



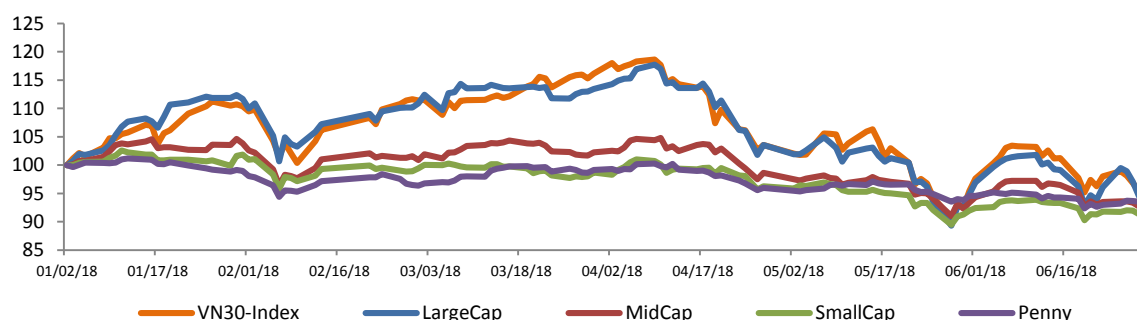
MỤC LỤC

Diễn biến TTCK trong 6 tháng đầu năm 2018	1
Top các cổ phiếu nổi bật Quý 2/2018	3
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index nửa đầu năm 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 3/2018	9
So sánh ngang với TTCK khu vực.....	10
Chủ đề đầu tư nửa cuối năm 2018	11
Triển vọng Ngành Quý 3 và cả năm 2018	13
Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2018	18
Ngành Ngân hàng [Khả quan]	21
Ngành Dầu khí [Khả quan]	32
Ngành Điện [Khả quan]	37
Ngành Công nghệ [Khả quan]	40
Ngành Bất Động Sản [Khả Quan]	42
Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan].....	46
Ngành Xây Dựng [Trung lập]	50
Ngành Dược [Trung lập].....	53
Ngành Thép [Trung lập]	57
Ngành Gạch men [Trung lập]	61
Ngành Nhựa [Trung lập]	64
Ngành Dệt may [Trung lập]	68
Ngành Cảng biển [Trung lập]	72
Ngành Vận tải biển [Trung Lập]	75
Ngành Cao su [Trung lập].....	77
Ngành Săm lốp [Trung lập].....	80
Ngành Phân bón [Trung lập]	83
Ngành Thủy sản [Trung lập]	87
Ngành Xi măng [Kém khả quan].....	90
Ngành Mía đường [Kém khả quan].....	92

Diễn biến TTCK trong 6 tháng đầu năm 2018

- **Xét về Điểm số.** Chỉ số thị trường giảm điểm mạnh trong quý 2/2018 do áp lực bán lớn từ các cổ phiếu trụ nhóm tài chính và tiêu dùng. Tính đến hết tháng 6/2018, chỉ số VN-Index giảm 23.46 điểm (-2.38% ytd) và chỉ số HNX-Index giảm 10.69 điểm (-9.15% ytd). VN-Index đóng cửa ở mức 960.78 điểm.
- **Về diễn biến thị trường.** Sau giai đoạn hưng phấn vào quý 1 năm 2018, chỉ số VN-Index đã giảm sâu hơn so với thời điểm đầu năm 2018 với phần lớn các mã trên thị trường giảm. Chỉ số thị trường bị chi phối mạnh bởi các mã cổ phiếu trụ. Các cổ phiếu hỗ trợ chỉ số VN-Index gồm VIC (góp 50 điểm), HPG (góp 4.8 điểm), VCB (góp 4.7 điểm), VPB (góp 4.5 điểm), BVH (góp 4.5 điểm). Ở chiều ngược lại, các cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào đà giảm của chỉ số gồm: ROS (giảm 22 điểm), VNM (giảm 20 điểm), PLX (giảm 6 điểm), VRE (giảm 5.1 điểm) và TCB (giảm 4.1 điểm).
- **Nhóm cổ phiếu.** Tính đến hết tháng 6/2018, tất cả các nhóm cổ phiếu đều có hiệu suất âm. Nhóm SmallCap giảm mạnh nhất với hiệu suất -8.6%, tiếp theo là các nhóm MidCap -6.9%, Penny -5.8%, LargeCap -5.5% và VN30 giảm -4.6%. Xét nửa đầu năm 2018, chỉ có 5/18 ngành tăng điểm. Những nhóm tăng mạnh nhất gồm (1) Bất động sản tăng 30.1% có đóng góp của VIC ; (2) Du lịch, giải trí tăng 13.6% với đóng góp của HOT và (3) Bảo hiểm 12.9% với mã BVH. Những nhóm giảm mạnh nhất gồm Xây dựng và vật liệu 40.5% với ROS và CTD giảm sâu, Dầu khí giảm 21% do GAS, PVS và Công nghệ thông tin giảm 14.2% do mã FPT.
- **Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến VN-Index và TTCK Quý 2 năm 2018.** Thị trường chứng khoán bị tác động mạnh bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước. Các yếu tố vĩ mô bao gồm: **(1) Chiến tranh thương mại Mỹ- Trung;** **(2) Địa chính trị Syria, Bắc Triều Tiên;** **(3) Lãi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ 10 năm tăng mạnh trên mức 3%, FED tăng lãi suất kéo theo sự lên giá của USD,** đồng nội tệ của các nước trong khu vực mới nổi và thị trường cận biên mất giá. Một số yếu tố nội tại tác động đến thị trường trong nửa đầu năm 2018 bao gồm: (1) P/E và P/B VN-Index cao so với thế giới, các cổ phiếu chủ chốt có mức định giá cao; (2) Thị trường bị méo mó bởi các cổ phiếu lớn mới niêm yết với mức định giá cao. Để giúp nhà đầu tư có thêm góc nhìn về các vấn đề nóng đang diễn ra, chúng tôi công bố 3 báo cáo [Chiến tranh thương mại](#); [Ảnh hưởng của địa chính trị tới giá dầu và thị trường chứng khoán](#) và báo cáo [Ngành dầu khí và thỏa thuận hạt nhân Iran](#).

Diễn biến của các nhóm cổ phiếu



(Nguồn: Bloomberg, BSC Research)

Các sự kiện theo mốc thời gian

Tháng	Thời gian (ngày)	Sự kiện Quốc tế
Tháng 1	9	Fed họp
	18	ETF VFM VN30 review
	24	Họp ECB
	30	Mỹ điều chỉnh lãi suất
Tháng 2	20	Họp Fed
	25-28	Ishares MSCI review
Tháng 3	7	Họp ECB
	20	Mỹ điều chỉnh lãi suất
	11-15	ETF VNM, FTSE review
Tháng 4	10	Họp ECB
Tháng 5	1	Mỹ điều chỉnh lãi suất
	27-31	Ishares MSCI review
Tháng 6	6	Họp ECB
	17-21	ETF VNM, FTSE review
	Cả tháng	Họp thường kỳ quốc hội kỳ 7
	19	Mỹ điều chỉnh lãi suất
Tháng 7	6	Mỹ áp thuế nhập khẩu lên hàng hóa TQ
	23	VN30 Review
	16-20	ETF VFM VN30 review
	30-31	Họp BOJ
	31-01/8	Họp FED
Tháng 8	27-31	ETF Ishare MSCI review
	21-10	ETF FTSE Vietnam review
	13	Họp ECB
Tháng 9	17-21	ETF VNM review
	18-19	Họp BOJ
	25 - 26	Họp FED
	7 – 28	Bầu cử tổng thống Brazil
Tháng 10	19	Review tỷ trọng VN30
	25	Họp ECB
	30 - 31	Họp BOJ
Tháng 11	6	Bầu cử giữa nhiệm kỳ tại Mỹ
	8	Họp FED
	26-30	ETF ishare MSCI review
	Cả tháng	Họp thường kỳ quốc hội kỳ 6
	3	Họp OPEC
	21	ETF FTSE Review
Tháng 12	13	Họp ECB
	17-21	ETF VNM review
	18 – 19	Họp FED
	19-20	Họp BOJ

(Nguồn: BSC Research)

Top các cổ phiếu nổi bật Quý 2/2018

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 30/06/2018	Thay đổi giá trong Q2 (%)	Index pt
VIC	107,500	10.99	11.55
VHM	112,400	1.72	1.75
LGC	25,050	36.14	0.45
HNG	10,200	15.25	0.3
TCH	21,750	5.07	0.27

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 30/06/2018	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
GAS	88,500	-31.12	-12.41
BID	26,000	-40.09	9.72
VNM	170,000	-15.53	-7.99
VCB	58,000	-17.73	-7.81
MSN	79,000	-30.4	-6.56

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá 01/04/2018	Giá 30/6/2018	%Chg
HCD	8,190	15,200	86%
SJF	15,150	24,800	64%
HRC	22,850	35,950	57%
TIX	28,677	45,000	57%
DTT	11,500	17,700	54%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá 01/04/2018	Giá 30/6/2018	%Chg
ROS	112,507	43,000	-62%
HVG	5,150	2,600	-50%
TIE	11,899	6,240	-48%
VID	11,700	6,360	-46%
PXT	3,275	1,900	-42%

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 30/06/2018	Thay đổi giá trong Q2 (%)	Index pt
TTB	23,100	78.94	0.33
VPI	42,500	7.59	0.23
CAG	107,300	153.07	0.19
DNP	24,000	29.73	0.13
SGN	75,000	177.78	0.10

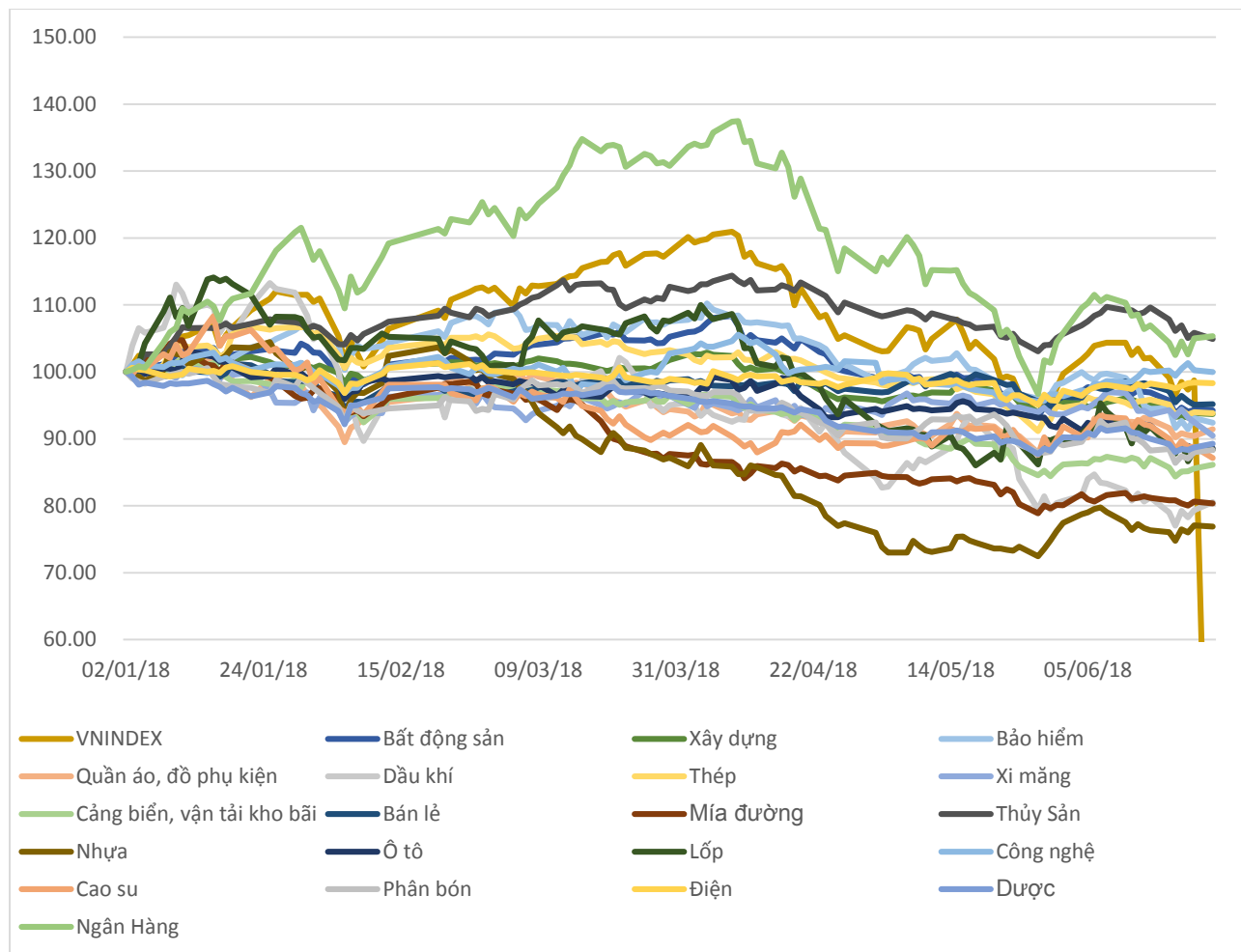
TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 30/06/2018	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
ACB	35,600	-23.77	-9.29
SHB	8,200	-36.43	-5.22
VCS	78,300	-40.11	-1.14
PVS	17,300	-18.01	-0.92
SHS	13,500	-41.81	-0.90

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá 01/04/2018	Giá 30/6/2018	%Chg
SGH	27,000	75,000	178%
CAG	42,399	107,300	153%
PCG	8,200	16,300	99%
TTB	12,909	23,100	79%
SDG	18,710	31,000	66%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá 01/04/2018	Giá 30/6/2018	%Chg
PIV	4,100	1,700	-59%
DS3	18,501	7,900	-57%
ALV	8,901	4,000	-55%
KSK	1,100	500	-55%
SPI	2,600	1,200	-54%

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index nửa đầu năm 2018

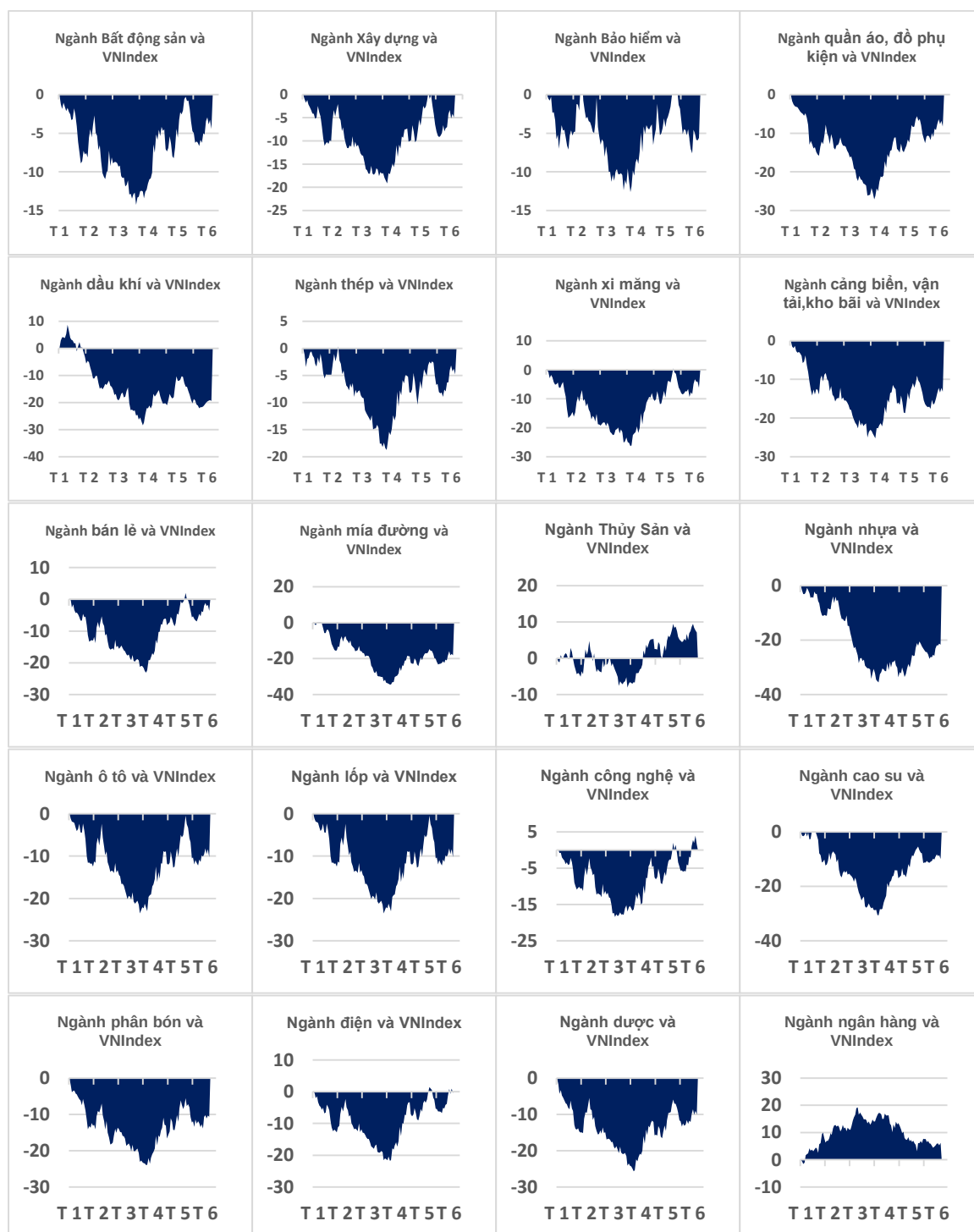
Diễn biến của VN-Index và các ngành



Nguồn: Bloomberg, BSC research

Nhìn chung các ngành đều có sự sụt giảm mạnh sau khi tạo đỉnh đồng loạt trong Quý I/2018. Tương tự 2017, đa số các ngành đều thụt lùi hơn so với chỉ số chung VN-Index, vốn kết thúc 6 tháng đầu năm ở mức giảm nhẹ. Trong đó ngành ngân hàng đi kèm với đó 2 ngành nhỏ là thủy sản và công nghệ có mức tăng trưởng tương đối so với VNindex. Chiều ngược lại Mía đường, Nhựa, Ô tô, Săm lốp, Phân bón, Cảng biển đều có mức giảm sâu hơn VN-Index.

So sánh tăng trưởng từng ngành và VN-Index nửa đầu năm 2018



Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

	Mã CK	Giá ngày 02/01/2018	Giá ngày 30/03/2018	Giá ngày 29/06/2018	Tăng/ Giảm (HPR)	KLGD TB 6T2018
Ngân hàng	ACB	32,000	46,700	35,600	11.25%	4,708,701
	BID	22,900	43,400	26,000	13.54%	2,718,838
	CTG	21,900	34,600	24,250	10.73%	7,096,634
	HDB	34,300	44,280	36,150	5.39%	4,453,001
	LPB	10,364	15,001	11,212	8.18%	3,137,021
	MBB	23,900	34,700	26,200	9.62%	6,652,748
	STB	10,300	15,500	11,550	12.14%	12,487,217
	VCB	55,600	70,500	58,000	4.32%	2,939,460
	VPB	26,400	39,861	28,700	8.71%	4,945,163
Bảo hiểm	BMI	22,000	31,200	21,450	-2.50%	59,517
	MIG	12,861	13,377	13,278	3.24%	58,156
	PVI	28,000	37,063	29,000	3.57%	679,493
Dầu khí	BSR	16,651	26,282	17,594	5.66%	1,732,896
	GAS	79,500	128,483	88,500	11.32%	811,746
	PVD	12,750	19,100	13,650	7.06%	2,061,976
	OIL	15,481	20,536	17,406	12.43%	1,119,274
	PVS	15,900	21,100	17,300	8.81%	6,172,467
Điện	NT2	30,300	28,857	29,100	-3.96%	472,777
	PPC	17,350	17,869	17,600	1.44%	217,960
	POW	12,225	16,482	13,074	6.94%	2,405,665
	REE	30,000	37,700	31,900	6.33%	1,083,094
Bất động sản	DIG (*)		25,700	17,700	-31.13%	2,894,654
	DXG	24,900	32,210	27,150	-15.71%	3,998,979
	HDG (*)		49,000	34,500	-29.59%	173,585
	NLG	28,200	32,981	28,000	-15.10%	466,123
Xây dựng	CTD	138,500	157,900	152,400	10.04%	283,422
	CTI	28,800	34,450	29,100	1.04%	459,902
	HBC	21,850	29,298	23,850	9.15%	1,580,404
	FCN (*)		21,250	16,950	-20.24%	650,612
Thép	HPG	37,100	43,144	38,400	3.50%	5,741,976
	HSG	10,650	20,031	12,100	13.62%	3,448,447
	NKG	14,400	22,643	15,600	8.33%	590,077
Gạch men	CVT	24,500	38,054	27,900	13.88%	427,844
	VGC	20,500	24,700	20,600	0.49%	1,754,844
Xi măng	BCC	6,400	7,900	6,400	0.00%	96,076
	HT1	10,850	14,750	11,500	5.99%	285,461
Nhựa	AAA	18,150	19,103	18,900	4.13%	1,294,744
	BMP	58,000	65,532	58,600	1.03%	413,266
	NTP	42,000	60,146	46,000	9.52%	33,798
Phân bón	BFC	25,700	33,334	27,000	5.06%	117,166
	DPM	16,600	20,808	17,200	3.61%	991,238
	LAS	11,500	13,033	11,600	0.87%	90,854

Cao su	SFG	11,950	12,286	11,950	0.00%	43,883
	CSM	13,650	13,904	13,900	1.83%	327,526
	DRI	7,595	9,675	7,901	4.03%	134,477
	DRC	22,300	28,971	23,600	5.83%	523,659
	TRC	24,900	27,900	25,900	4.02%	38,285
Săm lốp	CSM	13,650	13,904	13,900	1.83%	327,526
	DRC	22,300	28,971	23,600	5.83%	523,659
Công nghệ	CMG	18,900	31,600	21,300	12.70%	190,841
	FPT	40,000	51,449	41,500	3.75%	2,202,167
Dệt may	TCM	18,000	23,096	19,800	10.00%	475,716
	TNG	10,100	11,918	10,400	2.97%	432,591
	VGG	51,200	53,203	51,128	-0.14%	10,944
Dược phẩm	DBD	41,550	48,347	42,000	1.08%	38,384
	DHG	99,900	110,512	102,000	2.10%	285,022
	IMP	52,300	54,785	52,500	0.38%	29,366
	PME	70,600	71,733	73,800	4.53%	30,169
Mía đường	LSS	7,400	8,860	7,680	3.78%	122,288
	SBT	14,700	17,600	15,500	5.44%	5,632,761
Cảng biển	GMD	24,000	30,750	25,050	4.38%	1,158,785
	VSC	32,900	39,212	34,850	5.93%	238,684
Vận tải	GSP	12,400	12,361	12,600	1.61%	10,798
	PVT	14,500	20,600	15,250	5.17%	682,528
Thủy sản	HVG	2,420	5,150	2,600	7.44%	563,322
	VHC	56,500	70,000	58,700	3.89%	351,220
	FMC (*)		29,005	20,200	-30.36%	303,658

(*) Cổ phiếu mới thêm vào danh mục lưu ý trong báo cáo Triển vọng ngành Quý 2/2018

Trong số các cổ phiếu được BSC đưa vào danh sách theo dõi của báo cáo triển vọng ngành đầu năm, có 56 mã/ 65 mã có tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm. Trung vị tăng trưởng giá cổ phiếu của danh sách nói trên là 4.32% cao hơn so với chỉ số VN-Index giảm 23.46 điểm (-2.38% ytd) và chỉ số HNX-Index giảm 10.69 điểm (-9.15% ytd).

Dù vậy mức tăng của cả danh mục trong 6 tháng đầu năm 2018 cũng thấp hơn rất nhiều so với trung vị tăng của chính danh mục đó trong quý I/2018 đạt đến 28.1%. Sau đợt giảm mạnh trong Quý II, đa số các cổ phiếu trong danh sách không duy trì được đà tăng. Cá biệt có những mã giảm mạnh như DIG, HDG, FCN và FMC.

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

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

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 30/06/2018
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	Chính sách bảo hộ kinh tế của Trump		Tiêu cực	Rất 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	Luật khu hành chính kinh tế đặc biệt	2018	Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
6	Chủ trương giảm lãi suất cho vay VNĐ	2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Lạm phát có thể tăng		Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
8	Lãi suất có thể tăng		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
9	Tỷ giá USD/VND có thể tăng		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
10	Nợ công chính phủ cao		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
11	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Trung lập	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
13	Tăng GDP, FDI, PMI, dự trữ ngoại tệ, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
14	Đề xuất tăng thuế bảo vệ môi trường với xăng	01/07/2018	Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
15	Nghị định 04/2018/NĐ-CP	20/02/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
16	Thông tư 03/2018 siết ô tô nhập khẩu	01/03/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
17	Thị trường chứng khoán phái sinh		Đan xen	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
5	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc	22/03/2018	Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng

(Nguồn: BSC Research)

Chiến lược đầu tư ngành Quý 3/2018

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại trước nguy cơ chiến tranh thương mại leo thang, các quốc gia có độ mở kinh tế lớn đều đứng trước nguy cơ chịu ảnh hưởng nhiều chiều về kinh tế. Thêm vào đó chính sách tiền tệ Mỹ và EU vẫn đang trong xu hướng xiết chặt hơn. Tăng trưởng chậm dần của Trung Quốc, căng thẳng thương mại đã và sẽ tiếp tục có ảnh hưởng tiêu cực tới các thị trường tài chính (chứng khoán, hàng hóa, ngoại tệ...). Một số vấn đề quan trọng cần lưu ý trong nửa cuối năm 2018.

Kinh tế Trung Quốc:

Sau giai đoạn phục hồi kể từ 2H16 nhờ phục hồi toàn cầu, kích thích tiền tệ trong nước, tái cơ cấu công nghiệp và thúc đẩy tiêu dùng. Tuy nhiên khả năng cao là Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm dần trong năm 2018, và có thể cả 2019, đi kèm với sản xuất tăng trưởng chậm lại. Bước ngoặt lớn nhất đến từ bên ngoài (1) chiến tranh thương mại, bên cạnh đó chính sách chung trong nước vẫn là (2) thắt chặt dần tín dụng, giảm đòn bẩy của khối doanh nghiệp nhà nước và dân cư. Gần đây, do sức ép từ chiến tranh thương mại mà NHTW Trung Quốc nới lỏng bằng cách giảm tỉ lệ dự trữ bắt buộc của Ngân hàng thương mại thêm 0.5% và giảm thuế cho doanh nghiệp vừa và nhỏ. Xuất khẩu có thể vẫn duy trì tăng trưởng trong ngắn hạn, nhưng họ phải đối mặt với sự không chắc chắn tăng trung hạn do cái bóng của một cuộc chiến thương mại. Rủi ro phá giá của đồng Nhân dân tệ cũng không thể xem nhẹ.

Chiến tranh thương mại:

Đe dọa chiến tranh thương mại đã gây ra một số căng thẳng trong thị trường tài chính toàn cầu và có thể tạo ra những bất ổn đáng kể trong toàn cầu nền kinh tế trong trung hạn. Mặc dù có động thái giữa Mỹ và các đối tác thương mại, nhưng quy mô của các hoạt động đánh thuế này không lớn với các nước đồng minh của Mỹ, mà hiện tại chỉ lớn với Trung Quốc. Do chênh lệch xuất khẩu giữa Trung Quốc và Mỹ rất lớn, nên công cụ để Trung Quốc có thể đặt lên bàn cân với Mỹ là không nhiều. Công cụ này có thể bao gồm việc: (1) đánh thuế trên hàng hóa nhập khẩu, (2) rào cản phi thuế quan, (3) giảm giá đồng tiền, (4) bán trái phiếu Mỹ, (5) hỗ trợ doanh nghiệp ... Tuy nhiên các biện pháp trên đều có những tác dụng phụ và kể cả khi áp dụng thì vẫn rất ít lựa chọn so với phía Mỹ. Xét trên bình diện chung, chiến tranh thương mại nếu tiếp tục leo thang sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế của các quốc gia và lạm phát gia tăng. Đồng thời các tài sản đầu tư như chứng khoán, ngoại tệ, hàng hóa cũng chịu biến động mạnh. Tác động của chiến tranh thương mại cũng sẽ lặp lại nhiều vòng theo tiến triển của các bên, và sẽ rất phức tạp để đánh giá và dự báo. Đối với Việt Nam sẽ có những tác động trái chiều, NGT có thể tham khảo thêm tại các báo cáo BSC đã phát hành ([ở đây](#))

Hàng hóa và lạm phát:

Nhìn chung hàng hóa có xu hướng tăng giá tốt trong 6 tháng gần đây, và giảm vào cuối quý II/2018. Nhóm tăng giá gồm có (1) giá thịt gia súc, (2) năng lượng dầu, khí và than, (3) thức ăn gia súc, (4) một số kim loại như Nikel, nhôm. Phía giảm giá khá mạnh có (1) kim loại quý, (2) đậu nành và một số mặt hàng thực phẩm như đường, cacao... Chỉ số vận tải biển cũng có mức tăng mạnh so với cùng kỳ 2017. Thêm vào đó 2 sự kiện gần đây có ảnh hưởng đến giá cả Hàng hóa gồm (1) USD lên giá và (2) nguy cơ chiến tranh thương mại. Trong đó, giá dầu liên tục tăng trong hơn 1 năm qua cũng có tác động lớn đến lạm phát các quốc gia, tuy vậy giá dầu có thể sẽ bị kiềm chế bởi sản lượng cung tăng lên từ khối Opec và dầu đá phiến. Chiến tranh thương mại cũng làm mức độ biến động của hàng hóa mạnh hơn. Nguyên nhân do các chính sách thuế quan và phi thuế quan khi áp dụng sẽ có tác động đến cung cầu, giá cả cân bằng tại các thị trường này, theo nhiều chiều hướng phức tạp.

Chính sách tiền tệ:

FED tân chủ tịch nâng lãi suất lần thứ 2 trong năm 2018, và thể hiện ý định tiếp tục nâng lãi suất thêm 2 lần nữa trong năm 2018 và khoảng 3 lần trong năm 2019. Như vậy FED vẫn tiếp tục xu hướng thắt chặt dần từ tháng 12/2015, trên cơ sở kinh tế Hoa Kỳ ổn định, lạm phát tăng và tỷ lệ thất nghiệp ở mức thấp. Tại Châu Âu, ECB tiếp tục thu hẹp chương trình mua trái phiếu từ 30 tỷ EURO/tháng hiện tại về 10 tỷ EURO/tháng tới tháng 12/2018. ECB cũng cam kết duy trì lãi suất thấp đến giữa năm 2019. BOJ vẫn giữ nguyên chính sách tiền tệ nới lỏng, hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế và kỳ vọng lạm phát có thể lên các mức mục tiêu. Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBOC) có định hướng là giảm tỷ lệ đòn bẩy trong nền kinh tế và duy trì chính sách thận trọng. Nhưng dưới ảnh hưởng của các tác động tiêu cực từ chiến tranh thương mại, PBOC đã cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR) đối với nhiều ngân hàng thương mại và ngân hàng nước ngoài. Với quyết định trên, BoJ và PBOC đã đi trên lộ trình khác với Mỹ và Liên minh châu Âu (EU), hiện đang dần thu hẹp chương trình kích thích kinh tế được ban hành sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008.

So sánh ngang với TTCK khu vực

Ngày 29/06/2018	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	13.72	1.41	17.81	1.58	40.3	3.3	15.61	1.26	17.67	1.89	17.96	1.25
Hàng tiêu dùng	13.46	1.54	19.65	2.50	20.8	3.2	22.89	8.52	17.62	1.83	18.48	1.70
Công nghiệp	12.45	1.09	16.81	2.07	16.8	2.1	22.27	2.03	16.12	1.58	16.81	2.10
Dầu khí	10.42	1.18	23.19	1.49	23.5	1.5	22.91	4.29	9.93	0.81	23.47	1.49
Dịch vụ tiêu dùng	12.28	2.28	48.88	3.21	69.6	2.9	19.00	4.80	28.12	3.54	69.63	2.89
Vật liệu cơ bản	16.42	0.86	55.67	2.39	91.7	2.0	19.60	3.16	9.97	2.78	91.73	2.00
Tiện ích	9.74	1.57	13.76	1.93	13.8	1.9	16.34	1.65	12.24	2.39	13.76	1.93
Công nghệ	9.70	1.48	38.97	3.34	39.0	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a	38.97	3.34
Sức khỏe	16.27	2.03	23.01	2.32	23.0	4.1	100.00	2.32	n/a	n/a	16.81	2.10
Viễn thông	7.86	1.99	42.89	3.31	68.7	2.8	17.09	3.85	17.09	3.85	68.68	2.76

(Nguồn: Bloomberg, BSC research)

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

Chủ đề đầu tư nửa cuối năm 2018

Nằm trong khu vực Châu Á, và là thị trường cận biên, gián tiếp chịu ảnh hưởng từ hoạt động rút ròng vốn tương tự như các thị trường lân cận trong 6 tháng đầu năm, TTCK Việt Nam đã biến động đồng pha với các thị trường mới nổi, thị trường châu Á. Dù vậy các điều kiện vĩ mô của Việt Nam vẫn đang tốt đi kèm với định giá dần hấp dẫn trở lại (tham khảo báo cáo Vĩ mô TTCK Quý III). Sau đợt giảm mạnh của TTCK trong quý II/2018, trường hợp các yếu tố bên ngoài không quá xấu, thì cổ phiếu Việt Nam có khả năng phục hồi lại theo kết quả kinh doanh. Triển vọng nhiều ngành trong 1-2 năm tới có sự khác biệt lớn do ảnh hưởng bởi các yếu tố Vĩ Mô ở quy mô toàn cầu, sẽ khiến thị trường chứng khoán phân hóa mạnh thay vì chỉ biến động một chiều như trong hơn 2 năm qua.

Thứ nhất, điều chỉnh từ Cổ phần hóa và Niêm yết mới. Từ 2016 đến Q2/2018 thị trường liên tục đón nhận các đợt IPO lớn, phát hành riêng lẻ và niêm yết của các doanh nghiệp nhà nước cũng như doanh nghiệp tư nhân. Nguồn cung ồ ạt tăng nhanh khi định giá ở mức độ cao khiến thị trường thiếu hụt dòng tiền từ nhà đầu tư. Quá trình điều chỉnh của giá cổ phiếu và nguồn cung IPO dần hạn chế, sẽ khiến các mã cổ phiếu mới về gần giá trị hơn.

Thứ hai, cơ hội từ Thoái vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp đầu ngành. Trái ngược với các đợt thoái vốn 2017 và IPO đầu năm 2018, các giao dịch thoái vốn Nhà nước nửa cuối năm sẽ gặp nhiều khó khăn hơn. Nguyên nhân do mức rủi ro gia tăng và kỳ vọng tăng trưởng của TTCK sụt giảm. Điều này cũng đồng nghĩa với việc giao dịch thoái vốn nếu thành công sẽ ở mức giá hợp lý hơn so với giai đoạn trước đó, tạo cơ hội cho nhà đầu tư. Một số doanh nghiệp cần lưu ý như PVI (bảo hiểm), CSM, DRC, CSV (hóa chất), VGC (vật liệu xây dựng).

Thứ ba, Ngân hàng phục hồi nhờ kết quả kinh doanh. KQKD Q1 khả quan đi kèm với dự kiến Q2 và cả năm 2018 có cùng xu hướng tăng trưởng, Ngành ngân hàng sẽ tiếp tục có 1 năm tăng trưởng tốt về hoạt động kinh doanh. Đa số các ngân hàng cũng dần lên sàn niêm yết và chiếm tỷ trọng lớn dần. Sau giai đoạn tăng trưởng nóng về giá cổ phiếu, đợt sụt giảm mạnh cuối quý II/2018, đã giúp đưa nhiều ngân hàng về mặt bằng định giá hấp dẫn cho NĐT dài hạn. Tuy nhiên không nên kỳ vọng mức định giá của Ngân hàng sớm đạt mức đỉnh như Q1/2018.

Thứ tư, 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. Các chủ đầu tư sẽ hướng sang phân khúc trung bình nhiều hơn các năm trước đây. Ngành cũng sẽ chịu sức ép thêm từ chính sách tiền tệ, nhất là trong trường hợp chỉ tiêu CPI không thuận lợi.

Thứ năm, bất ổn bên ngoài và các ngành phòng thủ. TTCK khu vực Châu Á đang có nhiều xáo trộn, được châm ngòi bởi Chiến tranh thương mại và chính sách tiền tệ thắt chặt tại các quốc gia lớn. Sau giai đoạn này, NĐT có thể tập trung chú ý sang những ngành có mức độ phòng thủ cao, thiên về thị trường trong nước như Điện (POW, NT2), Bán lẻ (MWG, PNJ), Thực phẩm (VNM)... những ngành vẫn đang được hưởng lợi và duy trì tăng trưởng ổn định theo nhu cầu nội tại của nền kinh tế.

