



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 2017

MỤC LỤC

ĐIỂM NHẤN	2
KINH TẾ VĨ MÔ.....	3
<i>2016: Tăng trưởng chậm lại. 2017: chịu rủi ro từ diễn biến trên thế giới, định hướng và điều hành của Chính phủ đóng vai trò quan trọng.....</i>	<i>3</i>
<i>Lạm phát trong tầm kiểm soát</i>	<i>7</i>
<i>Tỷ giá tiếp tục chịu sức ép lớn từ phía thế giới trong năm 2017 nhưng kỳ vọng sự ổn định được đảm bảo.</i>	<i>8</i>
<i>Lãi suất huy động tăng nhẹ trong năm 2016. Lãi suất chịu áp lực tăng trong năm 2017 nhưng kỳ vọng sẽ chỉ biến động nhẹ</i>	<i>11</i>
<i>Kinh tế - tài chính thế giới.....</i>	<i>13</i>
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	17
<i>Diễn biến thị trường</i>	<i>17</i>
<i>Cổ phiếu Dầu khí cán đích năm 2016 với thành tích vượt trội.</i>	<i>18</i>
<i>Áp lực bán ròng chốt lời của khối ngoại dâng cao sau khi VN Index đạt đỉnh 690.</i>	<i>20</i>
<i>Các Quỹ ETF đẩy mạnh rút ròng vốn vào cuối năm.....</i>	<i>21</i>
<i>Triển vọng 2017: Cơ hội luôn tồn tại. Các rủi ro xuất hiện nhiều hơn đặc biệt vào nửa cuối năm.</i>	<i>21</i>
TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP	26
<i>Ngành Ngân hàng.....</i>	<i>28</i>
<i>Ngành Bất động sản</i>	<i>34</i>
<i>Ngành Xây dựng.....</i>	<i>39</i>
<i>Ngành Thép</i>	<i>45</i>
<i>Ngành Đá Xây Dựng</i>	<i>52</i>
<i>Ngành Gạch ốp lát</i>	<i>59</i>
<i>Ngành Nhựa</i>	<i>62</i>
<i>Ngành Săm lốp</i>	<i>69</i>
<i>Ngành Điện.....</i>	<i>74</i>
<i>Ngành Phân phối bán lẻ sản phẩm CNTT và Điện tử tiêu dùng.....</i>	<i>79</i>
<i>Ngành Cảng biển.....</i>	<i>83</i>

ĐIỂM NHẤN

Kinh tế vĩ mô: 2016: Tăng trưởng chậm lại. 2017: chịu rủi ro từ diễn biến trên thế giới, định hướng và điều hành của Chính phủ đóng vai trò quan trọng

Các chỉ báo cho thấy khá rõ tăng trưởng kinh tế Việt Nam giảm tốc trong năm 2016. Trong bối cảnh cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa chưa có sự bứt phá, động lực tăng trưởng trong thời gian qua vẫn phụ thuộc nhiều vào ngoại lực (khối FDI), khai thác tài nguyên thiên nhiên và đầu tư công. Theo đó, khi gặp những diễn biến bất lợi trên thị trường thế giới kết hợp với việc giải ngân ngân sách gặp một số vướng mắc, việc tăng trưởng kinh tế chậm lại là khó tránh khỏi.

Xét trên góc độ tích cực, trong năm tới Việt Nam vẫn sẽ là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn đầu tư bắt nguồn từ xu hướng nổi lòng của nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới, đặc biệt là khu vực Châu Á, khi Việt Nam có lợi thế cạnh tranh là nền chính trị ổn định; lạm phát tỷ giá trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, các diễn biến từ thị trường thế giới được xem là rào cản khá lớn đối với mức tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Trong đó đáng chú ý: (1) Chính sách của tân tổng thống Mỹ theo chiều hướng không thuận lợi cho thương mại, đặc biệt là các vấn đề liên quan đến Hiệp định thương mại tự do TPP. (2) Biến động của các ngoại tệ mạnh theo sát với thời điểm và lộ trình FED nâng lãi suất cũng như các biến động chính trị như Brexit; (3) các vấn đề xung quanh việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc, bao gồm nợ xấu, bong bóng bất động sản, thương mại suy giảm kéo theo khả năng đồng CNY tiếp tục mất giá.

Trong bối cảnh như vậy, chúng tôi đưa ra một số dự báo về kinh tế vĩ mô Việt Nam 2017 như sau:

- ✓ Mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% trong năm tới của Chính phủ gặp thách thức, **dự báo GDP năm 2017 tăng khoảng 6,3% – 6,5%.**
- ✓ Chính phủ có dự địa điều hành và kiểm soát lạm phát, mục tiêu lạm phát dưới 5% nhiều khả năng sẽ đạt được. **Tỷ lệ lạm phát cả năm 2017 dự báo vào khoảng 4% - 4,5%.**
- ✓ Trong năm 2017, mặc dù tiếp tục chịu nhiều áp lực từ phía thế giới nhưng nguồn cung ngoại tệ kỳ vọng ở mức dồi dào sẽ giúp NHNN có thể chủ động hơn trong việc điều hành và bình ổn thị trường khi cần thiết nhằm đảm bảo nhiều mục tiêu quan trọng. **Chúng tôi dự báo mức giảm giá của VND trong năm 2017 sẽ vào khoảng 2% - 4%.**
- ✓ **Dự báo mặt bằng lãi suất năm 2017 sẽ tương đối ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức cuối năm 2016, mức tăng nếu có sẽ không quá 50 điểm cơ bản (0,5%).**

Thị trường chứng khoán: Cơ hội luôn tồn tại. Các rủi ro xuất hiện nhiều hơn đặc biệt vào nửa cuối năm.

Năm 2016 đi qua với liên tiếp những cú sốc tới từ thị trường thế giới, vượt ngoài dự báo của nhà đầu tư. Mặc dù vậy, các yếu tố bất ổn nhiều khả năng buộc các NHTW (ngoài FED) duy trì biện pháp nổi lòng nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Điều này khiến chúng tôi kỳ vọng thị trường Việt Nam vẫn được hưởng lợi từ các dòng vốn từ nước ngoài trong đó chủ yếu là từ các quốc gia châu Á như Trung Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Các yếu tố tốt xấu đan xen đòi hỏi sự ứng biến linh hoạt, theo dõi sát sao các nhóm ngành có khả năng tạo ra đột biến, khả năng tạo ra cơ hội cho nhà đầu tư như:

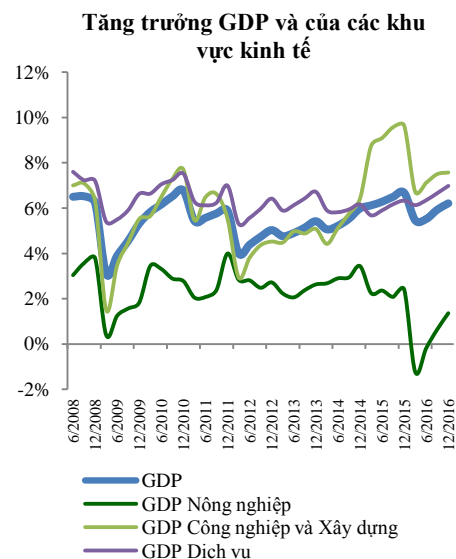
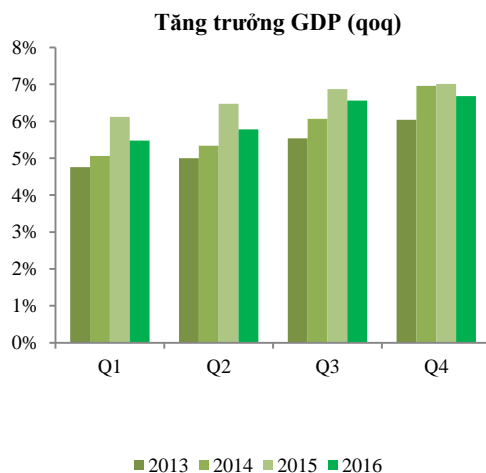
- ✓ *Các cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng các yếu tố cơ bản tốt, đặc biệt là các bluechips đầu ngành khi nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận mức P/E cao, đặc biệt tại một số các nhóm ngành ưu tiên như Vật liệu xây dựng, Xây dựng, Bán lẻ, Xây dựng cơ sở hạ tầng,*
- ✓ *Nhóm doanh nghiệp có các câu chuyện cá biệt thu hút được dòng tiền như mới niêm yết chính thức, chuyển sàn, M&A, thoái vốn nhà nước, nơi room cho nhà đầu tư ngoại.*
- ✓ *Nhóm doanh nghiệp được hưởng lợi từ xu hướng giá cả các loại mặt hàng nguyên-nhiên-vật liệu thay đổi và góp phần ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh cốt lõi.*
- ✓ *Các doanh nghiệp có xu hướng phòng thủ tốt khi thị trường có các tín hiệu chuyển biến kém tích cực đặc biệt trong giai đoạn nửa cuối năm 2017.*
- ✓ *Các nhóm ngành Bìa, Dịch vụ hàng không với khả năng được các Quỹ đầu tư phân bổ tỷ trọng danh mục trong bối cảnh hàng loạt các mã vốn hóa lớn mới niêm yết làm dịch chuyển cán cân những các nhóm ngành có đóng góp lớn vào chỉ số chung.*

KINH TẾ VĨ MÔ

2016: Tăng trưởng chậm lại. 2017: chịu rủi ro từ diễn biến trên thế giới, định hướng và điều hành của Chính phủ đóng vai trò quan trọng

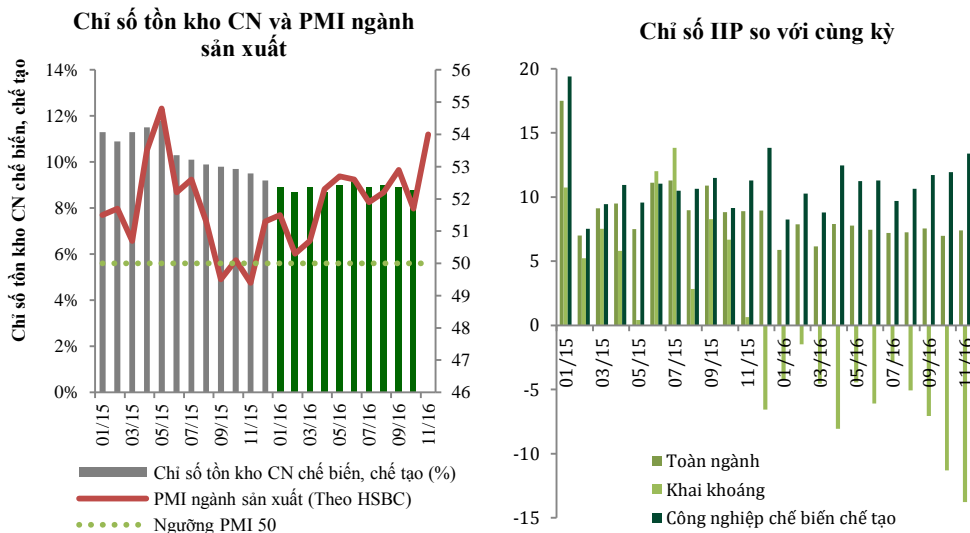
Tăng trưởng bị kìm hãm bởi ngành Khai khoáng và Nông nghiệp.

Ngành nông nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng yếu do liên tục phải đối mặt với những diễn biến thời tiết bất lợi. Tính đến trung tuần tháng 11, cả nước đã thu hoạch được 1.240,5 nghìn ha lúa mùa, chiếm 67,5% diện tích gieo cấy và giảm 3,3% so với cùng kỳ năm trước. Sản xuất lúa mùa ở miền Bắc năm nay gặp nhiều khó khăn do ảnh hưởng thời tiết hạn hán, thiếu nước đầu vụ và mưa, bão gây ngập úng cuối tháng 7, đầu tháng 8 vừa qua. Diện tích gieo cấy lúa mùa của miền Bắc giảm 14,7 nghìn ha so với năm trước. Theo báo cáo sơ bộ, năng suất lúa mùa năm nay tại các địa phương phía Bắc ước tính đạt 49,8 tạ/ha, giảm 0,3 tạ/ha so với vụ mùa năm trước. Tính đến giữa tháng 11/2016, các địa phương phía Nam đã gieo sạ được 388 nghìn ha lúa đông xuân sớm, bằng giảm 4,1% so với cùng kỳ năm trước. Gieo trồng cây vụ đông năm nay giảm so với cùng kỳ năm trước chủ yếu do hiệu quả thấp và ảnh hưởng của mưa, bão đầu vụ, nhiều diện tích bị ngập úng không gieo trồng được.



Nguồn: CEIC, VCBS

Khác biệt so với năm 2015, trong năm 2016, thay vì là động lực cho tăng trưởng, sự thu hẹp của ngành Khai khoáng có thể xem như một trong những nguyên nhân chính khiến tăng trưởng toàn nền kinh tế giảm tốc. Cụ thể, Chỉ số ngành này trong tháng 11 giảm mạnh 13,8% so với cùng kỳ năm trước và lũy kế 11 tháng đầu năm 2016 giảm 6,3% so với cùng giai đoạn năm 2015 (10 tháng đầu năm 2016 giảm 5,5%). Trong đó, mặc dù có kế hoạch dự kiến sẽ tăng cường khai thác trong Quý 4, sản lượng dầu thô tiếp tục ghi nhận mức giảm sâu 10% so với cùng kỳ năm ngoái (10 tháng đầu năm 2016 giảm 9,7%). **Sự sụt giảm của ngành Khai khoáng đã khiến mức tăng chung của toàn ngành Công nghiệp giảm khoảng 1,3 điểm phần trăm.**



Nguồn: CEIC, HSBC, NIKKEI, VCBS

**Công nghiệp chế biến chế tạo
là điểm sáng hỗ trợ tăng
trưởng.**

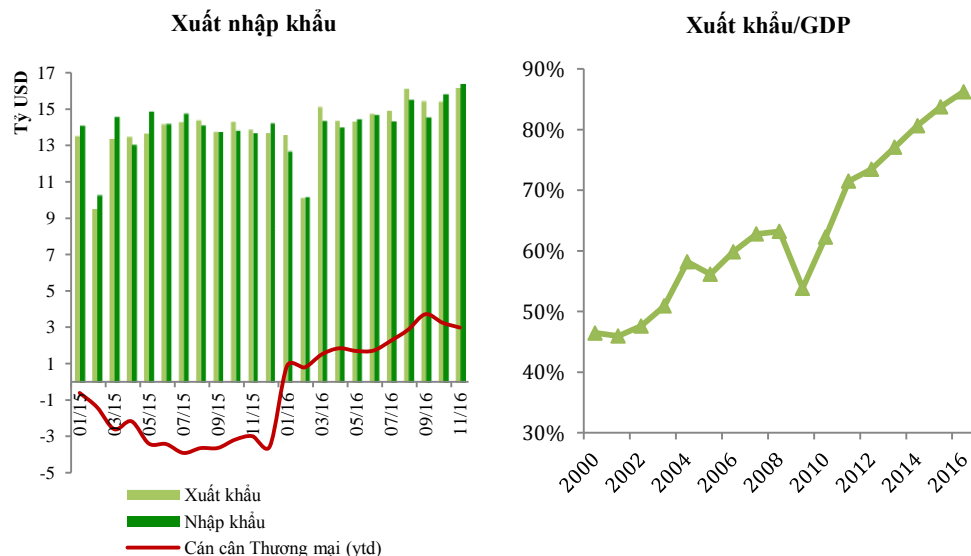
Công nghiệp chế biến chế tạo nổi bật và là động lực quan trọng thúc đẩy của tăng trưởng ngành Công nghiệp nói riêng và toàn nền kinh tế nói chung. Cụ thể, chỉ số IIP công nghiệp chế biến, chế tạo tháng 11/2016 tăng 13,1%, cao hơn mức 11,3% của cùng kỳ năm trước. Tính chung 11 tháng đầu năm 2016 chỉ số này đạt 11%, tăng nhẹ so với con số 10,4% của cùng giai đoạn năm 2015. **Trong mức tăng 7,2% của ngành Công nghiệp, ngành Công nghiệp chế biến chế tạo khẳng định vai trò chủ đạo với mức đóng góp lên đến 7,7 điểm phần trăm trong mức tăng chung.**

Theo công bố của Nikkei, chỉ số PMI của Việt Nam đã tăng mạnh lên mức 54 điểm trong tháng 11 từ mức 51,7 trong tháng 10, đồng thời cao hơn so với 49,4 điểm ghi nhận cùng kỳ năm ngoái do đơn đặt hàng mới và sản lượng tăng nhanh. Bên cạnh sự cải thiện sản xuất trong tháng, chúng tôi cho rằng mức tăng này một phần không nhỏ do yếu tố mùa vụ khi đây là thời điểm các doanh nghiệp tăng cường sản xuất phục vụ cho nhu cầu cuối năm. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý thêm rằng, với việc tham gia khảo sát chủ yếu là các công ty có yếu tố xuất khẩu, đặc biệt là các doanh nghiệp FDI lớn, thì đằng sau sự tích cực kể trên vẫn là bức tranh phân hóa trong lĩnh vực sản xuất với tăng trưởng chung phụ thuộc nhiều vào khối FDI.

**Thặng dư cán cân thương mại
có được chủ yếu do tăng
trưởng nhập khẩu suy yếu.**

Về xuất nhập khẩu, theo Tổng cục hải quan, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 11 tháng đầu năm ước đạt 316,9 tỷ USD, tăng 5,8% so với cùng kỳ 2015, cải thiện so với tháng trước (+4,63% trong tháng 10.2016) nhưng thấp hơn khá nhiều so với mức tăng 10,3% của cùng kỳ 2015. Trong đó, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu 11 tháng đầu năm đạt hơn 159,94 tỷ USD, tăng 7,8% yoy, gần tương đương con số 7,9% của 11 tháng đầu năm 2015. Kim ngạch hàng hóa nhập khẩu đạt 156,96 tỷ USD, tăng nhẹ 3,7% yoy, thấp hơn nhiều con số 12,7% của cùng giai đoạn năm 2015. Theo đó, việc ghi nhận thặng dư thương mại đạt 2,98 tỷ USD trong 11 tháng đầu năm 2016 chủ yếu do tăng trưởng nhập khẩu suy yếu.

Đáng chú ý, kim ngạch nhập khẩu một số mặt hàng phục vụ nhu cầu sản xuất trong nước chỉ ghi nhận mức tăng yếu hoặc giảm so với cùng kỳ năm trước. Cụ thể, máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng đạt 25,23 tỷ USD, nhích nhẹ 0,7%; điện thoại và linh kiện đạt 9,56 tỷ USD, giảm 3,9%; hóa chất đạt 2,87 tỷ USD, không thay đổi so với cùng kỳ; gỗ và sản phẩm gỗ đạt 1,62 tỷ USD, giảm 16,8%; phân bón đạt 1 tỷ USD, giảm 21,2%.



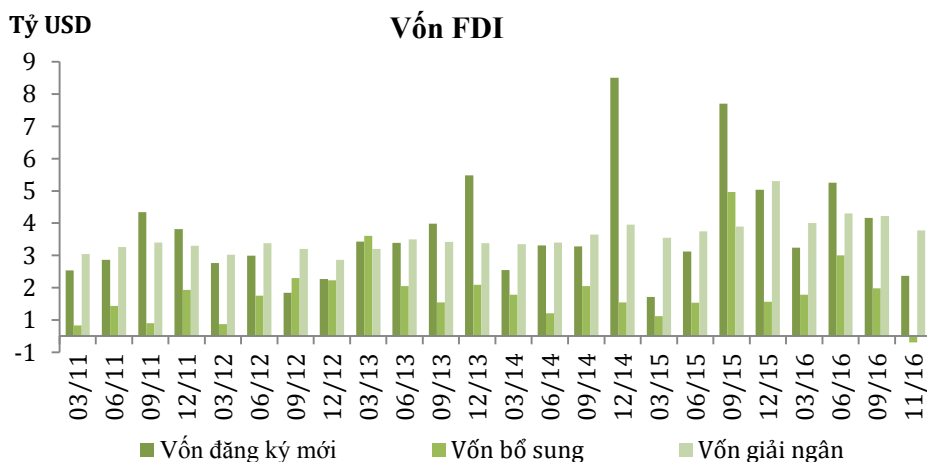
Nguồn: CEIC, VCBS

Tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu với đóng góp lớn từ FDI.

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam cho thấy phụ thuộc lớn vào xuất khẩu. Tỷ lệ xuất khẩu/GDP tăng nhanh qua từng năm và ước tính năm 2016 ở mức trên 85%. Với việc khối FDI đóng góp hơn 70% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2016, các doanh nghiệp này tiếp tục khẳng định vị trí quan trọng trong việc hỗ trợ và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

FDI đăng ký suy yếu, một chỉ báo không tích cực cho tiềm năng tăng trưởng.

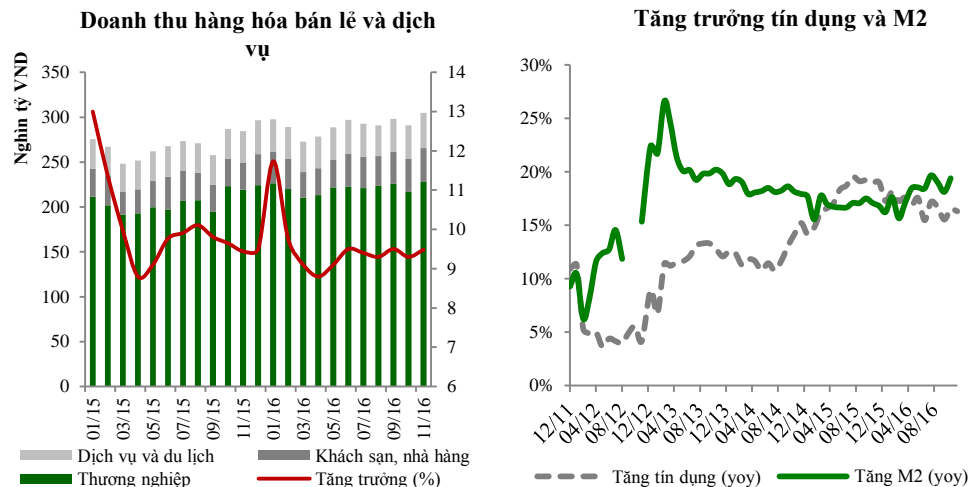
Đầu tư FDI 11 tháng đầu năm đăng ký đạt 18,1 tỷ USD, giảm 10,5% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy, kể từ tháng 9, đây là tháng thứ ba liên tiếp vốn FDI đăng ký ghi nhận mức giảm, dấu hiệu chững lại đang ngày một rõ nét hơn. Diễn biến này một phần là do vốn FDI đăng ký năm 2015 khá đột biến với các dự án của một số tập đoàn đa quốc gia lớn vào Việt Nam. Tuy nhiên, khi xét một cách tổng thể, với việc khối FDI chiếm tỷ trọng và đóng góp lớn cho tăng trưởng kinh tế, sự suy yếu về tăng trưởng của dòng vốn FDI rất cần được lưu tâm do có thể ảnh hưởng đến tiềm năng tăng trưởng trong tương lai, đặc biệt trong bối cảnh thế giới có nhiều biến động về chính trị kèm theo chính sách bảo hộ thương mại có thể được tăng cường. FDI thực hiện đạt 14,3 tỷ USD, tăng 8,3%, thấp hơn đáng kể so với mức tăng 17,9% của cùng kỳ 2015.



Nguồn: CEIC, VCBS

Cầu đầu tư nội địa chưa có nhiều cải thiện.

Xét về tăng trưởng tín dụng, tính đến cuối tháng 11, tín dụng tăng 14,57% ytd, thấp hơn so với mức 15,51% của cùng kỳ 2015. **Chúng tôi duy trì nhận định cầu đầu tư nội địa chưa có nhiều cải thiện so với cùng kỳ 2015.** Theo số liệu từ NHNN, tín dụng của ngành Công nghiệp, khu vực cốt lõi nền kinh tế, chỉ ghi nhận mức tăng khá hạn chế, khoảng 8,2% yoy, thấp hơn nhiều con số tăng trưởng chung như kể trên. Trong khi đó, nhiều lĩnh vực khác ghi nhận con số tăng trưởng vượt trội như Nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản (+17,27% yoy), Hoạt động Thương mại, Vận tải và Viễn thông (+17%) và Các hoạt động dịch vụ khác (+24,18%).



Nguồn: CEIC, VCBS

Cầu tiêu dùng tăng trưởng vừa phải.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa tiêu dùng, thể hiện cầu tiêu dùng, trong 11 tháng đầu năm ước tăng 9,5% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá ước tăng 7,6%, thấp hơn so với con số 8,3% sau khi loại trừ yếu tố giá của cùng kỳ 2015. Theo đó, cầu tiêu dùng vẫn chỉ đang ghi nhận mức tăng trưởng vừa phải và chưa bùng nổ. Thiên hướng tiết kiệm chi tiêu và tâm lý thận trọng trong tiêu dùng vẫn đang hiện hữu. Việc tăng giá của một số mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là Giáo dục, Y tế và Xăng dầu, có thể xem như một trong những yếu tố tác động không tích cực lên cầu tiêu dùng.

GDP 2017 dự báo tăng khoảng 6,3%-6,5%.

Các chỉ báo cho thấy khá rõ tăng trưởng kinh tế Việt Nam giảm tốc trong năm 2016. Trong bối cảnh cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa chưa có sự bùng nổ, động lực tăng trưởng trong thời gian qua vẫn phụ thuộc nhiều vào ngoại lực (khối FDI), khai thác tài nguyên thiên nhiên và đầu tư công. Theo đó, khi gặp những diễn biến bất lợi trên thị trường thế giới kết hợp với việc giải ngân ngân sách gặp một số vướng mắc, việc tăng trưởng kinh tế chậm lại là khó tránh khỏi.

Trong năm 2017, các mục tiêu tái cấu trúc nền kinh tế tiếp tục được ưu tiên với trọng tâm là các hoạt động cổ phần hóa và niêm yết các doanh nghiệp Nhà nước qua đó đẩy mạnh hoạt động tái cơ cấu các hoạt động đầu tư công. Ngoài ra, lộ trình cơ cấu lại hệ thống ngân hàng, xử lý nợ xấu, kiểm soát Ngân sách, nâng cao hiệu quả chi tiêu Chính phủ cũng là những mục tiêu được chú trọng. Trong bối cảnh đó, **chúng tôi chưa nhìn nhận thấy các động lực tăng trưởng mới cho nền kinh tế.**

Xét trên góc độ tích cực, trong năm tới Việt Nam vẫn sẽ là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn đầu tư bắt nguồn từ xu hướng nổi lên của nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới, đặc biệt là khu vực Châu Á, khi Việt Nam có lợi thế cạnh tranh là nền chính trị ổn định; lạm phát tỷ giá trong tầm

kiểm soát. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, các diễn biến từ thị trường thế giới được xem là rào cản khá lớn đối với mức tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Trong đó đáng chú ý: (1) Chính sách của tân tổng thống Mỹ theo chiều hướng không thuận lợi cho thương mại, đặc biệt là các vấn đề liên quan đến Hiệp định thương mại tự do TPP. (2) Biến động của các ngoại tệ mạnh theo sát với thời điểm và lộ trình FED nâng lãi suất cũng như các biến động chính trị như Brexit; (3) các vấn đề xung quanh việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc, bao gồm nợ xấu, bong bóng bất động sản, thương mại suy giảm kéo theo khả năng đồng CNY tiếp tục mất giá.

Với những biến động lớn về chính trị trên thế giới trong năm 2016 trong khi triển vọng của nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới trong 2017 chưa thực sự sáng sủa, chúng tôi không kỳ vọng vào sự bứt phá mạnh của xuất khẩu cũng như khối FDI trong năm tới. Thay vào đó, tốc độ tăng trưởng của khối này nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì như hiện tại. Như vậy, bên cạnh xuất khẩu với đóng góp chính từ các doanh nghiệp FDI, **nỗ lực đẩy mạnh đầu tư công, các hoạt động chi đầu tư phát triển và khai thác tài nguyên thiên nhiên, chủ yếu là dầu thô, sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc giúp nền kinh tế duy trì đà tăng trưởng.** Điều này không chỉ đòi hỏi định hướng mà còn cả những điều hành sát sao và linh hoạt từ phía Chính phủ.

Chúng tôi đánh giá mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% trong năm tới của Chính phủ gặp thách thức, dự báo GDP năm 2017 tăng khoảng 6,3% – 6,5%.

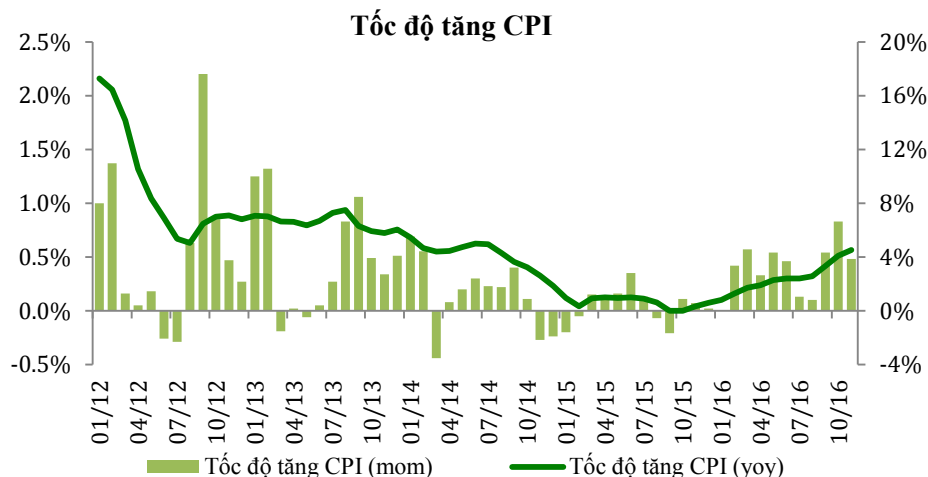
Lạm phát trong tầm kiểm soát

Lạm phát cả năm 2016 gần 5%. Tỷ lệ lạm phát 2017 được dự báo vào khoảng 4-4,5%.

Tương tự như năm liền trước, với việc cầu tiêu dùng nội địa chỉ phục hồi ở mức vừa phải như ở trên, diễn biến của CPI trong năm 2016 tiếp tục cho thấy sự phụ thuộc rất lớn vào việc tăng giá của các mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là các mặt hàng dưới sự điều tiết của Chính phủ như Y tế và Giáo dục.

Trong nửa đầu năm, ngoài trừ CPI (theo tháng) của tháng 1 không biến động do được hỗ trợ từ việc giá xăng dầu giảm, CPI của năm tháng tiếp theo đều ghi nhận mức tăng khá qua từng tháng do hiệu ứng nhu cầu tiêu dùng tăng cao theo mùa vụ vào dịp Tết và việc điều chỉnh tăng trở lại của giá xăng dầu, Dịch vụ y tế và Giáo dục. Bên cạnh đó, khác biệt với năm 2015, CPI trong khoảng thời gian này còn chịu áp lực từ việc giá lương thực thực phẩm tăng đáng kể do nguồn cung bị ảnh hưởng xấu trước những biến biến không thuận lợi của thời tiết, đặc biệt là hạn hán ở các tỉnh phía Nam.

Trong nửa cuối năm 2016, CPI ghi nhận mức tăng khá mạnh trong 4 tháng cuối năm khi giai đoạn này có khá nhiều yếu tố tạo sức ép lớn lên lạm phát như (1) tăng học phí trước thềm năm học mới; (2) giá Dịch vụ y tế tiếp tục tăng mạnh theo lộ trình và (3) giá xăng dầu tăng đáng kể cùng xu hướng phục hồi của giá dầu thô thế giới. Mặc dù vậy, **Chính phủ vẫn cho thấy khả năng kiểm soát và đảm bảo mục tiêu lạm phát cả năm dưới 5%**, đặc biệt là với quyết định sẽ không tiếp tục tăng giá Dịch vụ y tế từ cuối tháng 10/2016, từ đó giảm bớt đáng kể lên lạm phát toàn phần trong hai tháng còn lại của năm.



Nguồn: CEIC, VCBS

Với dự báo về việc cầu tiêu dùng sẽ chưa bứt phá, chúng tôi đánh giá diễn biến điều chỉnh giá của các mặt hàng thiết yếu tiếp tục là yếu tố hàng đầu ảnh hưởng đến lạm phát toàn phần của năm 2017. Đầu tiên phải kể đến áp lực từ việc giá hàng hóa nguyên liệu, đặc biệt là dầu thô, trên thế giới có xu hướng phục hồi trở lại. Tuy nhiên, sau khi đã tăng khá mạnh vào cuối năm 2016, chúng tôi không kỳ vọng vào một kịch bản tương tự sẽ lặp lại trong năm 2017 mà thay vào đó, nếu có, sẽ là một sự phục hồi nhẹ trong bối cảnh sức cầu nói chung chưa khởi sắc do triển vọng kinh tế thế giới vẫn tương đối ảm đạm. Trong khi đó, từ phía trong nước, lộ trình tăng giá Dịch vụ y tế và Giáo dục sẽ tiếp tục diễn ra theo lộ trình và ảnh hưởng mạnh lên CPI. Mặc dù vậy, yếu tố này hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát cũng như sự chủ động của Chính phủ.

Tổng hợp các yếu tố, chúng tôi cho rằng Chính phủ vẫn còn dư địa điều hành và kiểm soát lạm phát và mục tiêu lạm phát dưới 5% nhiều khả năng sẽ đạt được. **Tỷ lệ lạm phát cả năm 2017 dự báo vào khoảng 4% - 4,5%.**

Tỷ giá tiếp tục chịu sức ép lớn từ phía thế giới trong năm 2017 nhưng kỳ vọng sự ổn định được đảm bảo.

Tỷ giá và thị trường ngoại hối khá ổn định trong bối cảnh nguồn cung ngoại tệ dư thừa và dồi dào trong năm 2016. Tính chung cả năm vừa qua, VND giảm giá khoảng hơn 1,1% so với USD.

Mặc dù có những biến động nhất định vào từng thời điểm nhưng nhìn chung, năm 2016 được ghi nhận là một năm khá ổn định của tỷ giá và thị trường ngoại hối. Cụ thể, trong khoảng 9 tháng đầu năm, tỷ giá bán tại nhiều NHTM ít biến động và phổ biến vào khoảng 22.330 – 22.350 VND/USD. Bước sang Quý 4, đặc biệt từ đầu tháng 11, với áp lực từ (1) kết quả bất ngờ của cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ với phần thắng thuộc về ứng cử viên Đảng Cộng hòa Donald Trump; (2) FED tăng lãi suất trong tháng 12 đi kèm định hướng lộ trình tăng lãi suất mạnh hơn kỳ vọng trong năm 2017; (3) đồng USD tăng giá đáng kể trên thị trường thế giới và (4) yếu tố mùa vụ về cuối năm đáp ứng các nhu cầu thanh toán, tỷ giá tại hệ thống NHTM liên tục được điều chỉnh tăng, đến cuối tháng 12 phổ biến trong khoảng 22.790 – 22.800 VND/USD, tăng khoảng 1,1% so với thời điểm cuối năm 2015.

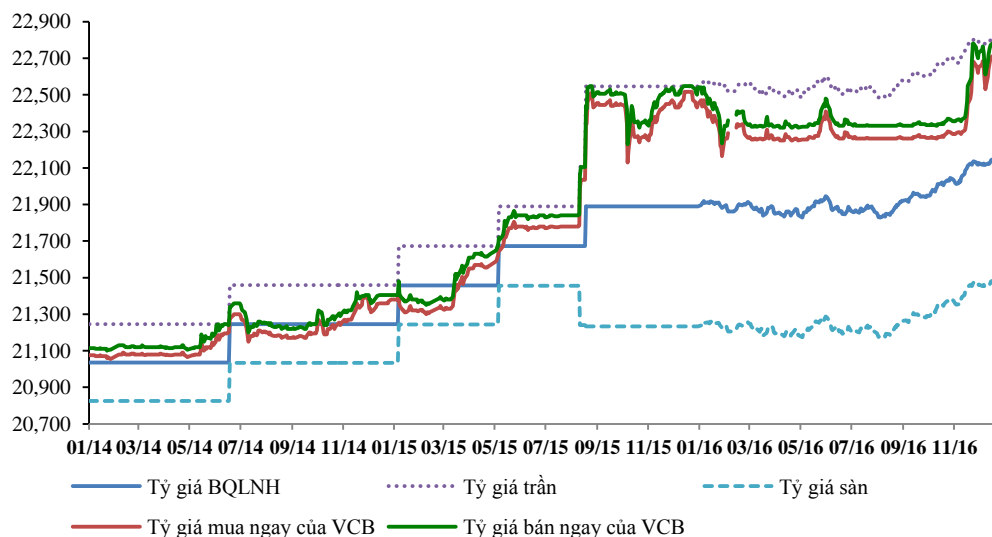
Đứng từ góc độ cơ quan quản lý, từ đầu năm 2016, NHNN đã chính thức áp dụng cơ chế điều hành mới với tỷ giá trung tâm hàng ngày được xác định dựa trên cơ sở tham chiếu (i) diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền thị trường liên ngân hàng; (ii) diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam và (iii) các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ, mục tiêu chính sách tiền tệ. Như vậy,

thay vì đưa ra cam kết rõ ràng về việc giữ ổn định tỷ giá như các năm trước, cơ chế điều hành tỷ giá mới theo hướng linh hoạt đã được áp dụng.

Theo đó, trước khi có diễn biến nóng lên của tỷ giá trong hệ thống NHTM, kể từ giữa tháng 8, tỷ giá tham chiếu trung tâm liên tục được NHNN điều chỉnh tăng dần, đến cuối tháng 12 được niêm yết ở mức 22.155 VND/USD, tăng khoảng 1,2% so với cuối năm 2015. Diễn biến này có thể được nhìn nhận như việc điều chỉnh có tính linh hoạt từ phía cơ quan điều hành để định hướng và đón đầu thị trường trước những áp lực khá lớn lên tỷ giá và thị trường ngoại hối dự kiến sẽ xảy ra vào dịp cuối năm như kể trên.

Nguồn cung ngoại tệ dư thừa và dồi dào trong năm 2016 được đánh giá là yếu tố chính và hàng đầu hỗ trợ cho sự ổn định của tỷ giá và thị trường ngoại hối. Cụ thể, (1) thặng dư thương mại 11 tháng ước đạt 2,98 tỷ USD; (2) vốn FDI giải ngân duy trì xu hướng tăng, đạt 14,3 tỷ USD (+8,3% yoy); (3) dòng ngoại tệ từ những thương vụ mua bán sáp nhập doanh nghiệp, bồi thường môi trường và (4) dòng vốn tìm đến Việt Nam như một điểm sáng để đầu tư và tìm kiếm cơ hội với lợi thế về sự ổn định chính trị và kinh tế trong khi nhiều quốc gia khác, đặc biệt trong khu vực Châu Á, duy trì chính sách nới lỏng.

Tỷ giá USD/VND

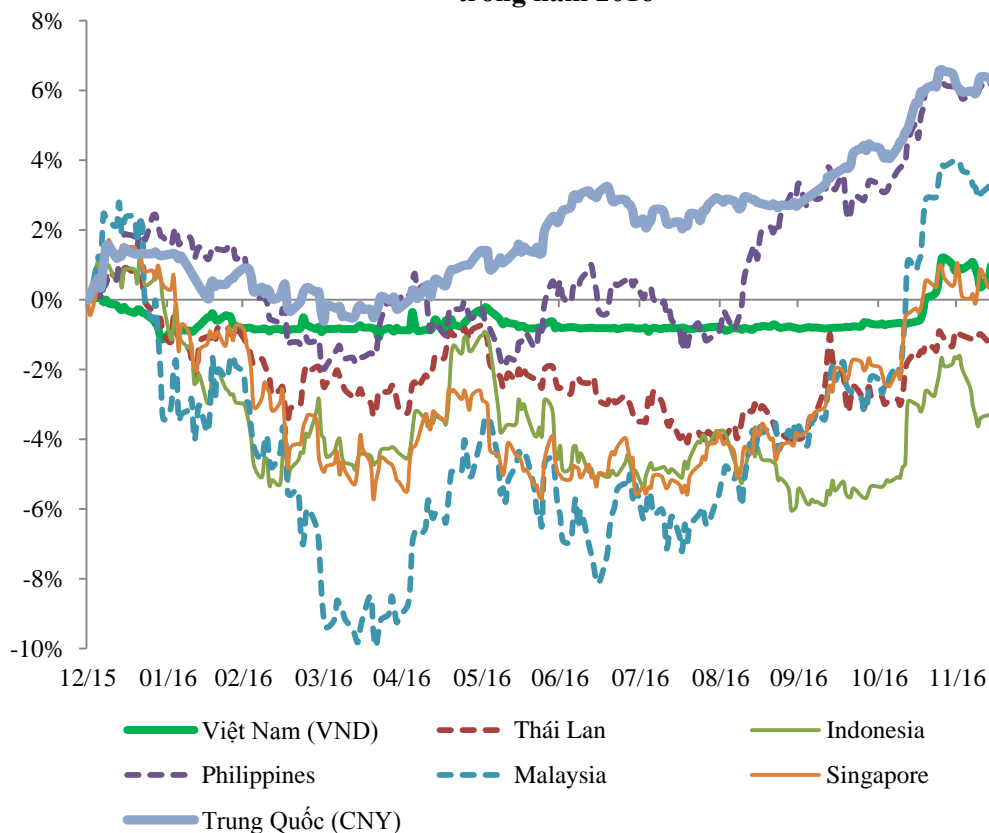


Nguồn: CEIC, VCBS

Trong năm 2017, mặc dù tiếp tục chịu nhiều áp lực từ phía thế giới nhưng nguồn cung ngoại tệ kỳ vọng ở mức dồi dào sẽ giúp NHNN có thể chủ động hơn trong việc điều hành và bình ổn thị trường khi cần thiết nhằm đảm bảo nhiều mục tiêu quan trọng. Chúng tôi dự báo mức giảm giá của VND trong năm 2017 sẽ vào khoảng 2% - 4%.

Trong năm 2017, chúng tôi nhìn nhận áp lực từ phía bên ngoài và thị trường thế giới sẽ tiếp tục là yếu tố lớn nhất gây sức ép lên tỷ giá và thị trường ngoại hối với tâm điểm là (1) đồng USD mạnh lên đi cùng sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ và lộ trình tăng lãi suất của FED với số lần tăng dự báo sẽ nhiều hơn năm 2016; (2) nhiều đồng tiền lớn khác trong khu vực giảm giá mạnh. Bên cạnh đó, khi thị trường thế giới có nhiều sự kiện và biến động mạnh, tâm lý đầu cơ có thể sẽ nhen nhóm trở lại. Điều này sẽ tạo sức ép nhất định lên thị trường trong ngắn hạn và đòi hỏi NHNN phải có những quyết sách điều hành hợp lý, linh hoạt và sát sao.

**Mức giảm giá so với đồng USD của các đồng tiền trong khu vực
trong năm 2016**



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Ở chiều ngược lại, chúng tôi duy trì kỳ vọng nguồn cung ngoại tệ trong năm 2017 sẽ ở mức dồi dào và tiếp tục là yếu tố hỗ trợ mạnh cho tỷ giá. Ngoại trừ Mỹ, nhiều quốc gia lớn trên thế giới, đặc biệt là khu vực Châu Á, vẫn đang duy trì chính sách nới lỏng khá mạnh mẽ. Theo đó, với thế mạnh về sự ổn định kinh tế, chính trị và tương đối gần gũi về địa lý, Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục là điểm sáng thu hút vốn đầu tư. Hơn thế nữa, năm 2017 sẽ là năm quá trình cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước tiếp tục diễn ra sôi động, đặc biệt tại những Tổng công ty lớn được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm. Diễn biến này hứa hẹn sẽ đem lại nguồn cung ngoại tệ lớn cho Việt Nam trong thời gian tới.

Tổng hợp các yếu tố, mặc dù đồng VND trong năm 2017 có thể sẽ chịu nhiều sức ép hơn giai đoạn trước nhưng triển vọng **nguồn cung ngoại tệ dồi dào sẽ giúp NHNN có thể chủ động hơn trong việc điều hành và bình ổn thị trường khi cần thiết nhằm đảm bảo nhiều mục tiêu quan trọng** như (1) sự ổn định của nền kinh tế; (2) đảm bảo sức hấp dẫn của Việt Nam với dòng vốn đầu tư; (3) tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất thấp ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng và (4) nợ công ở mức giới hạn cho phép. Theo đó, **chúng tôi dự báo mức giảm giá của VND trong năm 2017 sẽ vào khoảng 2% - 4%.**

Lãi suất huy động tăng nhẹ trong năm 2016. Lãi suất chịu áp lực tăng trong năm 2017 nhưng kỳ vọng sẽ chỉ biến động nhẹ

Lãi suất huy động tăng nhẹ trong năm 2016 trong khi lãi suất cho vay khá ổn định và ít biến động.

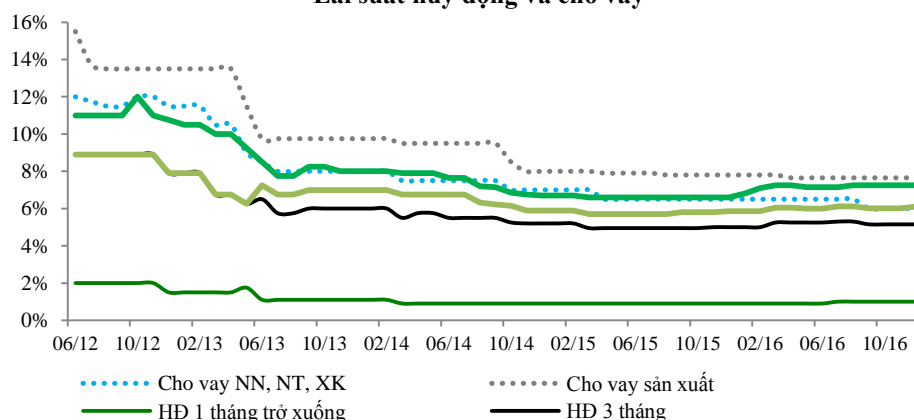
Trong năm 2016, mặt bằng lãi suất huy động tăng nhẹ so với năm 2015 khoảng vài chục điểm cơ bản tùy từng kỳ hạn từ ngắn đến trung và dài hạn, trong đó có hai đợt điều chỉnh tương đối rõ vào Quý 1 và cuối Quý 4. Đến cuối năm 2016, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4,3% - 5,5%/năm, từ 6 tháng đến dưới 12 tháng trong khoảng 5,3% - 7%/năm, từ 12 tháng trở lên trong khoảng 6,5% - 8%/năm.

Chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính của việc tăng lãi suất trong Quý 1.2016 đến từ một số diễn biến của hệ thống ngân hàng kéo theo nhu cầu tăng cường huy động vốn. Có thể kể đến như (i) tăng trưởng huy động (13,59% trong năm 2015) thấp hơn tăng trưởng tín dụng (17,3% trong năm 2015) kéo theo tỷ lệ LDR của một số ngân hàng tại thời điểm này ở mức khá cao. (ii) Thông tư 06 sửa đổi một số điều Thông tư 36 theo hướng thắt chặt hơn quy định về tỷ lệ vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn.

Đối với đợt điều chỉnh tăng nhẹ lãi suất vào cuối Quý 4, ngoài cạnh tranh huy động vốn như kể trên, mặt bằng lãi suất huy động còn chịu thêm áp lực từ việc (1) tỷ giá nóng lên sau bầu cử Mỹ và quyết định tăng lãi suất trong tháng 12 của FED và (2) yếu tố mùa vụ với việc tăng trưởng tín dụng gia tốc về cuối năm cũng như nhu cầu đảm bảo thanh khoản của các ngân hàng xung quanh thời điểm cuối năm Dương lịch và Tết Nguyên đán.

Mặc dù lãi suất huy động tăng nhẹ nhưng lãi suất cho vay trong năm 2016 khá ổn định và ít biến động. Theo NHNN, mặt bằng lãi suất cho vay phổ biến đối với các lĩnh vực ưu tiên ở mức 6%-7%/năm đối với ngắn hạn và 9%-10%/năm đối với trung và dài hạn. Lãi suất cho vay các lĩnh vực sản xuất kinh doanh thông thường ở mức 6,8%-9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3%-11%/năm đối với trung và dài hạn. Đối với nhóm khách hàng tốt, tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, lãi suất cho vay từ 4%-5%/năm.

Lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: CEIC, VCBS

Dự báo mặt bằng lãi suất năm 2017 sẽ tương đối ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức cuối năm 2016, mức tăng nếu có sẽ không quá 50 điểm cơ

Trong năm 2017, mặt bằng lãi suất sẽ vẫn tiếp tục chịu áp lực với (1) những vấn đề còn tồn tại trong hệ thống ngân hàng như kể trên kéo theo việc cạnh tranh huy động và (2) những biến động trên thị trường thế giới, đặc biệt là lộ trình tăng lãi suất của FED đi cùng rủi ro tỷ giá. Theo đó chúng tôi đánh giá lãi suất sẽ rất khó giảm thêm.

Ở chiều ngược lại, trong bối cảnh (1) lạm phát trong tầm kiểm soát như phân tích ở phần trên;

bản (0,5%).

(2) biến động của thị trường ngoại hối và việc giảm giá của VND ở mức hợp lý như kỳ vọng và (3) triển vọng nguồn cung ngoại tệ ở mức ổn định và dồi dào tiếp tục hỗ trợ thanh khoản của hệ thống, chúng tôi cho rằng NHNN vẫn còn dư địa để điều tiết thị trường và giải tỏa các áp lực lên lãi suất.

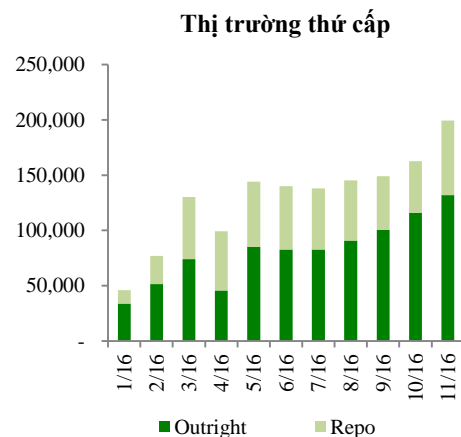
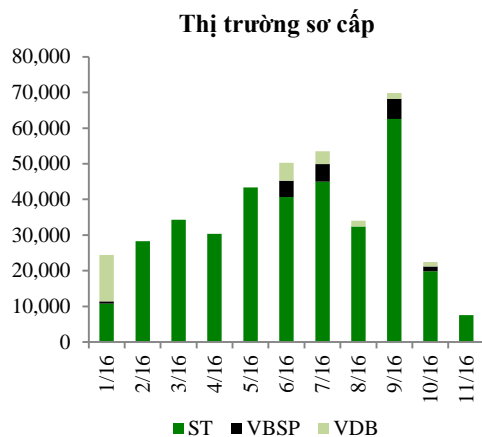
Theo đó, chúng tôi cho rằng, mục tiêu duy trì mặt bằng lãi suất thấp ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ và NHNN là có thể đạt được. **Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất năm 2017 sẽ tương đối ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức cuối năm 2016, mức tăng nếu có sẽ không quá 50 điểm cơ bản (0,5%) và trần lãi suất 5,5%/năm đối với các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng nhiều khả năng sẽ được đảm bảo.**

Trong năm 2016 (tính đến ngày 16/12/2016, 335.873 (+31,95% yoy) tỷ đồng trái phiếu được huy động và 1.517.662 (+73% yoy) tỷ đồng trái phiếu được giao dịch. Kỳ vọng lợi suất trái phiếu sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ trong năm 2017, tuy nhiên mức biến động sẽ phân hóa theo từng kỳ hạn.

Thị trường đã bắt nhịp rất nhanh trong những tháng đầu năm, sôi động hơn vào giai đoạn giữa năm và đang có phần chững lại trong những tuần cuối cùng của năm 2016. Hơn 335.873 tỷ đồng trái phiếu được huy động trong năm 2016 tính đến thời điểm giữa tháng 12, tăng 31,95% so với năm 2015. Trong đó, riêng trái phiếu Chính Phủ chiếm gần 281.294 tỷ đồng. Như vậy, sau hai lần tăng kế hoạch phát hành, Kho Bạc Nhà Nước đã đạt vượt mức kế hoạch 0,1% trong năm 2016.

Trái phiếu Chính phủ nhận được lực cầu lớn trong năm 2016 là do (1) tăng trưởng tín dụng chưa bứt phá; trong khi (2) thanh khoản của hệ thống nhìn chung khá dồi dào và dư thừa khi nhận được lượng cung tiền lớn sau động thái mua vào ngoại tệ của NHNN trong một thời gian khá dài và (3) thông tư 06 sửa đổi đã giúp các NHTMNN có thêm dư địa để đầu tư và kinh doanh TPCP.

Trái phiếu kỳ hạn 5 năm dẫn đầu lượt yêu thích với mức phát hành ấn tượng vượt 57% tổng khối lượng phát hành. Trong giai đoạn dần về cuối năm, kỳ hạn 30 năm bứt phá lên với mức phát hành vượt kế hoạch 25%.

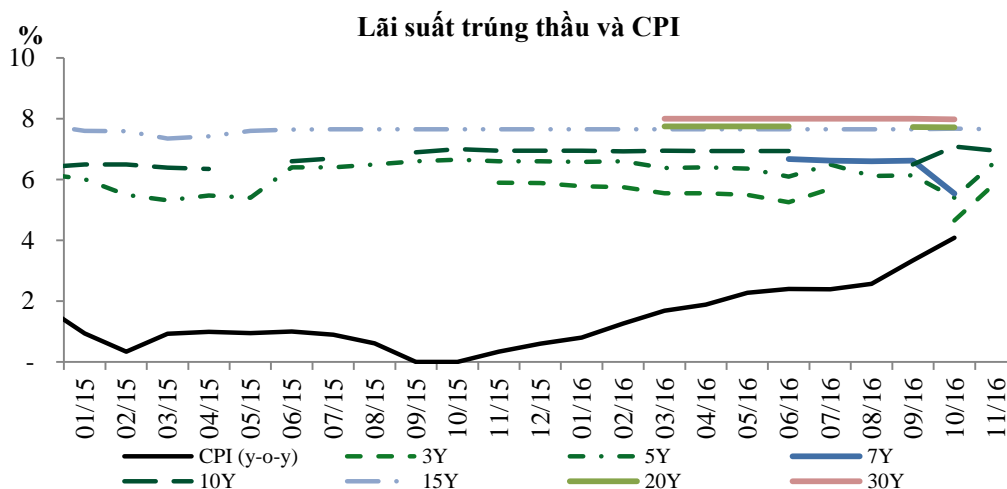


Nguồn: HNX, VCBS

Trong khoảng 2 năm trở lại đây, việc phát hành trái phiếu đã chuyển hướng từ các kỳ hạn ngắn sang các kỳ hạn trung và dài hạn, góp phần định hướng nhu cầu của thị trường sang các kỳ hạn dài hơn.

Biến động của lãi suất trúng thầu có sự khác biệt rõ rệt giữa các nhóm kỳ hạn. Các kỳ hạn dài (20 năm và 30 năm) dao động trong biên hẹp, đi ngang đến cuối Quý 3 sau đó giảm nhẹ và tương đối ổn định đến hết năm. Trái phiếu 5 năm có biên độ dao động rộng hơn khi giảm nhẹ từ Quý 1 sau đó giảm mạnh tạo đáy vào cuối Quý 3 rồi bật tăng trở lại đầu Quý 4. Kỳ hạn 7 năm dao động tăng nhẹ vào Quý 2 và sau đó giảm mạnh dần về cuối năm do thu hút được lực cắt tốt hơn. Diễn biến này cho thấy mỗi quan tâm của thị trường cũng như thanh khoản nói chung đang

có xu hướng cải thiện ở những kỳ hạn dài hơn.



Nguồn: HNX, VCBS

Trong năm 2017, thanh khoản của hệ thống ngân hàng sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng tác động lên diễn biến thị trường trái phiếu. Với kỳ vọng (1) nguồn cung ngoại tệ ở mức tốt; (2) rủi ro tỷ giá ở mức chấp nhận được kết hợp cùng (3) định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp, thanh khoản của hệ thống, loại trừ hiệu ứng mùa vụ, nhiều khả năng vẫn sẽ ở mức ổn định và dồi dào. **Theo đó chúng tôi kỳ vọng lợi suất trái phiếu sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ trong năm 2017, tuy nhiên mức biến động sẽ phân hóa theo từng kỳ hạn.** Khả năng lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm tiếp tục giảm thêm so với mức đáy của năm 2016 là thấp khi đã khá tiệm cận với lạm phát và kỳ vọng lạm phát trong dài hạn. Trong khi đó thanh khoản và mối quan tâm của thị trường dự báo sẽ chuyển dịch sang các kỳ hạn từ 7 đến 15 năm khiến cho biến động lợi suất của các kỳ hạn này có thể sẽ nhiều hơn.

NHNN điều tiết hợp lý, giữ ổn định cho thị trường tiền tệ, đảm bảo thanh khoản cho hệ thống.

Với vai trò điều tiết, Ngân Hàng Nhà Nước đã làm tốt vai trò của mình trong năm 2016. Những biến động khó lường của thị trường tài chính thế giới đã gây không ít áp lực lên chính sách điều hành lãi suất và tỷ giá; tuy nhiên, NHNN đã thành công trong việc duy trì một mặt bằng lãi suất hợp lý và hạn chế được nhiều yếu tố đầu cơ trên thị trường ngoại hối. Việc đảm bảo thanh khoản cho hệ thống ngân hàng cũng được phối hợp nhịp nhàng, tuân theo điều kiện mùa vụ của nền kinh tế, cũng như theo nhu cầu của người dân vào các dịp lễ Tết.

Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

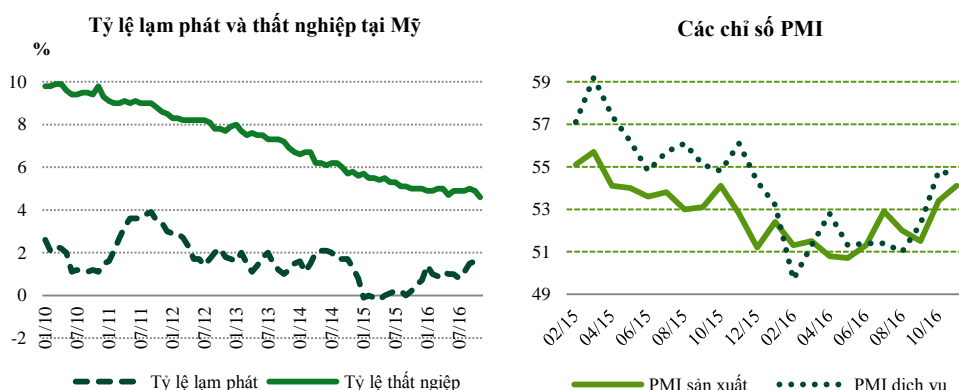
Kinh tế Mỹ tiếp tục cải thiện trong năm 2016. Ông Donald Trump đắc cử vị trí Tổng thống Mỹ. Trong năm 2017, lộ trình thắt chặt tiền tệ của Mỹ nhiều khả năng sẽ được đẩy nhanh hơn.

Tăng trưởng GDP trong Quý 3 của Mỹ tăng ấn tượng 3,2% yoy so với mức tăng 2,6% cùng kỳ năm ngoái, đồng thời cao hơn mức kỳ vọng 2,9%. Đây là con số cao nhất trong vòng 2 năm trở lại đây do chi tiêu dùng, xuất khẩu và đầu tư tài sản cố định đều tăng trưởng trong kỳ. Trong khi đó, tỷ lệ thất nghiệp trong năm 2016 được duy trì ổn định ở mức thấp xung quanh 4,9% (thậm chí có thời điểm giảm thấp về 4,6%). Đồng thời số lượng đơn xin trợ cấp thất nghiệp theo tuần giảm xuống dưới 280.000 đơn/ tuần trong vòng nhiều tháng.

Tăng trưởng PMI dịch vụ tháng 11 đạt mức cao nhất trong vòng 13 tháng và luôn duy trì trên 50 điểm trong năm 2016. Diễn biến cùng chiều, chỉ số sản xuất PMI cũng luôn được duy trì trên 50 điểm và tăng mạnh đặc biệt trong tháng 10 và 11 ghi nhận mức 54,1 điểm trong tháng 11. Trong

khi đó, lạm phát có xu hướng nhích dần về cuối năm và tiến gần hơn tới mục tiêu 2%. Cụ thể, lạm phát trong tháng 10 đạt 1,6% yoy.

Sau chỉ một lần tăng lãi suất vào tháng 12 năm 2015, liên tiếp những sự kiện trên thế giới như Trung Quốc hay Brexit buộc FED giữ quan điểm thận trọng và chỉ tăng lãi suất 1 lần trong năm 2016 vào kỳ họp tháng 12. **Đồng thời, FED cũng kỳ vọng sẽ tiến hành nâng lãi suất khoảng 3 lần trong năm 2017.** Theo đó, mặc dù FED đã tăng lãi suất ở mức tối thiểu đúng như dự báo của thị trường nhưng lộ trình tăng có phần mạnh hơn các kỳ vọng trước đó. Như vậy trong năm tới, đồng USD được dự báo sẽ tiếp tục mạnh lên so với các ngoại tệ chủ chốt khác.



Nguồn: Bloomberg, VCBS.

Ông Donald Trump đắc cử Tổng Thống Mỹ là sự kiện đáng chú ý đối với Mỹ trong năm vừa qua, ngay sau khi những lo ngại ngắn hạn qua đi, thị trường chứng khoán Mỹ đã bật tăng mạnh mẽ với những kỳ vọng về luồng gió mới trong chính sách của tân Tổng thống Mỹ đặc biệt là các vấn đề có liên quan tới (i) việc Mỹ tăng cường bảo hộ thương mại kéo theo nguy cơ hiệp định TPP bị kéo dài hoặc thậm chí hủy bỏ; (ii) lộ trình thắt chặt chính sách tiền tệ của Mỹ có thể chịu áp lực đẩy nhanh hơn kỳ vọng và (iii) dòng vốn sẽ chuyển dịch, rút khỏi các thị trường biên và mới nổi. Tuy nhiên mức độ hiện thực hóa của các chính sách là yếu tố chính gây nên ảnh hưởng trên thị trường. Trong khi việc rút khỏi TPP không quá khó khăn do quyết định này chỉ cần Tổng thống phê duyệt và ban hành, thì các vấn đề yêu cầu sự phê chuẩn của lưỡng viện Quốc hội sẽ mất thêm thời gian. **Theo đó, rủi ro bất định được dự báo sẽ tăng dần theo thời gian đặc biệt trong trung và dài hạn.**

Kinh tế Mỹ trong năm 2017 được dự báo tiếp tục tăng trưởng tuy nhiên sẽ chậm hơn so với năm nay. Đồng USD có xu hướng mạnh lên trước xu hướng tiền tệ thắt chặt.

Thời gian là thước đo cần thiết để cho thấy những hiệu quả từ chính sách của ứng cử viên Đảng Cộng hòa. Tuy nhiên, đây là con dao hai lưỡi khi những thay đổi trong chính sách có thể không giữ được tốc độ tăng trưởng của guồng máy kinh tế Mỹ đang hoạt động tốt trong 2 năm trở lại đây. Chính sách tiền tệ thắt chặt là tâm điểm chính sách đáng chú ý khi yếu tố này đi kèm với xu hướng **nới lỏng của các NHTW lớn khác trên thế giới sẽ càng tạo ra áp lực khiến đồng bạc xanh mạnh lên.**

Châu Âu

Kinh tế Châu Âu trong năm qua không có nhiều tín hiệu khởi sắc. Trong đó, Brexit được xem là cú sốc lớn nhất.

Kinh tế châu Âu trong năm 2016 không có nhiều tín hiệu khởi sắc. Tăng trưởng GDP lui nhẹ từ 0,5% qoq trong Quý 1 xuống chỉ còn 0,3% qoq trong 2 Quý tiếp theo. Trong Quý 3 kinh tế khu vực châu Âu tăng trưởng 1,6% yoy không đổi so với tốc độ năm ngoái trong khi tốc độ tại Eurozone là 1,8% yoy. Tình hình sản xuất là điểm sáng tích cực của khu vực này khi chỉ số sản xuất PMI luôn được duy trì trên ngưỡng 51 điểm cho thấy tốc độ mở rộng sản xuất ổn định.

Sản xuất đặc biệt mở rộng vào cuối năm theo yếu tố mùa vụ khi chỉ số PMI liên tiếp tăng trong 3 tháng gần đây, đạt 53,7 điểm trong tháng 11.

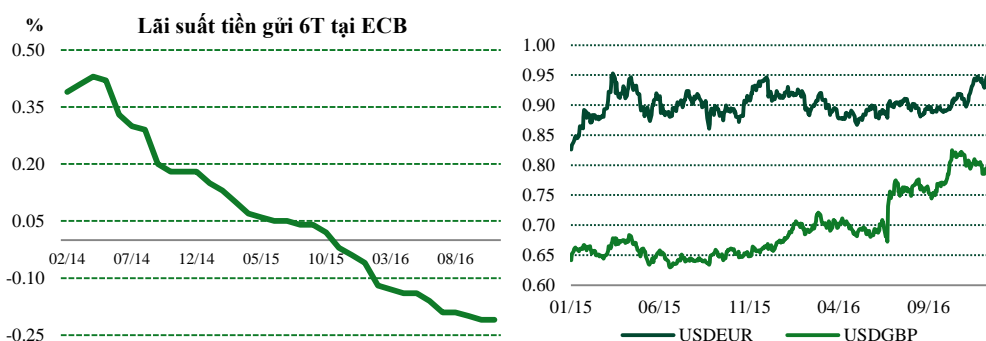
Tỷ lệ thất nghiệp có xu hướng suy giảm trong năm 2016. Tại EU19 tỷ lệ thất nghiệp giảm từ 10,4% trong tháng 1 xuống 9,8% trong tháng 10, mức thấp nhất trong vòng 7 năm trở lại đây. Tuy nhiên con số này vẫn cao hơn mức đáy 7,2% đạt được năm 2008. Trong khi đó, tại khu vực EU28 tỷ lệ thất nghiệp giảm từ 8,9% trong tháng 1 xuống 8,3% trong tháng 10.

Lạm phát đạt mức đáy trong Quý 1 và sau đó có dấu hiệu dần phục hồi đạt mức tăng 0,6% yoy trong tháng 11, vẫn còn cách xa lạm phát mục tiêu 2%. Lạm phát lõi ổn định ở mức 0,8% yoy.

Brexit được xem là cú sốc đối với thị trường tài chính trong năm qua. Tuy nhiên, các tác động từ Brexit khó có thể nhìn nhận hết. Với sự kiện này chúng tôi quan tâm đến chính sách tiền tệ của các NHTW châu Âu cũng như NHTW Anh. Các nỗ lực đàm phán từ cả Anh và EU nhằm tạo ra các thỏa thuận song phương hợp lý đặc biệt thương mại nhằm tránh những rủi ro phát sinh “Brexit cứng”.

Nguy cơ bất ổn chính trị sau sự kiện Brexit cùng với nhiều vấn đề khác khiến ECB nhiều khả năng duy trì chính sách nới lỏng trong năm 2017.

Các tâm điểm xung quanh Brexit, nợ công Hy Lạp, người nhập cư là những vấn đề đè nặng lên kinh tế châu Âu. Theo đó, ECB khó có thể chấm dứt các gói mua lại tài sản trong tháng 3/2017. Thậm chí, chúng tôi không loại trừ khả năng chương trình sẽ được mở rộng cả về thời gian lẫn quy mô thực hiện. **Điều này kéo theo dự báo về việc chỉ còn là vấn đề thời gian trước khi 1 USD ngang giá 1 EUR.**



Nguồn: Bloomberg, VCBS.

Châu Á

Đà giảm tốc kinh tế Trung Quốc tạm chững lại vào cuối năm. Tuy nhiên, nhiều khả năng PBOC sẽ tiếp tục hạ giá đồng CNY.

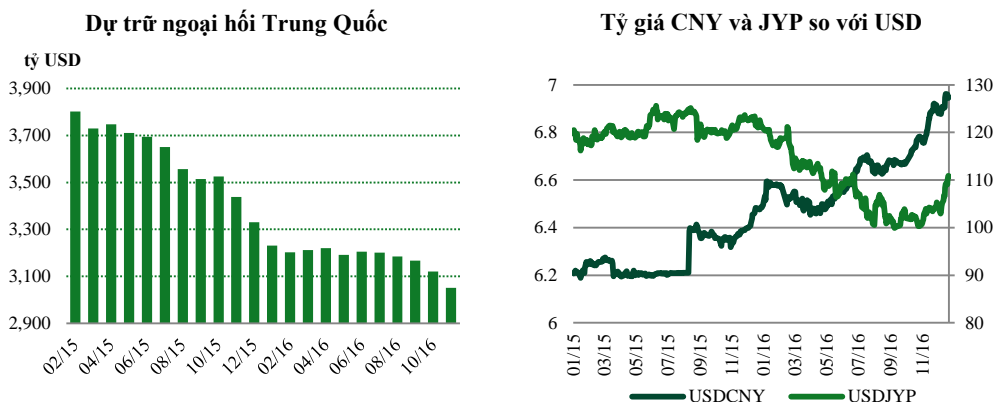
Tăng trưởng GDP tính tới thời điểm hết Quý 3 đạt 6,7%. Như vậy, nhiều khả năng tăng trưởng GDP Trung Quốc trong năm 2016 sẽ hoàn thành mục tiêu 6,5-7%, Tuy nhiên với tốc độ tăng trưởng sẽ chỉ khoảng 6,7% - tiếp tục là năm tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 1990.

Trong năm 2016, sản xuất của Trung Quốc sau khi suy giảm rõ rệt nét hồi đầu năm đã dần hồi phục. Chỉ số PMI sau khi tạo đáy vào cuối năm 2015 quanh vùng 47 điểm nhích tăng và trở lại mức mở rộng (trên 50) vào tháng 9. Theo đó, trái với các nhìn nhận về triển vọng khá tiêu cực hồi đầu nửa cuối năm, tình hình sản xuất Trung Quốc cho thấy dấu hiệu cải thiện về cuối năm. Sản lượng công nghiệp bật tăng 6,2% trong tháng 11. Sản lượng hàng hóa cũng tăng 10,8% - mức tăng cao nhất trong vòng 12 tháng. Đầu tư tài sản cố định tăng 8,3% trong 11 tháng. Lạm phát sau khi suy giảm xuống mức đáy tăng 1,3% yoy trong tháng 7 đã bật tăng trở lại 2,3% yoy trong tháng 11 do giá thực phẩm tăng.

Tuy nhiên, tính chung 11 tháng đầu năm hoạt động thương mại của Trung Quốc suy giảm 6,9%.

Thặng dư thương mại thu hẹp đáng kể và chỉ cải thiện nhẹ vào tháng 11 khi xuất khẩu và nhập khẩu tăng trưởng nhẹ lần lượt 0,1%yoy và 6,7%. Tính chung trong 11 tháng đầu năm, giá trị nhập khẩu suy giảm 7,5% do cầu yếu tại thị trường châu Á và các nền kinh tế mới nổi. Nhập khẩu giảm 6,2% do giá cả hàng hóa suy giảm. Đồng thời, trong năm 2016, tỷ lệ dự trữ ngoại hối tiếp tục giảm về mức thấp đạt mức 3,05 nghìn tỷ USD.

Chúng tôi nhìn nhận rõ nét xu hướng giảm giá đồng CNY nhằm hỗ trợ xuất khẩu. Theo số liệu của Bloomberg, CNY giảm giá 6% so với cuối năm 2015. Kể từ thời điểm Ông Donald Trump đắc cử tổng thống Mỹ, đồng CNY tiếp tục giảm giá mạnh. Chúng tôi chưa nhìn thấy động cơ đáng kể nào khiến Trung Quốc ngừng giảm giá đồng CNY. Theo đó, **trong năm tới các biến động từ thế giới có thể trở thành cơ hội hợp lý để PBOC tiếp tục giảm giá đồng CNY đặc biệt trong giai đoạn đầu năm 2017.**



Nguồn: Bloomberg, VCBS.

Kinh tế Nhật Bản tăng trưởng yếu. Diễn biến thế giới tạo nên diễn biến khó lường với đồng Yên và tác động mạnh tới hiệu quả chính sách tiền tệ của BOJ. Trong năm tới, chính sách tiền tệ nói lỏng vẫn sẽ là xu hướng chủ chốt.

Nền kinh tế Nhật Bản tăng trưởng yếu. Tốc độ tăng trưởng GDP theo quý chậm dần từ mức 0,7% trong Quý 1 xuống 0,3%qoq trong Quý 3. Trong đó, con số tăng trưởng trong Quý 3 được điều chỉnh giảm so với con số ước tính 0,5% trước đó do nhu cầu nội địa không có sự thay đổi lớn trong khi thương mại đóng góp ít hơn vào tăng trưởng. Tỷ lệ thất nghiệp trong năm 2016 giảm thấp về xung quanh 3% khi Nhật bản có nhu cầu lớn về lao động nhằm phục vụ nhu cầu tái thiết sau thiên tai.

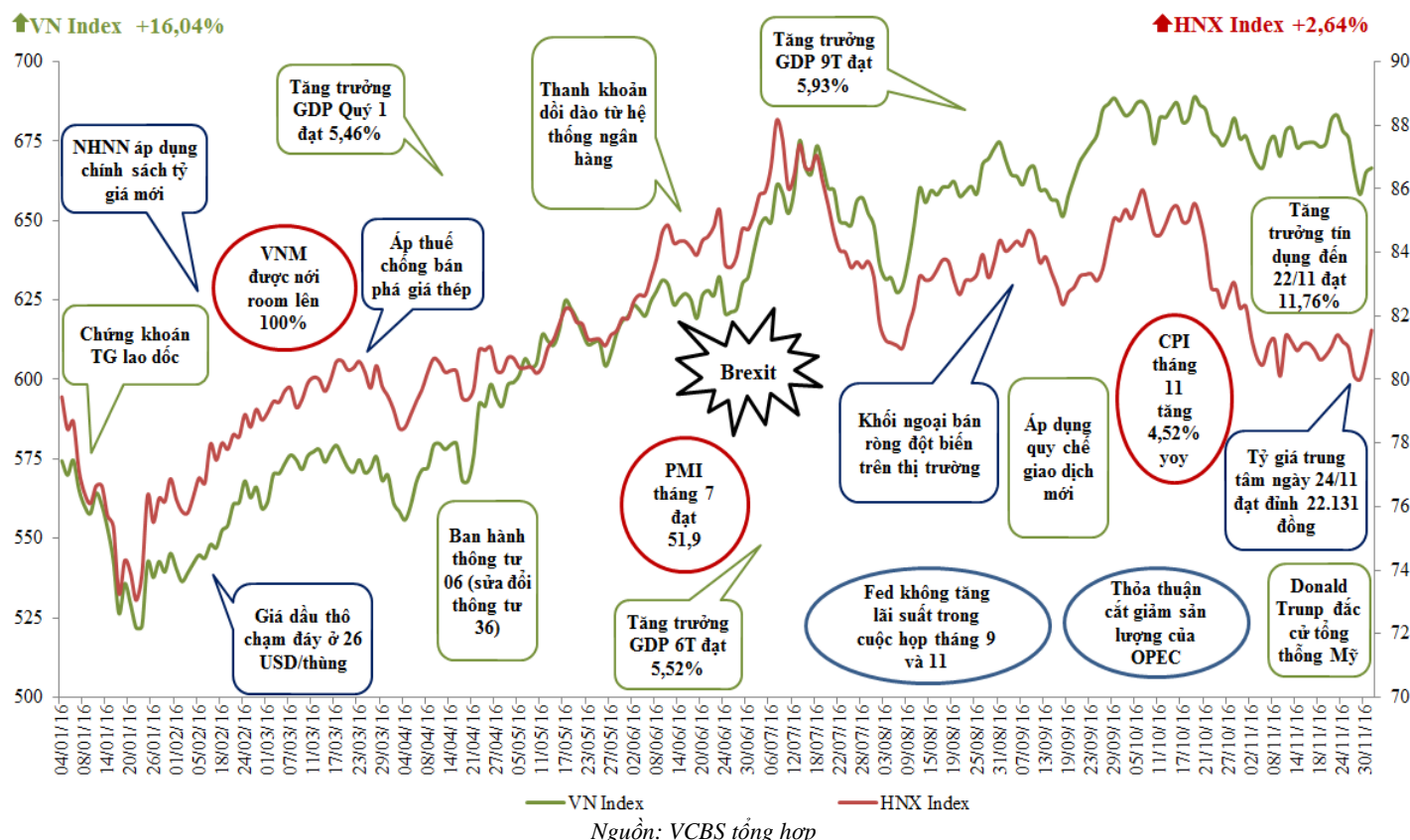
Trong năm 2016, xu hướng chung của Nhật Bản suy giảm rõ nét. Liên tục từ tháng 4 mức lạm phát luôn ở dưới mức 0% và chỉ nhích nhẹ về 0,1%yoy trong tháng 11. Lạm phát lõi cũng duy trì ở dưới 0%.

Thương mại Nhật Bản cho thấy những dấu hiệu giảm sút rõ nét. Trong đó, xuất khẩu giảm mạnh 10,3%- tháng thứ 13 suy giảm liên tiếp, giảm mạnh hơn so với mức kỳ vọng trước đó. Tháng 11 tiếp tục ghi nhận xu hướng nhập khẩu giảm nhanh và mạnh hơn xuất khẩu khi suy giảm tới 16,5% yoy. Diễn biến này theo đó tạo ra giá trị thặng dư thương mại đối với Nhật Bản trong năm 2016 thay vì thâm hụt thương mại như đã từng ghi nhận suốt kể từ năm 2012.

Các yếu tố trên, khiến nhà đầu tư đổ dồn sự chú ý về phía chính sách của BOJ. Bên cạnh việc lùi thời gian đặt ra cho mục tiêu tăng trưởng lạm phát cũng như hạ mức tăng trưởng GDP, BOJ liên tiếp đưa ra các chính sách nói lỏng. Cụ thể trong giai đoạn đầu năm là việc mở rộng gói mua lại tài sản; tác động lên đường cong lãi suất hay mua lại không hạn chế trái phiếu trong vòng 5 năm tới. Tuy nhiên, ảnh hưởng những chính sách BOJ suy giảm rõ nét khi (i) đồng Yên nhanh chóng mạnh lên trong Quý 3 và (ii) tác động tiêu cực từ các yếu tố thiên tai. **Theo đó, chúng tôi cho rằng BOJ sẽ tiếp tục triển khai biện pháp nói lỏng trong năm 2017, giãn rộng thời gian mục tiêu tăng trưởng và lạm phát.**

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

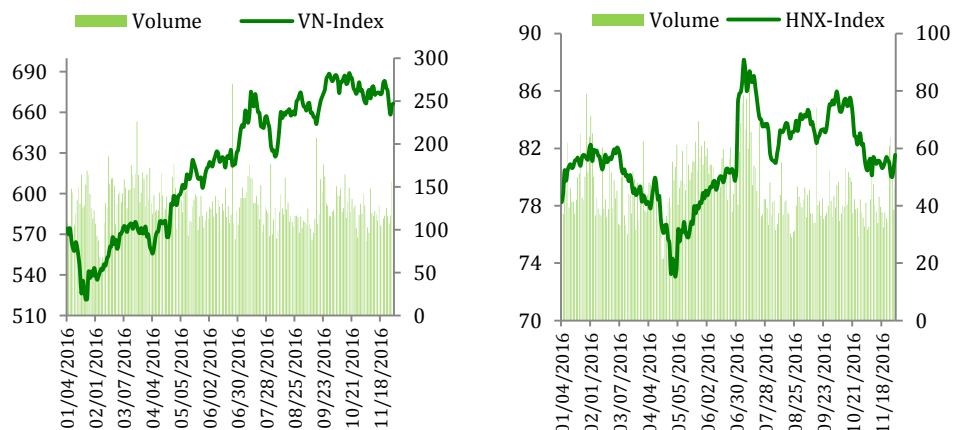
Diễn biến thị trường



2016: Chỉ số ghi nhận chu kỳ tăng kéo dài 10 tháng trước khi đảo chiều xu hướng trong Quý 4.

11 tháng đầu năm VN Index và HNX Index tăng trưởng lần lượt 16,04% ytd và 2,64% ytd. Nhịp giảm mạnh trong tháng 1 nhanh chóng đi qua và bị lu mờ bởi nhịp tăng kéo dài gần 10 tháng. VN Index thiết lập mức đỉnh trong năm tại ngưỡng 690 điểm (tương ứng với mức tăng 32,69% kể từ đáy 520 điểm). Những **động lực quan trọng đóng góp vào xu hướng này bao gồm** (i) tốc độ hồi phục chậm của nhiều nền kinh tế lớn khiến các Ngân hàng Trung ương mở rộng chương trình nới lỏng, tạo điều kiện cho dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán, (ii) sự phục hồi của giá cả nhiều loại hàng hóa, đặc biệt là dầu thô, (iii) hoạt động tích cực của khối ngoại, và (iv) trạng thái dồi dào từ thanh khoản hệ thống ngân hàng cũng như diễn biến lãi suất, tỷ giá ổn định. Các yếu tố hỗ trợ này giúp chỉ số nhanh chóng hồi phục sau những diễn biến bất ngờ trên thế giới nổi bật là sự kiện Brexit vào tháng 6.

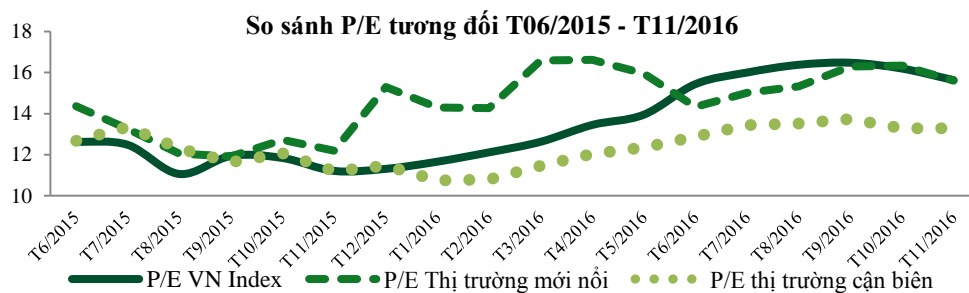
Như đã đề cập trong [Báo cáo triển vọng Quý 4](#), thời điểm cuối năm không phải là thời điểm giải ngân của khối ngoại. Kèm theo đó, áp lực điều chỉnh lớn sau chuỗi tăng dài của chỉ số khiến xu hướng suy giảm tiếp diễn ít nhất cho tới hết Quý 4. Tính từ mức đỉnh ghi nhận cuối tháng 10, nếu loại trừ ảnh hưởng của ROS, VN Index suy giảm gần 11% và đánh mất xu hướng tăng trung hạn.



Nguồn: VCBS tổng hợp

P/E thị trường Việt Nam tăng mạnh trong năm 2016, đạt đỉnh trong tháng 9 và không còn ở mức hấp dẫn so với các thị trường cận biên khác. Kéo theo đó, áp lực điều chỉnh gia tăng về cuối năm.

Trong năm 2016, chỉ số P/E trên sàn HSX tăng mạnh do thay đổi lớn về thị giá khi hàng loạt cổ phiếu vượt đỉnh nhiều năm. Kết thúc tháng 11, chỉ số P/E trên HSX đã tăng 38,23% so với đầu năm, tương đương mức đỉnh năm 2014. Mặc dù, P/E tại các thị trường cận biên và mới nổi có xu hướng tăng mạnh trong năm 2016, tốc độ tăng P/E của Việt Nam vẫn tăng nhanh hơn mức trung bình. Theo đó, **mức P/E của VN Index trong tháng 11 đã vượt xa mức trung bình các thị trường cận biên và thậm chí có thời điểm vượt trên mức P/E của các thị trường mới nổi cho thấy mặt bằng giá trên thị trường Việt Nam không còn quá hấp dẫn.**



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Cổ phiếu Dầu khí cán đích năm 2016 với thành tích vượt trội.

Cổ phiếu Dầu khí dẫn đầu thị trường về mức tăng trưởng. Theo sau là nhóm Bất động sản, Thực phẩm tiêu dùng và Bảo hiểm.

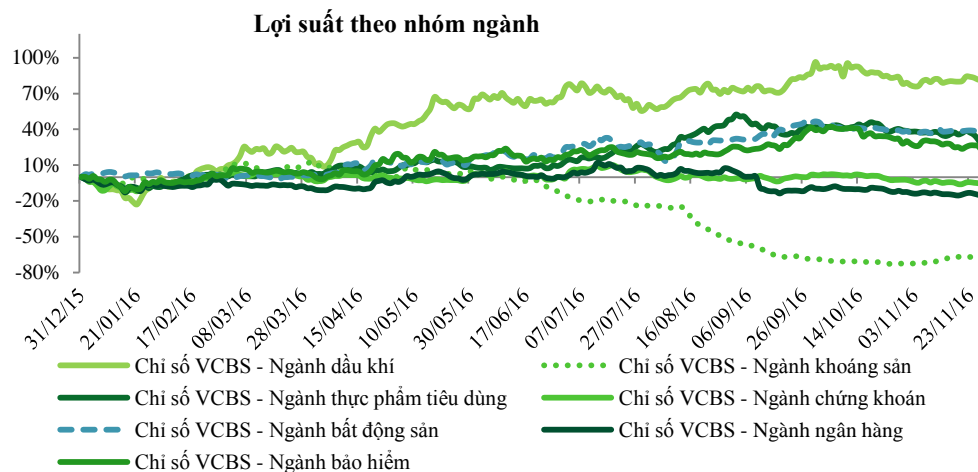
Năm 2016 chứng kiến sự trở lại mạnh mẽ của nhóm Dầu khí sau nỗi thất vọng trong năm 2015 với sự tăng trưởng ấn tượng 71,73% yoy. Theo sau đó là các nhóm ngành Bất động sản (+36,1% yoy) Thực phẩm tiêu dùng (+31,26% yoy) và Bảo hiểm (+20,91% yoy).

Nhóm Dầu khí: Với đặc điểm hoạt động sản xuất kinh doanh phụ thuộc nhiều vào diễn biến của giá dầu thế giới, nhóm Dầu khí trở thành đầu tàu nâng đỡ chỉ số sau khi giá dầu thô hồi phục mạnh kể từ đầu năm. Tuy nhiên kể từ cuối tháng 9, nhóm Dầu khí bước vào giai đoạn đi ngang.

Tại **nhóm Bất động sản**, việc nhiều doanh nghiệp đạt điểm rơi doanh thu trong năm 2016 đã giúp nhiều cổ phiếu trong ngành bứt phá tốt trong giai đoạn nửa cuối năm. Bên cạnh đó, sự khởi sắc của nhóm Bất động sản nhận được sự đóng góp chủ yếu bởi cổ phiếu đầu ngành VIC với kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh, giá cổ phiếu theo đó cũng đón nhận

diễn biến khả quan.

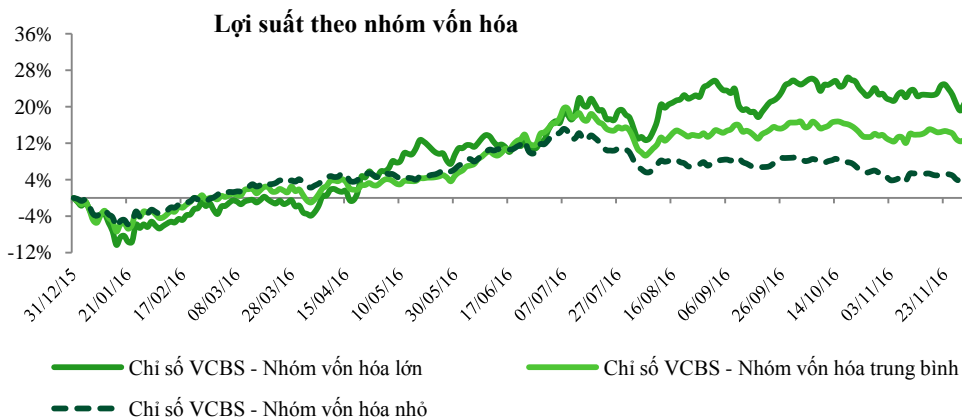
Ngành Thực phẩm tiêu dùng đón nhận nhiều biến động trong năm vừa qua. Động lực chủ yếu của nhóm này vẫn xoay quanh VNM với nhiều thông tin hỗ trợ như nới room ngoại lên 100%; SCIC chính thức thoái vốn hay được thêm vào danh mục của 2 Quỹ ETF ngoại. Việc các cổ phiếu Bia gia nhập thị trường vào thời điểm cuối năm sẽ mở ra nhiều kỳ vọng tại nhóm này trong năm tới.



Khoáng sản là nhóm cổ phiếu giảm mạnh nhất trong các nhóm ngành đặc biệt trong 6 tháng cuối năm khi phạm về huy động vốn và công bố thông tin của các doanh nghiệp Khoáng sản như KSK, KHB, KHL bị UBCK xử phạt. Đà giảm của nhóm này còn có nguyên nhân từ sự thay đổi khẩu vị nhà đầu tư sang các cổ phiếu có yếu tố cơ bản.

Sau khởi đầu có phần trầm lắng trong Q1, nhóm vốn hóa lớn trở lại vai trò dẫn dắt thị trường. Sự phân hóa trở nên rõ nét trong nửa cuối năm khi nhóm vốn hóa trung bình và nhỏ dần chững lại.

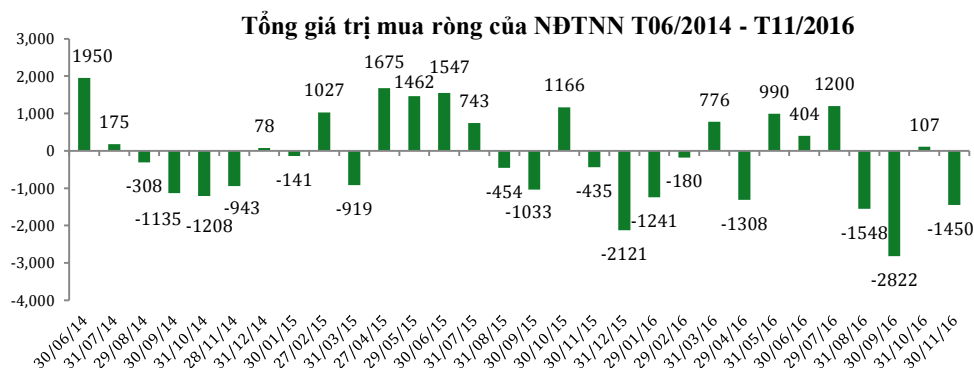
Xu hướng trong năm 2015 được duy trì khi nhóm vốn hóa lớn vẫn là tâm điểm thu hút dòng tiền. Giai đoạn nửa đầu năm 2016 chứng kiến sự bứt phá từ các cổ phiếu vốn hóa trung bình được hưởng lợi trực tiếp từ các yếu tố cơ bản như giá hàng hóa phục hồi, hoạt động nới room, thoái vốn. Các tháng cuối năm, ngoài việc khẩu vị đầu tư trên thị trường tiếp tục chuyển dịch từ các cổ phiếu mang yếu tố đầu cơ sang nhóm cổ phiếu cơ bản, đà tăng tại nhóm vốn hóa lớn còn nhận được sự hỗ trợ quan trọng từ hoạt động niêm yết mới của một số doanh nghiệp lớn.



Áp lực bán ròng chốt lời của khối ngoại dâng cao sau khi VN Index đạt đỉnh 690.

Sau giai đoạn mua ròng khá trong 7 tháng đầu năm (loại trừ giao dịch tại VIC), những biến động từ thế giới khiến áp lực bán ròng từ khối ngoại dâng cao trong những tháng cuối năm.

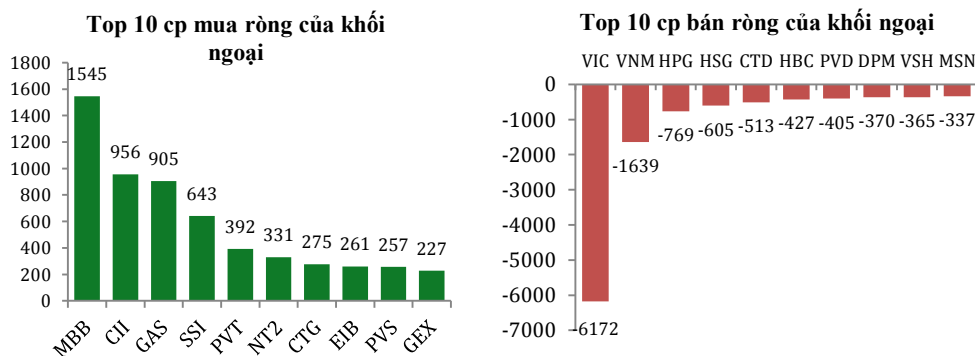
Sau 11 tháng của năm 2016, khối ngoại bán ròng hơn 5.000 tỷ đồng trên thị trường Việt Nam, qua đó chấm dứt chuỗi mua ròng kéo dài liên tục trong 4 năm gần đây. Nhịp tăng điểm mạnh kéo dài suốt 7 tháng đầu năm nhận được sự hỗ trợ đáng kể từ lượng mua ròng ổn định của các nhà đầu tư nước ngoài (loại trừ giao dịch tại VIC). Tuy nhiên, những tháng sau đó chứng kiến xu hướng rút ròng mạnh của khối này trong bối cảnh (1) mặt bằng giá trên thị trường đã tăng mạnh kể từ đầu năm và không còn quá hấp dẫn, (2) những biến động trên thế giới như Brexit, cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ hay FED tăng lãi suất tạo nên ảnh hưởng tiêu cực tới dòng vốn chảy vào các thị trường biên và mới nổi.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Giao dịch của khối ngoại tiếp tục xoay quanh các cổ phiếu vốn hóa lớn:

- Các cổ phiếu Ngân hàng và Dầu khí chiếm số lượng đồng đảo tại top cổ phiếu được mua ròng nhiều nhất. Trong đó, MBB đứng ở vị trí đầu tiên sau khi hở room ngoại. 2 cổ phiếu nổi room khác cũng nằm trong top đầu là CII và SSI. Ngoài ra, với sự phục hồi mạnh mẽ của nhóm Dầu khí, GAS, PVT, PVS cũng lọt top mua ròng của khối ngoại.



