thu dịch vụ tăng trưởng tốt, tạo cơ sở cho hoạt động xử lý nợ xấu và sự hồi phục của STB.
- **Đẩy mạnh xử lý nợ xấu trong năm 2017.**
 - **Đề án tái cơ cấu STB đã được NHNN chấp thuận vào tháng 5/2017.** Đề án chỉ rõ tại thời điểm cuối năm 2016, STB ghi nhận 13 nghìn tỷ đồng nợ xấu, 37 nghìn tỷ đồng trái phiếu VAMC, 21 nghìn tỷ đồng lãi dự thu được khoanh, 9.5 nghìn tỷ đồng tài sản nhận cầm trả nợ và 6 nghìn tỷ đồng nợ đã được cơ cấu lại. Khi đó, tổng tài sản nghi ngờ là 86 nghìn tỷ đồng. SBV cho phép STB xử lý các khoản nợ xấu này trong vòng 10 năm. Ban lãnh đạo dự kiến hoàn thành việc xử lý nợ xấu này trong vòng 3-5 năm.
 - **Xử lý nợ xấu.** Vào cuối năm 2017, Chủ tịch HĐQT Dương Công Minh cho biết STB đã xử lý hơn 19,660 tỷ đồng nợ xấu và tài sản tồn đọng trong năm 2017 mà hơn 15,000 tỷ đồng trong số đó là thuộc Đề án tái cơ cấu. Trong đó 2.8 nghìn tỷ đồng từ thanh lý tài sản thế chấp, 2.6 nghìn tỷ từ bán nợ xấu cho VAMC theo giá thị trường và 14.2 nghìn tỷ đồng từ thu hồi nợ xấu và các khoản phải thu. Chúng tôi lưu ý, một số khoản nợ đã xử lý của STB thực tế chưa thu hồi được. Ví dụ, việc xử lý tài sản đảm bảo là Khu công nghiệp Đức Hòa III, tỉnh Long An, tổng giá trị hợp đồng thanh lý được ghi nhận là 9,200 tỷ đồng, STB đã nhận 920 tỷ đồng, phần còn lại sẽ được thanh toán trả chậm trong 7 năm, ân hạn 2 năm, phí trả chậm là 7.5%/năm. Điều này đồng nghĩa STB đã chuyển từ khoản nợ xấu sang một khoản phải thu mới. Điều này khiến chúng tôi quan ngại về khả năng xử lý nợ xấu và thu hồi thực tế của STB.

Mã	LNST 2018	% yoy	EPS 2018F	BV	ROA 2018	ROE 2018	P/B	Giá ngày 30/03/18	Giá mục tiêu
VCB			4,392	18,439	1.45%	26.21%	3.82	70,500	N/A
ACB	4,343	105.20%	4,354	20,715	1.39%	23.82%	2.25	46,700	55,900
MBB	5,165	47.99%	2,729	17,490	1.58%	17.24%	1.98	34,700	40,200
LPB	1,536	12.25%	2,278	15,803	0.88%	15.68%	0.95	15,000	22,100
VPB	8,640	34.14%	5,501	24,408	2.71%	26.09%	2.64	64,500	N/A
CTG	8,402	13.05%	1,870	19,003	0.71%	12.49%	1.82	34,600	N/A
HDB	3,137	60.53%	3,198	18,239	1.49%	19.21%	2.52	45,900	N/A
STB	1,212	21.20%	571	13,454	0.31%	5.10%	1.15	15,500	N/A

(Nguồn: BSC research)

Ngành Dầu khí [Khả quan]

- Căng thẳng chính trị tại Trung Đông làm tăng giá dầu
- Sự bùng nổ của dầu đá phiến sẽ không kéo dài mãi mãi
- Các dự án dầu khí trong nước đã khởi động là Cá Tầm, Sao Vàng Đại Nguyệt, Lọc dầu Long Sơn

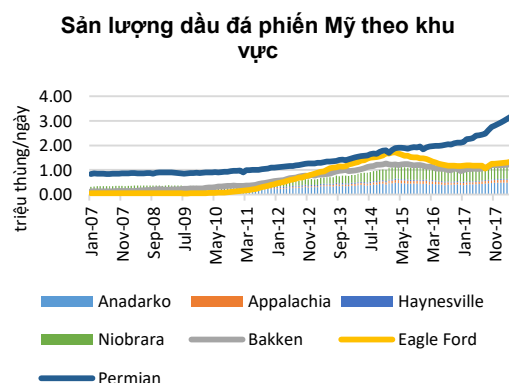
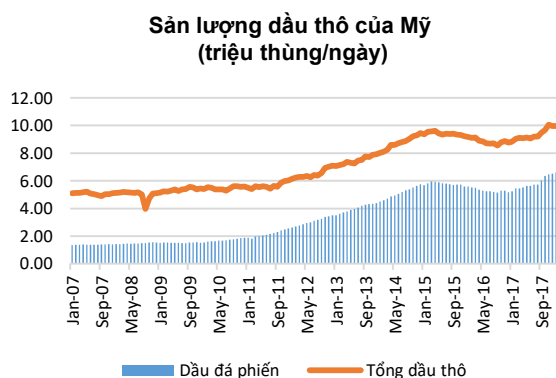
Bên cạnh những sự cố về đường ống và tình hình chính trị tại Arab như đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành 2018, chúng tôi cho rằng một số vấn đề có thể ảnh hưởng lớn đến giá dầu trong thời gian tới là:

Tình hình căng thẳng chính trị giữa Mỹ và Iran. Iran là nước có sản lượng dầu mỏ lớn thứ 3 trong nhóm OPEC (sau Saudi Arabia và Iraq), sản lượng trong năm 2017 của Iran ước đạt 3.81 triệu thùng/ngày (chiếm 12% tổng sản lượng năm 2017 của khối OPEC). Ngành công nghiệp dầu mỏ của Iran bị gián đoạn từ 7/2012 – 01/2016 do lệnh cấm vận quốc tế nhằm để Iran mất nguồn lực tài chính cho công nghệ hạt nhân.

Năm 2015 thỏa thuận hạt nhân Iran đã đạt được giữa Iran và nhóm nước P5+1 (bao gồm Mỹ, Trung Quốc, Nga, Pháp, Anh, Đức), và cứ 120 ngày tổng thống Mỹ sẽ ký gia hạn cho việc miễn trừ các lệnh trừng phạt với Iran. Giữa tháng 1/2018 phía Mỹ chấp nhận duy trì thỏa thuận, tuy nhiên theo ông Trump đây là lần cuối cùng thực thi thỏa thuận trừ khi Mỹ và châu Âu có thể đạt được một thỏa thuận sửa đổi mới trong vòng 120 ngày tới (tháng 5/2018).

Tuy nhiên với những bất đồng chính trị giữa Israel và Syria gần đây kéo theo Mỹ – Iran – Nga có thể sẽ gây trở ngại cho việc gia hạn miễn trừ lệnh trừng phạt với Iran kỳ tháng 5/2018. BSC cho rằng vai trò của Iran với giá dầu thế giới là tương đối quan trọng, nếu lệnh trừng phạt bị áp lại, sản lượng dầu Iran có thể sụt giảm 1 triệu thùng/ngày (chiếm hơn 1% nhu cầu Thế giới) và gần bằng mức 1.8 triệu thùng/ngày là cam kết cắt giảm sản lượng từ 01/2017 – hết năm 2018 của OPEC và 11 nước ngoài OPEC.

Sự bùng nổ của dầu đá phiến sẽ không kéo dài mãi mãi. Trong tháng 1/2018, theo EIA tổng sản lượng dầu thô của Mỹ đạt 9.96 triệu thùng/ngày, trong đó sản lượng dầu đá phiến là 6.62 triệu thùng/ngày (chiếm 66%). Trong các vùng khai thác dầu đá phiến, Bakken, Eagle Ford và Permian là 3 vùng có sản lượng lớn nhất, chiếm lần lượt 18%, 19% và 44% tổng sản lượng dầu đá phiến. Tuy nhiên sản lượng tại Bakken và Eagle Ford đang có xu hướng chững lại, tăng trưởng chủ yếu đến từ Permian.



(Nguồn: EIA)

Theo báo cáo khảo sát thực địa của Post Carbon, các giếng đá phiến thường sẽ bị giảm sản lượng 70 – 90% trong 3 năm đầu tiên và cả khu vực sẽ bị giảm sản lượng khoảng 20 – 40% mỗi năm nếu không thêm giếng mới. Bên cạnh đó, đặc thù mỗi giếng đều khác nhau, phần diện tích có trữ lượng tốt thường chỉ chiếm 20% tổng diện tích của cả khu vực khai thác. Tại khu vực Permian, 58% sản lượng đến từ các giếng theo công nghệ khoan ngang sau năm 2011 (số giếng này chỉ chiếm 7% tổng lượng giếng hoạt động, 8% số giếng theo công nghệ khoan dọc có sản lượng chỉ chiếm 5% và 37% sản lượng còn lại đến từ 85% số giếng cũ). Do đó việc tăng sản lượng phụ thuộc vào tái đầu tư và cải thiện công nghệ khoan, vì vậy chi phí khai thác và sản lượng dầu đá phiến trong những năm về sau có thể sẽ không hiệu quả như giai đoạn trước.

Tín hiệu lạc quan từ các dự án dầu khí trong nước: Một số dự án đã được khởi động trong năm 2018 là cá Tầm của Vietsovpetro (doanh nghiệp hưởng lợi là PVB), dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (doanh nghiệp hưởng lợi là PVS, PVB, PXS), dự án lọc dầu Long Sơn (doanh nghiệp hưởng lợi là PXS). Dự án Cá Rồng Đỏ bị tạm hoãn do vấn đề căng thẳng chính trị Biển Đông (doanh nghiệp ảnh hưởng nhiều là PVS, PVD, PVB).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC duy trì nhận định **KHẢ QUAN** với Ngành Dầu khí như trong báo cáo triển vọng Ngành 2018. Mặc dù dự án Cá Rồng Đỏ bị tạm hoãn, nhưng với xu hướng giá dầu tăng, các dự án dầu khí đã bắt đầu tái khởi động, việc cơ cấu lại tổ chức hoạt động PVN, chúng tôi vẫn lưu ý các cổ phiếu dầu khí trong năm 2018 là GAS, PVD, PVS, PXS, PVB, BSR, PLX, OIL.

GAS – Giá mục tiêu VND 133,670

Năm 2017, DTT của GAS đạt 64,522 tỷ đồng (+9.22% yoy), LNST 2017 đạt 9,938 tỷ đồng (+38.56% yoy), EPS 2017 = 4,994 đồng. KQKD 2017 cải thiện tốt chủ yếu do giá dầu bình quân năm 2017 là 54.5 USD/thùng (+21%yoy), bên cạnh đó, một phần nhỏ đến từ việc GAS có ghi nhận doanh thu chênh lệch cước phí vận chuyển Bể Cửu Long cho giai đoạn 2014 – 2017 là 1,209 tỷ đồng, tương ứng với LNST tăng thêm 967 tỷ đồng (9.73% LNST 2017), nếu loại bỏ phần LNST bất thường này thì LNST 2017 +25%yoy.

Chúng tôi dự báo DT 2018 của GAS đạt 70,329 tỷ đồng (+9%yoy), LNST 2018 đạt khoảng 10,735 tỷ đồng (+8%yoy), EPS 2018 = 5,347 đồng (giả định trích 2% quỹ KTPL).

BSC cho rằng triển vọng năm 2018 của GAS sẽ tiếp tục lạc quan với xu hướng tăng của giá dầu, giá dầu trung bình Q1/2018 đạt 66 USD/thùng (+20% so với giá trung bình của năm 2017), bên cạnh đó PVN hiện nắm 95.76% cổ phần tại GAS, việc giảm tỷ lệ sở hữu xuống 65% trong các năm 2018 và 2019 sẽ thu hút nhiều NĐT quan tâm.

PVS – Giá mục tiêu VND 23,155

KQKD nhìn chung chưa cải thiện đột biến. Theo BCTC hợp nhất kiểm toán 2017, DTT của PVS đạt 16,812 tỷ đồng (-10%yoy), biên LNG đạt 4.81% cải thiện nhẹ so với mức 4.19% của năm 2016 chủ yếu nhờ dịch vụ căn cứ cảng ghi nhận biên LNG tốt hơn (24.25% so với 18.95% năm 2016). LNST 2017 đạt 781.54 tỷ đồng (-14 %yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ PVS là 800.46 tỷ đồng (-23%yoy do PTSC CGGV đỡ lỗ hơn so với năm 2016), EPS 2017 = 1,608 đồng (quỹ KTPL khoảng 10%).

Chúng tôi ước tính DT 2018 của PVS đạt 17,039 tỷ đồng (+1.35%yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ PVS đạt 898 tỷ đồng (+12.2%yoy), EPS 2018 = 1,809 đồng (giả định trích 10% quỹ KTPL và số lượng cổ phiếu như hiện tại). Ngày 27/03/2018 cổ phiếu PVS được giao dịch với giá 21,600, tương đương PE 2018 = 11.94x. Nếu loại trừ doanh thu từ dự án CRĐ trong năm 2018 thì LNST thuộc về cổ đông PVS 2018 = 791 tỷ đồng (-1.2%yoy), PE 2018 = 13.56x.

Việc phát hành thêm cổ phiếu đang chờ ý kiến từ PVN. Dự kiến PVS sẽ phát hành thêm 142,944,134 cổ phiếu trong năm 2018, trong đó phát hành đồng thời 7% cổ tức bằng cổ phiếu là 31,269,029 cp và phát hành thêm 111,675,105 giá 10,000 để đầu tư 1,116.75 tỷ đồng cho FPSO Cá Rồng đỏ. Công ty đã làm thủ tục và gửi bộ ban ngành phê duyệt, hiện đang chờ ý kiến từ PVN. Việc chuyển sàn đang tạm hoãn chờ hoàn thành việc phát hành cổ phiếu.

PVD – Theo dõi

Tình hình được dự báo sẽ tiếp tục khó khăn trong năm 2018, hiện giàn 1, 2, 3, 6 đều đang có việc, giá thuê giàn là 55 nghìn USD/ngày (hoạt động dưới giá vốn). Giàn 5 đang chờ việc từ dự án Cá Rồng Đỏ, giá hòa vốn của giàn 5 là 80 – 90 nghìn USD/ngày.

BSC dự báo PVD có thể lỗ khoảng 322 tỷ đồng trong năm 2018 (chưa tính hoàn nhập dự phòng và trích lập thêm cho khoản nợ xấu PVEP). Nguồn hoàn nhập dự phòng cho năm 2018 có thể chỉ là 100 tỷ đồng (năm 2017 hoàn nhập quỹ PTKHCN là 627 tỷ đồng).

PVB – Giá mục tiêu VND 19,600

Bắt đầu có lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi. Năm 2018 PVB đặt kế hoạch doanh thu 287 tỷ đồng, LNST 28 tỷ đồng. BSC cho rằng hoạt động cốt lõi của PVB đang có nhiều chuyển biến tích cực khi doanh thu mảng bọc ống năm 2018 dự kiến là 240 tỷ đồng (năm 2017 là 7.37 tỷ đồng, năm 2016 là 0 đồng) và doanh thu còn lại từ các dự án sơn chống ăn mòn khoảng gần 50 tỷ đồng tương ứng khối lượng thi công 140,000m².

Chúng tôi lưu ý doanh thu mảng bọc ống đã bao gồm phần việc của dự án Cá Rồng Đỏ dự kiến thực hiện trong Q4/2018, nếu loại bỏ phần doanh thu từ Cá Rồng Đỏ (80 tỷ đồng), dự kiến DT 2018 của PVB đạt 207 tỷ đồng, LNST đạt trên 20 tỷ đồng, EPS 2018 = 935 đồng và BVPS = 19,639 đồng.

PXS – Theo dõi

Ngày 03/04/2018, PXS ra thông báo về hợp đồng EPC kho chứa và đường ống dẫn liên kết – Dự án lọc dầu Long Sơn với phần giá trị thực hiện của PXS là 110 triệu USD, thời gian là 4 năm kể từ ngày khởi công dự án. Do đó kỳ vọng doanh thu từ dự án có thể được ghi nhận một phần nhỏ từ cuối năm 2018.

KQKD Q1 chưa lạc quan: DTT đạt 18.62 tỷ đồng, giảm mạnh so với mức 343.63 tỷ đồng của Q1/2017, LNTT Q1/2018 là -20.11 tỷ đồng (trong khi cùng kỳ lãi 25.25 tỷ đồng). Chúng tôi lưu ý KQKD Q2 của PXS có thể tương đối lạc quan do có hoàn nhập dự phòng khoảng 21.26 tỷ đồng.

BSR – Nắm giữ

KQKD 2017 và quý 1/2018 không đạt kỳ vọng. Theo số liệu báo cáo tài chính năm 2017, DT và LNST đạt lần lượt là 81,215 tỷ đồng (+10% yoy) và 7,712 tỷ đồng (+72% yoy). Tuy nhiên, kết quả này giảm khoảng 950 tỷ đồng so với số liệu được công bố trước đó của BSR. Kết thúc quý 1/2018, tổng sản lượng tiêu thụ đạt 1.7 triệu tấn, tổng DT và LNST ước đạt lần lượt là 24,091 tỷ đồng (+ 14% yoy) và 1,293 tỷ đồng (-35% yoy) do crack spreads đối với xăng giảm mạnh, mức tăng của crack spreads đối với DO và JA1 không đủ bù đắp. Crack spreads đối với xăng A95 trên thị trường Singapore giảm từ 12.95 USD/thùng trong quý 1/2017 còn 10.63 USD/thùng vào quý 1/2018, trong khi đó, crack spreads đối với DO tăng tương ứng từ 10.31 USD/thùng lên 11.45 USD/thùng và đối với JA1 tăng từ 9.45 USD/thùng lên 10.45 USD/thùng.

Kế hoạch kinh doanh 2018. Công ty đặt mục tiêu tiêu thụ 6.3 triệu tấn thành phẩm, doanh thu đạt 78,365 tỷ đồng (-3.5% yoy) và LNTT đạt 3,706 tỷ đồng (-54% yoy).

Dự báo KQKD 2018. BSC dự báo năm 2018, DTT và LNST của BSR đạt lần lượt là 108,407 tỷ đồng (+33% yoy) và 7,456 tỷ đồng (-3.3% yoy). (1) Sản lượng sản xuất và tiêu thụ đạt gần 7 triệu tấn thành phẩm do nhà máy đã hoàn tất sửa chữa lớn 52 ngày trong năm 2017. (2) Công suất hoạt động đạt 109%. (3) Giá dầu dự kiến tiếp tục leo cao, đạt trung bình 65 USD/thùng, theo dữ liệu trung bình dự báo từ các tổ chức lớn trên Bloomberg. (4) Crack spreads đối với xăng và dầu DO đạt lần lượt là 10.46 USD/thùng và 11.44 USD/thùng.

Cổ đông chiến lược. BSR đã được thông qua phương án bán 49% cổ phần cho Nhà đầu tư chiến lược, Nhà nước sẽ chỉ giữ lại 43% vốn tại BSR. Theo thông tin từ đại diện BSR, hiện đã có hai nhà đầu tư đăng ký tham gia quá trình lựa chọn Nhà đầu tư chiến lược là Tập đoàn Petrolimex (Việt Nam) và Công ty Dầu lửa quốc gia Ấn Độ (Nation Indian Oil Corporation). Ngoài ra, các Nhà đầu tư khác như Pertamina (Indonesia), Bangchak Corporation Public Company Limited (Thái Lan),... cũng đang nghiên cứu để xin được tiếp tục nộp hồ sơ tham gia quá trình lựa chọn Nhà đầu tư chiến lược để cùng BSR phát triển hóa dầu.

OIL – Theo dõi

Kết quả kinh doanh 2017: DTT 2017 59,742 tỷ đồng (+52% YoY), LNST 488.5 tỷ đồng (-14.2% YoY), tương đương với EPS = 414 đồng/CP. Quy mô doanh thu và lợi nhuận năm 2017 khả quan nhờ đà hồi phục của giá dầu, theo đó giá bán lẻ xăng dầu cũng được điều chỉnh tăng tương ứng (theo thống kê của BSC, giá xăng bình quân của PV Oil trong năm 2017 đã tăng 12% -14% so với 2016, giá dầu DO tăng trên 20% YoY).

Kết quả kinh doanh 4T2018: DTHN 16,500 tỷ đồng (tương đương cùng kỳ), LNTT hợp nhất 215 tỷ, lần lượt hoàn thành 40% và 63% kế hoạch năm 2018. Sản lượng kinh doanh xăng dầu 1,060 nghìn m³, tương ứng hoàn thành 34% kế hoạch năm. Nhà máy NLSH Bình Phước (CTLK của PV Oil) đang trong quá trình sửa chữa, dự kiến sẽ vận hành trở lại trong tháng 5/2018.

Nhiều tiềm năng tăng trưởng ở mảng kinh doanh xăng dầu nhờ (i) Tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu được dự báo tiếp tục tăng trưởng 3.5% đến 5.5% YoY đến năm 2020 (theo Wood Mackenzie); (ii) PV Oil còn nhiều dư địa mở rộng (thị phần 22%- khoảng cách tương đối lớn so với ngưỡng 50% của Luật cạnh tranh), nhất là thông qua chiến lược M&A các cửa hàng xăng dầu nhỏ lẻ (khoảng 2,400 cửa hàng DODO thuộc các nhà phân phối tư nhân ngoài TOP5; PV Oil đã có kinh nghiệm mua lại các CHXD).