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

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

(Nguồn: BSC Research)

Triển vọng Ngành Quý 3 và cả năm 2018

- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Ngân hàng, Dầu khí, Điện, Công nghệ, Bảo hiểm phi nhân thọ và Bất động sản** 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: **Xây dựng, Dược, Thép, Nhựa, Gạch men, Dệt may, Cảng biển, Vận tải biển, Cao su, Săm lốp và Phân bón, Thủy sản**. 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 **Xi măng 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	Ngành	Nhận định Q3/2018	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Ngân hàng	Khả quan	ACB, MBB, LPB, TCB, CTG	VCB, VPB, HDB, STB, BID
2	Dầu khí	Khả quan	GAS, PVS, PVB	PVD, BSR, OIL
3	Điện	Khả quan		NT2, PPC
4	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG	
5	Bất động sản	Khả quan	DXG, NLG	KDH
6	Bảo hiểm PNT	Khả quan	PVI, BMI, MIG	
7	Xây dựng	Trung lập	CTD, LCG, FCN	HBC
8	Dược	Trung lập	PME	DHG, DBD
9	Thép	Trung lập	HPG	NKG, HSG
10	Gạch men	Trung lập	VGC	CVT
11	Nhựa	Trung lập		NTP, BMP, AAA
12	Dệt may	Trung lập	VGG, TNG	TCM, VGT
13	Cảng biển	Trung lập	GMD, VSC	
14	Vận tải biển	Trung lập	PVT	
15	Cao su	Trung lập	PHR, DRI	DPR
16	Săm lốp	Trung lập	DRC	CSM
17	Phân bón	Trung lập	BFC, LAS	DPM
18	Thủy sản	Trung lập		VHC, FMC
19	Xi măng	Kém khả quan		HT1
20	Mía đường	Kém khả quan		SBT, LSS

(Nguồn: BSC research)

NGÀNH NGÂN HÀNG – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng. Tính đến cuối tháng 6/2018, có tổng cộng 17 ngân hàng niêm yết trên 3 sàn với tổng quy mô vốn hóa lên tới 795 nghìn tỷ đồng, trong đó, riêng 10 mã niêm yết trên HOSE là 706 nghìn tỷ đồng, chiếm 23.12% vốn hóa VNindex. (1) Kết quả kinh doanh lãi 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 như VCB, ACB, MBB, TCB. (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. Ở chiều ngược lại, hầu hết các cổ phiếu ngân hàng đã tăng giá nhanh từ năm 2016 và hiện đang được định giá cao hơn mức trung bình thế giới. P/B trung bình của các ngân hàng Việt Nam là 1.83x trong khi đó, trung bình trên thế giới là 1.46x và trung bình khu vực châu Á Thái Bình Dương (Emerging market) là 1.3x.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: ACB, MBB, LPB, TCB, CTG

NGÀNH DẦU KHÍ – KHẢ QUAN

BSC duy trì nhận định KHẢ QUAN với ngành dầu khí. Giá dầu tăng trở lại là một trong những yếu tố tích cực khiến cổ phiếu dầu khí hồi phục. Tuy nhiên, doanh nghiệp dầu khí khác lại chịu ảnh hưởng của việc dự án mới chậm được triển khai như dự án Cá Rồng Đỏ. Qua đó, chúng tôi đánh giá giá dầu phục hồi làm ngành dầu khí thế giới khả quan lên, còn ngành dầu khí Việt Nam sẽ có độ trễ nhất định. Hiện tại, PVN tiếp tục thực hiện 3 dự án chính trong năm 2018: Dự án Nam Côn Sơn GD 2, dự án phát triển mỏ Sư Tử Trắng, Mỏ Lô B Ô Môn. Nếu các dự án này thực hiện đúng tiến độ thì các doanh nghiệp dầu khí sẽ được hưởng lợi. Chúng tôi vẫn lưu ý các cổ phiếu dầu khí trong năm 2018 là GAS, PVD, PVS, PVB, BSR, PLX, OIL.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: GAS.

NGÀNH ĐIỆN – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá KHẢ QUAN cho các doanh nghiệp ngành điện. Các doanh nghiệp điện có tính ổn định cao, cổ tức đều beta ngành ở mức thấp vì vậy đều là các cổ phiếu có tính phòng thủ. Nhu cầu điện tiếp tục gia tăng, giá bán điện được cải thiện sẽ là động lực tăng trưởng chính của các doanh nghiệp điện trong thời gian sắp tới. Đặc biệt các doanh nghiệp nhiệt điện sẽ được hưởng lợi trong khoảng cuối năm 2018 khi giá dầu và giá khí được dự kiến sẽ ổn định, cùng với đó là các doanh nghiệp thủy điện gặp khó khăn do điều kiện thời tiết. Ngoài các cổ phiếu của các công ty phát điện, nhà đầu tư cũng có thể quan tâm đến các công ty liên quan như GEX, REE, PC1.

NGÀNH CÔNG NGHỆ - KHẢ QUAN

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm KHẢ QUAN với ngành công nghệ. Thị trường CNTT trên toàn thế giới được dự đoán lên tới 3.7 nghìn tỷ USD (+6.2% yoy) vào năm 2018, theo dự báo mới nhất của Gartner. Đây là mức tăng trưởng hàng năm cao nhất mà Gartner đã dự báo từ năm 2007 và sẽ là dấu hiệu của một chu kỳ phát triển CNTT mới. Trong đó, thị trường doanh nghiệp mềm được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng cao nhất trong năm 2018 với mức tăng 11.1%. Hoạt động xuất khẩu phần mềm là mũi nhọn tăng trưởng giúp các doanh nghiệp công nghệ Việt Nam duy trì kết quả kinh doanh tích cực.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: FPT, CMG

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với các cổ phiếu trong ngành bất động sản trong nửa cuối năm 2018 nhờ vào việc các doanh nghiệp đang trong chu kỳ bàn giao nhà và hạch toán lợi nhuận. (1) Nguồn cung mới về căn hộ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2018 và lượng căn hộ đã bán năm 2017 có thể giúp cho các doanh nghiệp bất động sản đảm bảo nguồn doanh thu và lợi nhuận trong một vài năm tới khi đó tình hình bán hàng còn tiếp tục duy trì mức khả quan. (2) Giá bán bình quân của thị trường thứ cấp ở Hồ Chí Minh và Hà Nội tiếp tục tăng nhẹ. Cụ thể, giá bán căn hộ sơ cấp tính tới Q2/2018 tại thành phố

Hồ Chí Minh (+0.89% QoQ và 3.6% YoY) và Hà Nội (1.2% QoQ và 2.1% YoY) đều ghi nhận tăng giá nhẹ, (3) Việc chuyển đổi từ phân khúc cao cấp sang phân khúc trung cấp và bình dân trong sẽ là xu hướng chính trong vài năm tới, đây là phân khúc có nguồn cầu hiện hữu lớn và nhu cầu thật. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý những rủi ro về mặt dài hạn của thị trường bất động sản có thể sẽ ảnh hưởng đến KQKD của ngành (a) Lãi suất tăng và siết vay vốn dành cho bất động sản sẽ khiến cho thanh khoản của thị trường giảm, (b) Trong trường hợp thị trường gặp khó khăn, việc hiệu quả bán hàng sẽ phụ thuộc chính vào vị trí – tiện ích – pháp lý của dự án và uy tín của chủ đầu tư.

Chúng tôi khuyến nghị mua: DXG, NLG.

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ – KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Ngành bảo hiểm phi nhân thọ vẫn tiếp tục tăng trưởng trên 10% nhờ vào tăng trưởng kinh tế tiếp tục duy trì ở mức cao, đặc biệt là mảng bảo hiểm sức khỏe, tài chính với tốc độ tăng trưởng trên 20%. Các doanh nghiệp bảo hiểm đang được giao dịch với mức giá khá rẻ (hiện đều giao dịch ngang hoặc thấp hơn giá trị sổ sách). Việc thoái vốn và nới room của các doanh nghiệp đầu ngành như PVI và BMI dự kiến sẽ được triển khai cũng sẽ là động lực thúc đẩy giá của các doanh nghiệp bảo hiểm trong thời gian tới.

Chúng tôi khuyến nghị mua các cổ phiếu: PVI, BMI, MIG.

NGÀNH XÂY DỰNG – TRUNG LẬP

Chúng tôi hạ đánh giá từ mức **KHẢ QUAN** xuống mức **TRUNG LẬP** với ngành Xây dựng do việc chu kỳ ngành xây dựng đã qua giai đoạn tăng trưởng tốt nhất và đến giai đoạn chững lại: (1) Giá trị hợp đồng ký mới dự kiến chỉ tăng nhẹ hoặc đi ngang, (2) Biên lợi nhuận gộp của ngành có xu hướng giảm do cạnh tranh ngày càng gay gắt, xu hướng ngành bất động sản đang chuyển từ phân khúc cao cấp sang phân khúc trung cấp và bình dân và tăng giá nguyên vật liệu đầu vào. (3) Lãi suất có xu hướng tăng sẽ ảnh hưởng nhiều đến các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay/VCSH cao, (4) Chuyển dịch dần cơ cấu loại hợp đồng xây dựng sang các dự án hạ tầng giao thông, khu công nghiệp, văn phòng - resort. Các doanh nghiệp xây dựng hiện đang giao dịch ở mức P/E ngành bình quân là 8.8x lần.

Chúng tôi khuyến nghị mua: CTD, LCG, FCN

NGÀNH DƯỢC – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với nhóm cổ phiếu ngành dược. Các cổ phiếu của ngành đang được giao dịch ở mức trung vị P/E = 17.66, P/B = 2.17; gần với mức trung vị của khu vực (P/E = 18.3, P/B = 2.1). BSC nhận định (1) thị trường dược phẩm vẫn còn tiềm năng tăng trưởng với mức 9.1% giai đoạn 2018 – 2021 (dự đoán của BMI) và (2) nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục tăng sở hữu tại các doanh nghiệp nội địa.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: PME

NGÀNH THÉP- TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** khi sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng tốt tuy nhiên cạnh tranh trong ngành tiếp tục tăng lên đặc biệt đối với các doanh nghiệp tôn mạ. Lợi nhuận của các doanh nghiệp dự kiến sẽ tiếp tục biến động mạnh khi giá thép đầu ra và các loại nguyên vật liệu có thể biến động mạnh trong thời gian sắp tới do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại toàn cầu.

Chúng tôi khuyến nghị mua các cổ phiếu: HPG

NGÀNH GẠCH MEN – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành gạch men dựa trên đánh giá tình hình tiêu thụ những tháng cuối năm sẽ tốt hơn nhờ nhu cầu hoàn thiện của các công trình xây dựng nhưng các DNNY sẽ gặp bất lợi về chi phí khi giá đầu vào nhiên liệu (than, khí) tăng trong khi giá bán khó điều chỉnh trong bối cảnh cạnh tranh cao do cung vượt cầu. Đánh giá cho năm 2019, chúng tôi cho rằng cầu vẫn tiếp tục tốt nhờ tăng trưởng của thị trường BĐS trong năm 2018 (do gạch là vật liệu hoàn thiện nên chịu tác động lag) nhưng khó khăn về cạnh tranh và chi phí nhiên liệu đầu sẽ vẫn tiếp diễn.

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ**: VGC, CVT

NGÀNH NHỰA – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá cạnh tranh đối với ngành nhựa vật liệu xây dựng tăng cao trong thời gian tới cùng với đà tăng trưởng chững lại của thị trường xây dựng sẽ khiến tình hình tiêu thụ khó khăn, các doanh nghiệp phải tăng chiết khấu, khuyến mại để đẩy mạnh tiêu thụ. Đối với ngành nhựa bao bì, sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu tiêu dùng của các hộ gia đình và các doanh nghiệp F&B. Tuy nhiên, đà tăng giá hạt nhựa đầu vào sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty trong ngành. Do đó, BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành nhựa.

NGÀNH DỆT MAY – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá ngành dệt may sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2018 nhờ (i) đơn hàng tích cực từ các thị trường truyền thống và khách hàng mới; (ii) năng lực sản xuất được mở rộng, thời gian giao hàng được rút ngắn; (iii) Hiệp định EV- FTA đang được thúc đẩy để sớm hoàn thành phê chuẩn trong năm 2018. Tuy nhiên, các doanh nghiệp dệt may sẽ gặp bất lợi trước đà tăng giá của các yếu tố đầu vào sản xuất như nguyên vật liệu, nhân công trong khi giá đầu ra sẽ không thể tăng với tốc độ tương ứng bởi nhiều doanh nghiệp hiện mới chỉ thực hiện các đơn hàng gia công cấp thấp. Bên cạnh đó, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung tiềm ẩn nhiều cơ hội cũng như rủi ro đối với dệt may Việt Nam. Đối với các doanh nghiệp dệt may niêm yết, BSC đánh giá mặc dù tăng trưởng tốt nhưng các yếu tố nội tại ngành chưa thực sự hấp dẫn được các NĐT nếu đặt trong tương quan với các cơ hội khác trên thị trường (tỷ lệ giá trị gia tăng thấp, lợi thế cạnh tranh nhân công giá rẻ đang dần bị xói mòn, đầu ra và đầu vào phụ thuộc nhiều vào xuất – nhập khẩu). Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng ngành dệt may.

Khuyến nghị **MUA**: VGG, TNG

NGÀNH CẢNG BIỂN – TRUNG LẬP

Các hiệp định FTAs chính thức được kí kết là động lực giúp tăng mạnh nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng. Bên cạnh đó, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có tác động trái chiều đối với ngành Cảng biển, khi xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam vào Trung Quốc tăng và nhập khẩu từ Trung Quốc lại giảm do chính sách bảo hộ của ta. Nhìn chung, các doanh nghiệp tại cảng Hải Phòng sẽ tiếp tục khó khăn do cạnh tranh cao, đặc biệt khi Lạch Huyện công suất 1 triệu TEUs đi vào hoạt động từ tháng 5/2018 và cảng Nam Đình Vũ GD1 của Gemadept với công suất 500.000 TEUs trong Q1/2018. Dự báo cung sẽ lớn hơn khoảng 40% so với cầu. Các cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải sẽ được hưởng lợi do xu hướng gia tăng tải trọng tàu qua đó đảm nhận lượng hàng hóa dư thừa từ các cảng trong TPHCM như Cát Lái do hệ thống cảng Sài Gòn không còn room tăng trưởng. Vì vậy, chúng tôi đưa ra đánh giá **Trung lập** với ngành Cảng biển mới mức P/E TTM toàn ngành là 5.6x, ROA là 4.03% và ROE là 11.85%.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA**: GMD

NGÀNH VẬN TẢI BIỂN – TRUNG LẬP

BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành Vận tải biển. Đối với các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng có sự phát triển ổn định hơn khi được hỗ trợ từ các dự án nhà máy lọc dầu mới triển khai. Tuy nhiên, đối với vận tải hàng rời vẫn còn nhiều khó khăn về cạnh tranh về giá và dịch vụ so với đội tàu biển của các doanh nghiệp quốc tế kết hợp với dịch vụ hàng cằn logistics.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: PVT

NGÀNH CAO SU – TRUNG LẬP

Hầu hết các doanh nghiệp trong ngành có tỷ lệ chi trả cổ tức cao (40%-50%). Tuy nhiên, KQKD của các doanh nghiệp trong ngành phụ thuộc chủ yếu vào diễn biến giá cao su và tình hình xuất khẩu, nhất là đối với Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng, mặt bằng giá cao su đã chạm đáy và khó giảm thêm trong dài hạn. Xuất khẩu trong những năm gần đây tăng trưởng từ 10%-20% do nhu cầu lớn của Trung Quốc từ việc sản xuất xăm lốp. Ngoài ra, một số doanh nghiệp trong ngành có nguồn LN lớn từ thanh lý gỗ tời như DPR, PHR sẽ đảm bảo LN cho DN trong thời gian 1-2 năm tới.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: PHR, DRI

NGÀNH SẴM LỐP – TRUNG LẬP

Trong nửa cuối 2018, chúng tôi kỳ vọng DN xăm lốp sẽ có những phục hồi về KQKD khi giá cao su giảm so với 2017 và tiềm năng tăng trưởng đến từ tiêu thụ lốp Radial. Tuy nhiên, với việc biến động giá NVL như hiện nay, tình hình xu hướng ô tô tại Việt Nam chưa rõ ràng cùng việc đang bị định giá cao, chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** về triển vọng ngành xăm lốp. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng cần theo dõi về việc tiêu thụ lốp Radial trong nước và xuất khẩu.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: DRC.

NGÀNH PHÂN BÓN – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** 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, tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao, tình trạng dư cung và nhu cầu tăng trưởng chậm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ và giá bán của các DN trong ngành.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: BFC, LAS.

NGÀNH THỦY SẢN – TRUNG LẬP

Chúng tôi nâng đánh giá đối với ngành thủy sản từ **Kém Khả quan** lên **Trung lập**. Nhu cầu tiêu thụ lớn tại các thị trường xuất khẩu mới (Trung Quốc, Nhật Bản) đang và sẽ là động lực tăng trưởng đối với các doanh nghiệp thủy sản trong 1 - 2 năm tới. Đồng thời, diễn biến phức tạp của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung sẽ là cơ hội đối với thủy sản Việt Nam trong hai thị trường lớn này.

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ**: VHC

NGÀNH XI MĂNG – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp xi măng sẽ khả quan hơn trong nửa cuối năm 2018 nhờ nhu cầu xây dựng tiếp tục tăng trưởng. Tuy nhiên, đà tăng của giá than và điện sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty trong ngành trong bối cảnh giá bán không thể tăng tương ứng do cạnh tranh tăng cao. Chúng tôi đưa ra quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với các DN xi măng.

NGÀNH MÍA ĐƯỜNG – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm cổ phiếu ngành mía đường. BSC cho rằng (1) vấn đề dư cung tiếp tục sẽ có ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Thặng dư cung – cầu nội địa niên vụ 2017/2018 được dự báo đạt 560 nghìn tấn. Đồng thời, (2) giá đường thế giới và nội địa tiếp tục xu hướng giảm. (3) Tình hình tiêu thụ chậm do xu hướng chuyển sang đường lỏng của Trung Quốc và hoạt động cầm chừng của khách hàng F&B. Tuy nhiên, việc Chính phủ đồng ý sẽ tiếp tục áp dụng quy định về hạn ngạch thuế quan đối với đường đến hết năm 2019 sẽ giúp doanh nghiệp được hưởng mức giá bán nội địa cao hơn mức giá thế giới (cao hơn 50% so với giá thế giới), giảm thiểu tác động tiêu cực khi giá đường đang ở vùng đáy.

Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2018

Mã	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
ACB	13,420	4,875	4,449	8.00	1.85	1.58%	26.43%	35,600	42,702
MBB	15,780	5,469	2,433	9.05	1.48	1.65%	17.74%	22,017	25,653
LPB	5,721	1,536	1,962	5.71	0.83	0.88%	15.72%	11,200	13,536
TCB*	17,712	7,872	2,251	13.55	2.06	2.65%	20.03%	30,500	32,812
VCB	35,028	12,349	2,979	19.47	3.46	1.15%	21.87%	58,000	N/A
CTG	31,968	8,402	1,870	12.97	1.33	0.74%	12.76%	24,250	27,400
VPB	30,075	8,640	5,501	5.22	1.44	2.91%	28.36%	28,700	N/A
HDB	12,803	3,137	2,866	12.61	2.05	1.35%	17.80%	36,150	N/A
STB		1,212	571	20.23	0.86	0.71%	5.18%	11,550	N/A
GAS	70,329	10,735	5,347	16.55	4.01	16.33%	23.03%	88,500	106,940
PVD	4,085	(322)	N/A	N/A	0.4	0.20%	0.34%	13,650	N/A
PVS	17,039	879	1,809	9.56	0.66	3.24%	6.78%	17,300	23,155
BSR	108,407	7,456	2,405	7.48	1.53	12%	23.01%	18,000	N/A
OIL	66,267	510	493	33.47	1.51	2.39%	4.91%	16,500	N/A
PPC	6,613	877	2,688	10.82	0.99	11.46%	15.90%	17,600	21,202
NT2	8,071	849	2,958	9.83	1.61	7.74%	14.80%	29,100	30,200

Mã	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
FPT	22,095	3,042	4,593	11.49	1.83	11.72%	22.40%	41,500	52,819
CMG	5,008	205	2,853	9.47	1.23	12.28%	20.10%	21,300	27,103
DXG	5,027	1,314	3,919	6.6	1.3	24%	10%	27,200	34,650
NLG	4,384	615	3,253	11.3	1.6	14.30%	6.70%	28,000	37,700
KDH	3,854	742	1,915	16.2	1.62	8.11%	5.17%	31,000	N/A
CTD	27,537	1,496	17,061	8.6	1.3	17%	9%	152,400	185,000
HBC	19,900	953	4,526	6.2	2.51	30%	6%	23,850	N/A
FCN	3,500	250	2,808	7.6	1	12%	4.30%	16,950	19,320
LCG	2,487	95	954	7.6	0.71	6.90%	2.20%	9,340	10,900
DHG	4,150	730	5,583	18.27	4.75	17.60%	22.80%	102,000	N/A
PME	1,859	335	5,135	14.3	2.86	17.60%	19.50%	73,800	83,915
DBD	1,584	162	3,092	13.51	2.7	10.40%	20.40%	42,000	N/A
IMP	1,447	173	3,115	16.73	1.61	6%	10.00%	52,500	71,500
PVI	7,471	617	2,632	11.01	0.95	3%	8.33%	29,000	37,830
BMI	4,165	243	2,098	10.22	0.89	4.42%	9.21%	21.45	31,332
MIG	2,349	95	1,181	10.5	1.09	2.10%	8.60%	12,400	16,393
HPG	54,634	9,382	4,419	8.68	1.69	15.10%	24.70%	38,400	44,192
NKG	17,160	573	3,165	4.92	0.92	5.58%	18.05%	15,600	N/A
HSG	31,065	909	2,367	5.11	0.84	3.99%	14.53%	12,100	N/A
VGC	9,415	680	1,353	15.3	1.43	4.26%	10.00%	20,700	18,400
CVT	1,460	197	5,091	5.48	1.47	14.91%	32.40%	27,900	30,500
NTP	4,788	436	4,400	10.46	1.93	10.30%	19.00%	46,000	58,800
BMP	4,072	438	4,872	12.02	1.89	14.40%	17.90%	58,600	N/A
AAA	6,000	330	2,632	7.18	1.3	N/A	N/A	18,900	N/A
BFC	6,574	252	3,915	5.44	1.25	8.00%	23.56%	27,800	34,763
VGG	9,873	408	6,825	8.34	1.56	8.70%	26.10%	56,900	63,000
TNG	3,103	120	2,030	5.13	0.66	4.80%	14.80%	10,400	13,120
TCM	3,373	194	3,198	6.19	0.94	6.30%	15.70%	19,800	N/A
GMD	3,981	585	2,031	12.33	2.16	5.21%	6.25%	25,050	31,000
VSC	1,382	274	4,422	7.92	1.03	10.70%	15.10%	34,200	40,491
PVT	6,404	562	1,796	8.49	0.88	6.29%	11.77%	15,250	20,645

Mã	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
PHR	1,389	549	3,589	6.7x	1.2x	12.90%	13.03%	24,100	27,473
DPR	946	216	4,553	8.82x	0.72x	6.10%	7.90%	39,200	40,997
DRI	604	102	1,324	6x	0.6x	6.94%	10.98%	7,900	9,837
DRC	4,437	145	1,111	21.9x	2.0x	5.20%	9.75%	23,600	27,022
LAS	4,000	163	1,355	8.5	0.98	5.20%	12.39%	11,500	13,200
DPM	8,577	371	948	18.1	1.07	6.90%	9.94%	17,200	22,800
HT1	8,721	481	1,259	9.13	0.83	4.52%	8.53%	11,500	14,500
VHC	9,000	600	6,500	9.02	1.77	12.50%	19.70%	58,700	67,350
FMC	3,700	151	3,756	9.31	1.36	7.50%	24.10%	20,200	N/A
SBT	8,659	576	1,084	14.22	1.51	2.30%	11.20%	15,500	17,350

(Nguồn: BSC research)

Ngành Ngân hàng [Khả quan]

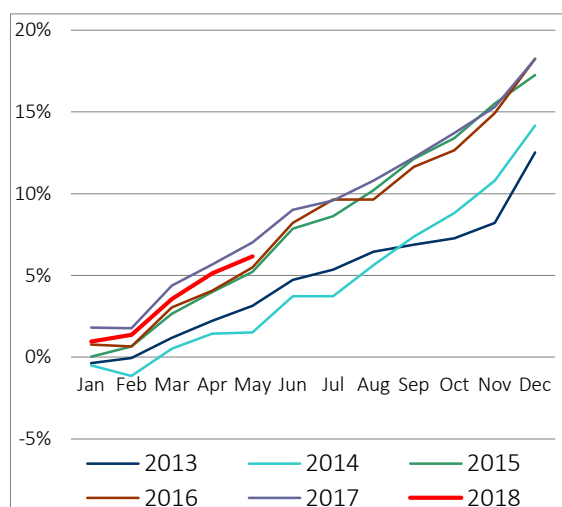
- Tín dụng tăng 6.35% trong 6T2018, thấp hơn mức 7.54% cùng kỳ 2017
- Huy động vốn tăng 7.78% trong 6T2018, cao hơn mức 5.89% cùng kỳ 2017.
- Tỷ lệ nợ xấu giảm còn 2.3% đến cuối tháng 5/2018 từ mức 2.5% cuối năm 2017.
- Lãi suất cho vay được duy trì ổn định trong khi đó, nhiều ngân hàng giảm lãi suất huy động.
- Lãi suất liên ngân hàng giao dịch ở mức thấp và giảm sâu so với cùng kỳ 2017. Lãi suất qua đêm cuối tháng 6/2018 là 0.65%.
- LNST của 16 ngân hàng niêm yết tăng 56.12% yoy.

Thực trạng Quý 2/2018

Tín dụng tăng 6.35% trong 6T2018, thấp hơn mức 7.54% cùng kỳ 2017 (tổng cục thống kê). Theo số liệu từ NHNN Việt Nam, 5T2018, tín dụng tăng 6.16%. Trong đó, dư nợ tín dụng cho vay nông lâm thủy sản tăng 6.8%, cho vay công nghiệp - xây dựng tăng 6.83%, cho vay dịch vụ thương mại tăng 5.7%, cho vay doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao tăng 6.29%, lĩnh vực doanh nghiệp nhỏ và vừa tăng 2.61%... Hiện tỷ trọng cho vay bất động sản giảm còn 6,5% tổng dư nợ. Vốn cho các dự án BOT, BT giao thông cũng tăng chậm hơn, còn 7,4%, giảm một nửa so với trước.

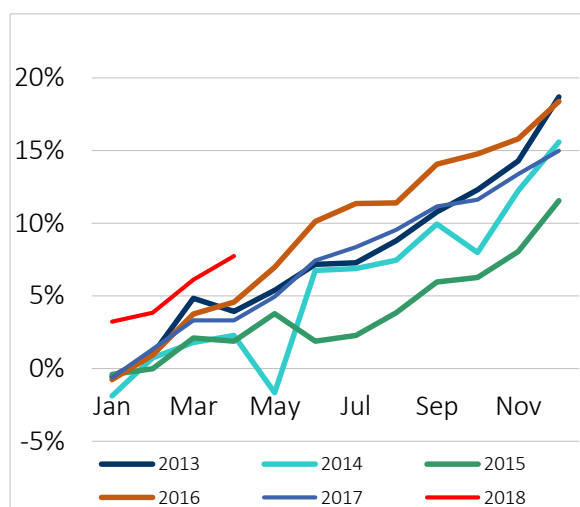
Huy động vốn tăng nhanh, tăng 7.78% trong 6T2018, cao hơn mức 5.89% cùng kỳ 2017. Nhờ vậy, LDR toàn ngành giảm từ mức 89.72% trong 4T2017 xuống còn 88.05% trong 4T2018.

Tăng trưởng tín dụng lũy kế từng tháng



(Nguồn: SBV)

Tăng trưởng huy động lũy kế các tháng



(Nguồn: SBV)

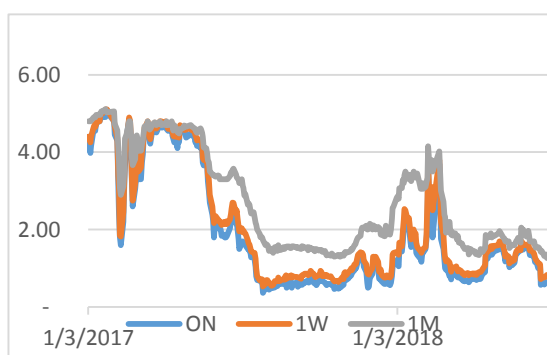
Tỷ lệ nợ xấu theo báo cáo giảm còn 2.3% từ đến cuối tháng 5/2018 từ mức 2.5% cuối năm 2017. Trong 4T2018 các TCTD đã xử lý được hơn 20 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Trong đó, xử lý bằng nguồn dự phòng rủi ro chiếm 62.9%, khách hàng trả nợ chiếm 28.8%, bán cho VAMC là 4.3%, phát mại tài sản đảm bảo để thu hồi nợ chỉ chiếm 1.9% và còn lại là các hình thức khác.

Nhiều ngân hàng giảm lãi suất huy động trong khi đó, lãi suất cho vay đầu ra được duy trì ổn định. Trong quý 2/2018, nhiều ngân hàng giảm lãi suất huy động, trong đó, có ngân hàng đã 2 lần hạ lãi suất. MBB giảm 0.2% kỳ hạn 6 tháng xuống còn 5.5%. VPBank cũng giảm 0,2 điểm phần trăm ở các kỳ hạn

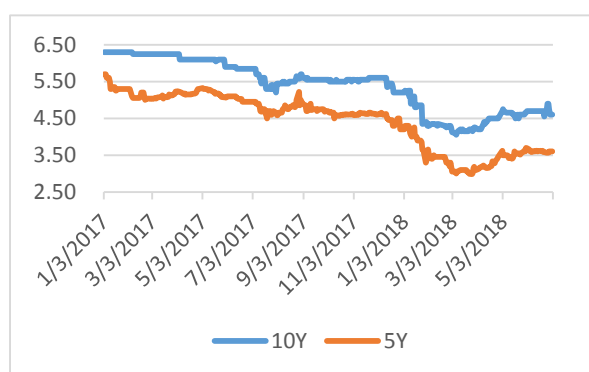
dưới 6 tháng và từ 12-36 tháng, giảm 0,3 điểm phần trăm ở kỳ hạn 6-7 tháng và giảm 0,4 điểm phần trăm kỳ hạn 8-11 tháng. VIB giảm 0.3-0.5 điểm phần trăm so với tháng 1/2018 ở các kỳ hạn 1-3 tháng xuống còn 5-5.1%, giảm 0.2-0.4 điểm phần trăm đối với các kỳ hạn trên 6 tháng còn 6-6.3%. Tại ngân hàng Vietinbank, lãi suất các kỳ hạn 1-3 tháng chỉ còn 4.1%, kỳ hạn 4-5 tháng còn 4.6%, kỳ hạn 6 tháng còn 5.1% và các kỳ hạn 6-11 tháng là 5.1%. Ngày 2/7/2018, TCB giảm 0.2% lãi suất tất cả các kỳ hạn.

Lãi suất liên ngân hàng, lãi suất trái phiếu Chính phủ duy trì ở mức thấp. Trung bình quý 2/2018, lãi suất liên ngân hàng qua đêm là 1.16%, thấp hơn nhiều mức 3.34% cùng kỳ 2017. Tương tự lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn 1 tuần và 1 tháng giảm lần lượt từ 3.51% về 1.27% và 4.04% về 1.65%. Điều này phần nào phản ánh nguồn tiền dồi dào trong hệ thống trong khi tốc độ giải ngân tín dụng đang chậm lại so với cùng kỳ.

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



Diễn biến lãi suất tham chiếu trái phiếu Chính phủ



(Nguồn: Bloomberg)

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. VCB tiếp tục theo đuổi kế hoạch phát hành riêng lẻ cho tối đa 10 nhà đầu tư nước ngoài 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: 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).

KQKD quý 1/2018. Kết thúc quý 1/2018, tổng lợi nhuận sau thuế của 16 ngân hàng niêm yết là 18,266 tỷ đồng, tăng 56.12% yoy. Một số ngân hàng ghi nhận LNST tăng trưởng cao bao gồm: VIB (+228.57%), HDB (+183.52%), TPB (+138.6%), ACB (+139.33%), TCB (+93.48%, nếu loại trừ lợi nhuận từ thoái Techcombank Finance, LNTT của TCB tăng 72.69%), STB (+88.15% yoy), MBB (+74.04%), SHB (+64.08%) và VCB (+58.84%). VPB ghi nhận mức LNST tăng 35.91%, tuy nhiên, nếu loại trừ thu nhập bất thường từ hợp đồng bảo hiểm với AIA, LNTT giảm 8.1% yoy. Tương tự, LNST quý 1/2018 của EIB tăng 228.57%, nếu loại trừ thu nhập từ thoái vốn, LNTT giảm 79.24% yoy. Chúng tôi cho rằng, phần lớn các ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì KQKD khả quan trong cả năm 2018 trong đó, dự báo ACB (+130%), MBB (+57%), VCB (+35.84%), TCB (+22%),

	CTG	VCB	BID	MBB	STB	TCB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
Quy mô												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	37,234	35,978	34,187	18,155	18,852	11,655	15,706	10,273	9,810	7,500	5,842	5,644
VCSH (tỷ đ)	66,172	56,066	50,803	31,030	23,670	37,616	31,635	17,177	15,779	9,658	7,278	9,157
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,114,095	1,003,906	1,226,943	316,345	381,252	273,153	284,388	299,855	190,374	169,797	121,214	136,026
Vốn chủ sở hữu/TTS	5.94%	5.58%	4.14%	9.81%	6.21%	13.77%	11.12%	5.73%	8.29%	5.69%	6.00%	6.73%
Tăng trưởng (ytd)												
Tăng trưởng tài sản	1.74%	-3.03%	2.05%	0.79%	3.47%	1.40%	2.39%	5.47%	0.55%	3.89%	-2.34%	10.45%
Tăng trưởng cho vay	4.51%	6.29%	1.37%	5.19%	2.91%	1.93%	3.53%	6.63%	10.90%	7.47%	10.05%	5.51%
Tăng trưởng tiền gửi	4.83%	3.17%	5.82%	3.11%	6.06%	6.09%	7.17%	6.98%	-2.68%	12.53%	4.02%	8.60%
CASA	14.45%	29.20%	17.02%	33.01%	14.81%	21.25%	12.09%	15.44%	9.96%	21.66%	11.85%	15.01%
Cho vay/tiền gửi	104.70%	79.02%	96.56%	85.34%	67.63%	90.38%	132.14%	81.96%	98.79%	74.91%	95.44%	113.48%
Chất lượng tài sản												
Tỷ lệ nợ xấu	1.25%	1.37%	1.62%	1.41%	4.01%	1.87%	4.15%	0.70%	1.63%	1.07%	1.15%	2.54%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.25%	1.37%	2.70%	1.41%	18.61%	1.87%	5.63%	0.70%	2.44%	1.89%	2.01%	3.44%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.22%	1.66%	1.30%	1.28%	1.24%	1.43%	1.84%	0.94%	1.05%	1.12%	1.06%	1.17%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	98%	121%	81%	91%	31%	76%	44%	135%	64%	105%	93%	46%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.78%	1.11%	1.27%	1.35%	10.54%	2.68%	2.07%	1.27%	3.21%	2.88%	1.91%	1.65%
Tài sản nghi ngờ	38,718	17,634	64,533	25,394	97,029	15,981	37,133	7,196	12,032	9,358	7,990	5,229
% TTS	3.48%	1.76%	5.26%	8.03%	25.45%	5.85%	13.06%	2.40%	6.32%	5.51%	6.59%	3.84%
% VCSH	58.51%	31.45%	127.03%	81.84%	409.92%	42.48%	117.38%	41.89%	76.25%	96.89%	109.78%	57.10%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)												
LNST (tỷ đ)	2,429	3,504	1,978	1,549	397	2,049	2,089	1,144	757	417	513	414
% yoy	19.54%	58.84%	8.44%	74.04%	88.15%	93.48%	35.91%	139.33%	183.52%	18.80%	138.60%	228.57%
NIM (TTM)	2.74%	2.50%	2.98%	4.34%	1.91%	4.05%	8.82%	3.35%	4.06%	3.50%	3.11%	3.19%
CIR (TTM)	39.12%	40.98%	24.64%	38.33%	75.03%	27.19%	31.19%	50.83%	43.81%	52.74%	51.18%	50.92%
ROA (TTM)	0.73%	1.10%	0.61%	1.37%	0.37%	2.95%	2.63%	0.99%	1.24%	0.92%	0.98%	1.15%
ROE (TTM)	12.40%	19.19%	14.52%	14.15%	5.90%	28.13%	25.78%	17.54%	17.25%	15.92%	17.68%	15.89%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,103	2,887	1,985	2,278	753	8,897	4,671	2,062	2,450	2,118	1,999	2,559
EPS pha loãng (TTM)	2,103	2,887	1,985	2,278	753	8,897	4,671	1,822	2,450	2,118	1,999	2,559
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	17,690	15,558	13,444	16,226	13,124	32,274	21,127	15,839	15,157	12,878	12,588	17,259
Định giá												
P/E	11.53	20.09	13.10	11.50	15.34	10.31	6.14	17.26	14.76	5.29	13.76	10.55
P/B	1.37	3.73	1.93	1.61	0.88	2.84	1.36	2.25	2.39	0.87	2.18	1.56

(Nguồn: BSC research)

Quan điểm đầu tư – Khả quan

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 lõi, 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/đã niêm yết trong năm 2018.

ACB – MUA – Giá mục tiêu 42,700 đồng/cp - upside 20%.

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

- **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 1,895 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 đã xuất của nhóm G6 ước khoảng 2,800 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 quý 1/2018 là 1,478 tỷ đồng, tăng 6.35% ytd, tỷ lệ nợ xấu thấp ở mức 0.7%. Tỷ lệ bao nợ xấu cao, đạt 135%. Tài sản nghi ngờ là 7,196 tỷ đồng, tương đương 41.89% vốn chủ sở hữu, thấp hơn nhiều so với mức trung bình các ngân hàng so sánh (79.05%). Điều này cho thấy chất lượng tài sản của ACB tương đối tốt so với các ngân hàng khác.

LNST tăng 139.33% trong quý 1/2018 đạt 1,144 tỷ đồng. Trong đó, lợi nhuận thuần trước chi phí dự phòng rủi ro tín dụng là 1,624 tỷ đồng, + 35% yoy, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm 78% yoy. Cho vay tăng 6.63%, huy động tiền gửi tăng 6.98%yoy, tỷ lệ CASA duy trì ở mức 15.44%.