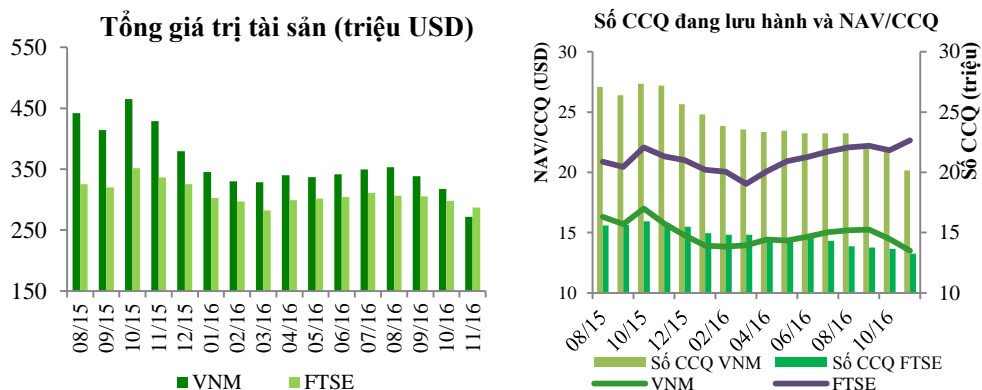
Nguồn: VCBS tổng hợp

- Trong khi đó, giá trị bán ròng ngoại tập trung chủ yếu tại VIC với sức ép từ lượng trái phiếu chuyển đổi từ các tổ chức nước ngoài. Tuy nhiên, nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn khác như HSG, HPG, MSN cũng lọt top cổ phiếu bán ròng cho thấy xu hướng tái cơ cấu danh mục của nhà đầu tư ngoại. Đáng chú ý, VNM sau khi được nới room lên 100% bất ngờ trở thành tâm điểm trong xu hướng bán ròng của khối ngoại. Chúng tôi cho rằng mức sinh lời hấp dẫn của VNM trong những năm qua khiến việc hiện thực hóa lợi nhuận tại cổ phiếu này được khối ngoại ưu tiên hơn.

Các Quỹ ETF đẩy mạnh rút ròng vốn vào cuối năm.

Nằm trong xu hướng chung của khối ngoại, áp lực rút vốn tại 2 quỹ ETFs mạnh lên đáng kể trong giai đoạn cuối năm.

Xem xét hai quỹ ETF ngoại tiêu biểu đang hoạt động tại thị trường chứng khoán Việt Nam là Quỹ FTSE Vietnam UCITS ETF (FTSE) và Quỹ Market Vectors Vietnam ETF (VNM), năm 2016 chứng kiến sự sụt giảm mạnh số lượng chứng chỉ quỹ (ccq) niêm yết, đặc biệt vào giai đoạn cuối năm, giống như xu hướng ghi nhận trong năm 2015. Tính chung trong 11 tháng, VNM ETF đã ghi nhận mức sụt giảm 4,65 triệu ccq tương đương giá trị bán ròng trên thị trường Việt Nam khoảng gần 1.200 tỷ đồng. Trong khi đó, quỹ FTSE ghi nhận mức giảm ccq 1,72 triệu đơn vị tương đương giá trị bán ròng khoảng 877 tỷ đồng.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Động thái nói room tại cổ phiếu VNM đã tạo nên bước ngoặt đối với cơ cấu danh mục của hai quỹ ETF. Với việc được thêm vào danh mục của cả VNM ETF và FTSE ETF với tỷ trọng cao nhất, VNM đã khiến nhiều cổ phiếu còn lại bị bán ròng mạnh trong kỳ tái cơ cấu tháng 9.

Triển vọng 2017: Cơ hội luôn tồn tại. Các rủi ro xuất hiện nhiều hơn đặc biệt vào nửa cuối năm.

Năm 2016 đi qua với liên tiếp những cú sốc tới từ thị trường thế giới, vượt ngoài dự báo của nhà đầu tư. Trong đó nổi bật nhất là sự kiện Brexit diễn ra vào cuối tháng 6 và việc tỷ phú Donald Trump đắc cử Tổng thống Mỹ. Ở cả hai sự kiện này, sau khi những hiệu ứng ngắn hạn qua đi chúng tôi quan tâm đến tác động lâu dài có tiềm năng tạo nên rủi ro hệ thống không thể lường trước.

Mặc dù vậy, các yếu tố bất ổn nhiều khả năng buộc các NHTW (ngoài FED) duy trì biện pháp nới lỏng nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Điều này khiến chúng tôi kỳ vọng thị trường Việt Nam vẫn được hưởng lợi từ các dòng vốn từ nước ngoài trong đó chủ yếu là từ các quốc gia châu Á như Trung Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Các yếu tố tốt xấu đan xen đòi hỏi sự ứng biến linh hoạt, theo dõi sát sao các nhóm ngành có khả năng tạo ra đột biến, khả năng tạo ra cơ hội cho nhà đầu tư như:

- ✓ Các cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng các yếu tố cơ bản tốt, đặc biệt là các bluechips đầu ngành khi nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận mức P/E cao, đặc biệt tại một số các nhóm ngành ưu tiên như Vật liệu xây dựng, Xây dựng, Bán lẻ, Xây dựng cơ sở hạ tầng,
- ✓ Nhóm doanh nghiệp có các câu chuyện cá biệt thu hút được dòng tiền như mới niêm yết chính thức, chuyển sàn, M&A, thoái vốn nhà nước, nói room cho nhà

đầu tư ngoại.

- ✓ *Nhóm doanh nghiệp được hưởng lợi từ xu hướng giá cả các loại mặt hàng nguyên-nhiên-vật liệu thay đổi và góp phần ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh cốt lõi.*
- ✓ *Các doanh nghiệp có xu hướng phòng thủ tốt khi thị trường có các tín hiệu chuyển biến kém tích cực đặc biệt trong giai đoạn nửa cuối năm 2017.*
- ✓ *Các nhóm ngành Bia, Dịch vụ hàng không với khả năng được các Quỹ đầu tư phân bổ tỷ trọng danh mục trong bối cảnh hàng loạt mã vốn hóa lớn mới niêm yết làm dịch chuyển cán cân những các nhóm ngành có đóng góp lớn vào chỉ số chung.*

2017: Cơ hội tăng trưởng tồn tại với một số điểm nhấn đáng chú ý.

(1) Khác với bối cảnh đầu năm 2016, **lượng cung hàng trên thị trường được dự báo sẽ cải thiện về cả lượng và chất trong năm 2017** dựa trên những định hướng của chính phủ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động cổ phần hóa và niêm yết các doanh nghiệp Nhà nước. Tiêu biểu nhất trong năm 2017, nhà đầu tư chờ đợi quá trình (i) niêm yết của các doanh nghiệp sau đợt phát hành lần đầu ra công chúng như Petrolimex, VEAM, Vinatex, Vietnam Airline hay các doanh nghiệp đang chuẩn bị IPO như Vietjet Air, PV Power, Mobifone, ...; (ii) quá trình chuyển sàn của một số tổng công ty với giá trị vốn hóa lớn sau thời gian niêm yết trên Upcom như Habeco (BHN), Viglacera (VGC), Tổng công ty Cảng hàng không (ACV), (iii) Thời điểm và mức độ thực hiện cam kết trong lộ trình thoái vốn nhà nước tại 10 doanh nghiệp lớn tại SCIC đã được Chính phủ thông qua. Trong đó, sau khi thực hiện không thành công thương vụ thoái vốn nhà nước tại VNM, chúng tôi chờ đợi những cải cách về quy trình thủ tục cách thực hiện nhằm đảm bảo các mục đích (i) không làm thất thoát tài sản Nhà nước và (ii) doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng sau quá trình thoái vốn.

(2) Đứng từ phía góc độ nhà đầu tư trên thị trường, trong năm 2017, chúng tôi nhìn nhận thấy sự hỗ trợ đến từ việc các Ngân hàng trung ương (NHTW) duy trì các chính sách nới lỏng như ECB, BOJ, PBOC. Theo đó, xét trên góc độ tích cực, trong năm **tới chúng tôi kỳ vọng Việt Nam vẫn sẽ được hưởng lợi từ dòng vốn nước ngoài đặc biệt từ các quốc gia châu Á như Trung Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc** dựa trên các yếu tố (i) chi phí vốn tại các quốc gia này ở mức tương đối thấp so với Việt Nam và (ii) lợi thế cạnh tranh của Việt Nam về nền chính trị ổn định; lạm phát, tỷ giá trong tầm kiểm soát và (iii) thị trường có sức chống chịu tương đối tốt với các yếu tố bất định trên thế giới trong năm vừa qua.

(3) **Lộ trình triển khai thị trường chứng khoán phái sinh hứa hẹn đem lại nhiều sản phẩm mới cho thị trường.** Theo kế hoạch thị trường phái sinh sẽ chính thức đưa vào vận hành ngay trong Quý 1 năm 2017. Vẫn còn quá sớm để nói trước về mức độ đón nhận của nhà đầu tư với các sản phẩm hoàn toàn mới này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cách định hướng chuẩn bị về con người, hạ tầng kỹ thuật, hệ thống pháp lý của các cơ quan chủ quản vẫn đang đi đúng hướng và hoàn toàn có thể được kỳ vọng trở thành điểm nhấn trong năm 2017.

(4) Sự xuất hiện của hàng loạt các “ông lớn” trên thị trường chứng khoán thuộc các nhóm ngành như Bia, Dịch vụ Hàng không, Bất động sản, ... sẽ làm thay đổi đáng kể tỷ trọng đóng góp của các nhóm ngành vào chỉ số chung. Điều này, kéo theo khả năng các Quỹ đầu tư sẽ phải tiến hành cơ cấu lại danh mục nhằm theo sát diễn biến của chỉ số chung. Theo đó, **cơ hội tại cổ phiếu thuộc vốn hóa lớn mới lên sàn sẽ đồng nghĩa với áp lực đến với nhóm cổ phiếu hiện đang chiếm tỷ trọng lớn trong chỉ số thời điểm hiện tại** như Ngân hàng, Dầu khí, Thực phẩm Tiêu dùng.

Năm 2017 rủi ro lớn nhất xuất phát từ diễn biến bất thường từ các yếu tố chính trị trên thế giới.

Dòng tiền có độ sẵn sàng cao trước các cơ hội giải ngân. Tuy nhiên, chịu ảnh hưởng mạnh từ các diễn biến khó lường từ bên ngoài.

(5) Từ ngày 1/11/2016, Thông tư số 115/2016/TT-BTC về hướng dẫn bán cổ phần lần đầu và quản lý, sử dụng tiền thu từ cổ phần hóa của các doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thực hiện chuyển đổi thành công ty cổ phần chính thức có hiệu lực. Điểm đáng chú ý, 20 ngày làm việc kể từ ngày hết hạn thanh toán tiền mua cổ phần qua đấu giá, nhà đầu tư mua cổ phần qua đấu giá đã có thể giao dịch cổ phần trên thị trường UPCoM. Quy định này phần nào giúp đẩy nhanh quá trình niêm yết, cổ phần hóa của các doanh nghiệp nhà nước.

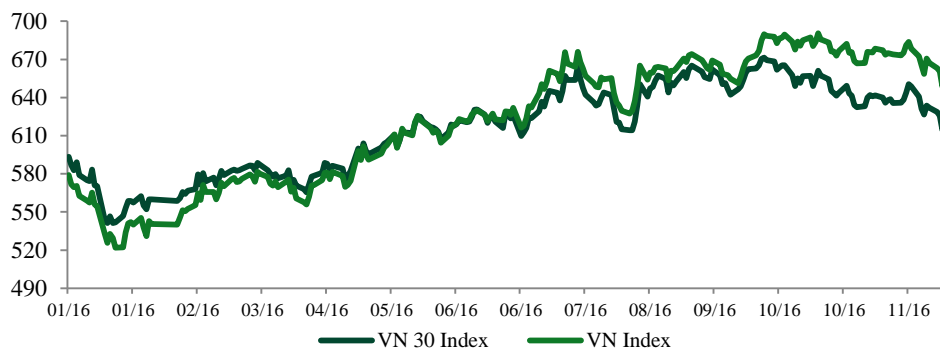
Trong năm 2017, thị trường đứng trước nhiều rủi ro hệ thống khó lường nằm ngoài tầm kiểm soát và khó có thể dự báo chính xác. Theo đó, chúng tôi lưu tâm đến một số yếu tố rủi ro:

(1) Chính sách của tân Tổng thống Mỹ đề cập trong phần [kinh tế Tài chính thế giới](#).

(2) Tương tự như các diễn biến tại Mỹ, Brexit được xem là cú sốc đối với thị trường tài chính trong năm qua. Tuy nhiên, các tác động từ Brexit khó có thể nhìn nhận hết. Với sự kiện này chúng tôi quan tâm đến chính sách tiền tệ của các NHTW châu Âu cũng như NHTW Anh. Các nỗ lực đàm phán từ cả Anh và EU nhằm tạo ra các thỏa thuận song phương hợp lý đặc biệt thương mại nhằm tránh những rủi ro phát sinh “Brexit cứng”. **Ở một khía cạnh khác, Brexit cũng kéo theo rủi ro các quốc gia khác nổi gót Anh tách khỏi khối thịnh vượng chung.**

(3) Rủi ro đồng [CNY tiếp tục bị hạ giá](#), gây sức ép lên tỷ giá tiền đồng Việt Nam.

Dòng vốn nội sẵn sàng giải ngân vào thị trường khi có các cơ hội đầu tư hợp lý. Tuy nhiên áp lực cạnh tranh hiện hữu. Xu hướng nổi lên tiền tệ là yếu tố thúc đẩy sự dư thừa dòng vốn giải ngân trên thị trường. Điều này tất yếu khiến nhà đầu tư tìm kiếm cơ hội tại các thị trường rủi ro trong đó có thị trường cổ phiếu. Mặc dù phải cạnh tranh với các kênh đầu tư khác như bất động sản, Vàng, Ngoại tệ hay trái phiếu, chúng tôi vẫn nhìn thấy cơ hội tăng trưởng của thị trường về quy mô khi các loại hàng hóa mới được bổ sung kể cả lượng và chất. Tuy nhiên, việc các ông lớn đồng loạt lên sàn khiến thị trường chịu áp lực hấp thụ lượng hàng không nhỏ. Điều này khiến dòng tiền bị phân tán, gây áp lực lên các cổ phiếu đã niêm yết trước. Đồng thời, những biến động mạnh của các cổ phiếu trong giai đoạn đầu niêm yết cũng tiềm ẩn nguy cơ tạo nên biến động khó lường đối với chỉ số chung. Ví dụ cụ thể nhất là mức độ tương quan của VN Index và VN 30 Index suy giảm đáng kể từ khi ROS niêm yết (25/08/2016) và dẫn cho thấy ảnh hưởng mạnh lên chỉ số. Đối với nhóm cổ phiếu mới niêm yết, chúng tôi đánh giá biên độ biến động lớn mang lại cơ hội lợi nhuận cho nhà đầu tư ưa mạo hiểm.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Tuy nhiên, lượng tiền gia nhập thêm vào thị trường vẫn là vấn đề bỏ ngỏ khi rủi ro từ tỷ giá

và lãi suất tạo nên tâm lý e ngại cho nhà đầu tư: Như đã đề cập trong nhận định triển vọng kinh tế vĩ mô 2017, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất đã có dấu hiệu tạo đáy trong năm 2016 và khó có thể giảm thêm trong năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi không đánh giá cao khả năng lãi suất sẽ tăng mạnh trở lại. Kích bản tiềm năng là lãi suất có thể đi ngang hoặc nhích tăng nhẹ. Trên thực tế, ngay khi lãi suất có dấu hiệu nhích tăng, tác động tâm lý tiêu cực trong ngắn hạn sẽ xuất hiện. Tuy nhiên, các ảnh hưởng rõ nét lên chi phí vốn vay của doanh nghiệp nếu có sẽ chỉ được hiện thực hóa sau 3-6 tháng do độ trễ về thời gian. Theo đó, chúng tôi đặc biệt lưu tâm đến vấn đề này vào nửa sau năm 2017.

Dòng tiền có khả năng trở lại thị trường sau các nhịp điều chỉnh đưa P/E trở lại mức hấp dẫn.

Ở một khía cạnh khác, nhiều cổ phiếu ghi nhận mức tăng thị giá đột biến trong năm 2016 kéo theo mức P/E cao và không còn ở mức hấp dẫn dù dự địa tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận là vẫn còn. Vì vậy, **chúng tôi không đánh giá cao khả năng nhóm này tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2017.**

Trong khi đó, dòng vốn ngoại chảy vào thị trường tiếp tục chịu sự chi phối của các diễn biến trên thị trường thế giới đặc biệt là các quỹ ETF ngoại khi khối này liên tiếp rút ròng vốn khỏi thị trường sau khi đạt mức đỉnh giá trị tài sản ròng cũng như số lượng chứng chỉ quỹ niêm yết vào năm 2015. Tuy nhiên, với sự tăng trưởng của chỉ số trong năm 2016, chúng tôi quan tâm đến vai trò của các dòng vốn ngoại đến từ các thị trường khác đặc biệt là thị trường châu Á. Mặc dù vậy, với mức P/E không còn hấp dẫn so với các thị trường mới nổi khác tại thời điểm cuối năm 2016, dòng vốn này nhiều khả năng sẽ chỉ trở lại thị trường sau giai đoạn chỉ số điều chỉnh đưa P/E trở lại vùng hấp dẫn so với các thị trường cận biên.

Tâm điểm đáng chú ý xung quanh một số nhóm ngành Bán lẻ, Vật liệu xây dựng, Xây dựng cơ sở hạ tầng, Phân bón, Hóa chất, Cao su tự nhiên, Dầu khí, Khoáng sản, Ngân hàng.

Đặt các yếu tố rủi ro tiềm ẩn từ thị trường thế giới bên trong cái nhìn toàn cảnh của thị trường Việt Nam với sự hỗ trợ từ các yếu tố dòng tiền hay nền tảng kinh tế vĩ mô ổn định, thị trường được dự báo sẽ có cải thiện tích cực cả về điểm số và thanh khoản. Tuy nhiên, trong quá trình đó sẽ tồn tại những biến động trời sập mạnh với biên độ rộng đòi hỏi sự linh hoạt ứng biến xung quanh thời điểm có các biến động lớn trên thế giới cũng như trong nước. Đây được xem là các cơ hội gia tăng lợi nhuận dành cho các nhà đầu tư nhạy bén với chuyển động thị trường. Ở một khía cạnh khác, nhìn từ góc độ tăng trưởng, chúng tôi chưa nhìn nhận thấy các động lực tăng trưởng mới. Theo đó, bên cạnh động lực tăng trưởng đến từ hoạt động xuất khẩu với đóng góp chính từ các doanh nghiệp FDI, tăng trưởng kinh tế vẫn sẽ phụ thuộc vào nỗ lực đẩy mạnh đầu tư công, các hoạt động chi đầu tư phát triển và khai khoáng với đóng góp chính từ dầu thô.

VCBS kỳ vọng tâm điểm của thị trường là các nhóm ngành được dự báo có kết quả kinh doanh nổi bật như Bán lẻ, Vật liệu xây dựng, Xây dựng cơ sở hạ tầng, Bên cạnh đó, một số nhóm ngành được chúng tôi quan tâm là Phân bón, Hóa chất, Cao su tự nhiên, Dầu khí, Khoáng sản, với các diễn biến theo sát biến động giá cả hàng hóa trên thị trường thế giới. Cuối cùng, những “mặt hàng mới” với câu chuyện cá biệt về thương vụ M&A, thoái vốn nhà nước, niêm yết mới, chuyển sàn, ... vẫn sẽ thu hút sự chú ý của nhà đầu tư. Chúng tôi đánh giá triển vọng của một số nhóm ngành chính trên thị trường như sau:

(1) **Nhóm Bán lẻ:** Thị trường 94 triệu dân với dân số trẻ của Việt Nam đang là cơ hội vàng cho các doanh nghiệp bán lẻ đa ngành nghề với mô hình quản lý chuyên nghiệp và cách mở rộng chuỗi cửa hàng với sự đồng nhất về chất lượng. Theo đó các doanh nghiệp này vẫn được đánh giá là tiềm năng trong năm 2017.

(2) Nhóm **Xây dựng cơ sở hạ tầng:** Các Doanh nghiệp đầu ngành chiếm ưu thế vượt trội.

Mức độ đô thị hóa nhanh tại Việt Nam hiện vẫn là yếu tố đảm bảo mức tăng trưởng của nhóm này. Kèm theo đó, là định hướng tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công xây dựng cơ sở hạ tầng của Chính phủ và Quốc hội. Tuy nhiên, sau năm 2016 tăng trưởng mạnh kéo theo mức P/E không còn quá hấp dẫn, dư địa tăng trưởng của nhóm này sẽ không mạnh như năm nay.

(3) **Nhóm Vật liệu xây dựng:** Đa dạng về chủng loại, phân hóa, đem lại nhiều cơ hội đầu tư thích hợp với các khẩu vị đầu tư khác nhau và vẫn có tiềm năng tăng trưởng trong năm tới. Đối với nhóm các doanh nghiệp sản xuất, chúng tôi quan tâm đến một số yếu tố chủ chốt quyết định nên hoạt động sản xuất của doanh nghiệp như giá cả các nguyên- vật liệu đầu vào, chi phí khấu hao trong giá thành sản xuất hay khả năng tăng công suất sản xuất để đảm bảo khả năng tăng trưởng. Đây là các yếu tố chủ chốt mà chúng tôi quan tâm và sẽ được đề cập cụ thể trong phần triển vọng ngành và doanh nghiệp.

(4) **Nhóm Ngân hàng:** Khả năng tăng trưởng mạnh của ngành Ngân hàng vẫn là dấu hỏi lớn sau chu kỳ tăng trưởng nhanh, mạnh trong năm 2015. Năm tới, chúng tôi kỳ vọng bức tranh phân hóa tiếp tục được thể hiện giữa các Ngân hàng dựa trên yếu tố cơ bản, (1) năm 2017 được dự báo là năm áp lực đối với các ngân hàng trước áp lực tăng vốn nhằm đáp ứng tiêu chuẩn Basel II, (2) vấn đề nợ xấu là gánh nặng lớn cản trở tăng trưởng của một số ngân hàng. (3) Bên cạnh đó, các ngân hàng cũng chịu áp lực huy động đáng kể nhằm đảm bảo thanh khoản khi Thông tư 06 (sửa đổi thông tư 36) từng bước được áp dụng. Đây được xem là áp lực không nhỏ đối với triển vọng chung của ngành trong năm tới. Tuy nhiên, với đặc thù là nhóm ngành với nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn, có sức ảnh hưởng lớn lên chỉ số, một kỳ vọng tích cực về chính sách cũng có thể tạo ra hiệu ứng tích cực lên toàn rổ chỉ số. Vì vậy, đây vẫn sẽ là nhóm ngành đáng quan tâm trong năm 2017.

(5) **Nhóm Dầu khí:** Với giả định rào cản trong hoạt động sản xuất than, dầu mỏ, dầu đá phiến của Mỹ dưới thời Tổng thống Donald Trump bị gỡ bỏ, chúng tôi cho rằng vùng giá quanh 55 USD/thùng (giá hòa vốn của dầu đá phiến) sẽ là ngưỡng cản mạnh đối với giá dầu thô. Nhìn nhận từ góc độ các doanh nghiệp Dầu khí trong nước, chúng tôi đánh giá kịch bản giá dầu thô thế giới duy trì ổn định trên mức 50 USD/thùng sẽ là điều kiện tốt để các doanh nghiệp ngành Dầu khí mở rộng hoạt động trở lại sau một thời gian khá dài trầm lắng. Chúng tôi đánh giá các hiệu ứng thực sự lên KQKD nhiều khả năng sẽ chỉ được thể hiện từ Q1/2017 do (i) vẫn cần thời gian để quan sát thêm về mức độ thực hiện cam kết cắt giảm sản lượng của OPEC cũng như các đối tác như Nga và (ii) độ trễ trong hoạt động của các công ty dầu khí cũng khác nhau, phụ thuộc vào các kế hoạch và các dự án lớn từ tập đoàn mẹ PVN. Vì vậy, VCBS cho rằng nhóm Dầu khí sẽ là nhóm cổ phiếu cần được theo dõi sát sao với thứ tự ưu tiên tại các công ty con cấp 2 sau PVN, sau đó là các công ty cấp 3-4 trong giai đoạn đầu năm 2017.

(6) **Nhóm Phân bón, Hóa chất, Cao su tự nhiên, Than, Khoáng sản:** Đây là các nhóm ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp và rõ nét nhất từ biến động giá cả hàng hóa. Trong đó, đặc biệt là các nhóm có mối tương quan lớn đối với giá dầu thô. Tuy nhiên mức độ ảnh hưởng và đặc thù doanh nghiệp sẽ quyết định đến chiều hướng và mức độ lợi thế và các doanh nghiệp này ghi nhận. Theo đó, với nhóm các doanh nghiệp có độ phân mảng cao, chúng tôi đi sâu vào từng Doanh nghiệp cụ thể hơn là tìm kiếm cơ hội tại cả một nhóm các cổ phiếu.

(7) **Nhóm Bất động sản:** tiếp tục phân hóa và đòi hỏi chọn lọc cao khi mấu chốt đối với các nhóm này vẫn là khả năng bán hàng và tạo ra tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Với đặc thù là nhóm cổ phiếu có tốc độ pha loãng nhanh so với mức tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi nhìn nhận cơ hội tại nhóm này đi nhiều hơn về chiến lược giao dịch ngắn hạn dành cho các nhà đầu tư ưa thích lướt sóng.

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Năm 2017, ngành [Ngân hàng](#) được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại, chỉ đạt 16%. Lãi suất được kỳ vọng tăng trước áp lực đến từ lạm phát và nhu cầu đảm bảo chỉ tiêu an toàn vốn. Toàn ngành tiếp tục chứng kiến sự phân hóa, chúng tôi kỳ vọng nhiều vào những ngân hàng đã mạnh tay xử lý nợ xấu trước đây để có thể sớm bứt phá.

Trên thị trường [Bất động sản](#), số lượng giao dịch có thể giảm nhẹ, song phân khúc trung cấp và bình dân sẽ có cơ hội tăng trưởng trong khi phân khúc cao cấp và hạng sang sẽ có mức độ cạnh tranh quyết liệt. Ở một khía cạnh khác, chúng tôi đánh giá chính sách tín dụng chặt chẽ sẽ bắt đầu có tác động vào năm 2017, tuy nhiên đây là một hành động cần thiết để đảm bảo thị trường phát BĐS phát triển ổn định và bền vững, tránh bong bóng BĐS xảy ra trong năm 2017.

Ngành [Thép](#) tiếp tục được kỳ vọng nhờ tốc độ mở rộng đô thị hóa và chu kỳ đầu tư công quay trở lại. Giá bán thép được kỳ vọng tăng do giá nguyên vật liệu tăng cao. Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ sẽ tăng mạnh trong đầu năm do đại lý đầu cơ và hạ nhiệt dần vào cuối năm. Những doanh nghiệp lò cao sẽ có lợi thế hơn so với doanh nghiệp lò điện. Thị trường xuất khẩu tôn hạ nhiệt và thị trường trong nước sẽ trở nên sôi động hơn.

Ngành [Gạch ốp lát](#) phân hóa mạnh mẽ giữa các doanh nghiệp dựa trên sản phẩm, vị trí địa lý và nguyên liệu vận hành. Trong đó, chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp sản xuất gạch granite khu vực phía bắc, vận hành bằng khí CNG.

Cạnh tranh trên thị trường nhựa nội địa sẽ khiến cho các doanh nghiệp trong ngành [Nhựa](#) đẩy mạnh xuất khẩu để mở rộng tiêu thụ. Nguyên vật liệu hạt nhựa được dự báo sẽ tăng theo giá dầu trong năm 2017, đồng thời thuế nhập khẩu nhựa PP sẽ tăng từ 1% lên 3% trong năm tới khiến các doanh nghiệp trong ngành chịu sức ép.

Hoạt động phát triển cơ sở hạ tầng đẩy mạnh nhu cầu đá xây dựng trong năm 2017. Chúng tôi đánh giá ngành [Đá xây dựng](#) khá ổn định so với nhóm ngành khai khoáng do ít chịu ảnh hưởng từ thị trường hàng hóa thế giới.

Dòng vốn FDI tăng lên trong năm 2017 sẽ làm gia tăng sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu, hỗ trợ doanh nghiệp [Cảng biển](#). Tuy nhiên mức độ hưởng lợi dự báo sẽ phân hóa.

Mức độ cạnh tranh trong ngành [Cao su sẫm lốp](#) nội địa ngày càng gay gắt. Cơ hội mở ra tại nhiều thị trường xuất khẩu, đặc biệt tại Mỹ và Ấn Độ. Theo đó, triển vọng doanh nghiệp sẫm lốp phụ thuộc vào sự phát triển cơ học của ngành dự báo đạt 12% và khả năng xuất khẩu sang các thị trường không phải cạnh tranh trực tiếp với Trung Quốc.

Ngành [Điện](#) phân hóa trong năm 2017 với triển vọng khả quan của nhóm thủy điện và không tích cực đối với nhóm nhiệt điện. Chúng tôi đánh giá La Nina trong năm tới sẽ hỗ trợ nhóm thủy điện tăng sản lượng trong khi giá than và khí tăng sẽ làm thu hẹp biên lợi nhuận nhóm nhiệt điện.

Ngành [Xây dựng](#) được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng ở cả 2 phân khúc bao gồm xây dựng dân dụng và cơ sở hạ tầng. Trong đó, tốc độ tăng trưởng tỷ lệ đô thị hóa cao, cùng với sự chuyển dịch cơ cấu dân số sang trung lưu sẽ thúc đẩy hoạt động xây dựng dân dụng. Hoạt động cơ sở hạ tầng đang dần cải thiện và được kỳ vọng tăng trưởng ổn định khi nhà nước mở rộng đầu tư và cho phép huy động vốn từ tư nhân tham gia dự án xây dựng.

Nhu cầu đối với hàng [CNTT và điện tử tiêu dùng](#) được dự báo tăng trưởng 20% trong năm 2017. Chúng tôi cho rằng sự mở rộng đối với dân số trẻ và hiện đại hóa nông thôn sẽ tạo ra động lực tăng trưởng chính cho ngành.

Dựa trên triển vọng ngành và từng doanh nghiệp, chúng tôi đưa ra các khuyến nghị đầu tư như sau:

TT	Ngành	Khuyến nghị đầu tư
1	Ngân hàng	VCB : Khả quan ACB: MUA
2	Bất động sản	HDG: MUA HUT, NLG: Khả quan KBC, SJS, VIC: Nắm giữ
3	Xây dựng	HBC: Khả quan
4	Thép	HPG: MUA HSG: Nắm giữ
5	Đá xây dựng	NNC, C32: Nắm giữ DHA, KSB: Khả quan
6	Gạch	VHL, CVT: MUA VIT: Khả quan TLT: Theo dõi
7	Nhựa	BMP, NTP, DNP: Khả quan
8	Săm lốp	DRC: Khả quan
9	Điện	SHP, NT2, PPC: Nắm giữ
10	Phân phối- Bán lẻ CNTT và đồ dùng điện tử	MWG: MUA
11	Cảng biển	VSC: MUA GMD: Khả quan

Ngành Ngân hàng

Diễn biến ngành năm 2016

Tính đến 21/11/2016, tín dụng tăng 13,94% ytd, thấp hơn mức 14,5% cùng kỳ 2015 và thấp hơn đáng kể so với kế hoạch cả năm 18%.

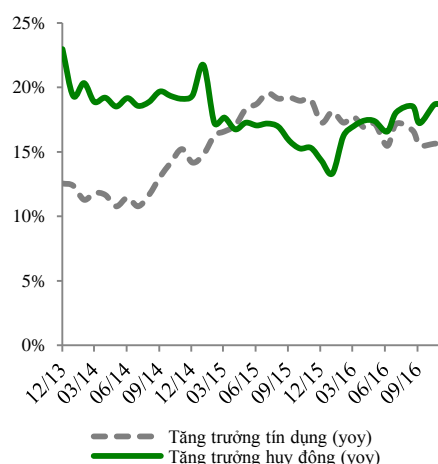
Huy động vốn trên thị trường 1 đạt 15,32% ytd, tăng gấp 1,5 lần so với cùng kỳ (11,14% ytd)

Tín dụng có dấu hiệu chậm lại. Huy động vốn được đẩy mạnh sau Thông tư 06.

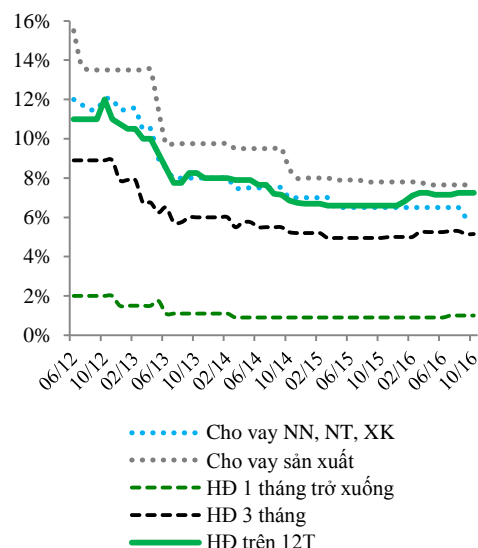
Tính đến 21/11/2016, tín dụng toàn ngành tăng 13,94% ytd, thấp hơn mức 14,5% cùng kỳ 2015 và thấp hơn đáng kể so với kế hoạch cả năm 18%. Có nhiều nguyên nhân cho tăng tín dụng thấp như là (1) Tăng trưởng kinh tế giảm tốc; (2) Hệ số CAR toàn ngành giảm gần về mức quy định tối thiểu, trong khi lộ trình thực hiện Basel II được đẩy mạnh; (3) Một số ngân hàng vẫn trong quá trình tái cấu trúc, hạn chế cho vay.

Trong khi đó, huy động được đẩy mạnh ngay từ đầu năm và duy trì tốc độ cao hơn tín dụng trong cả 11 tháng. Tính đến ngày 21/11, huy động vốn trên thị trường 1 đạt 15,32% ytd, tăng gấp 1,5 lần so với cùng kỳ (11,14% ytd). Huy động thay đổi phản ánh rõ ảnh hưởng của Thông tư 06, như là (1) Huy động tập trung ở các TCTD có tỷ lệ LDR cao; (2) Huy động tăng mạnh ở các kỳ hạn dài; (3) Nhu cầu huy động tăng cao tạo xu hướng cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng trong cả năm.

Tăng trưởng tín dụng và huy động



Lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Danh mục trái phiếu được mở rộng với mức tăng trung bình ~15%. Các hoạt động đầu tư ngắn hạn sôi động trong năm.

Kể từ sau Q1, thanh khoản hệ thống dồi dào, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng giảm sâu. Các ngân hàng đẩy mạnh đầu tư trái phiếu chính phủ.

Kể từ cuối Q1, thanh khoản hệ thống dồi dào, lãi suất liên ngân hàng giảm sâu về mức thấp kỉ lục trong vài năm trở lại đây. Lãi suất qua đêm tại 1 số thời điểm chỉ khoảng 0,2-0,3%. Lãi suất liên ngân hàng liên tục xuống thấp tạo điều kiện các ngân hàng gia tăng đầu tư trái phiếu chính phủ. Báo cáo tài chính các NHTM tại thời điểm cuối T9.2016 cho thấy danh mục trái phiếu được mở rộng với mức tăng trung bình ~15%. Cùng với đó các hoạt động đầu tư ngắn hạn hướng chênh lệch giá sôi động trong năm, tạo nguồn thu khá đóng góp lợi nhuận cho toàn hệ thống.

Tính đến hết tháng 10, lãi suất huy động toàn hệ thống đã tăng từ 0,05-

Mặc dù vậy, lãi suất trên thị trường 1 không phản ánh theo. Áp lực tăng lãi suất huy động hiện hữu. Lãi suất cho vay dù có dấu hiệu giảm nhưng ở mức cầm chừng và

0,25%.

Mặt bằng lãi suất cho vay dù giảm nhưng ở mức độ khá hạn chế, chủ yếu ở các kì hạn ngắn và thiếu tính lan tỏa trên cả thị trường.

Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành vẫn cao. Biện pháp xử lý chính là trích lập dự phòng.

không tạo được sức lan tỏa toàn thị trường.

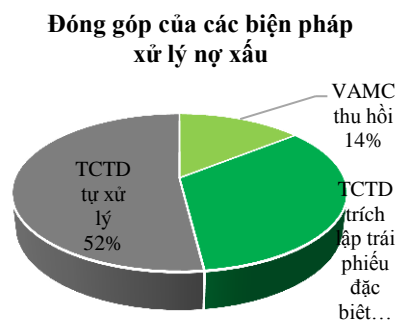
Trong bối cảnh các ngân hàng đẩy mạnh huy động (như đã trình bày ở trên), lãi suất huy động toàn hệ thống liên tục điều chỉnh tăng. Tính đến hết tháng 10, lãi suất huy động toàn hệ thống đã tăng từ 0,05-0,25%.

Trái với lãi suất huy động, lãi suất cho vay hầu như rất ít thay đổi trong cả năm, ngoại trừ 2 đợt điều chỉnh nhỏ trong tháng 4 và tháng 10. Nhìn chung cả năm, mặt bằng lãi suất cho vay dù giảm nhưng ở mức độ khá hạn chế, chủ yếu ở các kì hạn ngắn và thiếu tính lan tỏa trên cả thị trường.

Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành vẫn ở mức cao. Nợ xấu tập trung tại VAMC mà chưa có phương án giải quyết triệt để. Biện pháp xử lý nợ chính vẫn là trích lập dự phòng.

Tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống đến hết Q2.2016 là 2,58%. Nếu tính thêm phần còn lại tại VAMC thì tỷ lệ này là 5,21%. Nếu điều chỉnh thêm số dư nợ từ chưa phân loại đúng (và điều chỉnh tăng trưởng tín dụng loại bỏ tăng trưởng tín dụng cao do 1 phần đảo nợ), nợ xấu thực tế có thể còn cao hơn nữa.

Tổng dư nợ	5.104.873
Nợ xấu báo cáo	131.706
Tổng nợ xấu bán cho VAMC	262.054
Nợ xấu VAMC đã thu hồi	37.983
TCTD trích lập 20% trái phiếu đặc biệt	89.628
Nợ xấu còn lại tại VAMC	134.443
Tỷ lệ nợ xấu báo cáo	2,58%
Tỷ lệ nợ xấu nếu tính thêm số dư còn tại VAMC	5,21%



Nguồn: VAMC, VCBS tổng hợp

Nợ xấu tập trung tại VAMC mà chưa có phương án giải quyết triệt để.

Trong 4 năm trở lại đây, các biện pháp chính được sử dụng để giảm nợ xấu bao gồm: VAMC thu hồi nợ, TCTD trích lập dự phòng trái phiếu đặc biệt VAMC, TCTD tự xử lý (bằng xóa nợ, thu hồi nợ...). Chúng tôi đo lường hiệu quả của từng phương pháp như đồ thị (Lưu ý: Nợ được bán cho VAMC nhưng chưa được thu hồi hoặc trích lập được coi là chưa giải quyết). Theo đó, các TCTD tự giải quyết nợ xấu vẫn là phương pháp chủ yếu góp phần giảm tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống.

	2013	2014	2015	10T.2016	Lũy kế
Nợ xấu bán cho VAMC	36,257	92,418	107,000	26,379	262,054
Giá trị trái phiếu đặc biệt	30,947	77,705	99,180	20,016	227,848
Nợ xấu đã thu hồi	145	4,875	17,763	15,200	37,983
Tỷ lệ nợ xấu thu hồi/tổng dư nợ	0.40%	3.90%	9.67%	14.49%	14.49%

Nguồn: VAMC, VCBS tổng hợp

Từ đầu năm đến hết quý 3, VAMC đã mua được 26.379 tỷ đồng nợ xấu, chỉ bằng ¼ số nợ xấu đã mua trong năm 2015. Dựa theo tỷ lệ nợ xấu đã tăng trong cả năm (2,58%- Q2.2016 so với 2,55%- cuối năm 2015) có thể thấy tốc độ giảm mua nợ của VAMC không đến từ sự

cải thiện thực chất chất lượng tài sản của các ngân hàng. Như đã giải thích trong các báo cáo ngành trước đó, việc bán nợ cho VAMC dường như là “lựa chọn cuối cùng” của các ngân hàng khi khả năng xử lý nợ tại tổ chức này còn ở mức hạn chế, trong khi các ngân hàng phải chịu áp lực dự phòng cao mà không chuyển giao hoàn toàn được trách nhiệm đối với nợ đã bán. Do đó, **khi nợ xấu nội bảng đã về dưới mức 3% (nghĩa là không còn sức ép phải bán nợ)**, các ngân hàng có rất ít động lực bán nợ cho VAMC.

Các biện pháp để đẩy nhanh quá trình xử lý nợ cho hiệu quả khiêm tốn

Kể từ đầu năm, một số chính sách được ban hành để đẩy nhanh quá trình xử lý nợ nhưng hiệu quả còn ở mức khiêm tốn như là Thông tư 08 sửa đổi thông tư 19 mở rộng quyền hạn của VAMC trong việc mua, bán và xử lý nợ xấu của các TCTD, dự thảo Thông tư về điều kiện, thủ tục góp vốn, mua cổ phần, trong đó có nội dung về hoán đổi nợ xấu thành vốn góp.

Thí điểm Basel gặp thách thức do vấn đề tăng vốn. Phần lớn ngân hàng tăng vốn bằng phát hành trái phiếu để cải thiện tình hình trong ngắn hạn.

Các ngân hàng đang đẩy nhanh quá trình chuẩn bị thí điểm Basel II nhưng vấn đề tăng vốn gặp nhiều khó khăn. Phần lớn ngân hàng tăng vốn cấp 2 bằng phát hành trái phiếu để cải thiện tình hình trong ngắn hạn.

Thời hạn áp dụng Basel II tại 10 ngân hàng thí điểm đang đến gần – ngày 1/9/2017 theo Dự thảo Thông tư gần nhất. Theo đó, nhu cầu tăng vốn để đảm bảo hệ số CAR là rất cấp bách.

Trong số 10 ngân hàng tham gia thí điểm, nhóm TMCP tư nhân có khả năng đáp ứng tốt hơn do đã có hệ số CAR cao đáng kể so với mức quy định, như ACB, VIB, TCB... Trong khi đó, nhóm TMCP nhà nước sẽ chịu áp lực tăng vốn lớn (VCB, BID, CTG). Thành công hay thất bại của việc áp dụng tiêu chuẩn mới cũng phụ thuộc chủ yếu vào 3 ngân hàng này. Trong đó, VCB có nhiều dư địa hơn do có khả năng huy động vốn từ nhiều nguồn. 2 ngân hàng BID và CTG có hệ số CAR đã ở sát ngưỡng quy định (9%) và càng chịu áp lực giảm CAR khi phải trả cổ tức theo đề xuất của Bộ Tài chính. CTG đã chạm trần sở hữu để huy động vốn nước ngoài, trong khi BID không còn dư địa để tăng vốn cấp 2.

Tại thời điểm hiện tại, hầu hết các ngân hàng vẫn đang áp dụng biện pháp ngắn hạn là tăng vốn cấp 2 bằng phát hành trái phiếu. Biện pháp này, thứ nhất, chỉ giúp các ngân hàng giải quyết tình thế trong 1-2 năm. Thứ hai, chi phí vốn tại các ngân hàng phát hành chịu áp lực tăng, do lãi suất trái phiếu cao hơn 1-2% lãi suất huy động thông thường.

KQKD các ngân hàng phân hóa.

Bức tranh phân hóa chi phối KQKD các ngân hàng niêm yết trong năm 2016.

Tính đến 31/11/2016, trong khi VNIndex tăng trưởng 16,01%, cổ phiếu ngành ngân hàng giảm 16,32%. Điều này là dễ hiểu nếu nhìn vào KQKD các ngân hàng trong 3 quý đầu năm 2016. Lợi nhuận phần lớn ngành chịu tác động tiêu cực từ dự phòng lớn, NIM giảm do thoái thu lãi và xu hướng lãi suất bất lợi (huy động tăng, cho vay giảm). Động lực tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ thu nhập ngoài lãi do tăng doanh thu kinh doanh ngoại hối (khi xuất hiện nhiều biến động chính trị lớn trên thế giới như Brexit, bầu cử Mỹ...) và mua bán trái phiếu hưởng chênh lệch giá (trong bối cảnh lãi suất liên ngân hàng xuống thấp).

Mặc dù xu hướng chung tiêu cực, toàn ngành có sự phân hóa lợi nhuận lớn. Chỉ 1 số ít các ngân hàng như VCB, ACB đã quyết liệt trong giải quyết nợ quá khứ, có sự cải thiện tích cực về hiệu quả kinh doanh.

Tăng trưởng	Tín dụng	Huy động	TN lãi thuần	TN ngoài lãi	LN trước dự phòng	CP dự phòng	LNTT	Tỷ lệ nợ xấu	NIM	
									3Q.2016	3Q.2015
ACB	19,23%	16,33%	17,0%	-63,9%	-5,4%	-31,3%	14,1%	1,1%	3,30%	3,26%
BID	12,83%	18,57%	21,8%	49,9%	32,2%	71,5%	3,4%	2,0%	2,65%	2,76%

CTG	16,23%	25,62%	18,4%	24,4%	20,1%	30,3%	13,3%	0,9%	2,99%	3,08%
EIB	-4,79%	4,66%	-2,5%	29,7%	-4,3%	85,2%	-70,2%	3,4%	2,77%	2,68%
MBB	19,97%	2,79%	4,0%	-1,6%	-7,9%	-33,6%	9,2%	1,3%	3,56%	3,91%
SHB	12,11%	11,78%	6,0%	133,0%	19,4%	44,2%	6,2%	2,3%	1,80%	2,03%
STB	4,94%	9,35%	-35,0%	62,7%	-61,0%	-32,6%	-74,3%	2,4%	2,16%	4,21%
VCB	15,69%	14,43%	23,9%	9,1%	15,7%	-4,3%	36,1%	1,7%	2,76%	2,63%
Average	12,0%	12,9%	6,7%	30,4%	1,1%	16,2%	-7,8%	1,9%	2,75%	3,07%

Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

Triển vọng ngành 2017

Mặt bằng lãi suất kiến tăng.