Tỷ lệ bán chiến lược 44.7% đã thu hút rất nhiều NĐT như Shell, Idemitsu, Kuwait Petroleum Europe B.V, SK Energy, Usami Koyu, Sam Holdings, Sovico Holdings. Sự tham gia của nhà đầu tư chiến lược với tỷ lệ chi phối lớn được kỳ vọng sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động của PV Oil bởi các NĐT nước ngoài đăng ký đều có kinh nghiệm vận hành và kinh doanh xăng dầu, còn Sovico có thể hỗ trợ PV Oil về tài chính và phát triển mảng nhiên liệu máy bay nhờ quan hệ đối với VietJet Air.

Dự báo KQKD 2018: BSC dự báo doanh thu thuần 2018 đạt 66,267 tỷ đồng (+11% YoY), lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ 510 tỷ đồng (+19.3% YoY), EPS = 493 đồng/CP, P/E fw = 41.5x.

Mã	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 30/03/18	Giá mục tiêu
GAS	70,329	10,735	5,347	24.57	5.95	24.72%	131,400	133,670
PVD	4,085	-322	N/A	N/A	0.56	N/A	19,100	N/A
PVS	17,039	879	1,809	11.66	0.81	6.78%	21,100	23,155
BSR	108,407	7,456	2,405	11.06	2.26	20.72%	26,600	N/A
OIL	66,267	510	493	41.5	1.88	4.5%	20,500	N/A

Ngành Xây dựng [Khả quan]

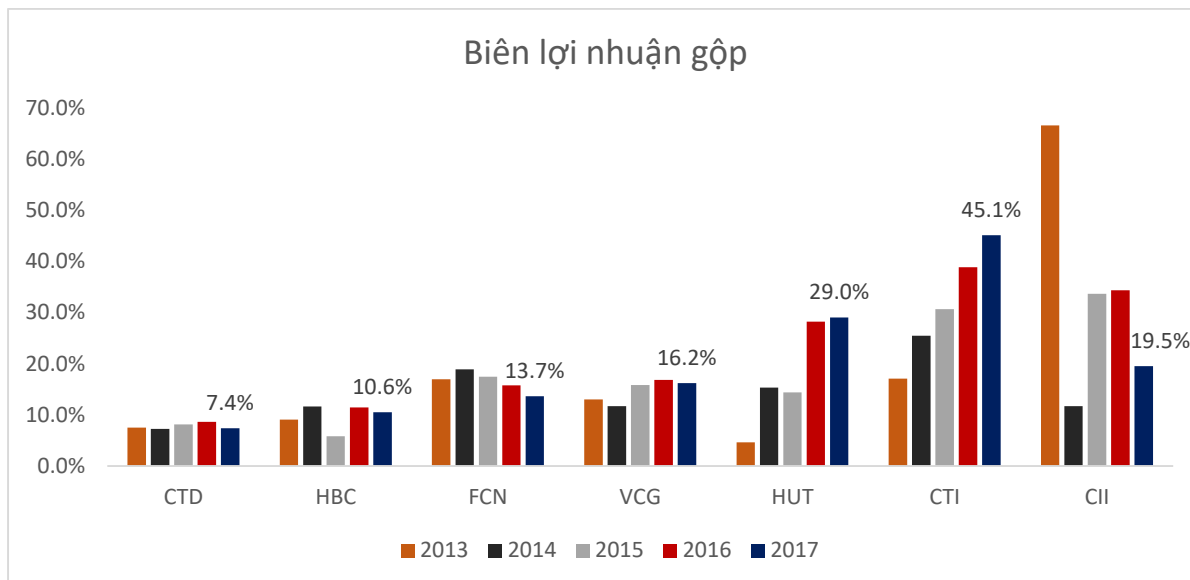
- KQKD 2017 tích cực đối với các doanh nghiệp xây dựng niêm yết nhờ thanh khoản tích cực của thị trường bất động sản.
- Biên lợi nhuận gộp của nhóm doanh nghiệp xây dựng đang trong xu hướng giảm dần (1) cạnh tranh ngày càng gay gắt, (2) ảnh hưởng từ giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh trong năm 2017.
- Dự báo tăng trưởng ngành xây dựng vẫn tiếp tục duy trì mức khả quan trong năm 2018, nhưng tốc độ tăng trưởng sẽ bắt đầu chậm lại.

KQKD 2017 tích cực đối với các doanh nghiệp xây dựng niêm yết nhờ thanh khoản tích cực của thị trường bất động sản. Năm 2017, tổng doanh thu của 108 doanh nghiệp xây dựng đang niêm yết đạt 112.0 nghìn tỷ đồng (+8.5% YoY), tổng lợi nhuận sau thuế đạt 7.41 nghìn tỷ đồng (+41.7% YoY). Sự tăng trưởng diễn biến có nhiều phần khác biệt so với các năm ngoái khi có sự phân hóa rõ rệt chỉ có khoảng 49/108 doanh nghiệp tăng trưởng về lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước, trong đó ghi nhận 2 khoản lợi nhuận tài chính lớn từ CII (1,600 tỷ) và VCG (713 tỷ đồng). Nếu loại trừ CII và VCG, lợi nhuận ngành xây dựng chỉ đạt 5.8 nghìn tỷ đồng (+20.5% yoy), trong đó, các doanh nghiệp lớn như HBC, CTD tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt khi ngành bất động sản vẫn tiếp tục diễn biến khả quan. Trong đó, tổng giá trị tồn kho bất động sản tiếp tục giảm mạnh còn 25,700 tỷ đồng (số liệu cập nhật vào cuối tháng 12/2017), giảm mạnh 17% so với cùng kỳ 2016.

	DT 2017 (tỷ đồng)	DT 2016 (tỷ đồng)	% YoY	LNST 2017 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	% YoY
CTD	27,153	20,783	31%	1,653	1,422	16%
HBC	16,035	10,766	49%	860	567.0	52%
FCN	2,320	2,108	10%	170	155	9%
VCG	10,898	8,548	27%	1,341	500	168%
HUT	2,178	2,786	-22%	305	403	-24%
CTI	1,100	1,027	7%	150	108	39%
CII	2,041	1,211	69%	1,514	838	81%

(Nguồn: Fiin Pro, BSC research)

Biên lợi nhuận gộp của nhóm doanh nghiệp xây dựng đang trong xu hướng giảm dần (1) cạnh tranh ngày càng gay gắt, (2) ảnh hưởng từ giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh trong năm 2017. Trong số các doanh nghiệp chúng tôi lọc theo tiêu chí (a) Vốn hóa, (b) Doanh thu và Lợi nhuận, thì có 5/7 đều ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp năm 2017 giảm so với cùng kỳ, trong đó 2 doanh nghiệp lớn nhất ngành (CTD, HBC) đều giảm. Chúng tôi cho rằng xu hướng biên lợi nhuận gộp sẽ phụ thuộc lớn vào hai yếu tố (1) Mức độ cạnh tranh của ngành, (2) Xu hướng giá nguyên vật liệu sắp tới.



(Nguồn: BSC research)

Dự báo tăng trưởng ngành xây dựng vẫn tiếp tục duy trì mức khả quan trong năm 2018, nhưng tốc độ tăng trưởng sẽ bắt đầu chậm lại. Dự báo tăng trưởng ngành xây dựng vẫn tiếp tục duy trì mức khả quan trong năm 2018, nhưng tốc độ tăng trưởng sẽ bắt đầu chậm lại do tốc độ tăng trưởng ngành bất động sản đặc biệt là bất động sản nhà ở sẽ chậm lại hơn so với năm 2017. Tuy nhiên, BSC lưu ý về mảng xây dựng mảng công nghiệp và hạ tầng sẽ khả quan nhờ vào (1) Tốc độ giải ngân vốn cho các dự án hạ tầng sẽ nhanh hơn, (2) Dòng vốn FDI tiếp tục duy trì mức khả quan.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành Xây dựng dựa trên các yếu tố: (1) các doanh nghiệp xây dựng dân dụng với lượng hợp đồng ký kết cho năm 2018 vẫn duy trì mức tốt, (3) nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng tăng trưởng ổn định trong dài hạn và (4) lượng vốn FDI vào Việt Nam dự kiến sẽ duy trì mức khả quan trong năm 2018. Các doanh nghiệp xây dựng hiện đang giao dịch ở mức P/E ngành bình quân là 8.0x lần, theo chúng tôi đánh giá đây là mức P/E khá hấp dẫn nếu so sánh với mức P/E hiện tại của VN-Index là xx lần. BSC khuyến nghị Mua đối với các cổ phiếu đầu ngành như HBC và CTD, theo dõi thêm cổ phiếu FCN.

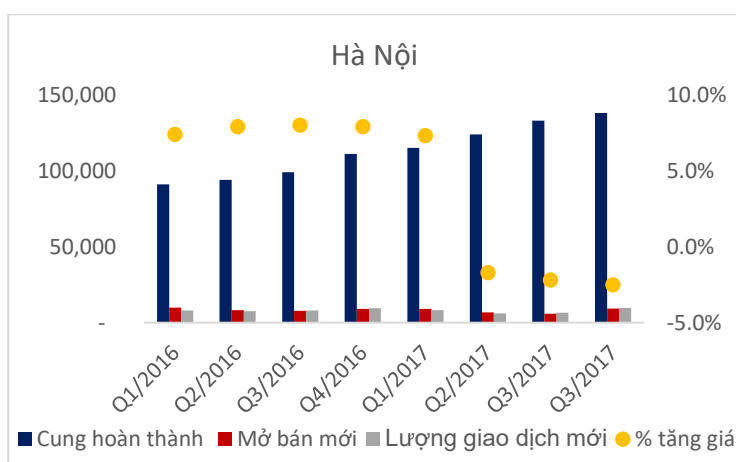
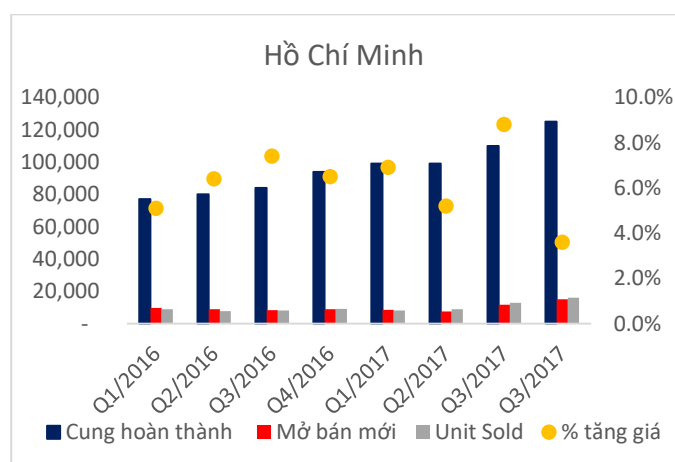
Mã CK	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	P/E 2018	P/B 2018	Cổ tức 2018	Giá ngày 30/03/2018	Giá mục tiêu
CTD	33,485	1,898	21,651	7.3	1.68	N/A	157,900	222,700
HBC	19,283	1,004	7,206	6.2	2.51		44,600	64,400
FCN	3,500	250	2,808	7.6	1.00	N/A	21,250	N/A

(Nguồn: BSC research)

Ngành Bất động sản [Khả quan]

- Lượng giao dịch căn hộ trong năm 2017 ở thị trường Hồ Chí Minh khá sôi động (+36% yoy), trong khi đó tại Hà Nội có phần trầm lắng hơn (-8% yoy).
- Đa phần KQKD của các doanh nghiệp đều ghi nhận mức tăng trưởng tốt và sự phân hóa đang dần được co hẹp.
- Giai đoạn 2018 -2019 sẽ là thời điểm tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về KQKD.
- Tuy nhiên, phân khúc trung cấp sẽ có sự cạnh tranh gay gắt hơn do nhiều dự án lớn chuẩn bị triển khai năm 2018.

Lượng giao dịch căn hộ trong năm 2017 ở thị trường Hồ Chí Minh khá sôi động, trong khi đó tại Hà Nội có phần trầm lắng hơn. Theo số liệu của JLL, tại thành phố HCM, lượng căn hộ giao dịch đạt 46,222 căn hộ (+36% yoy), trong khi đó tại TP Hà Nội, lượng căn hộ giao dịch đạt 30,589 (-8% yoy). Trong đó, tại thị trường Hồ Chí Minh, Q4/2017 ghi nhận mức giao dịch tăng đột biến đạt 16,181 căn hộ (+78% yoy). Nguồn cung căn hộ hoàn thành năm 2017 đều ghi nhận mức tăng so với cùng kỳ năm ngoái, cụ thể tại TPHCM là 125,00 căn (+33% yoy), tại HN là 138,000 căn (+24% yoy). Chúng tôi vẫn đánh giá khả quan đối với thị trường BĐS miền Nam khi nhu cầu vẫn đang tăng cao thông qua lượng giao dịch tăng mạnh, giá bán cũng ghi nhận mức tăng trưởng đều. Trong khi đó, đối với thị trường Hà Nội việc phát triển căn hộ sẽ gặp nhiều khó khăn hơn khi mà nguồn cung mới vẫn tăng nhưng lượng giao dịch mới lại giảm và giá bán so với cùng kỳ cũng giảm trong 3 quý gần nhất



(Nguồn: JLL, BSC research)

Đa phần KQKD của các doanh nghiệp đều ghi nhận mức tăng trưởng tốt và sự phân hóa đang dần được co hẹp. Theo thống kê của chúng tôi, tổng doanh thu của ngành năm 2017 đạt 150.8 nghìn tỷ đồng (+41.3% yoy), LNST đạt 11.8 nghìn tỷ đồng (+47% yoy). Chúng tôi lưu ý LNST 2017 của các doanh nghiệp BĐS đã dần phản ánh mức độ tương ứng so với mức tăng trưởng doanh thu, đây là điều mà cùng kỳ năm 2016, các doanh nghiệp BĐS đã chưa làm được (DT 2016 tăng 49.8% yoy và LNST 2016 chỉ tăng 12.3% yoy). Sự phân hóa trong ngành tiếp tục được co hẹp lại khi có 47/70 doanh nghiệp có KQKD tăng trưởng so với cùng kỳ chiếm tỷ lệ 67% trong khi đó tỷ lệ này trong năm 2016 là 54.2%, trong đó những doanh nghiệp có LNST lớn nhất ngành chủ yếu vẫn là VIC, DXG, KDH, KBC, NLG, PDR, QCG.

Mã	DT 2017 (tỷ đồng)	DT 2016 (tỷ đồng)	% YoY	LNST 2017 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	% YoY	Hàng tồn kho	KH trả tiền trước	KH Trả tiền trước/ HTK
VIC	90,491	57,614	57%	4,586	2,440	88%	52,333.3	60,858.1	116%
NVL	3,055	3,932	-22%	502	372	35%	26,886.3	8,848.3	32.9%
KDH	3,055	3,932	-22%	502	371.8	35%	4,509.6	987.7	22%
PDR	1,327	1,497	-11%	440	243	81%	7,480.6	860.7	12%
KBC	1,260	1,972	-36%	585	557	5%	4,483.0	802.0	18%
DXG	2,879	2,507	15%	751	537	40%	884.8	527.9	60%
NLG	3,161	2,534	25%	535	345	55%	3,822.0	884.2	23%
DIG	1,594	1,152	38%	196	58	236%	3,032.0	665.2	22%
HDG	2,268	1,988	14%	198	236	-16%	2,599.7	1,840.6	71%
SCR	1,825	775	136%	229	174	32%	2,606.3	2,628.8	101%
TDH	1,840	1,060	74%	131	108	21%	268.5	25.0	9%
ITC	599	279	115%	80	29	177%	2,703.7	288.3	11%

(Nguồn: BCTC, BSC research)

Giai đoạn 2018 -2019 sẽ là thời điểm tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về KQKD: Theo thống kê JLL, số lượng các căn hộ bàn giao năm 2018 dự kiến tăng khoảng 27.9% so với năm 2017, do đó chúng tôi kỳ vọng KQKD 2018 các doanh nghiệp bất động sản tiếp tục khả quan dựa trên giá bán đất cơ sở vẫn đang trong xu hướng tăng.

Tuy nhiên, phân khúc trung cấp sẽ có sự cạnh tranh gay gắt hơn do nhiều dự án lớn chuẩn bị triển khai năm 2018. Năm 2018 sẽ là năm có nhiều dự án lớn được triển khai nhằm gối đầu cho các dự án bàn giao trong năm nay. Thông thường các dự án bất động sản thuộc loại căn hộ thường có thời gian thi công dự kiến khoảng 14-16 tháng từ lúc bắt đầu mở bán. Một số dự án lớn sắp được triển khai như Vincity (dự kiến khoảng 90 triệu m2 sàn), Gem Riverside, Opal Premium (DXG), Centrosa Garden (HDG), Waterpoint (NLG), Sapphier, Corona City, KDC Tân Tạo, Phong Phú 2 (KDH), Sun Avenue Residence, Sunrise Cityview, Riverside (NVL)...

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với các cổ phiếu trong ngành bất động sản khi năm 2018 tiếp tục là điểm rơi lợi nhuận. Nguồn cung mới về căn hộ tăng mạnh trong năm 2018 có thể giúp cho các doanh nghiệp bất động sản đảm bảo nguồn doanh thu và lợi nhuận trong các năm tới trong khi đó tình hình bán hàng còn tiếp tục duy trì mức khả quan. Chúng tôi đánh giá quản trị tài chính của các doanh nghiệp BĐS đang tốt dần lên nhờ vào thu các khoản tiền ứng trước từ khách hàng (Đối với các chủ đầu tư có khả năng bán hàng tốt mức này có thể lên tới 30% - 40% tổng nguồn vốn của dự án), do đó giúp DN cân đối được dòng tiền, hạn chế rủi ro vay nợ. BSC tiếp tục đánh giá tích cực với những chủ đầu tư có sản phẩm chất lượng và tiến độ bán hàng tốt như VIC, KDH, DXG, NLG, HDG, SCR và một số doanh nghiệp đang tái cấu trúc thông qua việc chuyển nhượng dự án DIG, PDR.

Cập nhật KHKD 2018

DXG: Giá mục tiêu 40,000 đồng/cp – Theo dõi

Đặt kế hoạch kinh doanh 2018 tăng mạnh với doanh thu 5.000 tỷ đồng (+74% n/n) và LNST 1.068 tỷ đồng (+42% n/n) chủ yếu đến từ việc bàn giao các dự án Opal Riverside, Opal Garden và Lux Garden và phần lợi nhuận từ công ty liên kết LDG. Trong Q2, DXG sẽ mở bán dự án trọng điểm là Gem

Riverside với 3,175 căn hộ, giá bán bình quân là 38 triệu đồng/m². Chúng tôi ước tính dự án này sẽ đem về cho DXG khoảng 10,175 tỷ đồng trong giai đoạn 2019-2021. Mức cổ tức 2017 là 13% cổ phiếu và năm 2018 là 10% cổ phiếu

HDG-Giá mục tiêu 65,200 đồng/cp - upside 26%

Với tư cách là doanh nghiệp bất động sản - xây dựng nổi tiếng, Hà Đô được biết đến nhờ các dự án Hà Đô Centrosa, Sư Vạn Hạnh và Dragon city. Năm 2018, HDG có doanh thu ước tính sẽ đạt 3,735 (+65%yoy) nhờ ghi nhận dự án Centrosa, doanh thu dự kiến lên tới 2,400 tỷ với biên lợi nhuận gộp đạt 30-40%. Mảng xây lắp tăng theo ước tính thận trọng sẽ đạt tầm 669 tỷ (+15% yoy) Bên cạnh đó, mảng thủy điện cũng dự kiến sẽ tăng trưởng nhẹ đạt 350 tỷ (+8.1%yoy) nhờ nhà máy thủy điện Nhan Hạc sẽ đi vào hoạt động giữa năm 2018. LNCD công ty mẹ ước tính sẽ đạt 401.4 tỷ (+103% yoy), mức EPS= 5,285 đồng/ cổ phiếu.

Triển vọng tương lai trong dài hạn của doanh nghiệp sẽ đến từ (1) các dự án BĐS như dự án KĐT mới Dịch Vọng kết hợp với Nhà Từ Liêm; dự án An Khánh-An Thượng; dự án Bảo Khánh ở Nha Trang, và dự án Năm-Pông ở Lào sẽ mở bán phân kì (13ha: đã bán ½ cho BIDV) trong năm 2018. (2) Nhà máy sông Tranh 4 (công suất 48 MW) dự kiến sẽ phát điện trong năm 2020 và các dự án điện mặt trời như dự án Hồng Phong- Bình Thuận: công suất 48MW với lợi thế là giá điện mặt trời cao 9.35 cent/kw.

NLG – Giá mục tiêu 42,200 – Upside 14.3%.