Dự báo KQKD. BSC dự báo năm 2018, tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng tăng lên 13,420 tỷ đồng (+17% yoy), LNST đạt 4,875 tỷ đồng (+130% yoy) với giả định cho vay tăng trưởng 16% yoy, nợ xấu thu hồi được là 725 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với tổng dư nợ ngoại bảng của ngân hàng. Khi đó, BVPS đạt 19,235 đồng/cp trong năm 2018 và tăng lên 25,408 đồng/cp vào năm 2019.

Rủi ro đầu tư: Tranh giành lợi ích giữa các nhóm cổ đông lớn.

MBB – MUA – Giá mục tiêu 25,700 đồng/cp, upside 17%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MBB với giá mục tiêu là 25,700 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 1.6.

- **LNST tăng 74.04% trong quý 1/2018**, đạt 1,549 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh nhờ đóng góp của cả mảng tín dụng và phi tín dụng. Cho vay tăng 5.19% yoy. NIM của ngân hàng được cải thiện mạnh từ mức 4.03% trong quý 1/2017 lên mức 4.54% trong quý 1/2018

nhờ (1) cho vay/huy động tăng từ 82.99% lên 85.34% và tăng tỷ trọng cho vay nhóm khách hàng cá nhân từ 31.55% lên 33.52%. Các nghiệp vụ phi tín dụng đều ghi nhận mức tăng trưởng cao, thu nhập dịch vụ tăng 36% yoy, thu nhập kinh doanh vàng, ngoại hối tăng 150%, thu nhập từ mua bán chứng khoán kinh doanh tăng 234%.

- **Hiệu quả sinh lời cao.** NIM đạt 4.34% lũy kế 12 tháng, cao hơn nhiều mức trung bình các ngân hàng niêm yết (3.05%) nhờ CASA đạt 33.01%, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết và danh mục cho vay tập trung vào nhóm khách hàng cá nhân và SMEs (trên 75% tổng dư nợ). Tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động (CIR) thấp, đạt 38.33%, trong khi mức trung bình các ngân hàng niêm yết là 45.48%. ROA và ROE đạt lần lượt là 1.37% và 14.15%, cao hơn mức trung bình các ngân hàng (0.89% và 13.28%).
- **MBB đã hoàn tất sớm trích lập trái phiếu VAMC trong năm 2017.** 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 thấp, đạt 1.41%, tỷ lệ bao nợ xấu đạt 91%.
- **BSC dự báo LNST năm 2018 đạt 5,469 tỷ đồng, tăng 57% yoy và đạt 6,745 tỷ đồng vào năm 2019, tăng 23% yoy.** EPS 2018 là 2,433 đồng/cp (trừ 6% quỹ khen thưởng phúc lợi). Giá trị ghi sổ của cổ phiếu năm 2018 là 14,838 đồng/cp và tăng lên đến 17,102 đồng/cp vào năm 2019.
- **Rủi ro đầu tư:** (1) Nợ xấu tăng nhanh do sức ép doanh số và sau khi đưa vào hoạt động công ty tài chính tiêu dùng Mcredit. Tỷ lệ nợ xấu là 1.41%, tăng so với mức 1.2% vào cuối năm 2017. Tài sản có khác tăng mạnh, trong đó, chủ yếu là tăng các khoản phải thu bên ngoài từ 6,145 tỷ đồng lên tới 16,216 tỷ đồng. (2) VCB và Công ty TNHH MTV Trực thăng miền Bắc dự kiến thoái vốn MBB.

LPB – MUA – Giá mục tiêu 13,500 đồng/cp, upside 21%

Ngày 29/06/2018, cổ phiếu LPB được giao dịch tại mức giá 11,200 đồng/cp, tương đương P/B là 0.87x, thấp hơn nhiều so với các ngân hàng niêm yết (1.59x). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu LPB với mức giá mục tiêu là 13,500 đồng/cp, upside 21%. Khi đó, cổ phiếu LPB được giao dịch tại P/B 2018 là 1x. 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 7.47%** trong năm quý 1/2018, tỷ lệ cho vay/tiền gửi thấp, đạt 74.91%, LPB còn nhiều tiềm năng tăng trưởng tín dụng.
- **LNST tăng 18.8% đạt 417 tỷ đồng trong quý 1/2018**, chủ yếu nhờ cắt giảm chi phí dự phòng rủi ro tín dụng từ 233 tỷ đồng xuống còn 61 tỷ đồng. Thu nhập hoạt động trước dự phòng hầu như không đổi, đạt 1,204 tỷ đồng trong quý 1/2018.
- **Thế mạnh của LPB là tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn chiếm tỷ trọng cao (21.66%)**, chỉ sau MBB, và 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. Nhờ đó, LPB duy trì được khả năng sinh lời cao so với ngành, NIM đạt 3.5% lũy kế hết quý 1/2018 trong khi trung bình ngành là 3.05%. ROA và ROE đạt lần lượt là 0.93% và 15.92% (tương đương mức trung bình ngành)
- **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

- **Nợ xấu được kiểm soát ở mức thấp, đạt 1.07%**, và đạt 1.89% nếu tính cả trái phiếu VAMC. Tỷ lệ bao nợ xấu lên tới 105%. Tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 9,358 tỷ đồng, tương đương 96.89% tổng vốn chủ sở hữu của ngân hàng.
- **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 vay repo liên ngân hàng tăng làm giảm lợi nhuận các khoản đầu tư trái phiếu Chính phủ và vay repo của LPB.

TCB – MUA – Giá mục tiêu 32,800 đồng/cp- upside 8%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 12 tháng tới là 32,800 đồng/cp dựa trên nội tại và tiềm năng tăng trưởng của ngân hàng.

- Mô hình kinh doanh lấy khách hàng là trọng tâm, tập trung vào nhóm khách hàng có thu nhập khá và cao. TCB xây dựng được nhiều chuỗi giá trị với quy mô khác nhau, trong đó đặt trọng tâm vào 7 chuỗi giá trị với các doanh nghiệp lớn. Các chuỗi giá trị này không chỉ tạo ra nguồn thu nhập cao cho ngân hàng mà còn giúp TCB thiết lập được mối quan hệ khăng khít với nhóm khách hàng trong chuỗi giá trị, phát hiện sớm rủi ro.
- Số lượng khách hàng có giao dịch thường xuyên lớn. Tính đến cuối năm 2017, TCB có hơn 1.5 triệu khách hàng cá nhân hoạt động (chiếm 30% tổng lượng khách cá nhân), 16,000 khách hàng SMEs và 298 khách hàng doanh nghiệp lớn hoạt động. TCB có 38% khách hàng có quan hệ trên 3 năm, 26% khách hàng có quan hệ trên 5 năm với ngân hàng và 91% khách hàng hoạt động sử dụng trên 2 sản phẩm của TCB.
- TCB chiếm 42% thị phần tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp và trên 82% thị phần môi giới trái phiếu doanh nghiệp trên HOSE. Mạng ngân hàng đầu tư đóng góp 1,061 tỷ đồng, tương đương 6.6% TOI của ngân hàng và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt trong phân khúc trái phiếu doanh nghiệp.
- TCB chiếm 26.2% thị phần bancassurance trong 6T2017. Năm 2017, ngân hàng đã ký hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền cho Manulife, một trong những công ty bảo hiểm nhân thọ hàng đầu Canada, và đứng thứ ba thị phần tại Việt Nam (12.5%). Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ tăng 22.71% từ 2008-2017 và tăng tiếp 28% trong quý 1/2018. Techcombank đặt mục tiêu đạt hơn 10 nghìn tỷ đồng doanh thu phí bảo hiểm trong 5 năm tới. Hiện TCB mới khai thác 2% khách hàng và đặt kế hoạch nâng tỷ lệ này lên 15-20%.
- Ngân hàng tiếp tục đầu tư mạng ngân hàng giao dịch với tổng đầu tư là 30 triệu USD trên tổng mức đầu tư kế hoạch 3 năm tới là 300 triệu USD. Mạng ngân hàng giao dịch đóng góp 1,188 tỷ đồng, 7.4% TOI trong năm 2017. Quan trọng, việc phát triển ngân hàng giao dịch là cơ sở để TCB thu hút và phục vụ khách hàng tốt hơn, tạo cơ sở cho tăng trưởng TOI trong dài hạn
- Các chỉ tiêu sinh lời nằm trong топ đầu ngành ngân hàng Việt Nam và khu vực, với NIM đạt 4.05% chỉ sau VPB, HDB (với công ty tài chính tiêu dùng) và MBB. ROA đạt 2.95% và ROE đạt

28.13%. LNST tăng trên 100%/năm từ năm 2015-2017 và tăng tiếp 93.48% trong quý 1/2018 bao gồm 894 tỷ đồng thoái vốn công ty tài chính tiêu dùng Techcombank finance. Loại trừ khoản lợi nhuận bất thường từ thoái vốn, LNTT tăng 72.69% yoy chủ yếu nhờ giảm mạnh 35% yoy chi phí dự phòng rủi ro tín dụng.

- Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.87% tính đến cuối quý 1/2018. Ngân hàng đã hoàn tất xử lý nợ xấu bán cho VAMC trong năm 2017. Tỷ lệ bao nợ xấu của ngân hàng đến cuối quý 1/2018 là 76%, tương đương mức trung bình các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam. Tổng giá trị các tài sản có khác bao gồm phải thu từ L/C trả chậm, phải thu từ hợp đồng mua bán nợ lên tới 3,334 tỷ đồng, quỹ dự phòng rủi ro tính đến 31/3/2018 là 522 tỷ đồng
- BSC dự báo, LNST năm 2018 của TCB đạt 7,872 tỷ đồng (+22% yoy), bao gồm 894 tỷ đồng từ thoái vốn Techcombank Finance. EPS 2018 là 2,251 đồng/cp, EPS từ hoạt động lõi là 2,022 đồng/cp. BVPS 2018 là 14,780 đồng/cp. Năm 2019, BSC dự báo LNST của TCB đạt 8,674 tỷ đồng (+10% yoy), EPS 2019 là 2,468 đồng/cp và BVPS là 17,248 đồng/cp.

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 lõi tăng trưởng tích cực và bền vững.** Tính đến hết tháng 6/2018, tín dụng tăng 11% yoy. Hạn mức tăng trưởng tín dụng năm nay của VCB được giao là 15%. Chúng tôi cho rằng VCB sẽ phải xin nới room tăng trưởng tín dụng trong năm nay. LNTT của ngân hàng mẹ tăng đến 52.7% yoy, đạt 7,722 tỷ đồng. Đóng góp chủ yếu nhờ (1) quý 1/2018, khoản thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã xử lý đạt 1,586 tỷ đồng, cao hơn 1,009 tỷ đồng so với cùng kỳ 2017; (2) NIM cải thiện tăng lên mức 2.76% trong 6T2018 (cao hơn mức 2.5% lũy kế 12 tháng đến hết quý 1/2018 và 2.65% cùng kỳ 2017).
- **Chất lượng tài sản tốt, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tiếp tục giảm.** VCB đã xử lý toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2016. Tỷ lệ nợ xấu cuối quý 1/2017 tăng lên 1.37%, cao hơn mức 1.14% cuối năm 2017. Tỷ lệ bao nợ xấu cao, đạt 121%, tuy nhiên, đã giảm so với mức 131% cuối năm 2017. 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 889 tỷ đồng trước thuế với giả định giá thoái MBB và EIB lần lượt là 20,000 đồng/cp và 10,000 đồng/cp. 6T2018, ngân hàng đã thoái thành công 7.6 triệu cổ phiếu HVN, lợi nhuận ước tính khoảng 240 tỷ đồng và thoái toàn bộ 6.67 triệu cổ phiếu OCB với giá bình quân là 25,771 đồng/cp, lãi thoái vốn là 123 tỷ đồng.
- **BSC dự báo LNTT năm 2018 đạt 15,461 tỷ đồng, tăng 36.33% yoy,** bao gồm cả lợi nhuận từ hoạt động lõi tăng 15.75% yoy, lợi nhuận từ thoái vốn và xử lý nợ xấu là 3,890 tỷ đồng. EPS 2018 sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi là 2,979 đồng/cp; EPS từ hoạt động lõi là 2,460 đồng/cp. Vốn chủ sở hữu được dự báo đạt 60,375 tỷ đồng, giá trị ghi sổ là 16,781 đồng/cp. Năm 2019, LNTT được dự báo đạt 16,933 tỷ đồng (+9.52%), EPS 2019 là 3,260 đồng/cp và BVPS là 19,234 đồng/cp.

CTG – MUA – Giá mục tiêu 27,400 – upside 13%.

Ngày 29/06/2018, cổ phiếu CTG được giao dịch tại mức giá 24,250 đồng/cp, tương đương P/B là 1.37x, thấp hơn mức trung vị của các ngân hàng niêm yết (1.59x).

- **LNTT đạt 5,200 tỷ đồng, tăng 25% yoy trong 1H2018.** Tính đến hết quý 1/2018, LNTT của ngân hàng đạt 2,714 tỷ đồng, LNST đạt 2,429 tỷ đồng (+19.54% yoy). Dư nợ cho vay tăng 4.51%, tiền gửi của khách hàng tăng 4.83% ytd. Tỷ lệ cho vay/huy động cao, đạt 104.7%, ngân hàng đã kín room nhà đầu tư nước ngoài, và khó tăng vốn. Do đó, tốc độ tăng trưởng cho vay của CTG có thể chậm lại trong thời gian tới.
- **BSC dự báo,** LNST 2018 đạt 8,402 tỷ đồng (+13.05% yoy), EPS 2018 là 1,870 đồng/cp, BVPS là 18,275 đồng/cp.
- **Hiệu quả sinh lời.** NIM đạt 2.74%, ROA và ROE đạt lần lượt là 0.73% và 12.4% trong quý 1/2018, thấp hơn một chút so với trung bình các ngân hàng niêm yết (tương ứng là 0.96% và 15.21%).
- **Chất lượng tài sản.** Tỷ lệ nợ xấu thấp, đạt 1.25%. Ngân hàng đã hoàn tất dự phòng trái phiếu VAMC. Tỷ lệ bao nợ xấu đạt 98%. 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 38,718 tỷ đồng, tương đương 58.51% 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.

VPB – Theo dõi

Ngân hàng liên tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao, LNST tăng trung bình 59% từ 2013-2017, trong đó, đóng góp không nhỏ từ FEcredit. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý chất lượng tài sản và quy trình thẩm định, quản trị khoản vay của ngân hàng.

- **VPB là ngân hàng đi đầu trong phân khúc tín dụng tiêu dùng,** chiếm hơn 50% thị phần, với thương hiệu FEcredit. FEcredit đóng góp 25% danh mục cho vay của ngân hàng hợp nhất nhưng đóng góp đến 52% lợi nhuận hợp nhất trong năm 2017 và còn 35% trong quý 1/2018 do chi phí dự phòng rủi ro tăng cao.
- **KQKD quý 1/2018.** Cho vay tăng trưởng 3.53%, trong đó, ngân hàng mẹ tăng 3.36% và FEcredit tăng 4.06%. LNST hợp nhất đạt 2,089 tỷ đồng, tăng 35.91% yoy. Nếu loại trừ lợi nhuận bất thường được nhận từ hợp đồng độc quyền bảo hiểm cho AIA, LNST của ngân hàng hợp nhất giảm 8.1% yoy. Điều này chủ yếu là do chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh 57% yoy lên tới 2,652 tỷ đồng trong quý 1/2018, trong đó, riêng FEcredit là 1,717 tỷ đồng.
- **Hiệu quả sinh lời cao.** VPB tiếp tục là ngân hàng dẫn đầu hệ thống về khả năng sinh lời do lãi suất cho vay tiêu dùng có thể tăng lên tới 43.9%. NIM hợp nhất đạt 8.82%. CIR được kiểm soát ở mức thấp là 31.19%, chỉ cao hơn TCB (28.13%). ROA, ROE của ngân hàng đạt lần lượt là 2.63% và 25.78%, cao hơn nhiều so với trung vị các ngân hàng niêm yết (lần lượt là 0.96% và 15.21%).

- **Kế hoạch LNTT năm 2018 tăng 33% đạt 10,800 tỷ đồng.** 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 3,566 đồng/cp, giá trị ghi sổ 2018 ước tính là 15,761 đồng/cp (tính theo số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại là 2,423 triệu cổ phiếu).
- **Tuy nhiên, chất lượng tài sản cần chú ý.** (1) Do áp lực doanh số, thời gian thẩm định nhanh và chủ yếu qua gọi điện và nguồn dữ liệu có sẵn của ngân hàng, mảng cho vay tín dụng tiêu dùng của VPB gần đây bộc lộ nhiều kẽ hở. (2) 35% danh mục cho vay hợp nhất của VPB không có tài sản đảm bảo, riêng của FEcredit là hơn 80%. (3) Tỷ lệ nợ xấu cao, lên tới hơn 4.15% trong quý 1/2018. Nếu tính thêm nợ xấu đã bán cho VAMC, tỷ lệ này là 5.63%. Tỷ lệ nợ xấu của riêng ngân hàng mẹ cũng đã lên tới 3.58% trong quý 1/2018. (4) Trong khi đó, tỷ lệ bao nợ xấu thấp, chỉ đạt 46.6% đối với ngân hàng hợp nhất và 40.45% đối với FEcredit trong quý 1/2018. Chúng tôi cho rằng, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của VPB sẽ tiếp tục tăng cao trong thời gian tới, đặc biệt khi xác suất chuyển nợ nhóm 2 thành nợ xấu của FEcredit cao.
- **Rủi ro.** (1) Chất lượng tài sản cần lưu ý. (2) 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 có thể làm tăng áp lực về nợ xấu.

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 29/06/2018, cổ phiếu BID được giao dịch tại mức giá 26,000 đồng/cp, tương đương P/B là 1.93x.

- **KQKD quý 1/2018.** Dư nợ cho vay tăng chậm, đạt 1.37%, tiền gửi tăng 5.82% trong quý 1/2018. Tương tự CTG, tỷ lệ cho vay/huy động của BID cao, đạt 96.56%, CAR thấp đạt trên 9%, khiến chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng cho vay của BID có thể chậm lại. LNST đạt 1,978 tỷ đồng, +8.44%. NIM đạt 2.98%, ROA đạt 0.61% và ROE đạt 14.52%, thấp hơn mức trung bình các ngân hàng niêm yết (tương ứng là 0.96% và 15.21%)
- **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 1.62%, tính cả trái phiếu VAMC, tăng lên 2.7%. Tỷ lệ bao nợ xấu là 81% tính đến cuối quý 1/2018. 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 64,533 tỷ đồng, chiếm tới 127.03% tổng vốn chủ sở hữu. 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.
- **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 29/06/2018, cổ phiếu HDB được giao dịch tại mức giá 36,150 đồng/cp, tương đương P/B là 2.39x, tương đối cao so với các ngân hàng niêm yết.

- **Cho vay tăng nhanh 10.9%**, đạt 116 nghìn tỷ đồng. Quy mô cho vay của HDSaison còn tương đối nhỏ, đóng góp 8.5% tổng dư nợ hợp nhất của ngân hàng, tăng trưởng 4.94% ytd, nhưng đóng góp tới 41% tổng thu nhập lãi thuần cho ngân hàng hợp nhất.
- **LNST đạt 757 tỷ đồng, tăng 183.52% yoy.** Khác với VPB, quý 1/2018 đóng góp chính vào lợi nhuận của HDB là hoạt động của ngân hàng mẹ, và chi phí dự phòng rủi ro tăng chậm 20% yoy. Thu nhập lãi thuần của ngân hàng mẹ tăng 62% yoy đạt 1,077 tỷ đồng, và thu nhập từ mua bán chứng khoán của ngân hàng mẹ tăng 5.8x đạt 243 tỷ đồng
- **Chất lượng tài sản.** Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.63%, nếu tính thêm dư nợ trái phiếu VAMC, tỷ lệ này tăng lên 2.44%. Tỷ lệ dự bao nợ xấu thấp đạt 64%. Chúng tôi cho rằng, để đảm bảo an toàn, ngân hàng có thể tiếp tục tăng chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu trong thời gian tới, đặc biệt khi đẩy mạnh hoạt động tài chính tiêu dùng thông qua thương hiệu HDSaison.

STB - Theo dõi

Ngày 29/06/2018, cổ phiếu STB được giao dịch tại mức giá 11,550 đồng/cp, tương đương P/B 0.88x, thấp hơn các ngân hàng niêm yết (1.59x). Tuy nhiên, quy mô nợ xấu lớn, bản chất và tiến độ xử lý nợ xấu của ngân hàng cần được theo dõi chặt chẽ.

- **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 229 nghìn tỷ đồng và tổng tiền gửi là 339 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 1/2018.
- **KQKD quý 1/2018:** Cho vay tăng 2.91%, tiền gửi tăng 6.06%. Lợi nhuận hoạt động 585 tỷ đồng, tăng 89.94% yoy chủ yếu nhờ thu nhập lãi tăng mạnh 59% yoy lên 1,672 tỷ đồng, NIM cải thiện lên mức 1.91%. 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 trự 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.

	DTT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E FW	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/6/2018	Giá mục tiêu
ACB	13,420	4,875	4,449	8.00	1.85	1.58%	26.43%	35,600	42,702
MBB*	15,780	5,469	2,433	9.05	1.48	1.65%	17.74%	22,020	25,653
LPB	5,721	1,536	1,962	5.71	0.83	0.88%	15.72%	11,200	13,536
TCB*	17,712	7,872	2,251	13.55	2.06	2.65%	20.03%	30,560	32,812
VCB	35,028	12,349	2,979	19.47	3.46	1.15%	21.87%	58,000	N/A
CTG	31,968	8,402	1,870	12.97	1.33	0.74%	12.76%	24,250	27,413
VPB	30,075	8,640	3,566	8.05	1.82	2.91%	28.36%	28,700	N/A
HDB	12,803	3,137	2,866	12.61	2.05	1.35%	17.80%	36,150	N/A
STB		1,212	571	20.23	0.86	0.71%	5.18%	11,550	N/A

(Nguồn: BSC research)

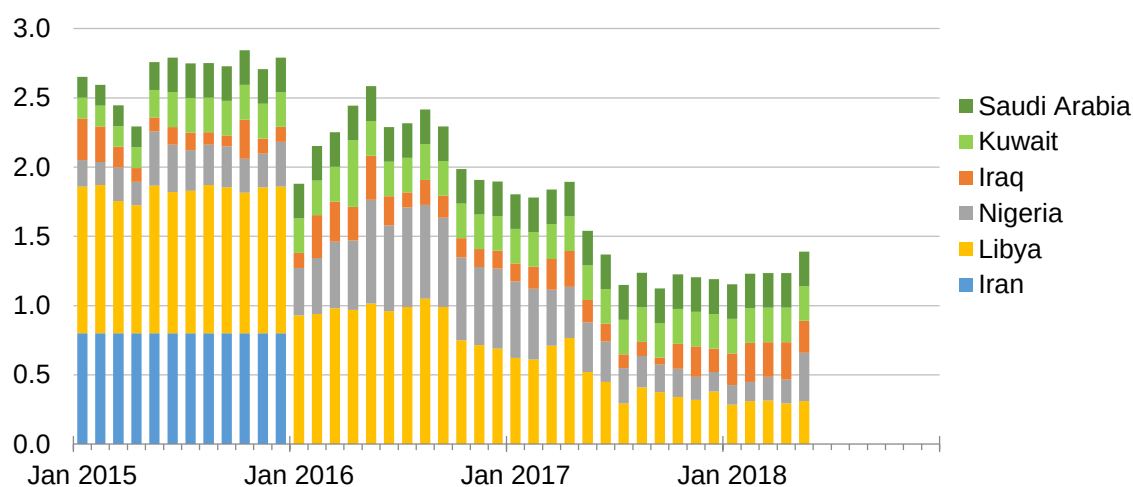
(MBB, TCB lấy giá sau chia cổ tức bằng cổ phiếu và CP thưởng)

Ngành Dầu khí [Khả quan]

- Giá dầu tăng do căng thẳng chính trị giữa Mỹ và Iran hỗ trợ ngành dầu khí thế giới nhưng Việt Nam lại có độ trễ nhất định. Tính đến cuối tháng 6/2018, giá dầu thô Brent tăng 77.1 USD/thùng (+60.79% yoy), giá dầu thô WTI tăng 73.97 USD/thùng (+63.07% yoy).
- Mỹ sẽ tiếp tục gia tăng vị thế cung dầu đá phiến cho toàn cầu.
- Doanh thu của các DN cải thiện nhờ giá dầu tăng. GAS và PVB ghi nhận LNST tăng trưởng lần lượt là 20.3% và 423.8%. Tuy nhiên, PVS và PVD tiếp tục đối mặt với khó khăn do cạnh tranh cao.
- Quan điểm đầu tư Khả Quan, chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu GAS.

Giá dầu tăng do căng thẳng chính trị giữa Mỹ và Iran trong nửa đầu năm 2018. Tháng 5/2018, chính quyền Donald Trump đã rút khỏi thỏa thuận hạt nhân Iran và khả năng lượng dầu xuất khẩu của Iran sẽ làm sụt giảm mạnh do Iran phải chịu những lệnh trừng phạt mới. Các nước đồng minh của Mỹ phải cắt giảm sản lượng dầu nhập khẩu từ Iran xuống còn 0 từ ngày 4/11/2018 nhằm hy vọng buộc Iran phải đàm phán một thỏa thuận tiếp theo về vấn đề ngừng chương trình hạt nhân của họ. Động thái này từ phía chính quyền Trump đã làm giá dầu WTI tăng mạnh lên \$73.97/thùng (+69.07% yoy) và giá dầu Brent tăng lên \$77.1/thùng (+60.79% yoy).

**Ước tính sản lượng dầu thô cắt giảm của OPEC
(triệu thùng/ngày)**

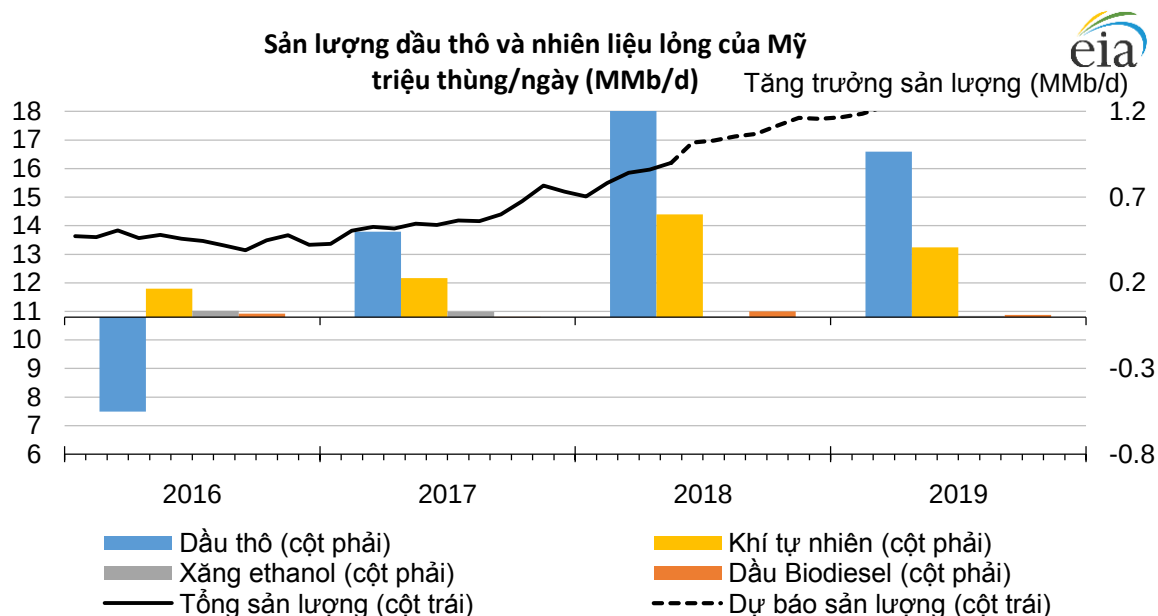


(Nguồn: EIA, Short- Term Energy Outlook, June 2018)

Nhu cầu dầu thế giới sẽ tăng mạnh mẽ nhưng với tốc độ chậm lại từ năm 2023. Cụ thể, EIA dự báo nhu cầu toàn cầu tăng lên 104.7 triệu thùng/ ngày vào năm 2023 với CAGR là 6.9% đóng góp 50% từ Trung Quốc và Ấn Độ. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng này sẽ giảm dần 1 triệu thùng/ngày (-0.95% yoy) từ năm 2023 do chương trình tăng hiệu suất nhiên liệu của Mỹ, xu hướng sử dụng xe điện chạy bằng pin ngày càng phổ biến áp dụng và chính sách sử dụng xe công cộng chạy bằng điện và khí tự nhiên tại Trung Quốc.

Mỹ sẽ tiếp tục gia tăng vị thế cung dầu đá phiến cho toàn cầu. Sản lượng dầu thô Mỹ khai thác sẽ đạt 17 triệu thùng/ngày vào năm 2023 với tăng trưởng CAGR đạt 2.8% tương đương 3.7 triệu thùng/ ngày, trong đó sản lượng dầu đá phiến chiếm 47% tổng sản lượng khai thác tương đương 8 triệu thùng/ ngày. Chúng tôi cho rằng Mỹ sẽ tiếp tục giữ vị thế một trong top các quốc gia sản xuất dầu hàng đầu

thế giới và nhờ đó đáp ứng được nhu cầu nội địa và hạn chế lệ thuộc vào nhóm OPEC. Từ đó, EIA dự báo cung sẽ vượt cầu từ Q2/2018 và thặng dư dầu thế giới dao động từ 0.08-0.79 triệu thùng/ ngày làm cho giá dầu có xu hướng giảm trong 2019.



(Nguồn: EIA, Short- Term Energy Outlook, June 2018)

Tổng kết KQKD Q1/2018, các công ty ngành dầu khí cải thiện về mặt doanh thu do giá dầu thô Q1/2018 có dấu hiệu phục hồi so với cùng kỳ năm ngoái. GAS DTT đạt 18,162 tỷ đồng (+11.7% yoy), và PVB, DTT đạt 68 tỷ đồng (+44.9% yoy). Tuy nhiên, PVD và PVS vẫn còn nhiều khó khăn do cạnh tranh gay gắt khi có nhiều nhà cung cấp dịch vụ dầu khí nước ngoài vốn có tiềm lực vượt trội về cơ sở vật chất, phương tiện, thiết bị, kinh nghiệm và tài chính nên sẵn sàng chào giá cung cấp dịch vụ thấp hơn so với mức chi phí sản xuất vận hành thực tế. Hiện nay, tình trạng cung vượt cầu diễn ra khiến khách hàng thuê sử dụng dịch vụ luôn tạo sức ép giảm giá đối với các công ty cung cấp dịch vụ dầu khí.

Mã	Sản phẩm chính	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
GAS	Khí đốt TN	18,162	11.7%	22.0%	20.9%	2665	20.3%
PVS	DVKT dầu khí	3,328	-1.4%	9.6%	8.5%	189	-31.2%
PVD	DV khoan dầu khí	1,106	119.8%	-4.0%	-1.5%	-253	18.1%
PVB	Bọc ống, cơ khí	68	44.9%	37.5%	-10.2%	18	423.8%
BSR	Xăng, dầu, khí	24,091	N/A	N/A	N/A	1,293	N/A
OIL	Xăng, dầu	13,696	N/A	5.1%	N/A	194	N/A

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Khả quan

BSC duy trì nhận định **KHẢ QUAN** với ngành dầu khí. Giá dầu tăng trở lại là một trong những yếu tố tích cực khiến cổ phiếu dầu khí hồi phục như GAS. Tuy nhiên, doanh nghiệp dầu khí khác lại chịu ảnh hưởng của việc dự án mới chậm được triển khai như dự án Cá Rồng Đỏ. Qua đó, chúng tôi đánh giá giá dầu phục hồi làm ngành dầu khí thế giới khả quan lên, còn ngành dầu khí Việt Nam sẽ có độ trễ nhất định. Hiện tại, PVN tiếp tục thực hiện 3 dự án chính trong năm 2018: Dự án Nam Côn Sơn GD 2, dự án phát triển mỏ Sư Tử Trắng, Mỏ Lô B Ô Môn. Nếu các dự án này thực hiện đúng tiến độ thì các

doanh nghiệp dầu khí sẽ được hưởng lợi. Chúng tôi vẫn lưu ý các cổ phiếu dầu khí trong năm 2018 là GAS, PVD, PVS, PVB, BSR, PLX, OIL.

GAS – MUA – Giá mục tiêu: 106,940 đồng/CP – Upside: +20.84%

- Q1/2018, DT của GAS đạt 18,162 tỷ đồng (+11.7% yoy), LNST Q1/2018 đạt 2,665 tỷ đồng (+19.85% yoy), EPS Q1/2018 = 1,274 đồng. KQKD Q1/2018 cải thiện tốt chủ yếu do giá dầu bình quân Q1/2018 là 66.59 USD/thùng (+17.29%yoy), GAS hoàn thành lần lượt 32.5% và 41.4% kế hoạch DT và LNST đề ra và dự kiến sẽ chia cổ tức tỷ lệ 30% cho năm 2018. Bên cạnh đó, GAS vẫn phải đối mặt với một số rủi ro như dự báo giá dầu sẽ có nhiều biến động trong 2H18, nguồn khí giá rẻ suy giảm nhanh buộc phải huy động nhiều hơn nguồn khí giá cao.
- Triển vọng thượng nguồn ngày càng có nhiều mỏ khí đưa vào hệ thống như dự án Lô B Ô Môn sẽ được triển khai trước các hợp đồng tổng thầu EPC vào Q4/2018 giúp tăng thêm công suất cung cấp khí cho GAS thêm 6.4 tỷ m³/năm. Dự án phát triển mỏ Sư Tử Trắng do GAS phụ trách khâu vận chuyển khí từ mỏ đưa về khu vực mỏ Bạch Hổ rồi về bờ theo đường ống Bạch Hổ dài 117km, chúng tôi ước tính sản lượng khí khai thác có thể đạt mức 1.5 tỷ m³/năm dự kiến bắt đầu khai thác từ 2020 tới 2035.
- Qua đó, chúng tôi vẫn duy trì 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 Q2/2018 đạt 77 USD/thùng (+38% 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 – MUA – Giá mục tiêu: 23,155 đồng/CP – Upside: +33.84%

- KQKD tiếp tục gặp khó khăn. Theo BCTC hợp nhất Q1/2018, DTT của PVS đạt 3,328 tỷ đồng (-1.4%yoy), biên LNG đạt 5% cải thiện nhẹ so với mức 4.7% của Q1/2017 chủ yếu nhờ giá vốn hàng bán quý 1/2018 giảm gần 2.6%. LNST Q1/2018 chỉ đạt 189.4 tỷ đồng (-31.22 %yoy) theo phía PVS giải trình nguyên nhân từ lỗi của hoạt động khảo sát địa lý (tàu khảo sát 2D, 3D) ảnh hưởng của tình hình toàn cầu và lợi nhuận từ các công ty liên doanh hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh tàu chứa và xử lý dầu thô (FSO/FPSO) giảm so với cùng kỳ Q1/2017. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc áp dụng đơn giá thuê tàu hiện tại cũng thấp hơn đáng kể với các năm trước theo quy định của hợp đồng thuê dài hạn cũng một phần làm cho LNST của PVS giảm.
- Chúng tôi vẫn giữ quan điểm 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 29/06/2018 cổ phiếu PVS được giao dịch với giá 17,300, tương đương PE 2018 = 9.56x. 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 = 9.78x, PB 2018 = 0.64x.
- 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

- KQKD Q1/2018, PVD DT đạt 555 tỷ đồng (+10.3% yoy) nhưng LNST lại thua lỗ nặng gần -175 tỷ đồng (-4% yoy) nguyên nhân do giá vốn từ cung cấp dịch vụ khoan tăng mạnh lên 634 tỷ (+24.3% yoy) do số lượng giàn khoan tự nâng hoạt động tăng nhưng giá cho thuê giàn khoan thấp và chi phí cố định cao (khấu hao tăng trong khi hoạt động của giàn nhiều hơn). Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí lãi vay vẫn ở mức cao 40.5 tỷ và chi phí quản lý doanh nghiệp lên đến 114 tỷ đã khiến cho LN thuần từ hoạt động KD lỗ nặng.
- Tình hình được dự báo sẽ tiếp tục khó khăn trong 2H18, hiện giàn I, II, III, VI đều đang có việc, giá thuê giàn là 55 nghìn – 60 nghìn USD/ngày (hoạt động dưới giá vốn khoảng 65 nghìn -70 nghìn USD/ngày). Giàn 5 đang chờ việc từ dự án Cá Rồng Đỏ, giá hòa vốn của giàn 5 là 80 – 90 nghìn USD/ngày.
- BSC tiếp tục 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 – MUA – Giá mục tiêu: 19,600 đồng/CP – Upside 36.11%

- KQKD Q1/2018 cho thấy PVB DTT đạt 68.13 tỷ đồng (+44.9% yoy) và LNST đạt 18.146 tỷ đồng (+423% yoy do Q1/2017 lỗ 5.6 tỷ đồng). Chúng tôi đánh giá triển vọng của PVB sẽ khả quan khi công ty hoàn thành gói thầu bọc ống CTC1 – RP2 dự án Cá Tầm của Vietsovpetro ghi nhận doanh thu ước đạt 160 tỷ đồng. Ngoài ra, PVB cũng trúng gói thầu bọc ống cho tuyến ống GAS và Gaslift trong tháng 6/2018, hiện công ty đang tiến hành bàn giao lô ống thành phẩm cho chủ đầu tư dự án.
- Vì thế, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh 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 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. Ngoài ra, các dự án trong 2H18-2023 sẽ đóng góp doanh thu đáng kể cho PVB cụ thể dự án Lô B, Nam Côn Sơn 2 GĐ 2 triển khai 2019-2023, dự án Sư Tử Trắng đường ống dài 70km dự kiến cuối năm 2019, dự án Sao Vàng Đại Nguyệt đường ống dài 30km bắt đầu 2020 và dự án Cá Voi Xanh thuộc Exxon Mobil.
- Chúng tôi 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. Ngày 29/06/2018, giá đóng cửa của PVB là 15,400, tương ứng mức P/E F2018 là 16.47x và P/B F2018 là 0.78x.