Mặt bằng lãi suất tăng, dù NHNN vẫn duy trì định hướng lãi suất thấp

Mặc dù NHNN vẫn hướng tới mục tiêu lãi suất thấp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế cho năm 2017, chúng tôi cho rằng mục tiêu này có thể gặp nhiều thách thức như trình bày dưới đây:

Lãi suất huy động chịu áp lực tăng do: (1) Lạm phát được kỳ vọng tăng dần khi giá hàng hóa, nguyên liệu cơ bản đã tạo đáy và đi lên từ năm 2016; (2) Nhu cầu tăng lãi suất huy động để đảm bảo chỉ tiêu an toàn sau thông tư 06 của các ngân hàng. Tính đến hết Q3, tại nhiều ngân hàng tỷ lệ LDR vẫn vượt quá 80% theo quy định như là VIB (89%), TPB (83%), SHB (83%), CTG (96%), BID (90%), Việt Á (87%),...; tỷ lệ nợ trung dài hạn cao hơn 50% như là EIB (65%), MSB (70%), STB (62%), TCB (70%), VPB (74%)...

Trước áp lực tăng lãi suất huy động như trên, lãi suất cho vay khó có thể giảm theo mục tiêu NHNN. Lưu ý rằng chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động tại các ngân hàng đã giảm rất mạnh trong khoảng 3 năm trở lại đây và thấp hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực. Chênh lệch lãi suất huy động - cho vay càng nhỏ, các ngân hàng có biên lợi nhuận càng mỏng nên càng ít động lực để giảm lãi suất cho vay.

Tăng trưởng tín dụng và chi phí vốn có thể ảnh hưởng do áp lực thí điểm Basel II.

Thí điểm Basel II là trọng tâm ngành trong năm 2017. Để đảm bảo hệ số CAR theo quy định, các ngân hàng có thể hạn chế tín dụng và đẩy mạnh tăng vốn, từ đó, gây áp lực lên chi phí vốn.

Theo chúng tôi tính toán, để tạo ra mức tăng 1% hệ số CAR, các ngân hàng cần huy động thêm 10-15% vốn tự có. Theo đó, áp lực cho vấn đề tăng vốn trong năm 2017 là rất lớn. Như đã trình bày phía trên, các phương án đưa ra còn gặp nhiều khó khăn. Trong khi chưa có các biện pháp hỗ trợ từ phía cơ quan quản lý, huy động vốn bằng trái phiếu cấp 2 và hạn chế tín dụng sẽ tiếp tục là các phương án chính được sử dụng trong năm 2017. Từ đó, một mặt, chi phí vốn tăng trên toàn hệ thống. Mặt khác, tín dụng hạn chế ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng toàn ngành.

Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng giảm trong năm 2017, ước đạt 16%, so với kế hoạch 2016 là 18%.

Vấn đề nợ xấu đòi hỏi nhiều thời gian và phương pháp hiệu quả hơn để giải quyết.

Cần nhiều thời gian và phương pháp hiệu quả hơn để giải quyết nợ xấu.

Quá trình giải quyết nợ xấu đã kéo dài nhiều năm mà chưa có biện pháp triệt để. Nguồn lực xử lý nợ xấu chính là trích lập lợi nhuận từ các ngân hàng. Nếu tiếp tục biện pháp này (mỗi năm trích lập 80-90 nghìn tỷ), sẽ cần 6-7 năm nữa số dư nợ xấu hiện tại mới xử lý xong. Ở thời điểm hiện tại, sau quá trình hợp nhất hoặc tái cơ cấu, số dư nợ xấu tập trung chính trong 1 nhóm ngân hàng (theo chúng tôi theo dõi, nợ xấu tại 7 ngân hàng chiếm tới trên 50% tổng nợ xấu toàn hệ thống). Đây là môi trường thích hợp để NHNN áp dụng các chế tài riêng, thay vì duy trì nguồn ngân sách hạn hẹp hiện tại để hỗ trợ (và đem lại hiệu quả hạn

chế như đã thực hiện trong 4 năm vừa qua).

Trong khi các biện pháp mới về xử lý nợ xấu chưa được chính thức đưa ra, xử lý nợ xấu hiện tại có thể chịu tác động tiêu cực từ 1 điều khoản của Luật dân sự 2015 có hiệu lực vào đầu năm sau. Cụ thể, theo quy định hiện hành (Nghị định 163), các TCTD, căn cứ vào nội dung hợp đồng, “có quyền xử lý tài sản đảm bảo mà không cần phải có văn bản ủy quyền xử lý tài sản” khi khách hàng không có khả năng thanh toán khoản vay. Khi áp dụng điều khoản mới từ Luật dân sự 2015, các TCTD “có quyền yêu cầu Tòa án giải quyết”.

Do hiệu lực Luật lớn hơn hiệu lực Nghị định, các TCTD sẽ cần dẫn chiếu điều khoản mới này thay vì áp dụng Điều 58/NĐ 163 như hiện tại. Theo đó, quyền hạn xử lý tài sản đảm bảo của TCTD sẽ bị giới hạn khi phải khởi kiện để giải quyết tài sản đảm bảo trong trường hợp người vay không hợp tác thay vì có quyền xử lý theo thỏa thuận hợp đồng.

Chúng tôi cho rằng triển vọng ngành Ngân hàng sẽ còn nhiều thách thức trong năm 2017. Mặc dù vậy, cơ hội vẫn có từ các ngân hàng riêng đã xử lý nợ xấu tốt quá khứ và có triển vọng tăng trưởng cao.

Bức tranh toàn ngành tiếp tục chứng kiến sự phân hóa.

Như đã trình bày trước đó, biện pháp chính để xử lý nợ xấu hiện nay là các TCTD tự xử lý, đặc biệt thông qua trích lập dự phòng. Năm 2017 là năm thứ 3-4 các TCTD thực hiện trích lập 20% giá trị trái phiếu đặc biệt sau khi bán nợ cho VAMC. Theo đó, các TCTD có số dư trái phiếu đặc biệt lớn tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực từ chi phí dự phòng. Ngược lại, 1 số ít các TCTD có chế độ quản trị rủi ro tốt và đã quyết liệt xử lý nợ quá khứ sẽ giảm trích lập và đi lên. Do đó, bức tranh toàn ngành nhiều khả năng tiếp tục chứng kiến sự phân hóa.

Đánh giá: Từ các phân tích phía trên, chúng tôi cho rằng triển vọng ngành Ngân hàng sẽ còn nhiều thách thức trong năm 2017. Mặc dù vậy, cơ hội vẫn có từ các ngân hàng riêng đã xử lý nợ xấu tốt quá khứ và có triển vọng tăng trưởng cao. Trong số đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị khả quan đối với 2 cổ phiếu VCB và ACB như sau:

Doanh nghiệp triển vọng 2017

VCB – Khả quan

Năm 2016: Bứt phá sau thời gian tập trung xử lý nợ xấu

9T.2016 VCB ghi nhận KQKD cao với 6.326 tỷ đồng LNTT (+36% yoy, hoàn thành 84% KH). Lợi nhuận tăng trưởng đột biến đến từ cải thiện trong hoạt động kinh doanh cốt lõi và giảm chi phí dự phòng sau giai đoạn tập trung xử lý nợ xấu. Ước tính LNTT cả năm đạt 8.829 tỷ đồng (+29,31%, vượt kế hoạch 17,7%) (điều chỉnh giảm 5% so với dự báo trước đây). Theo đó, BV tính đến cuối năm 2016 là 13.528 đồng/cp. Với giá đóng cửa 34.150 đồng/cp, VCB đang được giao dịch với PB forward 2016 là 2,52 lần.

Triển vọng kinh doanh 2017: Tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao do giảm chi phí dự phòng và đẩy mạnh hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Chúng tôi dự báo **VCB có thể ghi nhận 12.077 tỷ đồng LNTT năm 2017 (+36,79% so với năm 2016)**. Dự báo này dựa trên những giả định sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng 17%, giảm so với mức 18% trong năm nay do ngân hàng có vẻ thận trọng hơn trong hoạt động cho vay.
- (2) Tỷ lệ LDR ổn định ở mức 79% (tương đương năm 2016), nhỏ hơn mức quy định 80% theo Thông tư 06.
- (3) Lợi suất cho vay khách hàng tăng 20 bps lên 7,08% do VCB tiếp tục đẩy mạnh cho vay bán lẻ. Chi phí huy động tiền gửi khác hàng tăng 10 bps do dự báo mặt bằng lãi suất huy động toàn hệ thống chịu áp lực tăng khi các ngân hàng đẩy mạnh huy động để đảm bảo tuân thủ Thông tư 06.

- (4) Thu nhập ngoài lãi giả định tăng trưởng 10,23%, trong đó thu từ dịch vụ vẫn giữ mức tăng trưởng cao (15%), thu nhập các hoạt động khác (chênh lệch mua bán chứng khoán, đầu tư ngoại hối,...) tăng nhẹ 5% do dự báo biến động lãi suất trên các thị trường này không sôi động như năm 2016.
- (5) Chi phí trích lập dự phòng 4.800 tỷ đồng (so với 6.000 tỷ đồng năm 2016) do không còn dự phòng cho trái phiếu đặc biệt VAMC. Giả định tỷ lệ nợ xấu 1,7% và VCB vẫn duy trì mức dự phòng rủi ro trên nợ xấu ở mức cao 120%

Như vậy LNTT 2017 ước đạt 12.077 tỷ đồng (+36,79% so với năm 2016). Trong đó, tăng trưởng từ hoạt động kinh doanh cốt lõi là 13,92%, phần còn lại đến từ giảm trích lập dự phòng. Theo đó, BV tính đến cuối năm 2017 là 15.000 đồng/cp. **Với giá đóng cửa 35.000 đồng/cp, VCB đang được giao dịch với PB forward 2017 là 2,33 lần, thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh giữa năm 2016 là 2,78 lần (dựa trên BV forward 2017).**

Với mức vốn hóa cao, ảnh hưởng mạnh tới thị trường và nền tảng cơ bản tốt nhất trong ngành ngân hàng, VCB thường được giao dịch với mức giá cao so với trung bình ngành. Từ cuối năm 2014 đến nay, VCB thường được giao dịch trong khoảng PB từ 2 đến 3 lần với ngưỡng an toàn là từ 2 đến 2,5 lần. Theo đó, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá này là khoảng dao động hợp lý cho cổ phiếu, tương đương mức giá từ 30.000 đồng đến 37.500 đồng (dựa trên BV forward 2017).

Giá cổ phiếu đã giảm ~20% từ mức đỉnh năm 2016 khi thông tin VCB bán vốn cho quỹ đầu tư GIC với giá 29.000 đồng và sau đó là đồn đoán về việc thương vụ này có thể không thành công. Hiện tại ngân hàng đã gia hạn thời gian quyết định của NHNN cho đến cuối năm 2016, tức là chỉ còn gần 1 tháng nữa. Dựa trên mức giá khá thấp so với giá thị trường và động thái trì hoãn của NHNN, chúng tôi cho rằng thương vụ có thể chưa hoàn thành trong thời gian ngắn. Và điều này có thể tiếp tục gây tác động tiêu cực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây lại là cơ hội để có mức giá tốt đầu tư cổ phiếu VCB. **Với định giá trong khoảng 30.000 đồng đến 37.500 đồng, chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho VCB ở thời điểm hiện tại và có thể nâng lên MUA ở các vùng giá thấp hơn.**

ACB - Mua

9T.2016 ACB ghi nhận **1.244 tỷ đồng LNTT (+14%yoy, hoàn thành 83% kế hoạch cả năm)**. Hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn tăng trưởng tích cực, tăng trưởng lợi nhuận vừa phải chủ yếu do trích lập cho nợ tồn đọng quá khứ.

Dựa trên KQKD 9 tháng, chúng tôi ước tính **LNTT cả năm 2016 của ACB là 1.570 tỷ đồng (+19,49% so với năm 2015, vượt 4,4% kế hoạch)**. Theo đó, BV tính đến cuối năm 2016 là 14.284 tỷ đồng. Với giá đóng cửa 17.500 đồng/cp, ACB đang được giao dịch với PB forward 2016 là 1,23 lần

Triển vọng 2017: Duy trì tăng trưởng trong bối cảnh tiếp tục giải quyết nợ xấu quá khứ

Chúng tôi dự báo ACB có thể ghi nhận **1.945 tỷ đồng LNTT năm 2017 (+21,56% so với năm 2016)**. Dự báo này dựa trên những giả định sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng 20% do ACB có thể đẩy mạnh tăng trưởng sau 1 thời gian tập trung kiểm soát nợ để xử lý nợ xấu.
- (2) Tăng trưởng huy động 20%, do dự kiến ACB sẽ duy trì tỷ lệ LDR vừa phải để đảm bảo quy định theo TT06 (80%).
- (3) Lợi suất cho vay khách hàng tăng nhẹ 10 bps khi ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh cho vay tại các kỳ hạn dài (chủ yếu là cho vay khách hàng cá nhân mua nhà). Lợi suất từ trái

phiếu chính phủ ổn định như năm 2016 do dự kiến lãi suất trên thị trường này biến động trong biên độ hẹp.

- (4) Chi phí lãi tiền gửi tăng 20 bps từ 4,6% lên 4,7% do dự báo mặt bằng lãi suất huy động được đẩy mạnh (xem thêm phần dự báo KQKD 2017 của VCB). Chi phí huy động từ giấy tờ có giá tăng 149 tỷ đồng, đến từ 2000 tỷ phát hành năm 2016 và 1500 tỷ phát hành mới (giả định phát hành vào giữa năm 2017).
- (5) Thu nhập ngoài lãi giả định tăng trưởng 14,66%, trong đó thu dịch vụ là yếu tố dẫn dắt (20%)
- (6) Tổng chi phí trích lập dự phòng 2.197 tỷ đồng. Ngân hàng đặt kế hoạch giải quyết 1.800 tỷ đồng nợ tại 6 công ty trong năm 2017. Trong đó, chúng tôi giả định có thể thu hồi được 50% trong số này, trích lập 900 tỷ đồng. Trích lập cho trái phiếu VAMC là 418 tỷ đồng, phần còn lại 879 tỷ đồng là trích mới.

Như vậy **LNTT 2017 ước đạt 1.990 tỷ đồng (+21,56% so với năm 2016)**. Theo đó, BV tính đến cuối năm 2017 là 15.878 đồng/cp. Với giá đóng cửa 17.500 đồng/cp, ACB đang được giao dịch với PB forward 2017 là 1,1 lần, tương đương trung bình ngành. Với tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ sau khi giải quyết hoàn toàn nợ xấu quá khứ, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng được mức định giá cao hơn 20% so với trung bình ngành hiện nay, tương đương mức giá **21.340 đồng/cổ phiếu, cao hơn 21,9% so với giá hiện tại. VCBS khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACB.**

Ngành Bất động sản

Diễn biến ngành 9T.2016

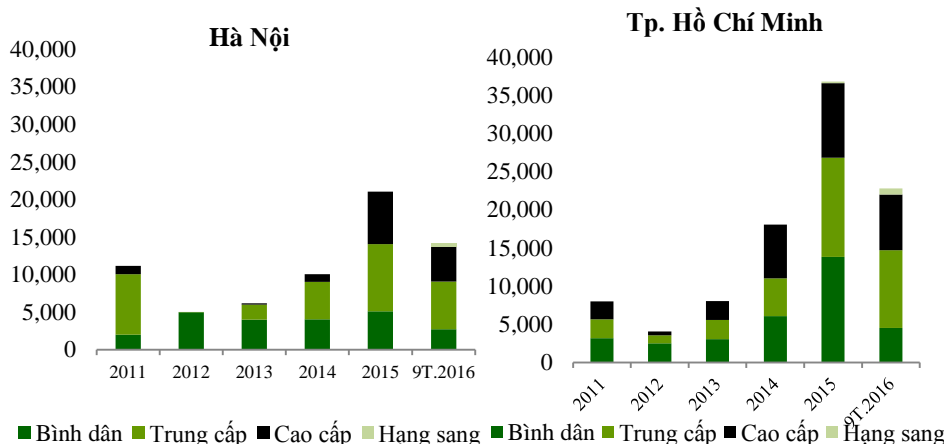
Thanh khoản giảm nhẹ so với cùng kỳ với phân khúc trung cấp chiếm tỷ trọng lớn.

Chính sách tín dụng siết chặt bước đầu tạo tâm lý cẩn trọng đối với cả chủ đầu tư và người mua nhà.

Trỗi dậy của phân khúc biệt thự, nhà liền kề.

Thị trường bất động sản duy trì trạng thái tích cực trong Quý 1.2016, có dấu hiệu chững lại trong Quý 2.2016 và hồi phục nhẹ trong Quý 3.2016 khi (1) thanh khoản vẫn ở mức cao nhưng đã giảm so với cùng kỳ năm trước, (2) nguồn cung căn hộ phân khúc cao cấp tiếp tục tăng nhưng giao dịch tại phân khúc trung cấp vươn lên chiếm tỷ trọng lớn nhất, (3) thị trường nhà biệt thự/liền kề hồi phục mạnh và (4) chính sách quản lý tín dụng mới được ban hành theo hướng quản lý chặt hơn dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực bất động sản.

Số lượng căn hộ bán tại Hà Nội và Tp. HCM



Nguồn: CBRE, VCBS tổng hợp

Số lượng căn hộ giao dịch thành công giảm. Theo thống kê của CBRE, trong 9T.2016 có khoảng 14.200 căn hộ được giao dịch thành công tại Hà Nội (-13,5% yoy) và 22.788 căn hộ được giao dịch tại Tp. HCM (-11,4% yoy), trong đó thị trường giao dịch sôi động trong Quý

1, giảm dần trong Quý 2, hồi phục trong Quý 3 nhưng tổng số lượng giao dịch thành công vẫn giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Phân khúc trung cấp vươn lên chiếm tỷ trọng lớn nhất với trên 40% tổng lượng tiêu thụ tại Hà Nội và Tp. HCM. Phân khúc cao cấp cạnh tranh gay gắt hơn và giảm nhẹ về lượng giao dịch, thị trường cũng ghi nhận sự xuất hiện nhiều hơn của phân khúc hạng sang. Trong khi đó, phân khúc giá rẻ có lượng giao dịch giảm mạnh còn dưới 20% tổng lượng tiêu thụ do chịu ảnh hưởng từ kết thúc gói vay 30 nghìn tỷ.

Thị trường nhà biệt thự và liền kề giao dịch sôi động. Phân khúc này ghi nhận tăng mạnh cả về giá và thanh khoản, đặc biệt là với các dự án thuộc các chủ đầu tư lớn, có vị trí kết nối hạ tầng hoàn thiện. Tại Tp.HCM, các dự án thấp tầng có tỷ lệ bán trung bình khá cao với 80% số căn trong ngày đầu chào bán chính thức, có dự án tiêu thụ đến 100% (*Nguồn: CBRE Vietnam*). Sự hồi phục nhanh của phân khúc này hấp dẫn nhiều dự án đầu tư mới mở bán mới, dẫn đến nguồn cung sơ cấp của các dự án biệt thự và nhà liền kề đều tăng mạnh tại 2 thành phố lớn.

Giá bán sơ cấp giữ nguyên xu hướng tăng nhưng giá bán thứ cấp giảm nhẹ đối với thị trường căn hộ. Theo Jones Lang Lasalle Vietnam, giá chào bán sơ cấp được ghi nhận xu hướng tăng so với quý trước ở tất cả các phân khúc. Đến cuối Q3.2016, Hà Nội ghi nhận mức tăng cao nhất giá chào bán sơ cấp với 3,6% theo quý tại phân khúc căn hộ cao cấp, trong khi Tp. Hồ Chí Minh ghi nhận mức tăng cao nhất với 2,2% theo quý tại phân khúc trung bình. Ngược lại, thị trường thứ cấp ghi nhận giá trung bình có xu hướng tăng chậm lại hoặc giảm nhẹ tại cả Hà Nội và TP HCM so với các quý gần đây, ngoại trừ phân khúc biệt thự và liền kề có giá bán tăng 11 quý liên tiếp.

Nguồn cung tăng liên tục, trong đó nguồn cung phân khúc cao cấp và hạng sang tiếp tục tăng đang tạo nên sự cạnh tranh khá gay gắt và dấu hiệu cung vượt cầu tại phân khúc này. Lý do các chủ đầu tư vẫn ưa thích phát triển phân khúc này là (1) biên lợi nhuận cao hơn khi đầu tư vào phân khúc cao cấp và hạng sang (2) tỷ lệ hấp thụ phân khúc cao cấp mặc dù giảm nhưng vẫn đủ hấp dẫn đối với chủ đầu tư. Mặc dù, từ Quý 2, nguồn cung phân khúc trung cấp đã tăng và dần chiếm lại vị thế dẫn đầu khi số lượng giao dịch đang dần dịch chuyển vào phân khúc này. Phân khúc bình dân và nhà ở xã hội đang khó khăn về cả nguồn cung và lượng tiêu thụ. Theo thống kê của Savills, đến cuối Quý 3.2016, tổng nguồn cung sơ cấp căn hộ đạt khoảng 17.000 căn (+16% yoy) và nguồn cung sơ cấp biệt thự/nhà liền kề đạt khoảng 2.300 căn (+10% yoy) tại Hà Nội, trong khi nguồn cung sơ cấp căn hộ đạt hơn 40.300 căn (+54% yoy) và nguồn cung sơ cấp biệt thự/nhà liền kề đạt 3.800 căn (+128% yoy) tại Tp. HCM.

Dư nợ cho vay bất động sản tăng trở lại khi thị trường hồi phục nhẹ trong Q3.2016. Đến giữa tháng 11.2016 tổng dư nợ cho vay cả nền kinh tế ước tính đạt khoảng 5,2 triệu tỷ đồng, tăng trưởng 11,81% yoy. Trong đó, tín dụng trong BĐS của toàn hệ thống chiếm khoảng 10% (*Theo Thứ trưởng Bộ Xây dựng Đỗ Đức Duy trong cuộc họp tháng 10 tại TP.HCM*). Các cơ quan quản lý cũng đang đánh giá tỷ lệ tín dụng bất động sản hiện nay đã tiệm cận giới hạn rủi ro. Ngoài ra, tín dụng BĐS hiện đang tập trung chủ yếu vào phân khúc cao cấp hoặc 1 số dự án lớn cũng là những điểm cần phải được kiểm soát và điều chỉnh cho phù hợp và bền vững hơn.

Chính sách mới về quản lý rủi ro tín dụng bất động sản được ban hành. Tháng 05.2016, NHNN đã ban hành Thông tư số 06 theo hướng tăng tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng. Tháng 10.2016, NHNN tiếp tục ra văn bản số 7586/NHNN-TD yêu cầu các ngân hàng tăng cường kiểm soát tốc độ tăng trưởng tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản, đặc biệt là các dự án ở phân khúc cao cấp, dự án nghỉ dưỡng và cảnh báo về việc cấp tín dụng tập trung đối với một số chủ đầu tư lớn. Do vậy, về lâu dài, các ngân hàng

thương mại sẽ kiểm soát cho vay bất động sản theo hướng chặt chẽ và bền vững hơn.

Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh 9T.2016 một số doanh nghiệp BDS niêm yết

STT	Mã	TTS (tỷ đồng)	Vay Nợ/TTS (%)	VĐL (tỷ đồng)	DTT 9T.2016 (tỷ đồng)	DTT %yoy	LNST 9T.2016 (tỷ đồng)	LNST %yoy	Tỷ suất LN góp (ttm, %)	Tỷ suất LN ròng (ttm, %)	EPS trailing (đồng)	P/E
1	VIC	173.234	25,8%	41.905	34.655	76,1%	1.719	76,8%	31,0%	3,9%	723	58,1
2	VCG	21.476	22,5%	7.241	5.618	6,9%	343	30,0%	15,5%	4,7%	906	14,6
3	KBC	14.679	14,5%	8.664	1.567	33,2%	520	46,3%	59,5%	42,9%	1.689	8,0
4	IJC	8.780	20,6%	2.938	1.656	263,1%	93	9,5%	16,1%	7,1%	492	16,3
5	KDH	8.559	28,4%	4.418	1.662	126,1%	271	56,7%	39,4%	18,1%	1.540	13,1
6	HUT	8.459	51,0%	2.430	1.974	212,5%	298	681,8%	21,2%	11,7%	2.381	4,5
7	SJS	6.185	18,4%	2.097	505	8,8%	166	46,2%	48,9%	31,2%	2.811	8,4
8	HDG	5.869	41,5%	1.554	803	-19,3%	50	-47,2%	21,3%	6,6%	1.196	19,3
9	NLG	5.560	12,4%	2.828	1.672	157,4%	163	116,0%	29,3%	12,9%	2.065	10,8
10	DXG	3.573	9,6%	1.873	1.321	45,3%	144	-41,6%	36,0%	13,0%	925	13,6
11	CEO	3.392	29,1%	1.484	915	164,9%	100	32,1%	40,8%	13,8%	1.697	6,8
12	BCI	3.326	13,4%	1.993	123	5,2%	-09	-104,8%	52,8%	19,3%	1.042	21,6

Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Triển vọng 2017:

Thị trường tiếp tục phát triển ổn định và bền vững.

Nguồn cung dồi dào sẽ tạo cạnh tranh mạnh tại phân khúc cao cấp.

Phân khúc trung cấp và bình dân sẽ dần chiếm ưu thế do phù hợp với nhu cầu và thu nhập của người mua nhà.

Tổng số lượng giao dịch có thể giảm nhẹ, các phân khúc sẽ có những diễn biến trái chiều:

- *Phân khúc căn hộ cao cấp và hạng sang* sẽ diễn ra cạnh tranh quyết liệt hơn giữa các chủ đầu tư khi nhiều dự án được chào bán lần đầu trong khi nhu cầu tại phân khúc này đang giảm sút do giá giao dịch thứ cấp đang giảm dần và nhu cầu mua để cho thuê đã có thể đạt mức bão hòa trong ngắn hạn. Do vậy, trong cuộc chiến cạnh tranh thì ưu thế sẽ nghiêng về các chủ đầu tư lớn có uy tín về chất lượng dự án và tiến độ bàn giao.
- *Phân khúc trung cấp* sẽ tiếp có tổng lượng tiêu thụ chiếm tỷ trọng cao hơn do các sản phẩm phù hợp với nhu cầu luôn cao của đa số người dân tại các thành phố lớn như Hà Nội và Tp. HCM.
- *Phân khúc bình dân* có cơ hội hồi phục mạnh do giá bán phù hợp với nhu cầu thực của đại đa số người mua nhà có thu nhập hạn chế. Bên cạnh đó, sự kiện Vingroup ra mắt thương hiệu nhà ở bình dân VinCity cùng kế hoạch phát triển 200.000-300.000 căn hộ giá rẻ trong 5 năm tới đang là một tín hiệu tích cực cho riêng phân khúc bình dân và nhiều người mua nhà.
- *Phân khúc nhà biệt thự, liền kề và shophouse* tiếp tục giao dịch sôi động khi nguồn cung tiếp tục tăng, đáp ứng đúng nhu cầu mua cao về nhà ở gắn liền với sở hữu đất của đa số người Việt.

Kiểm soát tín dụng bất động sản ở mức an toàn là cần thiết để thị trường bất động sản bền vững hơn và tránh nguy cơ xảy ra bong bóng bất động sản. *Chính sách tín dụng chặt chẽ sẽ có những tác động rõ hơn vào các thời điểm cuối năm 2016 và 2017.* Mặc dù việc giãn lộ trình siết chặt tín dụng bất động sản đã giúp thị trường giảm áp lực tiêu cực trong thời điểm hiện tại nhưng càng về thời điểm cuối năm, chính sách này sẽ càng thể hiện những tác động rõ hơn khi các tổ chức tín dụng phải đưa các tỷ lệ quản lý rủi ro về đúng quy định.

Những thay đổi này sẽ gây ra những khó khăn nhất định cho các chủ đầu tư, và người mua nhà khi việc vay vốn qua kênh tín dụng ngân hàng sẽ khó khăn hơn. Xét về mặt tổng thể, chính sách kiểm soát tín dụng an toàn là cần thiết để đưa thị trường bất động sản hoạt động ổn định và bền vững hơn.

Thị trường tiếp tục phát triển ổn định và bền vững. Cơ sở để thị trường bất động sản tiếp tục phát triển bền vững là *nền kinh tế trong nước tăng trưởng ổn định, tốc độ đô thị hóa diễn ra nhanh* khi hệ thống hạ tầng giao thông ngày càng hiện đại và được đầu tư mở rộng, trong khi về dài hạn, nhu cầu bất động sản vẫn cao và tiếp tục tăng lên ở tất cả các phân khúc khi thu nhập của người dân Việt Nam ngày càng tăng cao, dòng vốn đầu tư nước ngoài vẫn tăng trưởng đều hàng năm. Triển vọng thị trường có thể chững lại đối với phân khúc cao cấp và biệt thự nghỉ dưỡng nhưng sự hồi phục từ phân khúc trung cấp và bình dân sẽ giúp tổng thể thị trường vẫn sẽ được duy trì ổn định và *chưa có khả năng xảy ra tình trạng bong bóng bất động sản trong năm 2017*.

Doanh nghiệp triển vọng 2017

Một số công ty bất động sản được kỳ vọng sẽ có được tốc độ tăng trưởng KQKD khả quan trong năm 2017 chủ yếu nhờ vào việc hạch toán các dự án đang hoàn thiện và bàn giao. Tuy nhiên, tốc độ pha loãng nhanh và không tương xứng với tăng trưởng lợi nhuận sẽ là yếu tố cản trở sự bứt phá của đa số các công ty trong ngành. Đây cũng là năm của sự cạnh tranh gay gắt hơn khi sức mua có tín hiệu chững lại và sự phân hóa khi các doanh nghiệp lớn có tiềm lực mạnh về tài chính, quỹ đất lớn và sản phẩm phù hợp với nhu cầu “thật” sẽ chiếm ưu thế trong điều kiện tín dụng được quản lý chặt chẽ hơn. Đối với các công ty niêm yết, nhà đầu tư dài hạn có thể xem xét thêm vào danh mục đầu tư:

Bảng doanh nghiệp triển vọng năm 2016 và 2017

TT	Mã CK	KQKD 9T.2016	Triển vọng 2016 - 2017	Khuyến nghị
1	HDG	DTT đạt 804 tỷ đồng (-19,3%yoy, 34,7% KH) LNST HN đạt 73 tỷ đồng (-47,2%yoy, 31,5% KH)	Động lực tăng trưởng mạnh của mảng kinh doanh bất động sản với dự án Centrosa Garden và hợp nhất mảng kinh doanh thủy điện ổn định. Năm 2016 DTT ước đạt 2.250 tỷ đồng (+52% yoy), LNST hợp nhất 238 tỷ đồng (+71,2% yoy) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ 190 tỷ đồng (+54% yoy), tương đương EPS 2016 là 2.500 đồng/CP. Dự phóng năm 2017 DTT ước đạt 2.800 tỷ (+24% yoy) đồng, LNST hợp nhất 300 tỷ đồng (+26% yoy) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ 240 tỷ đồng (+26% yoy), tương đương EPS 2017 là 3.161 đồng/CP.	Mua
2	HUT	DTT đạt 1.974 tỷ đồng (+213% yoy, 82% KH) LNST đạt 298 tỷ đồng (+674% yoy, 78,5% KH)	Tăng trưởng ấn tượng năm 2016 khi dịch chuyển mô hình kinh doanh từ doanh nghiệp xây lắp sang đầu tư hạ tầng và bất động sản, rời bỏ pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi với khoảng 15% trong 2 năm tới. Năm 2016 DTT ước đạt 2.500 tỷ đồng (+10,8% yoy) và LNST trên 400 tỷ đồng (+148,4% yoy), tương đương EPS forward 2016 dự kiến đạt 2.350 đồng/CP. Dự phóng năm 2017 DTT ước đạt 2.800 tỷ đồng DT (+10% yoy) và 420 tỷ đồng LNST (+5% yoy), tương đương EPS forward 2017 dự kiến đạt 2.382 đồng/CP.	Khả quan
3	KBC	DTT đạt 1.567 tỷ đồng (+33,2%yoy, 82,5% KH) LNST đạt 627 tỷ đồng (+75,5%yoy, 99,6% KH Khả quan)	Hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng tăng trưởng mạnh trong năm 2016, về dài hạn quỹ đất tích lũy lớn cùng với chi phí giải phóng mặt bằng rẻ tiếp tục là lợi thế. Dự phóng năm 2016 DTT ước đạt 2.250 tỷ đồng DT (+56,8% yoy) và LNST hợp nhất đạt 750 tỷ (+24,6% yoy). Dự phóng năm 2017 DTT ước đạt 2.500 tỷ đồng (+11,1% yoy) và LNST đạt 850 tỷ đồng (+13,3% yoy).	Nắm giữ
4	NLG	DTT đạt 1.672 tỷ đồng (+154% yoy), LNST đạt 188,4 tỷ đồng (+147% yoy).	Năm 2016 DTT ước đạt 3.190 tỷ đồng (+62% yoy), LNST đạt 360 tỷ đồng (+75% yoy), EPS 2016 khoảng 2.553 đồng/cổ phiếu. Dự phóng năm 2017 DTT ước đạt 4.000 tỷ đồng (+25% yoy) và LNST 440 tỷ đồng (+22% yoy), công ty sẽ tiếp tục đẩy mạnh (1) bán dự án Camellia, Fuji Residence, Ehome S; và (2) xây dựng dự án Kikyo (Phú Hữu), Nguyễn Sơn và Hoàng Nam.	Khả quan
5	SJS	DTT đạt 504,6 tỷ đồng (+7,6% yoy, 51,3% KH) LNTT 205,8 tỷ đồng (+58,1% yoy, 67,9% KH) LNST 166,7 tỷ đồng (+54,1% yoy).	Không hoàn thành kế hoạch năm 2016 do chưa mở bán mới các lô thấp tầng và chậm bàn giao hoàn thiện các lô biệt thự đã bán, hưởng lợi từ dự án Vinhomes Thăng Long tại dự án Nam An Khánh. Năm 2016 DTT đạt 520 tỷ đồng DT (-39% yoy) và LNTT đạt 215 tỷ đồng (-26% yoy), tương đương EPS forward 2016 đạt 1.685 đồng/CP Dự phóng năm 2017 chưa rõ ràng do phụ thuộc lớn vào chiến lược tái cơ cấu của cổ đông lớn nhất là TCT Sông Đà, đây cũng là yếu tố tích cực đối với giá cổ phiếu SJS.	Nắm giữ

6	VIC	DTT 34.655 tỷ đồng (+76% yoy, 77% KH) LNST HN 3.094 tỷ đồng (+210% yoy, 103% KH) LNST Mẹ 1.719 tỷ đồng (+76,8% yoy)	Vượt kế hoạch kinh doanh do đóng góp lớn của mảng bất động sản mặc dù mảng bán lẻ chưa đạt hiệu quả và bảo mòn một phần lớn kết quả lợi nhuận. (2) kết quả bán hàng ấn tượng. Năm 2016 DTT 2016 ước đạt 47.910 tỷ đồng (+41% yoy), LNST hợp nhất 4.000 tỷ đồng (+167% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 2.500 tỷ đồng (+106% yoy), tương đương EPS forward 948 đồng/cp. Dự phóng năm 2017 DTT ước đạt 60.018 tỷ đồng (+25,27% yoy), LNST hợp nhất 4.500 tỷ đồng (+12,5% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 3.000 tỷ đồng (+20% yoy).	Năm giữ
---	------------	--	---	---------

VIC – Năm giữ

Triển vọng kinh doanh tích cực với kết quả bán hàng tại các dự án BĐS lớn mặc dù mảng bán lẻ làm giảm hiệu quả kinh doanh chung

KQKD 9T.2016

DTT đạt 34.655 tỷ đồng (+76,1% yoy, hoàn thành 77% KH) và LNST hợp nhất đạt 3.094 tỷ đồng (+210% yoy, hoàn thành 103% KH), LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt mức tăng trưởng thấp với 1.719 tỷ đồng (+76,8% yoy) do phần lớn lợi nhuận đến từ mảng chuyển nhượng bất động sản tại các dự án VIC sở hữu với tỷ lệ thấp (Central Park, Vinpearl Phú Quốc) và lãi chuyển nhượng dự án StarCity trong Quý 2.

Triển vọng

Năm 2016, chúng tôi lặp lại dự báo DTT 2016 ước đạt 47.910 tỷ đồng (+41% yoy), LNST hợp nhất 4.000 tỷ đồng (+167% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 2.500 tỷ đồng (+106% yoy), tương đương EPS forward 2016 là 948 đồng/cp (Năm 2016, VIC đặt kế hoạch kinh doanh với 45.000 tỷ đồng DT và 3.000 tỷ đồng LNST hợp nhất). Trong đó, mảng chuyển nhượng bất động sản đóng góp chủ yếu và có hiệu quả nhất, mặc dù mảng bán lẻ và khách sạn có mức lỗ làm giảm hiệu quả kinh doanh chung.

Năm 2017, chúng tôi dự báo DTT 2016 ước đạt 60.018 tỷ đồng (+25,27% yoy), LNST hợp nhất 4.500 tỷ đồng (+12,5% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 3.000 tỷ đồng (+20% yoy), tương đương EPS cơ bản 1.137 đồng/cp, dựa trên các giả định như sau: (1) tăng trưởng 25% đối với các mảng chuyển nhượng BĐS, cho thuê BĐS, Y tế và giáo dục do các dịch vụ này có mối quan hệ liên kết với nhau; (2) tăng trưởng 30% đối với mảng khách sạn giải trí và mảng bán lẻ khi Vingroup thay đổi chiến lược từ mở rộng nhanh sang tăng cường hiệu quả vận hành, cụ thể như sau:

Quan điểm đầu tư

Vingroup là doanh nghiệp đầu ngành trong hầu hết các mảng kinh doanh chính. Triển vọng phát triển dài hạn được đảm bảo khi VIC liên tục phát triển và tích lũy được các dự án bất động sản mới có quy mô lớn với vị trí đẹp tại các thành phố lớn. VIC cũng có kết quả bán hàng ấn tượng sẽ là cơ sở VIC hạch toán doanh thu trong những năm tới, cụ thể: năm 2015 đã bán 14.000 căn hộ, biệt thự và nhà phố, trong 9T.2016 doanh số bán hàng là hơn 11.000 căn hộ, biệt thự và nhà phố.

Với EPS forward 2017 là 1.137 đồng/CP, tương ứng P/E forward là 36,9 lần, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành và toàn thị trường. Theo phương pháp NAV, giá trị hợp lý ước tính của VIC đạt khoảng 44.897 đồng/CP (tương đương với giá trị định giá 55.000 đồng/CP trước khi chia thưởng cổ phiếu 22,5%). Trên cơ sở VIC là doanh nghiệp đầu ngành tại nhiều mảng kinh doanh có triển vọng tăng trưởng ổn định cùng với quỹ đất lớn cho mục tiêu phát triển dài hạn, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VIC.

HDG – Mua

Dự án Centrosa Garden đem lại triển vọng tăng trưởng mạnh về kết quả kinh doanh

KQKD 9T.2016

Lũy kế 9T.2016, doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng kém khả quan, với DTT đạt 803 tỷ đồng (-19,3% yoy, hoàn thành 34,7% KH) và LNST hợp nhất đạt gần 73 tỷ đồng (-29,5% yoy, hoàn thành 31,5% KH), trong khi LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt kết quả kém hơn với 50 tỷ đồng (-47,2% yoy). Một số điểm đáng chú ý gồm (1) doanh thu giảm nhưng biên LNG tăng mạnh lên 27,7% (9T.2015 đạt mức 17,4%) do có sự đóng góp của mảng bất động

sản và thủy điện có biên LNG cao. (2) Hợp nhất kết quả kinh doanh mảng thủy điện với CTCP Thủy điện Za Hung (tăng tỷ lệ sở hữu từ 37,5% lên mức 51,5%) làm thay đổi nhiều đối với các khoản chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp và (3) LNG tuy có tăng so với cùng kỳ nhưng chi phí lãi vay tăng đột biến lên gần 85 tỷ đồng (so với 4 tỷ đồng 9T.2015) và chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 78 tỷ đồng (54,4% yoy) đã dẫn đến kết quả lợi nhuận thấp.

Triển vọng

Năm 2016, HDG đặt kế hoạch với doanh thu 2.318 tỷ đồng (+56,6% yoy) và LNST hợp nhất 231 tỷ đồng (+65,9% yoy). Chúng tôi đánh giá triển vọng kết quả kinh doanh 2016 khá quan so với kế hoạch và có mức tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ năm trước. HDG có thể đạt được doanh thu 2.250 tỷ (+52% yoy) đồng, LNST hợp nhất 238 tỷ đồng (+71,2% yoy) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ 190 tỷ đồng (+54% yoy), tương đương với EPS 2016 là 2.500 đồng/CP. Trong đó, mảng bất động sản có kết quả tăng mạnh trong Q4 khi khu thấp tầng thuộc dự án Centrosa Garden có thể được hạch toán khoảng 800 tỷ đồng, cả năm 2016 mảng kinh doanh bất động sản có thể ghi nhận doanh thu lớn (950 tỷ đồng).

Năm 2017, HDG vẫn có triển vọng đạt mức tăng trưởng đối với cả doanh thu và lợi nhuận 20%/năm với động lực tăng trưởng mạnh của mảng kinh doanh bất động sản với tỷ trọng lớn thuộc về dự án Centrosa Garden và các mảng kinh doanh khác duy trì ổn định. HDG có thể đạt được kết quả kinh doanh với doanh thu 2.800 tỷ (+24% yoy) đồng, LNST hợp nhất 300 tỷ đồng (+26% yoy) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ 240 tỷ đồng (+26% yoy), tương đương với EPS 2017 là 3.161 đồng/CP. Mảng kinh doanh bất động sản có thể ghi nhận doanh thu lớn với 1.300 tỷ đồng từ hạch toán phần còn lại khoảng 800 tỷ đồng của khu thấp tầng thuộc dự án Centrosa Garden. Các dự án như Hado Garden Villa (Sur Vạn Hạnh), KĐT An Khánh - An Thượng, KĐT Thới An và Hado ParkSide (Chung cư CC1) có thể đóng góp khoảng 600 tỷ đồng doanh thu.

Quan điểm đầu tư

HDG là một trong số ít các doanh nghiệp bất động sản sở hữu một danh mục dự án tiềm năng có triển vọng kinh doanh tích cực trong dài hạn. HDG có chiến lược phát triển trong 3 lĩnh vực chính, bao gồm: (1) Lĩnh vực bất động sản có triển vọng tăng trưởng mạnh từ dự án Centrosa Garden với tổng doanh thu 10 nghìn tỷ đồng từ cuối năm 2016 đến năm 2020. (2) Lĩnh vực xây lắp từ các công trình thuộc Bộ Quốc phòng. (3) Lĩnh vực thủy điện ổn định dài hạn.

Với EPS forward 2017 là 3.161 đồng/cp, tương đương P/E forward 2017 đạt 7,2 lần. Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HDG là 30.000 đồng/cp (tăng 20% so với định giá trước đây 26.217 đồng/cp). Chúng tôi duy trì quan điểm giá trị cổ phiếu HDG đang hấp dẫn đối với mục tiêu đầu tư và nắm giữ trong dài hạn. Do vậy, chúng tôi lặp lại khuyến nghị nhà đầu tư **MUA cho mục tiêu đầu tư dài hạn** đối với cổ phiếu HDG. Chúng tôi cũng kỳ vọng giá cổ phiếu HDG sẽ có những diễn biến tích cực khi doanh nghiệp công bố kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong Q4.2016 và 1H.2017. Ngoài ra, nhà đầu tư cần lưu ý đối với độ thanh khoản thấp của cổ phiếu khi thực hiện giao dịch.

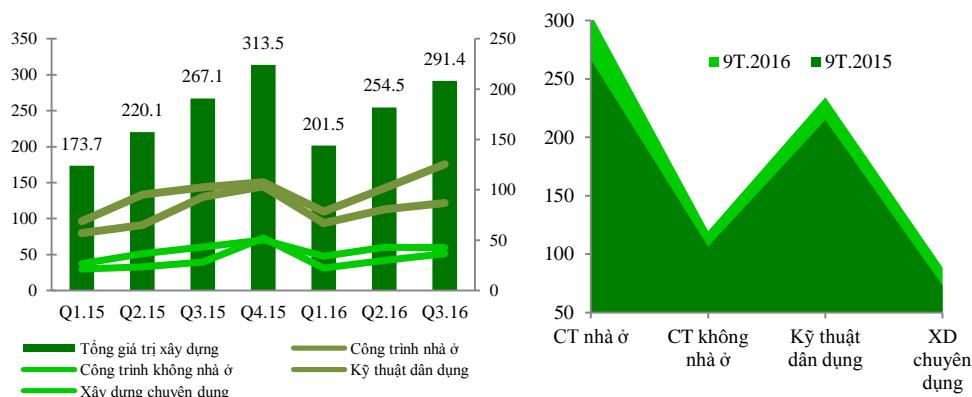
Ngành Xây dựng

Diễn biến ngành 9T 2016

Theo số liệu của Tổng cục Thống kê lũy kế 9T 2016, giá trị sản xuất của ngành xây dựng đạt 747.4 nghìn tỷ đồng (+13.1% yoy), tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất của ngành có xu hướng cải thiện hơn so với ba năm trước khi 9 tháng của năm 2015, 2014 và 2013 đạt

lần lượt là 12,5%, 10,5% và 8,8%.

Phân theo loại công trình, trong đó công trình nhà ở chiếm tỷ trọng 40,8%, nhà không ở chiếm 16% và mảng xây dựng kỹ thuật dân dụng – chuyên dụng chiếm 43,2%.



Nguồn: Tổng cục Thống kê, VCBS tổng hợp

Phân khúc nhà ở tiếp tục đóng góp vai trò quan trọng trong cơ cấu ngành xây dựng, đạt giá trị 305,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 14,5% so với 9 tháng năm ngoái. Lĩnh vực bất động sản tiếp tục là động lực chính của tăng trưởng trong tăng trưởng của mảng nhà dân dụng, đặc biệt phân khúc nhà chung cư cả về nguồn cung lẫn giao dịch đều diễn ra sôi động. Theo Colliers nguồn cung 9T.2016 tại HN đạt 18.635 căn hộ và HCM đạt 29.010 căn hộ; số lượng giao dịch căn hộ ở HCM và HN tương ứng là gần 23 nghìn căn hộ (+12.8%) và hơn 14 nghìn căn hộ (+5.14%).