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

KBC-Giá mục tiêu 19,341 đồng/cp – upside 45%

BSC ước tính KBC sẽ có DT đạt mức 2,273 tỷ (+80.38% yoy). Trong đó, mảng KCN ước tính sẽ đạt 1,322 tỷ (+84.6% yoy) nhờ ghi nhận các phần đất bán từ các KCN sau: KCN Trảng Duệ, Quế Võ, Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu và Tân Phú Trung. BLNG đạt mức 59%. Mảng chuyển nhượng bất động sản sẽ ghi nhận DT là 544 tỷ đồng (+133.6 yoy) từ dự án KĐT Phúc Ninh. BLNG ước tính đạt 65% nhờ giá vốn đất thấp. Mảng dịch vụ ước tính đạt mức 206 tỷ (+ 50.4% yoy). BLNG cho mảng này ước tính đạt 70%. Mảng cho thuê và bán nhà xưởng ước tính sẽ có mức DT đạt 200 tỷ (+15.2% yoy). BLNG đạt mức 36%. LNST đạt mức 796 tỷ (+ 29% yoy) và LN cổ đông công ty mẹ đạt 661 tỷ (+13% yoy).

Chúng tôi duy trì 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 việc gia tăng tỷ lệ lấp đầy với các KCN cũ

và mở bán khu đô thị Phúc Ninh trong 4-5 năm tới (2) Có thể triển khai và mở bán KCN Trảng Duệ 3 (456 ha đất thương phẩm) và (3) triển vọng từ dự án KĐT Trảng Cát (584 ha).

NVL: Theo dõi

Kế hoạch kinh doanh với doanh thu 21,240 tỷ đồng (+83% yoy) và LNST 2,650 tỷ đồng (+29% yoy) chủ yếu đến từ bàn giao các dự án The Sun Avenue (Q2), Sunrise (Q7), Golden Mandison, Orchard Parkview, Newton Residence (Phú Nhuận), Botanica (Tân Bình). Mức cổ tức dự kiến là 20%.

PDR: Theo dõi.

Doanh nghiệp đặt kế hoạch kinh doanh và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 2,000 tỷ đồng (+51% yoy) và 640 tỷ đồng (+45% yoy). Trong đó, nguồn doanh thu năm 2018 sẽ đến từ các dự án sau: (1) Dự án Everich Infinity: Tiến độ bán hàng ghi nhận đạt 97%, đã được bắt đầu bàn giao từ tháng 11/2016 và nghiệm thu hoàn thành và đưa vào sử dụng từ năm 2017. (2) Dự án Bàu cả: Hoàn thành hơn 80% bồi thường giải phóng mặt bằng, hoàn tất nghĩa vụ tài chính và chấp thuận cho phép phân lô bán nền, PDR dự kiến hoàn tất thi công hạ tầng vào Q2/2018. (3) Dự án The Millennium: Dự kiến nghiệm thu, hoàn thành công trình và bàn giao nhà cho khách hàng từ T6/2018, lợi nhuận dự kiến của dự án ước đạt khoảng 500 tỷ đồng.

Mã CK	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	P/E 2018	P/B 2018	Giá ngày 30/03/2018	Giá mục tiêu
DXG	6,153	1,119	3,717	9.8	1.86	36,400	40,000
NLG	4,384	615	3,253	11.3	1.59	36,900	42,200
KBC	2,273	796	1,407	9.5	0.75	13,350	19,300
HDG	3,736	747	5,850	9.7	2.6	49,000	62,500
DIG	3,351	313	1,312	19.6	2.03	25,700	36,600

(Nguồn: BSC research)

Ngành Công nghệ [Khả quan]

- Xuất khẩu phần mềm còn nhiều dư địa tăng trưởng
- Việc cổ phần hóa doanh nghiệp đầu ngành Mobifone nhiều khả năng sẽ chưa diễn ra sớm
- Kết quả kinh doanh quý 1/2018 lạc quan

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

Tiềm năng từ thị trường xuất khẩu phần mềm còn rất lớn. Năm 2017, tổng doanh thu lĩnh vực CNTT đạt hơn 1.7 triệu tỷ đồng (+13%yoy), trong đó doanh thu xuất khẩu CNTT đạt 1.55 triệu tỷ đồng (+14.4%yoy), xuất khẩu phần mềm ước đạt 58 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên xuất khẩu phần mềm Việt Nam hầu như chỉ tập trung vào gia công phần mềm, hoạt động nghiên cứu còn hạn chế do quy mô nhỏ, chưa đủ năng lực.

Doanh nghiệp cổ phần hóa năm 2018. Theo văn bản 991/TTg-ĐMDN về phê duyệt danh mục DNNN hoàn thành cổ phần hóa giai đoạn 2017 – 2020, năm 2018 Bộ TT và Truyền thông sẽ tiến hành cổ phần hóa 2 doanh nghiệp là Tổng công ty Viễn thông MobiFone và Tổng công ty Truyền thông đa phương tiện. Tuy nhiên đối với Mobifone, doanh nghiệp đang trong quá trình thanh tra về hợp đồng thỏa thuận mua 95% cổ phần của AVG, do đó BSC cho rằng việc CPH có thể sẽ bị hoãn lại.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi vẫn duy trì Quan điểm **KHẢ QUAN** với ngành CNTT – Viễn thông. Chúng tôi tiếp tục lạc quan với triển vọng của FPT, CMG.

FPT – Giá mục tiêu VND 68,700

FPT dự kiến DT 2018 đạt 21,900 tỷ đồng (+11%yoy), LNTT 2018 đạt 3,484 tỷ đồng (+18%yoy) trong đó tăng trưởng chủ yếu đến từ khối Công nghệ với LNTT ước đạt 1,460 tỷ đồng (+29%yoy). BSC ước tính DT 2018 của FPT đạt 22,095 tỷ đồng, LNTT 2018 đạt 3,492 tỷ đồng, LNST 2018 đạt 3,042 tỷ đồng, LNST thuộc về cổ đông FPT đạt 2,439 tỷ đồng, EPS 2018 = 4,593 đồng.

KQKD quý 1/2018 khả quan: Doanh thu tăng trưởng 18%, lợi nhuận tăng trưởng 30%.

Cổ tức cho năm 2017 là 25% tiền mặt (đã ứng trước 10%) và 15% cổ phiếu (thời gian thực hiện cùng với thời gian trả cổ tức 2017 bằng tiền mặt). Với năm 2018, dự kiến tỷ lệ cổ tức là 20% bằng tiền mặt.

CMG – Giá mục tiêu VND 37,800

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

Mã	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	PE 2018	PB 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 30/03/18	Giá mục tiêu
FPT	22,095	3,042	4,593	13.21	2.37	22.41%	60,700	68,700
CMG	5,008	211	2,988	10.58	1.99	20.05%	31,600	37,825

(Nguồn: BSC research)

Ngành Điện [Khả quan]

- Sản lượng điện thương phẩm đạt 42.3 tỷ kWh (+10.7%yoy).
- Giá mua điện bình quân 10T2017 của EVN tăng 6%
- Doanh thu thủy điện tăng tốt, nhiệt điện khó khăn do sản lượng huy động giảm và tỷ giá
- Sản lượng điện trong quý 2/2018 có thể tăng hơn 10% yoy

Quý 1/2018 sản lượng điện thương phẩm đạt 42.3 tỷ kWh, + 10.7%yoy, trong đó, ghi nhận sự tăng cao của nhóm nông, lâm nghiệp và thủy sản với mức tăng 25,6% và nhóm thương nghiệp, khách sạn tăng 15,14%. Về nguồn điện, các nhà máy thủy điện đều hoàn thành vượt mức kế hoạch do tình hình thủy văn thuận lợi, các nhà máy nhiệt điện than và tua bin khí huy động cao để giữ mức nước các hồ thủy điện.

Giá mua điện bình quân của EVN 10T2017 là 1,259 đồng/kWh, cao hơn 6% so với cùng kỳ năm 2016. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính do: (1) giá trần trên CGM tăng 8%. (2) Chi phí đầu vào như than, khí đều phục hồi so với 2016.

Kết quả kinh doanh 2017. Các nhà máy thủy điện ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan nhờ nguồn nước năm 2017 tốt hơn nhiều so với 2016 (như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo quý trước). Trong khi đó các nhà máy nhiệt điện than và khí giảm đáng kể sản lượng huy động và chịu tác động mạnh của biến động tỷ giá khiến KQKD không được tốt như 2016.

Tổng hợp kết quả kinh doanh 2017

Mã	DTT 2017 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2017	Biên LNG 2016	LNST 2017 (tỷ đồng)	%YoY	EPS 2017 (đồng)
NT2	6,761	-15.31%	20.6%	16.9%	810.4	-25.3%	2,768
VSH	527	17.52%	59.2%	59.5%	284.0	10.0%	1,359
KHP	3,764	8.86%	5.1%	5.5%	44.3	-32.1%	702
SJD	495	32.53%	57.2%	58.8%	192.7	34.7%	3,313
PPC	6,236	4.33%	12.7%	8.4%	854.0	54.1%	2,680
HJS	167	4.13%	47.2%	43.0%	46.0	102.6%	2,016
TBC	343	42.21%	63.6%	58.8%	166.5	51.1%	2,622
BTP	1,714	2.77%	7.5%	7.5%	96.0	-19.9%	0
TMP	700	56.06%	59.7%	42.9%	318.4	190.2%	0
NBP	703	5.53%	12.5%	10.3%	37.9	75.0%	2,944
CHP	861	32.45%	65.6%	61.1%	410.3	59.2%	3,257
SHP	617	20.27%	51.0%	46.5%	185.3	88.9%	1,878
SBA	333	57.15%	66.4%	68.0%	135.9	111.7%	2,254
DRL	101	57.13%	70.8%	60.6%	63.8	85.8%	6,266

(Nguồn: BCTC, BSC research)

Nhu cầu điện có thể tăng cao hơn trong quý 2, do đây là thời điểm các doanh nghiệp tập trung vào sản xuất, để trả các đơn hàng, đồng thời cũng là thời điểm đầu mùa hè, do vậy dự kiến điện sản xuất và mua đạt 54.394 triệu kWh, tăng 10,12% so với cùng kỳ năm 2017.

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

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các doanh nghiệp điện có ROE, cổ tức cao và ổn định, beta ngành 5 năm khoảng 0.6 vì vậy khá phòng thủ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với ngành điện. Trong các quý còn lại năm 2018, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư ngoài việc giá nguyên liệu đầu vào được dự báo tăng thì sản lượng Qc của hầu hết các nhà máy nhiệt điện đều giảm khoảng 10% so với 2017. Vì vậy các nhà máy này sẽ tăng bán trên CGM với giá bán phải cạnh tranh với các doanh nghiệp thủy điện.

Mã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROE 2018	Giá ngày 30/03/18	Giá mục tiêu
NT2	8,071	848	2,949	10.4	1.62	15%	30,800	30,217
PPC	6,613	876	2,688	7.14	1.19	10.6%	19,200	21,500

(Nguồn: BSC research)

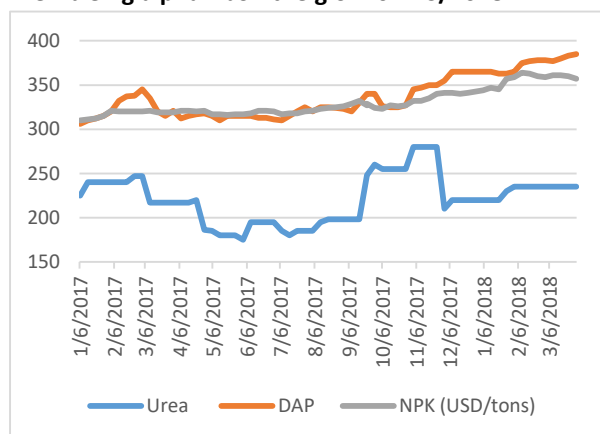
Ngành Phân bón [Khả quan]

- Giá phân bón Việt Nam tăng cùng đà tăng giá phân bón thế giới. Giá ure tăng 6.81% so với cuối năm 2017 nhưng vẫn giảm 1% yoy. Giá DAP và NPK tăng lần lượt là 15%yoy và 13% yoy và tăng 14% và 11% so với trung bình năm 2017.
- Giá nguyên liệu đầu vào tăng. Giá khí tăng 17% yoy, và tăng 5% so với trung bình quý 4//2017. Giá than đá thế giới tăng 25% yoy và tăng 5% so với quý 4/2017. Giá H₂SO₄ tăng đến 50% yoy và tăng 28% so với quý 4/2017
- Bộ Công thương chính thức áp thuế tự vệ đối với phân DAP là 1,128,531 đồng/tấn từ 7/3/2018 đến 6/3/2019 và 1,072,104 đồng/tấn từ 7/3/2019 đến 6/3/2020.
- Tiếp tục chờ đợi chính sách thuế VAT
- Kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem
- Tổng DTT và LNST năm 2017 của 14 doanh nghiệp niêm yết đạt 40 nghìn tỷ đồng (+1.29%yoy) và 2 tỷ đồng (+ 2.28% yoy).

Thực trạng Quý 1/2018

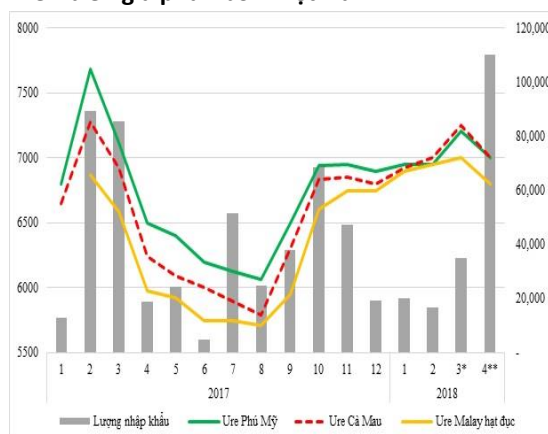
Giá phân bón thế giới tăng. (1) Sau khi giảm mạnh trong các tháng cuối năm 2017, giá ure phục hồi trở lại trong năm 2018, giá urea tăng lên mức 235 USD/tấn, + 6.81% so với cuối năm 2017. Trung bình quý 1/2018, giá ure thế giới giao dịch tại mức 231.15 USD/tấn, +5% so với trung bình năm 2017 nhưng vẫn thấp hơn 1% so với cùng kỳ 2017. Giá ure phục hồi nhờ nguồn cầu tăng sau khi Ấn Độ mở thầu nhập khẩu Urea hạt đục trong khi Trung Quốc vẫn tiếp tục cắt giảm nguồn cung. Tuy nhiên, nhiều tổ chức vẫn duy trì dự báo nguồn cung ure tiếp tục dư thừa do nguồn cung bổ sung ở thị trường Mỹ và rủi ro chính phủ Trung Quốc điều tiết giá than đá, làm tăng sản lượng sản xuất ure. Theo nghiên cứu của Yara, công ty sản xuất ure lớn nhất thế giới, nguồn cung ure dư thừa khoảng 500,000 triệu tấn đến năm 2022. (2) Giá DAP và NPK thế giới đều tăng mạnh, tăng lần lượt là 15% và 13% so với trung bình giá quý 1/2017 và tăng 14% và 11%, tương ứng so với trung bình cả năm 2017 do hụt cung ngắn hạn và giá nguyên liệu tăng. Giá phân bón tại thị trường Việt Nam tăng cùng đà tăng thế giới.

Diễn biến giá phân bón thế giới 2017-3/2018



(Nguồn: Bloomberg, BSC)

Diễn biến giá phân bón Việt Nam

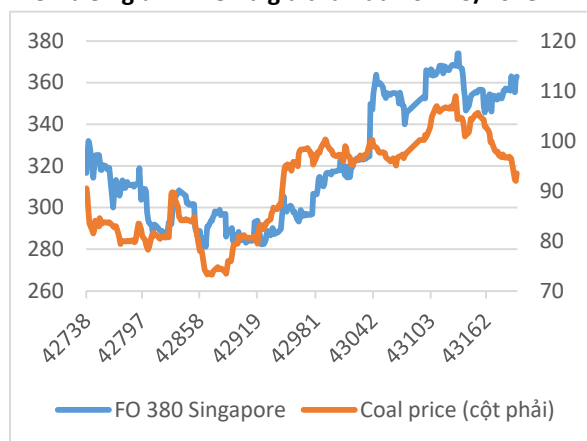


(Nguồn: Agromonitor)

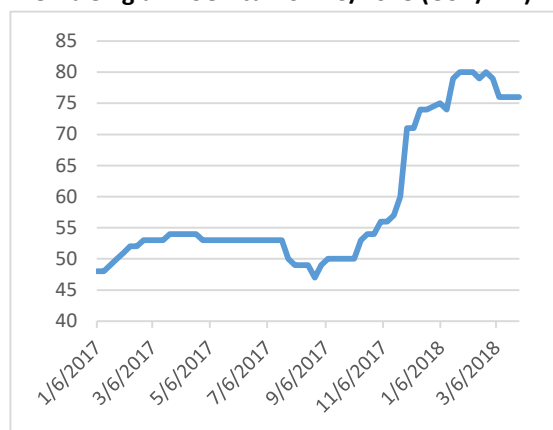
Giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục tăng mạnh làm giảm biên của các doanh nghiệp sản xuất phân đơn, đặc biệt là urea. Giá khí đầu vào, nguyên liệu quan trọng sản xuất ure tăng 17% yoy, và tăng 15% so với trung bình năm 2017. Giá than đá thế giới tăng lên 102.45 USD/tấn trong quý 1/2018,

tăng 25% yoy và tăng 5% so với trung bình năm 2017. Giá H2SO4 tăng đến 50% yoy và tăng 28% so với trung bình năm 2017.

Diễn biến giá khí FO và giá than đá 2017-3/2018



Diễn biến giá H2SO4 từ 2017-3/2018 (USD/MT)



(Nguồn: Bloomberg, BSC research)

Bộ Công thương chính thức áp thuế tự vệ đối với mặt hàng phân bón DAP, MAP. Mức thuế tự vệ là 1,128,531 đồng/tấn từ 7/3/2018 đến 6/3/2019, thấp hơn 60% so với mức thuế tự vệ tạm thời áp dụng trước đó và 1,072,104 đồng/tấn từ 7/3/2019 đến 6/3/2020, sau đó, mức thuế này sẽ về 0%. Sau thông tin chính thức về thuế tự vệ giảm, giá DAP chào bán trong tháng 3/2018 điều chỉnh giảm nhưng vẫn ở mức cao nhờ đà tăng của giá thế giới như trình bày ở trên. Quy định về thuế tự vệ nói trên sẽ tác động đến doanh nghiệp sản xuất phân bón là DDV. Mặc dù thuế tự vệ chính thức thấp hơn, nhưng điều này sẽ mang lại lợi thế cho sản phẩm của DDV trong 2 năm tới, qua đó, kỳ vọng cải thiện kết quả kinh doanh, tái cơ cấu hoạt động của DDV.

Tiếp tục chờ đợi thông tin đưa phân bón vào đối tượng chịu thuế VAT. Đây là nội dung đã được đưa vào dự thảo sửa đổi, bổ sung chính sách thuế. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo trước đây, dự thảo cân nhắc 1 trong 2 phương án, thuế suất áp dụng là 5% hoặc 10%, trong đó, BTC đề nghị phương án 1. Quy định này, nếu được thông qua, dự kiến có hiệu lực từ năm 2019, qua đó, tiết giảm chi phí thông qua khấu trừ thuế VAT của các doanh nghiệp sản xuất phân đơn như DPM (ước tính 300 tỷ đồng), LAS (hơn 100 tỷ đồng), DDV (khoảng 138 tỷ đồng).

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

Kết quả kinh doanh 2017 hầu như không tăng trưởng. Tổng DTT và LNST của 14 doanh nghiệp niêm yết đạt 40 nghìn tỷ đồng (+1.29%yoy) và 2 tỷ đồng (+ 2.28% yoy). Một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tăng trưởng cao là DDV từ mức lỗ 470 tỷ đồng trong năm 2016 lên mức lãi 15 tỷ đồng trong năm 2017 nhờ áp dụng thuế tự vệ, sản lượng tiêu thụ và giá bán tăng; PCN (+203.3% yoy), QBS (+90.58% yoy), VAF (+29.06%). Trong khi đó, một số doanh nghiệp ghi nhận kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh bao gồm PSW (-64.6% yoy), PSE (-44.78% yoy), DPM (- 39.13% yoy) do giá khí và giá H2SO4 tăng mạnh, PMB (-36.38% yoy), và PCE (-30.32% yoy).