BSR – NĂM GIỮ

- Theo báo cáo kết quả SXKD 6 tháng đầu năm 2018, tổng sản lượng tiêu thụ đạt 3.6 triệu tấn, tổng sản lượng sản xuất ước đạt 3.5 triệu tấn, tổng DT và LNST ước đạt lần lượt là 53,919 tỷ đồng (69% KH2018) và 2,699 tỷ đồng (77.6% KH2018)
- **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.

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).
- **PV Oil tạm dừng bán cổ phần cho các nhà đầu tư chiến lược.** Chính phủ đã không chấp thuận đề xuất gia hạn thời gian chào bán cổ phần cho các nhà đầu tư chiến lược với tỷ lệ bán chiến lược 44.7% vốn tương đương 462.5 triệu cổ phiếu. Theo PV Oil, nhiệm vụ ưu tiên lúc này là tổ chức đại hội cổ đông lần đầu về chuyển đổi mô hình doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần, dự kiến vào đầu tháng 8/2018. Chúng tôi cho rằng việc thoái vốn là cần thiết cho PV Oil hiện tại do 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 CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/06/18	Giá mục tiêu
GAS	70,329	10,735	5,347	16.55	4.01	16.33%	23.03%	88,500	106,940
PVD	4,085	-322	N/A	N/A	0.40	0.20%	0.34%	13,650	N/A
PVS	17039	879	1,809	9.56	0.66	3.24%	6.78%	17,300	23,155
PVB	207	20	935	16.47	0.78	4.6%	4.9%	15,400	19,600
BSR	108407	7,456	2,405	7.48	1.53	12%	23.01%	18,000	N/A
OIL	66267	510	493	33.47	1.51	2.39%	4.91%	16,500	N/A

(Nguồn: BSC research)

Ngành Điện [Khả quan]

- Sản lượng điện tháng 4 và tháng 5 năm 2018 đạt 32.08 tỷ kWh tăng 10.2% yoy.
- An toàn truyền tải được quan tâm khi chính phủ phê duyệt hệ thống truyền tải điện 500kV được đưa vào danh mục công trình liên quan đến an ninh quốc gia.
- Quý 3, hoạt động của các doanh nghiệp thủy điện dự kiến sẽ gặp khó khăn.
- DTT tăng trưởng tốt, các doanh nghiệp trong ngành tăng trung bình 33.8% yoy

Sản lượng điện tháng 4 và tháng 5 năm 2018 đạt 32.08 tỷ kWh tăng 10.2% so với cùng kì năm 2017. Lũy kế 5 tháng, sản lượng điện thương phẩm ước đạt 74,42 tỷ kWh tăng 10.56% so với cùng kì năm 2017. Nhóm công nghiệp tăng trưởng 10.98%, tiếp tục chiếm phần lớn trong cơ cấu phụ tải (chiếm 55.1%) trong khi đó nhóm nông nghiệp đạt mức tăng 25.3%.

An toàn truyền tải được quan tâm khi chính phủ phê duyệt hệ thống truyền tải điện 500kV được đưa vào danh mục công trình liên quan đến an ninh quốc gia. Trong thời gian tới, hàng loạt các công trình 500kV sẽ tiếp tục được xây dựng như các đường dây 500kV: Vĩnh Tân – Sông Mê – Rẽ Tân Uyên, Duyên Hải – Mỹ Tho – Đức Hòa, Long Phú – Ô Môn, Sông Hậu – Đức Hòa; Nho Quan – Thường Tín, Thường Tín – Tây Hà Nội, và nhất là đường dây 500kV Quảng Trạch – Dốc Sỏi – Pleiku (đường dây 500 kV mạch 3). Hệ thống truyền tải 500kV được coi là trục xương sống của lưới điện quốc gia, đảm bảo cung cấp điện cho khu vực miền Nam phát triển kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh các nguồn điện miền Nam đang bị chậm tiến độ.

Quý 3, hoạt động của các doanh nghiệp thủy điện dự kiến sẽ gặp khó khăn. Lượng mưa trong quý 3 dự kiến sẽ xấp xỉ quý 3 năm 2017. Tuy nhiên, nguồn nước và lượng dòng chảy trên các sông dự kiến sẽ thiếu hụt từ 10-20% so với trung bình nhiều năm. Ngoài ra, trạng thái sẽ chuyển dần sang El Nino từ tháng 10 với xác suất 50-60% cũng sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của các công ty thủy điện dẫn đến khả năng lượng điện huy động từ các nhà máy nhiệt điện sẽ được gia tăng trong khoảng thời gian sắp tới.

Về kết quả kinh doanh. Hầu hết các doanh nghiệp ngành điện trong quý I đều có mức doanh thu tăng trưởng tốt (trung bình khoảng 33.8%) ngoại trừ CHP (tiến hành đại tu trong quý I) và SHP (nhà máy Đambri không tham gia thị trường vào quý I). Doanh thu của các doanh nghiệp thủy điện tiếp tục được hưởng lợi nhờ lượng nước ổn định; giá nguyên vật liệu (khí, than) tăng mạnh cũng đẩy giá bán điện hợp đồng của các công ty nhiệt điện.

Mã	Sản phẩm chính	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
POW	Nhiệt điện	8,356	12.0%	16.1%	14.8%	780	30.6%
NT2	Nhiệt điện	2,021	14.3%	18.0%	22.0%	235	-11.7%
PPC	Nhiệt điện	1,801	22.1%	14.8%	16.8%	191	34.2%
BTP	Nhiệt điện	630	273.8%	23.5%	-1.0%	109	-339.0%
NBP	Nhiệt điện	165	4.0%	5.7%	7.0%	3	104.9%
VSH	Thủy điện	237	23.0%	74.8%	70.8%	155	25.0%

Mã	Sản phẩm chính	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
TMP	Thủy điện	165	23.9%	56.6%	51.7%	68	40.9%
TBC	Thủy điện	134	80.6%	74.1%	63.1%	79	105.8%
SEB	Thủy điện	105	4.4%	75.1%	76.1%	67	7.1%
SBA	Thủy điện	81	-3.0%	74.6%	70.3%	39	7.6%
SJD	Thủy điện	78	18.9%	57.9%	56.0%	33	32.8%
SHP	Thủy điện	62	-19.3%	-1.0%	20.4%	-27	121.0%
HJS	Thủy điện	34	-3.5%	39.3%	39.5%	7	-0.3%
PIC	Thủy điện	33	22.3%	67.0%	74.0%	16	-10.7%
CHP	Thủy điện	0	-100.0%	-152 lần	70.8%	-74	-153.3%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Khả Quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** cho các doanh nghiệp ngành điện. Các doanh nghiệp điện có tính ổn định cao, cổ tức đều beta ngành ở mức thấp vì vậy đều là các cổ phiếu có tính phòng thủ. Nhu cầu điện tiếp tục gia tăng, giá bán điện được cải thiện sẽ là động lực tăng trưởng chính của các doanh nghiệp điện trong thời gian sắp tới. Đặc biệt các doanh nghiệp nhiệt điện sẽ được hưởng lợi trong khoảng cuối năm 2018 khi giá dầu và giá khí được dự kiến sẽ ổn định, cùng với đó là các doanh nghiệp thủy điện gặp khó khăn do điều kiện thời tiết. Ngoài các cổ phiếu của các công ty phát điện, nhà đầu tư cũng có thể quan tâm đến các công ty liên quan như GEX, REE, PC1

NT2- NĂM GIỮ- Giá mục tiêu 30,100 đồng/cổ phiếu -upside +3.4%

Trong năm 2017, NT2 đã hoàn thành kế hoạch trung tu, nâng công suất nhà máy lên mức 774 MW và đảm bảo việc vận hành ổn định trong 3 năm tới. Yếu tố ảnh hưởng chính đến lợi nhuận của NT2 trong thời gian vừa qua là tỷ giá khi dư nợ 78 triệu USD và 70 triệu EUR. Tuy nhiên với việc tỷ giá USD từ đầu năm đến nay ít biến động và đồng EUR suy yếu sẽ là yếu tố tích cực lên kết quả kinh doanh của NT2 trong năm 2018. Hiện tại, nguồn khí cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện hiện đang bị thiếu hụt do sản lượng tại các mỏ khai thác bị thắt giảm, tuy nhiên nhà máy Nhơn Trạch 2 nằm tại vùng có phụ tải tương đối tốt (nằm tại trung tâm vùng kinh tế Đông Nam Bộ) nên sẽ được ưu tiên cung cấp nguồn khí để triển khai hoạt động sản xuất kinh doanh. Chúng tôi dự báo sản lượng phát điện hằng năm của NT2 sẽ tăng trưởng ổn định khoảng 3%/năm, năm 2018 sẽ ở mức 4.800 tỷ kWh, lợi nhuận đạt mức 849 tỷ đồng (trong điều kiện tỷ giá USD và EUR tăng 2%) tương đương với EPS 2,958 đồng/cổ phiếu.

Trong quý I/2018, sản lượng điện của NT2 đạt 1,330 triệu kWh, doanh thu đạt 2,021 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 235 tỷ đồng lần lượt đạt 29% và 31% kế hoạch cả năm.

PPC- NĂM GIỮ- Giá mục tiêu 19,200 đồng/cổ phiếu -upside +9.09%

Năm 2018, PPC sẽ hoàn thành việc tái cơ cấu nợ vay bằng đồng JPY, giúp cho kết quả kinh doanh của PPC trở nên ổn định hơn khi không còn bị ảnh hưởng bởi rủi ro tỷ giá. Sản lượng hàng năm của PPC có xu hướng giảm tương đối do các nhà máy của PPC đều đã hoạt động lâu năm, hiệu quả hoạt động không còn cao. Chúng tôi dự kiến sản lượng năm 2018 của sẽ sụt giảm về mức 4,500 tỷ kWh, Ngoài ra, khoản đầu tư vào QTP mà PPC đã tiến hành dự phòng hiện tại QTP đã hoạt động ổn định và có lãi từ năm 2016, chúng tôi dự báo PPC có thể tiếp tục hoàn nhập lại khoản dự phòng này trong năm 2018. Doanh thu dự kiến của PPC ở mức 6,613 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ở mức 877 tỷ đồng tương ứng với mức EPS 2,688 đồng/cổ phiếu. Trong quý I, doanh thu của PPC đạt gần 1,801 tỷ đồng (+22% yoy), sản lượng đạt 1,43 tỷ kWh (+21% yoy). Lợi nhuận quý 1 đạt gần 191 tỷ đồng, tăng trưởng

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/06/18	Giá mục tiêu
PPC	6,613	877	2,688	10.8 2	0.99	11.46%	15.90%	17,600	21,202
NT2	8,071	849	2,958	9.83	1.61	7.74%	14.80%	29,100	30,200

(Nguồn: BSC research)

Ngành công nghệ [Khả quan]

- Thị trường CNTT trên toàn thế giới được dự đoán lên tới 3.7 nghìn tỷ USD (+6.2% yoy) vào năm 2018,
- Doanh thu hoạt động viễn thông tăng 5.1% yoy trong 6T2018 do kế hoạch cắt giảm Sim rác làm giảm đà tăng trưởng.
- Kết quả kinh doanh lạc quan: 5T 2018 FPT có LNST đạt 936 tỷ (+ 34% yoy); CMG có mức LNST giai đoạn 2017 -2018 đạt 133.8 tỷ (+9% yoy).

Thị trường CNTT trên toàn thế giới được dự đoán lên tới 3.7 nghìn tỷ USD (+6.2% yoy) vào năm 2018, theo dự báo mới nhất của Gartner. Đây là mức tăng trưởng hàng năm cao nhất mà Gartner đã dự báo từ năm 2007 và sẽ là dấu hiệu của một chu kỳ phát triển CNTT mới. Trong đó, thị trường doanh nghiệp mềm được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng cao nhất trong năm 2018 với mức tăng 11.1%. Ngành công nghiệp phần mềm sẽ tiếp tục tận dụng sự phát triển của kinh doanh kỹ thuật số. Thị trường phần mềm ứng dụng dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên trong năm 2019 và phần mềm cơ sở hạ tầng cũng sẽ tiếp tục phát triển, được củng cố bởi các sáng kiến hiện đại hóa.

Doanh thu hoạt động viễn thông tăng 5.1% yoy trong 6T2018, ước đạt 188.3 nghìn tỷ đồng. Kế hoạch cắt giảm Sim rác làm giảm đà tăng trưởng của các doanh nghiệp. Tính đến cuối tháng 6/2018, tổng số thuê bao điện thoại ước tính đạt 126.9 triệu thuê bao, tăng 0.3% so với cùng kỳ năm trước, trong đó thuê bao di động là 119.4 triệu thuê bao, tương đương với cùng kỳ năm trước. Thuê bao tại thị trường viễn thông đi ngang chủ yếu do số lượng sim rác vẫn đang tiếp tục bị loại trừ. Thuê bao internet băng rộng cố định ước tính đạt 12.6 triệu thuê bao, tăng 25.4%.

Quan điểm đầu tư - Khả quan

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 nhờ kết quả kinh doanh tích cực và thị trường xuất khẩu phần mềm tiếp tục đạt tốc độ tăng trưởng ấn tượng.

FPT – MUA - Giá mục tiêu VND 52,819 đồng/cổ phiếu – upside 27.27%

KQKD 5T/2018 khả quan: Doanh thu tăng trưởng 21%, LNST tăng trưởng 34%. Thị trường nước ngoài tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng của FPT trong 5T2018. Cụ thể, DT từ thị trường nước ngoài tăng 25% yoy. LNTT từ thị trường nước ngoài tăng 35% yoy, chiếm 35% LNTT hợp nhất. Trong đó, xuất khẩu phần mềm ghi nhận doanh thu trong 5 tháng đầu năm 2018 đạt 2,869 tỷ đồng, tăng 27%. LNTT trong kỳ đạt 441 tỷ đồng, tăng 27%. Nhật Bản tiếp tục là thị trường quan trọng nhất của FPT, đóng góp 59% doanh thu xuất khẩu phần mềm với doanh thu 1,697 tỷ đồng, tăng trưởng 26% so cùng kỳ.

Khối công nghệ tiếp tục là mũi nhọn tăng trưởng: Trong tháng 5, FPT đạt được hai thỏa thuận hợp tác trong lĩnh vực chuyển đổi số tại thị trường Nhật Bản với tổng giá trị lên tới trên 30 triệu USD. Cụ thể, FPT sẽ ứng dụng các công nghệ mới cho các nhà máy thông minh sản xuất trứng gà của Tập đoàn ISE Foods. FPT cũng cung cấp dịch vụ đào tạo nhân lực CNTT và BPO cho Toppan Printing. Bên cạnh đó, FPT IS vừa trúng hai gói thầu bao gồm: Đầu tư nâng cấp hệ điều hành lên Windows 7 và nâng cấp hệ thống Solid Core Suite cho ATM; mua sắm tài sản công nghệ thông tin là thiết bị mạng. Chúng tôi đánh giá các hợp đồng này sẽ tác động tích cực lên nguồn doanh thu của FPT trong năm tới.

Dự báo KQKD. 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 dự báo 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 = 3,994 đồng.

CMG – MUA - Giá mục tiêu 27,103 đồng/cổ phiếu – upside 27.24%

KQKD 2017 tăng trưởng nhẹ: DTT đạt 4,869 tỷ (+ 11% yoy), LNTT đạt 426 tỷ (+20% yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 133.8 tỷ (+9% yoy). Trong đó, DT và LNTT Khối CNTT và DV đạt là 3,093 tỷ (+28%) và 43 tỷ (+51% yoy), khối viễn thông đạt 1,445 tỷ (+15% yoy) và 174 tỷ (+40% yoy), khối khác đạt 796 tỷ (-65% yoy) và 35 tỷ (-72% yoy). DTT và LNST của khối khác của CMG giảm mạnh là do khối này bao gồm mảng phân phối và bản lẻ trước đây của CMG. Hiện doanh nghiệp tiếp tục duy trì chiến lược thoái vốn khỏi mảng này và dần dần chuyển sang hoạt động bảo hành và sửa chữa phần cứng.

Mảng CNTT và phần mềm: CMC global vừa ký hết được hợp đồng kinh doanh với tập đoàn Hàn Quốc là CJ và CMC Japan đã ký được hợp đồng hợp tác chiến lược với SAMSUNG SGS. Về mảng an ninh an toàn thông tin, NRI Security cũng đã tiếp cận với công ty CMG và tỏ ra quan tâm đến sản phẩm giải pháp công nghệ CMG cung cấp. Bên cạnh đó, việc chính phủ thông qua luật an ninh mạng yêu cầu các doanh nghiệp phải lưu trữ nguồn dữ liệu đám mây trong nước cũng sẽ tạo thêm điều kiện thuận lợi cho CMG trong lĩnh vực lưu trữ liệu.

Mảng viễn thông: CMG hiện đã sở hữu hệ thống 3 tuyến đường trục đất liền bao gồm tuyến cáp quang xuyên Việt Bắc - Nam, tuyến cáp Hà Nội – Lạng Sơn, tuyến cáp Hồ Chí Minh – Mộc Bài và kết nối với 3 tuyến cáp biển quốc tế IA, AAG và APG. Tuyến cáp quang Bắc – Nam sử dụng loại cáp 96FO là công nghệ tiên tiến nhất hiện nay với 100Gbps trên một bước sóng. Bên cạnh lợi thế cạnh tranh từ tuyến cáp quang này, CMG còn tiết kiệm được mức khấu hơn 1 tỷ đồng/ tháng và còn có thể khai thác được thêm thị trường viễn thông mà trục cáp này đi qua.

BSC dự báo LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ CMG năm 2017/2018 đạt khoảng 205 tỷ đồng (+43%yoy), EPS 2017/2018 = 2,853 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 bứt phá trong năm 2017/2018. Biên LNG của doanh nghiệp đang được cải thiện với mảng Tích hợp hệ thống và Viễn thông.

(Nguồn: BSC research)

Mã CK	DT 2018	LNST 2018	EPS 2018	P/E 2018	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa (29/06/2018)	Giá mục tiêu
FPT	22,095	3,042	3,994	13.22	2.37	11.72%	22.4%	41,500	52,819
CMG	5,008	205	2,853	9.47	1.23	12.28%	20.1%	21,300	27,103

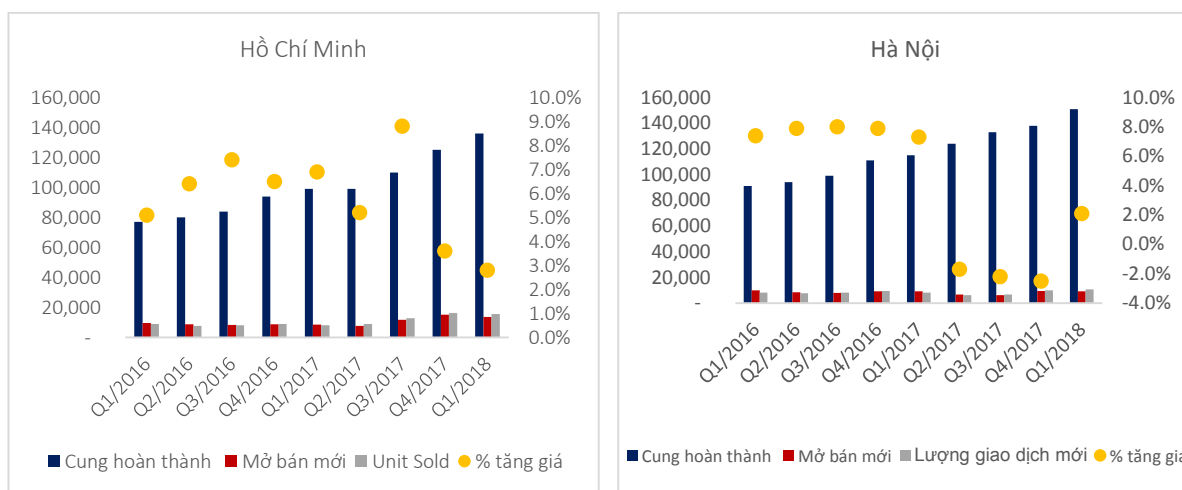
Ngành Bất Động Sản [Khả Quan]

- Cầu tăng trưởng tốt nhưng số lượng căn mở bán mới giảm. Tại HCM, lượng căn hộ giao dịch trong Q1/2018 đạt 15,586 căn hộ (+91% yoy) và tại Hà Nội đạt 10,600 căn hộ (+30% yoy và +8% yoy). Nguồn cung mở bán mới trong Q1/2018 tại thành phố Hồ Chí Minh là 13,647 căn (-10% yoy), tại HN là 9,000 căn (-4.2% yoy).
- Giá bán bình quân của thị trường thứ cấp ở Hồ Chí Minh tăng 2.8% yoy và Hà Nội tăng 2.1% yoy.
- Nguồn cung dự án cho thị trường dự kiến sẽ tăng mạnh hơn, bất động sản đất nền tiếp tục tạo cơn sốt trong đầu năm 2018.
- Kết quả kinh doanh ngành Q1/2018. DTT tăng 79% yoy, LNST tăng đến 120.5% yoy.
- Chúng tôi đánh giá **Khả Quan** đối với triển vọng ngành Bất Động Sản.

Cầu tăng trưởng tốt nhưng số lượng căn mở bán mới giảm. Theo số liệu của JLL, tại thành phố HCM, lượng căn hộ giao dịch trong Q1/2018 đạt 15,586 căn hộ (+91% yoy và -4% QoQ), trong khi đó tại Hà Nội, lượng căn hộ giao dịch đạt 10,600 căn hộ (+30% yoy và +8% yoy). Nguồn cung căn hộ mở bán mới trong Q1/2018 có phần bị hạn chế do không có nhiều dự án được mở bán, cụ thể tại thành phố Hồ Chí Minh là 13,647 căn (-10% yoy), tại HN là 9,000 căn (-4.2% yoy). Mặc dù nguồn cung căn hộ mở bán mới khá hạn chế trong Q1/2018 tuy nhiên chúng tôi nhận thấy số lượng căn hộ giao dịch vẫn ghi nhận mức cao hơn lượng mở bán mới cho thấy nhu cầu về nhà ở hiện tại vẫn còn rất cao, trong đó đa phần tập trung ở phân khúc trung cấp chiếm 62% tại HCM và 67% tại HN.

Thị trường bất động sản tại Hà Nội bắt đầu sôi động hơn về cả giá bán và số lượng căn hộ giao dịch so với giai đoạn trầm lắng trước đó chủ yếu do nhiều dự án mới được triển khai (chủ yếu tập trung tại Quận Hoàng Mai, Thanh xuân, Nam Từ Liêm, Hà Đông).

Giá bán bình quân của thị trường thứ cấp ở Hồ Chí Minh và Hà Nội tiếp tục tăng nhẹ. Cụ thể, giá bán căn hộ sơ cấp tại thành phố Hồ Chí Minh (+0.9% QoQ và 2.8% YoY) và Hà Nội (1.2% QoQ và 2.1% YoY) đều ghi nhận tăng giá nhẹ.

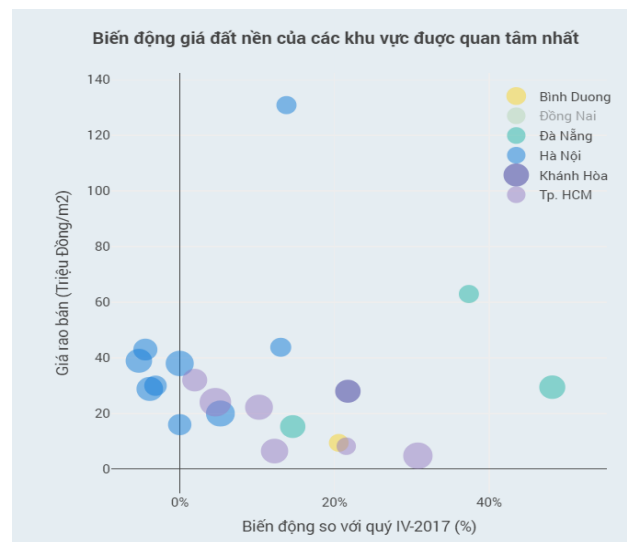


(Nguồn: JLL, BSC Research)

Nguồn cung dự án cho thị trường dự kiến sẽ tăng mạnh hơn. Sau vụ cháy chung cư Carina, các chủ đầu tư cũng chủ động dời lại lịch mở bán các dự án để thăm dò lại sức cầu của thị trường. Theo ước tính của JLL, thị trường kỳ vọng sẽ có thêm 32,000 – 35,000 căn, tập trung chủ yếu ở phân khúc trung

cấp/bình dân. Chúng tôi đánh giá phân khúc nhà ở trung cấp bình dân sẽ tiếp tục trở thành xu hướng chính trong tương lai do (1) Nhu cầu ở thực và đáp ứng tiêu chí về tài chính do hiện tượng tăng mạnh của giá đất nền gần đây, (2) Hạ tầng đang được dần hoàn thiện. Một số dự án lớn dự kiến sắp được triển khai mở bán rơi vào Q3-Q4/2018 như Vincity (dự kiến khoảng 90 triệu m2 sàn), Gem Riverside, Opal Premium (DXG), Waterpoint (NLG), Sapphire, Corona City, KDC Tân Tạo, Phong Phú 2 (KDH), Sun Avenue Residence, Sunrise Cityview, Riverside (NVL), Vinhomes Gallery (VHM), Hinode City Plaza...

Bất động sản đất nền tiếp tục tạo cơn sốt trong đầu năm 2018. Sau đợt sốt đất nền cuối năm 2017, trong đầu năm 2018, thị trường tiếp tục chứng kiến cơn sốt đất nền khác, tuy nhiên chỉ diễn biến cục bộ tại TP HCM, Hà Nội và các đặc khu dự kiến như Bắc Vân Phong, Vân Đồn và Phú Quốc. Theo thống kê sơ bộ từ batdongsan.com.vn, mức tăng giá trong Q1/2018 bình quân khoảng 5%-10% so với Q4/2017, ngoài ra có một số khu vực ghi nhận mức tăng nóng như khu vực ngoại thành HCM (Hóc Môn +21.5% QoQ, Củ Chi +30.79% QoQ), Nha Trang (+21.8% QoQ), Ngũ Hành Sơn (+48.2% QoQ). Chúng tôi đánh giá những khách hàng bị hạn chế tài chính sẽ chuyển nhu cầu từ đất nền sang các căn hộ mức phù hợp và trung cấp do giá đất nền đang duy trì mức cao do đó chúng tôi đánh giá phân khúc căn hộ phù hợp và trung cấp tiếp tục là điểm sáng của ngành bất động sản trong năm 2018 và giai đoạn tiếp theo.



(Nguồn: batdongsan.com)

Kết quả kinh doanh Q1/2018 của ngành bất động sản tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ lần lượt 79.0% với doanh thu và 120.5% với LNST. Theo thống kê của chúng tôi, tổng doanh thu của ngành năm 2017 đạt 24,916 nghìn tỷ đồng (+79.0% yoy), LNST đạt 6.0 nghìn tỷ đồng (+120.5% yoy). Chúng tôi lưu ý đã loại trừ VIC và thêm vào VRE và VHM trong nhóm ngành bất động sản do VIC là tập đoàn đa ngành bao gồm mảng bán lẻ. KQKD của ngành BĐS tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ vào VHM do VHM đang chiếm tỷ trọng khá lớn khoảng 42.2% theo doanh thu và 64.8% theo lợi nhuận. Nếu loại trừ VHM và các nhóm công ty liên quan tới VIC, tăng trưởng doanh thu và LNST của ngành vẫn khả quan và cho thấy mức độ tăng hợp lý hơn. Cụ thể, doanh thu và LNST sau khi loại trừ lần lượt đạt 12,764 tỷ đồng (+39.5% yoy) và 1,577 tỷ đồng (+40.8% yoy).

LN ngành bất động sản vẫn tiếp tục sự phân hóa tập trung vào các doanh nghiệp lớn về (1) Uy tín và (2) Quy mô. Sự phân hóa trong ngành tiếp tục được co hẹp lại khi có 41/65 doanh nghiệp có KQKD tăng trưởng so với cùng kỳ chiếm tỷ lệ 63%. Theo ước tính BSC, nhóm doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn (VRE, VHM, DXG, KDH, PDR, NLG, SCR) và có thương hiệu uy tín đã chiếm đến 84% lợi nhuận

của ngành. Chúng tôi đánh giá những doanh nghiệp này sẽ tiếp tục hưởng lợi về xu thế lựa chọn các dự án bất động sản minh bạch về pháp lý và có uy tín trong tiến độ và chất lượng thi công.

Mã	DT Q1/2018 (tỷ đ)	DT Q1/ 2017 (tỷ đ)	% YoY	LNST Q1/2018 (tỷ đ)	LNST Q1/2017 (tỷ đ)	% YoY	Hàng tồn kho (tỷ đ)	KH trả tiền trước (tỷ đ)	KH Trả tiền trước/ HTK
VHM	10,054	3,377	197%	3,906	915	326%	26,117	16,991	65%
NVL	411	641	-36%	106	110	-4%	28,605	10,401	36%
KDH	411	641	-36%	106	110.1	-4%	4,953	1,258	25%
PDR	382	205	86%	153	45	241%	6,322	619	10%
KBC	651	435	50%	209	177	18%	8,218	416	5%
DXG	1,184	586	102%	319	152	110%	3,097	1,284	41%
NLG	539	256	111%	32	21	50%	3,822	884	23%
DIG	352	249	42%	9	(16)	-156%	3,757	1,263	34%
HDG	225	166	35%	18	1	3299%	3,205	317	10%
SCR	809	276	193%	8	6	29%	4,115	2,721	66%
TDH	551	244	126%	29	41	-30%	551.2	50	9%
ITC	79	77	2%	9	9	-3%	2,769	442	16%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với các cổ phiếu trong ngành bất động sản trong nửa cuối năm 2018. 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. BSC tiếp tục đánh giá tích cực với những chủ đầu tư có sản phẩm chất lượng và tiến độ bán hàng tốt, uy tín như VIC, KDH, DXG, NLG, HDG... Ngoài ra, BSC cũng theo dõi thêm nhiều mã bất động sản mới vừa mới hoặc sắp lên sàn như VHM, VPI, Cenland, HPX...

DXG - MUA – Giá mục tiêu: 34,650 đồng/CP – Upside: +27.3%

DXG là một công ty môi giới có uy tín với thị phần cả nước lên đến 20%. Công ty hiện đang nhanh chóng trở thành một chủ đầu tư, tập trung vào phân khúc trung cấp nhằm tận dụng kinh nghiệm của mảng môi giới và vị trí thu hút của các dự án. Chúng tôi dự báo KQKD 2018 sẽ tăng trưởng mạnh nhờ vào (1) Dự kiến ghi nhận và bàn giao 3 dự án bao gồm Opal Riverside, Lux Garden, Opal Garden, (2) Mảng kinh doanh môi giới thứ cấp vẫn tiếp tục kỳ vọng duy trì tăng trưởng 25% nhờ vào việc phân khúc B/C vẫn tiếp tục duy trì mức hấp thụ tốt. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của DXG ước đạt 5,027 tỷ đồng (+74.4% yoy), LNST sau cổ đông công ty mẹ ước đạt 1,341 tỷ đồng (+78.6% yoy), EPS FW2018 = 3,919 đồng/cp.

NLG – MUA – Giá mục tiêu: 37,700 đồng/CP – Upside: +25.4%

Trong Q2/2018, dự án WaterPoint (WP) đã tiến hành khởi công, đây là dự án lớn về cả quy mô (365ha) và giá trị. Giá vốn hiện tại của dự án này trên mục hàng tồn kho rất thấp khoảng 1,504 tỷ (tương đương khoảng 0,43 triệu m2, đây là phần đất sạch đã hoàn thiện pháp lý và đền bù), so với giá đất khu vực quanh đó khoảng 8 triệu – 9 triệu/m2. Tổng doanh thu và lợi nhuận ròng của dự án lần lượt dự kiến khoảng 10,700 tỷ đồng và 2,230 tỷ đồng, bắt đầu ghi nhận từ năm 2020. Ngoài ra, dự kiến NLG sẽ tiến hành ký kết hợp tác dự án WP với phía đối tác Nhật Bản, dự kiến có thể ghi nhận phần chuyển nhượng dự án này với mức tối đa là 150ha. 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. Chúng tôi lưu ý, lợi nhuận sau thuế ước tính trên chưa bao gồm phần chuyển nhượng dự án WP dự kiến có thể xảy ra trong năm nay.

KDH – Theo dõi

KDH là một trong những chủ đầu tư BĐS có tính uy tín cao và sở hữu quỹ đất lớn tại thành phố Hồ Chí Minh (khoảng 400ha nhờ việc sát nhập BCI). Phân khúc nhà phố và biệt thự là mảng tạo nên uy tín cho KDH. Công ty đang dần mở rộng sang phân khúc cao tầng bằng các dự án như Jamila (bàn giao năm 2018) và Sapphira (dự kiến mở bán trong Q3/2018 – 1,600 căn hộ ở Q9, với giá bán dự kiến khoảng 24 triệu- 25 triệu đồng/m2). Kết quả kinh doanh Q1/2018 của KDH có phần sụt giảm chủ yếu do sự đặc thù trong thời điểm ghi nhận doanh thu của ngành bất động sản. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận lần lượt ghi nhận mức 413 tỷ đồng (-36% yoy) và 106 tỷ đồng (-4% yoy). Chúng tôi dự báo năm 2018, doanh thu và LNST công ty mẹ của KDH ước đạt 3,845 tỷ đồng (+25.9% yoy) và 742 tỷ đồng (+47.8% yoy). EPS 2018F = 1,915 đồng.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
DXG	5,027	1,314	3,919	6.6	1.3	24%	10%	27,200	39,800
NLG	4,384	615	3,253	11.3	1.6	14.3%	6.7%	28,000	37,700
KDH	3,854	742	1,915	16.2	1.62	8.11%	5.17%	31,000	N/A

(Nguồn: BSC research)

Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan]

- Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ 6 tháng đầu năm tăng trưởng 13% so với cùng kỳ.
- Tiêu thụ xe trong nước tiếp tục suy giảm gây ảnh hưởng lớn đến mảng bảo hiểm xe cơ giới.
- Các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ đặt kế hoạch lợi nhuận tương đối thận trọng, hầu hết nằm ở mức 5-10%

Thị trường bảo hiểm 6 tháng đầu năm duy trì tăng trưởng tích cực. Doanh thu phí bảo hiểm toàn thị trường 6 tháng ước tính tăng 23% so với cùng kỳ năm 2017, trong đó: doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 13%, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ tăng 32%.

Tiêu thụ xe trong nước tiếp tục suy giảm gây ảnh hưởng lớn đến mảng bảo hiểm xe cơ giới. Theo Hiệp hội các nhà sản xuất xe Việt Nam (VAMA) thống kê, tổng doanh số bán hàng 5 tháng đầu năm 2018 đạt khoảng 102 nghìn xe, giảm 6% so với cùng kỳ năm ngoái. Cùng với việc giá xe tiếp tục giảm đã ảnh hưởng lớn đến doanh thu phí bảo hiểm xe cơ giới của nhiều doanh nghiệp bảo hiểm ở mức khoảng giảm 10%.

Các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ đặt kế hoạch lợi nhuận tương đối thận trọng, hầu hết nằm ở mức 5-10% mặc dù ngành bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục tăng trưởng tốt và được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức trên 10% trong năm 2018. Nguyên nhân là do thị trường đang có sự cạnh tranh rất khốc liệt cùng với đó là tình hình thiên tai, tai nạn diễn ra rất khó dự đoán. Doanh thu kế hoạch của các doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng 6% tuy nhiên kế hoạch lợi nhuận đều tương đối thấp. Ngoại trừ MIG đặt kế hoạch tăng trưởng cao nhờ kì vọng thoái vốn các công ty con thì hầu hết các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đều đặt kế hoạch thấp hơn so với năm 2017.

Mã	DT kế hoạch 2018 (tỷ đ)	DT 2017 (tỷ đ)	LNTT kế hoạch 2018 (tỷ đ)	LNTT 2017 (tỷ đ)	DT quý 1/2018 (tỷ đ)	% kế hoạch	LNTT quý I/2018 (tỷ đ)	% kế hoạch
PVI	9,069	9,029	587.00	683.00	2300	25.36%	207.30	35.32%
BMI	4,300	4,089	210.00	199.26	888.96	20.67%	84.09	40.04%
PTI	3,683	3,466	120.00	186.44	811.07	22.02%	39.39	32.83%
PGI	3,261	3,147	171.35	156.35	585.20	17.95%	43.56	25.42%
MIG	2,500	2,139	146.00	55.54	373.28	14.93%	15.06	10.32%

(Nguồn: Báo cáo tài chính, Tài liệu ĐHCĐ các doanh nghiệp)

Kết quả kinh doanh. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bảo hiểm trong quý 1 đều có sự tăng trưởng tuy nhiên mức tăng của các doanh nghiệp không đồng đều, chủ yếu đến từ chính sách bán hàng khác biệt giữa các doanh nghiệp. Lợi nhuận tài chính của các doanh nghiệp trong quý I/2018 cũng ghi nhận sự gia tăng tốt nhờ lãi suất ổn định và thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh trong quý I/2018, duy chỉ có PGI ghi nhận sự sụt giảm do trong quý I/2017 công ty ghi nhận khoản lãi bất thường từ việc chốt lãi cổ phiếu SAB và lợi nhuận từ bất động sản Bình Dương. Lợi nhuận của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ trong quý I/2018 qua đó cũng tăng trưởng tương đối tốt.