Mảng xây dựng kỹ thuật dân dụng - chuyên dụng có sự tăng trưởng khá +12,1% so với cùng kỳ năm ngoái, chiếm 43,2% tổng giá trị xây dựng. Giá trị sản xuất xây dựng trong 9T 2016 đạt 322,6 nghìn tỷ đồng, trong đó hạ tầng giao thông là tiêu điểm trong năm 2016, đặc biệt là mảng xây dựng cầu đường. Việc đầu tư cơ sở hạ tầng đô thị trở thành thách thức đáng kể đối với phần lớn các đô thị đang phát triển như HCM và HN.

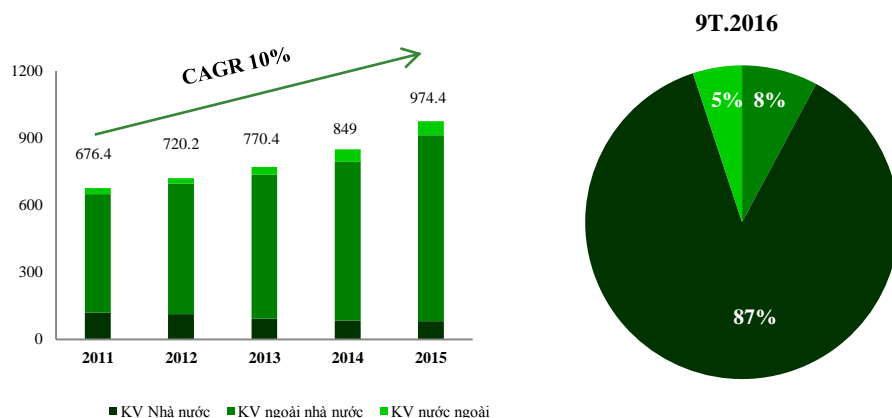
Chi ngân sách nhà nước cho đầu tư xây dựng cơ bản tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2016. Trong quý 3 chi cho đầu tư xây dựng cơ bản tăng trưởng mạnh trở lại so với hai quý đầu năm, đạt 55.700 tỷ đồng (+60,1% yoy). Lũy kế 9 tháng 2016, chi xây dựng cơ bản đạt 130.200 tỷ đồng (+15% yoy), so với mức 9 tháng năm 2015, 2014 đạt lần lượt là -8,5% và +12%.

Tiến độ xây dựng của một số công trình trọng điểm gồm: dự án mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất đang được thực hiện (tăng lượng hành khách từ 26.5 triệu lên 40 triệu); mở rộng sân bay Nội Bài (tăng hành khách từ 25 lên 50 triệu); sân bay Đà Nẵng đang trong tiến trình xây dựng (tăng lượng hành khách từ 5 triệu lên 13 triệu). Các tuyến đường sắt trên cao có tiến độ khá chậm: ở HCM tuyến số 1 (Bến Thành – Suối Tiên) có tiến độ chậm, ở Hà Nội tuyến số 2A (Hà Đông-Cát Linh) hoàn thành 80%, kỳ vọng Q3.2017 hoạt động; tuyến số 3 (Nhôn-Hà Nội) đã hoàn thành 45% và dự kiến hoạt động vào 2020. Dự án cầu Thủ Thiêm (4 cầu nối với Quận 1, 4, 7 và Bình Thạnh): Thủ Thiêm 2 bắt đầu từ tháng 2/2015 và được dự kiến hoàn thành vào Q2.2018; Thủ Thiêm 3 đang trong tiến trình nghiên cứu và Thủ Thiêm 4 đang được lên kế hoạch.

Nếu xét theo thành phần kinh tế khu vực tư nhân vẫn là động lực tăng trưởng chính của

ngành, đạt 651 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 87%, tăng trưởng 16% so với cùng kỳ năm ngoái.

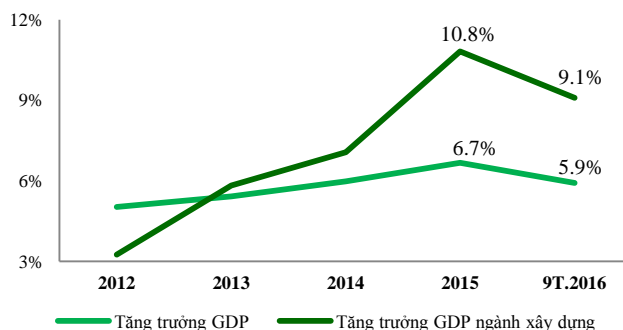
Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng liên tục



Nguồn: Tổng cục Thống kê, VCBS tổng hợp

Ngành xây dựng đóng góp khá vào tăng trưởng kinh tế, tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng trong 9T 2016 đạt mức khá 9,1% và là ngành có đóng góp cao thứ ba trong số các ngành đóng góp vào GDP cả nước. Ngành xây dựng đóng góp 0,5 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng chung của mức tăng GDP 9T 2016 (+5,93%).

9T.2016 hoạt động xây dựng vẫn tăng trưởng cao so với tăng trưởng GDP, tuy nhiên đã có phần chững lại so với năm ngoái.



Nguồn: Tổng cục Thống kê, VCBS tổng hợp

Triển vọng ngành 2017

Một số yếu tố hỗ trợ triển vọng tích cực của ngành xây dựng.

Các điều kiện kinh tế thuận lợi đẩy mạnh hoạt động ngành xây dựng: môi trường kinh tế vững mạnh, khung pháp lý được cải thiện giúp thúc đẩy đầu tư trực tiếp nước ngoài, cải thiện dần dần môi trường kinh doanh của đất nước; điều kiện tiền tệ thuận lợi đẩy mạnh hoạt động xây dựng.

Hơn nữa tỷ lệ đô thị hóa thấp, sự dịch chuyển cơ cấu dân số sang thành thị và ngành du lịch phát triển cũng như các cải thiện của Chính phủ để giảm bớt hạn chế về quyền sở hữu tài sản đối với nước ngoài cũng làm cho ngành xây dựng dân dụng cũng như phi dân dụng hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư nước ngoài. Thêm nữa, sau khi nghị định chính phủ (15/2015 / NĐ-CP) về quan hệ đối tác công-tư (PPP) tạo nền tảng cho các doanh nghiệp tư nhân tham gia vào các dự án hạ tầng, công nghiệp và năng lượng.

Mảng xây dựng dân dụng:

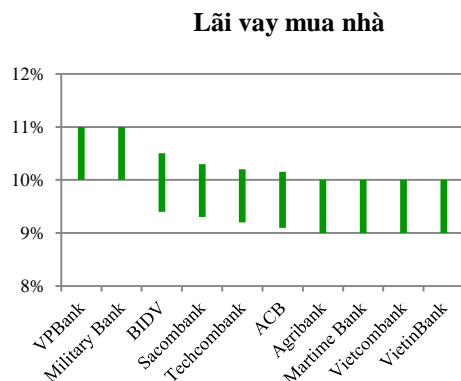
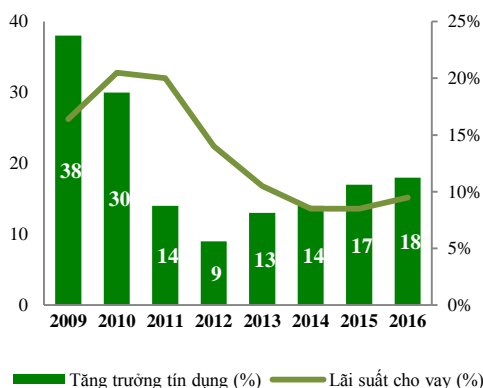
Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam ở mức thấp so với các nước trong khu vực:

Dân số Việt Nam đã tăng từ 66 triệu người vào năm 1990 lên 91 triệu người năm 2016, đưa Việt Nam trở thành quốc gia đông dân thứ ba trong khu vực chỉ sau Indonesia và Philippines. Tuy nhiên Việt Nam lại là thuộc một trong ba nước có tỷ lệ đô thị hóa thấp nhất trong Asean đạt 34% vào năm 2015.

Trong 30 năm qua, Việt Nam có mức độ đô thị hóa nhanh nhất ở Đông Nam Á (tăng 3,4%/năm). Quá trình đô thị hóa tại Việt Nam đang diễn ra nhanh chóng, tính đến hết tháng 6 đầu năm 2016 dân số đô thị của Việt Nam đạt khoảng 36% và ước tính đến năm 2020 có khoảng 40% dân số Việt Nam sống trong các khu vực đô thị và đến năm 2050 dự kiến đạt 60%.

Nhu cầu cao về nhà ở tại các thành phố lớn được thúc đẩy bởi quá trình dịch chuyển cơ cấu dân số ra khỏi vùng nông thôn sang các lĩnh vực khác như công nghiệp và dịch vụ. Mỗi năm tỷ lệ đô thị hóa của VN tăng 1%, tương đương với có thêm 1-1,2 triệu người do sự di cư của người dân từ nông thôn ra thành thị sinh sống. Đô thị hóa và tăng trưởng kinh tế có sự tương quan lớn, cùng với đó sẽ có sự gia tăng trong xây dựng và đầu tư vào cơ sở hạ tầng của Chính phủ.

Lãi suất thuận lợi tăng cường tăng trưởng tín dụng: mức lãi suất thấp trong thời gian gần đây và hiện tại ít biến động qua đó tiếp tục hỗ trợ và tạo động lực cho dòng vốn chảy vào các kênh đầu tư như bất động sản cũng như việc mua nhà trong dân cư.



Nguồn : NHNN, VCBS tổng hợp

Tăng trưởng mảng xây dựng nhà dân dụng phụ thuộc lớn vào sự tăng trưởng của thị trường bất động sản.

Theo Jones Lang LaSalle (JLL) vào cuối tháng 08/2016, tổng nguồn cung căn hộ tại HCM hiện nay có khoảng 80.000 căn, trong đó phân khúc căn hộ bình dân, trung cấp và cao cấp chiếm tỷ lệ lần lượt là 43%, 42% và 15%. JLL dự báo trong vòng 3 năm tới, nguồn cung căn hộ được dự đoán sẽ tăng đến 74%, đặc biệt đối với phân khúc cao cấp và sang trọng (giá bán > 2.000 USD/m²) nguồn cung thậm chí được dự kiến sẽ còn tăng gấp đôi.

Với nguồn cung quá cao như vậy, chúng tôi cho rằng xây dựng dân dụng trong năm 2017 đặc biệt mảng căn hộ nhà ở sẽ vẫn duy trì tích cực với mức độ cạnh tranh do lượng giao dịch có thể không theo kịp với nguồn cung mới.

Mảng xây dựng cơ sở hạ tầng:

Mảng xây dựng cơ sở hạ tầng của Việt Nam đang dần cải thiện và kỳ vọng tăng trưởng ổn định trong năm 2016-2025.

Việt Nam vẫn đang đối mặt với sự thiếu hụt nghiêm trọng về cơ sở hạ tầng giao thông vận tải, năng lượng, điện, nước và viễn thông. Ước tính trong 5 năm tới Việt Nam cần trên 200 tỷ USD để đầu tư hạ tầng, và cũng cần mức tương tự cho 5 năm kế tiếp.

Trong khi đó, thâm hụt tài khóa đã lên hơn 5% trong 5 năm qua, chỉ tăng mạnh hơn so với nguồn thu. Nợ công của Việt Nam cũng phải tăng lên để bù đắp thâm hụt (hiện đã tiệm cận mức an toàn là 65% do Quốc Hội đưa ra). Trong bối cảnh nguồn vốn rẻ ODA (đầu tư hạ tầng chiếm hơn 30% trong cơ cấu vốn ODA) sẽ không còn nhiều từ năm 2018 và ngân sách Nhà nước cùng các hình thức khác chỉ có thể đáp ứng 40-50% vốn cho cơ sở hạ tầng trong 10 năm tới. Do đó, đầu tư tư nhân sẽ cần thiết hơn nữa để thúc đẩy tăng trưởng trong ngành xây dựng và cơ sở hạ tầng.

Theo Bộ Giao thông vận tải dự kiến khoảng 66.5 nghìn tỷ VND để giải ngân cho các dự án cơ sở hạ tầng giao thông thông năm 2016, một nửa đến từ khu vực tư nhân. Theo Bộ GTVT Việt Nam sẽ cần khoảng 48 tỷ USD cho giao thông vận tải từ năm 2015 – 2020, nhưng ngân sách Nhà nước chỉ có thể đủ khả năng 28%. Do đó Chính phủ thúc đẩy mở rộng hình thức công – tư PPP và điều này sẽ tạo cơ hội cho các nhà đầu tư tư nhân.

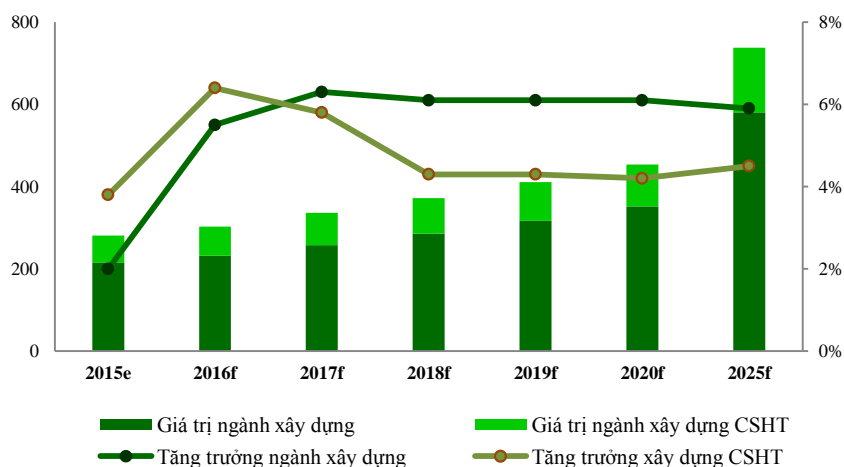
Xây dựng hạ tầng giao thông sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2017. Trong đó xây dựng cầu đường sẽ có triển vọng tốt hơn, sau đó là xây dựng các sân bay. UBND Tp.HCM đã đệ trình các danh sách dự án giao thông ưu tiên mà sẽ được phát triển dưới hình thức PPP từ 2016 đến 2020, bao gồm cả dự án tuyến đường sắt trên cao. Đây được xem yếu tố góp phần tăng trưởng tiềm năng đáng kể của mảng hạ tầng giao thông.

Nhu cầu vốn đầu tư cho hạ tầng giao thông giai đoạn 2016-2020 lớn: nhu cầu phát triển hạ tầng thúc đẩy nguồn huy động vốn cho tư nhân. Trong giai đoạn 2011-2015, tổng vốn đầu tư huy động cho phát triển GTVT đạt 380.000 tỷ đồng, tăng bình quân 38%/năm. Trong đó, tốc độ tăng trưởng của vốn huy động ngoài ngân sách đạt 121.000 tỷ đồng (chiếm 32%), tăng gần 48%/năm và tăng cao nhất so với các nguồn vốn khác. Trong giai đoạn 2016-2020, dự kiến tổng nhu cầu đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng giao thông giai đoạn 2016 - 2020 của Việt Nam là khoảng 950,000 tỷ đồng (khoảng 45 tỷ USD), trong khi nguồn đầu tư công chỉ đáp ứng khoảng 26%. Do đó, Việt Nam cần được đón nhận nguồn lực đầu tư từ khu vực nước ngoài hơn cho lĩnh vực này.

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tổng mức đầu tư cho 68 dự án thuộc danh mục dự án PPP ưu tiên giai đoạn 2016-2020 được đề xuất lên tới 334.655 tỷ đồng, trong đó nhu cầu vốn Nhà nước tham gia lên tới 114.211 tỷ đồng và phần còn lại dự kiến huy động vốn tư nhân.

Theo nhận định của BMI ngành đường bộ là trọng tâm của các chính phủ, tiếp theo là các sân bay và cảng. Đặc biệt, chính phủ đã tuyên bố rằng trong giai đoạn 2016-2020, sẽ ưu tiên tài chính cho dự án đường cao tốc Dầu Giây Phan Thiết-Nha Trang và dự án Ninh Bình-Thanh Hóa-Vũng Áng và sân bay quốc tế Long Thành. Ngoài ra, 23 dự án cơ sở hạ tầng giao thông quy mô lớn được tài trợ ngoài ngân sách nhà nước theo mô hình PPP và BT (xây dựng-chuyên giao). Theo chính phủ, các nhà đầu tư cho các dự án này sẽ được lựa chọn trong năm 2016 và tổng giá của VND39.9 nghìn tỷ (1.83 tỷ USD) trong đó VND 39.4 nghìn tỷ (1.8 tỷ USD) sẽ là từ vốn của nhà đầu tư.

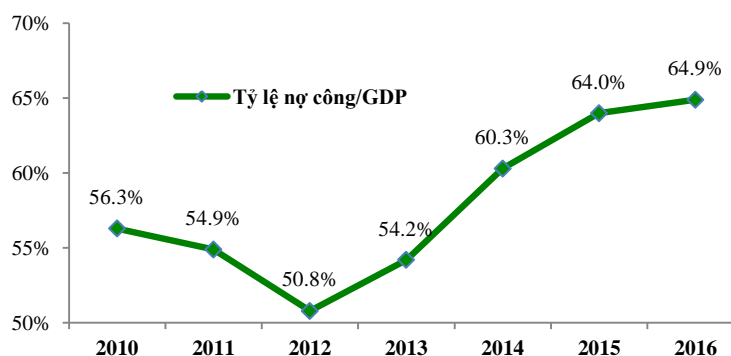
Theo dữ liệu của BMI, 47% các công ty tham gia vào các dự án đường bộ Việt Nam là nước ngoài trong đó Hàn Quốc, Nhật Bản và Mỹ chiếm tương ứng là 13%, 11% và 8%.



Nguồn: Báo cáo BMI Vietnam Infrastructure Q4/2016

Chúng tôi dự báo rằng với nhu cầu đầu tư cho lĩnh vực hạ tầng lớn của Chính phủ trong tương lai cùng với sự hạn chế ngân sách Nhà nước nên các hình thức hợp tác PPP hay BOT kỳ vọng sẽ tiếp tục tích cực trong năm 2017.

Tuy nhiên, ngoài các yếu tố thuận lợi trên cũng còn một số yếu tố cần phải khắc phục như tình trạng thâm hụt ngân sách và nợ công cao của Việt Nam có thể làm suy yếu sự phát triển của cơ sở hạ tầng và tăng trưởng kinh tế.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Doanh nghiệp triển vọng 2017

HBC – Khả quan

Chúng tôi cho rằng trong thời điểm hiện tại NĐT có thể xem xét đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp tốt trong phân khúc xây dựng nhà ở như CTCP Xây Dựng và Kinh Doanh Địa Ốc Hòa Bình (HBC)

Kết quả kinh doanh 3Q.2016 khả quan. Doanh thu thuần hợp nhất đạt 7.002,5 tỷ đồng, tăng 98,8% so với cùng kỳ năm trước. Do giá vốn hàng bán tăng 88,9% thấp hơn DTT khiến lợi nhuận gộp tăng 263,3%, đạt 723,6 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp ở mức 10,3%, cao gấp đôi so với mức 5,7% của cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất tăng 495,2% so với cùng kỳ năm 2015, đạt 320,9 tỷ đồng. Biên lợi nhuận ròng cải thiện lên mức 4,6% so với 1,5% của cùng kỳ năm trước. Như vậy, kết thúc 3 quý năm 2016 HBC đã hoàn thành 97% kế hoạch doanh thu và 126% kế hoạch LNST cả năm.

Thông tin đáng chú ý khác: giá trị hợp đồng ký mới tăng ấn tượng. Đến thời điểm hiện tại,

tổng giá trị hợp đồng ký mới của HBC khoảng 14.700 tỷ đồng, tăng gấp đôi so với năm ngoái, giá trị các khoản hợp đồng cũng ngày càng lớn. Tỷ trọng hợp đồng D&B trong tổng doanh thu xây dựng tăng lên chiếm khoảng 33% giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của công ty.

Tuy nhiên, hệ số nợ cao và rủi ro pha loãng cổ phiếu do phát hành 20 triệu cổ phiếu riêng lẻ (tương đương 26,5% cho đối tác chiến lược) đáng chú ý trong thời gian tới.

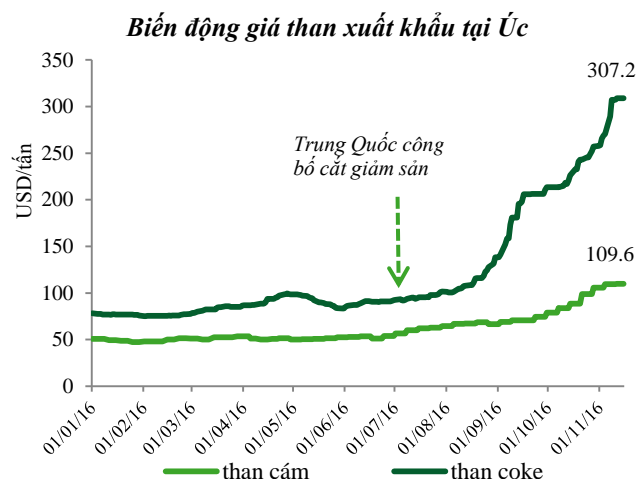
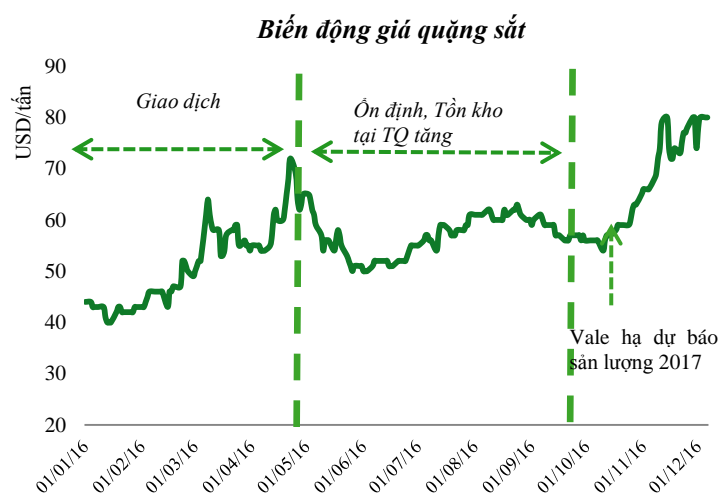
Chúng tôi tiếp tục đánh giá lạc quan cho năm 2017 – 2018 của HBC cùng với kỳ vọng ngành xây dựng dân dụng vẫn tiếp tục phát triển tốt. Chúng tôi dự phóng doanh thu xây dựng sẽ tăng trưởng 5% cùng mức tăng trưởng của ngành, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức 8,3%. Chúng tôi dự báo EPS dự phóng năm 2017 là 2.956 đồng/cổ phiếu.

Ngành Thép

Giá quặng sắt và than cốc đồng loạt tăng mạnh do nguồn cung bị siết chặt, và Trung Quốc công bố cắt giảm sản lượng ngành thép.

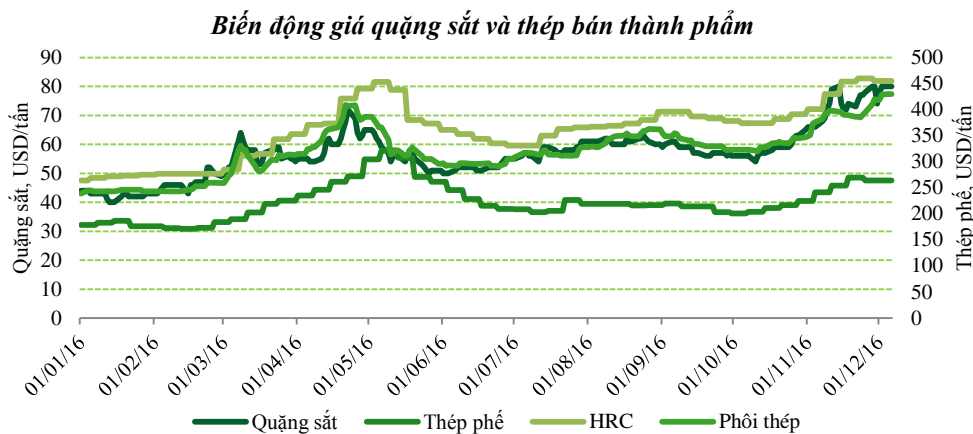
1. Giá nguyên liệu thép đồng loạt tăng mạnh

Các mặt hàng nguyên liệu chính sản xuất thép bao gồm quặng sắt, than cốc và thép phế đồng loạt tăng mạnh do kỳ vọng về siết chặt nguồn cung tại các quốc gia sản xuất chính. Cụ thể, Trung Quốc công bố cắt giảm sản lượng than, và tại Brazil nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất thế giới hạ dự báo sản lượng khai thác năm tới giảm 5% so với dự báo gần nhất.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Các mặt hàng thép bán thành phẩm như phôi thép và HRC có mức tăng khá tương đồng với quặng sắt, song có một độ trễ nhất định.

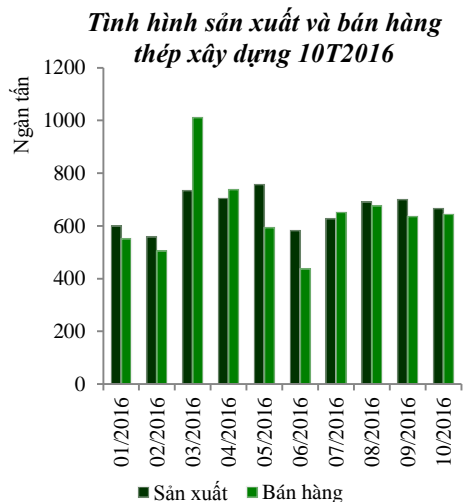


Nguồn: VCBS tổng hợp

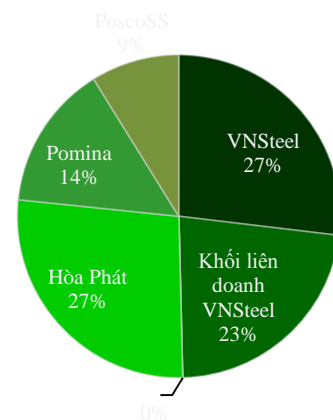
Thị trường thép sôi động trong nửa đầu năm, và dần hạ nhiệt trong nửa cuối năm.

1. Diễn biến thị trường thép

Sản lượng tiêu thụ **thép xây dựng** tăng trưởng 21,5% trong 10T2016, đạt 6,44 triệu tấn. Giá bán thép xây dựng hồi phục mạnh mẽ đặc biệt trong tháng 3 khi quyết định áp thuế tự vệ bổ sung tạm thời đối với mặt hàng thép thanh và phôi thép của Bộ Công thương được ban hành, ([xem thêm trong báo cáo cập nhật QĐ2968](#)). Tỷ lệ tăng trưởng so với cùng kỳ của ngành thép chậm dần qua các tháng, đồng thời biên lợi nhuận các doanh nghiệp thép đồng loạt giảm trong quý 3 năm nay. Chúng tôi cho rằng, **mức tiêu thụ thép tăng đột biến đến từ yếu tố đầu cơ của các đại lý thép trước khi quyết định áp thuế tự vệ tạm thời đi vào hiệu lực, không phải đến từ nhu cầu thực sự của thị trường.**



Thị phần thép xây dựng 10T2016



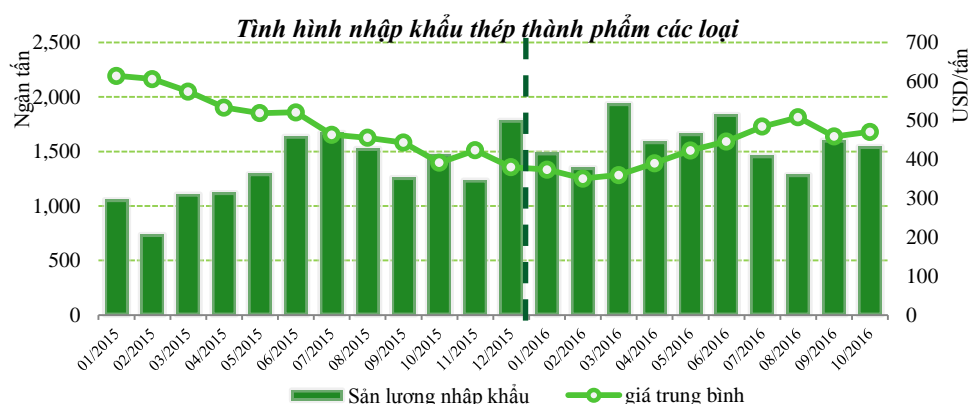
Nguồn: VSA, VCBS tổng hợp

Sản lượng **ống thép** tăng trưởng 31,7%, đạt 1,52 triệu tấn. Giá ống thép cũng có xu hướng tăng trong thời gian gần đây bởi (i) nhu cầu từ các ngành công nghiệp và công trình xây dựng đi vào giai đoạn hoàn thiện, và (ii) giá nguyên liệu cuộn cán nóng (HRC) tăng lên.

Tiêu thụ **tôn mạ** tăng trưởng 34,1%, đạt 2,29 triệu tấn, trong đó xuất khẩu hơn 1 triệu tấn. Tăng trưởng tiêu thụ tập trung chủ yếu ở thị trường xuất khẩu (+42% yoy) và thị trường phía nam (+32% yoy). Đặc biệt, sản lượng tại Mỹ 9T.2016 tăng hơn 21 lần so với cùng kỳ, đạt

707.700 tấn. Thị phần không có sự thay đổi khi Tôn Hoa Sen (HOSE: HSG) và Tôn Nam Kim (HOSE: NKG) tiếp tục dẫn đầu thị trường với thị phần lần lượt đạt khoảng 32% và 14%.

Nhập khẩu thép thành phẩm và thép phế có dấu hiệu chững lại, nhập khẩu phôi thép tăng mạnh trở lại vào cuối năm, nhập khẩu thép phế suy giảm. Thuế tự vệ đã phân nào phát huy hiệu quả khi sản lượng thép các loại nhập khẩu đã có xu hướng tăng chậm lại. Tuy nhiên, mặt hàng phôi thép đang bắt đầu tăng trở lại khi sản lượng tháng 9 tăng 148,6% mom và 227% yoy. Ngược lại thép phế nhập khẩu tháng 9 đã bắt đầu giảm, ước đạt 280.000 tấn (-23,3% mom, -7,6% yoy). Chúng tôi cho rằng **biến động giá thép phế tăng cao đã khiến các doanh nghiệp lò điện phải chuyển sang nhập phôi giá rẻ từ Trung Quốc về để sản xuất**.



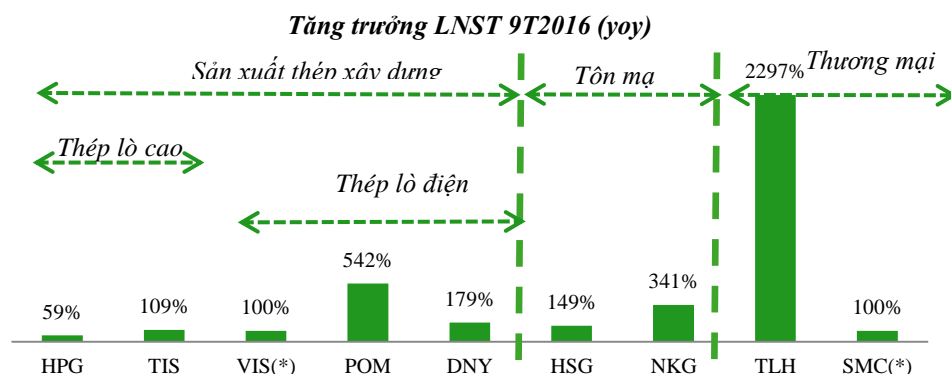
Nguồn: Tổng cục Hải quan

2. Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong ngành:

Các DN ngành thép báo lãi đột biến trong nửa đầu năm, hạ nhiệt trong quý 3. Các doanh nghiệp có KQKD 2015 càng giảm sâu thì mức độ tăng trưởng trong 6T2016 càng cao.

Mã	TTS (tỷ)	VCSH (tỷ)	Nợ/TTS	TS LNR	ROA (ttm)	ROE (ttm)	EPS (ttm)	BVPS
HPG	28.468	18.068	36,5%	19,6%	18,3%	28,9%	6.192	21.439
VIS	2.112	637	69,8%	1,5%	0,4%	1,2%	156	12.942
TIS	10.894	2.824	74,1%	3,1%	3,3%	12,7%	1.262	9.944
POM	6.520	2.501	61,6%	1,9%	2,0%	5,2%	693	13.423
VGS	1.417	576	59,4%	2,0%	5,9%	14,5%	2.215	15.309
DNY	2.109	346	83,6%	1,1%	0,9%	5,4%	696	12.815
TVN	14.383	7.359	48,8%	3,8%	3,7%	7,1%	775	10.854
Trung vị	9.415	4.616	62,0%	4,7%	4,9%	0,7%	1.713	13.818
Trung bình	6.520	2.501	61,6%	2,0%	3,3%	7,1%	775	12.942

Dữ liệu cập nhật tới hết quý 3/2016, VCBS tổng hợp



Nguồn: VCBS tổng hợp

(*) VIS và SMC ghi nhận lỗ trong cùng kỳ năm 2015, quy ước tăng trưởng là 100%

Giá quặng sắt và than cốc được kỳ vọng giảm trở lại khi nguồn cung hồi phục.

Giá thép phế được dự báo tăng do ảnh hưởng tăng của giá quặng sắt trong năm nay.

3. Triển vọng giá hàng hóa nguyên liệu:

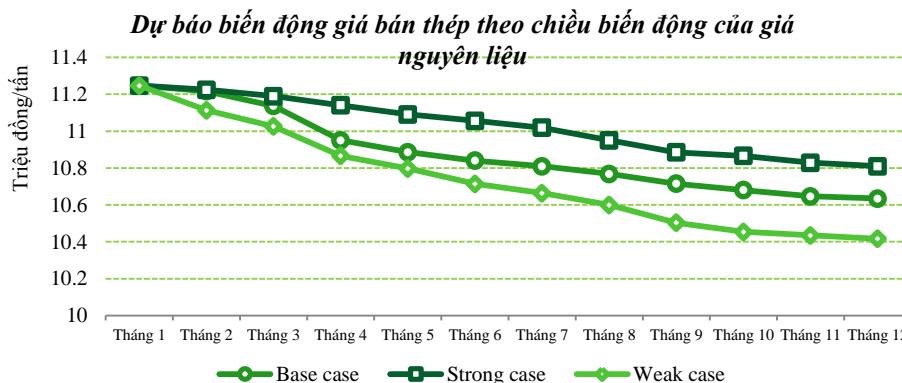
Quặng sắt được kỳ vọng giảm trở lại. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm giá quặng sắt giao dịch trên thế giới sẽ giảm trở lại trong năm 2017 với những luận điểm (1) Trung Quốc công bố cắt giảm sản lượng ngành thép, dẫn tới nhu cầu đối với quặng sắt giảm xuống, trung hòa hiệu ứng từ suy giảm nguồn cung, (2) các nhà sản xuất tại Úc và Brazil có ưu thế về chi phí sản xuất sẽ nhanh chóng đẩy mạnh mở rộng công suất để chiếm thêm thị phần; (3) Sản lượng tồn kho tại cảng của Trung Quốc đã tăng khá mạnh trong thời gian gần đây. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt (62% Fe) sẽ giảm về **vùng 65 USD/tấn** trong năm tới ([Tham khảo báo cáo triển vọng ngành thép](#)).

Than cốc được dự báo giảm do nguồn cung được cải thiện trở lại tại Úc. Như trong [báo cáo đánh giá về biến động giá than gần đây](#), chúng tôi cho rằng, khả năng tăng tiếp là không cao đối với sản phẩm than cốc do (1) nhà sản xuất lớn trên thế giới là Úc tiếp tục tăng công suất trở lại sau sự cố về hầm mỏ và thời tiết, công suất tăng thêm từ Úc sẽ phần nào bù đắp cho sự sụt giảm tại Trung Quốc, (2) việc sụt giảm trong nhu cầu của quặng sắt như đã phân tích ở trên cũng kéo theo sụt giảm nhu cầu từ than cốc, phần nào cân đối lại nguồn cung bị cắt giảm tại Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng giá than cốc sẽ giảm trở lại mức khoảng **175 USD/tấn** trong năm 2017.

Thép phế biến động ngược chiều với quặng sắt và than cốc. Chúng tôi cho rằng, mức bật tăng của giá quặng sắt và than cốc trong năm nay sẽ bắt đầu ảnh hưởng tới giá thép phế trong năm tới. Đồng thời, nhu cầu thép phế sẽ tăng cao khi Trung Quốc dần dịch chuyển công nghệ sản xuất thép từ lò cao sang lò điện. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá thép phế trung bình sẽ duy trì ở mức **280USD/tấn** trong năm 2017.

Chi phí sản xuất tăng lên khiến mặt bằng giá thép có thể lên tới 10,8 triệu đồng/tấn.

Dựa trên những tính toán từ chi phí sản xuất và phản ứng của các doanh nghiệp thép trong ngành ([tham khảo báo cáo triển vọng ngành thép](#)), chúng tôi dự báo giá thép trung bình năm 2017 sẽ đạt 10,8 triệu đồng/tấn.



4. Triển vọng ngành

Sản lượng tiêu thụ thép được kỳ vọng tiếp tục tăng trong năm tới do nhu cầu từ dân dụng và đầu tư công.

Thị trường xây dựng tiếp tục sôi động tại cả 2 phân khúc xây dựng dân dụng và xây dựng công. Việt Nam là nước có tốc độ đô thị hóa cao trong khu vực dẫn tới nhu cầu đầu tư xây dựng dân dụng duy trì ở mức cao. Thêm vào đó chu kỳ đầu tư công quay trở lại khi nội các chính phủ ổn định sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với thép xây dựng. Theo báo cáo từ quy hoạch Bộ Công thương, tới năm 2020, Việt Nam sẽ thiếu 15 triệu tấn thép xây dựng, tương đương nhu cầu tăng trưởng kép khoảng 15% - 20%/năm.

Giá thép được dự báo tăng trở lại với hiệu ứng phân hóa. Do giá bán tăng chủ yếu đến từ chi phí sản xuất tăng lên theo giá nguyên liệu, không phải bởi nhu cầu tăng nhanh hơn nguồn cung. Bởi vậy, chúng tôi đánh giá những doanh nghiệp lò cao có chi phí sản xuất rẻ sẽ tiếp tục dẫn dắt thị trường thép với biên lợi nhuận ròng xấp xỉ 10%, doanh nghiệp lò điện hoạt động quanh điểm hòa vốn. Bên cạnh đó, việc **giá thép tăng trong đầu năm sẽ dẫn tới nhu cầu đầu cơ của các đại lý, kéo theo sản lượng tiêu thụ tăng trong cuối năm nay và đầu năm 2017.**

Hiệp hội thép Việt Nam kiến nghị Bộ Công thương tiếp tục áp thuế đối với sản phẩm thép cuộn mã HS 7213.91.90. Trong **kịch bản tích cực nhất khi thuế tự vệ mới được ban hành**, chúng tôi cho rằng hiệu quả thực sự từ việc ban hành quyết định áp thuế tự vệ mới đối với hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành sẽ không quá mạnh mẽ như đối với QĐ 2968 bởi quy mô các sản phẩm thép cuộn còn lại là khá thấp. Tuy nhiên, **việc áp thuế sẽ đem lại hiệu ứng tâm lý tích cực hơn cho nhà đầu tư đối với cổ phiếu ngành, đồng thời hỗ trợ cho đà tăng của giá thép xây dựng.**

Formosa dự kiến đi vào hoạt động trong tháng 12/2016. Giai đoạn 1 của Formosa dự kiến sẽ bắt đầu vận hành trong cuối năm nay với lò cao dung tích hơn 4.000 m3 có ưu thế quy mô cao và chi phí sản xuất thấp nhất cả nước khi đi vào vận hành. Sản phẩm của giai đoạn 1 bao gồm nguyên liệu bán thành phẩm bao gồm cuộn cán nóng HRC và phôi thép, tạm thời chưa sản xuất thép xây dựng trong năm 2017. Chúng tôi cho rằng, mặc dù rủi ro từ việc thép Formosa cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nội địa là chưa hiện hữu, song **nếu Formosa bán phôi thép ra thị trường nội địa, các doanh nghiệp lò điện sẽ được hưởng lợi nhờ việc có thêm nguồn phôi giá rẻ không phải chịu thuế nhập khẩu**, và nâng cao sức cạnh tranh với doanh nghiệp lò cao.

b) Tôn mạ - Ống thép

Thị trường mạ ống thép khá hấp dẫn, song quy mô còn khá nhỏ. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng của ống thép sẽ cao hơn thép xây dựng bởi (1) tính chất là hàng hóa đi kèm, ống

thép sẽ tăng trưởng cùng thép xây dựng, (2) nhu cầu tăng thêm từ các ngành nội thất. Khi một lượng lớn các công trình xây dựng bùng nổ trong những năm 2014-2015 bắt đầu đi vào hoàn thiện trong năm 2016-2017, (3) khả năng sản xuất của các doanh nghiệp trong ngành còn khá thấp, mức độ cạnh tranh không quá lớn như đối với mảng thép xây dựng.

Doanh nghiệp tôn mạ nội địa mở rộng thị trường nội địa. Nhu cầu nhà ở đang mở rộng, dân số tăng nhanh và tỷ lệ phát triển đô thị hóa ở mức cao tạo ra nhu cầu khá lớn đối với sản phẩm tôn. Thêm vào đó, *cộng hưởng từ quyết định áp dụng thuế chống bán phá giá với sản phẩm thép mạ (1/9/2016 bởi Bộ Công thương)* sẽ tạo ra rào cản đối với sản phẩm từ Trung Quốc, tạo ra lợi thế cho các doanh nghiệp nội địa tăng thị phần và sản lượng tiêu thụ trong nước. Trong đó, mức thuế chống bán phá giá được áp dụng từ 4,02% đến 38,34%.

Thị trường mới khai mở tại Mỹ đang gặp bất ổn về chính trị và rủi ro về chính sách phòng vệ thương mại là khá lớn, gây ảnh hưởng trên cạnh tranh xuất khẩu và gián tiếp làm tăng nguồn cung nội địa. Trong trường hợp xấu nhất, khi Mỹ đi tới kết luận sẽ áp thuế chống bán phá giá (CBPG) với tôn Việt Nam, chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp sẽ không quá lớn đối với 2 doanh nghiệp tôn niêm yết là HSG và NKG bởi thị trường chính của 2 doanh nghiệp này là Indonesia và Malaysia. Tuy nhiên, *tác động gián tiếp* của việc áp thuế đó là (1) mức độ cạnh tranh tại các thị trường truyền thống sẽ lớn dần khi ngay trong khối ASEAN, (2) các doanh nghiệp FDI nội địa đang xuất khẩu như POSCO VN và CSVC sẽ buộc phải quay lại thị trường Việt Nam khiến nguồn cung nội địa tăng cao. Theo đó, *chúng tôi kỳ vọng ngành tôn năm 2017 sẽ tăng cường cạnh tranh mở rộng thị trường nội địa, sản lượng xuất khẩu tăng trưởng chậm lại so với năm 2016.*

Doanh nghiệp triển vọng 2017

HPG - Mua

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE : HPG)

Dư địa từ khu liên hợp giai đoạn 3. Bước sang năm 2017, khu liên hợp giai đoạn 3 sẽ chạy tới đa công suất trong cả năm, nâng sản lượng sản xuất của HPG lên tới hơn 2 triệu tấn/năm. Chúng tôi kỳ vọng, HPG có thể tiêu thụ 1,9 triệu tấn thép xây dựng trong năm tới.

Mặt bằng giá thép được dự báo tăng. Như chúng tôi tính toán ở trên, chúng tôi kỳ vọng HPG có thể nâng giá bán lên tới 10,8 triệu đồng/tấn thép xây dựng trong năm tới và hưởng lợi nhờ chi phí sản xuất thấp. Theo đó, DTT mảng thép trong năm tới ước đạt 31.550 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhẹ. Giá bán tăng chủ yếu nhờ chi phí sản xuất tăng cao. Bên cạnh đó chúng tôi kỳ vọng giá nguyên liệu sẽ giảm dần từ Quý 4/2016 sang đến năm 2017. Bởi vậy, chúng tôi cho rằng kịch bản tích trữ tồn kho giá rẻ và giá bán tăng sẽ không tiếp tục xảy ra trong năm tới. Đồng thời, yếu tố đột biến từ chính sách thuế sẽ không tiếp tục kéo dài trong năm tới càng củng cố thêm nhận định của chúng tôi.

Mảng thức ăn chăn nuôi bước đầu ổn định. Năm 2017, nhà máy thức ăn chăn nuôi Đồng Nai (số 2) và Phú Thọ (số 3) đều bắt đầu đi vào hoạt động theo dự kiến, đồng thời nhà máy tại Hưng Yên đã hoạt động được gần 1 năm. Hiện tại, mảng nông nghiệp đã đạt tới điểm hòa vốn khi bắt đầu có lãi nhỏ. Tuy nhiên, HPG sẽ phải tiếp tục đầu tư trang trại lợn trong năm tới, và các nhà máy mới cần thời gian để vận hành trơn tru do chưa có kinh nghiệm. Theo đó, chúng tôi cho rằng mảng nông nghiệp sẽ chưa thể đem lại nhiều kết quả khả quan trong ít nhất 2-3 năm tới.

Điểm rơi lợi nhuận tập trung trong năm 2018. Chúng tôi đánh giá năm 2017 là một năm chững lại của HPG khi các dự án mới đều đang trong giai đoạn đầu tư và dự kiến cuối năm

2017 và đầu năm 2018 mới hoàn thành, bao gồm các dự án (1) nâng công suất ống thép lên 80%, (2) dự án nhà máy tôn mạ và (3) dự án Mandarin Garden 2 bắt đầu ghi nhận doanh thu.

- (1) **Nâng công suất sản xuất ống thép.** Tới giữa năm 2017, dự án mở rộng nhà máy ống thép tại Đà Nẵng và Bình Dương sẽ hoàn thành theo kế hoạch, nâng tổng công suất lên tới khoảng 900.000 tấn/năm (+80%). Việc mở rộng công suất sản xuất ống sẽ mang lại động lực tăng trưởng mới cho HPG trong mảng ống thép. Chúng tôi kỳ vọng HPG có thể tiêu thụ 550.000 tấn ống thép trong năm 2017, và 800.000 tấn ống thép trong năm 2018.
- (2) **Dự án nhà máy tôn mạ màu.** Nhà máy tôn mạ màu công suất 400.000 tấn/năm dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2018, tạo ra động lực tăng trưởng doanh thu cho HPG khi công suất từ khu liên hợp đã đạt tối đa. Chúng tôi thận trọng đối với mảng tôn mạ bởi (a) HPG chưa có kinh nghiệm đối với tôn mạ so với các đối thủ trong ngành là HSG, NKG, (b) miền Bắc hiện chưa phải thị trường lý tưởng cho tiêu thụ mặt hàng tôn mạ. Do đó, trong năm đầu tiên, chúng tôi kỳ vọng HPG có thể tiêu thụ khoảng 350.000 tấn tôn mạ các loại (~85% công suất thiết kế).
- (3) **Nguồn thu mới từ BĐS.** Theo dự kiến từ HPG, những phần doanh thu đầu tiên từ dự án Mandarin Garden 2 sẽ được ghi nhận trong năm 2018. Chúng tôi kỳ vọng, với mức giá khoảng 25 triệu/m², HPG có thể thu được 1.800 tỷ đồng DTT từ dự án này trong năm 2018.