Mã	Sản phẩm chính	DTT (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐKD	LNST (tỷ đ)	% yoy
DPM	Ure	7,996	0.90%	26.41%	10.47%	694	-39.13%
DCM	Ure	5,748	17.06%	24.03%	11.77%	638	2.91%
LAS	Phân lân	3,886	-2.00%	20.12%	4.97%	152	9.93%
VAF	Phân lân	943	3.92%	23.72%	7.64%	57	29.06%
NFC	Phân lân	563	3.09%	17.54%	4.16%	20	2.67%
SFG	Lân, NPK	2,383	1.89%	9.75%	4.46%	92	1.51%
BFC	NPK	6,306	6.11%	16.02%	6.68%	277	-0.05%
DDV	DAP	1,972	56.56%	9.23%	0.72%	15	
QBS	Thương mại	3,495	-22.26%	5.09%	0.86%	23	90.58%
PCE	Thương mại	2,018	1.03%	3.82%	1.07%	18	-30.32%
PSE	Thương mại	2,095	-3.29%	3.58%	0.73%	13	-44.78%
PSW	Thương mại	2,037	-8.96%	2.90%	0.43%	10	-64.60%
PMB	Thương mại	1,270	-1.97%	5.10%	1.05%	13	-36.38%
PCN	Thương mại	34	-85.59%	-2.32%	-29.00%	(10)	203.03%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với nhóm cổ phiếu phân bón với nhiều kỳ vọng về thay đổi chính sách thuế và kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem. Các cổ phiếu phân bón hiện được giao dịch tại mức P/E và P/B lần lượt là 8.66x và 0.78x, thấp hơn mức trung vị các doanh nghiệp phân bón trên thế giới (tương ứng là 21.63x và 2.12x)

BFC – MUA – Giá mục tiêu 41,000 đồng/cp, upside 17%

Ngày 30/3/2018, cổ phiếu BFC được giao dịch tại mức giá 35,100 đồng/cp tương đương P/E FW là 7.37x, tương đối hấp dẫn đối với vị thế của một doanh nghiệp đầu ngành. Kế hoạch thoái vốn BFC của Vinachem từ mức 65% hiện tại xuống mức 36% được kỳ vọng sẽ thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư và cải thiện kết quả kinh doanh cho BFC. Năm 2018, công ty đạt kế hoạch sản lượng tiêu thụ tăng 1% yoy đạt 690 nghìn tấn, doanh thu hợp nhất đạt 6,345 tỷ đồng và LNTT thuộc về công ty mẹ đạt 295 tỷ đồng, không đổi so với năm 2017. Trong năm 2018, công ty dự kiến tăng gấp đôi công suất 2 nhà máy Bình Điền Ninh Bình và Bình Điền Tây Ninh lên lần lượt là 100,000 tấn và 400,000 tấn/năm, tức tăng thêm 250,000 tấn/năm. BSC dự báo DTT và LNST thuộc về công ty mẹ đạt lần lượt là 6,369 tỷ đồng (+3% yoy) và 302 tỷ đồng (+9% yoy). EPS 2018 là 4,760 đồng/cp.

LAS – MUA – Giá mục tiêu 16,200 đồng/cp, upside 17%

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. 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 2018 của công ty đạt lần lượt là 4,000 tỷ đồng và 163 tỷ đồng, EPS 2018 là 1,355 đồng/cp. Nếu chính sách thuế VAT được thông qua, chúng tôi kỳ vọng LNST của công ty sẽ tăng lên đến 243 tỷ đồng, tương đương EPS mới là 2,021 đồng/cp.

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

Cổ phiếu DPM thu hút sự quan tâm trở lại nhờ đà phục hồi của giá phân đạm và kỳ vọng thay đổi chính sách thuế giá trị gia tăng và kế hoạch thoái vốn xuống 51% của PVN trong năm 2018.

Năm 2017, LNST giảm 39% yoy còn 694 tỷ đồng do giá khí đầu vào tăng 28% yoy lên 5.01 USD/MMBTU, giá H2SO4 tăng 7% yoy, trong khi đó, giá bán ure đầu ra chỉ tăng 3% yoy đạt trung bình 6,300 đồng/kg.

DPM đặt mục tiêu doanh thu thuần đạt 8,577 tỷ đồng, LNST đạt 371 tỷ đồng (-48% yoy), khi đó, EPS là 948 đồng/cp. Chúng tôi lưu ý, nếu chính sách thuế VAT được thông qua, LNTT của DPM sẽ tăng thêm khoảng 300 tỷ đồng, EPS tăng thêm 767 đồng/cp lên 1,715 đồng/cp.

Năm 2018, doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng. (1) DPM đã hoàn tất bảo dưỡng lớn nhà máy ure trong tháng 12/2017, sản lượng sản xuất và tiêu thụ ure được kỳ vọng tăng thêm 11% yoy. (2) Giá ure phục hồi nhờ cắt giảm sản xuất tại Trung Quốc, trong 2T2018, giá ure bán cho đại lý cấp 1, cấp 2 của DPM tăng khoảng 10% yoy. (3) DPM đặt kế hoạch tiêu thụ thêm 34,000 tấn NH3 và 150,000 tấn NPK, phần đầu đạt 170,000 tấn NPK từ tổ hợp nhà máy mới NH3-NPK. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, tăng trưởng kết quả kinh doanh của công ty phụ thuộc vào (1) diễn biến giá nguyên liệu đầu vào, 3T2018, giá khí tăng 17% yoy, giá H2SO4 tăng 50% yoy; (2) hiệu quả hoạt động tổ hợp nhà máy NH3-NPK, như đã đề cập trong các báo cáo gần nhất, việc đưa vào vận hành nhà máy mới sẽ đóng góp khoảng 1,200 tỷ đồng doanh thu, tuy nhiên, chi phí lãi, chi phí khấu hao tăng mạnh, ước tính tăng 610 tỷ đồng; (3) khoản trả thay PVTEX, nếu thực hiện (ước tính 80 tỷ đồng) sẽ ăn mòn lợi nhuận của DPM.

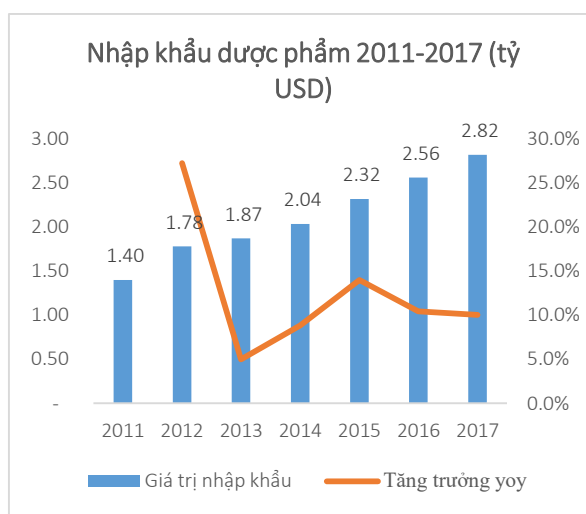
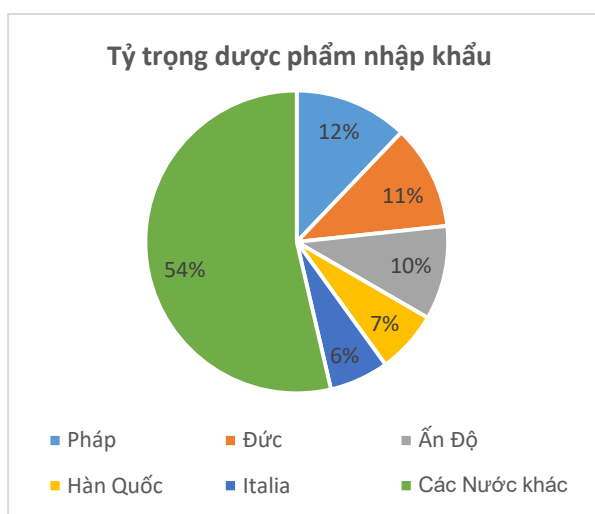
Mã CK	DT 2018 (tỷ đồng)	LN 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E FW	P/B	ROE 2018	Giá đóng cửa 30/3/18	Giá mục tiêu
BFC	6,369	302	4,760	7.37	2.06	23.56%	35,100	41,000
LAS	4,000	163	1,355	10.18	1.18	12.39%	13,800	16,200
DPM*	8,577	371	948	23.21	1.07	9.94%	22,000	22,800

(Nguồn: BSC Research, * kế hoạch)

Ngành Dược [Trung lập]

- Nhập khẩu dược phẩm tăng trưởng ổn định.
- Kết quả kinh doanh ngành Dược năm 2017 tăng trưởng chậm lại

Nhập khẩu dược phẩm tăng trưởng ổn định. Theo thống kê sơ bộ từ Tổng cục Hải quan Việt Nam, kết thúc năm 2017, cả nước nhập khẩu 2.8 tỷ USD dược phẩm, tăng 10.0% so với năm 2016. Pháp vẫn là thị trường lớn nhất mà Việt Nam nhập khẩu dược phẩm với giá trị nhập khẩu đạt 342.7 triệu USD (+6.5% YoY), chiếm 12.2% tổng kim ngạch. Nhập khẩu nguyên phụ liệu dược cũng ghi nhận mức tăng 9.97% lên 375.2 triệu USD trong 11T2016. Trong đó, nguyên phụ liệu từ Trung Quốc tiếp tục



chiếm 60.2 % tổng kim ngạch, đạt 225.8 triệu

USD (+16.6% YoY).

Nguồn: Tổng cục hải quan

Kết quả kinh doanh ngành Dược năm 2017 tăng trưởng chậm lại do (1) Cơ chế đấu thầu mới khiến giá thuốc giảm, (2) Cạnh tranh gay gắt từ dược phẩm nhập khẩu. Do đó, Tổng doanh thu các doanh nghiệp Dược đang niêm yết cả năm 2016 đạt 17,024 tỷ đồng (+8.6%YoY), tổng LNST 2016 đạt 1,567 tỷ đồng (+6.9% YoY). Chúng tôi cho rằng diễn biến ngành trong năm 2017 sẽ không có chuyển biến tích cực, dự kiến doanh thu sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức bình quân 8%-10%, biên lợi nhuận gộp sẽ thu hẹp do giá nguyên vật liệu dược phẩm có xu hướng tăng trong khi đó dư địa tăng giá bán hầu như không còn nhiều.

	DT 2017 (tỷ đồng)	DT 2016 (tỷ đồng)	% YoY	LNST 2017 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	% YoY
DHG	4,086	3,783	8%	642	686	88%
TRA	1,868	1,998	-7%	241	211	35%
DMC	1,340	1,288	4%	208	169	35%
IMP	1,165	1,010	15%	117	101	81%
OPC	962	790	22%	87	78	5%
DCL	765	738	4%	74	90	40%
PMC	430	414	4%	73	74	55%
DBD	1,459	1,442	1%	164	141	236%
PME	1,655	1,538	8%	286	239	-16%

DHT	1,480	1,223	21%	70	54	32%
LDP	528	514	3%	16	20	21%
DP3	322	236	36%	38	23	70%
DBT	831	581	43%	25	24	7%
PPP	132	121	9%	6	8	-22%

(Nguồn: BCTC, BSC research)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi vẫn duy trì Quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành dược Việt Nam.

Các cổ phiếu của ngành hiện đang được giao dịch ở mức tương đối cao (trung vị P/E = 15.7, P/B = 2.8) ở gần với mức trung vị của khu vực (P/E= 18.3, P/B = 2.1). Các cổ phiếu ngành Dược có tính phòng thủ cao, thích hợp cho đầu tư Trung và Dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu PME, DBD và theo dõi đối với cổ phiếu DHG, IMP, DMC.

Mã	DT2018 (tỷ đ)	LNST2018 (tỷ đ)	EPS2018 (tỷ đ)	P/E FW	P/B FW	ROE (2018)	Giá ngày 30/03/18	Giá mục tiêu
DHG	4,150	730	5,615	19.8x	3.1x	17%	111,000	110,000
IMP	1,447	173	3,115	20.2x	2.1x	13%	63,000	71,500
PME	1859.2	335	5,135	16.3x	2.6x	19.8%	83,500	107,900
DBD	1,584	162	3,092	15.7x	3.2x	18%	48,500	61,800

(Nguồn: BSC research)

Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung lập]

- Năm 2017, doanh thu phí bảo hiểm gốc tăng 14%; sang đến quý I/2018, tăng trưởng doanh thu phí đạt 9%.
- Áp dụng Nghị định số 23/2018/NĐ-CP hỗ trợ các doanh nghiệp bảo hiểm trong lĩnh vực cháy nổ thúc đẩy các doanh nghiệp tham gia vào thị trường BHCNBB.
- Lợi nhuận đầu tư duy trì khi lãi suất dự kiến tiếp tục ổn định.

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2017. Theo số liệu từ cục quản lý bảo hiểm, năm 2017, tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc của thị trường phi nhân thọ đạt 41,320 tỷ đồng, tăng 12% so với cùng kỳ năm 2016. Tổng tài sản của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ tăng 14%, đạt 73,945 tỷ đồng; tổng đầu tư trở lại nền kinh tế của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ ước đạt 38.019 tỷ đồng (+8% yoy). Chi trả quyền lợi BH ước đạt 14.951 tỷ đồng tương ứng với tỷ lệ bồi thường 36.1% tăng nhẹ so với mức 34.56% của năm 2016. Quý I/2018, doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng nhẹ 9% so với cùng kỳ năm 2017.

Áp dụng Nghị định số 23/2018/NĐ-CP hỗ trợ các doanh nghiệp bảo hiểm trong lĩnh vực cháy nổ. NĐ 23 bổ sung các địa điểm có nguy hiểm về cháy, nổ phải mua bảo hiểm cháy nổ bắt buộc (BHCNBB) như chung cư, nhà nghỉ 5 tầng trở lên, nhà trẻ, trường mẫu giáo từ 100 cháu trở lên... NĐ 23 cũng giảm mức đóng góp cho quỹ hoạt động phòng cháy chữa cháy của các công ty bảo hiểm từ mức 5% xuống mức 1%, bổ sung thêm quy định về mức khấu trừ bảo hiểm cũng thúc đẩy cho các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ tham gia nhiều hơn vào thị trường BHCNBB. Theo dự báo của các cơ quan quản lý, với việc giảm mức phí đóng góp và bổ sung quy định mức khấu trừ bảo hiểm sẽ giúp BHCNBB đạt mức tăng trưởng dự kiến 14%/năm.

Lợi nhuận đầu tư duy trì khi lãi suất dự kiến tiếp tục ổn định. Lãi suất huy động quý 1 tiếp tục duy trì ở mức tương đương năm 2017: Lãi suất huy động bằng đồng Việt Nam phổ biến ở mức 0,6%-1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng; với mục tiêu duy trì lạm phát ở mức thấp tuy nhiên với áp lực tăng khi dự kiến FED sẽ tăng lãi suất 3 lần đồng thời với việc các ngân hàng sẽ tăng cường huy động vốn để phục vụ cho hoạt động tín dụng thường được đẩy mạnh vào cuối năm sẽ khiến lãi suất huy động khó lòng giảm thêm trong năm 2018. Tiền gửi ngân hàng chiếm tỉ trọng lớn trong danh mục đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ do đó lợi nhuận tài chính sẽ tiếp tục duy trì khi lãi suất ổn định.

Kết quả kinh doanh 2017. Doanh thu phí gốc của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng thấp (tối đa chỉ ở mức 10%) so với trung bình ngành (đạt 14% trong năm 2017), do cạnh tranh cao trong ngành với hơn 30 doanh nghiệp tham gia thị trường. Điểm tích cực là lợi nhuận tài chính của nhiều doanh nghiệp được cải thiện khi lãi suất huy động tương đối ổn định trong khi thị trường trái phiếu và cổ phiếu diễn biến khá tích cực.

Năm 2017	PVI	BMI	PTI	MIG	PGI	BIC
Doanh thu phí gốc	6,688	3,395	3,206	1,920	2,611	1,842
%yoy	+2%	+9%	+4%	+10%	+5%	+10%
%bồi thường 2017	49.7%	41.7%	49.7%	45.1%	57.7%	45.2%
%bồi thường 2016	52.3%	39.3%	53.55%	34.1%	51.5%	44.7%
Hệ số kết hợp	98.15%	99.68%	99.51%	104.79%	97.3%	101.18%
Tăng giảm so với 2016	-0.85%	+1.48%	-0.29%	+7.1%	-2.33%	0.7%
Lợi nhuận tài chính	589.4	174.5	151.9	129.6	74.8	199
%yoy	-10.1%	+3.65%	+26.3%	+140%	-28.7%	+16.8%
LNTT 2017	537.1	198.3	186.4	55.9	156.3	143.2
%yoy	-30%	-11%	+39%	-37%	+25%	+12.7%

(Nguồn: BCTC, BSC Research)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành bảo hiểm phi nhân thọ do : kì vọng lợi nhuận đầu tư duy trì và nâng cao tuy nhiên tăng trưởng ngành chậm lại và tỉ lệ bồi thường có xu hướng tăng trở lại.

PVI – Mua - Giá mục tiêu 41,751 – upside 3.21% - PEFW: 15.3; PBFW: 1.28

PVI là doanh nghiệp đang có thị phần lớn thứ hai trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, đặc biệt đứng đầu ở mảng bảo hiểm tài sản. Tuy nhiên, thị phần của PVI trong những năm gần đây liên tục sụt giảm, từ mức 18.65% năm 2016 sụt giảm xuống còn 16.75% trong năm 2017, chính thức để mất vị trí số 1 thị trường vào tay bảo hiểm Bảo Việt. Thị phần của PVI sụt giảm chủ yếu do ảnh hưởng bởi kết quả hoạt động kinh doanh kém khả quan của các doanh nghiệp dầu khí do chịu ảnh hưởng của giá dầu thấp. Năm 2017, doanh thu phí bảo hiểm gốc của PVI tăng nhẹ 2%, tỉ lệ bồi thường vẫn duy trì ở mức 40%, biên lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện lên mức 50%. Chúng tôi kỳ vọng vào những diễn biến tích cực của giá dầu sẽ thúc đẩy hoạt động của các công ty trong tập đoàn dầu khí, qua đó mang lại kỳ vọng tăng trưởng cho PVI trong năm 2018.

Hoạt động đầu tư năm 2017 vẫn rất hiệu quả. Lợi nhuận tài chính giảm nhẹ 11% do không còn được ghi nhận 500 tỷ lợi nhuận từ việc chuyển nhượng cổ phần. Tuy nhiên, lợi nhuận từ kinh doanh cổ phiếu lại tăng mạnh 286% đạt mức hơn 151 tỷ đồng. Ngoài ra, PVI đang sở hữu 3 dự án The Costa Nha Trang (Khánh Hòa), Embassy Garden (Tây Hồ - Hà Nội) và PVI Tower (Cầu Giấy – Hà Nội) hiện đang trong quá trình chuyển nhượng, dự kiến có thể đem lại cho PVI khoảng 3,000 tỷ đồng doanh thu tài chính.

Trong năm 2018, PVN dự kiến thoái toàn bộ vốn ở 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 EUR tài sản) dự tính tăng tỷ lệ sở hữu tại PVI. Nếu kế hoạch bán cổ phần cho HDI được thực hiện thành công, PVI sẽ được hưởng nhiều lợi ích từ nguồn tài chính lớn, mạng lưới bảo hiểm rộng và kinh nghiệm từ HDI-Global.

Chúng tôi ước tính PVI sẽ ghi nhận 7,471 tỷ đồng doanh thu phí và khoảng 616 tỷ lợi nhuận sau thuế, EPS đạt 2,632 đồng/cổ phiếu, BV đạt 31,432 đồng/cổ phiếu. Với kỳ vọng giá trị sổ sách được cải thiện cùng những thuận lợi chung của ngành dầu khí, chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu PVI với mức giá 41,751 VND/cp

BMI – Mua – Giá mục tiêu 43,195 – upside 38.4% - PEFW: 12; PBFW: 1.1

BMI là doanh nghiệp đứng thứ ba trong thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam. Trong năm 2017, thông qua việc hợp tác với các tổ chức tài chính để khai thác bảo hiểm dành cho người đi vay, doanh thu thuần bảo hiểm của Bảo Minh đã tăng trưởng vượt bậc, đạt 3,176 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kì năm 2015. Ngoài ra nghiệp vụ này có tỉ lệ chi trả rất thấp, khiến cho tỷ lệ bồi thường trong năm 2017 của BMI chỉ là 41.7% vẫn duy trì ở mức thấp (năm 2016 là 39.3%) Chúng tôi kỳ vọng nghiệp vụ này sẽ tiếp tục giúp BMI tăng trưởng tốt trong năm 2018.

Hoạt động đầu tư: Năm 2016, BMI đã hoàn tất trích lập dự phòng các khoản đầu tư không hiệu quả (cổ phiếu NOS, PVE, các khoản trái phiếu doanh nghiệp Sông Đà Thăng Long, Vinashin và khoản tiền gửi tại công ty Cho thuê tài chính 2), tổng chi phí trích lập khoảng 300 tỷ đồng.

Trong năm 2018, SCIC đồng thời cũng sẽ bán 51% vốn điều lệ của BMI mà SCIC đang nắm giữ theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ ngày 08/10/2015. Chúng tôi đánh giá việc thoái vốn cũng sẽ có ảnh hưởng ngắn hạn lên giá cổ phiếu BMI.

Chúng tôi kỳ vọng tổng công ty sẽ ghi nhận 4,165 tỷ đồng doanh thu phí (+12.4% yoy) và 243.3 tỷ đồng LNST (+15%). Theo đó EPS 2018 ước đạt 2,600 VND và BVPS 2018 ước đạt 28,228 VND, tương đương mức P/E forward = 16.6 và P/B forward = 1.5. Do vậy BSC khuyến nghị Mua BMI với giá mục tiêu 1 năm là 43,195.

MIG – Mua - Giá mục tiêu 16,396 – upside 24.4% - PEFW: 11.17; PBFW: 1.08

MIG là doanh nghiệp hiện đang có thị phần đứng thứ 6 trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ nhưng có hiệu quả hoạt động gần như tốt nhất thị trường bảo hiểm. Cụ thể, công ty có mức tỷ lệ bồi thường thấp nhất thị trường và liên tục có lãi nghiệp vụ bảo hiểm hàng năm. Trong 2017, doanh thu phí gốc tăng 10% xếp thứ 2 trong top 6, cao hơn mức tăng trưởng ngành 12% và tỷ lệ bồi thường 45% tương đối thấp trong ngành bảo hiểm. MIG có mạng lưới phân phối rộng với 54 công ty thành viên, chỉ sau BVH với 78 công ty thành viên. Doanh nghiệp đặc biệt có lợi thế lớn trong các hoạt động bảo hiểm liên quan tới các khối ngành thuộc quân đội.