	PVI	BMI	PTI	MIG	BIC	PGI
Doanh thu phí gốc quý I/2018	1,939.9	891.44	935.98	427.79	453.86	623.69
%yoy	15.47%	6.37%	23.93%	2.63%	6.41%	5.20%
% bồi thường quý I/2018	42.42%	49.77%	53.55%	44.69%	42.65%	47.16%
% bồi thường quý I/2017	47.99%	61.3%	53.33%	40.76%	40.67%	53.47%
Combined ratio quý I/2018	98%	95.8%	99.8%	104.6%	103.1%	94.4%
Combined ratio quý I/2017	97%	99.7%	101.7%	102.6%	100.6%	101.7%
Lợi nhuận tài chính	147.3	48.67	35.33	31.28	78.06	11.68
%yoy	89.7%	17.0%	-28.7%	20.1%	45.3%	-75.2%
LNTT quý I/2018	207.3	84.09	39.39	12.01	53.11	43.56
%yoy	53.9%	62.5%	-3.2%	-25%	19.9%	9%

(Nguồn: Báo cáo tài chính các doanh nghiệp)

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Ngành bảo hiểm phi nhân thọ vẫn tiếp tục tăng trưởng trên 10% nhờ vào tăng trưởng kinh tế tiếp tục duy trì ở mức cao, đặc biệt là mảng bảo hiểm sức khỏe, tài chính với tốc độ tăng trưởng trên 20%. Các doanh nghiệp bảo hiểm đang được giao dịch với mức giá khá rẻ (hiện đều giao dịch ngang hoặc thấp hơn giá trị sổ sách). Việc thoái vốn và nói room của các doanh nghiệp đầu ngành như PVI và BMI dự kiến sẽ được triển khai cũng sẽ là động lực thúc đẩy giá của các doanh nghiệp bảo hiểm trong thời gian tới.

PVI – MUA - Giá mục tiêu: 37,830 đồng/CP - Upside 30.45%.

- 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. Quý I/2018, doanh thu phí bảo hiểm gốc của PVI tăng 15%, mặc dù tỉ lệ bồi thường tăng lên mức 66%, tuy nhiên biên lợi nhuận mảng bảo hiểm vẫn ở mức 16% tương đương so với cùng kì năm 2017 nhờ hoạt động nhượng tái bảo hiểm. Lợi nhuận tài chính quý 1 tăng trưởng 89% giúp cho lợi nhuận quý 1 của PVI tăng trưởng ở mức 56%.
- Về kế hoạch 2018: tổng doanh thu 9,069 tỷ đồng (xấp xỉ 2017), lợi nhuận sau thuế 458 tỷ đồng (thấp hơn so với 2017 khoảng 100 tỷ đồng, tương đương với lãi đột biến từ hoạt động chứng khoán năm 2017) –PVI tự tin sẽ hoàn thành vượt kế hoạch năm 2018.
- PVI mặc dù bị mất vị thế số 1 trong ngành về thị phần về tay BVH, tuy nhiên PVI vẫn duy trì là doanh nghiệp có lãi hoạt động bảo hiểm lớn nhất trong ngành. Chúng tôi đánh giá cao PVI với chiến lược đầu tư đa dạng vào nhiều mảng bảo hiểm giúp doanh thu bảo hiểm vẫn duy trì tăng trưởng tốt mặc dù doanh nghiệp không tiến hành các ưu đãi về phí cũng như về điều khoản, từ đó hoạt động bảo hiểm của PVI luôn duy trì được mức lãi. Năm 2018, với việc giá dầu được cải thiện giúp đỡ hoạt động của các doanh nghiệp dầu khí, chúng tôi kì vọng doanh thu mảng

bảo hiểm tài sản nói riêng và tổng doanh thu bảo hiểm của PVI sẽ đạt mức cao hơn so với trung bình ngành. Năm 2018, PVI cũng sẽ ghi nhận khoảng 2,200 tỷ đồng doanh thu tài chính từ dự án Embassy Garden. BSC dự kiến lợi nhuận sau thuế của PVI có thể đạt 616 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS 2,632 đồng.

- Thoái vốn của PVN tại PVI: PVN dự kiến sẽ thoái 35% vốn tại PVI trong năm 2018. Hiện tại cổ đông HDI Global SE bày tỏ sẵn sàng mua thêm cổ phần để nắm quyền sở hữu chủ chốt tại PVI. Nếu HDI có thể thành công nâng sở hữu tại PVI sẽ giúp cho PVI có được mức xếp hạng cao hơn (tương đương với công ty mẹ HDI) qua đó tạo điều kiện để PVI có thể tiếp cận với các khách hàng cao cấp hơn. Ngoài ra, việc thoái vốn của thể tác động tích cực đối với giá cổ phiếu PVI khi hầu hết các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đều được thoái vốn cho khối ngoại với mức định giá khoảng 2.x lần P/B (hiện tại PVI đang được giao dịch với P/B forward là 0.94)

BMI - MUA – Giá mục tiêu 31,332 - upside 46%.

- BMI là doanh nghiệp đứng thứ ba trong thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam. Doanh thu phí bảo hiểm gốc của BMI trong quý 1 tăng trưởng tương đối thấp chỉ ở mức 6%, tuy nhiên chi phí dự phòng giảm thiểu (do BMI thay đổi cách thức ghi nhận dự phòng) giúp lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm đạt mức tăng trưởng 70%, lợi nhuận tài chính quý 1 đạt 48 tỷ đồng, tăng trưởng 17%. Lợi nhuận sau thuế BMI quý 1/2018 đạt mức 67 tỷ đồng (+63.4% yoy).
- Về hoạt động kinh doanh, BMI tập trung chủ yếu vào mảng bảo hiểm tai nạn tín dụng là sản phẩm BMI hợp tác với các công ty cho vay tài chính tiêu dùng như FE Credit, HD Saison. Tiềm năng của mảng bảo hiểm này tương đối lớn khi tốc độ tăng trưởng cho vay tín dụng tiêu dùng được dự báo tiếp tục ở mức cao khoảng 30%/năm và tỉ lệ bồi thường ở mức thấp (chỉ ở mức 22% năm 2017), chúng tôi cho rằng mảng bảo hiểm tai nạn tín dụng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho BMI trong thời gian tới.
- Chúng tôi kỳ vọng tổng công ty sẽ ghi nhận 4,165 tỷ đồng doanh thu phí (+12.4% yoy) và 196.3 tỷ đồng LNST (+20%). Theo đó EPS 2018 ước đạt 2,089 VND và BVPS 2018 ước đạt 24,102 VND, tương đương mức P/E forward = 8.03 và P/B forward = 0.89. Do vậy BSC khuyến nghị Mua BMI với giá mục tiêu 1 năm là 36,930 đồng/cổ phiếu.

MIG – MUA - Giá mục tiêu 16,396- upside +32.23%.

- 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 12% xếp thứ 2 trong top 6, cao hơn mức tăng trưởng ngành (10%) và tỷ lệ bồi thường 45% tương đối thấp trong ngành bảo hiểm. Đáng chú ý là trong quý 1/2018, tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm gốc của MIG ở mức thấp (chỉ 2%) tuy nhiên với việc tăng cường nhận tái bảo hiểm nên MIG vẫn duy trì được tỷ lệ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm ở mức 10%. Tuy nhiên, tỷ lệ bồi thường của MIG tiếp tục tăng ảnh hưởng đến lợi nhuận mảng kinh doanh bảo hiểm. Hệ số kết hợp của MIG tăng lên mức 104% so với mức 102% của năm 2017, công ty tiếp tục ghi nhận lỗ mảng kinh doanh 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 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (tỷ đ)	P/e fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/06/18	Giá mục tiêu
PVI	7,471	616.6	2,632	11.01	0.95	3%	8.33%	29,000	37,830
BMI	4,165	243.3	2,098	10.22	0.89	4.42%	9.21%	21.450	31,332
MIG	2,349	95	1,181	10.5	1.09	2.1%	8.6%	12,400	16,393

(Nguồn: BSC research)

Ngành Xây Dựng [Trung lập]

- Xu hướng ngành xây dựng sẽ (1) Tập trung vào các dự án hạ tầng giao thông, (2) Xây dựng khu công nghiệp dựa vào nguồn vốn FDI đầu tư duy trì mức cao, (3) Xu hướng chuyển đổi từ bất động sản cao cấp sang trung cấp và bình dân.
- Tốc độ tăng trưởng KQKD của ngành xây dựng có xu hướng chậm lại.
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** đối với triển vọng ngành xây dựng.

Xu hướng ngành xây dựng (1) Tập trung vào các dự án hạ tầng giao thông, (2) Xây dựng khu công nghiệp dựa vào nguồn vốn FDI đầu tư duy trì mức cao, (3) Xu hướng chuyển đổi từ bất động sản cao cấp sang trung cấp và bình dân.

(1) Tập trung vào các dự án hạ tầng giao thông. Theo Bộ Giao thông Vận tải, nhu cầu vốn đầu tư trong giai đoạn 2016 - 2020 cần khoảng 952.7 nghìn tỷ, trong đó nguồn vốn ngân sách chỉ mới đáp ứng được 21.9%, phần còn lại dựa trên vốn ODA, đối tác công tư PPP. Đầu tư xây dựng mảng hạ tầng là mảng có tính chất ổn định cao, ít phụ thuộc vào chu kỳ và có biên lợi nhuận gộp ở mức tốt. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc nhận thầu các hợp đồng này tương đối khó do phụ thuộc nhiều vào các mối quan hệ.

(2) Xây dựng khu công nghiệp. Dòng vốn FDI nước ngoài trong 6 tháng đầu năm 2018 tuy có giảm nhẹ so với cùng kỳ nhưng vẫn đang duy trì mức cao so với trước đó, Việt nam đã thu hút được 16.2 tỷ USD (-3.4% yoy) cũng sẽ giúp giá trị nhận thầu của mảng xây dựng công nghiệp sẽ cải thiện hơn. Do thị trường bất động sản thường mang tính chu kỳ, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp xây dựng chú ý nắm bắt được xu hướng này có thể duy trì tăng trưởng trong dài hạn.

(3) Xu hướng chuyển đổi từ phân khúc bất động sản từ cao cấp sang phân khúc bình dân và trung cấp khiến cho BLNG giảm đi so với việc thi công phân khúc cao cấp, chúng tôi ước tính mức này khoảng 1%-1.5%.

Tốc độ tăng trưởng KQKD của ngành xây dựng có xu hướng chậm lại. Tính tới thời điểm cuối Q1/2018, Tổng doanh thu của 108 doanh nghiệp xây dựng đang niêm yết đạt 20.2 nghìn tỷ đồng (+1.3% YoY), tổng LNST đạt 825 tỷ đồng (-64.3% YoY). Chúng tôi lưu ý, trong Q1/2017, LNST ngành xây dựng có sự đóng góp đáng kể từ doanh thu hoạt động tài chính của CII, nếu loại trừ khoản mục này, LNST cốt lõi ngành xây dựng giảm -23.7% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng chậm lại đáng kể khi chỉ có khoảng 32/108 DN tăng trưởng dương về LN so với cùng kỳ năm trước. Như trong báo cáo năm, chúng tôi đã đề cập đến yếu tố cạnh tranh gay gắt và việc tăng giá nguyên vật liệu trong năm 2017 sẽ là hai nguyên nhân chính khiến cho biên LNG ngành xây dựng sẽ giảm lại trong năm 2018.

Mã	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
CTD	4,311	-1.14%	7.08%	8.46%	290	-3.46%
HBC	3,346	10.33%	10.65%	11.63%	136	-25.10%
FCN	425	43.90%	13.67%	15.96%	23	28.27%
VCG	1,765	-13.54%	16.44%	14.96%	71	-57.87%
HUT	305	-51.52%	25.99%	30.03%	8	-92.35%
CII	685	386.10%	20.37%	31.03%	51	-99.82%
CTD	4,311	-1.14%	7.08%	8.46%	290	-3.46%

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi hạ đánh giá từ mức **KHẢ QUAN** xuống mức **TRUNG LẬP** với ngành Xây dựng do việc chu kỳ ngành xây dựng đã qua giai đoạn tăng trưởng tốt nhất và đến giai đoạn chững lại: (1) Giá trị hợp đồng ký mới dự kiến chỉ tăng nhẹ hoặc đi ngang, (2) Biên lợi nhuận gộp của ngành có xu hướng giảm. Các doanh nghiệp xây dựng hiện đang giao dịch ở mức P/E ngành bình quân là 8.8x lần. BSC khuyến nghị Mua đối với các cổ phiếu CTD, FCN, LCG theo dõi thêm cổ phiếu HBC.

CTD –MUA– Giá mục tiêu: 185,000 đồng/CP– Upside 23.6%

CTD là doanh nghiệp xây dựng có quy mô lớn nhất cả về giá trị vốn hóa lẫn doanh đang niêm yết. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, CTD sẽ cố gắng hoàn thành việc hợp nhất Ricons vào CTD trong năm 2018, điều này sẽ làm tăng tính minh bạch của CTD. Giá trị hợp đồng chuyển tiếp tính đến 30/03/2018 đạt 25,576 tỷ đồng. Giá trị hợp đồng ký mới trong Q1/2018 đạt 6,200 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo hợp đồng ký mới năm 2018 ước đạt 28,873 tỷ đồng (+5% yoy) và giá trị chuyển tiếp cuối năm 2017 tăng 6% yoy đạt 24,137 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của CTD ước đạt 27,537 tỷ đồng (+1.4% yoy), LNST ước đạt 1,496 tỷ đồng (-9% yoy), EPS 2018 = 17,959 đồng/cp.

HBC – Theo dõi

Chúng tôi vẫn đặc biệt lưu ý rủi ro ở các khoản phải thu và rủi ro đòn bẩy của HBC. Tính tại thời điểm cuối Q1/2018, tỷ lệ các khoản phải thu theo tiến độ hợp đồng và phải thu khách hàng/tổng tài sản và tỷ lệ nợ/vốn của HBC lần lượt khoảng 69.8% và 1.81 lần (giảm so với mức 2.05 lần tính đến cuối năm 2017). Ngoài ra, tỷ lệ tiền và tương đương tiền/tổng nợ của HBC đang ở mức 0.13 lần, thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành như CTD (Không vay nợ), LCG (1.35 lần), FCN (1.27 lần). Chúng tôi đánh giá khi ngành xây dựng đang có xu hướng chững lại và lãi suất cho vay có xu hướng tăng lên, những doanh nghiệp có chi phí nợ ở mức cao sẽ gặp nhiều khó khăn và rủi ro thanh toán. Chúng tôi, dự báo hợp đồng ký mới năm 2018 ước đạt 21,504 tỷ đồng và giá trị chuyển tiếp cuối năm 2018 tăng 14% yoy đạt 16,603 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của HBC ước đạt 19,900 tỷ đồng (+24.0% yoy), LNST ước đạt 953 tỷ đồng (+10.9% yoy), EPS 2018 = 4,526 đồng/cp.

LCG –MUA- Giá mục tiêu: 10,900 đồng/CP – Upside 16.7%

LCG tiền thân là doanh nghiệp nhà nước thuộc Tổng công ty Xây dựng và Phát triển Hạ Tầng, sau khi được cổ phần hóa, LCG có lợi thế đặc biệt về khả năng nhận thầu thi công các công trình hạ tầng so với các doanh nghiệp xây dựng khác. Chúng tôi dự báo hợp đồng ký mới năm 2018 ước đạt 2,557 tỷ đồng (-19% yoy) và giá trị chuyển tiếp cuối năm 2018 tăng 33% yoy đạt 3,123 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của LCG ước đạt 2,487 tỷ đồng (+64.1% yoy), LNST ước đạt 95 tỷ đồng (+22% yoy), EPS 2018 = 954 đồng/cp.

FCN –MUA- Giá mục tiêu: 19,320 đồng/CP – Upside 14 %

Fecn tiền thân là một công ty thi công cọc và nền móng với doanh thu từ mảng này chiếm trên 66% (giai đoạn 2010-2015). Trong giai đoạn 2015-2017, FCN đã tham gia vào 2 mảng mới đó là xây lắp đầu

tư cơ sở hạ tầng (dự án Phủ Lý – Hà Nam) và thi công công trình ngầm dự án Metroline 3. Kết quả kinh doanh Q1/2018 ghi nhận mức tăng trưởng khả quan với doanh thu và LNST lần lượt đạt 245 tỷ đồng (+43.86% yoy) và 23.2 tỷ đồng (+40.62% yoy) chủ yếu ghi nhận các dự như Vinfast Hải Phòng (110 tỷ), Empire City HCM (70 tỷ), Transimex Hưng Yên (33 tỷ), Viettel Tôn Thất Thuyết (22 tỷ). Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất Fecon năm 2018 ước đạt 3,005 tỷ đồng (+24.3% yoy) và LNST ước đạt 148.2 tỷ đồng (-16.5 yoy), nếu loại trừ lợi nhuận tài chính đột biến từ bán vốn tại dự án BOT Phủ Lý và Phú Quốc năm 2017, lợi nhuận sau thuế 2018F tăng trưởng 40.6% YoY. EPS cơ bản 2018 là 1,281 đồng/CP (giả định FCN hoàn thành việc phát hành cổ phiếu trả cổ tức 5% và phát hành cho cổ đông chiến lược 25 triệu CP trong Q3/2018, trích quỹ KTPL 10%), EPS pha loãng là 1,239 đồng/CP (giá chuyển đổi giả định là 20,000 đồng).

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
CTD	27,537	1,496	17,061	8.6	1.3	17%	9%	152,400	185,000
HBC	19,900	953	4,526	6.2	2.51	30%	6%	23,850	N/A
FCN	3,500	250	2,808	7.6	1.00	12%	4.3%	16,950	19,320
LCG	2,487	95	954	7.6	0.71	6.9%	2.2%	9,340	10,900

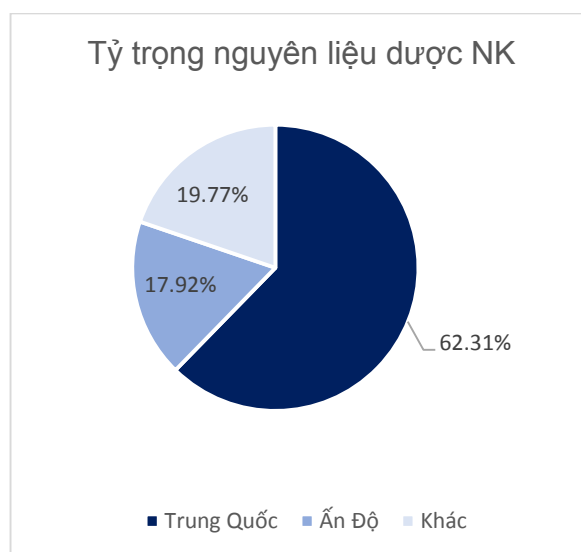
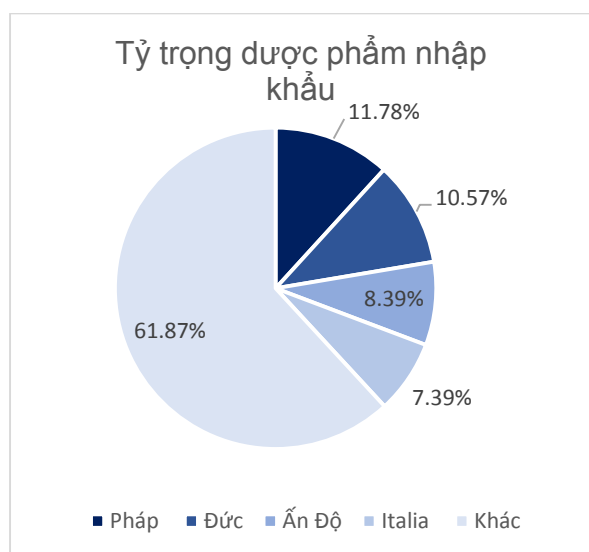
(Nguồn: BSC research)

Ngành Dược [Trung lập]

- Lũy kế 6 tháng năm 2018, chỉ số sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu tăng 16.2% yoy
- Lũy kế 5 tháng đầu năm, cả nước nhập khẩu 1,142 triệu USD dược phẩm (+6.4% yoy)
- Việc tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên 100% có khả năng diễn ra tại các doanh nghiệp dược, sau khi DHG đã chính thức nới room ngoại lên 100%.
- Trong Quý 1.2018, DT và LNST của 15 DN dược đạt 5,359 tỷ (+2.8% yoy) và 546 tỷ (-1.4% yoy)

Sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu tăng 16.2% lũy kế 6T.2018. Theo thống kê từ Tổng cục Thống kê, chỉ số sản xuất công nghiệp cho thấy hoạt động xuất thuốc tăng 16% YoY, 1.4% QoQ. Đây là mức tăng trưởng lớn nhất trong vòng 3 năm trở lại đây, cho thấy việc gia tăng sản lượng tại các doanh nghiệp dược.

Nhập khẩu dược phẩm tăng trưởng ổn định. Theo thống kê từ Tổng cục Hải quan Việt Nam, lũy kế 5 tháng đầu năm 2018, cả nước nhập khẩu 1,142 triệu USD dược phẩm, tăng 6.4% YoY. Pháp tiếp tục là nhà xuất khẩu dược phẩm lớn nhất vào Việt Nam với giá trị nhập khẩu đạt 134.6 triệu USD (+ 11.9% yoy), chiếm 11.78% tổng kim ngạch. Ngoài ra, nhập khẩu nguyên phụ liệu dược đạt 172.4 triệu USD, tăng 9.4% YoY. Trung Quốc vẫn là nguồn cung cấp nguyên phụ liệu dược phẩm lớn nhất, kim ngạch là 107.4 triệu USD, chiếm 62.3% tổng kim ngạch.



(Nguồn: Tổng cục Hải quan)

Trong Quý 1.2018, DHG đã chính thức nới room ngoại lên 100%. Đây là doanh nghiệp dược thứ 2 (sau DMC) đã mở room nước ngoài lên 100% và ngay sau đó, cổ đông ngoại đều có động thái muốn tăng tỷ lệ sở hữu. BSC nhận định trong bối cảnh làn sóng đầu tư vào ngành dược tiếp tục diễn ra, việc nới room nước ngoài có khả năng xảy ra tại doanh nghiệp dược khác. Hiện tại, PME, IMP, TRA, đều có tỷ lệ sở hữu nước ngoài gần 49%, trong đó, riêng TRA thuộc danh sách doanh nghiệp SCIC sẽ thoát vốn giai đoạn 2017 – 2020.

Dự thảo đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập. Hiện nay, Bộ Y tế đang xây dựng Dự thảo Luật đấu thầu tại các cơ sở y tế công lập, dự kiến sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của tất cả các

doanh nghiệp kinh doanh, sản xuất thuốc. Trong đó, giá đấu thầu sẽ được tham khảo dựa trên **giá thuốc và dược liệu** trúng thầu trong vòng 12 tháng trước (thay vì chỉ dựa trên giá thuốc theo Thông tư 11). Đồng thời, tại đấu thầu nhóm thuốc generic, các công ty đáp ứng được tiêu chí tại Nhóm 1, Nhóm 2 có thể tham gia đấu thầu thêm Nhóm 3, Nhóm 5 (thay vì chỉ Nhóm 5 theo Thông tư 11).

Giá trúng thầu thuốc đợt I năm 2018 giảm. Theo số liệu công bố của Bảo hiểm Xã hội Việt Nam, giá thuốc trúng thầu trung bình đợt I năm 2018 thấp hơn giá thuốc trúng thầu trung bình đợt II năm 2017 khoảng 20%. BSC nhận định giá đấu thầu có khả năng sẽ tiếp tục giảm, khi Bộ Y tế và Bảo hiểm Xã hội Việt Nam đều có chủ trương giảm giá thuốc tại các cơ sở y tế.

Kết quả kinh doanh Q1.2018: Trong Quý 1, tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của 15 doanh nghiệp dược trên sàn lần lượt đạt 5,359 tỷ đồng (+2.8% yoy) và 546 tỷ đồng (-1.4% yoy). Đà tăng trưởng tiếp tục chậm lại do (1) Thay đổi về cách thức đấu thầu khiến giá đấu thầu giảm (Báo cáo ngành BSC Q2.2018) và (2) Cạnh tranh gay gắt tại phân khúc OTC.

Mã	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
DVN	1,364	-0.1%	8.8%	n.a	32	-32.1%
DHG	908	2.9%	43.2%	45.5%	171	-0.9%
PME	409	-0.3%	48.3%	47.4%	73	9.2%
DHT	391	18.5%	14.5%	15.6%	21	61.1%
TRA	365	-9.0%	54.9%	51.5%	37	-9.2%
DBD	348	1.6%	34.7%	n.a	41	-1.9%
DMC	292	4.8%	39.8%	39.1%	52	8.5%
OPC	283	0.5%	42.2%	43.4%	27	17.5%
IMP	253	12.8%	39.4%	41.0%	32	26.8%
DCL	188	22.4%	31.0%	33.2%	7	-51.3%
DBT	174	-2.7%	23.2%	23.8%	3	-26.0%
DP3	125	46.8%	58.9%	53.2%	18	64.7%
PMC	115	2.7%	41.4%	43.4%	18	5.1%
LDP	104	-18.3%	14.1%	15.5%	-1	-133.0%
PPP	33	-2.6%	22.4%	18.7%	2	149.5%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi vẫn duy trì Quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Dược. Với đặc thù ngành nghề mang tính phòng thủ, cổ phiếu dược là một cơ hội đầu tư tiềm năng trong thị trường biến động. Doanh thu thuốc trên đầu người trong năm 2018 kỳ vọng đạt 59.9 USD (+ 9.9% yoy). Thị trường dược được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng 9.1% trong giai đoạn 2018 - 2021, theo số liệu của BMI. Đồng thời, các nhà đầu tư nước ngoài vẫn tiếp tục tăng sở hữu tại các doanh nghiệp nội địa. Trong quý II 2018, DHG và TRA đều có thông tin liên quan đến cổ đông ngoại (riêng DHG đã nới room nước ngoài lên 100%). BSC nhận định việc hợp tác với cổ đông ngoại sẽ thúc đẩy việc chuyển giao công nghệ, nâng cao trình độ các doanh nghiệp. Các cổ phiếu của ngành hiện đang được giao dịch ở mức tương đối cao (trung vị P/E = 17.66, P/B = 2.17) ở gần với mức trung vị của khu vực (P/E = 18.3, P/B = 2.1).

PME - NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 83,915 đồng/CP – Upside: 16.54%

- **PME là doanh nghiệp dược đứng thứ 3 về giá trị doanh thu.** Công ty sở hữu dây chuyền kháng sinh Cephalosporin thuốc viên và thuốc tiêm theo tiêu chuẩn EU – GMP và 10 % số lượng sản phẩm được chứng nhận tương đương sinh học – tỷ lệ cao nhất trong số các doanh nghiệp dược.
- **Doanh thu bán thuốc vẫn còn tiềm năng tăng trưởng.** Theo dự báo của BMI, doanh thu thuốc trên đầu người tại Việt Nam sẽ đạt 78 USD/người, từ mức 54.5 USD/người, tương ứng với mức CAGR = 9.3%.
- **Động lực phát triển đến từ việc xây dựng nhà máy mới,** dự kiến hoàn thành trong năm 2019. Nhà máy Non - betalactam sẽ theo tiêu chuẩn PICS/EU - GMP, với công suất nhà máy đạt 1,200 triệu sản phẩm/năm, nâng tổng công suất của toàn bộ công ty lên 2,137 triệu sản phẩm/năm (+128%).

DHG – THEO DÕI

- **Tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài lên 100%.** Ngày 4/7/2018, Dược Hậu Giang đã được chấp thuận việc nâng tỷ lệ sở hữu nước tại với cổ phiếu DHG lên 100%. Đổi lại, công ty sẽ ngừng cung cấp sản phẩm dược cho bên thứ 3 (Eugica, ...) và mảng kinh doanh bao bì.
- **Cổ đông lớn Taisho muốn tăng tỷ lệ sở hữu lên 32%.** Taisho Pharmaceutical đã công bố chào mua công khai 9,232,647 cổ phiếu, tương đương 7.06% vốn điều lệ với giá chào mua dự kiến là 120,000 đồng/cổ phiếu (cao hơn 20% giá đóng cửa ngày 4/7/2018). Sau khi thực hiện việc chào mua, Taisho sẽ sở hữu 41,838,743 cổ phiếu, chiếm 32% vốn điều lệ. Được biết, Taisho sẽ tiếp tục đồng hành cùng DHG trong việc nâng cấp, mở rộng nhà máy trong thời gian tới.
- **Đẩy mạnh mặt hàng tự sản xuất.** DHG dự kiến tăng 15.9% doanh thu từ sản phẩm tự sản xuất dự kiến sẽ đạt 3,541 tỷ đồng. Tăng trưởng sẽ đến từ việc công ty gia tăng bán hàng các sản phẩm có mức biên lợi nhuận gộp và giá bán cao (mặt hàng kháng sinh) bằng cách tăng mức chiết khấu cho trình dược viên. BSC nhận định lợi nhuận của DHG sẽ không ảnh hưởng mạnh từ việc ngừng cung cấp sản phẩm cho bên thứ 3 do đóng góp của mảng này khá nhỏ trong lợi nhuận gộp (~2% tỷ trọng).

DBD – THEO DÕI

- **Xây dựng nhà máy mới.** Công ty sẽ tập trung đầu tư vào hai nhà máy mới với vốn giải ngân cho NM sản xuất thuốc điều trị ung thư là 116 tỷ đồng, NM sản xuất thuốc viên Non – betalactam là 165 tỷ đồng. Việc xây dựng NM mới tiêu chuẩn EU/PICS – GMP sẽ giúp DBD có thể đầu thầu thuốc nhóm 2, với giá cao hơn 20 – 30% giá thuốc nhóm 3. Hiện tiến độ xây dựng nhà máy đang dừng ở công tác lựa chọn nhà thầu. DBD cũng cho biết NM sẽ áp dụng cả 2 tiêu chuẩn cho dây chuyền sản xuất thuốc, với chi phí xây dựng theo EU – GMP sẽ cao hơn PICS – GMP.
- **Quỹ đầu tư Bình Định thoái vốn.** Quỹ Đầu tư phát triển Bình Định hiện đang sở hữu 13.34% của DBD. Dự kiến việc thoái vốn sẽ diễn ra trong năm 2018 – 2019.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
DHG	4,150	730	5,583	18.27	4.75	17.6%	22.8%	102,000	N/A
PME	1,859	335	5,135	14.30	2.86	17.1%	19.5%	73,800	83,915
DBD	1,584	162	3,092	13.51	2.70	10.4%	20.4%	42,000	N/A
IMP	1,447	173	3,115	16.73	1.61	6%	10.0%	52,500	71,500

(Nguồn: BSC research)

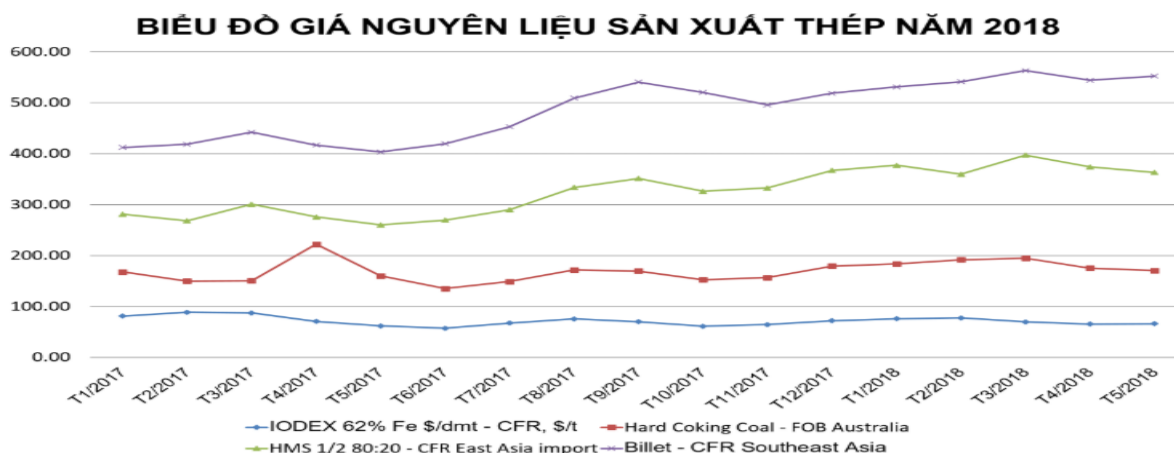
Ngành Thép [Trung lập]

- Tiêu thụ thép xây dựng 5 tháng đầu năm 2018 đạt 4.1 triệu tấn, tăng 18.74% so với cùng kỳ năm 2017
- Giá quặng nguyên liệu giảm nhẹ xuống mức 66\$ tuy nhiên tiếp tục diễn biến phức tạp trong quý 2.
- Các sản phẩm thép tôn mạ Việt Nam tiếp tục bị áp thuế chống bán phá giá

Tiêu thụ trong nước tiếp tục tăng trưởng. Theo báo cáo của hiệp hội thép Việt Nam, tiêu thụ thép xây dựng 5 tháng đầu năm 2018 đạt 4.1 triệu tấn, tăng 18.74% so với cùng kỳ năm 2017. Tiêu thụ thép ống tăng trưởng 16.21% so với cùng kỳ, đạt 963 nghìn tấn sản phẩm trong 5 tháng đầu năm. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ và các loại thép cán nóng, thép cán nguội lần lượt đạt 1.3 triệu và 804.5 nghìn tấn, tăng trưởng 19.7% và 171.01% yoy.

Sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc tiếp tục sụt giảm. 4 tháng đầu năm 2018, nhập khẩu thép từ Trung Quốc đạt xấp xỉ 1.82 triệu tấn, chiếm 42.5% giảm nhẹ so với mức 47% của năm 2017. Từ năm 2016, Trung Quốc thi hành chính sách giảm công suất và nhu cầu nội địa tăng cao khiến cho xuất khẩu giảm mạnh. Tuy nhiên, các công ty Trung Quốc hiện đã tiến hành di dời và đầu tư các nhà máy thép sang thị trường Đông Nam Á đặc biệt là các quốc gia như Indonesia và Malaysia, hướng các thị trường tiêu thụ thép lớn và không bị đe dọa bởi thuế nhập khẩu. Điều này ảnh hưởng rất lớn đến các doanh nghiệp thép Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp tôn mạ khi thị trường Đông Nam Á là thị trường xuất khẩu chủ yếu của thép Việt Nam.

Giá quặng nguyên liệu tiếp tục diễn biến phức tạp. Giá quặng sắt trong quý 2 đạt mức cao khi thị trường kì vọng vào việc ngân hàng nhân dân Trung Quốc sẽ cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhằm hỗ trợ các dự án bất động sản, qua đó tăng nhu cầu về thép. Tuy nhiên giá quặng sắt cũng như nhiều loại vật liệu khác cũng đã giảm mạnh khi nguy cơ về chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc tăng cao trong giai đoạn cuối tháng 6. Giá quặng sắt đã giảm từ mức 74\$ đầu năm xuống mức 66\$, chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo giá quặng sẽ giảm nhẹ xuống mức 65\$/tấn và sẽ khó giảm mạnh thêm khi Trung Quốc sẽ đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu và giảm sản lượng ngành thép nội địa. Giá các loại vật liệu khác như than mỡ luyện coke, thép phế hay điện cực graphite nhìn chung có xu hướng đi ngang trong quý 2/2018.



(Nguồn: VSA)

Các nước tiến hành các biện pháp bảo hộ ngành thép trong nước. Với việc Mỹ áp thuế lên các sản phẩm thép nhập khẩu vào quốc gia này có thể tạo nên làn sóng bảo hộ ngành thép nội địa toàn cầu để hạn chế nhập khẩu lượng thép đáng ra sẽ xuất sang Mỹ. Theo thống kê, ngành thép Việt Nam đang là đối tượng của 37 vụ kiện chống bán phá giá, 9 vụ điều tra chống trợ cấp, chiếm lần lượt 50% và 75% số lượng các vụ kiện. Ngày 07/06, ủy ban chống bán phá giá Indonesia (KADI) công bố kết luận trong vụ việc điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm tôn màu nhập khẩu từ Trung Quốc và Việt Nam. Theo đó, các sản phẩm tôn màu từ Việt Nam sẽ bị đánh thuế từ 12%-28.49% trong khoảng thời gian 5 năm. Ngoài ra, một số doanh nghiệp Mỹ đã nộp yêu cầu điều tra, áp dụng biện pháp chống lẩn tránh thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp tới Bộ Thương mại Hoa Kỳ đối với sản phẩm thép chống ăn mòn nhập khẩu từ Việt Nam. Các thị trường khác như EU, Canada cũng đã tiến hành các đợt rà soát thuế tự vệ đối với các nước ngoài khu vực trong đó có Việt Nam. Các vụ kiện trên chưa ảnh hưởng nhiều đến các doanh nghiệp thép khi sản phẩm tôn mạ màu không phải sản phẩm chủ lực cũng như thị trường Mỹ, EU, Canada không phải là thị trường xuất khẩu chính của nước ta, tuy nhiên vẫn sẽ là áp lực bắt buộc các doanh nghiệp Việt Nam nâng cao năng lực cạnh tranh, khép kín chuỗi sản xuất.

Kết quả kinh doanh quý I/2018. Trong quý I/2018, giá thép vẫn duy trì ở mức cao giúp cho doanh thu của các doanh nghiệp tăng trưởng khá tốt (trung bình khoảng 20% so với cùng kỳ). Tuy nhiên giá quặng và các nguyên liệu có diễn biến phức tạp và cạnh tranh cao trong ngành khiến biên lợi nhuận gộp sụt giảm (trung bình chỉ ở mức 8.74% so với mức 11.16% của năm 2017). Do đó, hầu hết các doanh nghiệp đều có kết quả kinh doanh sụt giảm so với cùng kỳ năm 2017.