Dự án thép 3 tỷ USD tại khu kinh tế Dung Quất mở ra triển vọng tăng trưởng mới cho mảng thép. Hiện nay, lãnh đạo HPG cho biết sẽ không mở rộng khu liên hợp gang thép Hải Dương, mà thay vào đó sẽ tiếp quản dự án liên hợp thép Quảng Ngãi Quang Lian. Dự kiến, dự án này sẽ có tổng công suất 4 triệu tấn/năm, giai đoạn 1 được triển khai từ năm 2017-2019, với công suất 2 triệu tấn thép dài, và dự án giai đoạn 2 sẽ sản xuất 2 triệu tấn/năm sản phẩm thép dẹt cán nóng. Bên cạnh đó, dự án này đang được đề xuất hưởng ưu đãi thuế 10%/năm và được miễn tiền thuê đất tối đa 18 năm.

Dự báo cho năm 2017, chúng tôi dựa trên những giả định chính bao gồm (1) sản lượng bán hàng thép xây dựng đạt 2 triệu tấn, (2) giá thép xây dựng đạt 10,9 triệu đồng/tấn với biên lợi nhuận gộp mảng thép đạt khoảng 24%, (3) các mảng khác tăng trưởng nhẹ 10%. Theo đó, HPG có thể đạt 37.365 tỷ đồng DTT và 5.895 tỷ đồng LNST. Theo đó EPS ước đạt 6.958 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với HPG, giá mục tiêu trong 1 năm tới ước đạt 53.707 đồng/cp.

HSG – Nắm giữ

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HOSE: HSG)

Mở rộng hệ thống đại lý. Như chúng tôi đã phân tích ở trên, cạnh tranh trong ngành tôn mạ phụ thuộc vào khả năng quản trị tồn kho và mạng lưới bán hàng. HSG là doanh nghiệp tôn mạ có hệ thống phân phối hàng đầu với 212 đại lý trực thuộc (9T2016). Trong năm tới, HSG tiếp tục có kế hoạch mở rộng số đại lý lên 300 và tiến đến các khu vực miền trung và miền bắc. Chúng tôi cho rằng, khả năng cao HSG đã có cái nhìn thận trọng hơn đối với thị trường xuất khẩu và bắt đầu chiến lược mở rộng thị trường nội địa làm hoạt động cốt lõi chính.

Tăng cường công suất tại nhà máy Hà Nam và Bình Định. Đầu năm 2017, nhà máy ống thép và ống nhựa Hà Nam và nhà máy tôn mạ Nhơn Hội (Bình Định) sẽ đi vào hoạt động.

Sản phẩm	Công suất	Nhà máy
Tôn mạ	270.000 tấn/năm	Nhơn Hội
Ống thép	250.000 tấn/năm	Hà Nam
Ống nhựa	39.000 tấn/năm	Hà Nam

Nguồn: HSG

Khi nhà máy Hà Nam đi vào hoạt động, công suất sản xuất ống thép lên tới hơn 600.000 tấn/năm, chỉ đứng sau HPG khi đã hoàn thành công suất (900.000 tấn/năm). Đồng thời, công suất ống nhựa đạt 54.000 tấn/năm, bằng 60% công suất của BMP. Việc đặt nhà máy ở khu vực miền trung và miền bắc phù hợp với chiến lược mở rộng hệ thống đại lý của HSG trong năm 2017.

Dự trữ tồn kho lớn. Cuối quý 3/2016 (quý 4 NĐTC 2015-2016), HSG đã ghi nhận một lượng tồn kho khá lớn, đạt hơn 4.500 tỷ đồng. Trong đó, lượng nguyên liệu và hàng hóa đi kèm đạt 2.714 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá cao khả năng HSG mạnh tay dự trữ tồn kho để tận hưởng giá vốn rẻ khi giá HRC tăng. Theo ước tính của chúng tôi, với mức giá HRC trung bình quý 3 đạt 371 USD/tấn, sản lượng HRC trữ kho của HSG lên tới 320.000 tấn, tương đương khoảng 1 quý sản xuất. Với mức giá HRC tăng 22,6% ytd gần đây, quý 1 NĐTC 2016-2017 sẽ khá khả quan.

Khu liên hợp thép Cà Ná tạo ra động lực tăng trưởng mới. Phân kỳ 1 của dự án dự kiến được triển khai từ 2017-2018, công suất sản xuất thép đạt 1,5 triệu tấn/năm với công nghệ lò cao. Tổng vốn đầu tư cho phân kỳ này ước đạt 500 triệu USD (11.150 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng, *hiệu ứng từ dự án này tạm thời sẽ chưa đem lại nhiều kết quả về lợi nhuận trong 1-2 năm tới do vẫn đang trong giai đoạn đầu tư*. Tuy nhiên, dự án có thể gây ra gánh nặng về vay nợ, và tạo ra nhu cầu tăng vốn đối với tập đoàn. Chúng tôi tạm thời chưa đưa dự án vào định giá đối với HSG trong năm tới.

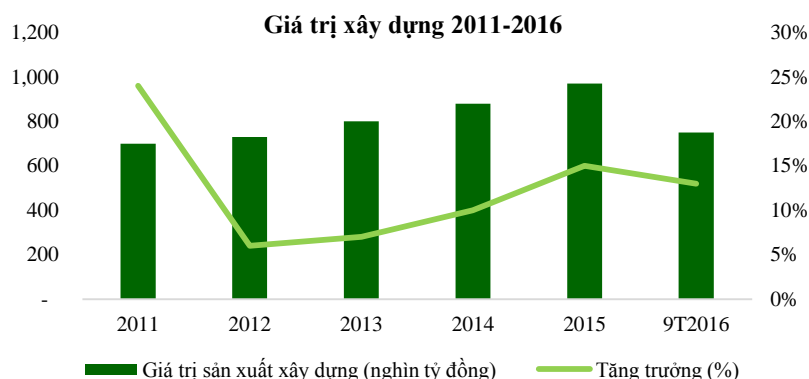
Dự báo cho năm 2017, chúng tôi cho rằng kế hoạch doanh thu 21.495 tỷ đồng (+22% yoy) và LNST đạt 1.400 tỷ đồng (+4% yoy) là khá thận trọng bởi (1) HSG sẽ mở rộng thị trường tôn mạ ra miền bắc và miền trung và tăng công suất tại các nhà máy tại khu vực này, với tổng công suất tăng thêm 250.000 tấn ống thép, 39.000 tấn ống nhựa và 270.000 tấn tôn mạ, lượng doanh thu tăng thêm có thể lên tới 4.000-5.000 tỷ khi các nhà máy chạy 80% công suất, (2) biên lợi nhuận năm tới được dự báo sẽ tiếp tục mở rộng nhờ chính sách điều chỉnh tồn kho hợp lý ngay trong quý đầu tiên. Chúng tôi cho rằng, HSG có thể đạt khoảng 22.300 tỷ đồng DTT (+25% yoy) và 1.700 tỷ đồng LNST (+15,4% yoy). Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với HSG với mức giá mục tiêu 48.000 đồng/cp.

Ngành Đá Xây Dựng

Diễn biến ngành năm 2016

Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, giá trị xây dựng theo giá hiện hành trong 9 tháng đầu năm 2016 của khu vực phía Nam ước đạt 747,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 13,1% so với cùng kỳ năm trước. Đây là mức tăng khá tốt so với các năm trước đây và còn có khả năng duy trì trong 2-3 năm tới nhờ (1) sự gia tăng mạnh mẽ các dự án hạ tầng giao thông trên cả nước nhờ các chính sách khuyến khích, hỗ trợ đầu tư hạ tầng của Chính Phủ, (2) sự hồi phục về nguồn cung và thanh khoản trên thị trường BĐS, và (3) dòng vốn FDI. Các dự án hạ tầng trọng điểm khu vực phía Nam như các tuyến metro 1, 2, 3 và 4, cao tốc Long Thành - Dầu

Giây, đường Võ Văn Kiệt, hầm Thủ Thiêm, đường vành đai trong, cầu Sài Gòn 2 mới bắt đầu khởi công hoặc đang bước vào mùa cao điểm xây dựng sẽ hỗ trợ lớn tới hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành.



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

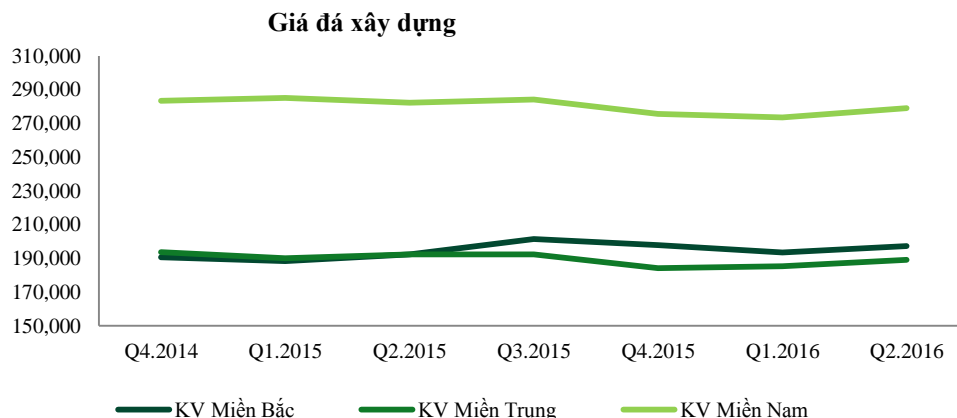
Giá bán ổn định và có xu hướng tăng nhẹ. Diễn biến giá mặt hàng đá xây dựng tại các địa phương tương đối trái chiều trong năm 2016. Trong khi khu vực thị trường miền Bắc và miền Nam nối tiếp đã giảm giá từ năm 2015 thì khu vực thị trường miền Trung lại ghi nhận sự tăng giá nhẹ của mặt hàng đá xây dựng. Kết thúc quý II, giá đá xây dựng tại miền Nam đang ở mức cao nhất, trung bình 279.031 đồng/m³ nhưng chỉ đạt 98,8% so với cùng kỳ năm trước. Bên cạnh đó, mặc dù có sự tăng giá nhẹ nhưng giá đá xây dựng trung bình tại khu vực thị trường miền Trung vẫn đang ở mức thấp nhất 189.074 đồng/m³, thấp hơn gần 90.000 đồng/m³ so với khu vực thị trường miền Nam.

Giá đá xây dựng tại các khu vực (đơn vị: đồng/m³)

Khu vực thị trường	2014	2015				2016	
	Quý 4	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	Quý 1	Quý 2
KV Miền Bắc	190.610	188.343	192.390	201.443	197.776	193.388	197.256
KV Miền Trung	193.575	190.142	192.417	192.292	184.167	185.367	189.074
KV Miền Nam	283.430	285.114	282.362	284.171	275.600	273.560	279.031

Nguồn: VCBS tổng hợp

Khu vực phía Nam chủ yếu là đồng bằng, các mỏ đá sau nhiều năm khai thác đã cạn kiệt nhưng khó có khả năng bù đắp cung từ khu vực Miền Bắc vào do chi phí vận chuyển cao, dẫn đến cầu vượt cung nên giá bán tăng cao đã giúp cho các doanh nghiệp khai thác đá có kết quả kinh doanh khả quan.



Nguồn: Bộ xây dựng

Cập nhật tình hình các mỏ đá phía Nam. Tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp nhóm này nằm ở trữ lượng và thời hạn khai thác của các mỏ đá. Vì vậy, các doanh nghiệp đang xin giấy phép khai thác các mỏ mới hoặc xin phép gia hạn và mở rộng khai thác các mỏ hiện tại. Cụ thể, mỏ Núi Nhỏ, Tân Đông Hiệp đang gần đến thời gian hết hạn khai thác vào cuối năm 2017. Với đặc điểm chất lượng đá tốt – phần lớn đá 1x2 có nhu cầu và giá bán cao, vị trí vận chuyển thuận lợi – gần khu vực trung tâm Thành phố Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai. Các mỏ này ngừng khai thác sẽ ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành như KSB, NNC và C32 trong bối cảnh các mỏ mới chưa thể thay thế cho mỏ hiện tại.

Cập nhật tình hình các mỏ đá

Mỏ đá	Vị trí	Công ty	Công suất (triệu m3/năm)	Trữ lượng còn lại (triệu m3)	Thời hạn khai thác
Tân Đông Hiệp	Bình Dương	KSB & C32	1,95	1	2017
Phước Vĩnh	Bình Dương	KSB	0,1	3,3	2017
Tân Mỹ	Bình Dương	KSB	0,54	3,9	2029
Tam Lập	Bình Dương	KSB			Đang xin GP
Núi Nhỏ	Bình Dương	NNC	2,1	2,5	2017
Mũi Tàu (Tân Lập)	Bình Phước	NNC	0,5	13,5	2030
Thanh Phú 1	Đồng Nai	BBCC	10		
Thiện Tân	Đồng Nai	BBCC			
Đồi Chùa	Đồng Nai	BBCC			
Soklu	Đồng Nai	BBCC			
Bình Lợi	Đồng Nai	CTI	0,3	10	2033
Xuân Lộc	Đồng Nai	CTI	0,3	10	2033

Tân Cang 8	Đồng Nai	CTI	1	10	2020
Đồi Chùa 3	Đồng Nai	CTI	2	16,5	2033
Thanh Phú 2	Đồng Nai	DHA	1	6,5	2020
Tân Cang 3	Đồng Nai	DHA	0,49	5,8	2024
Núi Gió	Bình Phước	DHA	0,2	6,9	2025
Thanh Phú 3	Đồng Nai	HTX Bình Thanh	1		

Nguồn: VCBS tổng hợp

Triển vọng 2017

Triển vọng phát triển cơ sở hạ tầng.

Nhu cầu đá xây dựng năm 2017. Theo Thủ tướng Chính phủ về quy hoạch tổng thể phát triển ngành vật liệu xây dựng đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030, tổng nhu cầu đá xây dựng cả nước trong năm 2016 ước tính đạt 135 triệu m³ và có thể tăng lên 181 triệu m³ vào năm 2020. Trong đó, nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng của các tỉnh Đông Nam Bộ (thị trường tiêu thụ chính của các công ty như KSB, C32, NNC và DHA) trong năm 2016 ước tính đạt 35 triệu m³, và dự báo có thể sẽ cần khoảng 45 triệu m³ vào năm 2020. Bên cạnh đó, theo tính toán của Bộ GTVT, tổng nhu cầu vốn đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng giao thông Việt Nam giai đoạn 2016-2020 ước tính khoảng 1.015.000 tỷ đồng (khoảng 48 tỷ USD, là nhu cầu vốn đầu tư cho các công trình giao thông do Bộ GTVT, các Tổng công ty nhà nước quản lý và các công trình chủ yếu tại Hà Nội, TP.HCM). Trong đó, đường bộ có nhu cầu khoảng 651.000 tỷ đồng.

Triển vọng kinh doanh vẫn sẽ tốt. Nhìn chung ngành khoáng sản hiện nay vẫn còn gặp nhiều khó khăn do nhu cầu trên thế giới sụt giảm khi nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới là Trung Quốc tăng trưởng chậm. Tuy nhiên, đối với các công ty khai thác chế biến đá xây dựng, do được hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường bất động sản, ít chịu cạnh tranh từ đối thủ nước ngoài như các ngành VLXD khác, nhiều công trình giao thông lớn được đầu tư và địa bàn hoạt động thuận lợi.

Doanh nghiệp triển vọng 2017

Các doanh nghiệp đá xây dựng khu vực phía Nam tiếp tục tăng trưởng. Bốn doanh nghiệp ngành khai thác đá phía Nam đã công bố báo cáo tài chính Quý 3.2016. Trong đó, 3 doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng là NNC, KSB, C32.

Nợ thấp và dòng tiền ổn định. Bên cạnh kết quả kinh doanh tích cực thì việc đầu tư vào nhóm cổ phiếu đá xây dựng khá an toàn xét về mặt cấu trúc nợ, khi: (1) tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản duy trì mức khá thấp, (2) hầu hết các công ty trong nhóm đều không sử dụng nợ vay. Do đó, các công ty trên chịu rủi ro liên quan đến trả lãi vay/nợ gốc không đáng kể. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh của các công ty sản xuất đá xây dựng khá ổn định. Có thể thấy dòng tiền của hầu hết các công ty này luôn dương qua các giai đoạn.

NNC – Năm giữ

KQKD 9T.2016

NNC – Mô đá Núi nhỏ tiếp tục duy trì sản lượng tiêu thụ tốt. NNC có vị trí thuận lợi, chất lượng đá tốt, đồng thời nguồn tiêu thụ ổn định từ các công trình trong tỉnh và đường Mỹ Phước – Tân Vạn, Metro Suối Tiên.

Doanh thu thuần của NNC trong Quý 3 đạt 148 tỷ đồng (+11% yoy). Mặc dù doanh thu tăng 11%, giá vốn chỉ tăng 6% dẫn đến lợi nhuận gộp của NNC trong Q3.2016 tăng 20% so với

cùng kỳ năm trước. Ngoài ra, thuế thu nhập doanh nghiệp cũng được giảm từ 22% xuống còn 20 giúp NNC đạt 45 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 18% so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng đầu năm, NNC đạt 414 tỷ đồng doanh thu (+18% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 136 tỷ đồng (+55% yoy). Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) đạt 10.400 đồng, cao nhất trong nhóm cổ phiếu ngành đá xây dựng.

Triển vọng

Hiện nay, công ty đang đầu tư 10% vốn điều lệ của Công ty TNHH MTV Vật liệu và Xây dựng Bình Dương (M&C Bình Dương) (khoảng 103 tỷ đồng), đây là một cách gián tiếp để NNC có thể hợp tác khai thác các mỏ đá của doanh nghiệp này. Cụ thể, M&C Bình Dương hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng và VLXD (gạch, ngói, cát, đá). Hiện nay doanh nghiệp này sở hữu 04 giấy phép ở mỏ Tân Mỹ, Thường Tân (huyện Bắc Tân Uyên) và 2 mỏ đá ở huyện Phú Giáo - trữ lượng của mỗi mỏ đá ước tính khoảng 10 triệu m³ và dự kiến sẽ bắt đầu khai thác từ cuối năm 2016. VCBS đánh giá đây là khoản đầu tư thích hợp nhằm giảm thiểu rủi ro trong trường hợp công ty không xin gia hạn được mỏ đá Núi Nhỏ - mỏ này mang lại phần lớn doanh thu và lợi nhuận cho NNC, hiện có thời hạn khai thác đến 31/12/2017.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2016 của NNC có thể đạt 3,2 triệu m³, trong đó mỏ đá Núi Nhỏ chiếm 85,2%. Doanh thu và LNST có thể lần lượt đạt 606 tỷ đồng (+19% yoy) và 189 tỷ đồng (+53% yoy), tương ứng với EPS là 11.524 đồng/cp và PE 6,25 lần. Sang năm 2017, doanh thu ước tính có thể đạt 691 tỷ đồng (+14% yoy) và LNST có thể đạt 210 tỷ đồng (+11% yoy), tương ứng với EPS là 12.220 đồng/cp và PE 5,9 lần. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu NNC.

C32 – Năm giữ

KQKD 9T.2016

Mỏ đá Tân Đông Hiệp tiếp tục đem lại nguồn thu chính cho C32 trong năm 2016, với mức giá bán trung bình khoảng 180.000 đồng/m³. Trong Quý 3, doanh thu của C32 tăng nhẹ, đạt 134 tỷ đồng. Giá vốn giảm đã giúp công ty tăng lợi nhuận gộp lên mức 40 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 33% so với cùng kỳ năm trước. Biên lợi nhuận gộp trong Quý 3 đã tăng từ 22,6% lên mức 29,6% so với cùng kỳ năm trước. Do đó, dù các chi phí khác tăng nhẹ, nhưng C32 vẫn ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế gần 26 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 24% so với cùng kỳ.

Tính đến giai đoạn cuối Q3.2016, C32 có mức doanh thu thuần giảm nhẹ 1%. Tuy nhiên, nhờ giá vốn giảm được 17,5 tỷ đồng, tương đương 6,4% đã giúp lợi nhuận ròng sau thuế của công ty tăng 23%, đạt mức 75 tỷ đồng. EPS 4 quý đạt 9.884 đồng, xếp thứ 2 trong các công ty khai thác đá xây dựng trong khu vực.

Triển vọng

Theo thông tin vừa cập nhật, C32 vừa trở thành cổ đông lớn tại CTCP Hóa An (DHA). Cụ thể, C32 đã nâng số lượng cổ phiếu DHA nắm giữ lên tương ứng tỷ lệ sở hữu 8,16%. C32 và DHA cùng là doanh nghiệp khai thác đá và hoạt động chủ yếu tại Bình Dương. Trong đó, DHA đang sở hữu 3 mỏ đá với tổng trữ lượng 18 triệu m³, chiếm trữ lượng lớn khu vực Đông Nam Bộ. Thời gian hoạt động các mỏ được cấp phép đến năm 2020 – 2025- là lợi thế lớn của DHA so với các mỏ chính của các công ty khác như Núi Nhỏ (NNC), C32, Khoáng sản Bình Dương (KSB). VCBS đánh giá đây là bước đi đúng đắn của C32 nhằm đảm bảo nguồn đá nguyên liệu cho mục tiêu phát triển dài hạn của công ty. Trong trường hợp mỏ Tân

Đồng Hiệp hết thời hạn khai thác, C32 vẫn có thể hợp tác khai thác cùng DHA với tư cách là cổ đông lớn.

Quan điểm đầu tư

Trong năm 2016, VCBS ước tính công ty sẽ đạt doanh thu và LNST lần lượt khoảng 560 tỷ đồng và 106 tỷ đồng (tăng nhẹ so với cùng kỳ) tương ứng với EPS là 9.464 đồng/cp và PE 5,8 lần. Trong đó đá xây dựng chiếm 40%, đạt 225 tỷ đồng, xây lắp đạt 193 tỷ đồng (chiếm 35%), công bê tông 56,7 tỷ đồng (chiếm 10%) và sản phẩm khác là 85,3 tỷ đồng (chiếm 15%). VCBS đánh giá cao về khả năng hoàn thành kế hoạch của C32 trong năm 2016, do:

- Sản lượng khai thác đá trong 9T.2016 đạt mức dự kiến và sẽ hoàn thành kế hoạch sản lượng khai thác đá trong năm 2016 là 1,2 triệu m³/năm, chiếm 40% tổng doanh thu và 70% tổng lợi nhuận.
- Hoạt động sản xuất cung cấp công bê tông cũng có chuyển biến tích cực, do chất lượng tốt của sản phẩm công ly tâm của C32 và được sử dụng trong các công trình trọng điểm như QL1 mở rộng, theo đó mảng công dự kiến sẽ chiếm 30% tổng doanh thu và 20% tổng lợi nhuận.

Trong năm 2017, VCBS ước tính công ty sẽ đạt doanh thu và LNST lần lượt khoảng 569 tỷ đồng và 108 tỷ đồng (tăng nhẹ so với dự phóng năm 2016) tương ứng với EPS là 9.642 đồng/cp và PE 5,7 lần. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu C32.

DHA – Khả quan

KQKD 9T.2016

DHA – Các mỏ đá hiện tại chưa hoạt động hết công suất. Ngoài mỏ đá Núi Gió có chất lượng tốt và lượng tiêu thụ vượt công suất, các mỏ còn lại của DHA đang hoạt động khá cầm chừng, đặc biệt là mỏ Thanh Phú 2 - đóng góp 60% doanh thu của DHA đang gặp phải sự cạnh tranh khá gay gắt.

Quý 3, DHA đạt 48 tỷ đồng doanh thu thuần (giảm nhẹ so với cùng kỳ), giá vốn tăng dẫn đến lợi nhuận gộp giảm 18% so với cùng kỳ năm trước, ghi nhận mức 12 tỷ đồng. Tỷ suất biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ mức 29,4% xuống còn 24,6%, chi phí quản lý tăng nhẹ khiến lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ chỉ còn lại 7,3 tỷ đồng, giảm 19% so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế 9 tháng, DHA đạt 139 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 1% nhưng lợi nhuận sau thuế giảm 10% so với cùng kỳ năm trước, đạt mức 30 tỷ đồng. EPS 4 quý đạt mức 2.733 đồng.

Triển vọng

Hiện nay, DHA có ba mỏ đang hoạt động là mỏ Núi Gió, mỏ Tân Cang 3 và mỏ Thanh Phú 2. Ba mỏ này có giấy phép hoạt động trong 8-10 năm tới, đây là một lợi thế rất lớn của DHA so với các doanh nghiệp trong khu vực khi chưa bị áp lực phải tìm được mỏ mới để duy trì hoạt động kinh doanh.

Theo thông tin vừa cập nhật, C32 vừa trở thành cổ đông lớn tại CTCP Hóa An (DHA). Cụ thể, C32 đã nâng số lượng cổ phiếu DHA nắm giữ lên tương ứng tỷ lệ sở hữu 8,16%. C32 và DHA cùng là doanh nghiệp khai thác đá và hoạt động chủ yếu tại Bình Dương. Theo VCBS đánh giá, đây có thể là cơ hội để C32 và DHA cùng hợp tác phát triển trong trường hợp DHA tận dụng được nguồn khách hàng từ C32.

Quan điểm đầu tư

VCBS ước tính công ty sẽ đạt DT và LNST cả năm 2016 tương ứng 210 tỷ đồng (+4% yoy,

122% KH năm) và LNST đạt 48,6 tỷ đồng (+8% yoy, 118% KH năm). Với dự phóng nói trên, EPS cả năm 2016 sẽ nằm trong khoảng 3.240 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E là 9,1 lần (thị giá ngày 07/12/2016 là 29.450 đồng/cp).

VCBS đánh giá khả quan triển vọng của công ty trong năm 2017 với tiềm năng khai thác từ mỏ Núi Gió cũng như việc khu vực Tây Ninh và Bình Phước đang phát triển mạnh. Ước tính công ty sẽ đạt DT và LNST cả năm 2017 tương ứng gần 270 tỷ đồng (+28% yoy) và LNST đạt 50,4 tỷ đồng (+3% yoy). Với dự phóng nói trên, EPS cả năm 2017 sẽ nằm trong khoảng 3.360 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E là 8,76 lần (thị giá ngày 07/12/2016 là 29.450 đồng/cp). Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu DHA.

KSB – Khả quan

KQKD 9T.2016

Thuận lợi về chất lượng đá khá tốt và đồng đều tại mỏ đá Tân Đông Hiệp giúp KSB duy trì được sản lượng tiêu thụ khoảng 3.700.000 m3 trong năm 2016. Quý 3, doanh thu thuần của KSB đạt 327 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ. Giá vốn hàng bán tăng thấp dẫn đến biên lợi nhuận gộp tăng 57%. Kết quả, KSB đạt 64 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, gấp đôi so với cùng kỳ năm trước.

Lũy kế 9 tháng, KSB đạt 641 tỷ đồng doanh thu và 154 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, lần lượt tăng 17% và 59% so với cùng kỳ năm trước. EPS 4 quý đạt mức 7.820 đồng, đứng thứ 3 trong các công ty khai thác đá xây dựng trong khu vực.

VCBS cho rằng, bên cạnh triển vọng tích cực về việc tiêu thụ đá trong năm 2016, kế hoạch về việc mở rộng mỏ đá Tân Mỹ và Phước Vĩnh sau năm 2016 sau khi mỏ đá Tân Đông Hiệp đóng cửa sẽ giúp công ty duy trì được công suất khai thác mỗi năm hơn 2.500.000 m3 đá các loại, sẽ là điểm mạnh của KSB trong những năm tới khi các mỏ đá gần khu vực trung tâm hết hạn khai thác. Ngoài ra, KSB đang xin giấy phép khai thác mỏ đá Tam Lập (huyện Phú Giao, Bình Dương - dự kiến sẽ hoàn tất thủ tục trong năm nay, mỏ đá mới với trữ lượng 13 triệu m3 dự kiến sẽ đem lại gần 2.000 tỷ đồng doanh thu cho KSB trong tương lai.

Ngoài hoạt động khai thác đá, KSB đang triển khai mở rộng diện tích khu công nghiệp Đất Cuốc thêm 340 ha. Cụ thể, công ty sẽ mở rộng 136 ha từ nay cho đến năm 2018, và 214 ha còn lại sẽ được mở rộng cho đến năm 2021. Theo dự tính, công ty sẽ thu về 505 tỷ đồng doanh thu từ việc bán 53,2 ha diện tích khu hiện hữu, và 1.865 tỷ đồng doanh thu với 467 tỷ đồng lợi nhuận gộp từ việc bán diện tích khu mở rộng từ nay cho đến năm 2020. Đối với dự án BĐS Bình Đức Tiến, hiện tại KSB đang triển khai hoạt động xây dựng và ký hợp đồng với người mua. Nếu hoàn thành việc bán lại dự án thì lợi nhuận khả năng sẽ được ghi nhận vào Q4.2016. Theo đó, công ty sẽ hạch toán thêm 120 tỷ đồng DT và 37 tỷ đồng LN gộp.

Quan điểm đầu tư

Với những tín hiệu khả quan trong hoạt động SXKD 9 tháng đầu năm nay, VCBS kỳ vọng công ty sẽ đạt DT và LNST cả năm 2016 tương ứng 850 tỷ đồng (+15,2% yoy, vượt 5,6% KH năm) và LNST đạt 204 tỷ đồng (+63% yoy, vượt 41,7% KH năm). DT và LN này chưa bao gồm phần đóng góp từ dự án BĐS Bình Đức Tiến và một phần dự án KCN Đất Cuốc. Trong trường hợp KSB kịp bàn giao nhà trong Q4/2016 thì DT và LNST có thể đạt tương ứng 970 tỷ đồng (+31% yoy) và 237 tỷ đồng (+90% yoy). VCBS chia làm hai dự phóng đối với KSB:

- Trong trường hợp KSB ghi nhận doanh thu từ BĐS Bình Đức Tiến trong năm 2016, EPS cả năm 2016 sẽ nằm trong khoảng 9.115 đồng/cổ phiếu (đã trừ quỹ phúc lợi 10% khỏi

- LNST), tương ứng P/E là 7,8 lần (thị giá ngày 14/10 là 71.500 đồng/cp).
- b. Trong trường hợp KSB không ghi nhận doanh thu từ BĐS Bình Đức Tiên trong năm 2016, EPS cả năm 2016 sẽ nằm trong khoảng 7.846 đồng/cổ phiếu (đã trừ quỹ phúc lợi 10% khỏi LNST), tương ứng P/E là 9,1 lần (thị giá ngày 14/10 là 71.500 đồng/cp).

Ngành Gạch ốp lát

Diễn biến ngành

Các doanh nghiệp gạch ốp lát hồi phục mạnh mẽ. Nhờ vào sự phục hồi của thị trường BĐS cùng với số lượng lớn các dự án đầu tư từ năm 2014-2015 bước vào giai đoạn hoàn thiện, các doanh nghiệp gạch có sự cải thiện đáng kể trong KQKD, biên lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ. Đồng thời các nhà máy phải hoạt động hết công suất để đáp ứng tiêu thụ.

Doanh nghiệp	Tiêu thụ 9T2016	Công suất thiết kế (m2/năm)	Kế hoạch tăng công suất	Sản phẩm gạch ốp lát
VIT	4,55 triệu m2	6,5 triệu	2017-2018: + 2 triệu m2/năm	Granite
CVT	9,2 triệu m2	15 triệu	2017: nhà máy granite thẩm muối tan 3 triệu m2/năm	Ceramic, porcelain
TLT*	4,44 triệu m2	8,5 triệu	2018: nhà máy Phú Hà công suất 6 triệu m2/năm	Ceramic
VHL		7,5 triệu	Đã hoàn thành tăng công suất từ nhà máy gạch clinker, công suất 4 triệu m2/năm	Cotto, clinker
TTC		5,5 triệu	Hiện đang hoãn kế hoạch xây nhà máy mới	Ceramic, granite

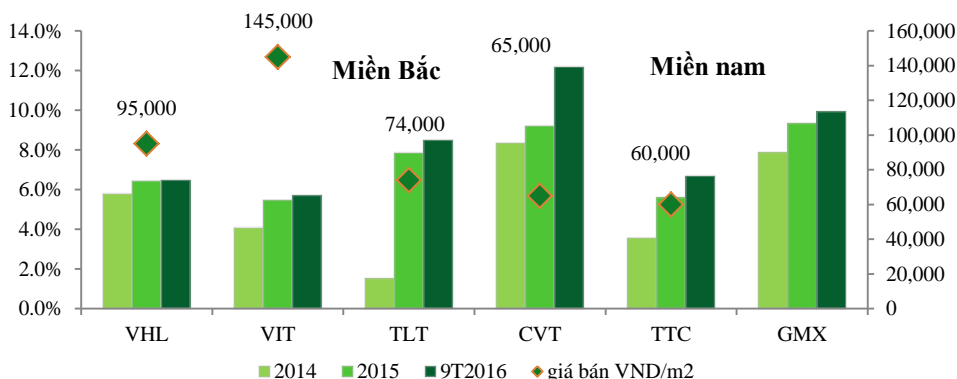
Nguồn: VCBS tổng hợp

(*)TLT với sản lượng tiêu thụ chỉ ước đạt 50-60% công suất thiết kế là do thay đổi kích thước sản phẩm lớn, với cỡ khuôn to hơn không phù hợp với dây chuyền sản xuất ban đầu, dẫn tới việc phải chạy dưới công suất thiết kế.

Doanh nghiệp	DTT 9T2016 (tỷ)	%yoy	LNST 9T2016 (tỷ)	%yoy	ROA TTM	ROE TTM	VCSH/TTS	EPS TTM	P/E
VHL	1.320	18,0%	85,7	13,6%	8,9%	21,6%	41%	7.422	7,4
VIT	660	33,6%	37,6	43,4%	6,3%	23,6%	27%	3.250	8,8
CVT	757	47,8%	88,6	99,5%	11,4%	33,0%	34%	5.562	7,7
TLT	338	3,7%	28,5	-3,1%	14,4%	284%	5%	4.850	3,3
TTC	268	-8,1%	18,1	11,0%	12,3%	22,5%	55%	3.950	5,2
GMX	150	19,0%	14,4	28,3%	17,8%	24,8%	72%	3.811	6,5
TCR	1.158	-27%	-1,3	n/a	3,6%	7,4%	48%	1.055	3,9
HLY	40	-0,1%	3,2	172x	11,9%	18,1%	66%	4.100	4,9

Nguồn: VCBS tổng hợp

Thống kê biên LNR và giá bán các doanh nghiệp gạch



Nguồn: VCBS tổng hợp

Triển vọng ngành

Khuyến khích mở rộng đầu tư gạch granite. Theo tổng hội xây dựng Việt Nam, tới năm 2016, tổng công suất ngành gạch ốp lát đạt 500 triệu m²/năm. Trong đó, 84% công suất là mặt hàng ceramic (420 triệu m²/năm), 12% là granite (60 triệu m²/năm) và còn lại là các loại gạch khác như cotto, porcelain. Trong đó Bộ Xây dựng đang quy hoạch **chủ trương đầu tư đối với gạch granite, trong khi đó, ngưng đầu tư và giảm tỉ trọng đối với gạch ceramic.**

Theo định hướng của Bộ, tới năm 2020, công suất gạch granite tăng từ 60 triệu m²/năm (2016) đạt tới 140 triệu m²/năm, (tương đương với mức tăng trưởng kép đạt 23,5%/năm). Tuy nhiên, Bộ cũng tạo ra rào cản gia nhập ngành với yêu cầu công suất tối thiểu để được cấp phép xây dựng mới là 6 triệu m²/năm với công nghệ lò Tuynel. Theo đó chi phí tối thiểu để đầu tư ban đầu lên đến khoảng 500-600 tỉ đồng. Theo đó, chúng tôi cho rằng, đây là 1 **cơ hội tốt để những doanh nghiệp gạch ốp lát granite trên sàn đầu tư và mở rộng thêm từ công suất ban đầu.**

Ngành gạch ốp lát còn dư địa tăng trưởng. Với đặc điểm là 1 mặt hàng vật liệu xây dựng hoàn thiện, nhóm gạch ốp lát được kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng trong năm tới khi những dự án mới xây dựng trong năm 2015-2016 đi vào hoàn thiện trong năm tới. Năm 2017, nguồn cung BDS tại Hà Nội được Savills dự báo tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định ở các phân khúc văn phòng (9%), căn hộ (4%), biệt thự (10%), đặc biệt là các Shophouse đang được xây dựng, tạo ra động lực tiêu thụ trong thời gian tới đối với các sản phẩm gạch ốp lát khu vực phía Bắc.

Ngành gạch tiếp tục được nhà nước bảo hộ. Mức thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm gốm sứ xây dựng vẫn chịu mức thuế suất nhập khẩu cao dẫn tới giảm tính cạnh tranh với hàng trong nước, mức thuế cao nhất lên tới 35%. Theo đó, tỷ lệ gạch nhập khẩu trên thị trường nội địa giảm khá mạnh từ mức 80% (2010) còn 35% trong năm 2015 (theo Hiệp hội gốm sứ Việt Nam). Việc áp thuế ở cao giúp cho các doanh nghiệp nội địa giúp cho giá bán được duy trì ở mức cao, các doanh nghiệp nội địa có khả năng cạnh tranh với hàng nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc.

Biểu thuế nhập khẩu gạch theo xuất xứ

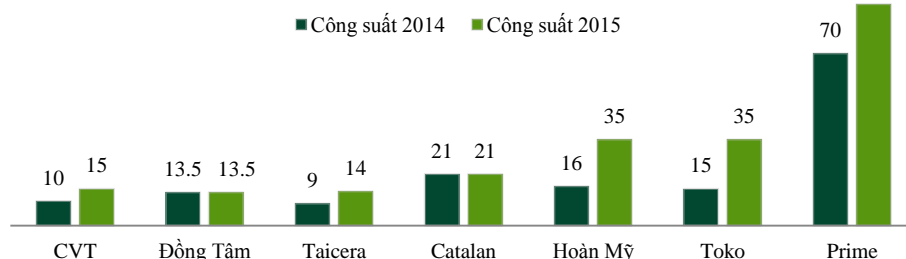
Phân loại xuất xứ	Thuế suất	Áp dụng từ
Thuế NK ưu đãi	35%	1/1/2014
ASEAN (ATIGA)	5%	1/1/2015

ASEAN – Trung Quốc (ACFTA)	20%	1/1/2015
ASEAN – Hàn Quốc (AKFTA)	10%	1/1/2015
ASEAN – Nhật Bản (AJCEP)	20%	1/4/2015
Việt Nam – Nhật Bản (VJEPA)	22,5%	1/4/2015
ASEAN – Úc – New Zealand (AANZFTA)	10%	1/1/2015
ASEAN - Ấn Độ	22,5%	1/1/2015

Nguồn: Tổng cục Hải Quan

Toàn ngành tăng công suất, giá gạch có xu hướng giảm. Trong năm 2015-2016, tổng sản lượng sản xuất toàn ngành, đạt khoảng 500 triệu m², tăng mạnh so với năm 2014 (chỉ đạt 300 triệu m²/năm). Trong đó, các doanh nghiệp lớn đầu ngành (không niêm yết) đã thực hiện tăng công suất nhanh chóng để chiếm thị phần, dẫn tới giá bán gạch chung đều có xu hướng giảm, thậm chí những sản phẩm đang trong xu hướng tiêu dùng như cotto, granite và ngói cũng bắt đầu giảm nhẹ khoảng 3%-4%, trong khi gạch ceramic đã giảm gần 10%.

Công suất các doanh nghiệp lớn ngành gạch



Nguồn: VCBS tổng hợp, đơn vị: triệu m²/năm

Xu hướng chuyển sang vận hành bằng khí CNG. Theo tính toán của chúng tôi ([Tham khảo báo cáo ngành gạch](#)), chi phí khí CNG cao hơn khoảng 10% so với giá than, song lại giúp tăng tỷ lệ gạch loại A1 (có giá bán cao hơn 15%-20% so với gạch A2). Trong khi đó, sử dụng khí CNG cho nhiệt lượng đều hơn, bảo vệ môi trường và tránh hao tổn máy móc. Gần đây giá than đang có xu hướng tăng trở lại, những doanh nghiệp đã hoàn thành chuyển sang sử dụng khí CNG sẽ tránh được tác động tiêu cực của giá than.

Từ những tình hình trên, chúng tôi đưa ra tiêu chí để lựa chọn doanh nghiệp triển vọng ngành gạch trong năm tới bao gồm (1) hoàn thành tăng công suất trong năm tới, cho ra sản phẩm mới với biên lợi nhuận cao hơn, (2) chuyển đổi sang sử dụng khí CNG, (3) sản phẩm gạch granite, cotto có ưu thế hơn so với gạch ceramic. Theo đó, chúng tôi đưa ra danh mục đề xuất đối với ngành gạch ốp lát như sau:

(*) Chi tiết về triển vọng của từng doanh nghiệp cụ thể sẽ được diễn giải cụ thể hơn trong [báo cáo ngành gạch ốp lát](#).

Doanh nghiệp	Điểm nhấn	Khuyến nghị
VHL	Sản phẩm gạch ngói và cotto đang tăng trưởng tốt Tăng công suất từ nhà máy gạch clinker	MUA Giá mục tiêu 65.956 đồng/cp

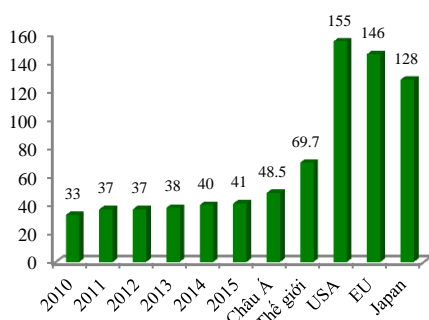
Chuyển đổi cơ cấu sản phẩm sang gạch ngói có biên lợi nhuận cao hơn		
Sản phẩm được bao tiêu		
VIT	Sản phẩm gạch granite đi vào xu hướng tiêu dùng	KHẢ QUAN Giá mục tiêu 32.772 đồng/cp
	Nhà máy Thái Bình GD2 kỳ vọng sẽ hoạt động hiệu quả hơn trong năm 2017, mở rộng biên lợi nhuận	
	Vận hành bằng khí, tiết kiệm chi phí hơn so với than	
	Nhà máy Tiên Sơn hết khấu hao theo ước tính	
	Sản phẩm được bao tiêu	
TLT	Triển vọng không quá khả quan do hạn chế về công suất trong năm tới	THEO DÕI
	Kỳ vọng bùng nổ trong năm 2018 khi dự án nhà máy Phú Hà hoàn thiện	Giá mục tiêu 18.590 đồng/cp
CVT	Mở rộng nhà máy CMC2-2 với sản phẩm gạch granite thấm muối tan, công suất 3 triệu m ² /năm	MUA Giá mục tiêu 47.640 đồng/cp
	Dư địa từ tăng công suất vẫn còn.	
	Ưu thế vượt trội trong máy móc linh hoạt và khả năng bán hàng tốt.	
	Biên lợi nhuận thu hẹp do giá bán gạch dự báo giảm, giá than nguyên liệu tăng và trích khấu hao nhanh	

Ngành Nhựa

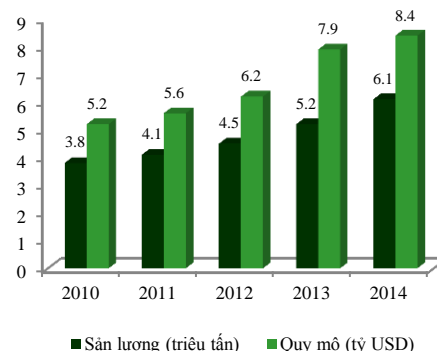
Diễn biến ngành năm 2016

Ngành công nghiệp Nhựa là một ngành còn khá non trẻ so với các ngành công nghiệp lâu đời khác tại Việt Nam như cơ khí, điện tử, hóa chất, dệt may... nhưng đã có sự phát triển mạnh mẽ trong những năm gần đây. Giai đoạn 2010-2015, ngành nhựa là ngành có tốc độ tăng trưởng cao nhất nước với mức tăng trưởng hàng năm từ 16-18%/năm (chỉ sau ngành viễn thông và dệt may), đặc biệt có những mặt hàng có tốc độ tăng trưởng đạt gần 100%. Điều này xuất phát từ thị trường tiêu thụ rộng lớn, các sản phẩm nhựa được sử dụng rộng rãi trong tất cả các lĩnh vực như thực phẩm, xây dựng, viễn thông.... Dẫn chứng có thể thấy nếu trong năm 2010, số kg nhựa sử dụng tính trên đầu người chỉ đạt 33 kg/người/năm thì năm 2015, con số này đã tăng lên 41 kg/người/năm. Mức tăng này cho thấy nhu cầu sử dụng nhựa trong nước ngày một gia tăng. Tuy nhiên, con số này còn khá thấp so với khu vực và thế giới khi mà nhu cầu tiêu thụ nhựa của khu vực châu Á đạt 48,5 kg/người/năm và trung bình toàn thế giới là 69,7 kg/người/năm.

Nhu cầu tiêu thụ của ngành Nhựa Việt Nam và thế giới



Sản lượng và quy mô sản xuất ngành nhựa Việt Nam

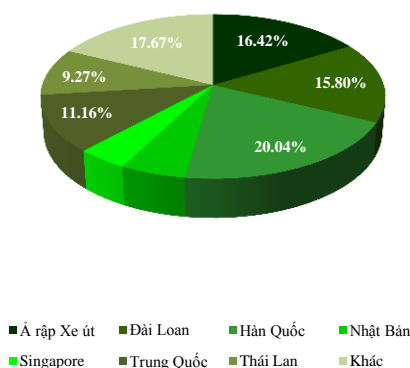


Chú thích: số liệu của Châu Á, Thế giới, USA, EU và Japan là của năm 2015.