Khác với các doanh nghiệp bảo hiểm khác trực tiếp thực hiện hoạt động đầu tư, MIG chủ trương ủy thác cho quỹ đầu tư chuyên nghiệp MB Capital, chúng tôi đánh giá đây là một bước đi khá tiến bộ của MIG.

Chúng tôi kỳ vọng tổng công ty sẽ ghi nhận 2,349 tỷ đồng doanh thu phí (+24% yoy) và 95 tỷ đồng LNST (+14%), chưa bao gồm lợi nhuận tài chính đột biến và dự án BĐS. Theo đó EPS 2018 ước đạt 1,181 VND và BVPS 2018 ước đạt 12,221 VND, tương đương mức P/E forward = 11.17 và P/B forward = 1.08. Do vậy BSC khuyến nghị Mua MIG với giá mục tiêu 1 năm là 16,396 đồng.

Mã CK	DT 2018F	LNST 2018F	EPS 2018F	P/E 2018F	P/B 2018F	Cổ tức 2017	Giá ngày 30/03/2018	Giá mục tiêu
PVI	7,471	616.6	2.632	15.3	1.28	N/A	40,400	41,751
BMI	4,165	243.3	2,600	28,228	1.10	Đã tạm ứng 10% tiền mặt	31,200	43,195
MIG	2,349	95	1,181	11.17	1.08	N/A	13,200	16,396

(Nguồn: BSC Research)

Ngành Thép [Trung lập]

- Tiêu thụ thép xây dựng tăng trưởng 11.5%, thép ống 22%, tôn mạ và thép cán nóng tăng trưởng 27.74% và 29.5%
- Giá quặng nguyên liệu dự kiến sẽ giảm.
- KQKD của nhóm doanh nghiệp thép được dự báo khả quan.

Tiêu thụ trong nước tiếp tục tăng trưởng. Theo báo cáo của hiệp hội thép Việt Nam, tiêu thụ thép xây dựng 2 tháng đầu năm 2018 đạt 1.4 triệu tấn, tăng 11.5% so với cùng kỳ năm 2017. Tiêu thụ thép ống tăng trưởng 22% so với cùng kỳ, đạt 340 nghìn tấn sản phẩm trong 2 tháng đầu năm. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ và các loại thép cán nóng, thép cán nguội lần lượt đạt 550 và 525.2 nghìn tấn, tăng trưởng 27.74% và 29.5% yoy.

Giá quặng nguyên liệu dự kiến sẽ giảm. Giá quặng sắt trong quý 1 đạt mức cao do Trung Quốc tiếp tục tăng cường nhập khẩu và dự trữ quặng sắt, tồn kho quặng sắt các cảng Trung Quốc tính đến cuối quý 1/2018 đã lên mức 161.7 triệu tấn. Sau đó, Giá quặng sắt vào thời điểm cuối quý 1 có xu hướng giảm do lo ngại về chiến tranh thương mại có thể xảy ra giữa Mỹ và Trung Quốc cùng với nhu cầu sụt giảm tại thị trường Trung Quốc. Chúng tôi dự báo giá quặng trong quý 2 và nửa cuối năm 2018 sẽ giảm nhẹ về mức 65\$/tấn do Giá quặng sẽ khó giảm mạnh khi Trung Quốc sẽ vẫn tiếp tục quá trình giảm công suất và cơ cấu lại ngành thép. Giá các loại vật liệu khác như phôi thép, than mỡ luyện coke hay điện cực graphite nhìn chung cũng có xu hướng giảm sau khi đã tăng mạnh trong quý 1.

Biểu đồ giá nguyên liệu thép



(Nguồn: HH Thép Việt Nam)

Thuế nhập khẩu vào thị trường Mỹ dự báo sẽ không ảnh hưởng lớn đến các nhà sản xuất thép trong nước. Trung tuần tháng 3, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã ký sắc lệnh áp thuế nhập khẩu 25% đối với sản phẩm thép, tuy nhiên ảnh hưởng đến các doanh nghiệp thép niêm yết là không lớn do tỷ trọng xuất khẩu vào thị trường Mỹ là không cao.

Doanh thu của các doanh nghiệp thép trong năm 2017 đều có mức tăng trưởng vượt bậc. Tiêu thụ trong nước và giá thép tăng là nguyên nhân chính giúp doanh thu của các doanh nghiệp thép tăng

mạnh. Tuy nhiên, giá các loại nguyên vật liệu cũng tăng mạnh khiến nhiều doanh nghiệp không duy trì được mức tăng trưởng lợi nhuận.

Mã	DTT 2017 (tỷ đ)	DTT 2016 (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG 2017	Biên LNG 2016	LNST 2017 (tỷ đ)	LNST 2016 (tỷ đ)	% yoy
HPG	46,854	33,884	38%	23.02%	26.29%	8,014	6,602	21%
NKG	12,637	8,941	41%	10.84%	11.32%	707.5	517.7	37%
HSG	26,336	18,006	46%	16.9%	23.34%	1,331	1,504	-12%
POM	11,383	9,354	21.7%	9.71%	6.85%	696.7	301	131%
VIS	6,149	3,773	63%	3.43%	6.25%	43.5	72.8	-40.2%
TIS	9,725	8,578	13%	5.75%	8.23%	98.6	203	-52%
VGS	5,980	4,579	31.4%	3.88%	5.48%	71.3	81.5	-12.5%

(Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành thép do: tiêu thụ trong nước tiếp tục tăng trưởng là tín hiệu tích cực đối với ngành thép tuy nhiên diễn biến điều chỉnh giá quặng có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thép trong năm 2018. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị mua trung và dài hạn đối với 3 cổ phiếu đầu ngành là HPG, HSG, NKG như trong báo cáo triển vọng ngành 2018

HPG – Mua - Giá mục tiêu 79,000 đồng (+30.7%)

Dự án Dung Quất và nhà máy tôn mạ dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào quý 2. Dự án Dung Quất giai đoạn 1 với công suất 2 triệu tấn thép dài dự kiến đi vào hoạt động vào tháng 6, giúp HPG tăng công suất lên gấp đôi, đạt 4 triệu tấn/năm và mở rộng thị trường tiêu thụ của Hòa Phát đến thị trường miền Nam và miền Trung. Nhà máy tôn mạ sẽ bán ra thị trường bắt đầu vào tháng 5, dự kiến lợi nhuận mảng tôn mạ trong năm 2018 sẽ là chưa đáng kể. Doanh số dự kiến năm 2018 của mảng tôn mạ là 3,000 tỷ, sang năm 2019 là 9,000 tỷ.

Năm 2018, Dự án Mandarin Garden sẽ ghi nhận LN năm 2018 khoảng 500 tỷ, quý 1 đã ghi nhận 100 tỷ. Trung tâm thương mại 70 Nguyễn Đức Cảnh hiện tại đã xây xong phần khung.

Đối với mảng nông nghiệp, quan điểm của doanh nghiệp là vẫn sẽ kiên định phát triển tuy nhiên trong ngắn hạn sẽ không đầu tư thêm vốn.

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2018 của HPG đạt 57,279 tỷ đồng (+24%yoy), LNST đạt 9,382 tỷ đồng (+17%& yoy), EPS 2018 đạt 6,184 đồng.

NKG – Theo dõi

Công suất và doanh thu dự kiến tăng sau khi nhà máy Nam Kim 3 được đưa vào sản xuất. Sau khi đi vào hoạt động, nhà máy Nam Kim 3 sẽ tăng gấp đôi công suất mảng tôn mạ của NKG; hiện công suất mạ của NKG là khoảng 1.2 triệu tấn. Việc đưa dây chuyền cán nguội vào cũng sẽ giúp NKG khép kín chuỗi giá trị, cải thiện biên lợi nhuận. NKG cũng nâng công suất ống thép thêm 180 nghìn tấn/năm vào giữa năm 2017. Năm 2018, doanh nghiệp dự kiến doanh thu đạt mức 17.000 tỷ đồng (+35% yoy), lợi nhuận đạt 750 tỷ (+6% yoy), EPS đạt 5,769 đồng/cổ phiếu, cổ tức tiếp tục duy trì ở mức 50%.

Thị phần tôn mạ đã tăng trưởng mạnh. Thị phần của NKG đã tăng đáng kể trong 4 tháng từ tháng 8 đến tháng 11, đạt 18.48%, tăng mạnh so với mức 14.5% trong 7 tháng đầu năm và 14.48% vào năm 2016. Tính chung năm 2017, thị phần tôn mạ của NKG đạt 15.87%.

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

Hoạt động xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi các rào cản thương mại của các nước nhập khẩu. Ngoài thuế nhập khẩu vào thị trường Mỹ, trong năm 2017, Indonesia- thị trường nhập khẩu tôn thép lớn trong khu vực Đông Nam Á đã ban hành quy định nhằm hạn chế nhập khẩu sắt thép vào thị trường này. Theo đó, việc nhập khẩu sắt thép vào Indonesia phải tiến hành theo 4 bước khiến chi phí bán hàng tăng cao, lãng phí thời gian của doanh nghiệp.

Kết quả kinh doanh quý I/2018 không mấy tích cực. Doanh thu quý I/2018 của NKG đạt mức 3,496 tỷ đồng (+46.13%) tăng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ tăng (+24% yoy) cùng giá bán tăng theo giá quặng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận của NKG giảm do giá thép cán nóng tăng và khấu hao nhà máy cùng chi phí lãi vay tăng khiến LNST của quý I/2018 lại giảm 35.87%, chỉ đạt mức 100 tỷ.

HSG – Theo dõi

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

Ngành ống nhựa sẽ chưa đóng góp vào lợi nhuận của HSG trong thời gian tới. HSG đã bắt đầu sản xuất và tham gia thị trường ống nhựa, và thị phần hiện tại đã đạt 8%. HSG hiện đã có thể cạnh tranh với các công ty lớn trong ngành như BMP và NTP nhờ hệ thống phân phối có sẵn và các chính sách chiết khấu cạnh tranh. Tuy nhiên chính vì chính sách chiết khấu khá mạnh tay (gấp 5 lần BMP), thậm chí nhiều dự án HSG còn chào giá dưới giá vốn do đó mảng nhựa dự kiến không đóng góp được nhiều lợi nhuận trong thời gian tới.

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

BSC dự báo năm 2018, HSG sẽ đạt doanh thu thuần khoảng 31,000 tỷ đồng (15% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 909 tỷ đồng (-32% yoy), EPS năm 2018 đạt 2,598 đồng/cổ phiếu.

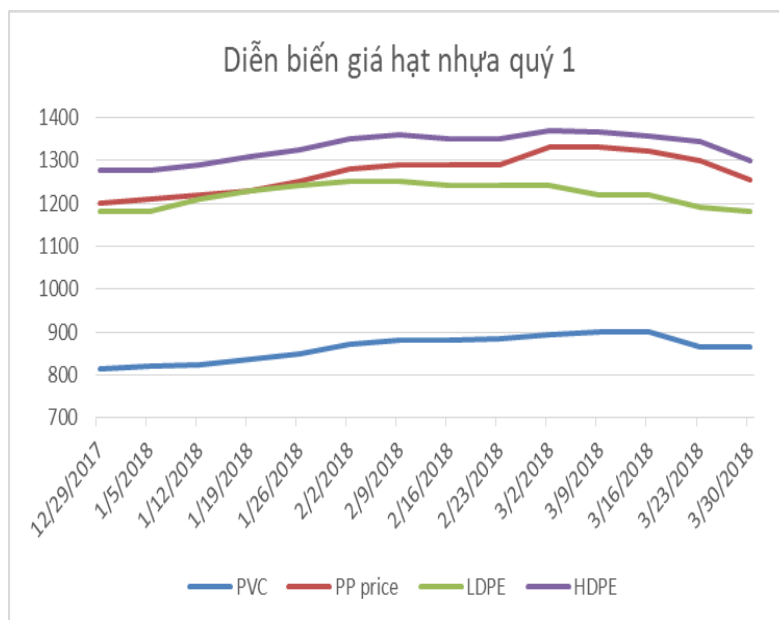
Mã CK	DT 2018F	LNST 2018F	EPS 2018F	P/E 2018F	P/B 2018F	Cổ tức 2017	Giá ngày 30/03/2018	Giá mục tiêu
HPG	54,634	9,382	6,184	9.76	2.19	40% Cp	60,400	79,000
NKG	17,160	573	4,414	7.18	1.17	10% tiền, 40% CP	31,700	N/A
HSG	31,065	909	2,597	8.77	1.32	10% tiền, 10% CP	22,800	N/A

(Nguồn: BSC research)

Ngành Nhựa [Trung lập]

- Quý I/2018, Giá HDPE tăng 1.96%, giá LDPR giữ nguyên, giá PP tăng 4.58% và giá PVC tăng 6.13% so với quý 4/2017.
- Cạnh tranh cao ở mảng ống nhựa.
- SCIC thoái vốn thành công ở BMP, dự kiến thoái NTP trong quý II/2018.
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp có sự phân hóa.

Giá hạt nhựa có xu hướng tăng trong quý 1/2018. Trong quý 1/2018, giá các loại hạt nhựa đều có xu hướng tăng trong thời điểm đầu quý I và điều chỉnh nhẹ vào cuối quý do lo ngại chiến tranh thương mại có thể nổ ra giữa Trung Quốc và Mỹ. Tính tại ngày 30/3/2018, so với giá tại thời điểm 29/12/2017 thì giá HDPE tăng 1.96%, giá LDPR giữ nguyên, giá PP tăng 4.58% và giá PVC tăng 6.13%. Giá hạt nhựa tăng lên trong quý 1 sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận các doanh nghiệp trong quý 2 do chính sách tích trữ hàng tồn kho.



(Nguồn: Bloomberg)

Cạnh tranh cao ở mảng ống nhựa. HSG sau khi gia nhập mảng ống nhựa với hệ thống phân phối sẵn có đã nhanh chóng chiếm lĩnh thị trường. Với doanh thu đạt khoảng 1,200 tỷ đồng trong năm 2016, HSG đã trở thành doanh nghiệp sản xuất ống nhựa lớn thứ 2 miền Nam và thứ 3 cả nước. Với giá bán thấp hơn và chính sách chiết khấu mạnh tay (giá bán của HSG thấp hơn 5% so với NTP, chiết khấu ống uPVC từ 35-39%, chiết khấu HDPE từ 36-38%, PPR từ 67-68.5% cao hơn rất nhiều so với mức 15% của BMP) HSG hiện đang cạnh tranh rất mạnh với BMP ở thị trường miền Nam và đã tiến hành mở rộng sang thị trường miền Bắc. Chúng tôi dự báo HSG sẽ tiếp tục duy trì chính sách giá và chiết khấu như hiện tại sẽ khiến cho cạnh tranh ở mảng ống nhựa vẫn sẽ cao trong năm 2018.

SCIC thoái vốn thành công ở BMP, dự kiến thoái NTP trong quý II/2018. The Nawaplastic Industries đã đấu giá thành công 24.14 triệu cổ phần BMP từ SCIC và đưa tỉ lệ nắm giữ hiện tại lên 49.9%. Hiện tại, Nawaplastic đang có kế hoạch tăng tỉ lệ sở hữu của mình ở BMP lên trên 50%. Theo chia sẻ của đại diện SCIC, việc bán đấu giá NTP-Nhựa Tiền Phong sẽ được tổ chức trong quý 4/2018.

Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp có sự phân hóa. Các doanh nghiệp bao bì và sản xuất hạt nhựa có kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong năm 2017, cụ thể là AAA (+58%), HII (+380%), SPP (+101%), PLP (+582%) duy chỉ có RDP ghi nhận lỗ trong năm khi phải ghi nhận thêm chi phí tiền thuê đất bổ sung khoảng 23.8 tỷ đồng. Trong khi đó, 1 số doanh nghiệp ống nhựa ghi nhận KQKD tăng trưởng là NTP (+23%), DPC (+38.6%) trong khi 1 số doanh nghiệp ghi nhận kết quả kinh doanh sụt giảm là DNP (-2%) và BMP (-26%).

Mã	DTT 2017 (tỷ đ)	DTT 2016 (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG 2017	Biên LNG 2016	LNST 2017 (tỷ đ)	LNST 2016 (tỷ đ)	% yoy
AAA	4,070	2,144	89.8%	13.50%	14.32%	263.4	143	84.2%
NTP	4,430	4,354	1.75%	33.2%	36.06%	492.5	397.6	23.9%
BMP	3,825	3,309	15.6%	24.1%	32.1%	464.7	627.4	-25.9%
SPP	1049	916.4	14%	11.6%	13.2%	21.5	20.6	4.3%
HII	1,331	193	582%	9.75%	22.8%	55.3	11.5	380%
PLP	314	134.2	134%	16.21%	30.1%	51.7	7.58	582%
DPC	63.8	67.4	-5.4%	25.1%	21.08%	4.02	2.9	38.6%
DNP	1,506	1,457	3.36%	19.25%	22.91%	85.1	86.34	-2%
RDP	1,336	1,193	12%	8.17%	12.71%	-54.7	53	-203%

(Nguồn: BCTC, BSC Research)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Nhựa: Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm nhựa tiếp tục gia tăng tuy nhiên giá nguyên vật liệu tiếp tục tăng khiến các doanh nghiệp khó duy trì được mức tăng trưởng. Kỳ vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp sau khi SCIC thoái vốn sẽ đem lại chuyển biến tích cực về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành nhựa

NTP – Mua- Giá mục tiêu 72,380 đồng/CP- upside 16.7%

Kết quả kinh doanh 2017. Doanh thu 2017 của công ty đạt 4,443 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 492 tỷ đồng, lần lượt tăng trưởng 1.7% và 23.9% so với năm 2016. Lợi nhuận năm 2017 tăng mạnh khi NTP bán một phần vốn ở NTP miền Nam cho đối tác.

KQKD được kì vọng cải thiện sau khi SCIC thoái vốn. Dự kiến sau khi SCIC thoái vốn, ban lãnh đạo NTP và Sekisui nhiều khả năng sẽ trở thành cổ đông nắm quyền kiểm soát NTP (hiện đang nắm giữ >50% cổ phần tại NTP). Trong trường hợp Sekisui và ban lãnh đạo nắm quyền kiểm soát NTP, chúng tôi cho rằng hiệu quả hoạt động của NTP sẽ được cải thiện theo một số kịch bản (i) chuyển giao công nghệ, sản xuất các dòng sản phẩm ống nhựa và phụ kiện mới; (ii) mở rộng danh mục sản phẩm sang các sản phẩm khác ống nhựa (băng dính, linh kiện ô tô, điện tử...) là những sản phẩm Sekisui đang đẩy mạnh sản xuất; (iii) thúc đẩy xuất- nhập khẩu các đầu vào và sản phẩm. (iv) Thay đổi chính sách phân phối: Chúng tôi kì vọng sau khi SCIC thoái vốn và Sekisui cùng ban lãnh đạo trở thành cổ đông nắm quyền kiểm soát (hiện đã nắm hơn 50% cổ phần NTP) thì chính sách chiết khấu của doanh nghiệp sẽ thay đổi nhằm cân đối hài hòa hơn lợi ích của công ty và nhà phân phối. Giả sử tỉ lệ chi phí cho nhà phân phối/doanh thu giảm xuống mức 6% (hiện tại đang ở mức 12%) thì NTP sẽ giảm được khoảng 300 tỷ chi phí bán hàng tương đương với khoảng 60% LNST của doanh nghiệp.

BSC dự kiến doanh thu năm 2018 của NTP sẽ đạt 4,984 tỷ đồng, Lợi nhuận sau thuế ước đạt 498 tỷ đồng, EPS năm 2018 đạt 5,023 tỷ đồng. Trong trường hợp, tỷ lệ chi phí cho nhà phân phối/doanh thu giảm xuống còn 6%, LNST ước tính đạt 763 tỷ đồng, EPS tương ứng là 7698 đồng/cổ phiếu.

BMP – THEO DÕI

BMP là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa có công suất lớn nhất cả nước (150,000 tấn/năm). Chúng tôi yêu thích BMP nhờ tình hình tài chính lành mạnh, tỷ suất sinh lời cao (biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 14.53% trong 2017) và ban lãnh đạo tâm huyết.

Kết quả kinh doanh năm 2017 kém khả quan với lợi nhuận sau thuế đạt 464 tỷ đồng (-26% yoy). Do (1) cạnh tranh khốc liệt, công ty buộc phải tăng chiết khấu 4% trong quý 2/2017 và thêm 4% nhân dịp kỷ niệm 40 năm thành lập công ty trong khi đó, sản lượng bán hàng vẫn tăng chậm lại, tăng 15% cả năm 2017; (2) giá hạt nhựa tăng trung bình 15% kéo biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 32.05% năm

2016 xuống còn 24.13% trong năm 2017. Năm 2018, công ty đặt mục tiêu doanh thu 4.300 tỷ đồng, tăng 6% so với 2017. Lợi nhuận trước thuế ước tăng 3%, đạt 600 tỷ đồng. Tỷ lệ cổ tức dự kiến tối thiểu 20%. Doanh thu quý 1 của doanh nghiệp ước đạt 620 tỷ đồng (-25.4% yoy). Chúng tôi cho rằng, kết quả kinh doanh năm 2018 tiếp tục kém khả quan do giá hạt nhựa được dự báo tiếp tục ở mức cao. BSC dự báo lợi nhuận sau thuế 2018 đạt 452 tỷ đồng (-3% yoy), EPS 2018 là 5,030 đồng/cp. Tuy nhiên, với thông tin The Nawaplastic, cổ đông lớn, muốn nâng tỷ lệ sở hữu tại Nhựa Bình Minh lên trên 50% có thể sẽ là thông tin hỗ trợ cho giá cổ phiếu BMP trong ngắn hạn.