Mã	Sản phẩm chính	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
HSG	Tôn mạ	7,664	23.4%	13.3%	18.6%	96	-77.0%
NKG	Tôn mạ	3,586	49.9%	8.2%	12.8%	121	-22.3%
DTL	Tôn mạ, ống thép	712	23.6%	10.7%	23.7%	37	-59.1%
HPG	Thép xây dựng, ống thép	13,001	26.7%	22.8%	24.0%	2223	14.9%
POM	Thép xây dựng, ống thép	3,040	11.0%	9.9%	10.5%	209	2.3%
TVN	Thép xây dựng	5,164	16.5%	7.3%	8.7%	383	64.2%
TIS	Thép xây dựng	2,649	31.7%	5.1%	8.5%	12	-77.4%
TLH	Thép xây dựng	1,467	39.9%	11.9%	15.3%	101	-10.3%
VIS	Thép xây dựng	1,300	-12.8%	2.5%	5.1%	2	-94.3%
HMC	Thép xây dựng	892	39.5%	3.9%	5.3%	16	-4.2%
DNY	Thép xây dựng	441	-3.3%	1.2%	7.8%	-18	-281.9%
VGS	Ống thép	1,722	23.7%	3.5%	3.3%	18	34.0%
SMC	Thương mại, gia công thép	3,263	15.7%	5.2%	7.9%	74	-32.5%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư- Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** khi sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng tốt tuy nhiên cạnh tranh trong ngành tiếp tục tăng lên đặc biệt đối với các doanh nghiệp tôn mạ. Lợi nhuận của các doanh nghiệp dự kiến sẽ tiếp tục biến động mạnh khi giá thép đầu ra và các loại nguyên vật liệu có thể biến động mạnh trong thời gian sắp tới do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại toàn cầu.

HPG – MUA - Giá mục tiêu: 44,192 đồng/CP - Upside 12.7%

- Giai đoạn 1 của dự án Dung Quất dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào đầu quý 3/2018. 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. Cùng với việc có lợi thế về chi phí sản xuất, việc tăng công suất từ dự án Dung Quất sẽ giúp Hòa Phát khẳng định vị thế số 1 trên thị trường thép xây dựng.
- Đối với giai đoạn 2 của dự án Dung Quất, với sản phẩm chính là HRC sẽ giúp HPG cải thiện mạnh biên lợi nhuận gộp của mảng ống thép và tôn mạ (HRC là đầu vào, hiện tại vẫn phải nhập khẩu 100%). Cùng với cơ cấu tài chính khá lành mạnh so với các doanh nghiệp tôn mạ, BSC kì vọng HPG sẽ tiếp tục thành công trong thị trường tôn mạ giống như 2 thị trường ống thép và thép xây dựng.
- 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 4,419 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%.
- Về kết quả kinh doanh quý 1, sản lượng tiêu thụ tăng (+24% yoy) cùng giá bán tăng theo giá quặng giúp doanh thu quý 1 của NKG tăng mạnh đạt gần 50%. Tuy nhiên, với việc 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. Tình hình tài chính của NKG cũng tương đối rủi ro khi hầu hết nợ của doanh nghiệp hiện tại là nợ ngắn hạn (chiếm khoảng hơn 60% tương đương với hơn 3,500 tỷ đồng) trong khi đó tài sản ngắn hạn của NKG chủ yếu là các khoản phải thu và hàng tồn kho (chiếm khoảng 80% tương ứng 4,000 tỷ đồng), bị ảnh hưởng khá lớn bởi giá thép và giá nguyên vật liệu. Chúng tôi cho rằng với việc các thị trường xuất khẩu gặp khó khăn cùng với đó là tình hình giá nguyên vật liệu biến động mạnh, LNST của NKG trong năm 2018 sẽ giảm khoảng 20% chỉ đạt khoảng 573 tỷ, tương đương EPS khoảng 3,165 đồng.
- Sản lượng tiêu thụ của NKG 5 tháng đầu năm đạt 318 nghìn tấn tăng trưởng 34.59% so với cùng kì năm 2017.

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. Sản lượng tiêu thụ của HSG trong 5 tháng đầu năm đạt 721 nghìn tấn tăng trưởng 13.46%.
- Tương tự như NKG, HSG cũng sẽ gặp khó khăn lớn trong việc tiêu thụ khi Hòa Phát tham gia thị trường tôn mạ và các nước nhập khẩu tạo hàng rào thuế quan. Thậm chí tình hình tài chính của HSG còn rủi ro hơn rất nhiều so với NKG khi nợ ngắn hạn của HSG đã vượt quá tài sản ngắn hạn (vượt 23%). Tương tự như NKG, các khoản phải thu và hàng tồn kho chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của HSG, trong trường hợp giá thép giảm sẽ ảnh hưởng rất lớn đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Ngoài ra, HSG còn đang thực hiện chính sách chiết khấu mạnh tay ở mảng ống nhựa nhằm chiếm được thị phần từ tay BMP và NTP qua đó ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận chung của toàn doanh nghiệp.
- 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.

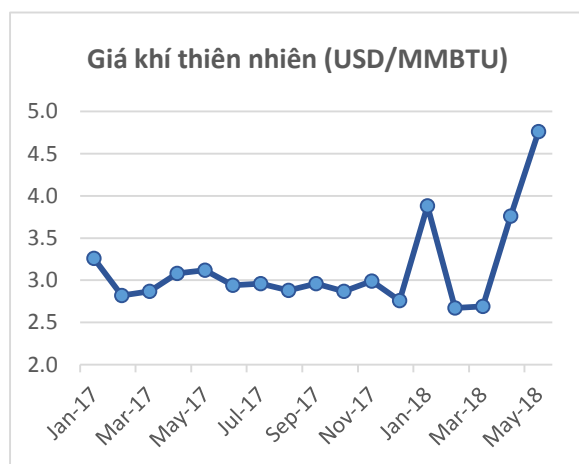
Mã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (tỷ đ)	P/e fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/06/18	Giá mục tiêu
HPG	54,634	9,382	4,419	8.68	1.69	15.1%	24.7%	38,400	44,192
NKG	17,160	573	3,165	4.92	0.92	5.58%	18.05%	15,600	N/A
HSG	31,065	909	2,367	5.11	0.84	3.99%	14.53%	12,100	N/A

(Nguồn: BSC research)

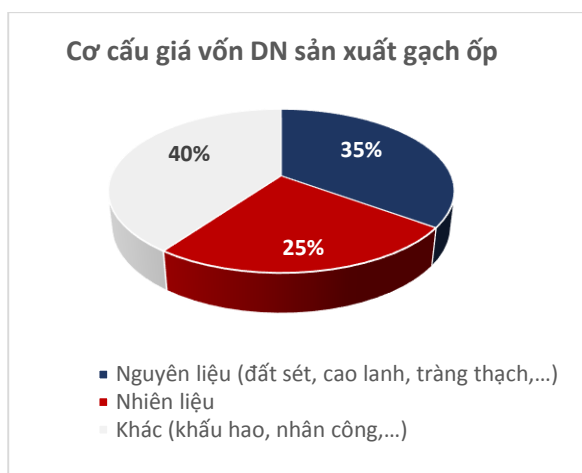
Ngành Gạch men [Trung lập]

- Giá nhiên liệu tăng: giá than +10% YTD, giá khí +22.7% YTD.
- Doanh thu 1Q2018 tăng trưởng ở các DN granite và gạch ngói, suy giảm ở nhóm ceramic.
- Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP đối với cổ phiếu ngành gạch men trong năm 2018.

Giá nhiên liệu tăng, giá than +10% YTD, giá khí +22.7% YTD làm tăng chi phí giá vốn của các doanh nghiệp gạch men. Hầu hết các doanh nghiệp niêm yết như VIT, VHL, TLT đều đã chuyển sang sử dụng khí thiên nhiên để tăng giảm tỷ lệ đóng cặn và tăng tỷ lệ gạch loại A; đối với CVT, các dây chuyền cũ vẫn sử dụng khí than trong khi chỉ dây chuyền CMC 2.2 mới chuyển sang chạy khí. Như vậy, với đà tăng mạnh của giá khí thiên nhiên, đặc biệt trong tháng 4, 5/2018 vừa qua, các doanh nghiệp gạch sử dụng nhiên liệu khí sẽ bị ảnh hưởng biên lợi nhuận lớn hơn.



(Nguồn: Indexmundi)



(Nguồn: BSC Research)

Kết quả kinh doanh Q1/2018 phân hóa. Trong khi doanh thu tại các DN sản xuất gạch granite (CVT, VIT) và gạch ngói (VHL) có sự tăng trưởng trong 1Q2018 thì các doanh nghiệp sản xuất gạch ceramic chất lượng thấp (TTC) lại chứng kiến doanh thu sụt giảm; phản ánh phần nào xu hướng tiêu dùng. Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành (ngoại trừ CVT) giảm đáng kể trước xu hướng giảm giá bán và tăng giá nhiên liệu đầu vào than, khí.

Mã	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
VGC	1,830	-9.8%	20.5%	24.9%	119	-40.10%
VHL	481	0.3%	13.9%	17.1%	30	-0.56%
CVT	239	26.5%	24.8%	24.6%	34	18.90%
TCR	229	-16.4%	13.5%	10.0%	-29	-7.10%
VIT	207	16.0%	10.5%	14.6%	0	-98.99%
TTC	74	-8.4%	12.9%	13.4%	3	-44.57%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành gạch men bởi các doanh nghiệp gạch men niêm yết không có lợi thế rõ ràng trong bối cảnh cạnh tranh tăng cao sau giai đoạn chạy đua mở rộng công suất. Tình hình tiêu thụ những tháng cuối năm sẽ tốt hơn nhờ nhu cầu hoàn thiện của các công trình xây dựng. Xu hướng tiêu dùng hiện tại chú trọng yếu tố thẩm mỹ đòi hỏi các DN gạch men phải liên tục cải tiến mẫu mã, đưa ra các sản phẩm mới. Trong khi giá nguyên liệu không có nhiều biến động, giá nhiên liệu đầu vào trong xu hướng tăng từ đầu năm cũng ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của các DN.

VGC – NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 18,400 đồng/CP

Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ mảng cho thuê hạ tầng KCN, phát triển các sản phẩm sứ vệ sinh cao cấp và kính siêu trắng.

- **Mảng cho thuê hạ tầng KCN:** Tính từ đầu năm đến hết tháng 5/2018, Viglacera đã cho thuê được 40ha diện tích KCN, hoàn thành 30% chỉ tiêu kế hoạch năm; thực hiện tiếp xúc với các nhà đầu tư trong và ngoài nước với diện tích cho thuê dự kiến có thể tăng thêm là 40ha. Do đó, chúng tôi đánh giá kế hoạch cho thuê 120ha của Viglacera trong năm 2018 là khả thi.
- **Mảng sứ vệ sinh:** Nâng cao tỷ lệ sản phẩm chất lượng cao nhờ các đơn hàng gia công cho Caroma (Viglacera Việt Trì). Hợp tác sản xuất kinh doanh với ROCA thông qua hình thức thành lập công ty liên danh. Nhà máy Sứ Mỹ Xuân, công suất 750,000 sản phẩm/năm (+61% công suất) sẽ đi vào hoạt động trong quý 3/2018
- **Mảng kính:** Giá bán kính xây dựng bình quân sẽ giảm trong năm 2018 do (1) cạnh tranh tăng cao từ kính nhập khẩu từ ASEAN và công suất tăng thêm của Indevco Ninh Bình; (2) mặt bằng giá 2017 tương đối cao. Các dự án đầu tư mới của Viglacera trong mảng kính sẽ chuyển hướng đầu tư vào kính siêu trắng phục vụ sản xuất tấm pin NLMT thay vì kính xây dựng đang cạnh tranh cao; trong đó dự án kính nổi siêu trắng Phú Mỹ dự kiến đi vào hoạt động năm 2019; dự án kính cán siêu trắng Yên Phong dự kiến khởi công trong quý 3/2018.
- **Đối với mảng gạch ốp lát,** Viglacera chưa có kế hoạch đầu tư mở rộng công suất sau khi đưa dây chuyền gạch ốp lát cao cấp 2.5 triệu m² tại Viglacera Hà Nội vào hoạt động đầu năm 2018. **Đối với mảng gạch ngói đất sét nung,** Viglacera sẽ tiến hành tái cơ cấu, chỉ giữ lại Viglacera Hạ Long và sẽ thực hiện thoái vốn tại các đơn vị sản xuất gạch xây như Bá Hiến, Từ Liêm, Hạ Long 1 (trong năm 2018).

Thoái vốn nhà nước về 36% (tương đương 80,579,262 CP): thực hiện theo phương thức khớp lệnh trên sàn, giá khớp là giá trần phiên giao dịch, tối thiểu là 26,100 đồng, thời gian từ 26/07/2018 đến 21/07/2018. Tuy nhiên, kể từ ngày đầu tiên bắt đầu đặt bán CP của Bộ Xây dựng, giá của VGC đã liên tục giảm dưới áp lực bán ra, chênh lệch giữa thị giá và giá thoái vốn tối thiểu lên tới 10,000 đồng/CP, khiến cho thương vụ thoái vốn không còn hấp dẫn. Tính đến thời điểm hiện tại, thương vụ thoái vốn đã không thể hoàn tất, đại diện Viglacera cho biết Tổng công ty đang chờ thêm hướng dẫn từ Bộ Xây dựng. ĐHCĐ thường niên 2018 cũng thông qua kế hoạch **chuyển sàn niêm yết sang HOSE** trong Quý 4/2018.

Tăng vốn điều lệ tại các công ty con: Vân Hải, Kính Đáp Cầu, Sứ Thanh trì và Sứ Việt Trì.

BSC dự báo doanh thu 2018 của VGC đạt 9,416 tỷ đồng (+2.4% YoY), LNST dành cho cổ đông công ty mẹ là 680 tỷ (+13.3% YoY), tương đương với EPS = 1,353 đồng/CP (giả định trích quỹ KTPL 9%). Chúng

tôi cho rằng năm 2018 hoạt động của VGC không có nhiều chuyển biến, nhưng chúng tôi kỳ vọng hoạt động của VGC sẽ tích cực hơn từ năm 2019 trở đi khi tỷ lệ sở hữu Nhà nước tại VGC giảm về 0% và các dự án mới ngành kính, sứ vệ sinh đi vào hoạt động ổn định.

CVT- NẮM GIỮ - Giá mục tiêu: 30,400 đồng/CP – Upside 8.9%

Chúng tôi đánh giá CVT là doanh nghiệp gạch quy mô trung bình có tính linh hoạt trong sản xuất, thường xuyên đưa ra các sản phẩm mới. Với mục tiêu là thị trường ngách, sản phẩm của CVT có giá bán tương đối thấp và tiêu thụ tốt thông qua hệ thống đại lý có độ phủ rộng. Ngoài ra, CVT còn nhận sản xuất các đơn hàng cho các đại lý hoặc thương hiệu khác với 20-30% tổng sản lượng. Động lực chính cho tăng trưởng của CVT trong bối cảnh cạnh tranh cao của ngành gạch men đến từ các sản phẩm mới: granite vi tinh và granite thấm muối tan bắt đầu sản xuất từ 2018; chúng tôi đánh giá công ty tương đối thận trọng trong phát triển các sản phẩm mới để hạn chế rủi ro của hoạt động đầu tư. Doanh thu ước tính cho năm 2018 đạt 1,460 tỷ đồng (+23.7% YoY), LNST 2018F = 196.6 tỷ (+12.9% YoY), EPS dự báo đạt 5,091 đồng/CP (tính trên số CP sau khi phát hành CP trả cổ tức 40%), tương đương với P/E = 5.48x so với trung vị ngành là 6x.

Tình hình tiêu thụ: Ước tính sản lượng tiêu thụ quý 2/2018 đạt 4 triệu m². Lũy kế 1H2018, sản lượng tiêu thụ đạt 7.1 triệu m² (+22% YoY) , hoàn thành 40% kế hoạch năm, tương đương thực hiện năm 2017.

Tình hình sản xuất sản phẩm mới: Đối với sản phẩm granite vi tinh và granite muối tan, hiện đang chạy thử nghiệm để thăm dò thị trường, tránh thua lỗ; dự kiến tháng 8/2018 sẽ đưa sản phẩm ra thị trường.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
VGC	9,415	680	1,353	15.3	1.43	4.26%	10.0%	20,700	18,400
CVT	1,460	197	5,091	5.48	1.47	14.91%	32.4%	27,900	30,500

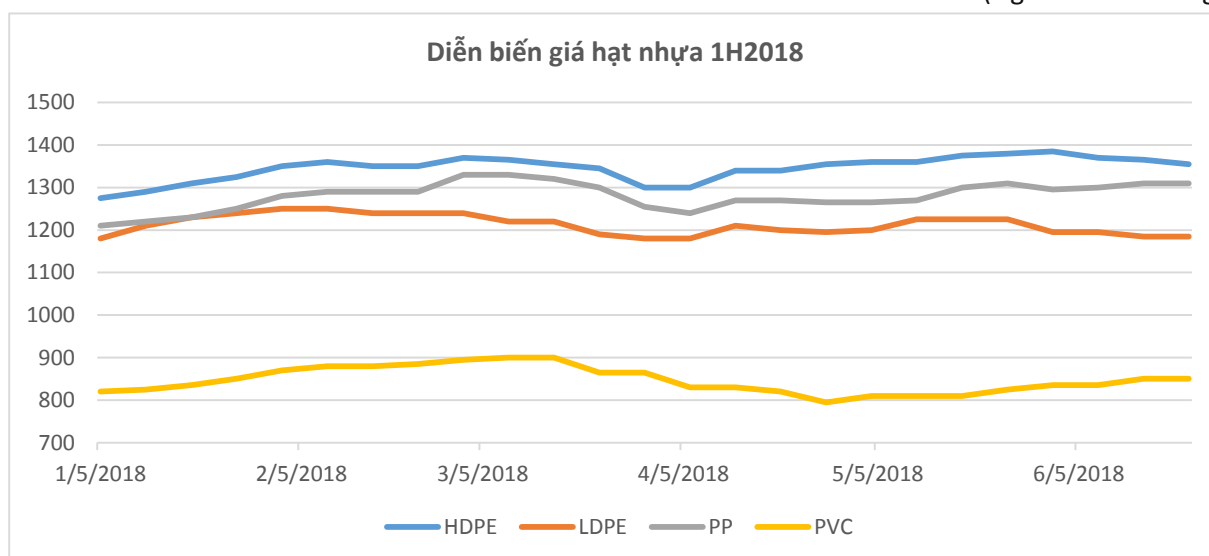
(Nguồn: BSC research)

Ngành Nhựa [Trung lập]

- Giá hạt nhựa 1H2018 tăng: PP +8.3% YTD, HDPE +6.3% YTD, PVC +3.7% YTD, LDPE +0.4% YTD.
- Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp có sự phân hóa giữa nhóm nhựa bao bì (doanh thu +81.5% YoY) và nhựa VLXD (doanh thu -6.7% YoY).
- Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP đối với triển vọng ngành nhựa.

Giá hạt nhựa tăng nhẹ trong 1H2018. Theo xu hướng tăng của giá dầu do (1) các quốc gia OPEC tuân thủ cam kết cắt giảm sản lượng; (2) sốc nguồn cung đến từ Venezuela, Iran do cấm vận từ Mỹ; (3) Sản lượng dầu đá phiến không đáp ứng được nhu cầu, hệ thống đường ống dẫn dầu đã quá tải công suất; (4) lo ngại chiến tranh thương mại. Tính đến ngày 30/06/2018, giá PP tăng nhiều nhất +8.3% YTD, tiếp đến HDPE +6.3% YTD, PVC +3.7% YTD trong khi giá LDPE gần như giữ nguyên so với đầu năm. Tốc độ tăng giá của hạt nhựa có xu hướng tăng lên trong Q2/2018 và được dự báo sẽ còn tiếp diễn trong 2H2018 trước đà tăng của giá dầu sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp.

(Nguồn: Bloomberg)



Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp có sự phân hóa giữa nhóm bao bì và nhựa VLXD. Trong khi các doanh nghiệp nhựa bao bì ghi nhận tăng trưởng tốt (AAA sản lượng tiêu thụ 18,134.91 tấn (+39% YoY), doanh thu +78.11% YoY, HII (+315% YoY)) thì các doanh nghiệp ống nhựa xây dựng như BMP, NTP lại chứng kiến doanh thu sụt giảm, phản ánh cạnh tranh tăng cao trong ngành này. Đối với DNP, tăng trưởng doanh thu trong 1Q2018 đến từ các dự án hạ tầng nước được chuyển từ năm 2017 sang và từ các dự án mở rộng công suất nhà máy sản xuất nhựa VLXD, bao bì...Tuy nhiên, trong xu thế giá hạt nhựa biến động lớn và tăng từ đầu năm, biên LNG của hầu hết các DN đều giảm. Ngoại trừ DNP, DAG và SPP là các doanh nghiệp có tăng trưởng lợi nhuận tốt nhờ công suất mở rộng, sản lượng tiêu thụ tăng, cải thiện biên lợi nhuận (DAG), hầu hết các công ty còn lại đều suy giảm về lợi nhuận.

Mã	Sản phẩm chính	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	% yoy	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	% yoy
NTP	Ống nhựa	838	-18.54%	37.46%	34.65%	40	-56.92%
BMP	Ống nhựa	626	-17.43%	27.21%	22.75%	87	-13.54%
DNP	Ống nhựa, nước	436	42.49%	21.03%	22.71%	10	97.82%
DAG	Cửa nhựa, thanh	382	7.85%	10.80%	8.34%	20	56.59%
AAA	Bao bì	1,298	78.11%	11.37%	13.96%	60	-16.47%
HII	Bao bì	585	315.42%	6.93%	14.56%	15	39.30%
RDP	Bao bì	227	3.03%	11.06%	12.44%	1	-84.26%
SPP	Bao bì	306	27.02%	8.90%	10.28%	3	26.33%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi đánh giá cạnh tranh đối với ngành nhựa vật liệu xây dựng tăng cao trong năm 2018 buộc các doanh nghiệp phải tăng chiết khấu, khuyến mại để đẩy mạnh tiêu thụ. Đối với ngành nhựa bao bì, sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu tiêu dùng của các hộ gia đình và các doanh nghiệp F&B. Tuy nhiên, đà tăng giá hạt nhựa đầu vào sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty trong ngành. Do đó, BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành nhựa trong năm 2018.

BMP – THEO DÕI

BMP là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa có công suất lớn nhất cả nước (150,000 tấn/năm), tình hình tài chính lành mạnh, sinh lời tốt, duy trì tỷ lệ cổ tức cao.

- **Sản lượng tiêu thụ trong Quý 1/2018 của BMP giảm so với cùng kỳ** được lãnh đạo doanh nghiệp lý giải do trong quý 4/2017 công ty có thêm chương trình chiết khấu 4% nhân dịp kỷ niệm thành lập và chiết khấu cao đối với sản phẩm PPR do BMP sản xuất nên các đại lý đã đẩy mạnh nhập hàng từ cuối năm trước, dẫn đến tình hình tiêu thụ trong quý đầu năm nay có phần chững lại. Cạnh tranh lớn nhất của BMP đến từ thị trường miền Nam với đối thủ chính là Hoa Sen có tỷ lệ chiết khấu cao hơn nhiều so với BMP (tỷ lệ chiết khấu của Hoa Sen đối với ống uPVC, HDPE, PPR lần lượt dao động trong khoảng 35-39%, 36-38%, và 67-68.5%; so với tỷ lệ chiết khấu của BMP là 15%). Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của Hoa Sen hiện cũng đang gặp khó khăn với KQKD quý 1/2018 chứng kiến LNST -49% YoY, biên lợi nhuận mỏng tụt giảm, tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN tăng mạnh nên chúng tôi đánh giá việc đẩy mạnh bán hàng thông qua tỷ lệ chiết khấu cao của HSG sẽ khó có thể tăng trưởng như trong thời gian vừa qua.
- **Nawaplastics nâng tỷ lệ sở hữu tại BMP lên 53.106% từ ngày 26/06/2018, SCIC hoàn tất thoái vốn.** Sau khi mua lại 24.16 triệu CP BMP từ SCIC, Nawaplastics đã liên tục mua gom cổ phiếu, do đó nắm quyền chi phối đối với doanh nghiệp ống nhựa xây dựng lớn nhất cả nước. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ mang lại chuyển biến tích cực trong hoạt động của BMP nhờ vào chuỗi giá trị ngành nhựa mà Nawaplastics và công ty mẹ là Tập đoàn SCG đã và đang xây dựng tại Việt Nam.

BSC dự báo doanh thu thuần của BMP trong năm 2018 đạt 4,072 tỷ đồng (+6.5% YoY), LNST đạt 438.2 tỷ đồng (-5.7% YoY) do đà tăng của giá nguyên liệu hạt nhựa, tương đương với EPS = 4,872 đồng/CP.

NTP – THEO DÕI

Nhựa Tiền Phong là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa xây dựng có thương hiệu với thị phần lớn nhất miền Bắc, đi tiên phong trong sản xuất các dòng sản phẩm mới đa dạng kích thước, với tổng công suất thiết kế trên 100,000 tấn sản phẩm/năm.

- **Thoái vốn nhà nước:** NTP nằm trong kế hoạch thoái vốn nhà nước của SCIC trong năm 2017, tuy nhiên đến thời điểm hiện tại, việc thoái vốn vẫn chưa hoàn tất, tỷ lệ sở hữu Nhà nước tại NTP vẫn duy trì ở mức 25.77%. Chúng tôi kỳ vọng khi SCIC thoái vốn, Ban lãnh đạo và cổ đông Sekisui nhiều khả năng sẽ tăng tỷ lệ sở hữu, khi đó chính sách chiết khấu cho các đại lý có thể sẽ thay đổi theo hướng làm hài hòa lợi ích của giữa doanh nghiệp và cổ đông.
- **Kết quả kinh doanh quý I/2018:** Sản lượng và doanh thu Q1/2018 lần lượt đạt 16,500 tấn và 842 tỷ đồng, tương ứng hoàn thành 18% kế hoạch. Biên lợi nhuận gộp trong Q1 được cải thiện nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm, tuy nhiên biên EBIT giảm từ 11% trong Q1/2017 xuống còn 8.8% do tỷ lệ CPBH và CP QLDN tăng cao.
- **Tình hình tiêu thụ quý 2/2018 có chuyển biến tích cực:** Sản lượng tiêu thụ 6T2018 tăng 2% YoY, LNST ước đạt 200 tỷ đồng, tương ứng hoàn thành 42% kế hoạch cả năm (tỷ lệ hoàn thành kế hoạch tính đến 6T2017 là 41 %).

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2018 của NTP đạt 4,788 tỷ (+8.1% YoY), LNST 436 tỷ (-11% YoY), tương đương với EPS 2018 = 4,400 đồng/CP.

AAA- THEO DÕI

AAA là doanh nghiệp sản xuất bao bì lớn nhất Đông Nam Á, liên tục đầu tư mở rộng công suất và hướng tới xây dựng chuỗi giá trị hoàn chỉnh của mảng nhựa bao bì.

- **Kết quả kinh doanh quý 1/2018:** Sản lượng tiêu thụ trong Q1/2018 đạt 18,135 tấn (+39% YoY), thị trường tiêu thụ tập trung hơn với thị trường châu Âu chiếm 66.4% doanh thu mảng bao bì, tiếp đến là thị trường Nhật Bản (23.5%). Tuy nhiên, LNST Q1/2018 giảm 16.5% YoY do Q1/2017, AAA ghi nhận 35 tỷ LN tài chính đột biến từ thoái vốn tại CTCP Nhựa và Bao bì Vinh (VBC).
- **Kế hoạch đầu tư Tổ hợp An Phát Complex:** Năm 2018, AAA đã tiến hành đấu giá thành công khu đất 12ha nhà xưởng từ BIDV (giá trị 756 tỷ đồng) để xây dựng An Phát Complex bao gồm 8 block nhà xưởng, phục vụ thị trường trong nước thông qua thành lập 4 công ty con: (1) ANBIO (VĐT 1190 tỷ- hợp tác với đối tác nước ngoài; trong đó 2018: 360 tỷ đồng) sản xuất hạt nguyên liệu và bao bì tự hủy; (2) An Cường (VĐT: 106 tỷ đồng) sản xuất tấm nhựa ép trang trí dùng trong xây dựng; (3) An Vinh (VĐT 532 tỷ; 335 tỷ trong năm 2018) sản xuất bao bì công nghiệp chất lượng cao; (4) Đại An (VĐT: 548 tỷ; 130 tỷ trong năm 2018) sản xuất linh kiện nhựa kỹ thuật cao (phục vụ Samsung, Panasonic, Yamaha, Honda). Ngoài ra, AAA cũng có kế hoạch thành lập công ty con An Thành hoạt động trong mảng phân phối: bao tiêu sản phẩm của các nhà máy lọc dầu, nhập khẩu nguyên liệu nhựa phân phối cho các doanh nghiệp sản xuất, sau đó thu mua sản phẩm và trở thành đầu mối xuất khẩu.

- 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 (+76% YoY), doanh thu 6,000 tỷ (+47.2% YoY), LNST ước đạt 330 tỷ (+25.3% YoY), tương đương với EPS 2018 là 2,632 đồng/CP (Công ty đã hoàn tất chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu, tính trên số CP sau khi phát hành cho cổ đông hiện hữu).

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
NTP	4,788	436	4,400	10.46	1.93	10.3%	19.0%	46,000	58,800
BMP	4,072	438	4,872	12.02	1.89	14.4%	17.9%	58,600	N/A
AAA (*)	6,000	330	2,632	7.18	1.30	N/A	N/A	18,900	N/A

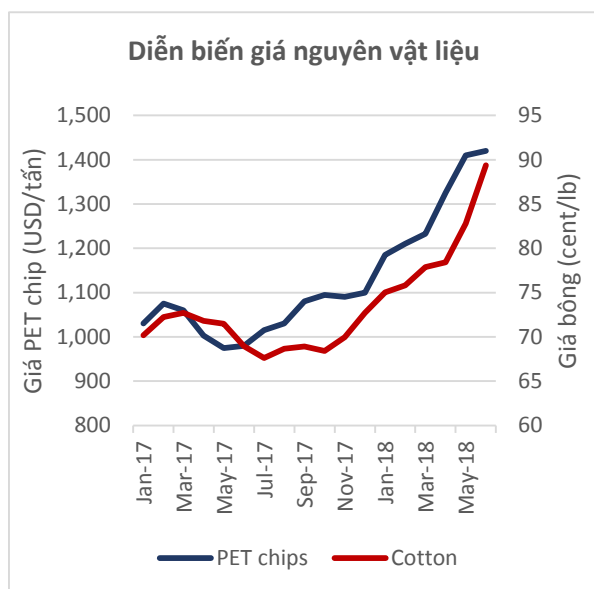
(Nguồn: BSC Research, (*) kế hoạch của DN)

Ngành Dệt may [Trung lập]

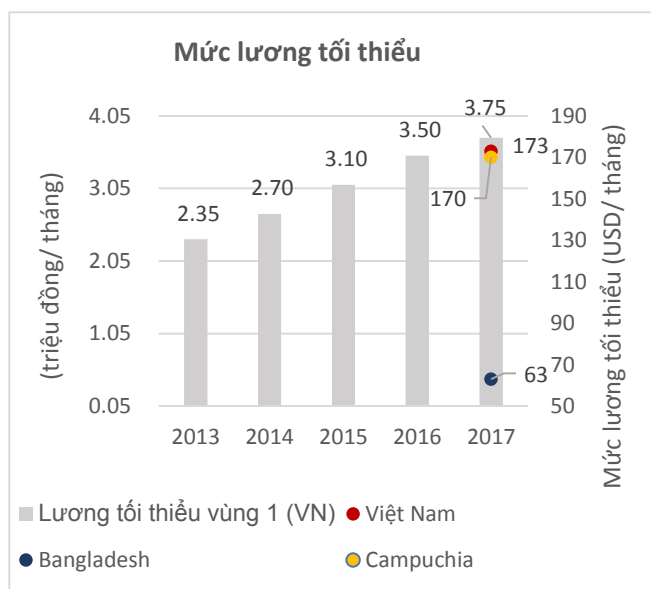
- Kim ngạch xuất khẩu dệt may 5T2018 đạt 10.91 tỷ USD (+15.8% YoY).
- Giá các yếu tố đầu vào tăng: giá bông +12% YoY, giá PET+27% YoY, lương tối thiểu +6-7% YoY
- Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có tác động trái chiều đối với ngành dệt may Việt Nam.
- Kết quả kinh doanh Q1/2018 khả quan: doanh thu các DNNY +13.4% YoY, LNST +9.8% YoY.
- Chúng tôi đánh giá TRUNG LẬP đối với triển vọng ngành dệt may.

Kim ngạch xuất khẩu dệt may 5T2018 đạt 10.91 tỷ USD (+15.8% YoY), tăng trưởng cao hơn so với mức 9.5% trong 5T2017. Tốc độ tăng trưởng cao được ghi nhận tại các thị trường mới: Trung Quốc (+49% YoY) do xu hướng dịch chuyển sản xuất dệt may sang các nước có chi phí nhân công thấp hơn; Hàn Quốc (+22% YoY); bên cạnh các thị trường truyền thống như Hoa Kỳ, Nhật Bản, EU.

Giá nguyên liệu và nhân công tăng. Giá bông +12% YoY, giá hạt nhựa PET +27% YoY, làm tăng giá đầu vào bông, xơ sợi và vải.



(Nguồn: Bloomberg)



(Nguồn: TradingEconomics, BSC Research)

Mức lương cơ bản vùng được điều chỉnh tăng thêm từ 6% đến 7% từ đầu năm cũng tạo nên gánh nặng chi phí cho các doanh nghiệp. Tốc độ điều chỉnh tăng lương tối thiểu của Việt Nam ở mức bình quân 12%/năm trong giai đoạn 2013-2017, nhanh hơn so với tốc độ tăng năng suất bình quân (GDP/người) là 5.8%. So sánh với một số quốc gia cạnh tranh trực tiếp của dệt may xuất khẩu, tốc độ tăng lương của Việt Nam trong năm 2018 thấp hơn so với Campuchia (11%) và Myanmar (33%), tuy nhiên tần suất điều chỉnh tiền lương tối thiểu của Việt Nam lại đang cao hơn so với Bangladesh (5 năm 1 lần, lần điều chỉnh tiếp theo là 2019). Chúng tôi đánh giá việc điều chỉnh mức lương tối thiểu hàng năm theo một tỷ lệ được quyết định độc lập với tăng trưởng của năng suất lao động sẽ dần làm xói mòn lợi thế nhân công giá rẻ của dệt may Việt Nam.

Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có tác động trái chiều đối với ngành dệt may Việt Nam. Xét trên chiều hướng tích cực, căng thẳng thương mại giữa hai nước sẽ làm giảm nhập khẩu dệt may của Mỹ từ Trung Quốc (chiếm 36.6% tổng kim ngạch 2017), tạo điều kiện cho dệt may từ các quốc gia khác, trong đó có Việt Nam giành thêm thị phần. Thứ hai, xu hướng dịch chuyển cơ sở, nhà máy của các doanh nghiệp Trung Quốc sang Việt Nam để tránh thuế và tận dụng lợi thế về chi phí cũng sẽ thúc đẩy

tăng trưởng của ngành. Thứ ba, hệ quả của chiến tranh thương mại và lãi suất của Mỹ tăng lên là việc phá giá đồng nội tệ tại nhiều quốc gia, trong đó tỷ lệ phá giá đồng CNY của Trung Quốc (-2.8% YTD) cao hơn so với Việt Nam (-1.5% YTD), sẽ giúp DN dệt may được lợi về chi phí nguyên vật liệu đầu vào phần lớn được nhập khẩu từ Trung Quốc. Ngược lại ở chiều hướng tiêu cực, mức độ giảm giá của đồng VND thấp hơn đồng tiền của một số đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong lĩnh vực dệt may (INR của Ấn Độ -7.7% YTD, IDR của Indonesia -6.6% YTD, BDT của Bangladesh -2.4% YTD) cũng sẽ làm giảm lợi thế cạnh tranh của dệt may Việt Nam. Cùng với đó, xuất khẩu dệt may của Việt Nam vào Mỹ tăng mạnh (+7.7% YoY, thị phần từ 11.5% tăng lên 11.9% trong 2017 và 12.1% trong 5T2018) cộng thêm xu hướng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam có khả năng sẽ đặt Việt Nam trong tầm ngắm của một chính sách áp thuế mới từ Mỹ.

Kết quả kinh doanh Q1/2018 khả quan. Hầu hết các DN sản xuất hàng dệt may xuất khẩu đều ghi nhận tăng trưởng đơn hàng và doanh thu tích cực, như TCM giá trị đơn hàng 4T2018 đạt 57.18 triệu USD (+5% YoY), TNG giá trị đơn hàng đã chốt đến 30/4/2018 là 130.5 triệu USD (+28% YoY). Tuy nhiên, biên lợi nhuận của phần lớn các doanh nghiệp may mặc xuất khẩu giảm nhẹ từ 1-2% do tác động từ tăng giá của các yếu tố đầu vào. Về tăng trưởng lợi nhuận, EVE ghi nhận LNST +126.6% YoY nhờ tiêu thụ sản phẩm tốt, công ty đã tăng giá bán các sản phẩm thêm 10% kể từ đầu năm và mặt bằng kết quả Q1/2017 tương đối thấp. STK cũng có tăng trưởng LNST ở mức cao là 60.18% YoY nhờ đẩy mạnh được tiêu thụ, nâng cao tỷ trọng sản phẩm sợi tái chế và DTY có giá bán cao.

Mã	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
VGT	4,399	12.96%	9.50%	9.66%	178	41.24%
VGG	1,860	23.02%	12.85%	14.09%	97	24.16%
TCM	848	9.37%	17.30%	16.84%	49	2.64%
PPH	676	-1.62%	10.28%	11.74%	60	7.22%
TNG	601	49.58%	17.46%	18.05%	22	49.73%
STK	589	6.27%	13.31%	16.13%	40	60.18%
EVE	235	31.60%	13.07%	11.55%	20	126.60%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi đánh giá ngành dệt may sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2018 nhờ (i) đơn hàng tích cực từ các thị trường truyền thống và khách hàng mới; (ii) năng lực sản xuất được mở rộng, thời gian giao hàng được rút ngắn; (iii) Hiệp định EV- FTA đang được thúc đẩy để sớm hoàn thành phê chuẩn trong năm 2018. Tuy nhiên, các doanh nghiệp dệt may sẽ gặp bất lợi trước đà tăng giá của các yếu tố đầu vào sản xuất như nguyên vật liệu, nhân công trong khi giá đầu ra sẽ không thể tăng với tốc độ tương ứng bởi nhiều doanh nghiệp hiện mới chỉ thực hiện các đơn hàng gia công cấp thấp. Bên cạnh đó, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung tiềm ẩn nhiều cơ hội cũng như rủi ro đối với dệt may Việt Nam. Đối với các doanh nghiệp dệt may niêm yết, BSC đánh giá mặc dù tăng trưởng tốt nhưng các yếu tố nội tại ngành chưa thực sự hấp dẫn được các NĐT nếu đặt trong tương quan với các cơ hội khác trên thị trường (tỷ lệ giá trị gia tăng thấp, lợi thế cạnh tranh nhân công giá rẻ đang dần bị xói mòn, đầu ra và đầu vào phụ thuộc nhiều vào xuất – nhập khẩu). Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng ngành dệt may trong 2H2018.