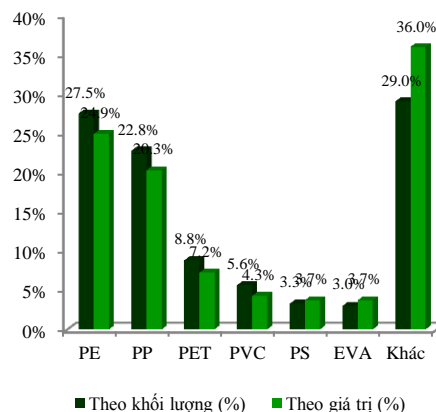
Nguồn VPA, VCBS tổng hợp

Kim ngạch nhập khẩu chất dẻo tiếp tục tăng trong 9 tháng đầu năm. Trong cơ cấu nguyên phụ liệu nhập khẩu, PE, PP vẫn là các mặt hàng được nhập khẩu nhiều nhất và giá trị tăng dần qua các năm. Theo VPA, ước tính tổng sản lượng chất dẻo nhập khẩu trong 9 tháng đầu năm đạt 3,3 triệu tấn (+16,3% yoy) với trị giá 4.470 triệu USD (+2,95% yoy). Các thị trường chính cung cấp nguyên liệu nhựa cho Việt Nam là Hàn Quốc, Ả-rập Xe-ut, Đài Loan, Trung Quốc, Thái Lan, Nhật Bản và Singapore. Trong đó, Hàn Quốc dẫn đầu về kim ngạch, với 859,8 triệu USD (-1,7% yoy), chiếm tới 19,2% trong tổng kim ngạch nhập khẩu nhóm hàng này của cả nước. Nhập khẩu từ Ả-rập Xe-ut gần 704,5 triệu USD (+1,8% yoy, chiếm 15,8%), từ Đài Loan gần 677,8 triệu USD (-0,7% yoy, chiếm 15,2%), từ Trung Quốc 478,8 triệu USD (+ 21,3% yoy, chiếm 10,7%), từ Thái Lan 397,7 triệu USD, (+2% yoy, chiếm 8,9%). Đáng chú ý, nhập khẩu nguyên liệu nhựa từ thị trường Braxin và Canada trong 9 tháng đầu năm nay tuy kim ngạch không lớn, nhưng so với cùng kỳ năm trước tăng rất mạnh, với mức tăng tương ứng 120% và 156%. Tuy nhiên, nhập khẩu sụt giảm ở một số thị trường như: Anh (-35,69%), Hồng Kông (-31%) và Nam Phi (-28,7%).

Cơ cấu chất dẻo nhập khẩu theo thị trường 9T.2016



Cơ cấu chủng loại nguyên liệu nhựa nhập khẩu năm 2015

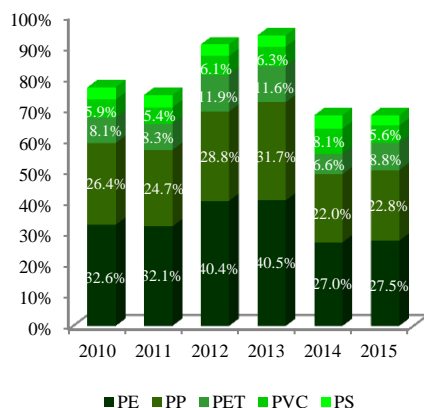


Nguồn: VPA, VCBS tổng hợp

Giá hạt nhựa giảm từ đầu năm theo đà giảm của giá dầu, nhưng đã hồi phục kể từ Q3.2016. Hầu hết hạt nhựa được tinh luyện, sản xuất từ dầu thô và khí gas thiên nhiên, chỉ một số ít được sản xuất từ bắp hoặc một số các chế phẩm sinh học khác nên giá hạt nhựa phụ thuộc rất lớn vào biến động giá dầu cũng như giá gas tự nhiên. Ngành nhựa bao bì chiếm tỷ trọng lớn nhất và sử dụng nguyên liệu là hạt nhựa PP, PE nên đây là 2 loại hạt nhựa có sản lượng tiêu thụ và nhu cầu nhập khẩu lớn nhất.

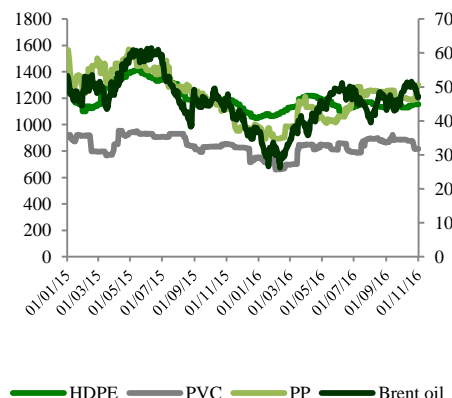
Năm 2015, các doanh nghiệp ngành nhựa đã được hưởng lợi lớn từ việc giá dầu thế giới suy giảm. Theo chúng tôi ước tính, trong năm 2015, giá dầu Brent đã giảm mạnh 47,5% so với năm 2014 dẫn đến xu hướng giảm của giá nguyên liệu nhựa (giá hạt nhựa PVC giảm 13,6%, giá hạt nhựa PP giảm 27,6% và giá hạt nhựa PE giảm 24% so với năm 2014). Nửa đầu năm 2016, giá hạt nhựa vẫn duy trì mức giảm so với năm ngoái, tuy nhiên đến hết quý 3, giá dầu đã hồi phục từ vùng đáy 27 USD lên mức hơn 50 USD, do đó giá hạt nhựa đã tăng so với quý 2. Cụ thể, giá hạt nhựa PVC tăng 4,4% qoq, giá hạt nhựa PP tăng 14,6% qoq, duy chỉ có giá hạt nhựa HDPE là giảm nhẹ 1,3% so với quý 2.

Cơ cấu các hạt nhựa nhập khẩu



Nguồn: VPA, VCBS tổng hợp

Biến động giá hạt nhựa so với giá dầu



Nguồn: Bloomberg

Triển vọng ngành 2017

Kim ngạch xuất khẩu dự báo sẽ tiếp tục tăng trong năm 2017, thị trường trọng điểm là Nhật Bản và Mỹ. Với diễn biến khả quan trong 9 tháng đầu năm, chúng tôi dự báo xuất khẩu sản phẩm nhựa sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trong năm sau. Trong khi đó, thị trường châu Âu có khả năng sẽ làm khó các doanh nghiệp nội. Diễn biến không thuận lợi của đồng EUR sẽ gây thiệt hại về số lượng đặt hàng và các doanh nghiệp nội còn chịu cạnh tranh từ chính hàng hóa sản xuất tại khu vực này do chi phí nguyên liệu hàng hóa giảm khi đồng EUR xuống thấp. Nhật Bản và Mỹ vẫn đang là thị trường rất tiềm năng cho ngành nhựa xuất khẩu với nhu cầu tiêu thụ lớn.

- Nhựa bao bì: tiềm năng tăng trưởng phụ thuộc vào các ngành end – product như thực phẩm, đồ uống.
- Nhựa gia dụng – tiềm năng lớn nhưng chịu sức ép cạnh tranh từ đối thủ ngoại.
- Nhựa xây dựng – Bất động sản và xây dựng ảm lên hỗ trợ lớn cho sự tăng trưởng của ngành.
- Nhựa tái chế - xu hướng mới trong tương lai.

Giá hạt nhựa được dự báo sẽ tăng trong năm sau. Về xu hướng giá hạt nhựa trong thời gian tới, chúng tôi đưa ra một số nhận định sau:

- **Giá dầu năm 2017 được dự đoán sẽ hồi phục tốt nhờ thỏa thuận cắt giảm sản lượng của OPEC.** Trong bối cảnh các quốc gia thành viên của Tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ (OPEC) đã đồng ý cắt giảm sản lượng lần đầu tiên trong 8 năm, giá dầu trong thời gian gần đây đã hồi phục mạnh lên mức hơn 50 USD/thùng. Việc cắt giảm sản lượng sẽ có hiệu lực vào đầu năm 2017, theo đó các nước OPEC sẽ giảm sản lượng 1,2 triệu thùng mỗi ngày từ mức chính thức 33,6 triệu thùng/ngày hiện nay. Bên cạnh đó, việc ông Donald Trump đắc cử tổng thống Mỹ sẽ có một số nhân tố hỗ trợ cho giá dầu như chính sách của Mỹ đối với Iran có khả năng thay đổi. Nếu ông Trump hủy bỏ thỏa thuận hạt nhân với Iran mà ông đã từng chỉ trích quyết liệt, giá dầu có thể sẽ tăng lên.
- **Thị trường Mỹ:** chỉ số PPIJPRAM Index chỉ số nguyên liệu và hạt nhựa tham chiếu của thị trường Mỹ bắt đầu tăng nhẹ trong tháng 9 và 10 vừa qua. Các loại nhựa PE, PP, PS trên thị trường Mỹ đã bắt đầu có dấu hiệu tăng kể từ tháng 9 do nhiều nguyên nhân khác nhau và được dự đoán xu hướng tăng sẽ tiếp diễn.

Các thị trường khác: giá hạt nhựa PE, PP tại Thổ Nhĩ Kỳ của tháng 11 đã tăng so với các tháng

trước do chịu áp lực từ việc lợi nhuận kém hơn các thị trường khác. Mức tăng giá dao động trong khoảng 10-40USD/tấn. Nguồn cung suy giảm do nhiều nhà máy đóng cửa tại Ả Rập Saudi, Oman, Ấn Độ và Ai Cập. Một nguyên nhân khác góp phần vào xu hướng tăng giá này là do thị trường Trung Quốc đã hồi phục và kéo mức giá lên. Đồng thời, mức tăng thuế nhập khẩu hạt nhựa PP lên 3% vào năm 2017 cũng tác động đến xu hướng giá, các nhà cung cấp sẽ tăng giá nhựa PP tương ứng với mức thuế điều chỉnh.

Các chính sách thuế ảnh hưởng đến các doanh nghiệp nhựa Việt Nam. Chính phủ vừa ban hành Nghị định 122/2016/NĐ-CP về Biểu thuế xuất khẩu, Biểu thuế nhập khẩu ưu đãi, Danh mục hàng hóa và mức thuế tuyệt đối, thuế hỗn hợp, thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch thuế quan, áp dụng từ ngày 1/9/2016. Trong đó quy định chi tiết về mức thuế nhập khẩu nguyên liệu PP (HS 3902) như sau:

- **Kể từ ngày 01/9 – 31/12/2016: Thuế nhập khẩu PP là 1%**
- **Kể từ ngày 01/01/2017: Thuế nhập khẩu PP là 3%**

Chúng tôi cho rằng, việc tăng thuế nhập khẩu PP lên mức 3% sẽ tạo ra rất nhiều khó khăn về nguồn nguyên liệu cho các doanh nghiệp trong ngành, đặc biệt là các doanh nghiệp sản xuất bao bì thực phẩm và bao bì xây dựng. Theo tính toán sơ bộ của VPA, với giá nhập khẩu hiện tại, nếu tăng thuế nhập khẩu lên 3% thì chi phí phát sinh do tăng giá nhập khẩu mà các doanh nghiệp nội phải trả sẽ tăng thêm là 1.870 tỷ đồng. Do đó, ngoài áp lực xu hướng giá hạt nhựa sẽ tăng trở lại trong năm sau, các doanh nghiệp nhựa Việt Nam còn chịu sức ép về chi phí thuế nhập khẩu nguyên liệu. Trong khi đó, các nhà sản xuất hạt nhựa PP ở các nước trong khu vực như: ASEAN, Hàn Quốc, Trung Quốc lại được hưởng lợi.

Cạnh tranh khốc liệt ngay trên sân nhà. Hiện nay có hơn 2.000 doanh nghiệp hoạt động trong ngành nhựa, trong đó khoảng 84% tập trung ở miền Nam, khu vực miền Bắc với khoảng 14% doanh nghiệp hoạt động. Do đó, cạnh tranh mạnh nhất là khu vực phía Nam. Nhựa bao bì vẫn là mảng chiếm tỷ trọng cao nhất trong ngành nhựa, với tỷ lệ lên đến 37,4% trong năm 2015. Với bốn phân khúc nhỏ hơn, sản phẩm ngành nhựa bao bì rất đa dạng, do đó việc cạnh tranh không diễn ra một cách trực tiếp. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng với quy định áp thuế nhập khẩu hạt nhựa PP 3% bắt đầu từ năm 2017, các doanh nghiệp trong phân ngành sản xuất bao bì xây dựng và bao bì thực phẩm sẽ có khả năng chịu áp lực cạnh tranh như chúng tôi đã phân tích ở trên. Đối với mảng nhựa xây dựng, cuộc chiến cạnh tranh lại diễn ra khốc liệt hơn khi hai ông lớn NTP và BMP đã mở rộng sang thị trường của đối thủ cũng như mở rộng sang khu vực miền Trung, nơi mà thị trường ống nhựa chưa có ngôi vương. Việc mua lại Nhựa Năm Sao của NTP và mong muốn sáp nhập Nhựa Đà Nẵng của BMP đã thể hiện rõ chiến lược này. Ngoài hai ông lớn trong ngành nhựa, các doanh nghiệp khác như Hoa Sen, Tân Á Đại Thành và Europipe cũng đã bắt đầu thâm nhập vào thị trường thông qua việc xây dựng các nhà máy sản xuất ống nhựa như nhà máy ống nhựa Hoa Sen Bình Định của Hoa Sen, nhà máy ống nhựa Stroman Hưng Yên của CTCP Nhựa Stroman Việt Nam (thành viên Tập đoàn Tân Á Đại Thành). Các doanh nghiệp nhựa nội địa vẫn có ưu thế hơn nhờ quy mô lớn và thương hiệu vững mạnh, tuy nhiên chúng tôi cho rằng, nếu không có các chính sách hợp lý để thích ứng với thị trường cạnh tranh, thị phần của các doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng.

KQKD 9T.2016

Trong 10 tháng đầu năm, hầu hết các cổ phiếu ngành nhựa đã có sự bứt phá mạnh mẽ, nguyên nhân là do:

- (1) Tình hình giảm giá nguyên liệu đầu vào, cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp.
- (2) Sản lượng tăng trưởng tốt nhờ tăng công suất và mở rộng quy mô hoạt động.
- (3) Thị trường bất động sản và xây dựng phục hồi.

(4) Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm nhựa trên thế giới gia tăng.

	Phân khúc	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 9T.2016	% yoy	LNST 9T.2016	% yoy	Biên LNG 9T.2016	Nợ/VCSH
AAA	Bao bì mềm	1.520,67	1.476.234	27,82%	101.476	427,29%	14,11%	104,61%
RDP	Bao bì mềm	621,84	890.007	6,46%	50.288	9,48%	13,56%	175,23%
SPP	Bao bì mềm	309,06	612.752	-0,38%	11.498	65,99%	13,35%	447,82%
NNG	Bao bì PET	771,94	1.246.216	-6,29%	8.876	-76,28%	32,94%	191,95%
TPC	Bao bì thực phẩm	185,04	532.434	4,39%	16.221	112,93%	6,96%	60,35%
TPP	Bao bì thực phẩm	204,59	383.410	-10,05%	18.977	71,30%	20,93%	211,83%
DTT	Bao bì thực phẩm	81,52	93.983	5,94%	5.423	20,65%	16,72%	17,26%
VPK	Bao bì thực phẩm	123,20	148.024	-35,30%	3.528	-82,40%	15,30%	121,25%
BPC	Bao bì xây dựng	79,04	239.668	16,27%	13.445	93,45%	16,42%	62,71%
BXH	Bao bì xây dựng	78,31	151.209	22,03%	7.137	78,92%	15,93%	66,34%
DPC	Bao bì xây dựng	88,82	52.335	-13,08%	1.744	62,84%	19,63%	0,00%
VBC	Bao bì xây dựng	234,00	508.334	6,03%	22.286	13,85%	11,85%	177,38%
BMP	Nhựa xây dựng	9.186,65	2.478.640	19,80%	539.648	38,72%	34,69%	2,26%
NTP	Nhựa xây dựng	5.793,21	3.102.643	21,89%	284.463	8,87%	35,27%	50,95%
DNP	Nhựa xây dựng	678,04	1.079.784	65,40%	68.498	92,83%	20,68%	336,47%
DAG	Nhựa xây dựng	590,37	1.032.646	6,13%	43.271	33,35%	8,79%	74,08%

Nguồn: BCTC các công ty, VCBS tổng hợp

Doanh nghiệp triển vọng 2017

Dựa trên những triển vọng đã phân tích ở trên, chúng tôi đề xuất cơ hội từ những doanh nghiệp nhựa trong năm 2017, bao gồm: **NTP, BMP, DNP**.

NTP – Khả quan

➤ CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong (HNX - NTP)

• KQKD 9T

9 tháng đầu năm, KQKD của NTP ghi nhận sự tăng trưởng khả quan. Cụ thể, doanh thu Q3.2016 của NTP đạt 1.108,5 tỷ đồng (+21,9% yoy), LNST đạt 87,7 tỷ đồng (+2,2% yoy). Lũy kế 9T.2016, NTP ghi nhận 3.102,6 tỷ đồng doanh thu (+21,9% yoy, hoàn thành 79,5% kế hoạch năm), 319,6 tỷ đồng LNST (+8,5% yoy, hoàn thành 77% kế hoạch năm) và 284,4 tỷ đồng LNST công ty mẹ (+8,8% yoy).

CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong miền Trung: Hưởng lợi từ ưu đãi thuế. Nhà máy tại Nghệ An này tập trung sản xuất các loại sản phẩm ống nhựa uPVC, PE, PPR được chia thành 2 giai đoạn với tổng công suất 40.000 tấn/năm. Vẫn đang trong giai đoạn được hưởng lợi từ chính sách ưu đãi thuế: 0% cho 4 năm đầu (2014 – 2017), 7,5% cho 10 năm tiếp theo (2018 – 2028) và các năm sau đó là 15%.

• Triển vọng 2017

Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của NTP đạt 5.131,2 tỷ đồng (+18,1% yoy), trong đó, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 17% yoy, đạt 99.549 tấn và LNST đạt 424,2 tỷ đồng (+9,39% yoy). EPS năm 2017 đạt 5.134 đồng/cổ phiếu (sau khi đã trích lập). Với mức giá ngày 15/12/2016 của NTP là 77.900 đồng/cổ phiếu, NTP đang giao dịch với PE forward 2017 là

15,1.

NTP là một doanh nghiệp dẫn đầu ngành nhựa với tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hàng năm rất tốt, dòng tiền kinh doanh đều đặn và sức khỏe tài chính vững mạnh. Câu chuyện hiện tại của NTP xoay quanh vấn đề bảo vệ và mở rộng thị phần trước các đối thủ cạnh tranh. Có thể nhận thấy chiến lược của NTP và đối thủ lớn nhất BMP khác nhau khá rõ khi BMP tập trung vào tăng trưởng lợi nhuận nhiều hơn. NTP đã giảm thiểu hóa rủi ro cạnh tranh bằng cách chuyển sang chiến lược mới tập trung vào mảng ống cấp nước dùng cho các công trình với tỷ lệ tăng trưởng cao hơn ống nhựa dân dụng. Chúng tôi đánh giá đây là một bước đi quan trọng và phù hợp với triển vọng ngành nhựa hiện nay. Tuy nhiên, NTP cũng có một số rủi ro nhất định như (1) biến động giá nguyên liệu đầu vào, (2) tỷ lệ chiết khấu và thưởng cao ảnh hưởng đến lợi nhuận và (3) rủi ro tỷ giá. Về câu chuyện thoái vốn của SCIC, chúng tôi cho rằng khả năng cao SCIC sẽ khó thoái hết trong 1 lần do nhiều lý do, trong đó cần cân nhắc những động thái của cổ đông người Thái là The Nawaplastic Industries với tỷ lệ sở hữu 23,8%. Tuy vậy, với những thông tin từ việc thoái vốn này, giá cổ phiếu NTP đã tăng mạnh 62% kể từ đầu năm. Sử dụng kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, FCFE, chúng tôi xác định mức giá của NTP thời gian 1 năm là **88.238 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu NTP.

BMP – Khả quan

➤ CTCP Nhựa Bình Minh (HSX – BMP)

• KQKD 9T

BMP đã công bố báo cáo tài chính hợp nhất Q3.2016 và 9 tháng đầu năm với doanh thu và lợi nhuận ghi nhận sự tăng trưởng tích cực. Cụ thể, doanh thu thuần Q3 của BMP đạt 879,5 tỷ đồng (+15% yoy) và LNST đạt 194,2 tỷ đồng (+69,3% yoy). Lũy kế 9 tháng, BMP ghi nhận 2.478,6 tỷ đồng doanh thu (+19,8% yoy, hoàn thành 74,4% kế hoạch năm, 663,1 tỷ đồng LNST (+34,8% yoy, hoàn thành 110% kế hoạch năm) và 539,6 tỷ đồng LNST (+38,7% yoy). Kết quả kinh doanh khả quan của BMP đến từ:

- (1) Sản lượng tiêu thụ gia tăng so với cùng kỳ
- (2) Giá hạt nhựa giảm cải thiện biên lợi nhuận gộp

Tiến hành giai đoạn 2 nhà máy Long An: Nhà máy Bình Minh Long An giai đoạn 1 đã đi vào hoạt động từ tháng 10/2015 với tổng công suất 5.000 tấn sản phẩm phụ tùng/năm, giúp giải quyết bài toán thiếu phụ kiện ống BMP trên thị trường. Bên cạnh đó, đánh giá nhu cầu tiêu thụ nhựa vật liệu xây dựng đang trong xu hướng tăng cao, đặc biệt là ống nhựa và phụ tùng, công ty quyết định sẽ tiến hành triển khai giai đoạn 2 của nhà máy Bình Minh Long An với tổng công suất đạt 90.000 tấn/năm. Trong 2 năm 2017-2018, Nhựa Bình Minh sẽ lắp đặt các máy móc thiết bị, dây chuyền sản xuất theo khả năng của Công ty và tăng dần công suất cho phù hợp với nhu cầu của thị trường. BMP dự tính trong giai đoạn 2 của nhà máy Bình Minh Long An, mỗi năm Công ty sẽ giải ngân khoảng hơn 300 tỷ đồng.

• Triển vọng 2017

Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của BMP đạt 3.649,6 tỷ đồng (+12,9% yoy), trong đó, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 13% yoy, đạt 90.444 tấn. LNST đạt 707,1 tỷ đồng (+12,4% yoy). EPS năm 2017 đạt 13.995 đồng/cổ phiếu (sau trích lập). Với mức giá ngày 15/12/2016 của BMP là 193.000 đồng/cổ phiếu, BMP đang giao dịch với PE forward 2017 là 13,8.

BMP là một trong hai doanh nghiệp dẫn đầu ngành nhựa với nền tảng hoạt động sản xuất kinh doanh vững chắc, hệ thống phân phối rộng khắp và đặc biệt là đã xây dựng được một thương

hiệu uy tín trong suốt hơn 38 năm hoạt động. Trong lịch sử hoạt động, BMP luôn duy trì mức tăng trưởng ổn định, sản lượng tiêu thụ luôn đảm bảo tốt và chính sách chiết khấu cho đại lý hợp lý cùng với chế độ chăm sóc khách hàng tốt. Sức khỏe tài chính của công ty luôn duy trì trạng thái lành mạnh khi BMP không vay nợ dài hạn và chỉ có một lượng nhỏ nợ ngắn hạn để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Bên cạnh đó, BMP cũng là một trong 10 doanh nghiệp nằm trong danh sách SCIC sẽ thoái vốn trong thời gian tới, do đó, khi công ty hoàn tất các thủ tục nói room lên 100% sẽ trở thành một yếu tố đặc biệt thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài. Sử dụng kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định mức giá của BMP thời gian 1 năm là **222.500 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu BMP.

Lưu ý: Chúng tôi lưu ý rằng hai mức giá này của NTP và BMP chưa tính premium cho kỳ vọng của nhà đầu tư sau khi SCIC thoái vốn.

DNP – Khả quan

➤ **CTCP Nhựa Đồng Nai (HSX – DNP)**

• **KQKD 9T.2016**

9 tháng đầu năm, KQKD của DNP tăng trưởng khá tích cực với doanh thu đạt 1.081,6 tỷ đồng (+65,3% yoy) và LNST tăng 72,6% yoy lên 52,9 tỷ đồng. Biên LNG của công ty cũng tăng tốt, từ mức 17,8% của 9T.2015 lên 20,7% trong 9 tháng đầu năm. Như vậy, DNP đã hoàn thành 67% kế hoạch doanh thu và 70,3% kế hoạch LNST.

Mảng cấp nước sẽ giúp cải thiện biên LNG chung của DNP khi dư địa tăng trưởng vẫn còn khá tốt. Tháng 7/2015 công ty lần đầu tiên mở rộng sang lĩnh vực nước sạch thông qua việc mua cổ phần tại CTCP Bình Hiệp, đơn vị sở hữu 2 nhà máy nước có tổng công suất thiết kế 30.000m³/ngày đêm cung cấp nước sạch cho thành phố Phan Thiết, tỉnh Bình Thuận. CTCP Bình Hiệp có 2 nhà máy Cà Giang (nước mặt) và Tân Thành (nước ngầm) với sản lượng nước chính là từ hồ Cà Giang chiếm khoảng 98%. Bình Hiệp là một trong những công ty có lợi nhuận cao hàng đầu trong các công ty cấp nước. Với lợi thế hồ Cà Giang sát ngay bên cạnh nên không tốn chi phí đầu tư tuyến ống (tuyến ống chiếm 50-60% trong suất đầu tư). Bên cạnh đó, DNP vừa mới công bố hoàn tất việc mua lại nhà máy nước Đồng Tâm (DTW) từ CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp.HCM (CII). DTW hiện tại đang hoạt động khá thấp hơn công suất đạt khoảng 35.000m³/ngày đêm. DNP dự kiến sẽ tăng công suất lên 50.000m³ vào cuối Q1.2017 và tăng lên 70-80.000 m³ vào đầu năm 2018. Do thiếu các thông tin tài chính nên hiện tại chúng tôi chưa đánh giá hiệu quả của khoản đầu tư này.

• **Triển vọng 2017**

Động lực tăng trưởng chủ yếu của DNP trong năm 2017 vẫn đến từ mảng kinh doanh ống nhựa, được công ty ước tính sẽ tăng trưởng khoảng 10% trên cơ sở thận trọng. Ống nước hạ tầng tiếp tăng trưởng bền vững dựa trên vị thế thương hiệu và sự khẳng định thị phần số 1 đối với thị trường ống nhựa hạ tầng cho cấp nước và thoát nước, xử lý nước thải. Bên cạnh đó năm 2017 công ty sẽ bắt đầu triển khai kinh doanh ống và phụ kiện vào thị trường dự án tòa nhà dân dụng sẽ đem lại khả năng tăng cao về doanh thu. DNP đang hoàn thiện hệ thống nhà máy sản xuất ống nhựa trên cả ba miền và tiếp tục đầu tư hệ thống nhà máy phía Bắc nhằm giảm thiểu chi phí vận chuyển từ miền Trung vào miền Bắc và hoàn thiện mạng lưới cung cấp sản phẩm rộng khắp ba miền.

Bên cạnh đó, mảng nước sạch cũng sẽ tạo dòng tiền tốt cho DNP với doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ CTCP Bình Hiệp. Dự báo sau khi nhà máy nước Long An, Tiền Giang đi vào hoạt động và nhà máy Bình Hiệp mở rộng công suất thành công (+20.000 m³/ngày đêm) sẽ đóng góp cao cho lợi nhuận DNP vào cuối năm 2017 trở đi.

• **Đánh giá chung**

Chúng tôi nhận định **KHẢ QUAN** với cổ phiếu DNP vì các lý do sau:

- DNP hiện là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành ống nhựa cấp thoát nước dùng trong xây dựng tại miền Trung và Nam.
- Biên LNG của công ty duy trì khá ổn định và cao nhờ vào chiến lược tích trữ nguyên vật liệu giá thấp.
- Các hoạt động M&A tích cực trong thời gian gần đây tạo động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tốt.
- Mảng sản xuất nước sạch được dự báo có tiềm năng đóng góp cao và bền vững vào lợi nhuận của DNP.

Ngành Săm lốp

Diễn biến ngành 2016: Thị trường tiêu thụ săm lốp vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt, tuy nhiên các doanh nghiệp trong nước gặp nhiều khó khăn do cạnh tranh không lành mạnh của lốp nhập khẩu từ Trung Quốc.

Thị trường ô tô, xe máy trong nước tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ là tiền đề tăng trưởng cho sản lượng sản xuất và tiêu thụ săm lốp. Theo thống kê của Hiệp hội ô tô Việt Nam – VAMA, tổng doanh số bán xe ô tô của toàn thị trường trong 11 tháng đầu năm đạt 243.675 xe (+32% yoy) với lượng xe ô tô du lịch là 140.921 chiếc (+36% yoy), lượng xe thương mại là 90.227 chiếc (+25% yoy) và lượng xe ô tô chuyên dụng là 12.527 chiếc (+37% yoy). Trong đó, doanh số bán hàng của xe lắp ráp trong nước đạt 205.355 chiếc (+33% yoy) và xe nhập khẩu đạt 65.768 chiếc (+7% yoy). Không tăng trưởng mạnh mẽ với 2 chữ số như thị trường ô tô, thị trường xe máy vẫn duy trì tăng trưởng ổn định đạt 1.444.182 xe (+8% yoy) trong 6 tháng đầu 2016 (Nguồn: Hiệp hội xe máy Việt Nam – VAMM). Theo thống kê của Cục CSGT, đến hết năm 2015, cả nước có khoảng 2,5 triệu xe ô tô và 49 triệu xe cơ giới được đăng ký, trong đó xe máy chiếm 95% (tương đương 46,5 triệu chiếc). Theo đó, chúng tôi ước tính lưu lượng xe cuối năm 2016 là khoảng 2,8 triệu xe ô tô và khoảng 49,5 triệu xe máy.

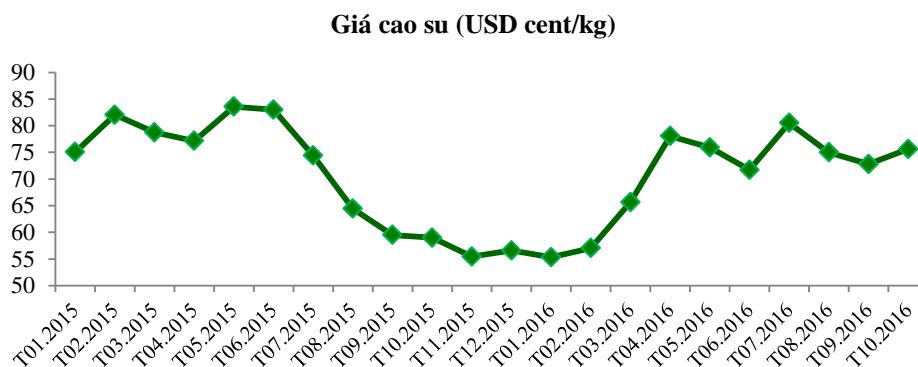
Việc Bộ GTVT tăng cường các biện pháp siết chặt tải trọng xe ô tô từ 2014 đến nay được kỳ vọng là động lực giúp lượng tiêu thụ săm lốp tại thị trường trong nước đạt được tốc độ tăng trưởng cao hơn. Do vậy, **sản lượng sản xuất của các doanh nghiệp nội địa trong ngành săm lốp cũng tăng trưởng khả quan.** Theo số liệu 6 tháng đầu năm của Vinachem, lốp ô tô đạt 1.214.527 chiếc (+10,9% yoy); lốp xe máy đạt 3,8 triệu chiếc (+20,1% yoy); lốp xe đạp đạt 5,6 triệu chiếc (+1,9% yoy). Trong đó, lốp ô tô xuất khẩu đạt 353 nghìn chiếc (+23,3% yoy). Song, trái với kỳ vọng của thị trường, việc siết tải trọng lại giúp lốp giảm được áp lực và kéo dài vòng đời so với thời gian trước đó. Do vậy, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của thị trường săm lốp có phần chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng của lưu lượng ô tô.

Tuy nhiên tình hình tiêu thụ lốp của các doanh nghiệp lớn trong nước lại gặp rất nhiều khó khăn do một số nguyên nhân chính:

- (1) **Áp lực giảm giá bán để cạnh tranh với lốp Trung Quốc.** Tập đoàn Hoá chất Việt Nam cho biết từ đầu năm 2016 đến nay, các doanh nghiệp săm lốp lớn trong nước đã phải giảm giá lốp ô tô bias từ 16-19% và lốp radial từ 4-6% do tình trạng gian lận thuế nhập khẩu của lốp Trung Quốc vẫn tiếp diễn. Hiện tại, phần lớn lốp xe ở Việt Nam đều là hàng nhập khẩu trong đó 60-70% có nguồn gốc từ Trung Quốc với đa số là lốp radial. Theo quy định, các sản phẩm lốp có nguồn gốc từ Trung Quốc phải chịu mức thuế nhập khẩu từ 10-25%. Tuy nhiên, do công tác quản lý XNK chưa thật tốt nên tình trạng lốp Trung Quốc nhập về thường khai thấp hơn giá trị thật khoảng 70% vẫn tồn tại giúp chi phí thuế nhập khẩu giảm và tăng sức cạnh tranh về giá của các sản phẩm này. Trong khi đó, quy mô sản xuất của các doanh nghiệp trong nước mặc dù đã được mở rộng đáng kể nhưng vẫn ở mức nhỏ so với các doanh nghiệp Trung Quốc nên chi phí sản xuất trên một sản phẩm vẫn chưa ở mức tối ưu. Đặc biệt, sản phẩm lốp radial của các doanh nghiệp lớn trong nước mới tiếp cận thị

trường nên giá đầu ra vẫn phải chịu chi phí khấu hao và lãi vay rất lớn trong giai đoạn đầu hoạt động. Theo đó, giá bán của các doanh nghiệp sản xuất nội địa trở nên kém cạnh tranh so với giá bán của các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc.

- (2) **Giá nguyên liệu tăng mạnh.** Là một trong những nguyên liệu chính của sản xuất sản phẩm, cao su tự nhiên chiếm khoảng 30-40% thành phần sản phẩm. Do vậy, biến động của giá cao su tự nhiên có ảnh hưởng rất lớn tới biên lợi nhuận của các công ty sản xuất sản phẩm. Cao su tự nhiên bắt đầu tăng mạnh trở lại (+36,63% ytd) so với thời điểm đầu năm 2016, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức thấp. Sau khi chạm đáy vào những tháng cuối năm 2015 và đầu năm 2016, giá cao su tự nhiên đã tăng mạnh trở lại khiến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất trong nước trong 6 tháng cuối năm không còn duy trì được ở mức cao như các tháng trước đó.



Nguồn: Indexamundi

Theo đó, **KQKD của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành cũng kém khả quan** so với cùng kỳ năm 2015 và khả năng cao sẽ khó hoàn thành được kế hoạch kinh doanh đã đề ra. Cụ thể, lũy kế 9T.2016, KQKD của các công ty như sau:

	Doanh thu (tỷ đồng)			Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)		
	9T.2016	% yoy	% KH	9T.2016	% yoy	% KH
DRC	2.428,4	-1,39%	64,28%	352,3	-4,86%	66,22%
CSM	2.278,8	18,01%	66,63%	225,3	-17,53%	68,29%
SRC	661	-9,41%	65,78%	66,3	-17,14%	69,08%

Nguồn: VCBS tổng hợp

Triển vọng 2017: Sự cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt, triển vọng 2017 sẽ phụ thuộc chủ yếu vào tốc độ tăng trưởng cơ học của ngành và sản lượng xuất khẩu.

Thị trường ô tô vẫn sẽ duy trì tăng trưởng ổn định nhưng khó có sự đột biến như các năm trước đó. Mặc dù một số các chính sách mới như thuế nhập khẩu ô tô từ các nước ASEAN sẽ giảm từ 40% xuống 30% nhưng phải đến đầu năm 2018, thuế này mới giảm mạnh về 0% nên tâm lý chờ đợi của người tiêu dùng có khả năng sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng của các dòng xe cá nhân (chiếm khoảng 57,29% tổng số lượng xe ô tô bán ra toàn thị trường – *Nguồn: VAMA*). Với tình hình kinh tế vĩ mô dự báo sẽ giữ ở mức ổn định như trong năm 2016, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ của dòng xe tải trong năm 2017 cũng sẽ không có đột biến. **Bên cạnh đó, thị trường xe máy nhiều khả năng sẽ bão hòa** bởi số lượng xe máy của cả nước hiện nay (khoảng 49 triệu xe) đã vượt quá số lượng quy hoạch đến năm 2020 (36 triệu xe) nên nhà nước sẽ có các chính sách nhằm hạn chế lượng xe máy. Do vậy, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm tại thị

trường trong nước được chúng tôi dự báo sẽ vẫn duy trì tăng trưởng ổn định như trong năm 2015 ở mức 12% yoy.

Tuy nhiên, **hoạt động xuất khẩu có nhiều tín hiệu khả quan** khi thị trường Mỹ và Ấn Độ sẽ áp thuế chống bán phá giá với các mặt hàng sẫm lớp cho xe tải có xuất xứ từ Trung Quốc, nâng mức thuế lên 42-45%. Được biết, trong năm 2015, số lượng sẫm lớp Trung Quốc dành cho xe tải xuất khẩu vào thị trường Mỹ đạt khoảng 9 triệu lớp với giá trị 1,07 tỷ USD (*Nguồn: Tire Business*). Cơ hội mở rộng thị phần tại thị trường này là khá sáng sủa đối với các doanh nghiệp sẫm lớp Việt Nam khi hiện tại, sản lượng tiêu thụ lớp xe tải nhẹ có xuất xứ từ Việt Nam đang có xu hướng tăng trưởng mạnh tại thị trường Mỹ khi có giá thấp hơn -12,11% so với lớp cùng loại từ Trung Quốc và -15,88% so với giá trung bình toàn thị trường lớp cùng loại nhập khẩu vào Mỹ.

Thị phần lớp tải nhẹ nhập khẩu tại thị trường Mỹ

	2015 (Đv: chiếc)	2014 (Đv: chiếc)	% thay đổi	Giá bán trung bình
Canada	7.525.713	9.181.733	-18,0%	\$66,04
Nhật Bản	3.025.421	2.408.078	25,6%	\$97,39
Hàn Quốc	2.973.774	2.711.770	9,7%	\$78,96
Trung Quốc	2.973.051	6.346.082	-53,2%	\$60,88
Thái Lan	1.858.374	1.061.806	75,0%	\$68,51
Việt Nam	1.341.331	771.687	73,8%	\$53,51
Mexico	1.239.053	1.040.365	19,1%	\$62,45
Indonesia	928.518	589.636	57,5%	\$73,69
Chile	714.578	1.018.622	-29,8%	\$64,21
Đài Loan	541.904	306.620	76,7%	\$102,06
Khác	1.136.463	480.132	136,7%	\$89,85
Tổng	24.258.180	25.916.531	-6,4%	\$72,37

Nguồn: U.S. Department of Commerce

Còn đối với thị trường Ấn Độ, sẫm lớp nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm tới 90% thị phần sẫm lớp nhập khẩu dành cho xe tải của quốc gia này, tương đương khoảng 708 nghìn lớp/năm trong năm tài khoá 2015-2016 (*Nguồn: Hiệp hội sản xuất sẫm lớp Ấn Độ - ATMA*). Chúng tôi đánh giá rằng đây sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp sẫm lớp Việt Nam gia tăng thị phần tại các thị trường này.

Giá cao su tự nhiên có thể tăng nhưng sẽ vẫn duy trì ở vùng giá thấp trong năm 2017. Khả năng giá cao su tăng mạnh trong dài hạn là không lớn vì:

- ✓ Hiện nay giá cao su đang nằm trong vùng giá thấp ở mức quanh 0,76 USD/kg, thấp hơn mức trung bình giá cao su 5 năm trở lại đây là 1,05 USD/kg (*Nguồn: Index Mundi*).
- ✓ Việc Mỹ và Ấn Độ sẽ áp thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm sẫm lớp nhập khẩu từ Trung Quốc trong năm 2017 sẽ làm giảm sản lượng tiêu thụ sẫm lớp của nước này cũng như giảm nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên trong sản xuất.

Do đó chúng tôi cho rằng trong năm 2017, giá cao su sẽ không tăng mạnh và duy trì ở mức thấp. Tuy nhiên, các doanh nghiệp sẫm lớp có thể sẽ không còn được hưởng lợi nhiều từ việc giảm giá cao su đầu vào như trong giai đoạn đầu năm 2016.

Áp lực cạnh tranh với các sản phẩm Trung Quốc tiếp tục tăng cao, đặc biệt khi các thị trường xuất khẩu chính của sản phẩm Trung Quốc là Mỹ và Ấn Độ sẽ chính thức áp thuế chống bán phá giá đối với lốp cho xe tải có xuất xứ từ nước này. Theo đó, khả năng cao lượng lốp bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế mới (ước khoảng 10 triệu lốp xe tải) sẽ được xuất ngược lại thị trường Châu Á, trong đó có thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực này sẽ **không kéo dài trong dài hạn** khi chính Chính phủ Trung Quốc cũng đang lên kế hoạch quy hoạch thu hẹp lại ngành sản lốp của mình bằng cách nâng cao các rào cản ra nhập ngành như quy định về chất lượng, về bảo vệ môi trường...

Bên cạnh đó, lãi suất cho vay được dự báo sẽ tăng trong năm 2017 và tỷ giá USD/VND có khả năng tăng dù vẫn được khống chế dao động trong biên độ nhỏ sẽ làm tăng chi phí sản xuất cho các doanh nghiệp nội địa, cũng như làm giảm mức cạnh tranh về giá bán so với sản phẩm Trung Quốc.

Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng triển vọng 2017 của các doanh nghiệp trong ngành sẽ phụ thuộc chủ yếu vào tốc độ tăng trưởng cơ học của thị trường sản lốp nội địa, dự báo ở mức 12% yoy, cũng như khả năng xuất khẩu vào các thị trường không phải cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm Trung Quốc như Mỹ, Ấn Độ...

Do tình hình thị trường khó khăn nên khả năng cao các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm lốp niêm yết là DRC, CSM và SRC sẽ không hoàn thành được kế hoạch kinh doanh đã đặt ra cho năm 2016. Chúng tôi dự báo KQKD của 3 doanh nghiệp trên như sau:

	Doanh thu (tỷ đồng)			Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)		
	2017F	2016F	% yoy	2017F	2016F	% yoy
DRC	4.199	3.298	26,57%	371	373	-0,44%
CSM	3.203	3.030	-17,39%	256	280	-8,57%
SRC	843	882	-4,42%	80	89	-10%

Việc không còn duy trì được tốc độ tăng trưởng dương trong năm 2016 và triển vọng 2017 không quá khả quan như các năm trước của ngành sản lốp đã phản ánh khá rõ vào giá của ba doanh nghiệp sản xuất sản phẩm lốp đang niêm yết trên thị trường là DRC, CSM và SRC. Theo đó, giá của các doanh nghiệp này lần lượt giảm sâu ở các mức -20,22%; -11,70% và -26,71% kể từ đầu tháng 10. Chúng tôi cho rằng đây là vùng giá khá hấp dẫn đối với ngành sản lốp và nhà đầu tư nên chú ý đến các mã cổ phiếu có cơ bản tốt và chiến lược kinh doanh rõ ràng.

Doanh nghiệp triển vọng 2017

DRC – Khả quan

Xét trong ba doanh nghiệp sản xuất đang niêm yết trên sàn, chúng tôi duy trì khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi DRC cho mục đích đầu tư dài hạn do doanh nghiệp vẫn có tiềm năng tăng trưởng với việc tăng công suất sản xuất lốp radial và cơ hội mở rộng thị phần xuất khẩu sang các thị trường Mỹ và Ấn Độ.

KQKD 9T.2016

Kết thúc 9 tháng đầu năm 2016, KQKD của DRC tăng trưởng khá tốt về số lượng sản phẩm tiêu thụ với sản lượng tiêu thụ của lốp radial đạt 163.587 lốp (+30,76% yoy) và lốp bias đạt 667.164 lốp (+5,24% yoy) nhưng có xu hướng giảm nhẹ về giá trị với DT đạt 2.428,4 tỷ đồng (-1,39% yoy, 64,28% KH) và LNTT đạt 352,3 tỷ đồng (-4,86% yoy, 66,22% KH). Nguyên nhân chủ yếu của kết quả này là do:

- (1) Sản phẩm lốp bias có biên lợi nhuận cao (từ 25,93% đến 37,60%) đang giảm dần tốc

độ tăng trưởng do dần bị thay thế bởi sản phẩm lốp radial và do vòng đời của lốp xe tăng lên sau khi Nhà nước áp dụng các chính sách siết tải từ năm 2014 khiến nhu cầu sản phẩm lốp nói chung giảm.

- (2) Sản phẩm lốp radial vẫn chưa đạt được sản lượng hoà vốn và đang có biên lợi nhuận gộp âm (-10,32%).
- (3) Áp lực giảm giá bán cạnh tranh với lốp Trung Quốc cũng như giá nguyên liệu ở mức thấp khiến giá bán trung bình của lốp bias và radial giảm khá sâu, lần lượt là -13,90% yoy và -17,04% yoy.

Do vậy, biên lợi nhuận gộp giảm từ 24,93% cùng kỳ năm 2015 xuống còn 20,84%. Chi phí lãi vay giảm 22,98% yoy vì nợ vay giảm nhờ tỷ giá VND/USD được giữ ở mức ổn định, trong khi khoảng hơn 50% nợ vay của DRC là USD. Theo đó, hệ số nợ D/A ở mức 0,45 lần, thấp hơn thời điểm cùng kỳ năm ngoái là 0,51 lần.

Triển vọng 2017

Mặc dù phải chịu áp lực cạnh tranh với sản phẩm lốp Trung Quốc và khả năng biên LN gộp bị ảnh hưởng tiêu cực do chi phí khấu hao tăng khi nhà máy sản xuất lốp radial GD 2 đi vào hoạt động, chúng tôi vẫn cho rằng triển vọng của DRC trong dài hạn vẫn khả quan. Trong đó, động lực tăng trưởng chủ yếu của DRC trong năm 2017 đến từ 2 yếu tố chính:

- (1) **Giảm chi phí cố định trên mỗi đầu sản phẩm lốp radial.** DRC bắt đầu triển khai kế hoạch xây dựng nhà máy lốp radial GD 2 công suất 300.000 lốp/năm (tăng 100% công suất so với hiện tại) với chi phí đầu tư chỉ bằng một nửa chi phí đầu tư GD 1, khoảng 705 tỷ đồng, trong đó 502 tỷ đồng là vốn vay chủ yếu bằng đồng USD với lãi suất ~4%/năm. Theo kế hoạch, lô hàng đầu tiên của dự án lốp radial GD 2 sẽ được thương mại hoá vào Q3.2017. Việc này sẽ giúp sản lượng radial của DRC sớm đạt được điểm hoà vốn. Tuy nhiên, việc hoàn thiện nhà máy sản xuất lốp radial GD 2 cũng như việc DRC thay đổi chính sách khấu hao đối với máy móc rút ngắn từ 17 năm xuống còn khoảng 8 năm từ năm 2015 sẽ khiến chi phí khấu hao của DRC tăng cao về mặt giá trị nhưng sẽ giảm về mặt tỷ trọng trên tổng doanh thu cũng như trên mỗi đầu sản phẩm. Dự báo, biên lợi nhuận gộp sẽ giảm từ 20,6% xuống còn 18,4% trong năm 2017. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ chỉ bị ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn và sẽ được cải thiện dần trong dài hạn.
- (2) **Cơ hội mở rộng thị trường tiêu thụ lốp ô tô sang Mỹ và Ấn Độ.** Mặc dù xu hướng chuyển dịch từ lốp bias sang lốp radial đang diễn ra dần dần tại thị trường nội địa, giá bán lốp radial của DRC vẫn chưa hấp dẫn bằng giá bán các sản phẩm cùng loại có nguồn gốc từ Trung Quốc. Do vậy, tận dụng chính sách áp thuế chống bán phá giá lốp xe tải của thị trường Mỹ và Ấn Độ đối với lốp Trung Quốc, DRC dự kiến sẽ đẩy mạnh xuất khẩu sang 2 thị trường này trong thời gian tới để tránh cạnh tranh trực tiếp về giá với lốp xe tải Trung Quốc. Hiện tại, DRC đang xuất thăm dò thị trường Mỹ khoảng 4 container/tháng (~240 lốp/tháng) và cũng đã tìm được các khách hàng tiềm năng cho 2 thị trường trên, đủ bao tiêu cho toàn bộ sản lượng sản xuất lốp radial (tương đương 600.000 sp) cho năm tới và đang trong giai đoạn đàm phán về giá.