AAA- THEO DÕI

AAA là doanh nghiệp sản xuất túi nhựa lớn nhất khu vực Đông Nam Á với tổng công suất lên tới 96 nghìn tấn/năm. Năm 2017, các nhà máy 1,2,4,5 đã đạt 95% công suất (45.8 nghìn tấn/năm), doanh nghiệp đã đưa vào sản xuất nhà máy số 6 công suất 3,200 tấn sản phẩm/tháng dành cho thị trường Nhật Bản và nhà máy số 7 có công suất 800 tấn sản phẩm/tháng dành cho thị trường Mỹ. Tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 4,076 tỷ đồng và 223 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 3,426 đồng/cp.

Năm 2018, với sự mở rộng sản xuất tại 2 nhà máy số 6, và số 7, sản lượng tiêu thụ ước tính đạt 140 nghìn tấn, tăng 76%yoy, doanh thu và lợi nhuận sau thuế ước tính đạt lần lượt 6,000 tỷ đồng và 330 tỷ đồng, cổ tức 20-30% tiền mặt, EPS 2018 là 3,861 đồng/cp (công ty đã hoàn tất chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu).

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

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

Mã CK	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	P/E 2018	P/B 2018	Cổ tức 2017	Giá ngày 30/03/2018	Giá mục tiêu
NTP	4,984	498	5,023	12.34	2.18	N/A	62,000	72,380
BMP	4,016	452	5,030	13.67	2.29	N/A	68,800	N/A
AAA	5,500	330	3,861	6.42	1.19	20% tiền mặt	24,800	N/A

(Nguồn: BSC Research)

Ngành Gạch men [Trung lập]

- Công suất ngành gạch năm 2017 đạt 706.5 triệu m² (+15% YoY), gạch granite chiếm 24%.
- Kết quả kinh doanh 2017 phân hóa.
- Cạnh tranh sẽ gay gắt hơn trong năm 2018.
- Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP đối với cổ phiếu ngành gạch men trong năm 2018.

Công suất ngành gạch năm 2017 đạt 706.5 triệu m² (+15% YoY)¹, gạch granite chiếm 24%. Hiệu suất khai thác toàn ngành khoảng 75-80%, tương đương với 500-550 triệu m². Xuất khẩu năm 2017 dự kiến đạt 230 triệu USD (+27% YoY), nhập khẩu gạch từ Trung Quốc 9T2017 là 184.7 triệu USD, chiếm 25-30% tiêu thụ nội địa.

Kết quả kinh doanh 2017 phân hóa. Doanh thu tăng trưởng tại các DN gạch men lớn trong khi giảm tại các DN quy mô nhỏ. Biên LNG của hầu hết các DN đều giảm mạnh hoặc tương đương so với cùng kỳ do phải giảm giá bán để tăng cạnh tranh trong khi giá nhiên liệu đầu vào tăng (giá than được TKV điều chỉnh tăng từ 6-9% từ cuối 2016). Đối với VGC, doanh thu tăng trưởng mạnh trong năm 2017 chủ yếu đến từ mảng hạ tầng khu công nghiệp (+184% YoY), trong khi mảng gạch ốp và gạch ngói tăng trưởng lần lượt 4.1% YoY và 9.8% YoY, đặc biệt biên LNG mảng gạch ngói, gạch đất sét nung của VGC giảm mạnh từ 23% về 18.4%.

Mã	DTT 2017 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2017	Biên LNG 2016	LNST 2017 (tỷ đồng)	%YoY	EPS T12M (đồng)
VGC	9,197	13.00%	23.3%	24.3%	722.1	16.3%	1,585
CVT	1,181	5.67%	23.8%	23.5%	173.8	14.3%	6,705
VIT	969	0.42%	14.2%	14.0%	51.0	-10.9%	3,399
TTC	344	-1.76%	15.7%	15.7%	19.7	-7.5%	2,803
TCR	1,358	-11.56%	12.7%	21.2%	-71.8	-342.3%	-1,523

(Nguồn: BCTC, BSC research)

Cạnh tranh sẽ gay gắt hơn trong năm 2018. Công suất tăng mạnh vượt quá nhu cầu sẽ đẩy các doanh nghiệp vào cuộc đua phải liên tục thay đổi mẫu mã sản phẩm mới cho phù hợp thị hiếu hoặc giảm giá để cạnh tranh.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành gạch men do lo ngại cạnh tranh sau khi các doanh nghiệp mở rộng công suất. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp gạch men trong nửa cuối năm sẽ tốt nhờ nhu cầu hoàn thiện các công trình.

VGC- MUA- Giá mục tiêu: 28,500 đồng – Upside: 15.4%

Tăng trưởng từ hạ tầng khu công nghiệp và vật liệu xây dựng: Diện tích cho thuê mới tại các KCN của VGC trong năm 2018 dự báo đạt 120ha, tập trung tại các KCN Yên Phong MR, Đồng Văn IV, Tiền Hải, Yên Mỹ...Mảng vật liệu sẽ tăng nhẹ nhờ các dự án mở rộng công suất: 750 triệu sản phẩm sứ vệ sinh từ NM Sứ Mỹ Xuân (~60% công suất hiện tại) và 2.5 triệu m² gạch ốp lát cao cấp từ Viglacera Hà Nội.

Kế hoạch thoái vốn: Việc thoái vốn nhà nước tại Tổng Công ty về 36% sẽ được thực hiện trong tháng 5/2018.

¹ Bao gồm cả các dự án đang triển khai xây dựng để đưa vào hoạt động trong năm 2018.

CVT- NĂM GIỮ- Giá mục tiêu: 52,170 đồng- Upside: 3.2%

Tình hình tiêu thụ quý 1 khả quan: Sản lượng: ~ 3 triệu m2 (+36% so với cùng kỳ), doanh thu ước đạt 250 tỷ (+28% YoY, tương đương 15% kế hoạch năm), LNTT 40 tỷ (+21% YoY).

Duy trì tỷ lệ trả cổ tức cao: Cổ tức dự kiến cho năm 2017 là 15% tiền và 30% cổ phiếu.

Liên tục thực hiện các dự án đầu tư mở rộng: Kế hoạch đầu tư dây chuyền gạch granite khổ lớn trong năm 2018. Bên cạnh đó, công ty cũng đang xây dựng phương án đầu tư cho dự án nhà máy CMC3, sản xuất các sản phẩm gạch, sứ dân dụng, ngói trong giai đoạn 2019-2020.

Mã CK	DTT 2018F (tỷ đ)	LNST 2018F (tỷ đ)	EPS 2018F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Cổ tức 2017	Giá đóng cửa 30/03/18	Giá mục tiêu
VGC	9,278	681	1,422	15.8	1.5	10%	9.5% tiền	24,700	28,444
CVT	1,471	196	6,600	7.7	2.7	37.8%	15% tiền 30% CP	51,100	52,710

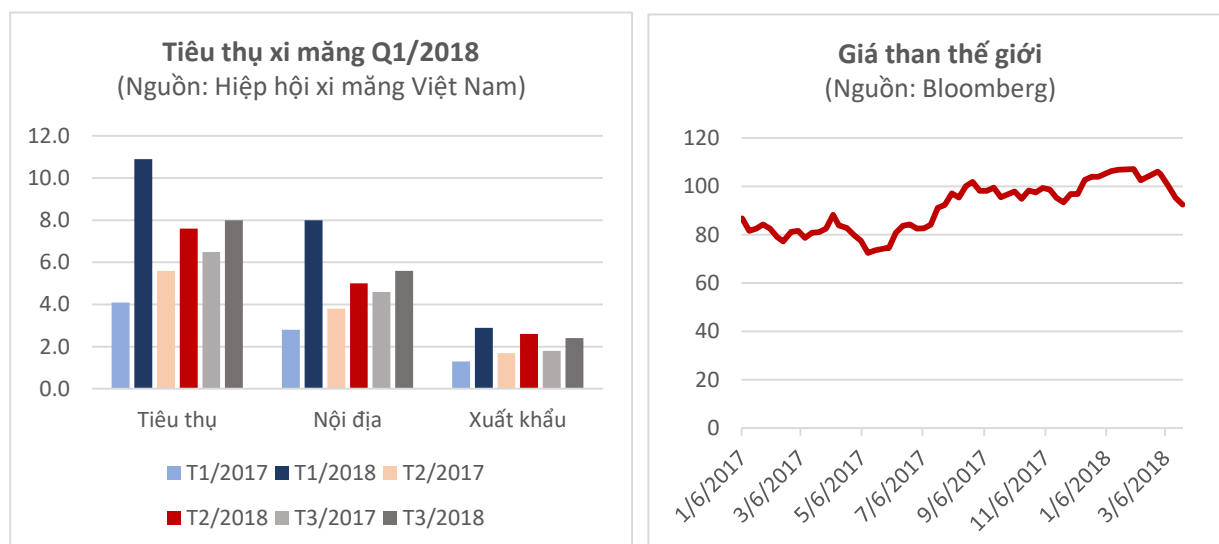
(Nguồn: BSC research)

Ngành Xi măng [Trung lập]

- Tiêu thụ xi măng Q1/2018 tăng 64.1% YoY.
- Nghị định 146/2017/NĐ-CP đã có hiệu lực từ 1/2/2018 hỗ trợ hoạt động xuất khẩu.
- Kết quả kinh doanh năm 2017 của các doanh nghiệp xi măng sụt giảm nghiêm trọng.

Tiêu thụ xi măng Q1/2018 tăng 64.1% YoY. Lũy kế 3T2018, sản lượng xi măng tiêu thụ đạt 26.5 triệu tấn, tương đương 31.2% dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng hồi đầu năm của Bộ Xây dựng (83-85 triệu tấn). Tiêu thụ nội địa và xuất khẩu tăng trưởng tốt, lần lượt đạt 65.1% và 61.9% nhờ nhu cầu xây dựng khả quan; thay đổi trong chính sách thuế GTGT áp dụng cho xi măng xuất khẩu và việc Trung Quốc cắt giảm sản xuất do những vấn đề liên quan đến môi trường.

Nghị định 146/2017/NĐ-CP đã có hiệu lực từ 1/2/2018 hỗ trợ hoạt động xuất khẩu. Theo nghị định 146, thuế GTGT áp dụng với xi măng xuất khẩu là 0% thay vì quy định không chịu thuế GTGT đầu ra như trước, giúp giảm chi phí xuất khẩu từ 3-5 USD/tấn. Thay đổi này sẽ giúp tăng khả năng cạnh tranh của xi măng Việt Nam, thúc đẩy hoạt động xuất khẩu, đồng thời giảm bớt áp lực cạnh tranh tại thị trường nội địa. Lũy kế 3T2018, sản lượng xi măng xuất khẩu đạt 7.9 triệu tấn (+61.9% YoY).



Kết quả kinh doanh năm 2017 của các doanh nghiệp xi măng sụt giảm mạnh. Doanh thu của hầu hết các doanh nghiệp xi măng niêm yết đều giảm mạnh do cạnh tranh tăng cao trong ngành năm 2017 (tổng công suất ngành tăng thêm 7.6% YoY). Biên LNG của các DN thấp hơn cùng kỳ do giá bán giảm (HT1: giá bán bình quân giảm 4% YoY), giá than đầu vào tăng (TKV điều chỉnh tăng giá một số chủng loại than từ T11/2016, mức tăng từ 6 đến 9% tùy loại).

Mã	DTT 2017 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2017	Biên LNG 2016	LNST 2017 (tỷ đồng)	%YoY	EPS T12M (đ/CP)
HT1	8,209	-0.34%	16.3%	19.7%	470.9	-41.8%	0
BCC	3,475	-18.80%	11.9%	20.2%	-3.5	-101.4%	30
BTS	3,151	-2.99%	14.0%	16.9%	3.2	-97.6%	27
HOM	1,422	-10.10%	13.3%	16.4%	1.7	-96.7%	25

(Nguồn: BCTC, BSC Research)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành xi măng trong năm 2018 trên cơ sở (i) nhu cầu xây dựng vẫn tiếp tục khả quan; (ii) tình hình cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt, trong đó nổi lên là các doanh nghiệp khối tư nhân và liên doanh.

HT1 – Theo dõi - Giá mục tiêu: 16,000 đồng/CP (upside: 8.5%)

Kế hoạch sản xuất 2018 thận trọng: Sản lượng tiêu thụ 6.9 triệu tấn (+3.1% YoY), tổng doanh thu và thu nhập khác 8,330 tỷ đồng, LNST 575 tỷ đồng (+22.3% YoY).

Dư nợ vay ngoại tệ: Tính đến 31/12/2017, dư nợ vay ngoại tệ của HT1 lần lượt là 37 triệu EUR (giảm 14% so với đầu kỳ) và 12 triệu USD. Với giả định tỷ giá EUR/VND và USD/VND tăng 2% trong năm 2017, lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện ước khoảng 15.5 tỷ đồng.

Tiến độ của trạm BOT Phú Hữu: đã hoàn thiện, dự kiến sẽ đi vào thu phí tạm thời từ Quý 3/2018 trước khi được UBND TP Hồ Chí Minh cấp giấy phép chính thức.

Mã CK	DTT 2018F (tỷ đ)	LNST 2018F (tỷ đ)	EPS 2018F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Cổ 2017	tức	Giá của 30/03/2018	đóng	Giá mục tiêu
HT1	8,721	478	1,248	11.8	1.0	9%	15% tiền		14,750		16,000
BCC	3,871	13	109	69.7	0.4	-3%	N/A		7,900		NA

(Nguồn: BSC Research)

Ngành Dệt may [Trung lập]

- Kim ngạch xuất khẩu dệt may 2 tháng đầu năm đạt 4.12 tỷ USD (+19.2% YoY).
- Hiệp định CPTPP đã được ký kết vào ngày 8/3/2018.
- Kết quả kinh doanh các DN dệt may 2017 tích cực.
- Tình hình đơn hàng dệt may xuất khẩu khả quan trong những quý tới.
- Giá bông thế giới tiếp tục xu hướng tăng + 4% YTD, giá hạt nhựa PET + 12% YTD.

Kim ngạch xuất khẩu dệt may 2 tháng đầu năm đạt 4.12 tỷ USD (+19.2% YoY), cao hơn nhiều so với mức tăng 6.3% cùng kỳ năm trước. Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của dệt may Việt Nam với 47.8% kim ngạch (tương đương 2017), thị phần của các thị trường mới như Hàn Quốc và Trung Quốc liên tục gia tăng (lần lượt từ 9.9% lên 10.2% và từ 4% lên 4.36%).

Hiệp định CPTPP được ký kết ngày 8/3/2018 không có nhiều tác động đến ngành dệt may Việt Nam như khi Mỹ vẫn còn là thành viên của Hiệp định do (1) kim ngạch xuất khẩu dệt may giữa Việt Nam và các nước thành viên CPTPP đạt khoảng 16% (so với 63% khi có Mỹ); (2) 7/10 nước thành viên còn lại của CPTPP đã có những cam kết thương mại đối với Việt Nam, dành nhiều ưu đãi cho ngành dệt may. Tuy nhiên, CPTPP cũng mang lại cho ngành những cơ hội xuất khẩu sang các thị trường mới như Canada, Mexico.

Kết quả kinh doanh các DN dệt may 2017 tích cực. Doanh thu năm 2017 của các doanh nghiệp dệt may đều tăng trưởng nhờ tình hình đơn hàng dệt may xuất khẩu khả quan như với TNG, TCM... Đối với STK, DTT 2017 +46.2% YoY, một phần nhờ doanh nghiệp chuyển hướng thành công từ thị trường Thổ Nhĩ Kỳ (tỷ trọng 15%) sang thị trường nội địa, Nhật Bản và Hàn Quốc trước quyết định áp thuế CBPG; một phần do được so sánh với kết quả 2016 thấp; biên LNG tăng nhờ các đơn hàng xuất đi Hàn Quốc và Nhật Bản có biên tốt hơn giúp LNST +248% YoY. Đối với EVE, nhờ vào thời tiết ủng hộ và hiệu quả của chiến lược marketing mới nên doanh thu +33.2% YoY, nhưng do các chi phí cho quảng cáo, trích lập dự phòng phải thu, nộp bù BHTN tăng mạnh (lần lượt 20 tỷ, 29 tỷ và 8 tỷ) khiến cho LNST giảm 43.2% YoY.

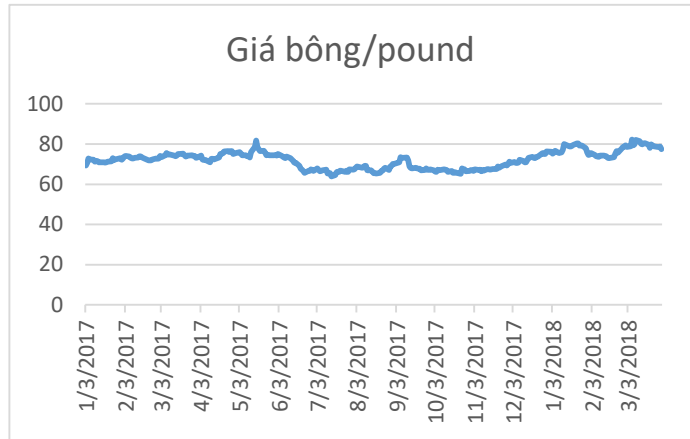
Mã	DTT 2017 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2017	Biên LNG 2016	LNST 2017 (tỷ đồng)	%YoY	EPS T12M (đồng)
VGT	17,497	13.17%	9.1%	11.0%	633.9	9.4%	0
VGG	8,452	12.30%	11.8%	12.0%	396.4	-0.4%	6,509
TCM	3,209	4.51%	15.7%	13.6%	192.6	67.4%	3,162
TNG	2,489	31.83%	17.6%	17.7%	115.2	41.9%	3,112
STK	1,989	46.44%	10.9%	9.5%	99.6	248.3%	1,662
EVE	994	15.11%	33.2%	33.7%	50.9	-43.2%	1,215

(Nguồn: FiinPro, BSC Research)

Tình hình đơn hàng dệt may xuất khẩu khả quan trong những quý tới. Mặc dù quý I vướng kỳ nghỉ Tết nhưng nhiều DN đã cho thấy tình hình đơn hàng tốt như TNG (DT +45% YoY), TCM (DT +24.3% YoY). Do đó, chúng tôi đánh giá KQKD sẽ tốt hơn trong những quý tiếp theo khi nhiều doanh nghiệp sản xuất hàng dệt may trong nước đã nhận được đơn hàng đến hết quý II, thậm chí có doanh nghiệp đã phân bổ đơn hàng đến hết quý III.

Giá bông thế giới tiếp tục xu hướng tăng + 4% YTD, giá hạt nhựa PET + 12% YTD. Theo dự báo của Bộ Nông nghiệp kinh tế tài nguyên và khoa học Australia, sản lượng bông niên vụ 2018/19 sẽ đạt 27.1 triệu tấn nhờ Trung Quốc mở rộng diện tích gieo trồng, tiêu thụ 26.9 triệu tấn, giá sẽ tiếp đà tăng lên 85 cent/pound.

(Nguồn: Bloomberg, BSC research)



QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành dệt may. Đây là ngành hàng thiết yếu có beta thấp, tăng trưởng ổn định. Mặc dù năm 2018 được dự báo là một năm tích cực với xuất khẩu dệt may nhưng xu hướng tăng giá của các yếu tố đầu vào sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của các DN.

TNG- MUA - Giá mục tiêu: 18,130 đồng – Upside: 28.1%

Triển vọng đơn hàng 2018 khả quan. Tính đến cuối tháng 1/2018, giá trị đơn hàng đã được phân bổ cho năm 2018 là 81 triệu USD (~ 1800 tỷ đồng), trong đó 50% vẫn là các đơn hàng từ Decathlon và TCP.

Định giá hấp dẫn: Tại ngày 30/03/2018, TNG được giao dịch tại giá 14,300 đồng, tương đương với P/E trailing 12M = 5.1x, so với trung bình ngành là 7.2x

Rủi ro quản trị vốn lưu động. Vốn lưu động ròng của TNG tại 31/12/2017 là -210.2 tỷ; lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh liên tục âm trong 2 năm gần nhất, tiềm ẩn rủi ro thanh khoản đối với công ty. Chúng tôi cũng lưu ý vấn đề này đã được kiểm toán nhấn mạnh trong BCTC của 7 năm liên tiếp.

TCM- MUA - Giá mục tiêu: 28,600 đồng – Upside: 18%

Doanh thu 2T2018 đạt 21.52 triệu USD (~ 488,9 tỷ đồng, + 24.3% YoY), hoàn thành được 15.5% kế hoạch. Biên lợi nhuận hoạt động tương đương cùng kỳ năm trước ở mức 16.5%.