VGG – MUA – Giá mục tiêu: 63,000 đồng/CP – Upside 10.8%

Chúng tôi đánh giá VGG là cổ phiếu phù hợp với chiến lược đầu tư cổ tức bởi:

- Tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức trên 30% tiền mặt trong giai đoạn 2015-2017; cổ tức 2018 tối thiểu 25%;
- Duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 15% và 10% trong giai đoạn 2013-2017; ROE > 26%;
- Tài chính lành mạnh: số dư tiền lớn (tại 31/03/2018 là 684.1 tỷ), không có nợ vay dài hạn;
- Đã hoàn thành đầu tư giai đoạn 1 nhà máy Việt Long Hưng, chưa có kế hoạch đầu tư lớn trong thời gian tới.

Động lực tăng trưởng mạnh của VGG trong năm 2018 đến từ Nhà máy Việt Long Hưng – GD 1 đã đi vào hoạt động trong Quý 1/2018. Giai đoạn 1 với 2,000 lao động, ước tính sẽ tăng năng lực sản xuất của Việt Tiến thêm 22.5%. Chúng tôi cũng lưu ý việc tăng thêm số lượng lớn lao động sẽ làm tăng đột biến chi phí nhân công của Việt Tiến trong năm 2018.

BSC dự báo doanh thu thuần của VGG năm 2018 đạt 9,873 tỷ đồng (+16.8% YoY) nhờ động lực đến từ nhà máy mới. Tuy nhiên, chi phí nhân công tăng sẽ khiến cho biên LNG của VGG giảm nhẹ còn 11.6%. LNST dự báo ở mức 407.8 tỷ đồng (+7.8% YoY), tương đương với EPS = 6,825 đồng/CP.

TNG – MUA – Giá mục tiêu: 13,120 đồng/ CP – Upside 26.1%

Chúng tôi đánh giá khả quan đối với kết quả kinh doanh của TNG trong năm 2018 dựa vào tình hình nhận và thực hiện các đơn hàng của công ty kể từ đầu năm tăng trưởng tốt, nhiều khả năng vượt kế hoạch đặt ra. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý chi phí nhân công tăng mạnh là một bất lợi cho các doanh nghiệp dệt may nói chung và TNG nói riêng.

- **Giá trị đơn hàng đã ký tính đến 30/4/2018 là 130.5 triệu USD** (+28% so với giá trị đơn hàng xuất khẩu đã ký năm 2017); các đơn hàng của Decathlon và TCP chiếm trên 50%.
- **Kết quả kinh doanh 5T2018:** Doanh thu thuần 1,137.7 tỷ đồng (+55.2% YoY), lợi nhuận sau thuế 45.6 tỷ (+54.4% YoY). Chi phí nhân công tăng mạnh khiến biên lợi nhuận gộp giảm còn 16.4% (so với 18.3% cùng kỳ năm 2017); các chi phí khác được tiết giảm giúp duy trì biên lợi nhuận hoạt động ở mức 8%.

Chúng tôi dự báo DTT 2018 của TNG đạt 3,102 tỷ (+24.7% YoY), LNST 120 tỷ (+4.2% YoY), EPS = 2,030 đồng/CP.

TCM- THEO DÕI

- **Doanh thu 5T2018 đạt 57.18 triệu USD** (~ 1,314 tỷ đồng, +4.88% YoY), tương ứng hoàn thành 41.2% kế hoạch năm. Biên lợi nhuận được duy trì ở mức 18%.
- **Năm 2018, TCM có thể sẽ ghi nhận một số khoản lợi nhuận từ hoạt động khác như:** thoái vốn khỏi Chứng khoán Thành Công, chuyển nhượng 7ha đất và nhà xưởng của NM sợi 3 (KCN Đức Hòa, Long An) và 2ha đất tại KCN Trảng Bàng.

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của TCM đạt 3,374 tỷ (+5.1% YoY), LNST 194 tỷ (+1.2% YoY, chưa bao gồm lợi nhuận từ hoạt động khác) tương đương với EPS = 3,198 đồng/CP (giả định trích quỹ khen thưởng phúc lợi 15%).

VGT – THEO DÕI

Vinatex là doanh nghiệp dệt may niêm yết có quy mô lớn nhất ngành, hoạt động theo mô hình holding với danh mục các khoản đầu tư tiềm năng tại các công ty lớn, hoạt động hiệu quả trong ngành.

- **Kế hoạch kinh doanh 2018:** Doanh thu hợp nhất kế hoạch 20,319 tỷ đồng (+10.04% YoY); lợi nhuận trước thuế 787.62 tỷ (+5.23% YoY), biên lợi nhuận kế hoạch giảm từ mức 4.29% năm 2017 về 3.88% trước áp lực tăng chi phí nhân công.
- **Itochu trở thành cổ đông lớn.** Sau khi mua lại 50 triệu cổ phần VGT cuối tháng 3/2018, Itochu đã nâng tỷ lệ sở hữu tại Tập đoàn từ 3% lên 13%. Itochu là một tập đoàn đa ngành, sở hữu đầy đủ chuỗi giá trị ngành hàng dệt may, và đang là một trong số những đối tác lớn của Vinatex trong khâu dệt- nhuộm và hoàn thiện. Do đó, chúng tôi kỳ vọng việc Itochu nâng tỷ lệ sở hữu sẽ hỗ trợ Vinatex và các công ty thành viên trong phát triển chuỗi giá trị dệt may và đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu.
- **Thoái vốn Nhà nước:** Theo Quyết định 1232/2017/QĐ-TTg, Tập đoàn Dệt may Việt Nam nằm trong danh sách các DNNN được chuyển về SCIC và thực hiện thoái vốn từ 53.48% về 0% trong năm 2018. Đến thời điểm hiện tại, VGT đang thực hiện xác định lại giá trị doanh nghiệp lần 2 trước khi chuyển về SCIC để thoái vốn; do đó, chúng tôi đánh giá tiến trình thoái vốn nhà nước tại VGT nhiều khả năng chưa thể hoàn thành trong năm 2018.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
VGG	9,873	408	6,825	8.34	1.56	8.7%	26.1%	56,900	63,000
TNG	3,103	120	2,030	5.13	0.66	4.8%	14.8%	10,400	13,120
TCM	3,373	194	3,198	6.19	0.94	6.3%	15.7%	19,800	N/A
VGT(*)	20,319	787,62	812	13.6	0.89	N/A	N/A	11,100	N/A

(Nguồn: BSC research, (*) kế hoạch doanh thu & thu nhập, lợi nhuận hợp nhất của doanh nghiệp)

Ngành Cảng biển [Trung lập]

- Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có thể làm giảm 1.8 triệu TEUs hàng hóa giao thương toàn cầu.
- Các hiệp định FTAs sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng ngành cảng biển.
- Khu vực các cảng miền Bắc cạnh tranh gay gắt trong tình trạng cung vượt cầu ở thượng lưu.
- Chúng tôi đánh giá TRUNG LẬP đối với triển vọng ngành cảng biển.

Chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc leo thang. Vừa qua, Mỹ áp thuế 25% cho 818 sản phẩm của Trung Quốc trị giá gần 34 tỷ USD bắt đầu ngày 6/7/2018 và Trung Quốc đáp trả khi đang xem xét áp thuế lên 284 mặt hàng của Mỹ trị giá gần 400 tỷ USD nhằm trả đũa Mỹ. Căng thẳng leo thang có thể dẫn đến hơn 1.8 triệu TEUs tương ứng 1% tổng sản lượng hàng hóa giao thương toàn cầu bị mất đi trong giai đoạn sắp tới. Qua đó, sản lượng hàng hóa container thông qua hệ thống cảng Việt Nam cũng sẽ bị tác động tiêu cực khi một số mặt hàng của Trung Quốc xuất sang Việt Nam từ đó qua Mỹ sẽ giảm lại, hàng tồn kho container của Trung Quốc để bên cảng Việt Nam ngày càng dồn tích và trì trệ.

Các hiệp định FTAs đã được ký kết sẽ hỗ trợ rất lớn cho thương mại của Việt Nam cũng như tốc độ tăng trưởng của ngành cảng biển. Dòng vốn FDI sẽ đổ vào Việt Nam mở rộng sản xuất kinh doanh làm tăng nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào và xuất khẩu thành phẩm, qua đó thúc đẩy tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua cảng. Trong 5 tháng đầu năm 2018, Việt Nam thu hút dòng vốn FDI 9.9 tỷ USD (~81.6% năm 2017) gồm có: 52.3% vào công nghiệp chế biến, chế tạo, 10.8% vào kinh doanh bất động sản và 10.3% vào bán buôn, bán lẻ.

Bảng: Các hiệp định FTAs đang trong quá trình đàm phán

Hiệp định	Ngày kí	Các quốc gia thành viên	Tình trạng hiệu lực
Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam-EFTA	5/2012	Việt Nam, Thụy Sĩ, Na Uy, Iceland và Liechtenstein	Đang đàm phán
Hiệp định Hợp tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)	9/5/2013	Mười quốc gia thành viên của ASEAN và Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Ấn Độ, Úc, New Zealand	Đang đàm phán
Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – Israel	2/12/2015	Việt Nam, Israel	Đang đàm phán
Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (EVFTA)	2/12/2015	Việt Nam và các nước thành viên Liên minh Châu Âu	Đã kết thúc đàm phán nhưng chưa kí kết

(Nguồn: Wtocenter)

Nhóm cảng biển miền Nam tại khu vực cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải sẽ được hưởng lợi từ đề án nạo vét luồng Cái Mép – Thị Vải. Với độ sâu -14m hiện tại, cụm cảng này chưa tiếp đón được các tàu có trọng tải lớn (giảm 50-55% sức chở của tàu). Bên cạnh đó, do luồng hàng hải một chiều và chưa đạt chuẩn tắc yêu cầu dẫn đến số tuyến vận tải hàng hải biển xa và số lượng tàu cập cảng ít, chưa đáp ứng được toàn bộ hàng hóa xuất nhập khẩu. Dự án nạo vét trên sẽ được triển khai trong giai đoạn

2018-2020 sau khi được bộ GTVT chấp thuận với tổng mức đầu tư lên tới 1,160 tỷ đồng. Tổng chiều dài nạo vét là 29.68 km, chiều rộng 350 m và độ sâu là -15m. Sau nạo vét, khu vực này đảm bảo cho các gam tàu container 160.000 DWT, sức chở 14.000 TEUS khai hai chiều, qua đó đáp ứng được nhu cầu thực tế của các tàu.

KQKD Q1/2018. Khu vực cụm cảng Hải Phòng đang có sự phân hóa rõ nét giữa các cảng phía sau và trước cầu Bạch Đằng trên sông Cấm. Các doanh nghiệp có cảng nằm phía sau sông Cấm hiện chủ yếu cạnh tranh về giá và tăng mạnh chiết khấu làm biên LNG giảm: VSC còn 30.83% từ mức 36.02%, PHP còn 32.92% từ 36.04%), và TMS còn 10.15% từ 63.57% cùng kỳ.

Đối với các doanh nghiệp miền Nam, cụm cảng sau trong thương lưu TP.HCM không còn tăng trưởng nhiều, hệ thống cảng phải di dời ra khỏi nội đô hoặc chuyển công năng. Cảng Cát Lái (CLL) đang trong tình trạng quá tải, lượng hàng container đạt gần 4 triệu TEUs/năm. Trong khi đó, cảng Cái Mép-Thị Vải ở hạ lưu gần biển đang trong tình trạng cung vượt cầu, khối lượng mới chỉ đạt 2 triệu TEUs/năm chỉ bằng 30% công suất thiết kế. Q1/2018, các doanh nghiệp nằm trong nội đô ghi nhận DT tốt: CLL DT đạt 102.19 tỷ đồng (+51.26% yoy) và TCL đạt 204.68 tỷ đồng (+7.75% yoy), và mức biên LNG được duy trì ổn định ở các DN trên.

Mã	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
GMD	689	-19.9%	29.8%	22.7%	1279	1078.9%
VSC	367	36.0%	29.7%	31.6%	74	53.1%
PHP	459	-18.6%	32.3%	37.8%	72	-48.6%
TMS	487	174.2%	9.4%	32.0%	64	26.2%
SGP	238	-18.0%	45.0%	33.4%	33	-88.7%
TCL	205	7.7%	18.5%	18.4%	21	16.5%
DVP	134	-15.5%	52.9%	52.8%	55	-16.0%
CDN	162	10.2%	38.0%	37.4%	36	5.7%
PDN	149	31.9%	28.3%	31.5%	24	30.7%
DXP	22	45.8%	22.5%	28.1%	5	46.4%
CLL	102	51.3%	29.8%	40.0%	24	24.7%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Các hiệp định FTAs chính thức được ký kết là động lực giúp tăng mạnh nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng. Bên cạnh đó, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có tác động trái chiều đối với ngành Cảng biển, khi xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam vào Trung Quốc tăng và nhập khẩu từ Trung Quốc lại giảm do chính sách bảo hộ của ta. Nhìn chung, các doanh nghiệp tại cảng Hải Phòng sẽ tiếp tục khó khăn do cạnh tranh cao, đặc biệt khi Lạch Huyện công suất 1 triệu TEUs đi vào hoạt động từ tháng 5/2018 và cảng Nam Đình Vũ GD1 của Gemadept với công suất 500.000 TEUs trong Q1/2018. Dự báo cung sẽ lớn hơn khoảng 40% so với cầu. Các cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải sẽ được hưởng lợi do xu hướng gia tăng tải trọng tàu qua đó đảm nhận lượng hàng hóa dư thừa từ các cảng trong TPHCM như Cát Lái do hệ thống cảng Sài Gòn không còn room tăng trưởng. Vì vậy, chúng tôi đưa ra đánh giá **Trung lập** với ngành Cảng biển mới mức P/E TTM toàn ngành là 5.6x, ROA là 4.03% và ROE là 11.85%.

GMD- NẮM GIỮ - Giá mục tiêu 31,000 đồng/CP – Upside 23.7% YoY

KQKD Q1/2018, DTT đạt 689 tỷ (-20% yoy), tổng sản lượng cảng biển đạt 20% kế hoạch 2018 do có 1 tháng Tết nguyên đán.

Kế hoạch KD năm 2018: GMD đặt DTT hợp nhất 2,405 tỷ đồng (-39.72% yoy) trong đó DTT khai thác cảng đạt 2,183 tỷ đồng (19% yoy) và DTT Logistics đạt 222 tỷ (-89.69% yoy), do GMD chuyển nhượng vốn của 2 công ty (Gemadept Logistics và Gemadept Shipping). LNTT 2018 đạt 2,130 tỷ đồng (327% yoy).

- **Mảng Cảng:** (1) Nhóm cảng ở khu vực Hải Phòng hoạt động vượt công suất thiết kế nhờ vị trí Cảng Nam Hải 120%-170% công suất, Cảng Nam Hải Đình Vũ 122% công suất. Cảng Nam Đình Vũ GD 1 hoàn thành vào Q1/2018, mở rộng quy mô thêm 500,000 Teus cho khu vực Hải Phòng. (2) Đón đầu xu hướng tại khu vực cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải, Gemalink Gemalink sẽ là dự án quy mô lớn nhất ở đây, dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 trong quý 4/2019.
- **Mảng Logistics:** HĐKD contract Logistics mở rộng tập khách hàng nhưng do cạnh tranh cao nên chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp không cao ước đạt 10%-15%.
- **Mảng BDS:** GMD sẽ thoái vốn dự án GEM dự báo lợi nhuận khả quan.
- **SCSC (UPCOM:SCS):** SCS đang trong quá trình hoàn thiện niêm yết trên sàn HSX nằm trong kế hoạch thoái vốn của GMD. GMD hiện đang nắm 2,775 tỉ cổ phiếu SCS (~32.25%)

GMD sẽ mở room lên 49%, room ngoại hiện bị khoá mức 20.4%, NN có thể mua thêm 5% tương ứng 14 triệu cổ phiếu.

VSC – MUA – Giá mục tiêu 40,491 đồng/CP – Upside: +18.4%

VSC là một trong những doanh nghiệp đầu ngành tại Hải Phòng với công suất thiết kế 1.1 triệu TEUs/năm. Động lực tăng trưởng trong tương lai của VSC đến từ cảng Vip Green Port (VSC chiếm 75% cổ phần) do (1) vị trí thuận lợi phía hạ nguồn sông Cấm, (2) sản lượng tăng trưởng tốt hàng năm. Riêng trong năm 2017 đã đạt 65% công suất (520.000 TEUs thông qua), (3) Đối tác lớn là Evergreen (Chiếm hơn 20% cổ phần tại Vip Green Port) có thể đảm bảo lượng container thông qua cho VSC khoảng 60% công suất.

Chúng tôi đánh giá, VSC là một doanh nghiệp có tăng trưởng ổn định trong tương lai và có lịch sử trả cổ tức cao (20% tiền mặt hàng năm). Tuy nhiên, với việc GMD đưa cảng Nam Đình Vũ vào hoạt động từ tháng 2/2018 (Công suất 500.000 TEUs/năm) và cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động từ tháng 5/2018 sẽ làm gia tăng cạnh tranh khiến VSC khó có thể tăng về giá trong thời gian tới.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/06/18	Giá mục tiêu
GMD	3,981	585	2,031	12.33	2.16	5.21%	7.25%	25,050	31,000
VSC	1,382	274	4,422	7.92	1.03	10.7%	15.1%	34,200	40,491

(Nguồn: BSC research)

Ngành Vận tải biển [Trung Lập]

- Cước vận tải hàng rời tháng 6/2018 tăng lên 1,333 (+ 26.35% qoq).
- Công ước quốc tế mới về ngăn chặn ô nhiễm môi trường sẽ làm giá đóng tàu tăng.
- KQ Q1/2018: vận tải lỏng khả quan, vận tải hàng rời vẫn khó khăn.
- Chúng tôi quy trì đánh giá TRUNG LẬP đối với ngành vận tải biển.

BDI index Q2/2018 tăng mạnh giúp giá cước vận tải trong nước được cái thiện. BDI tăng 1,333 (+26.35% qoq) từ 1,055 điểm. Do nhu cầu vận chuyển quặng chất lượng cao từ Brazil và Úc tăng cao ở Trung Quốc, chúng tôi kỳ vọng chỉ số BDI tăng sẽ tiếp tục hỗ trợ ngành vận tải biển thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng trong năm 2018 khi nhiều doanh nghiệp vận tải Việt Nam neo giá cước vận tải biển theo giá quốc tế.

Quy định mới về công ước quốc tế khiến giá đóng tàu biển tăng tạo áp lực cho các công ty vận tải trong 2019. Công ước quốc tế về ngăn ngừa ô nhiễm về kiểm soát nước dằn và cặn của nước dằn sẽ bắt đầu có hiệu lực áp dụng cho các tàu Việt Nam từ ngày 1/1/2019. Công ước mới này sẽ tác động lớn đến các nhà máy đóng tàu khiến giá đóng tàu tăng lên. Năm 2017, Việt Nam có 110 tàu trên tổng 530 tàu chạy quốc tế được đóng mới thay thế cho đội tàu cũ, số lượng tàu biển chạy quốc tế đã giảm đáng kể vì thế việc đóng tàu mới để bổ sung là điều cần thiết. Hiện tại, các doanh nghiệp vận tải biển (VTB) Việt Nam đang tranh thủ sửa chữa tàu mới trong năm 2018 để hạn chế gia tăng chi phí HDKD trong năm 2019.

KQKD Q1/2018. Tổng quan các doanh nghiệp VTB ghi nhận DT khả quan so với cùng kỳ năm ngoái, đặc biệt là các doanh nghiệp vận tải dầu thô và các sản phẩm từ dầu tăng trưởng tốt do việc các dự án nhà máy lọc dầu (NMLD) đi vào hoạt động (Nghị Sơn và Dung Quất). Một số doanh nghiệp lớn như PVT và VTO đã đầu tư vào đội tàu vận tải hàng lỏng nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển và bao tiêu dầu thô cho các NMLD tăng trong Q2 và Q3/2018. Ngoài ra, các hiệp định thương mại tự do FTAs được ký kết giữa Việt Nam và Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) trong năm 2015 góp phần dẫn đến thúc đẩy quan hệ thương mại vận tải hàng rời giữa các nước trong dài hạn nhưng trong ngắn hạn, các doanh nghiệp vận chuyển hàng rời vẫn còn nhiều khó khăn.

Mã	Sản phẩm chính	DTT		Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST	
		1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY			1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
PVT	Vận tải hàng lỏng	1,782	7.9%	12.9%	11.3%	150	18.4%
VTO	Vận tải hàng lỏng	372	10.0%	16.5%	15.6%	25	17.9%
GSP	Vận tải hàng lỏng	550	85.0%	4.3%	7.0%	13	-0.2%
VIP	Vận tải hàng lỏng	197	10.7%	25.5%	22.1%	22	57.8%
PJT	Vận tải hàng lỏng	122	3.7%	15.0%	14.3%	8	-8.3%
VNA	Vận tải hàng rời	181	38.2%	2.2%	-10.6%	-14	-51.5%
VFR	Vận tải hàng rời	50	-14.7%	8.6%	-4.4%	1	-96.7%
HTV	Vận tải hàng rời	45	4.7%	17.6%	24.4%	4	-17.3%
TJC	Vận tải hàng rời	40	-11.1%	2.8%	6.3%	-1	-3172.8%
TCO	Vận tải hàng rời	37	-5.8%	20.1%	22.5%	2	-41.9%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành Vận tải biển. Đối với các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng có sự phát triển ổn định hơn khi được hỗ trợ từ các dự án nhà máy lọc dầu mới triển khai. Tuy nhiên, đối với vận tải hàng rời vẫn còn nhiều khó khăn về cạnh tranh về giá và dịch vụ so với đội tàu biển của các doanh nghiệp quốc tế kết hợp với dịch vụ hàng hải logistics.

PVT – MUA – Giá mục tiêu 20,645 đồng/CP – Upside 35.37%

KQKD Q1/2018, DTT đạt 1,782 tỷ đồng (+8% yoy) trong đó doanh thu vận tải đạt 900 tỷ đồng (+13% yoy) đóng góp từ NMLD Dung Quất (+122% yoy), và NMLD Nghi Sơn bắt đầu đi vào vận hành. PVT tập trung phát triển mảng kinh doanh cốt lõi củ thể:

- **Vận chuyển dầu thô, dầu sản phẩm và hóa chất tăng:** Các hoạt động vận tải cốt lõi tăng trưởng tốt khi nhà máy Dung Quất tiếp tục duy trì công suất cao với kế hoạch sản xuất tăng (+2.86% yoy) đạt 6.302 triệu tấn dầu các loại. Bên cạnh đó, PVT tiếp tục vận chuyển 2.5 triệu tấn dầu/năm từ NMLD Nghi Sơn góp phần tăng công suất vận tải PVT thêm 38%.
- **Vận tải sản phẩm khí hóa lỏng LPG ổn định:** Tập trung vận tải cho nhà máy lọc hóa dầu có phần góp của PVT.
- **Vận tải Than tăng:** PVT đảm vận 50% nhu cầu vận tải than. Nhu cầu vận tải tăng lên nhờ vào các nhà máy nhiệt điện than mở rộng từ PVN (Long Phú 1, Quảng Trạch, Sông Hậu 1, Thái Bình 1&2).

Mở rộng đầu tư vào đội tàu biển. Việc tiếp nhận tàu mới PVT Hera với trọng tải lớn nhất Việt Nam lên đến 105,387 DWT sẽ trẻ hóa đội tàu PVT thực hiện các chuyến vận chuyển dầu thô từ Dung Quất.

Kế hoạch thoái vốn của PVN từ 51% xuống còn 36% và có thể sẽ thấp hơn nữa với lộ trình thoái vốn là từ giờ tới 2020. PVT với chủ trương tập trung tái cấu trúc chung và tập đoàn dầu khí tập trung vào kinh doanh cốt lõi. Ngoài ra, PVT có kế hoạch tăng vốn bằng cách phát hành thêm cổ phiếu riêng lẻ hoặc bán bớt cổ phần để nâng vốn chủ sở hữu lên 3,095 tỷ đồng (+9.99% yoy) từ 2,814 tỷ hiện tại.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/06/2018	Giá mục tiêu
PVT	6,426	559	1,537	9.92	0.92	6.29%	11.77%	15,250	21,800

(Nguồn: BSC research)

Ngành Cao su [Trung lập]

- Giá cao su tiếp tục giảm 5.6% trong 2Q2018.
- Theo World Bank, trung bình giá cao su trong năm 2018 được dự báo sẽ giảm 10% yoy do tình trạng dư cung.
- Xuất khẩu cao su tại Việt Nam tăng 22.6% qoq về lượng nhưng giảm 25.3% qoq về giá bán mủ cao su.
- LNST của các DN trong 1Q2018 giảm 1.3% do giá bán cao su giảm.

Giá cao su tiếp tục giảm 5.6% trong 2Q2018. So với 1Q2018, trung bình giá cao su tiếp tục giảm 5.6%, đạt 176.5 JPY/kg. Lũy kế hết 2Q2018, giá cao su đã giảm 26.7% so với cùng kỳ năm 2018 do tình trạng dư cung tiếp diễn. Theo dự báo của WB và EIU, trung bình giá cao su năm 2018 sẽ giảm 10% so với năm 2017 dựa trên những nhận định (1) Dư cung dự kiến trong năm 2018 đạt 457 nghìn tấn (+97% yoy) theo dự báo của ANRPC, (2) Diễn biến giá dầu đang có xu hướng tăng, hỗ trợ giảm bớt sự giảm giá cao su. Theo World bank, giá dầu được dự báo ở mức trung bình 65\$/barrel (+23.1% yoy).

Diễn biến giá cao su RSS3:



(Nguồn: Bloomberg)

Xuất khẩu cao su tăng về lượng nhưng giảm về trị giá. Theo tổng cục Hải quan, xuất khẩu cao su tính đến hết 5T2018 đạt sản lượng và giá trị lần lượt 442,322 tấn (+22.6% qoq) và 647.14 triệu USD (-8.4% qoq). Giá bán xuất khẩu đạt trung bình 1,463 USD/tấn (-25.3% qoq). Về sản lượng xuất khẩu, Trung Quốc vẫn là nước nhập khẩu cao su lớn nhất tại Việt Nam (đạt 275.511 tấn, +25% cùng kỳ, chiếm 59.1% tổng sản lượng).

KQKD 1Q2018 giảm do tác động của giá bán cao su. Trong 1Q2018, tổng DTT và LNST của các DN cao su lần lượt đạt 727.73 tỷ VND (-13.03% qoq) và 211 tỷ VND (-1.3% qoq), trong đó chỉ có PHR và DPR là có tăng trưởng về LNST do DT lớn đến từ thanh lý gỗ. LN từ gỗ cao su của PHR và DPR chiếm khoảng 60% trong cơ cấu LNST, chỉ 20-25% LN đến từ bán mủ cao su.

Mã CP	DTT 1Q2018	Tăng trưởng	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018	Tăng trưởng
PHR	268.05	-34.99%	17.96%	14.16%	93.50	39.55%
DPR	251.55	3.11%	31.89%	29.99%	100.60	10.47%
DRI	109.70	42.35%	41.00%	38.84%	4.60	-76.49%
TRC	82.19	-5.80%	25.44%	19.23%	11.40	-66.92%
HRC	17.63	0.44%	14.75%	17.00%	1.00	-39.54%

Nguồn: BCTC, BSC tổng hợp

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành cao su tự nhiên. Hầu hết các doanh nghiệp trong ngành có tỷ lệ chi trả cổ tức cao (40%-50%). Tuy nhiên, KQKD của các doanh nghiệp trong ngành phụ thuộc chủ yếu vào diễn biến giá cao su. Chúng tôi cho rằng, mặt bằng giá cao su đã chạm đáy và khó giảm thêm trong dài hạn. Ngoài ra, một số doanh nghiệp trong ngành có nguồn LN lớn từ thanh lý gỗ tẻ như DPR, PHR sẽ đảm bảo LN cho DN trong thời gian 1-2 năm tới.

PHR – MUA – Giá mục tiêu 27,473 VND/cp – Upside 14%

PHR là doanh nghiệp đầu ngành cao su tại Việt Nam với diện tích lớn (gần 20.000 ha tại Việt Nam và Campuchia). Tuy nhiên, BSC đánh giá LN đến từ cao su trong năm 2018 sẽ chiếm tỷ trọng nhỏ (80 tỷ VND) do hiện cây cao su của PHR chủ yếu là vườn cây già năng suất thấp. Trong 6 tháng cuối năm 2018, động lực tăng trưởng chính của PHR sẽ từ việc ghi nhận khoảng 350 ha diện tích chuyển giao cho VSIP với giá chuyển nhượng 1 tỷ VND/ha. Điều này sẽ giúp DN ghi nhận 350 tỷ VND lợi nhuận khác trong năm nay. Bên cạnh đó, thanh lý khoảng 1000 ha cao su với giá trung bình khoảng 200 triệu VND/ha sẽ giúp DN ghi nhận thêm 200 tỷ từ thanh lý gỗ. BSC dự báo, trong năm 2018, PHR sẽ ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 1,389 tỷ VND (-16.04% yoy) và 549 tỷ VND (+66.0% yoy), tương đương với EPS (trừ 10% quỹ KTPL) đạt 3,589 VND/cp.

DPR – THEO DÕI – Giá mục tiêu 40,997 VND/cp – Upside 4.6%

DPR là một trong những doanh nghiệp sản xuất cao su lớn tại Việt Nam với diện tích trồng cao su lớn (14,476 ha, trong đó 9,326 ha tại Việt Nam, 5,150 ha tại Campuchia) với năng suất cao (>2 tấn/ha hàng năm). Trong năm 2018, DPR dự kiến sẽ sản xuất và tiêu thụ gần 17.000 tấn cao su với giá bán dự kiến đạt 35-36 triệu VND (giá thành sản xuất 27 triệu VND/tấn), dự kiến thu về LNG dự kiến 150 tỷ VND, cùng với việc thanh lý 530 ha cao su với LN dự kiến 100 tỷ VND. BSC dự báo, trong năm 2018, DPR sẽ ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 946 tỷ VND (-11.7% yoy) và 216 tỷ VND (-10% yoy), tương đương với EPS 2018 (trừ 10% quỹ KTPL) đạt 4,553 VND/cp với giả định giá cao su trung bình 2018 đạt 35.9 triệu VND/tấn (-10% yoy).

DRI – MUA – Giá mục tiêu 9,837 VND/cp – Upside 24.5%

DRI là doanh nghiệp trồng cao su có lợi thế về diện tích lớn tại Lào (8,810 ha) với tuổi cây trẻ (trung bình 6 năm), năng suất cao (ước tính trong năm 2018 đạt 2.23 tấn/ha). Bên cạnh đó, DRI còn có lợi thế về chi phí sản xuất kinh doanh thấp (khoảng 25-26 triệu VND/tấn) do (1) nguồn nhân công giá rẻ

tại Lào, (2) tiền thu đất giá rẻ (5\$/ha) và (3) thuế TNDN 1% theo DT tại Lào. Trong năm 2018, DRI dự kiến sản lượng thu hoạch đạt 18,500 tấn (30% xuất khẩu). BSC dự báo, trong năm 2018, DRI sẽ ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 603.85 tỷ VND (+3% yoy) và 102 tỷ VND (-29.2% yoy), tương đương với EPS 2018 (trừ 10% quỹ KTPL) đạt 1,324 VND/cp với giá định giá cao su đạt 32.8 triệu VND/tấn (-6% yoy) . Trong năm nay, Dakruco dự kiến sẽ thoái bớt vốn tại DRI, giảm quyền sở hữu xuống 51% (dự kiến trước khi Dakruco lên sàn).

Mã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/cp)	P/e fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/06/18	Giá mục tiêu
PHR	1,389	549	3,589	6.7x	1.2x	12.9%	13.03%	24,100	27,473
DPR	946	216	4,553	8.82x	0.72x	6.1%	7.9%	39,200	40,997
DRI	604	102	1,324	6x	0.6x	6.94%	10.98%	7,900	9,837

(Nguồn: BSC research)

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng ô tô tiêu thụ giảm 5.6% qoq trong 5T2018.
- Cạnh tranh gay gắt với Trung Quốc và các DN FDI. Hiện nay Trung Quốc chiếm 50% thị phần lốp tại Việt Nam với giá bán rẻ hơn 20%-30%.
- Giá cao su thế giới trong 6T2018 giảm 26.9% so với cùng kỳ, giá cao su nhân tạo không có nhiều biến động, giá hóa chất và than đen tăng 50%-60% trong 1Q2018.
- Biên lợi nhuận gộp có thể được cải thiện trong các quý tới.
- KQKD quý 1 kém khả quan. LNST 1Q2018 của các DN sản lốp giảm 73.3% qoq.

Sản lượng ô tô tiêu thụ giảm 5.6% qoq. Tính đến hết 5T2018, sản lượng tiêu thụ ô tô trong nước đạt 103,746 xe (-5.6% qoq). Tuy sản lượng xe lắp ráp trong nước tăng 10.1% qoq, đạt 87,426 xe, sản lượng xe nhập khẩu giảm mạnh, chỉ đạt 16,320 xe (-46.5% qoq). Nguyên nhân chủ yếu do nghị định 116 làm tăng thời gian và chi phí xe nhập khẩu. Chúng tôi nhận định, bức tranh tăng trưởng ngành ô tô trong năm nay chưa rõ ràng, cần theo dõi thêm trong thời gian tới.

Cạnh tranh cao. Hiện nay, các doanh nghiệp sản 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%. 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 thế giới trong 2Q2018 tiếp tục giảm 5.6% so với 1Q2018. Trung bình giá cao su trong 2Q2018 trên thế giới đạt 176.5 JPY/kg, thấp hơn 5.6% so với 1Q2018. Tính đến hết quý 2/2018, giá cao su đã giảm 26.9% so với cùng kỳ năm ngoái giúp hỗ trợ giảm chi phí nguyên vật liệu của DN (Cao su tự nhiên chiếm 35% chi phí NVL sản xuất lốp). Chúng tôi đánh giá giá cao su sẽ không có nhiều biến động trong 6 tháng cuối năm theo như phân tích ở ngành Cao su tự nhiên. Giá cao su nhân tạo (15%-20% NVL) không có nhiều biến động, tuy nhiên giá hóa chất và than đen (35-40% NVL) tăng 50%-60% làm giảm LN của doanh nghiệp sản lốp.

Biên LNG có thể được cải thiện, tuy nhiên cần theo dõi thêm về biến động giá NVL. (1) Trong 1Q2018, các DN sản lốp đã tăng giá lốp các sản phẩm của mình lên 5%, (2) giá cao su đầu vào tiếp tục giảm và (3) DRC sẽ tăng công suất nhà máy Radial giúp giảm chi phí khấu hao trên một sản phẩm. Trong 3Q2018, chúng tôi kỳ vọng DRC sẽ giảm được chi phí khấu hao/sản phẩm từ 30%-40% do việc tăng gấp đôi công suất tại nhà máy Radial khi hoạt động hết công suất. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cần theo dõi thêm diễn biến giá dầu (ảnh hưởng trực tiếp đến giá hóa chất và than đen, một phần cao su nhân tạo).

KQKD 1Q2018 tiếp tục kém khả quan. Trong 1Q2018, tổng DTT và LNST của các DN ngành sản lốp đạt lần lượt 1,745.7 tỷ VND (-6.13% qoq) và 29.88 tỷ VND (-73.3% qoq). KQKD suy giảm chủ yếu do giá NVL biến động mạnh và giá bán trung bình giảm do áp lực cạnh tranh cao. Tuy giá cao su giảm 26.9% so với cùng kỳ năm ngoái, giá hóa chất than đen biến động ngược chiều, tăng từ 50%-60%.

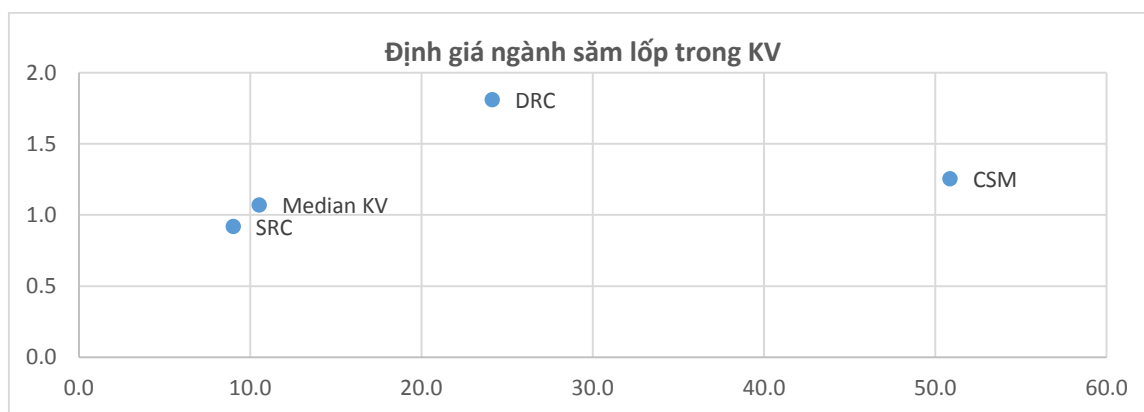
Mã CP	Sản phẩm chính	DTT 1Q2018	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018	%YoY
CSM	Săm lốp ô tô con, PCR	809.06	6.33%	11.58%	18.37%	4.20	-85.35%
DRC	Săm lốp ô tô tải, TBR	789.71	-18.51%	11.64%	19.28%	20.70	-70.64%
SRC	Săm lốp xe đạp, xe máy	216.55	2.49%	15.49%	19.64%	5.00	-60.63%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn tại DRC và CSM, giảm tỷ lệ sở hữu xuống mức 36% trong năm 2018. Điều này tạo được nhiều sự chú ý của các nhà đầu tư.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Trong nửa cuối 2018, chúng tôi kỳ vọng DN săm lốp sẽ có những phục hồi về KQKD khi giá cao su được kỳ vọng giảm và tiềm năng tăng trưởng đến từ tiêu thụ lốp Radial. Tuy nhiên, với việc biến động giá NVL như hiện nay, tình hình xu hướng ô tô tại Việt Nam chưa rõ ràng cùng việc đang bị định giá cao, chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** về triển vọng ngành săm lốp như báo cáo triển vọng ngành Quý 1. Hiện nay, các mã cổ phiếu săm lốp được giao dịch với mức trung bình P/E và P/B lần lượt 24.1x và 1.3x, cao hơn so với trung bình ngành khu vực (P/E và P/B lần lượt đạt 10.5x và 1.1x).



(Nguồn: Bloomberg, BSC Research)

DRC – MUA – Giá mục tiêu 27.022 VND/cp – Upside 14.5%

DRC là doanh nghiệp đầu ngành săm lốp tại Việt Nam với sản phẩm chính là lốp ô tô tải. Trong 1Q2018, KQKD của DRC giảm mạnh so với cùng kỳ năm ngoái, DTT và LNST lần lượt đạt 733.6 tỷ VND (-18.5% qoq) và 20.7 tỷ VND (-70.7% qoq). Tuy giá bán các sản phẩm săm lốp đã tăng 5% qoq, sản lượng lốp ô tô tiêu thụ giảm 22% qoq và giá nguyên vật liệu biến động mạnh (cao su tự nhiên giảm 15.8% qoq, giá hóa chất và than đen tăng 50%-60% so với cùng kỳ) đã tác động tiêu cực đến KQKD của DN. Lốp Radial trong 1Q2018 tiêu thụ được 72,986 lốp (-5.02% qoq) với giá bán tăng 10.45% qoq (2/3 xuất khẩu, thị trường xuất khẩu chủ yếu vẫn là Brazil 50%). Chúng tôi kỳ vọng, từ 3Q2018, DN sẽ đưa giai đoạn 2 nhà máy Radial vào hoạt động nâng công suất lên gấp đôi với chi phí đầu tư thấp sẽ giúp giảm khoảng 30% chi phí khấu hao trên 1 sản phẩm của DN, giúp DN cải thiện biên LN. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý NĐT cần theo dõi diễn biến giá cao su và giá dầu (ảnh hưởng đến giá hóa chất và than đen) trước khi ra quyết định đầu tư. BSC dự báo, DTT và LNST của DRC trong năm 2018 đạt 4,437 tỷ VND (+20.9%

yoy) và 145 tỷ VND (-10.5% yoy), tương đương EPS 2018 đạt 1,111 VND/cp. Ngày 26/4/2018, cổ phiếu DRC được giao dịch với mức P/E = 25.88x, P/B = 1.87x.

CSM – THEO DÕI

CSM là doanh nghiệp lớn sản xuất săm lốp tại thị trường miền Nam với sản phẩm chủ yếu là lốp ô tô con. Trong 1Q2018, DTT và LNST của CSM lần lượt đạt 795.7 tỷ VND (+6.3% qoq) và 4.23 tỷ VND (-85.3% qoq) do biến động về chi phí giá vốn NVL. Hiện nay, CSM đang tập trung vào sản xuất lốp Radial toàn thép (TBR) và lốp Radial bán thép (PCR). 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 có nhu cầu 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. 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 tức 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 = 50.72x, P/B = 1.23x.

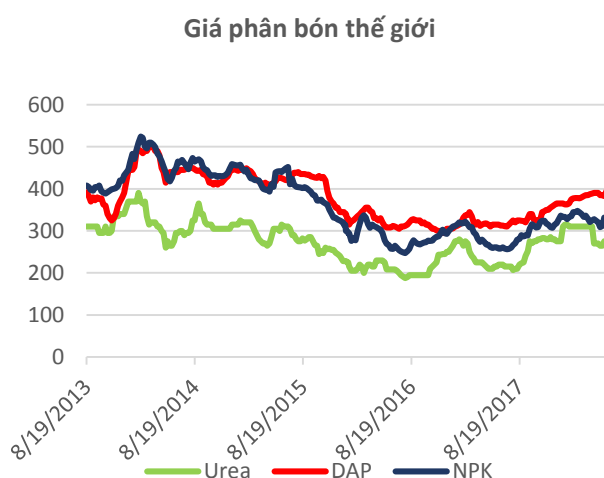
Mã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/cp)	P/e fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/06/18	Giá mục tiêu
DRC	4,437	145	1,111	21.9x	2.0x	5.2%	9.75%	23,600	27,022
CSM	3,670	82	746	20x	1.2x	2.4%	6.3%	14,950	N/A

(Nguồn: BSC research)

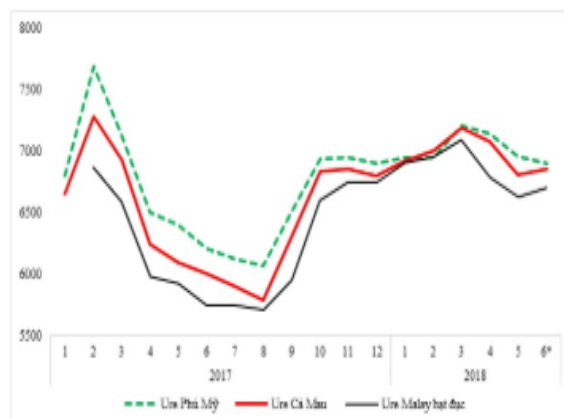
Ngành Phân bón [Trung lập]

- So với 1Q2018, giá Urea giảm 8.1%, giá DAP tăng 4.3% và giá NPK giảm 3.6%. Dù vậy, so với trung bình năm 2017, giá phân bón tăng, cụ thể, urea tăng 15.5%, DAP tăng 19.1% và NPK tăng 11.5%.
- Giá nguyên liệu đầu vào tăng. So sánh với 1Q2018, giá khí quý 2 tăng 13% so với quý trước, giá than đá tăng nhẹ 1.2%, giá H₂SO₄ giảm 9%.
- Tiếp tục chờ đợi chính sách thuế VAT (Thảo luận tại Quốc hội trong 11T2018)
- Kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem
- Tổng DTT và LNST trong 1Q2018 của 14 doanh nghiệp niêm yết đạt 9,435 tỷ đồng (-4.24% qoq) và 602 tỷ đồng (-10.86% qoq).

Giá phân bón thế giới đã giảm nhẹ, tuy nhiên vẫn cao hơn so với trung bình 2017. (1) Trung bình giá Urea trong 2Q2018 đạt mức 283 USD/tấn, giảm 8.1% so với 1Q2018, tuy nhiên vẫn cao hơn 15.5% so với giá trung bình 2017. Theo Yara Research, lượng Urea được dự tiếp tục dư thừa 500.000 triệu tấn cho đến năm 2022, (2) Giá DAP tiếp tục tăng lên mức 329 USD/tấn (+4.3% so với 1Q2018, +19.1% so với trung bình 2017) do hụt cung ngắn hạn và giá NVL tăng, (3) Giá NPK giảm nhẹ 3.6% so với 1Q2018, tuy nhiên vẫn tăng 11.5% so với năm 2017. Giá bán Urea giao dịch tại Việt Nam khá ổn định trong giai đoạn 6T2018.

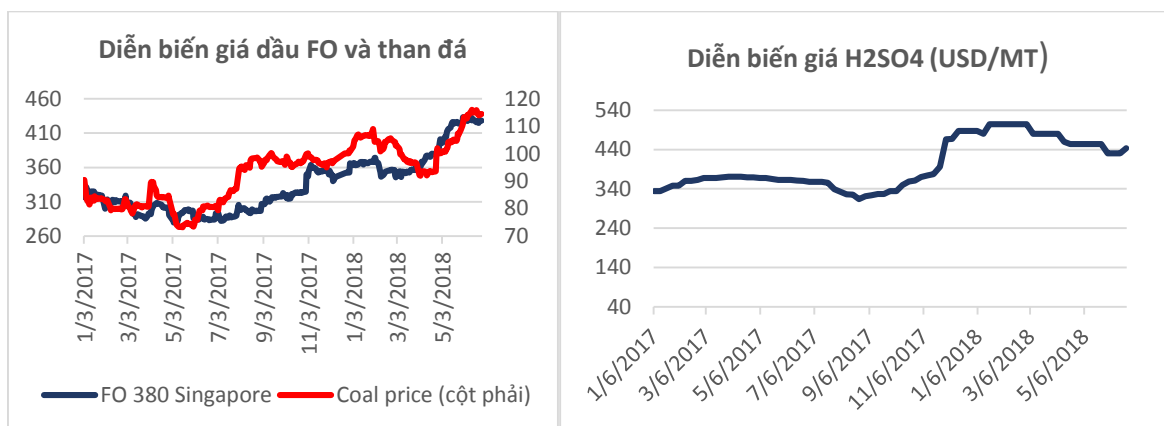


Giá Ure giao dịch tại Việt Nam từ 1/2017-6/2018



(Nguồn: Bloomberg)

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 13% so với 1Q2018 và tăng 30% so với trung bình 2017. Giá than đá thế giới tăng lên 103.67 USD/tấn, tăng 1.2% so với 1Q2018 và tăng 18% so với trung bình 2017. Giá H₂SO₄ đã giảm 9% so với 1Q2018 xuống mức 449.36 USD/tấn, tuy nhiên vẫn cao hơn 23% so với trung bình 2017.



(Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp)

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, thuế suất áp dụng là 5%. Nội dung này cũng sẽ được thảo luận tại Quốc hội vào tháng 11/2018. 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 1Q2018. Tổng DTT và LNST của 14 doanh nghiệp niêm yết đạt 9,435 tỷ VND (-4.24% qoq) và 601.54 tỷ VND (-10.86% qoq). LN sụt giảm chủ yếu do giá nguyên liệu tăng và do cạnh tranh cao, các DN bị ảnh hưởng giảm sản lượng và không nâng được giá bán tương ứng với giá tăng của nguyên liệu.

Mã CP	Sản phẩm chính	DTT 1Q2018	Tăng trưởng	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018	Tăng trưởng
DPM	Urea	2,085.85	5.34%	24.53%	27.75%	183.20	-20.11%
BFC	NPK	1,357.34	14.42%	15.46%	15.59%	41.90	-36.25%
DCM	Urea	1,315.25	4.99%	22.08%	31.70%	259.50	-9.41%
LAS	Phân lân	955.30	-10.68%	20.58%	18.11%	31.70	-28.22%
DDV	DAP	574.31	8.35%	11.83%	-15.84%	15.80	-142.06%
QBS	Thương mại	565.90	-34.29%	4.98%	4.25%	10.80	-35.25%
PSW	Thương mại	517.26	-3.11%	2.60%	3.83%	2.30	-61.30%
PSE	Thương mại	479.49	8.45%	3.12%	4.42%	0.80	-82.21%

Mã CP	Sản phẩm chính	DTT 1Q2018	Tăng trưởng	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018	Tăng trưởng
PMB	Thương mại	458.84	-2.16%	4.58%	5.65%	7.30	-1.59%
VAF	Phân lân	451.27	7.69%	23.39%	24.40%	21.20	5.71%
PCE	Thương mại	423.54	-11.58%	3.15%	4.73%	1.50	-77.44%
NFC	Phân lân	196.17	12.58%	18.34%	17.38%	6.80	-0.27%
SFG	Lân, NPK	47.20	6.11%	9.89%	10.66%	23.40	8.07%
PCN	Thương mại	7.40	-25.52%	-0.89%	2.85%	-4.50	68.54%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** 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, tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao, tình trạng dư cung và nhu cầu tăng trưởng chậm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ và giá bán của các DN trong ngành. Các cổ phiếu phân bón hiện được giao dịch tại mức P/E và P/B lần lượt là 8.0x và 0.68x.

BFC – MUA – Giá mục tiêu 34,763 VND/cp, upside 26.1%

BFC là doanh nghiệp đầu ngành phân bón chuyên sản xuất phân bón NPK cho thị trường trong nước. Trong năm 2018, BFC dự kiến sẽ tăng gấp đôi công suất 2 nhà máy Bình Điền Ninh Bình và Bình Điền Tây Ninh lên lần lượt 100,000 tấn và 400,000 tấn/năm (tăng 250,000 tấn/năm). Điều này sẽ giúp BFC mở rộng được thị phần tại miền Bắc và tiết kiệm được chi phí vận chuyển. Bên cạnh đó, BFC sẽ đầu tư dự án đầu tư chiều sâu nhà máy phân bón NPK Bình Điền – Long An công suất 200.000 tấn/năm giúp tăng chất lượng sản phẩm và tăng khả năng cạnh tranh của DN. Tuy nhiên, với tình trạng dư cung phân bón và cạnh tranh cao khiến DN khó tăng giá bán sản phẩm. BSC dự báo DTT và LNST thuộc về công ty mẹ của BFC đạt lần lượt 6,574 tỷ VND (+4.3% yoy) và 252 tỷ VND (-9.1% yoy), tương đương với EPS đạt mức 3,915 VND/cp (đã trừ 11% quỹ KTPL). Ngày 22/6/2018, cổ phiếu BFC đang được giao dịch tại mức giá 27,550 VND/cp, P/E F là 5.44x, tương đối hấp dẫn đối với vị thế của một doanh nghiệp đầu ngành. Ngoài ra, Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn tại BFC, giảm tỷ lệ sở hữu từ 65% xuống 36% thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư.

LAS – MUA – Giá mục tiêu 13,200 đồng/cp, upside 14.5%,

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. Trong năm 2018, LAS đặt kế hoạch DTT và LNST lần lượt đạt 4.111 tỷ VND (+0.27% yoy) và 220 tỷ VND (+14.4% yoy). 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. Trong 6T2018, DT và LNTT của DPM ước đạt 4,915 tỷ VND (+11.5% yoy) và 430 tỷ VND (-7.05% yoy), hoàn thành 97% kế hoạch LN 2018.

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 bán urea trong nước có xu hướng ổn định trong 6 tháng đầu năm, riêng giá bán Urea Phú Mỹ đã tăng 8% (6,800 VND – 6,600 VND/kg), (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, trong 1H2018, giá khí tăng 27.24%, giá H₂SO₄ giảm 30.42% so với cùng kỳ, (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. 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.

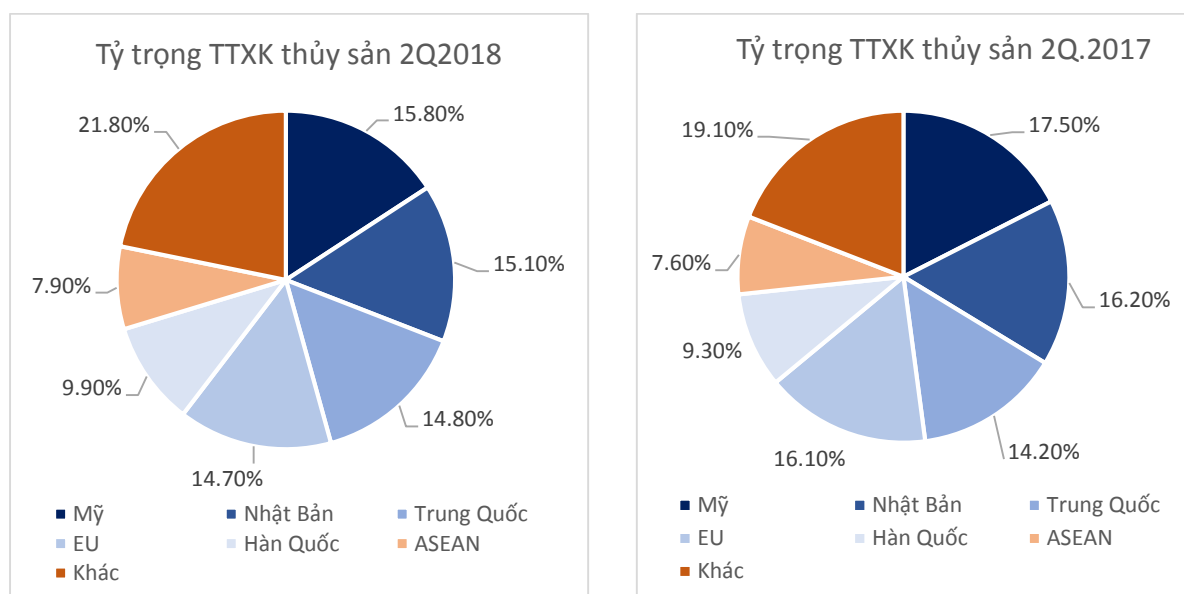
Mã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/cp)	P/e fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 30/06/18	Giá mục tiêu
BFC	6,574	252	3,915	5.44x	1.25x	8.0%	23.56%	27,800	34,763
LAS	4,000	163	1,355	8.5x	0.98x	5.2%	12.39%	11,500	13,200
DPM*	8,577	371	948	18.1x	1.07x	6.9%	9.94%	17,200	22,800

(Nguồn: BSC Research, * kế hoạch)

Ngành Thủy sản [Trung lập]

- Xuất khẩu thủy sản 5 tháng đầu năm đạt 3.2 tỷ USD, tăng 13.3% yoy
- Trong tháng 5, giá cá tra nguyên liệu giữ vững ở mức giá cao, giao dịch quanh 36,000 đ/kg
- Từ 29/5/2018, sản phẩm tôm chính thức bị đưa vào Chương trình SIMP
- EU tiếp tục giữ thẻ vàng đối với thủy sản Việt Nam trong 6 tháng tới

Xuất khẩu thủy sản 6 tháng đầu năm 2018 ước tính đạt 4 tỷ USD, tăng 12.3% yoy. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu thủy sản lớn nhất của Việt Nam, kim ngạch đạt 626 triệu USD (+1.3% yoy). Bên cạnh đó, Nhật Bản vượt EU, đứng thứ 2 về kim ngạch xuất khẩu thủy sản; lũy kế 6 tháng đạt 599 triệu USD, tăng 4.8% yoy. Thị trường Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng mạnh, kim ngạch 396 triệu USD (+30% yoy). BSC nhận định tốc độ tăng trưởng tại thị trường này vẫn sẽ ở mức cao trong 1 – 2 năm tới.



(Nguồn: VASEP)

Trong tháng 5, giá cá tra nguyên liệu vẫn giữ vững ở mức cao, giao dịch quanh mức 31,600 đồng/kg. Tuy nhiên, thị trường cá giống lại biến động mạnh, với giá cá giống đã giảm hơn 50% giá trị so với tháng trước, xuống mức 26,000 – 30,000 đồng/kg.

Ảnh hưởng của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Tại thị trường Trung Quốc, sau khi áp thuế hàng thủy sản từ Mỹ, ngày 31/5, Bộ Tài chính Trung Quốc đã công bố giảm thuế nhập khẩu đối với 221 mặt hàng thủy, hải sản: thuế cá tra fillet giảm từ 10% xuống 7%, thuế cá tra tươi/ướp lạnh giảm từ 12% đến 7%. Tại thị trường Mỹ, trong 200 tỷ USD Mỹ dọa sẽ áp lên Trung Quốc bao gồm nhiều mặt hàng thủy hải sản: cá rô phi, cá da trơn,...đặc biệt, tuy Trung Quốc chỉ chiếm 10% thị phần cá da trơn xuất vào Mỹ nhưng giá bán gấp đôi sản phẩm Việt Nam. BSC cho rằng đây sẽ là cơ hội đối với thủy sản Việt Nam để tăng cường xuất khẩu tại cả hai thị trường xuất khẩu lớn.

Cập nhật một số rào cản: Ngày 29/5, tôm chính thức bị đưa vào Chương trình SIMP của Mỹ, việc xuất khẩu tôm vào Mỹ trong thời gian tới có thể bị gián đoạn. Với chương trình Farm Bill, trong tháng 5, Mỹ đã hoàn tất việc thanh tra thực địa cá da trơn Việt Nam sau khi Việt Nam qua được bước 3 trong quá trình công nhận tương đương. Đối với thị trường EU, EU thông báo sẽ tiếp tục áp thẻ vàng đối với thủy sản Việt Nam trong 6 tháng tới.

Kết quả kinh doanh Quý I.2018. Hầu hết các doanh nghiệp thủy sản đều ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong 3 tháng đầu năm. Nhu cầu tiêu thụ lớn tại các thị trường xuất khẩu (Mỹ, Trung Quốc, châu Á) trong khi nguồn cung cá tra nguyên liệu bị thiếu tạo điều kiện thuận lợi cho giá bán. Giá cá tra xuất khẩu trong Quý 1.2018 đã tăng 20% so với cùng kỳ, giúp cho các doanh nghiệp mà tự chủ được nguồn nguyên liệu tăng biên lợi nhuận gộp (ANV, IDI).

Mã	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
VHC	1,804	11.5%	14.0%	14.2%	97	0.7%
IDI	1,252	32.2%	18.1%	8.4%	166	579.2%
ANV	814	16.7%	16.9%	12.5%	75	204.9%
ACL	332	17.5%	13.6%	13.5%	5	171.8%
TS4	208	-11.4%	13.3%	13.0%	1	-64.5%
ABT	89	-10.2%	18.7%	14.7%	9	-12.4%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi nâng đánh giá đối với ngành thủy sản từ **Kém Khả quan** lên **Trung lập**. Nhu cầu tiêu thụ lớn tại các thị trường xuất khẩu mới (Trung Quốc, Nhật Bản) đang và sẽ là động lực tăng trưởng đối với các doanh nghiệp thủy sản trong 1 - 2 năm tới. Đồng thời, diễn biến phức tạp của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung sẽ là cơ hội đối với thủy sản Việt Nam trong hai thị trường lớn này.

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi với một số mã đầu ngành là VHC do công ty có dư địa tăng trưởng nhờ lợi thế về thuế tại thị trường Mỹ và chiến lược phát triển bền vững.

VHC- NẮM GIỮ - Giá mục tiêu: 67,350 đồng/CP – Upside: 14.7%

Tiềm năng tăng trưởng sẽ đến từ việc mở rộng thị trường xuất khẩu và tăng khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu.

- **Sản lượng xuất khẩu:** Theo số liệu của Agromonitor, lũy kế 4 tháng đầu năm, VHC xuất khẩu 20,568 tấn cá tra. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của công ty, với sản lượng xuất khẩu là 13,270 tấn (chiếm 64.5% tỷ trọng), giá bán trung bình là 4,287 USD/tấn (+15.9% ytd).
- **Mở rộng vùng nuôi:** Công ty bắt đầu khai thác vùng nuôi Tân Hưng 220ha, bao gồm 50 ha dùng để nuôi cá giống. Vùng nuôi mới cách Vĩnh Hoàn 20km, rủi ro nhiễm mặn thấp. Tính đến thời điểm hiện tại, tổng diện tích vùng nuôi của công ty là 750 ha (+42% ytd).
- **Thoái vốn tại Vạn Đức Tiền Giang (VĐTG).** Trong Q1.2018, VHC giảm sở hữu tại VĐTG từ 100% xuống 35% do tăng vốn điều lệ tại VĐTG lên 872.6 tỷ, từ mức 305.4 tỷ đồng. BSC cho rằng công ty đã ghi nhận 500 tỷ đồng từ Vạn Đức Tiền Giang. Lý do việc thoái khỏi Vạn Đức Tiền Giang do khoảng cách địa lý, đồng thời chất lượng vùng nuôi của Vạn Đức Tiền Giang đang giảm dần do nhiễm mặn.

FMC - THEO DÕI

- **Kết quả kinh doanh:** Lũy kế 2Q năm 2017/2018, DTT và LNST của công ty đạt lần lượt là 1,891 tỷ (+39.1% yoy) và 51 tỷ (+18.6% yoy). Biên LNG giảm từ 7.4% xuống còn 6.9%.

- **Sản lượng sản xuất:** Lũy kế 6 tháng đầu năm, công ty đã chế biến 7,787 tấn tôm đông lạnh (+18.7% yoy). Tiêu thụ đạt 76.6 triệu USD (+25.1% yoy). Tính từ đầu năm, công ty đã thả nuôi 156 ao tôm, dự kiến từ ngày 3/7, công ty sẽ thả nuôi 88 ao mới.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
VHC	9,000	600	6,500	9.02	1.77	12.5%	19.7%	58,700	67,350
FMC	3,700	151	3,756	9.31	1.36	7.5%	24.1%	20,200	N/A

(Nguồn: BSC research)

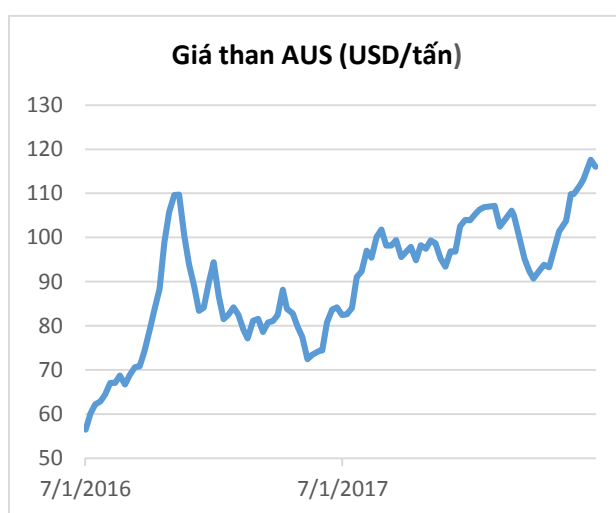
Ngành Xi măng [Kém khả quan]

- Tiêu thụ xi măng 5T2018 đạt 45.51 triệu tấn (+39.8% YoY).
- Công suất dư thừa ước tính 14-16 triệu tấn/năm, được dự báo tiếp tục tăng.
- Giá than tăng +10% YTD, giá điện cho sản xuất tăng từ 2-5%.
- Kết quả kinh doanh Q1/2018 của các doanh nghiệp xi măng sụt giảm về lợi nhuận.

Tiêu thụ xi măng 5T2018 đạt 45.51 triệu tấn¹ (+39.8% YoY). Sản lượng xi măng tiêu thụ nội địa đạt 32.61 triệu tấn (+35.4% YoY) nhờ nhu cầu xây dựng tăng trưởng và tình hình thời tiết thuận lợi cho thi công; xuất khẩu đạt 12.9 triệu tấn (+52.3% YoY). Tiêu thụ nội địa của khối tư nhân tăng mạnh, chiếm lấy thị phần từ khối Vicem (thị phần tiêu thụ của khối Vicem giảm từ bình quân 34-36% trong giai đoạn 2014-2017 về 31% trong T5/2018). Sản lượng xi măng và clinker xuất khẩu ghi nhận tăng trưởng mạnh tại thị trường Trung Quốc khi nhiều nhà máy xi măng tại nước này phải đóng cửa do những quy định về bảo vệ môi trường.

Tình trạng dư cung tiếp diễn. Tổng công suất thiết kế của các dây chuyền sản xuất xi măng tính đến hết năm 2017 là 99 triệu tấn; trong khi tổng nhu cầu tiêu thụ nội địa và xuất khẩu ước tính cho năm 2018 chỉ khoảng 83-85 triệu tấn, tương ứng dư thừa 14-16 triệu tấn/năm. Tình trạng dư cung sẽ tiếp diễn khi nhiều dự án mới ngành xi măng vẫn đang được đầu tư mới như Xi măng Sông Lam 2 (3.8 triệu tấn/năm); Katio Hà Tiên (4.5 triệu tấn/năm)...trong khi nhu cầu được dự báo chỉ tăng nhẹ 5-6%, xuất khẩu xi măng cũng sẽ được kiểm soát để đảm bảo sử dụng hiệu quả tài nguyên thiên nhiên.

Giá than tăng +10% YTD, giá điện cho sản xuất tăng từ 2-5% ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng. Giá xi măng từ đầu năm tới nay tăng khoảng 1-5% tùy vùng miền nhưng không thể bù đắp được đà tăng của giá đầu vào, nhất là trong bối cảnh dư cung của ngành.



(Nguồn: Bloomberg)

Biểu giá điện cho sản xuất (cấp điện áp từ 22kV đến dưới 110kV)			
	Đơn giá 01/12/2017	Đơn giá 16/03/2015	%
Giờ bình thường	1,452	1,405	3.3%
Giờ thấp điểm	918	902	1.8%
Giờ cao điểm	2,673	2,556	4.6%

(Nguồn: Bộ Công thương)

KQKD quý 1/2018 của các DN xi măng có sự phân hóa về tăng trưởng tuy nhiên đều chứng kiến biên lợi nhuận suy giảm. Một số DN quy mô vừa và nhỏ ghi nhận tăng trưởng tích cực về doanh thu trong Q1/2018 nhờ vào thị trường khu vực thuận lợi như CCM (+37% YoY), HOM (+22% YoY), CLH (+25.6%

¹ Nguồn: Vụ Vật liệu xây dựng (Bộ Xây dựng)

YoY), CQT (+45% YoY). Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp giảm mạnh từ 2-6% do ảnh hưởng tăng của giá than và giá điện.

Mã	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
HT1	1,840	-3.0%	14.9%	15.9%	82	-24.7%
BCC	788	-15.3%	8.1%	14.3%	-6	-163.7%
BTS	619	-10.8%	11.4%	14.8%	-18	-211.8%
HOM	372	21.9%	8.2%	14.6%	0	-3.0%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Kém khả quan

Chúng tôi đánh giá sản lượng xi măng tiêu thụ sẽ khả quan nhờ nhu cầu xây dựng tiếp tục tăng trưởng. Tuy nhiên, đà tăng của giá than và điện sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty trong ngành trong bối cảnh giá bán không thể tăng tương ứng do cạnh tranh tăng cao. Chúng tôi đưa ra quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với các DN xi măng.

HT1 – THEO DÕI

Hà Tiên 1 là doanh nghiệp có thị phần và hiệu quả hoạt động tốt nhất trong khối Vicem nhờ vào vị trí thuận lợi tại thị trường miền Nam và thương hiệu mạnh. Tuy nhiên, trước tình hình dư cung của ngành, nhiều doanh nghiệp xi măng đã chuyển hướng đẩy mạnh bán hàng tại thị trường miền Nam như Công Thanh, Hoàng Thạch, Cẩm Phả... sẽ làm gia tăng cạnh tranh, ảnh hưởng đến hoạt động tiêu thụ của HT1. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá HT1 với vị thế đầu ngành sẽ vẫn duy trì tăng trưởng trong bối cảnh ngành khó khăn; ngoài ra, HT1 còn đáng được chú ý bởi chất lượng tài sản tốt, giá thị trường hiện tại đã về mức thấp hơn giá trị sổ sách (tại 31/03/2018 là 13,534 đồng/CP).

- **Kết quả kinh doanh quý 1/2018 giảm so với cùng kỳ:** Sản lượng - 5% YoY trong khi giá bán tăng nhẹ 20,000 đồng/tấn (tương đương 1.6%). LNST 81.67 tỷ (-24.7% YoY) do (i) giá bán đầu ra tăng không đủ bù đắp tăng giá nhiên liệu đầu vào (ii) ghi nhận lỗ tỷ giá 31 tỷ.
- **Tiến độ một số dự án đầu tư lớn.** (i) Dự án BOT Phú Hữu dự kiến sẽ đi vào thu phí tạm thời từ quý 3/2018 trước khi được cấp giấy phép chính thức. (ii) Dự án BĐS tại Khu phức hợp Trường Thọ (vị trí cũ của trạm nghiên Thủ Đức) chưa thể triển khai do chưa nhận được giấy phép và phê duyệt quy hoạch 1/500.
- **Chúng tôi đánh giá sản lượng tiêu thụ của Hà Tiên 1 sẽ khả quan hơn trong 2H2018** (lưu ý sản lượng tiêu thụ trong quý 1/2017 vẫn ở mặt bằng tương đối cao nhờ nhu cầu xây dựng khả quan trước khi tín dụng bất động sản bị siết chặt theo thông tư 06/2016/TT-NHNN (sau đó là Thông tư 19/2017/TT-NHNN)). **Tuy nhiên, trước diễn biến giá than và giá điện tăng cao, lợi nhuận của HT1 sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.** BSC ước tính 1% tăng lên trong giá than có thể khiến biên lợi nhuận của HT1 giảm 0.4%.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
HT1	8,721	481	1,259	9.13	0.83	4.52%	8.53%	11,500	14,500

(Nguồn: BSC Research)

Ngành Mía đường [Kém khả quan]

- Hạn ngạch nhập khẩu đường từ các nước ASEAN được dời hết 2019, giúp giá đường nội địa tiếp tục ở mức cao so với thế giới
- Tính đến 15/4, lượng đường tồn kho trong nước đạt mốc 681,000 tấn (+5.8% yoy)
- Giá đường RS giảm 30% yoy và 17% ytd; giá đường RE giảm 21% yoy và 9% ytd
- Ngoại trừ SBT, các doanh nghiệp mía đường đều ghi nhận LNST giảm mạnh

Hoãn thời hạn thực hiện Hiệp định thương mại hàng hóa các nước ASEAN (ATIGA). Theo Báo cáo của Hiệp hội Mía đường, Chính phủ đồng ý sẽ tiếp tục áp dụng quy định về hạn ngạch thuế quan đối với sản phẩm đường đến hết năm 2019. Việc hoãn lại này sẽ giúp các doanh nghiệp mía đường được hưởng mức giá bán nội địa cao hơn mức giá thế giới (cao hơn 50% so với giá thế giới), giảm thiểu tác động tiêu cực khi giá đường đang ở vùng đáy.

Lũy kế đến ngày 31/5/2018, lượng đường sản xuất đạt gần 1.4 triệu tấn. Tính đến 15/4, lượng đường tồn kho trong nước đạt mốc 681,000 tấn, tăng 5.8% so với cùng kỳ. Lượng đường tồn kho cao tiếp tục cho thấy tình hình khó khăn chung của ngành, với giá đường thế giới ở mức thấp nhất 4 năm trở lại đây.

Giá đường nội địa nửa đầu tháng 6 giảm 30% so với cùng kỳ. Giá bán buôn đường trên thị trường nửa đầu tháng 6.2018 tiếp tục ở mức thấp. Giá bán buôn đường RS dao động từ 10,500 – 11,600 đồng/kg, so với 15,100 – 16,700 đồng/kg cùng kỳ năm ngoái (-30% yoy, -17% ytd). Giá bán buôn đường RE từ 13,200 – 14,500 đồng/kg, với mức 16,700 – 17,500 đồng/kg (-21% yoy, -9% ytd).

KQKD của các DN mía đường tiếp tục phản ánh tình hình khó khăn chung của ngành. Giá bán giảm cùng với nhu cầu tiêu thụ giảm của nhiều khách hàng F&B khiến LNG của các doanh nghiệp mía đường đều giảm so với cùng kỳ. Đối với SBT, nhờ hợp nhất BHS nên DTT và LNST tăng trưởng lần lượt 140.01% và 69.6%, tuy nhiên biên LNG tiếp tục xu hướng giảm. Đối với SLS, sản lượng đường bán ra đạt 15,068 tấn (-11.5% yoy), giá bán bình quân đạt 11,600 đồng/kg (-20% yoy) khiến DTT và LNST lần lượt giảm 29.13% và 53.94%.

Mã	DTT 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1Q2018	Biên LNG 1Q2017	LNST 1Q2018 (tỷ đồng)	%YoY
SBT	2,731	140.0%	12.3%	13.9%	137	69.6%
LSS	243	-71.2%	12.7%	15.2%	2	-87.3%
SLS	211	-29.1%	29.1%	36.8%	42	-53.9%
KTS	118	-36.2%	5.1%	19.8%	6	-87.3%

(Nguồn: FiinPro, BSC research)

Quan điểm đầu tư – Kém khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu mía đường 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 thế giới và nội địa tiếp tục xu hướng giảm.

- (3) Tình hình tiêu thụ chậm do hoạt động cầm chừng của khách hàng F&B và xu hướng chuyển sang sử dụng đường lỏng của Trung Quốc.

SBT – THEO DÕI

- **Kết quả 9T niên vụ 2017/2018.** DTT hợp nhất 3Q của năm tài chính 2017/2018 đạt 8,200 tỷ (+154% yoy), hoàn thành 83% kế hoạch năm. LNST đạt 397 tỷ, (+54% yoy) và hoàn thành 72% kế hoạch năm. Sản lượng tiêu thụ lũy kế đạt xấp xỉ 437,000 tấn (+228% yoy). Theo cơ cấu tiêu thụ đường theo kênh, Công nghiệp lớn chiếm 45% tổng tiêu thụ, Xuất khẩu chiếm 16%, Thương mại chiếm 14% và các kênh khác chiếm tỷ trọng còn lại.
- **Phát hành trái phiếu riêng lẻ:** Công ty công bố sẽ phát hành tối đa 450 tỷ trái phiếu riêng lẻ cho dưới 100 nhà đầu tư không kể nhà đầu tư chuyên nghiệp trong năm 2018. Mệnh giá trái phiếu là 1 tỷ đồng/trái phiếu.

LSS– THEO DÕI

- **Kết quả 9T niên vụ 2017/2018.** DTT hợp nhất 3Q của năm tài chính 2017/2018 đạt 719 tỷ (-71.3% yoy). LNST đạt 15 tỷ (-87% yoy). Trong vụ 2017/2018, công ty đã chế biến 754,000 tấn mía nguyên liệu (+19% yoy), tổng sản lượng đường nhập kho đạt 87,645 tấn (+16% yoy). Công ty đặt mục tiêu 850,000 (+13% yoy) tấn sản lượng trong vụ 2018/2019.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 29/06/18	Giá mục tiêu
SBT	8,659	576	1,084	14.22	1.51	2.3%	11.2%	15,500	17,350
LSS*	2,500	125	1,781	9.31	0.32	4.8%	7.35	7,680	N/A

*: Chỉ tiêu cho niên vụ 2017/2018

(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>