Năm 2018, công ty sẽ hoàn tất chuyển nhượng 7ha đất và nhà xưởng của nhà máy sợi 3 (KCN Đức Hòa, Long An), doanh thu ước đạt 4.6-4.7 triệu USD. Công tác chuyển nhượng đã được tiến hành từ quý 4/2017 và dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2018.

Mã CK	DTT 2018F (tỷ đ)	LNST 2018F (tỷ đ)	EPS 2018F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Cổ tức 2017	Giá đóng cửa 30/03/18	Giá mục tiêu
TNG	3,103	139	3,050	4.7	0.78	18.3%	20%	14,300	18,310
TCM	3,373	193	3,170	7.6	1.01	15.6%	5% tiền 5% CP	24,250	28,600

(Nguồn: BSC research)

Ngành Cảng biển [Trung lập]

- Sản lượng container qua cảng năm 2017 tăng trưởng 13%
- Kết quả kinh doanh năm 2017: giảm giá dịch vụ khiến BLNG giảm
- Các công ty tại khu vực cảng Hải Phòng tiếp tục cạnh tranh mạnh
- Cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động từ năm 2018

Sản lượng hàng hóa qua cảng năm 2017 tăng 17% so với năm 2016. Tổng lượng hàng hóa qua cảng biển năm 2017 đạt 536.431 triệu tấn (+ 17% yoy), trong đó, hàng hóa xuất khẩu đạt 127.52 triệu tấn (+14% yoy). Hàng nhập khẩu đạt hơn 153.95 triệu tấn (+7% yoy), hàng nội địa đạt hơn 175.13 triệu tấn (+ 9% yoy).

Hàng container thông qua cảng biển trong năm 2017 là hơn 14.733 triệu TEUs (+13% yoy) so với năm 2016, trong đó: hàng hóa xuất khẩu đạt 5.727 triệu TEUs (+ 11% yoy), hàng hóa nhập khẩu đạt 5.77 TEUs (+12% yoy). Hàng nội địa đạt 2,668 TEUs (+ 21% yoy)

Kết quả kinh doanh 2017. Cạnh tranh cao tại khu vực các Hải Phòng khiến giá bốc xếp hàng hóa ước giảm khoảng 10% năm 2017. Thêm vào đó việc thành phố Hải Phòng thực hiện thu thuế với hàng container trong khoảng đầu năm 2017 làm BLNG các doanh nghiệp cảng trong khu vực này không duy trì được cao như năm 2016. Chú ý, TMS doanh thu tăng trưởng đột biến chủ yếu do ghi nhận doanh thu từ VNF.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh năm 2017

Mã	DTT 2017 (tỷ đồng)	%YoY	Biên 2017	LNG	Biên LNG 2016	LNST 2017 (tỷ đồng)	%YoY	P/E	P/B
GMD	3,923	4.85%	26.1%		27.2%	581.3	31.0%	17.16	1.37
TMS	2,132	246.26%	11.7%		25.0%	211.4	22.8%	5.60	0.85
PHP	2,069	-13.86%	34.7%		37.1%	482.3	-19.4%	11.90	1.18
VSC	1,303	20.39%	31.3%		36.6%	263.8	0.7%	8.24	1.33
SGP	1,161	-3.42%	37.7%		42.0%	430.9	1502.1%	6.45	1.64
TCL	833	1.41%	18.6%		17.7%	96.6	2.4%	5.96	0.90
HAH	778	59.55%	26.2%		34.2%	152.6	14.0%	9.78	0.83
DVP	627	-3.90%	49.4%		49.1%	287.4	0.2%	8.64	2.54
CDN	601	8.64%	35.6%		34.9%	131.6	3.1%	9.78	1.48
PDN	517	22.65%	29.4%		31.8%	76.5	15.9%	13.72	2.52
CLL	252	-12.39%	44.1%		39.1%	83.5	2.7%	13.03	1.84
PRC	128	-3.64%	8.9%		9.7%	2.7	-13.2%	7.97	0.72
DXP	80	-24.43%	27.1%		38.3%	24.1	-38.9%	14.87	1.08

(Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp)

Cảng nước sâu Lạch Huyện (Hải Phòng) đi vào hoạt động từ năm 2018 Hai bến đầu tiên của Cảng nước sâu Lạch Huyện có thể đi vào hoạt động từ ngày 12/5/2018. Dự kiến Cảng cửa ngõ quốc tế Hải Phòng có thể tiếp nhận được tàu container trọng tải lớn lên đến 8.000 TEUs và có thể đóng vai trò trung tâm trong hệ thống cảng biển của Việt Nam và khu vực phía Bắc sau khi hoàn thành. Thêm vào đó, cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động từ đầu năm 2018 làm tăng mạnh cạnh tranh trong khu vực. Do đó, giá dịch vụ bốc xếp dự báo sẽ tiếp tục giảm so với năm 2017.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các hiệp định CPTPP và FTAs chính thức được ký kết là động lực giúp tăng mạnh nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng. Nhìn chung, các doanh nghiệp tại cảng Hải Phòng sẽ tiếp tục khó khăn do cạnh tranh cao, đặc biệt khi Lạch Huyện đi vào hoạt động từ tháng 5/2018. Dự báo cung sẽ lớn hơn khoảng 40% so với cầu. Vì vậy, chúng tôi đưa ra đánh giá Trung lập với ngành Cảng biển.

Mã CK	DT 2018 (tỷ đồng)	LNTT 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E 2018	P/B 2018	ROE 2018	Giá ngày 30/03/2018	Giá mục tiêu
GMD	3981	660	1,812	16	1.1	7%	30,750	31,000
VSC	1,429	287	4,628	8.7	1.18	15%	40,400	45,354

(Nguồn: BSC Research)

Ngành Vận tải biển [Trung Lập]

- Cước vận tải hàng rời đóng cửa ở mức 1,055, giảm mạnh so với đầu quý 1
- Sản lượng hàng vận chuyển của đội tàu nội địa tăng 6% trong 2017.
- Kết quả năm 2017: vận tải hàng rời vẫn khó khăn, vận tải lỏng ổn định.
- Cung cầu vận tải biển thế giới có thể thu hẹp hơn năm 2018, khuyến nghị với PVT

BDI index quý 1/2018 giảm mạnh, từ 1,730 điểm xuống còn 1,055. Chúng tôi nhận định việc chỉ số vận tải hàng rời giảm mạnh do lo ngại về chiến tranh thương mại có thể xảy ra, cụ thể là việc Mỹ áp thuế đối với hàng hóa từ Trung Quốc.

Tổng sản lượng vận tải do đội tàu biển Việt Nam thực hiện đạt 130,9 triệu tấn (+6%yoy). Đội tàu mang cờ quốc tịch Việt Nam đã đảm nhận được gần 100% lượng hàng vận tải nội địa bằng đường biển (trừ một số tàu chuyên dụng như LPG, xi măng rời...).

Kết quả kinh doanh 2017. Nhìn chung các doanh nghiệp hàng rời vẫn gặp khó khăn do giá cước vận tải thấp mặc dù nguồn hàng vẫn ổn định. Thêm vào đó do phần lớn đầu tư đội tàu trong thời điểm giá cao, chi phí khấu hao lớn tạo gánh nặng lên BLNG. Trong khi đó, các hãng vận tải hàng lỏng vẫn tương đối ổn định mặc dù không ghi nhận tăng trưởng cao như năm 2016.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh 2017.

Mã	DTT 2017 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2017	Biên LNG 2016	LNST 2017 (tỷ đồng)	%YoY	EPS 2017 (đồng)
PVT	6,129	-8.98%	13.2%	11.3%	496.8	2.8%	1,487
VOS	1,612	28.12%	-7.6%	-10.9%	10.7	-103.0%	77
VTO	1,260	7.71%	17.3%	19.7%	94.5	8.7%	1,198
GSP	1,292	13.28%	7.2%	7.4%	52.6	13.2%	1,646
VIP	729	15.51%	25.3%	20.0%	78.1	-3.3%	1,148
PJT	563	26.98%	13.0%	13.1%	33.8	6.0%	2,140
VNA	559	5.01%	-7.0%	-3.3%	-75.9	-23.0%	-3,794
VFR	223	-15.58%	-7.5%	-4.0%	40.1	-325.0%	2,664
HTV	181	-2.33%	20.4%	21.1%	21.0	-7.0%	1,602
TJC	180	0.98%	5.7%	14.4%	0.1	-99.1%	12
TCO	160	1.62%	24.2%	25.9%	17.7	-36.4%	975

(Nguồn: BCTC, BSC Research)

Số lượng tàu mới hạ thủy có thể giảm mạnh, nguồn cầu tăng khoảng trên 2% năm 2018. Do khó khăn của vận tải biển quốc tế kéo dài từ năm 2012 tới nay, số lượng đơn đặt hàng tàu đóng mới đã giảm đáng kể, chỉ vào khoảng 2.4% trong năm 2015, trong khi đó con số này vào năm 2012 là 10.4%. Về phía cầu, JP Morgan dự báo nhờ sự hồi phục của thương mại thế giới, cầu vận tải có thể tăng khoảng 3.5% năm 2018.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhìn chung các doanh nghiệp vận tải biển sẽ tiếp tục có sự phân hóa lớn giữa vận tải rời và hàng lỏng. VOS đã được chấp nhận giãn nợ, tuy nhiên hoạt động kinh doanh chính chúng tôi cho rằng không có khởi sắc. PVT sẽ vẫn là doanh nghiệp đáng chú ý trong ngành. Trong năm 2018, ngoài việc NMLD Bình Sơn xong bảo dưỡng lớn, đây sẽ là năm bản lề để PVT đầu tư đội tàu chuẩn bị cho nguồn hàng tăng mạnh năm 2019.

Mã CK	DT 2018(tỷ)	LNST 2018(tỷ)	EPS F 2018	P/E fw 2018	P/B fw 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 30/03/18	Giá mục tiêu
PVT	6,521	665	1,792	11.5	1.5	15%	20,600	19,080
GSP	1,394	55	1,830	7.5	1.1	12%	13,750	14,500

(Nguồn: BSC research)

Ngành Cao su [Trung lập]

- Giá cao su giảm nhẹ 3.9% qoq trong 1Q2018
- Giá cao su trong năm 2018 được dự báo sẽ giảm 5% - 8% theo WB và EIU
- Trong 2T2018, xuất khẩu cao su tại Việt Nam tăng 1.1% về sản lượng, giá bán giảm 9.7% so với trung bình năm 2017.
- KQKD của các DN năm 2017 khả quan do giá cao su tăng từ 30%-40%.

Giá cao su giảm nhẹ trong quý 1/2018. So với quý 4/2017, trung bình giá RSS3 đã giảm nhẹ 3.9% qoq, đạt 187 JPY/tấn, do dư cung. Mặc dù việc cắt giảm sản lượng 350.000 tấn trong 1Q2018 của 3 nước Thái Lan, Indonesia và Malaysia, điều này chỉ có tác dụng kìm hãm đà giảm của giá cao su, chưa đủ tạo ra động lực tăng giá trong năm nay.

Diễn biến giá cao su RSS3



Nguồn: Bloomberg

Trung bình giá cao su được dự báo sẽ giảm từ 5%-8% trong năm 2018 theo dự báo của World Bank và EIU. Dự báo dựa trên tình trạng dư cung tiếp tục tiếp diễn và giá dầu tăng. (1) Theo tổ chức ANRPC, trong năm 2018, nhu cầu cao su tự nhiên toàn cầu đạt 13.327 triệu tấn (+2.8% yoy) trong khi nguồn cung đạt 13.784 triệu tấn (+4.5% yoy). Do đó, dư cung được dự kiến sẽ ở mức 457 nghìn tấn (+97% yoy). (2) Diễn biến giá dầu đang có xu hướng tăng, hỗ trợ giảm bớt sự giảm giá của cao su. Giá dầu hiện tại đang ở mức trung bình 67\$/thùng trong 2T2018, cao hơn 23.5% so với giá trung bình 2017 và được dự báo sẽ đạt trung bình 62\$/thùng trong năm 2018 theo EIU.

Giá trị xuất khẩu Việt Nam giảm 26.5%, giá xuất khẩu giảm 27.3% trong 2T2018. Xuất khẩu cao su trong 2 tháng đầu năm ước đạt 185.466 tấn, tăng 1.1% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trung bình giá cao su xuất khẩu trong 2T2018 đạt 1471 USD/tấn, giảm 27.3% so với cùng kỳ năm 2017. Thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam vẫn là Trung Quốc, chiếm hơn 55% tổng lượng nhập khẩu.

KQKD năm 2017 của các DN khả quan. Các doanh nghiệp cao su đều đạt kết quả tăng trưởng mạnh trong năm 2017 nhờ giá cao su tăng mạnh so với cùng kỳ. Trung bình giá bán cao su của các doanh nghiệp như PHR, DPR đã tăng từ 20% - 25% trong năm 2017. Thêm vào đó, giá gỗ cao su tăng mạnh 40% so với năm 2016 cũng góp phần tăng trưởng LN cho các DN cao su. Tổng DTT của nhóm DN theo dõi đã tăng 32.6%, LNST tăng 69% trong năm qua.

Mã	DTT (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG	Biên LN thuần từ HĐKD	LNST (tỷ đ)	% yoy
----	------------	-------	----------	-----------------------	-------------	-------

PHR	1654	40.2%	17.2%	14.07%	330.5	48.1%
DPR	1071	25.4%	30.9%	26.3%	240.5	49.3%
HRC	170	99%	15.9%	5%	8.6	-8.2%
TRC	405	15.6%	28.4%	21.5%	144.8	108%
DRI	583	45.3%	44.5%	32.4%	144.5	568%

(Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp)

Kế hoạch kinh doanh 2018. Do nhận định được tình hình giá cao su giảm, các DN cao su năm nay đặt kế hoạch khá thận trọng về doanh thu và LN với giá cao su giảm từ 7% - 10% trong năm 2018.

	DT 2018	% yoy	LN 2018	% yoy
PHR	1605.41	-3%	400.54	-2.7%
DPR	731.7	-31.8%	189.6	-30.4%
TRC	498	-1%	113	-31.5%

SSS

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành cao su tự nhiên. Với lịch sử trả cổ tức cao từ 40%-50%, chúng tôi đánh giá cổ phiếu ngành cao su khá hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

PHR – MUA – Giá mục tiêu 53,098 VND/cp – Upside 14.9%

Trong năm 2017, DTT và LNST của PHR lần lượt đạt 1.654 tỷ VND (+40.2% yoy) và 330.5 tỷ VND (48.1% yoy). Sự tăng trưởng mạnh cả về DT và LNST là do giá bán cao su đã tăng 31% đạt 30.39 triệu VND/tấn, diện tích cao su thanh lý lớn với giá gỗ cao su cao hơn 40% so với năm 2016. Năm 2018, DN đặt kế hoạch sẽ sản xuất 13.000 tấn, thu mua 12.000 tấn (trong đó 4.800 tấn từ công ty con Phước Hòa Kampong Thom), sản lượng tiêu thụ đạt 28.000 tấn với giá bán bình quân 37.01 triệu VND/tấn. DN cũng sẽ tiếp tục thanh lý khoảng 1,200 ha gỗ cao su trong năm nay, ghi nhận DT khoảng 330 tỷ VND. Về việc chuyển đổi đất KCN cho VSIP và NTC với giá dự kiến khoảng 1 tỷ VND/ha, DN dự kiến khoản lợi nhuận này sẽ khoảng 1,000 tỷ VND được ghi nhận trong vòng 4 – 5 năm. Trong năm 2018, DN đặt kế hoạch DT và LN lần lượt đạt 1605.41 tỷ VND (-3% yoy) và 400.54 tỷ VND (-2.7% yoy). Cổ tức năm 2017 doanh nghiệp sẽ chi trả khoảng 23% tiền mặt, cổ phiếu thưởng theo tỷ lệ 3:2.

DRI – MUA – Giá mục tiêu 11,592 VND/cp – Upside 13.65%

Trong năm 2017, DTT và LNTT của DRI đạt 586.8 tỷ VND (+46.4% yoy) và 152.8 tỷ VND (+444.9% yoy). LN đột biến này là do sự tăng trưởng nhanh cả về sản lượng và giá bán. DRI là doanh nghiệp có lợi thế về diện tích trồng cao su lớn (hơn 7,000 ha), vườn cây có độ tuổi trẻ với năng suất cao và chi phí sản xuất rẻ. Sản lượng thu hoạch trong năm 2017 đạt 18,482.55 tấn (+17.5% yoy) và giá bán trung bình đã tăng lên 1,511.22 USD/tấn (+25.9% yoy). Dự kiến trong năm 2018, sản lượng thu hoạch mủ nước, theo ước tính của BSC, đạt 14,728 tấn, mủ phụ đạt 3,700 tấn (-0.3% yoy). Với giá bán theo kế hoạch của DN là 1,450 USD, DT dự kiến của DN sẽ đạt 608 tỷ VND (+4.3% yoy). Theo dự báo của BSC, DRI sẽ ghi nhận DT và LN lần lượt đạt 604 tỷ VND (+2.9% yoy) và 102 tỷ VND (-29.2% yoy), tương đương với EPS 2018 = 1,324 VND/cp. Dakruco cũng sẽ thoái vốn tại DRI trong năm nay, trước khi Dakruco thực hiện IPO vào tháng 9/2018.

DPR – Theo dõi

DT và LNST của DPR lần lượt đạt 1071 tỷ VND (+25.4% yoy) và 287 tỷ VND (+49% yoy). Sản lượng khai thác cao su của DPR đạt 14,271 tấn (-1.4% yoy), sản lượng thu mua đạt 3,254 tấn (+24.6% yoy),

năng suất đạt 2.1 tấn/ha. DT và LN của mảng cao su của DN lần lượt đạt 669.4 tỷ VND và 106 tỷ VND. DN cũng thanh lý 432 ha với giá khoảng 230 triệu VND/ha (+40% yoy) (LN mảng gỗ đạt 100 tỷ VND). Trong năm 2018, DN dự kiến sẽ khai thác 13,000 tấn cao su, thu mua 3,500 tấn và tiêu thụ 16,500 tấn với đơn giá trung bình kế hoạch 36.5 triệu VND/tấn. DN cũng sẽ thanh lý hơn 536 ha với giá 170 triệu VND/ha, ghi nhận DT và LN lần lượt 95 tỷ VND và 80 tỷ VND. Dự kiến DT và LNTT của DN đạt 731.7 tỷ VND (-31.8% yoy) và 189.6 tỷ VND (-30.4% yoy) trong năm 2018 (kế hoạch này đã bao gồm LN từ thanh lý gỗ). DPR cũng dự kiến trả 45% bằng tiền mặt trong năm nay.

Mã CK	DT2018 E (tỷ đ)	LN2018 E (tỷ đ)	EPS 2018 (VND/cp)	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2018)	Giá đóng cửa 30/03/2018	Giá mục tiêu
PHR	1,631	314	4,633	9.3x	1.6x	20.6%	46,200	53,098
DRI	604	102	1,324	7.7x	0.8x	13.5%	10,200	11,592

(Nguồn: BSC research)

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng ô tô tăng 1.52% trong 2T2018.
- Cạnh tranh gay gắt với Trung Quốc và các doanh nghiệp FDI.
- Giá cao su tự nhiên đã giảm 3.9% qoq giúp giảm chi phí sản xuất của các DN sản xuất lốp.
- Giá bán lốp đầu ra của các DN đã tăng từ 3%-5% trong 1Q2018.
- KQKD năm 2017 sụt giảm mạnh do biến động giá NVL đầu vào. Kỳ vọng năm 2018 sẽ phục hồi lợi nhuận.

Sản lượng ô tô tăng nhẹ trong 2T2018. Theo VAMA, doanh số tiêu thụ xe ô tô trong năm 2017 đã giảm 10.4% yoy, chủ yếu do tâm lý chờ thuế nhập khẩu xe ô tô về 0% trong khối Asian của người dân. Trong 2T2018, lượng xe tiêu thụ đã tăng trưởng nhẹ trở lại 1.52%, không tăng trưởng mạnh do nghị định 116 tạo thêm rào cản cho xe nhập khẩu. Theo nhận định của BSC, lượng xe tiêu thụ sẽ tăng trưởng nhanh khi các DN giải quyết được vấn đề rào cản xe nhập khẩu.

Cạnh tranh cao. Hiện nay, các doanh nghiệp sản xuất lốp đang gặp cạnh tranh gay gắt với lốp Trung Quốc. Lốp Radial Trung Quốc hiện nay đang chiếm 50% thị phần với giá bán rẻ hơn 20%-30% làm ảnh hưởng đến lượng tiêu thụ của các DN Việt Nam. Các doanh nghiệp FDI có công suất sản xuất lớn như Bridgestone (17.885.000 lốp/năm), Kumho (6.300.000 lốp/năm) ... bắt đầu tăng sản lượng lốp bán ra tại Việt Nam lên mức 15% - 20% tổng lượng sản xuất cũng làm tăng áp lực cạnh tranh.

Giá cao su tự nhiên giảm. Giá cao su tự nhiên được dự báo sẽ giảm từ 5% - 8% trong năm 2018 theo WB và EIU sẽ giúp các DN sản xuất lốp phục hồi về KQKD. (35% chi phí NVL đến từ cao su tự nhiên). Trong 1Q2018, giá cao su giảm 3.9% qoq giúp giảm chi phí sản xuất của các DN sản xuất lốp từ 2Q2018.

Giá bán lốp đầu ra tăng từ đầu năm 2018. Trong 1Q2018, các DN sản xuất lốp đã tăng giá lốp các sản phẩm của mình lên từ 3% - 5%. Cụ thể, DRC đã tăng giá lốp xe đạp xe máy lên 5% từ 1T2018, tăng giá lốp ô tô lên 3% từ 3T2018. CSM cũng đã tăng giá các sản phẩm xe máy và ô tô lên 5% trong 1Q2018 giúp cải thiện biên lợi nhuận của các sản phẩm của DN hiện nay.

Biên lợi nhuận có thể được cải thiện. (1) Giá bán các sản phẩm tăng, (2) Giá cao su tự nhiên đầu vào được dự báo giảm và (3) DRC sẽ tăng công suất nhà máy Radial giúp giảm chi phí khấu hao trên một sản phẩm. Trong năm 2018, DRC dự kiến đưa giai đoạn 2 nhà máy Radial vào hoạt động trong 3Q2018, tăng công suất lên gấp đôi. Dự kiến chi phí khấu hao trên 1 sản phẩm sẽ giảm từ 30%-40% sau khi giai đoạn 2 hoạt động hết công suất. Trong năm 2017, biên LNG mảng Radial của DRC đã tăng mạnh (từ -9% lên -2%).

Kết quả kinh doanh 2017 sụt giảm mạnh. Tổng doanh thu thuần và LNST của các DN sản xuất lốp niêm yết đạt lần lượt là 8,120 tỷ VND (+7.03% yoy) và 255 tỷ VND (-65.82% yoy). Kết quả kinh doanh sụt giảm chủ yếu do giá NVL đầu vào tăng mạnh. Giá cao su tự nhiên đã tăng trung bình 30-40%, giá cao su nhân tạo và than đen cũng tăng mạnh 40%-50%.

Mã	DTT 2017 (tỷ đ)	DTT 2016 (tỷ đ)	% yoy	Biên LNG	Biên thuần HĐKD	LN từ	LNST 2017 (tỷ đ)	LNST 2016 (tỷ đ)	% yoy
DRC	3,645	3,390	8.20%	12.50%	5.60%		166	419.51	-60.40%
CSM	3,517	3287	7%	12.30%	1.63%		55	261	-78.90%
SRC	934	909	2.72%	16.00%	3.70%		34.24	66.27	-48%

(Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp)

Kế hoạch 2018. Các doanh nghiệp sản xuất đặt kế hoạch LN phục hồi do nhận định giá cao su sẽ giảm và kỳ vọng từ tăng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm. DRC đặt kế hoạch DT và LNST trong năm 2018 lần lượt đạt 4,500 tỷ VND (+22.6% yoy) và 210 tỷ VND (+26.5% yoy). CSM đặt kế hoạch tăng trưởng 8% yoy của DT lên mức 3,800 tỷ VND và 100 tỷ VND LNST (>+81% yoy).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Năm 2018 sẽ là năm được kỳ vọng phục hồi về KQKD của các DN sản xuất khi giá cao su được kỳ vọng giảm và tiềm năng tăng trưởng đến từ tiêu thụ lốp Radial. Tuy nhiên, với việc hiện nay các DN bị định giá cao (P/E từ 22x – 27x trong khi P/E ngành trung bình khu vực hiện nay là 21.1x) cùng tình trạng cạnh tranh lớn, chúng tôi giữ nguyên quan điểm TRUNG LẬP về triển vọng ngành sản xuất lốp trong tương lai.

DRC – THEO DÕI – Giá mục tiêu 31.215 VND/cổ phiếu – Upside 4.1%

Kết quả kinh doanh của DRC trong năm 2017 giảm mạnh. DT và LN của DRC lần lượt đạt 3669 tỷ VND (+8.2% yoy) và 166 tỷ VND (-60.4% yoy). Mặc dù DRC đã tăng giá bán các sản phẩm lên trung bình 7%-10% trong năm 2017, tuy nhiên không đủ để bù đắp cho việc tăng giá của nguyên vật liệu trong kỳ. Trong năm 2017, giá NVL của DRC nhập đã tăng trung bình 40% - 50%. Về sản lượng, tiêu thụ lốp Bias đã giảm 5.04% yoy trong khi lốp Radial tăng mạnh 34.2% lên 333,479 lốp. Lốp Radial tiêu thụ khoảng 2/3 để xuất khẩu với giá bán thấp hơn 50% so với nội địa và hiện đang lỗ. Trong năm 2018, DRC đã tăng giá bán của các sản phẩm lên 5% trong quý 1/2018. Điều này sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của các sản phẩm của DN. Bên cạnh đó, DRC dự kiến sẽ đưa giai đoạn 2 nhà máy Radial vào hoạt động bắt đầu từ 3Q2018, tăng công suất sản xuất lốp Radial lên gấp đôi, dự kiến tiêu thụ lốp Radial năm 2018 sẽ đạt 480.000 lốp. Với vốn đầu tư bằng ½ của giai đoạn 1, chi phí khấu hao trên một sản phẩm lốp Radial được kỳ vọng sẽ giảm khoảng 30%-40%. Do đó, theo nhận định của BSC, DN có thể cải thiện biên lợi nhuận mảng lốp Radial và cải thiện kết quả kinh doanh của DN. Trong năm 2018, DN đặt mục tiêu DT đạt 4500 tỷ VND (+22.6% yoy) và LNST đạt 210 tỷ VND (+26.5% yoy). Vinachem cũng dự kiến sẽ thoái vốn tại DRC, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong năm 2018. Điều này thu hút sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư. Cổ phiếu DRC hiện đang được giao dịch tại mức P/E = 22.11x, P/B = 2.4x tại ngày 3/4/2018.

CSM – Theo dõi

Trong năm 2017, doanh thu và LNST của CSM đạt 3,517 tỷ VND (+7% yoy) và 55 tỷ VND (-78.9% yoy). Sự suy giảm về LN là do sự tăng giá đột biến của nguyên vật liệu đầu vào (Giá cao su trên thế giới đã tăng trung bình 36% trong năm 2017). Mảng Radial của CSM lỗ 130 tỷ trong năm vừa qua. Hiện nay, CSM đang tập trung vào sản xuất lốp Radial toàn thép (TBR) và lốp Radial bán thép (PCR). Về lốp TBR, CSM tiêu thụ được khoảng 8.000 lốp/tháng trong năm 2017 (Xuất khẩu khoảng 3.000 – 5.000 lốp/tháng với giá thấp hơn 10%-15% so với giá nội địa). Trong năm 2018, CSM kỳ vọng sẽ tiêu thụ được 8.500 – 9.000 lốp/tháng. Về lốp PCR, Tireco là nhà tiêu thụ chính của CSM. Trong năm 2017, Tireco tiêu thụ được 200.000 lốp PCR và sẽ tiếp tục nhập 1.000.000 lốp của CSM trong năm 2018. Tuy nhiên, giá bán cho Tireco thấp hơn 20% so với giá bán nội địa. Do đó, CSM trong năm 2018 sẽ ưu tiên bán hàng nội địa sản phẩm PCR và hiện đã có các khách hàng quen thuộc như Trường Hải, TNT, Đồng Bàng..., phần còn lại sẽ xuất khẩu. Trong năm 2018, CSM cũng nâng giá của các sản phẩm xe đạp xe máy lên 5%, sản phẩm ô tô lên 3%. CSM đặt kỳ vọng DT và LNST của DN đạt lần lượt 3.800 tỷ VND (+8% yoy) và 100 tỷ VND (>+81% yoy) năm nay. Cổ phiếu được kỳ vọng sẽ ở mức 3% trong năm 2018. Ngoài ra, Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn tại CSM xuống mức 36%. Cổ phiếu CSM hiện đang được giao dịch tại mức P/E = 27.04x, P/B = 1.2x.

Mã CK	DT2018 E (tỷ đ)	LN2018 E (tỷ đ)	EPS 2018 (VND/cp)	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE (2018)	Giá đóng cửa 30/03/18	Giá mục tiêu
DRC	4,580	163	1,368	21.9x	2.44x	10.9%	30,000	31,215

(Nguồn: BSC research)

Ngành Thủy sản [Kém khả quan]

- Xuất khẩu thủy sản quý I năm 2018 tăng 17.5% yoy, giá trị đạt 1.8 tỷ USD.
- Nguyên liệu tiếp tục khan hiếm đã đẩy giá thủy sản lên cao, cá tra nội địa đạt đỉnh 30,000 đồng/kg.
- Từ 1/1/2018, các sản phẩm hải sản nhập khẩu sang Mỹ sẽ phải chịu sự giám sát của chương trình SIMP của Bộ Thương Mại Mỹ.
- EU đưa ra thẻ vàng đối với thủy sản Việt Nam

Xuất khẩu thủy sản quý I năm 2018 đạt 1.8 tỷ USD, tăng 17.5% yoy. Trong đó, giá trị xuất khẩu tôm đạt 719 triệu USD, tăng 16.3% yoy; cá tra đạt 430 triệu USD tăng 15.8% yoy. Bên cạnh đó, trong tháng 3, với mức tăng trưởng mạnh thì Trung Quốc đã vượt qua Mỹ và trở thành nước nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam. Tuy nhiên, việc xuất khẩu sang Trung Quốc cũng tiềm ẩn một số rủi ro về việc kiểm soát đồng bộ cũng như chênh lệch giá cả sẽ dẫn đến việc cạnh tranh tăng cao.

Kết quả kinh doanh 2017. Ngành Thủy sản Việt Nam đang gặp khá nhiều khó khăn với mức thuế chống bán phá giá POR13 rất cao của Mỹ. Với mức thuế lên đến 7.74 USD/kg khi xuất khẩu sang Mỹ thì các DN sẽ phải tìm kiếm những thị trường khác như Châu Âu và Trung Quốc. Hơn nữa, năm 2017, Mỹ chính thức áp đặt Đạo luật Nông trại (Farm Bill) sẽ khiến xuất khẩu cá tra của Việt Nam gặp nhiều thử thách. Tuy nhiên, VHC với mức hưởng 0% tại kỳ trước (POR12) nên sẽ được tiếp tục hưởng mức này trong POR13. Theo đó, chỉ có số ít doanh nghiệp thủy sản có được mức tăng trưởng trong năm 2017 có thể kể đến như VHC, ANV, IDI.

Mã CK	Doanh thu 2017 (tỷ đ)	% YoY	LNG 2017 (tỷ đ)	% YoY	LNST 2017 (tỷ đ)	% YoY	P/E	P/B
HVG	15,515	-22%	1,080	-31%	-713	N/A	-2.44	0.51
VHC	8,151	11.6%	1,172	10%	605	7%	8.14	2.17
IDI	5,330	32%	647	94%	349	271%	7.36	1.13
ANV	2,949	4%	432	20%	142	647%	20.32	2.14
ACL	1,188	-8%	179	-6%	23	-4%	8.51	0.54
TS4	711	-10%	117	-3%	5	N/A	24.58	0.46
ABT	384	-9%	48	-36%	28	-42%	15	1.02
Trung Bình							11.64	1.13

(Nguồn: BCTC các công ty)

Thiếu hụt nguyên liệu khiến giá cá tra tăng. Thời tiết tại Đồng Bằng Sông Cửu Long thay đổi bất thường, lạnh về sớm hơn làm cá thịt chậm lớn và bệnh kéo dài. Bên cạnh đó, việc ngừng thả nuôi cá tra do thua lỗ của những hộ dân đã khiến cho con giống càng thiếu hụt. Điều này làm giá cá tra

nguyên liệu tiếp tục tăng mạnh, dao động từ 27,000 – 29,000 đồng/kg, có nơi lên đến 32,000 đồng/kg.

Từ 1/1/2018, Bộ Thương Mại Mỹ sẽ áp dụng chương trình SIMP. SIMP là chương trình giám sát nhập khẩu hải sản vào Mỹ và áp dụng lên 13 loài thủy sản. Điều này sẽ khiến các điều kiện càng khắt khe hơn và ngành thủy sản sẽ càng gặp nhiều khó khăn trong việc xuất khẩu sang Mỹ trong đó có cá ngừ. Ngoài ra, trong tương lai, nhiều khả năng tôm cũng sẽ bị rơi vào nhóm bị áp dụng chương trình này.

Thẻ vàng từ EU. Từ tháng 11/2017, Liên minh châu Âu đã phạt thẻ vàng với thủy sản Việt Nam khi cho rằng các hoạt động đánh bắt cá tại Việt Nam chưa tuân thủ các quy định của IUU. Trong năm 2018, chính phủ đã thúc đẩy việc thanh tra kiểm soát nhằm khắc phục cũng như nhanh chóng tháo gỡ thẻ vàng từ EU.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** với ngành thủy sản. Sự phụ thuộc lớn vào các yếu tố nước ngoài và các rào cản kỹ thuật tại các thị trường xuất khẩu chính làm đầu ra ngành này bấp bênh. Tuy nhiên, nhà đầu tư nên theo dõi một số mã đầu ngành như VHC do các công ty này vẫn có những dư địa tăng trưởng do lợi thế về đầu vào cũng như các chính sách nước ngoài.

Mã CK	DT 2018(tỷ)	LNST 2018(tỷ)	EPS F 2018	P/E F 2018	P/B F 2018	ROE F 2018	Giá 30/03/2018	Giá mục tiêu
VHC	9,000	600	6,500	11.15	2.28	19.7	70,000	N/A
FMC	3,700	151	3,756	9.31	2.38	24.11	30,700	N/A

(Nguồn: BSC research)

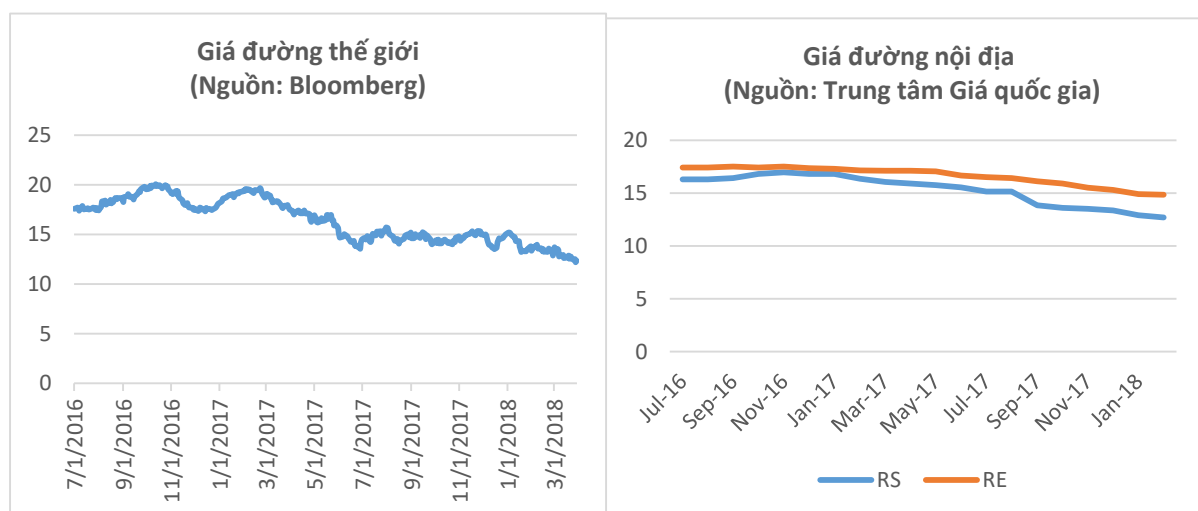
Ngành Mía đường [Kém khả quan]

- Hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN được dỡ bỏ từ 1/1/2018 theo cam kết của Hiệp định ATIGA.
- Lũy kế đến 15/3/2018, lượng đường sản xuất đạt 779,832 tấn (+3.3% so với cùng kỳ).
- Giá đường nội địa giảm từ 10% đến 16% kể từ đầu vụ 2017/2018
- Chúng tôi duy trì đánh giá KÉM KHẢ QUAN đối với cổ phiếu ngành mía đường.

Hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN được dỡ bỏ từ 1/1/2018 theo cam kết của Hiệp định ATIGA. Đường nhập khẩu từ các quốc gia nội khối vào Việt Nam sẽ chịu chung mức thuế suất 5%, điều này sẽ tạo thuận lợi cho đường nhập khẩu vào Việt Nam, nhất là từ Thái Lan. Tuy nhiên, từ đầu năm tới nay, giá đường nội địa giảm sâu, tiêu thụ chậm nên lượng đường nhập không tăng nhiều. Theo thống kê của cơ quan Hải quan Thái Lan, lượng đường thô và đường RS xuất khẩu sang Việt Nam trong 8 tháng đầu vụ mía 2017/2018 lần lượt là 38,066 tấn (tương đương 48.4% cùng kỳ) và 71,060 tấn (tương đương 63.7% cùng kỳ).

Lũy kế đến 15/3/2018, lượng đường sản xuất đạt 779,832 tấn (+3.3% so với cùng kỳ). Sản lượng mía ép đạt 8.49 triệu tấn (+3.4%), giá thu mua mía vụ này phổ biến dao động từ 800,000-1,100,000 đồng/tấn, giảm khoảng 150,000 - 200,000 đồng/tấn so với vụ trước. Tính đến cuối tháng 2/2018, tồn kho đường cả nước là 387,379 tấn, tương đương cùng kỳ.

Giá đường nội địa giảm từ 10% đến 16% kể từ đầu vụ 2017/2018. Theo dự báo của Tổ chức mía đường quốc tế (ISO), dư cung đường có thể đạt 5.15 triệu tấn trong niên vụ 2017/2018 và tình trạng này còn có thể kéo dài sang niên vụ tới khiến giá đường khó có thể phục hồi.



KQKD của các DN mía đường trong nửa đầu niên vụ phản ánh những khó khăn chung của ngành. Giá đường bán buôn từ đầu năm tới nay bình quân đã giảm từ 10 đến 16% cùng với tình hình tiêu thụ cầm chừng của nhiều khách hàng F&B đã khiến hầu hết các DN mía đường đều gặp khó khăn. Đối với SBT, nhờ hợp nhất với BHS nên DTT và LNST tăng trưởng lần lượt 160% và 50.1% so với cùng kỳ, tuy nhiên biên LNG đã giảm đáng kể từ 13.8% về 11.4%. Còn đối với SLS, sản lượng tiêu thụ tăng 3.2 lần giúp cho DTT tăng 159% YoY trong khi biên gộp giảm mạnh từ 43.9% về 28.3%, LNST chỉ đạt 57.7 tỷ (+83% YoY).

Mã CK	DTT 1H17/18 (tỷ)	% YoY	Biên LNG 1H17/18	Biên LNG 1H16/17	LNST 1H17/18 (tỷ)	% YoY	EPS T12M (đ/CP)
SBT	5,464	160%	11.4%	13.8%	264	50.1%	1,404
LSS	476	-44%	15.3%	19.0%	12	-84.6%	0
SLS	245	159%	28.3%	43.9%	58	83.0%	16,905
KTS	176	418%	2.0%	22.9%	0	-99.8%	7,075

(Nguồn: BCTC, BSC research)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu mía đường trong nửa cuối niên vụ 2017/2018 dựa trên một số luận điểm sau:

- (1) Thặng dư cung- cầu nội địa niên vụ 2017/2018 được dự báo đạt 560 nghìn tấn.
- (2) Giá đường vẫn tiếp tục trong xu hướng giảm, khó có khả năng phục hồi ít nhất cho đến niên vụ sau.
- (3) Tình hình tiêu thụ chậm do tâm lý chờ đợi đường nhập khẩu giá rẻ từ ASEAN, xu hướng tăng tỷ lệ sử dụng đường lỏng nhập khẩu.
- (4) Tình hình nhập lậu đường chưa được kiểm soát chặt.

SBT- Theo dõi

Kết quả kinh doanh niên vụ 2017/2018: Lũy kế đến hết Q3 niên vụ 2017/2018, sản lượng đường tiêu thụ của SBT đạt 452,148 tấn (~73% kế hoạch), trong đó tiêu thụ nội địa chiếm 85%, chủ yếu bán qua kênh B2B. Lượng tồn kho cuối tháng 3/2018 là 150,000 tấn (cùng kỳ năm 2017 là 205,000 tấn).

Thay đổi cơ cấu cổ đông: Cơ cấu cổ đông thay đổi tương đối nhiều kể từ sau khi sáp nhập với BHS. Cơ cấu cổ đông hiện tại cô đặc hơn với 50.95% cổ phần nằm thuộc sở hữu của các thành viên của Tập đoàn Thành Thành Công (CTCP đầu tư Thành Thành Công, CTCP Global Mind Việt Nam và Betrimex (*)-trước giao dịch hợp nhất của Global Mind vào Betrimex). Nếu tính cả 83 triệu CP (~15% vốn cổ phần) đã được chấp thuận mua vào làm cổ phiếu quỹ thì tỷ lệ sở hữu nội bộ tại SBT lên tới trên 65%.

Mã CK	DTT 2018F (tỷ đ)	LNST 2018F (tỷ đ)	EPS 2018F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROE 2017	Giá đóng cửa 30/03/2018	Giá mục tiêu
SBT	8,659	576	1,084	19.2	1.8	11%	17,600	17,350
LSS	1,992	59	841	10.7	0.4	7%	9,060	N/A

(Nguồn: BSC research)

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>