Chúng tôi ước DT 2017 của DRC sẽ đạt 4.199 tỷ đồng (+26,57% yoy) và LNST 2017 đạt 371 tỷ đồng (-0,44% yoy). EPS dự phóng cho 2017 là 1.702 VND/cp theo TT200 (~2.837 đồng/cp theo cách tính EPS cũ), tương ứng với mức P/E là 18,80 lần (~11,28 lần theo cách tính EPS cũ). Chúng tôi cho rằng **giá hợp lý cho cổ phiếu DRC năm 2017 ở mức 34.917 đồng/cp.**

Ngành Điện

Diễn biến ngành 2016:

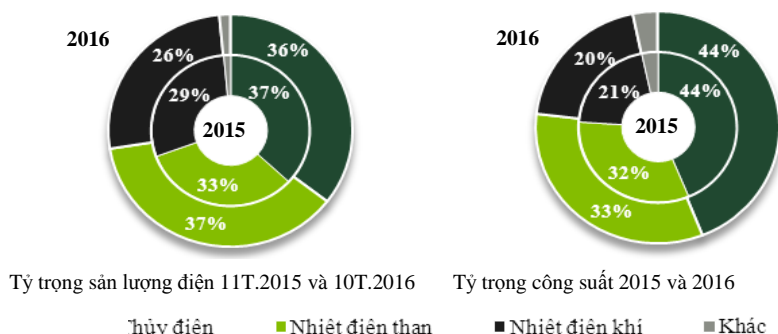
Diễn biến thủy văn ảnh hưởng tiêu cực tới thủy điện trong nửa đầu 2016 và tích cực trong giai đoạn nửa sau.

Giá nguyên liệu có xu hướng tăng cho cả nhà máy nhiệt than và nhiệt khí ảnh hưởng tới LN của các công ty nhiệt điện trong giai đoạn nửa sau 2016.

Hoạt động toàn ngành

Ngành sản xuất điện ở Việt Nam có tổng công suất lắp đặt khoảng 38.676 MW tính tới tháng 10/2016. Theo Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), **tổng sản lượng điện thương phẩm ở Việt Nam có tốc độ tăng trưởng hàng năm là 10,84% trong giai đoạn từ 2011 – 2015**. Trong 10 tháng đầu năm 2016, tổng sản lượng điện thương phẩm của ngành đạt 132,6 tỷ kWh, tăng 11,34% so với cùng kỳ 2015. EVN đặt kế hoạch sản lượng điện thương phẩm của ngành trong năm 2016 là 159,1 tỷ kWh, cao hơn 10,72% so với sản lượng điện thương phẩm trong năm 2015.

Thay đổi về cơ cấu sản lượng điện và công suất theo nhóm nhà máy 2015 - 2016

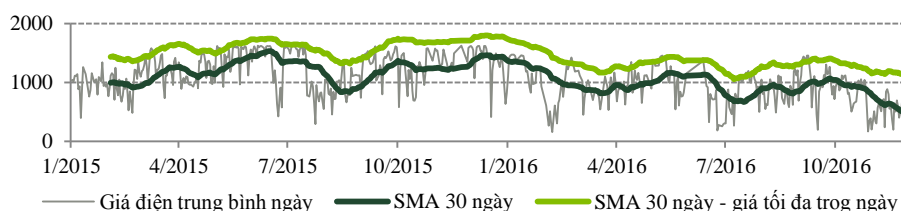


Nguồn: NLDC, EVN, VCBS

Ngành sản xuất điện ở Việt Nam đang có xu hướng tập trung vào đầu tư các nhà máy nhiệt điện. Quy hoạch điện VII điều chỉnh đặt mục tiêu tăng tổng công suất nhiệt điện than trên tổng công suất của cả ngành (hiện là 32,8% vào tháng 10/2016) lên 42,7% vào năm 2020 và 49,3% vào năm 2025. Tỷ trọng điện năng sản xuất từ nhiệt điện than (hiện là 37,05% lũy kế 10 tháng 2016) được đặt mục tiêu tăng lên 49,3% vào năm 2020 và 55% vào năm 2025. Nguyên nhân chính cho định hướng đầu tư vào nhiệt điện than của chính phủ Việt Nam là do tiềm năng thủy điện ở Việt Nam không còn nhiều, không thể đáp ứng kịp nhu cầu điện năng có tốc độ tăng trưởng cao trên 10%/năm của Việt Nam.

Xét về vị trí địa lý, tổng công suất của các nhà máy điện tính tới tháng 11/2016 tại miền Bắc là 15.516 MW, miền Trung là 9.275 MW và miền Nam là 15.455 MW. Cơ cấu công suất và nhu cầu phụ tải theo ba miền không thay đổi so với các năm trước. **Miền Nam tiếp tục nhận truyền tải điện từ miền Trung và miền Bắc** (đặc biệt vào mùa mưa, khi nguồn cung điện năng từ thủy điện của miền Bắc cao đột biến).

Biểu đồ giá điện trung bình theo ngày trên thị trường cạnh tranh



Nguồn: NLDC, VCBS

Giá điện trên thị trường cạnh tranh giảm trong năm 2016 so với 2015, ảnh hưởng tới DT và LN của các công ty trong ngành. Mức giá trần trong năm 2016 là 1.171 đồng/kWh trong khi giá

trần trong năm 2015 là 1.280 đồng/kWh.

Hoạt động các công ty trong ngành

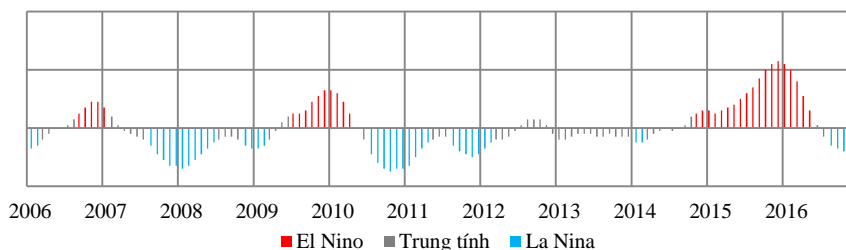
Mã cổ phiếu	TTS (tỷ đồng)	Nợ/TTS	Tỷ số LN gộp ttm	Tỷ số LN ròng ttm	ROE	DT 9T.2016 (tỷ đồng)	DT 9T.2016 yoy	EV/EBIT ttm	EV/EBITDA ttm	P/ EPS ttm	P/B
SHP	2.719	51,8%	48,2%	18,1%	6,3%	341	-18,2%	14,5x	8,0x	25,2x	1,6x
VSH	5.836	48,5%	61,8%	54,4%	8,2%	329	-9,4%	20,1x	15,2x	13,8x	1,2x
CHP	2.890	45,3%	59,8%	34,7%	14,0%	291	-32,7%	12,2x	8,2x	12,7x	1,8x
TMP	1.503	28,2%	44,2%	24,7%	10,5%	348	-29,3%	9,9x	5,5x	18,5x	2,0x
SJD	1.482	18,0%	58,0%	35,9%	11,4%	265	-13,3%	10,2x	7,1x	9,3x	1,0x
SBA	1.429	49,4%	67,5%	29,1%	8,8%	105	+6,1%	10,4x	8,1x	11,5x	1,0x
S4A	1.258	62,4%	50,3%	9,2%	3,9%	127	-25,6%	-	-	30,9x	1,5x
TBC	937	0,0%	62,4%	49,1%	15,4%	222	+15,5%	7,8x	6,0x	11,0x	1,7x
HJS	510	42,9%	41,0%	23,2%	16,0%	123	+2,0%	9,3x	5,6x	8,1x	1,2x
DRL	118	0,0%	54,3%	47,9%	22,1%	35	-13,6%	10,3x	7,5x	13,9x	3,2x
Trung bình								11,6x	7,9x	15,5x	1,6x
Trung vị								10,3x	7,5x	13,2x	1,6x
NT2	11.383	46,8%	26,4%	21,2%	27,7%	4.461	-11,2%	9,6x	6,6x	6,0x	1,6x
BTP	2.055	29,2%	13,1%	8,9%	15,7%	1.248	-5,5%	2,1x	1,9x	5,0x	0,8x
PPC	10.054	47,2%	8,8%	-5,3%	-6,3%	4.489	-25,7%	14,2x	12,0x	-	1,2x
NBP	431	0,0%	13,1%	4,3%	11,2%	504	-4,0%	4,6x	3,8x	8,2x	0,9x
Trung bình								7,6x	6,1x	6,4x	1,1x
Trung vị								7,1x	5,2x	6,0x	1,0x

Nguồn: Bloomberg, VCBS – cập nhật tới 15/12/2016

Thủy điện

Trong giai đoạn 9T.2016, điều kiện thủy văn đã có những chuyển biến lớn ảnh hưởng tới KQKD nhóm thủy điện. Đợt El Nino đã kết thúc từ tháng 5/2016 và không còn gây ảnh hưởng xấu tới điều kiện thủy văn ở Việt Nam. Ngoài ra, La Nina, hiện tượng đối lập của El Nino đã được xác nhận đang diễn ra kể từ tháng 10/2016. Số liệu hiện tại dự đoán đây là đợt La Nina có cường độ nhẹ kết thúc vào khoảng tháng 2/2017.

Chỉ số Oceanic Nino Index(ONI)



Nguồn: Trung tâm Dự báo Khí hậu Mỹ - CPC, VCBS

Nhiệt điện

Nhìn chung, nếu xét tới doanh thu 9T.2016, các nhà máy thủy điện có kết quả không khả quan so với cùng kỳ 2015 do El Nino hoạt động mạnh đỉnh điểm vào nửa đầu năm 2016. Tuy nhiên, sau khi El Nino kết thúc vào tháng 5/2016, Q3.2016 bắt đầu cho thấy dấu hiệu tích cực khi nhiều công ty có doanh thu tăng trưởng so với cùng kỳ 2015.

Trong giai đoạn 9T.2016, bên cạnh giá điện trên thị trường cạnh tranh giảm, yếu tố giá nhiên liệu và chênh lệch tỷ giá các khoản vay ngoại tệ là yếu tố chính ảnh hưởng tới lợi nhuận của các công ty nhiệt điện. Cần lưu ý, biến động về giá nguyên liệu chỉ ảnh hưởng tới lợi nhuận từ phân bán điện trên thị trường cạnh tranh chứ không ảnh hưởng tới lợi nhuận bán điện hợp đồng. Do

đó, ảnh hưởng từ giá nhiên liệu lên lợi nhuận là không quá lớn.

Giá than nhiệt điện tại Trung Quốc và Úc có đà tăng mạnh kể từ tháng 6/2016 và bắt đầu hạ xuống từ tháng 11/2016. Do diễn biến của giá than quốc tế, giá than trong nước bắt đầu tăng trong Q4.2016 trong khi vẫn ổn định và không ảnh hưởng tới HĐSX của các nhà máy nhiệt than trong 9T.2016. Theo thông tin từ trang Năng lượng Việt Nam ngày 10/11/2016, Tập đoàn Than - Khoáng sản Việt Nam quyết định điều chỉnh giá bán một số chủng loại than tại thị trường trong nước, bao gồm than 1, 2, 3, 6, 7a, 7b, và 7c.

Giá khí trên bao tiêu hàng tháng của Tổng công ty Khí Việt Nam hiện được tính bằng 46% giá dầu FO trung bình trên thị trường Singapore. **Giá dầu FO tại Singapore đi theo xu hướng chung của giá dầu thế giới, giảm mạnh trong năm 2015 nhưng bắt đầu tăng trở lại trong năm 2016.** Việc giá khí giảm so với 2015 đem lại thuận lợi cho NT2 và BTP trên thị trường cạnh tranh trong 9T.2016, dẫn tới tăng trưởng tốt về LN. Tuy nhiên, với đà tăng trở lại của giá khí, cùng với việc điều kiện thủy văn tích cực trong nửa cuối 2016, chúng tôi cho rằng KQKD Q4.2016 của NT2 và BTP sẽ không khả quan bằng các quý trước.

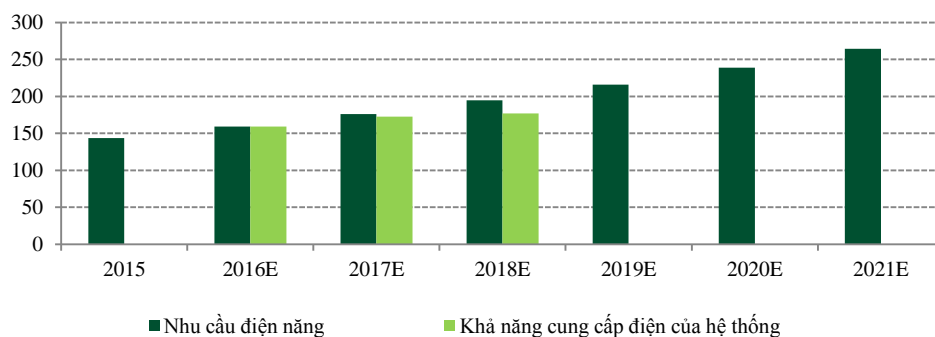
Tỷ giá ngoại tệ có ảnh hưởng khác nhau tới các công ty nhiệt điện. Tính tới cuối năm 2015, NT2 còn khoảng 125 triệu USD và 117 triệu EUR nợ ngoại tệ, BTP còn khoảng 32,5 tỷ KRW và PPC còn khoảng 23,7 tỷ JPY. Biến động tỷ giá của các đồng ngoại tệ trên sẽ gây ảnh hưởng tới LNST của các công ty. Trong 9T.2016, đáng lưu ý là đồng JPY có đà tăng mạnh từ đầu năm đến nay, dẫn đến khoản lỗ lớn 762 tỷ đồng do chênh lệch tỷ giá cho PPC. Tuy nhiên, đồng JPY đã hạ nhiệt trong Q4.2016 và sẽ làm giảm bớt khoản lỗ này cho cả năm 2016.

Triển vọng 2017:

Với tốc độ tăng trưởng nhu cầu điện năng cao của Việt Nam, nguồn cung điện năng sẽ không bắt kịp nguồn cầu trong các năm tới. Các công ty trong ngành sẽ tiếp tục được huy động sản xuất với công suất tối đa.

Dựa trên mục tiêu của Quy hoạch VII điều chỉnh, tốc độ tăng trưởng sản lượng điện của 2015 so với 2014 (11,4%) và của 10T.2016 so với 10T.2015 (10,3%) cũng như tốc độ tăng trưởng GDP ổn định của Việt Nam gần đây, chúng tôi cho rằng 10,7% CAGR là một giả định hợp lý để dự phóng nhu cầu điện năng của Việt Nam trong vài năm tới. **Chúng tôi dự phóng nhu cầu điện của Việt Nam đạt 176 tỷ kWh trong năm 2017 và 195 tỷ kWh trong năm 2018.**

Dự phóng nhu cầu điện năng và khả năng cung cấp điện năng nội địa (tỷ kWh)



Nguồn: VCBS

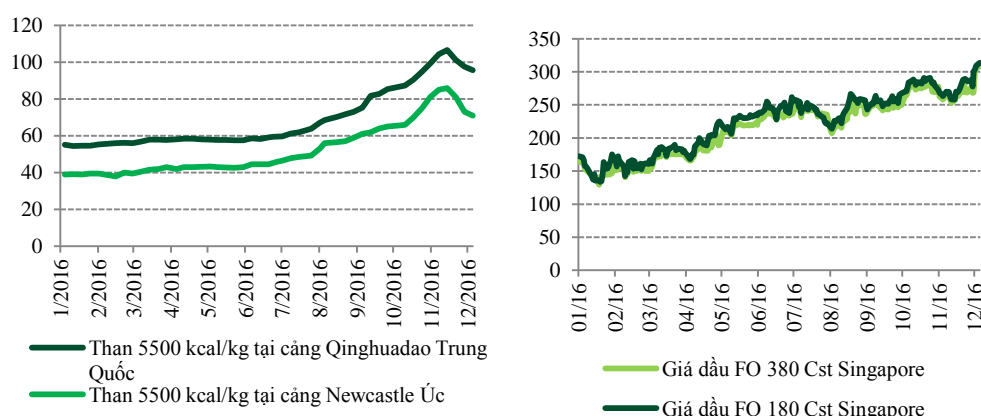
Dựa trên tiến độ hiện tại cũng như kế hoạch xây dựng nhà máy điện mới của EVN **trong giai đoạn 2016 - 2018, chúng tôi cho rằng nguồn cung điện năng tại Việt Nam sẽ không đáp ứng đủ nhu cầu điện** trong giai đoạn này mặc cho điều kiện thủy văn sẽ thuận lợi trong năm 2017 nhờ tác động từ La Nina. Các nhà máy nhiệt điện vẫn sẽ tiếp tục được huy động ở công suất cao trong các năm tới để phục vụ cho nhu cầu điện năng liên tục tăng của nền kinh tế.

Triển vọng của các nhà máy thủy điện khả quan trong năm 2017 do điều kiện thủy văn dưới tác động của La Nina sẽ diễn ra thuận lợi trong năm sau. Mặc dù vậy, do điều kiện thủy văn có tính lặp lại theo chu kỳ nên dưới góc nhìn dài hạn, chúng tôi cho rằng điều kiện thủy văn

sẽ là yếu tố ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực mang tính chu kỳ lên các nhà máy thủy điện.

Dự báo giá than nhiệt điện tăng trong năm 2017 sẽ ảnh hưởng tới LN của các nhà máy điện nhiệt than. Hiện giá than nhiệt điện thế giới đã hạ xuống do các yếu tố ảnh hưởng tới nguồn cung tại Trung Quốc và Indonexia đã được xoa dịu bớt: (1) sản lượng than nhiệt điện tại Trung Quốc bắt đầu tăng trở lại từ tháng 8/2016, (2) Indonexia tăng cường sản xuất than do than tăng giá và (3) việc đồng USD tăng giá đã làm giảm giá than tính theo USD. Hiện tại giá than thế giới 2017 được dự báo sẽ không có nhiều biến động và giữ ở mức giá trong đầu tháng 12/2016. Mặc dù giá than nhiệt điện thế giới đã ngừng tăng trưởng và hạ nhiệt, mức giá hiện tại vẫn cao hơn nhiều so với đầu năm. Do đó, chúng tôi cho rằng giá than trong nước sẽ có thể tăng trong năm 2017 do độ trễ về thời gian. Điều này mang đến ảnh hưởng tiêu cực với phần lợi nhuận trên thị trường cạnh tranh của các nhà máy nhiệt than.

Giá than nhiệt điện tại Trung Quốc và Úc Giá dầu FO tại Singapore (USD/tấn)
(USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Giá khí thiên nhiên ở mức cao hơn so với giai đoạn cuối năm 2015 đầu năm 2016 sẽ bào mòn nguồn lợi cho các công ty nhiệt khí. Giá khí trên bao tiêu của Tổng công ty Khí Việt Nam biến động theo giá dầu. Hiện, tổ chức các nước Xuất khẩu Dầu mỏ (OPEC) đã đạt được thỏa thuận cắt giảm sản lượng trong tháng 12/2016. Theo đó, mức sản lượng cắt giảm là 1,2 triệu thùng/ngày xuống còn 32,5 triệu thùng/ngày. Tuy vậy, lượng cắt giảm này dựa theo mức sản lượng trong tháng 10 là tháng đầy mạnh khai thác. Do vậy mức sản lượng mới không quá khác so với con số dự báo về sản lượng dầu trước đây. Thêm vào đó, kinh tế thế giới chưa cho thấy dấu hiệu khả quan để tác động tới nguồn cầu. Chúng tôi cho rằng giá dầu có thể sẽ tiếp tục tăng trong ngắn hạn. Trong trung và dài hạn, giá dầu sẽ giữ ở mức ổn định. Do mức giá dầu hiện nay cao hơn so với giai đoạn cuối 2015 đầu 2016 và ít khả năng hạ xuống, nguồn lợi từ việc giá khí thấp trong giai đoạn nửa đầu năm 2016 của NT2 và BTP sẽ không còn trong năm 2017.

Biến động tỷ giá là một yếu tố khó có thể dự báo trước. Với các công ty nhiệt điện có khoản nợ ngoại tệ lớn (NT2 – đồng USD và EUR, PPC – đồng JPY, BTP – đồng KRW), nhà đầu tư cần theo dõi sát sao biến động tỷ giá để đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn.

Doanh nghiệp triển vọng 2017

SHP – Năm giữ

KQKD 9T.2016: Lũy kế 9 tháng đầu năm, DT đạt 341 tỷ đồng (-18,23% yoy, đạt 58,66% KH 2016). LNTT 9T.2016 đạt 47 tỷ đồng (-60,63% yoy, đạt 28,25% KH 2016). KQKD của SHP

không tốt trong 9T.2016 do (1) nhà máy Đa Dâng 2 có sản lượng điện thấp do ảnh hưởng thời tiết và (2) giá bán điện cạnh tranh giảm ảnh hưởng tới doanh thu của Đa Dâng 2 và Đa M'brì.

Triển vọng: Chúng tôi dự phóng DT của SHP trong năm 2016 đạt 522 tỷ đồng (-11% yoy, đạt 87% KH năm). LNTT dự phóng đạt 95 tỷ đồng (-44% yoy, đạt 58% KH năm) – tương đương 928 đồng EPS. Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng DT đạt 649 tỷ đồng (+24,3% yoy), LNTT đạt 230 tỷ đồng (+142% yoy) – tương đương 2.367 đồng EPS. Chúng tôi cho rằng KQKD 2017 của SHP sẽ khả quan nhờ tác động tích cực từ La Nina.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi cho rằng SHP là một lựa chọn đầu tư ít rủi ro nhưng cũng sẽ không đem lại nhiều kỳ vọng tăng giá cho nhà đầu tư. Chúng tôi vẫn nhận định hai yếu tố tiềm năng có thể ảnh hưởng tích cực tới giá trị cổ phiếu SHP: (1) tỷ lệ SL điện bán trên thị trường cạnh tranh của SHP có thể tăng trong tương lai nếu hợp đồng của SHP với EVN hoặc cơ chế trên thị trường điện cạnh tranh thay đổi và (2) do Đa M'brì đi vào hoạt động trong giai đoạn El Nino, tiềm năng của nhà máy Đa M'brì vẫn chưa rõ ràng và có thể tạo bất ngờ. Hiện tại, chúng tôi đưa ra giá hợp lý cho cổ phiếu SHP là 19.500 đồng/CP và khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu SHP.

NT2 – Năm giữ

KQKD 9T.2016: Lũy kế 9 tháng đầu năm, DT NT2 đạt 4.461 tỷ đồng (-11,2% yoy, đạt 74,3% KH năm). LNTT đạt 911 tỷ đồng (+25% yoy, đạt 119% KH năm). Trong nửa đầu năm 2016, NT2 hưởng lợi từ việc giá khí thấp so với cùng kỳ 2015, giúp cho công ty có LN cao hơn khi bán điện trên thị trường cạnh tranh. Việc DT giảm trong giai đoạn này là do giá bán điện hợp đồng của NT2 với EVN được điều chỉnh theo giá khí và giảm xuống trong 6T.2016. Điều này không ảnh hưởng tới LN của công ty.

Triển vọng: Cho năm 2016, chúng tôi dự phóng DT của NT2 đạt 6.130 tỷ đồng (-8,9% yoy, đạt 138% KH năm). LNTT 2016 đạt 1.158 tỷ đồng (-4% yoy, đạt 151% KH năm) – tương đương 3.866 đồng EPS. Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng DT đạt 6.330 tỷ đồng (+3,3% yoy) và LNTT đạt 799 tỷ đồng (-31% yoy) – tương đương 2.594 đồng EPS. Chúng tôi cho rằng LNTT 2017 sẽ giảm đáng kể so với 2016 do NT2 sẽ thực hiện đại tu và mất gần 300 triệu kWh sản lượng điện trong giai đoạn tu sửa máy móc. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giá khí trong năm 2017 giữ ở mức giá trong Q4.2016 cũng sẽ ảnh hưởng tới LN của NT2. Mặc dù LNTT trong năm 2017 sẽ thấp hơn đáng kể so với năm 2015 và 2016, chúng tôi vẫn giữ góc nhìn lạc quan về tiềm năng dài hạn của NT2.

Quan điểm đầu tư: Trong các năm gần đây, hoạt động SXKD của NT2 ổn định với SL điện liên tục tăng từ 4.649 triệu kWh (2012) lên đỉnh điểm 5.499 triệu kWh (2015). Do đặc thù hợp đồng giữa NT2 và EVN, công ty không chịu ảnh hưởng nhiều từ biến động giá nhiên liệu và có nguồn lợi nhuận đảm bảo. Dư nợ với Citibank được trả đều từ năm 2012 và do vậy, rủi ro tín dụng của công ty giảm dần qua các năm. Ban lãnh đạo NT2 tin tưởng rằng thế mạnh của NT2 trong ngành nhiệt điện là máy móc nhập khẩu chất lượng tốt, sẽ giúp nhà máy hoạt động ổn định và dài hơi. Điều này dẫn đến SL điện tăng qua các năm của NT2 và như chúng tôi nhận định, đây là một yếu tố chính tạo nên giá trị của cổ phiếu NT2. Chúng tôi đưa ra giá hợp lý cho cổ phiếu NT2 trong khoảng 26.000 – 33.000 đồng/cp và khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu NT2.

PPC – Năm giữ

KQKD 9T.2016: Lũy kế 9 tháng đầu năm, tổng DT đạt 4.788 tỷ đồng (-23,94% yoy, đạt 68,03% KH năm). Trong 9T.2016, PPC lỗ 347 tỷ đồng trong khi LNTT 9T.2015 là 472 tỷ đồng. KQKD 9T.2016 của PPC không khả quan do (1) nhà máy Phả Lại 1 chưa được phân sản lượng bán điện theo hợp đồng trong 6 tháng đầu năm và (2) đồng JPY mạnh lên khiến PPC chịu lỗ lớn (762 tỷ đồng) từ chênh lệch tỷ giá.

Triển vọng: Cho năm 2016, chúng tôi dự phóng DT hợp nhất của PPC đạt 6.410 tỷ đồng (-20,2% yoy, đạt 91,1% KH năm). DT thuần đạt 6.040 tỷ đồng (-21,2% yoy). LNTT chưa tính tới lãi (lỗ) tỷ giá của PPC đạt 577 tỷ đồng. LNTT dự kiến đạt 391 tỷ đồng (-35,3% yoy, đạt 62,7% KH năm). Trong dự phóng 2016, chúng tôi tạm thời giả định PPC sẽ hạch toán tiền hồi tố từ EVN trong Q4.2016 và chúng tôi xét tới việc đồng JPY đang có đà giảm mạnh trong Q4.2016 sẽ giúp giảm khoản lỗ chênh lệch tỷ giá của PPC. Trong năm 2017, PPC sẽ quay lại với mức SL điện trung bình khoảng 5.500 triệu kWh/năm. Chúng tôi dự phóng DT thuần 2017 đạt 6.929 tỷ đồng (+14,8% yoy). LNTT không tính tới lãi lỗ tỷ giá đạt 696 tỷ đồng (+77,6% yoy). LNTT năm 2017 có thể tăng cao do PPC có thể có SL điện tốt trong năm 2017.

Quan điểm đầu tư: Về dài hạn, PPC sẽ tiếp tục hoạt động ổn định. Hiện PPC đã có giá bán điện hợp đồng với EVN cho cả hai nhà máy. Chúng tôi cho rằng từ năm 2017, PPC có thể quay lại mức SL điện các năm trước là khoảng 5.500 triệu kWh. Việc PPC thực hiện nâng cấp nhà máy Phả Lại 1 cũng như thực hiện sửa chữa lớn hàng năm sẽ giúp công ty tiếp tục đạt được SL điện kế hoạch đề ra. Cùng với đó, hợp đồng mua bán điện với EVN sẽ là yếu tố tiên quyết giúp công ty tiếp tục có nguồn LN ổn định từ HĐKD. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu PPC.

Ngành Phân phối bán lẻ sản phẩm CNTT và Điện tử tiêu dùng

Diễn biến ngành 2016:

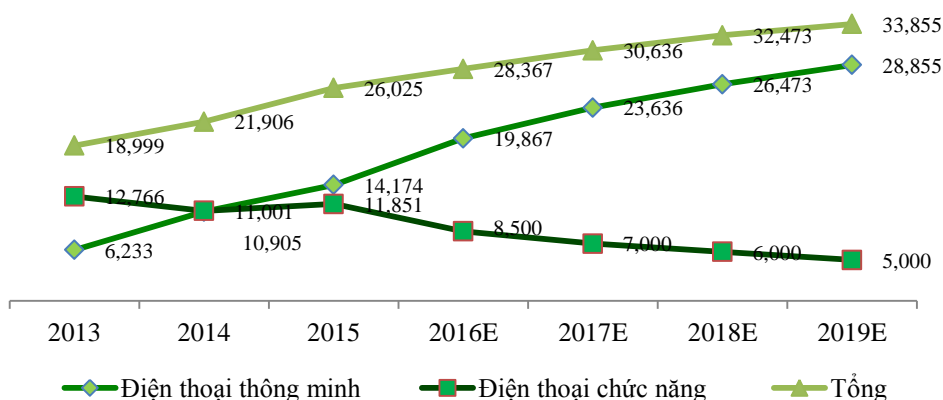
Buc tranh tăng trưởng nhiều mảng

Thị trường điện tử tiêu dùng (ĐTĐD) trên thế giới tiếp tục bão hòa, đặc biệt trên một số nhóm hàng như máy tính và máy tính bảng. Theo Euromonitor, thị trường hàng điện tử tiêu dùng của thế giới suy giảm 4 năm liên tục về số lượng hàng bán, giảm 3% yoy tại Q2. 2016. Cụ thể, các sản phẩm như máy tính (PC) ghi nhận số lượng hàng bán giảm 4,5% yoy Q2.2016. Mặt hàng điện thoại thông minh tuy tăng trưởng 1,6 % yoy tại thời điểm Q2.2016, nhưng có dấu hiệu chậm lại. Những mặt hàng mới như các thiết bị điện tử di động và phụ kiện đi kèm tăng trưởng nhưng không đủ bù lại sự bão hòa của những mặt hàng chính như máy tính bảng và sự tăng trưởng chậm lại của mặt hàng điện thoại thông minh (ĐTTM). Điều này làm giảm quy mô tổng thể của ngành điện tử tiêu dùng trên thế giới.

Thị trường Việt Nam: nhu cầu mua hàng CNTT và ĐTĐD tăng trưởng khá trong vài năm tới: (1) Dân số Việt trẻ với độ tuổi trung bình 31 và nhu cầu sử dụng công nghệ tiên tiến để thể hiện phong cách sống trẻ trung năng động. Theo quan sát của VCBS và thống kê của MWG, thay đổi liên tục về công nghệ khuyến khích tốc độ thay thế điện thoại của giới trẻ tại Việt Nam trung bình là 1-2 năm. (2) Xu hướng chuyển đổi từ điện thoại chức năng sang ĐTTM có xu hướng chậm lại, tuy nhiên vẫn tiếp tục diễn ra. Theo GFK, số lượng ĐTTM năm 2017 đạt 23,636 triệu, năm 2019 đạt 28,855 triệu so với mức 19,867 triệu ước tính năm 2016. Cụ thể, theo nhận định của GFK, ngành hàng bán lẻ CNTT của VN sẽ đạt tăng trưởng 20% trong năm 2017. (3) Thị trường bán lẻ ĐTĐD hiện tại chủ yếu tập trung vào các khu đô thị lớn như Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội. Tại khu vực ít tập nập hơn như nông thôn và miền núi còn tương đối bỏ ngỏ. Chúng tôi nhận định, động lực tăng trưởng sắp tới sẽ ở khu vực nông thôn và miền núi cơ sở dựa trên cơ sở thu nhập trung bình tăng tạo điều kiện cải thiện cuộc sống và đẩy mạnh nhu cầu hàng gia dụng cùng với điện tử tiêu dùng.

Thị phần bán hàng online tăng trưởng nhanh, chiếm tỷ trọng ngày càng cao trong tổng doanh thu bán hàng. Doanh thu bán hàng online 3Q.2016 tại FPT retail chiếm 11,2% DTT hệ thống FPT shop, và 10% DTT của MWG. Doanh thu bán hàng online của FPT shop tăng trưởng 50% yoy và doanh thu bán hàng online của MWG tăng trưởng 200% yoy 3Q.2016. Tỷ trọng DT bán hàng online ước tính chiếm 5% của TDT ngành trong năm 2016 và được dự báo sẽ tăng lên 20% trong vòng 5 năm tới.

Số lượng điện thoại thông minh và điện thoại chức năng



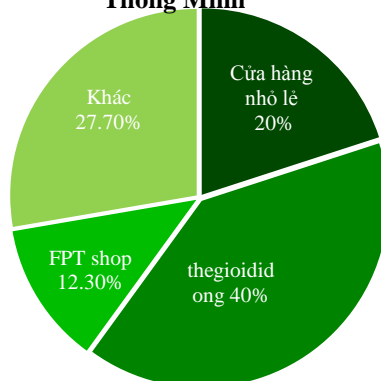
Nguồn: GFK

Cấu trúc và diễn biến ngành

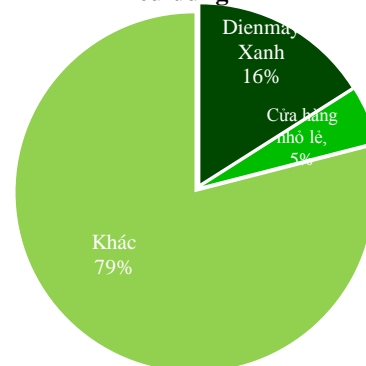
Thị trường điện máy tiếp tục cạnh tranh khốc liệt giữa những DN lớn, trong khi MWG chiếm thị phần áp đảo thị trường bán lẻ DTDD. Giá trị thị trường bán lẻ CNTT tại VN ước đạt 60.000 tỷ đồng năm 2016 theo thông kê của lãnh đạo DN MWG. MWG đang chiếm vị thế cao so với các doanh nghiệp khác trong ngành về thị phần bán lẻ điện thoại di động. MWG chiếm thị phần 40% thị phần trong ngành bán lẻ điện thoại. Lấn át thị phần của chuỗi cửa hàng nhỏ lẻ (mom & pop shops) xuống từ 50% trong 2014 và xuống 20% năm 2016. Trong khi đó, thị trường điện máy có quy mô thị trường hiện tại đạt 70,000 tỷ đồng. Thị trường điện máy tại VN đã tồn tại khá lâu với những tên tuổi lớn như Nguyễn Kim, HC, Pico, Media Mart, Trần Anh. Trong khi Trần Anh đi theo hướng đại siêu thị với diện tích lớn với các tiện ích đi kèm. Nguyễn Kim theo đuổi mô hình shop in shop trong các siêu thị big C. Điện Máy Xanh của MWG theo đuổi mô hình cửa hàng tiện lợi. Thị trường mang tính cạnh tranh cao và còn phân hóa.

Doanh nghiệp nội địa tiếp tục giữ vai trò quan trọng, khó có thể thay thế trong chuỗi cung ứng. Một doanh nghiệp nước ngoài khi xây dựng hệ thống cửa hàng bán lẻ ở Việt Nam phải có được sự đồng ý của cơ quan có thẩm quyền tại Việt Nam. Việc đạt được quyền mở hệ thống bán lẻ này khó khăn do cách hiểu của các thông lệ thương mại được quy định là khác nhau. Sự chậm trễ trong xử lý và khó khăn để được sự đồng ý của các cơ quan chức năng tạo rào cản thương mại dành cho các tổ chức bán lẻ nước ngoài tại thị trường Việt Nam. Hơn nữa, các tổ chức nước ngoài kinh doanh tại thị trường Việt Nam chưa có nhiều hiểu biết về thị trường, tập tính mua hàng của khách hàng địa phương. Chính những khó khăn này khiến cho nhà sản xuất và bán lẻ quốc tế khó thu được lợi ích thương mại một cách nhanh chóng. Chúng tôi tin tưởng, những doanh nghiệp bán lẻ và phân phối trong nước vẫn tiếp tục có những lợi thế, đóng vai trò thiết yếu, khó có thể thay đổi trong thời gian tới.

Biểu đồ: Thị Phần Điện Thoại Thông Minh



Biểu đồ: Thị phần Điện Tử Tiêu dùng



Nguồn: MWG, VCBS

Vai trò của doanh nghiệp phân phối CNTT suy giảm trong chuỗi giá trị truyền thống, tuy nhiên định hướng phát triển tăng cung cấp dịch vụ marketing cho những nhãn hàng mới tại thị trường Việt Nam. Những doanh nghiệp bán lẻ lớn như MWG và FPT shop, thay vì mua hàng qua các doanh nghiệp phân phối như DGW và PSD, đang trực tiếp mua hàng với nhà sản xuất. Khác với thời gian trước, doanh nghiệp phân phối đóng vai trò trung gian cung cấp hàng hóa và giúp các doanh nghiệp bán lẻ tránh việc lưu trữ hàng tồn kho quá lớn. Hiện tại, những DN bán lẻ đầu ngành với quy mô lớn như MWG thực hiện chính sách mua hàng với khối lượng lớn từ nhà sản xuất. Mục đích để được hưởng lợi về chiết khấu, cải thiện biên lợi nhuận gộp. Những DN phân phối như DGW gia tăng cung cấp thêm dịch vụ ngoài phân phối và logistics cho những nhãn hàng mới trên thị trường VN như: phân tích thị trường, lên kế hoạch marketing, và dịch vụ hậu mãi.

Biểu đồ: Chuỗi cung ứng

Nhà sản xuất quốc tế	Nhà phân phối địa phương	Sản Phẩm	Nhà bán lẻ	Khách hàng
Samsung	DGW	Điện thoại thông minh	Cửa hàng nhỏ lẻ (4000 cửa hàng)	Khách hàng cá nhân
Apple			Nhà phân phối viễn thông (Mobiphone, Vinaphone, Viettel)	
Dell	PSD	Máy tính và máy tính bảng	Nhà bán lẻ trực tuyến (LAZADA.vn, tiki.vn)	Doanh nghiệp vừa và nhỏ
Lenovo			Các chuỗi cửa hàng bán lẻ CNTT (Thegioididong, FPT shop) (2000 cửa hàng)	
Hp	ST8	Thiết bị văn phòng	Các chuỗi cửa hàng bán lẻ điện tử tiêu dùng (CES) (Nguyenkim, dienmayxanh, Trananh)	
Sony			Đại lý thương mại CNTT (IT reseller)	Tập đoàn
Nokia		Các sản phẩm điện tử tiêu dùng	Bán lẻ với dịch vụ tăng thêm	
			Nhà tích hợp hệ thống	Khối nhà nước và giáo dục

Nguồn: DGW, VCB

DN	Chuỗi bán lẻ	Số cửa hàng	Số tỉnh thành	Diện tích trung bình cửa hàng	Số cửa hàng ở HN	Số cửa hàng ở TP HCM	DTT mỗi cửa hàng 9T.2016 (tỷ đồng)
----	--------------	-------------	---------------	-------------------------------	------------------	----------------------	------------------------------------

MWG	Thế giới di động	950	63/63	100-2000 m ²	116	160	23.02
	Điện máy xanh	191	63/63	600-1000 m ² và 300-400 m ²	17	24	46.04
FPT retail	FPT shop	370	63/63	110-120 m ²	46	56	19.81
TAG	Trần Anh	39	21/63	2000-5000m ²	14	0	22.5
Cửa hàng nhỏ lẻ	N/A	4000	63/63	20-100m ²	N/A	N/A	3.83

Nguồn: MWG, FPT, TAG, VCBS

Doanh nghiệp triển vọng 2017

MWG – Mua

Doanh thu và lợi nhuận 9T.2016: Tăng trưởng mạnh mẽ

MWG đạt 30.776 tỷ đồng DT (+76% yoy, 90% KH). LNST 9T.2016 đạt 1.222 tỷ đồng (+64% yoy, 88% KH). Chi tiết theo từng mảng kinh doanh như sau.

Bảng: KQKD Q3 và 9T.2016 chi tiết theo mảng kinh doanh

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	Q3	9T.2016	Kế hoạch 2016	(% KH)	9T. 2015 Thực tế	% yoy
DTT	11,126	30,776	34,166	90%	17,506	76%
Thế giới di động	7,849	21,870	24,957	88%	14,666	49%
Điện máy xanh	3,207	8,794	9,209	95%	2,840	210
Bách hóa xanh	70	112	N/A	N/A	N/A	N/A
LN gộp	1,843	5,042	5,403	93%	2,641	91%
LNST	387	1,222	1,388	88%	744	87%
Thế giới di động	316	1,025	N/A	N/A	686	64%
Điện máy xanh	64	197	N/A	N/A	57	245%
Bách hóa xanh	7	0	N/A	N/A	N/A	N/A

Nguồn: MWG, VCBS tổng hợp

Chuỗi Thế giới di động

Chuỗi cửa hàng TGDD 9T.2016 duy trì tốc độ tăng trưởng tốt, DTT đạt 21.870 tỷ đồng (+49% yoy, 88% KH), LNST đạt 1.025 tỷ đồng (+64% yoy). Đáng lưu ý: (1) MWG tiến hành mua hàng số lượng lớn và trả nhanh để có được chiết khấu tốt đối với mặt hàng ĐTDD. Biên LNG có cải thiện từ mức ~15% năm 2015 sang 16.5% trong năm Q3.2016. (2) MWG tiếp tục mở rộng chuỗi cửa hàng TGDD, MWG đã mở thêm 338 siêu thị mới trên toàn quốc nâng số lượng cửa hàng TGDD đạt 950 cửa hàng tại thời điểm 9T.2016.

Chuỗi Điện Máy Xanh (ĐMX)

Năm 2016 là năm đánh dấu tốc độ mở rộng cửa hàng ĐMX và tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận vượt bậc, DTT 9T.2016 ĐMX đạt 8.794 tỷ đồng (+210% yoy, 95% KH), LNST đạt 197 tỷ đồng (+245% yoy). Đáng lưu ý: (1) MWG tiến hành mua hàng ĐTDD cho chuỗi ĐMX với số lượng lớn và trả nhanh để có được chiết khấu tốt đối với mặt hàng này (2) MGW tiến hành đẩy mạnh việc mở mới cửa hàng ĐMX, tính đến thời điểm T9.2016, chuỗi ĐMX đã mở 66 siêu thị mới nâng số lượng cửa hàng ĐMX đạt 150 cửa hàng.

Mảng Bách hóa Xanh: Kết thúc 9T.2016, DTT từ Mảng bách hóa Xanh đạt được là 42 tỷ đồng. Hiện nay, Bách hóa Xanh tiếp tục quá trình thử nghiệm mô hình siêu thị mini với 46 cửa hàng tại TP.HCM vì vậy chưa đạt được lợi thế quy mô cần thiết, do đó LNST bị âm trong 9 tháng đầu năm. Tuy nhiên, điểm tích cực là doanh thu/cửa hàng đã tăng đáng kể qua các tháng.

Cụ thể doanh thu trung bình /cửa hàng Bách hóa Xanh đã khoảng 1,25 tỷ đồng trong tháng 7, gấp khoảng 7 lần so với số liệu tháng 2.

Triển vọng 2017 và Khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng, DTT của MWG năm 2016 đạt 42.430 tỷ đồng. LNST đạt 1.510 tỷ đồng. EPS forward 2016 đạt 10.244 đồng. Trong năm 2017, MWG dự tính sẽ mở thêm cửa hàng TGDD và cửa hàng ĐMX. Tốc độ tăng trưởng DT đạt khoảng 20-30%, chúng tôi dự phóng cần trọng DTT của MWG đạt 51.516 tỷ đồng. LNST đạt 1.734 tỷ đồng. EPS forward 2017 đạt 11.807 đồng.

Mảng ĐTDD tăng trưởng có dấu hiệu chậm lại so với những năm trước và thị phần của MWG trong mảng này đã tương đối ổn định. Thị phần của MWG trong ngành ĐTDD đã tương đối cao, nên tăng trưởng của mảng này phụ thuộc vào xu hướng thay đổi điện thoại, cũng như xu hướng chuyển từ điện thoại chức năng sang điện thoại thông minh.

Tăng trưởng của mảng điện máy của MWG chủ yếu đến từ mở rộng thị phần. Tăng cường thị phần của chuỗi ĐMX là mục tiêu MWG đặt ra. MWG đặt mục tiêu thị phần thị trường này đạt 40% trong 2 năm tới. Nhiều khả năng LNG sẽ tiếp tục được cải thiện trong những năm tiếp theo khoảng 1-1,5% nhờ vào lợi thế quy mô khi thị phần ĐMX ngày càng được mở rộng.

MWG có những cơ hội tăng trưởng khác như: (1) Mở rộng chuỗi cửa hàng TGDD sang Campuchia. Hiện tại MWG đã xin được giấy phép đầu tư 100% vốn nước ngoài tại thị trường này, kế hoạch của MWG mở 10-15 cửa hàng tại Campuchia trong năm 2017. (2) Mở rộng và phát triển chuỗi cửa hàng Bách hóa xanh. (3) Trang thương mại điện tử VuiVui.com.vn. Tuy nhiên, các cơ hội (1), (2), và (3) đang trong thời gian xây dựng, chưa phản ánh lớn vào KQKD 2017.

MWG là doanh nghiệp đầu ngành vượt trội về thị phần, độ bao phủ, hiệu quả kinh doanh, và tốc độ tăng trưởng. Với những biểu hiện tích cực hiện tại của doanh nghiệp và triển vọng tăng trưởng hiện tại của thị trường và công ty, **Chúng tôi khuyến nghị MUA cho MWG với giá mục tiêu 187.000 đồng.**

Ngành Cảng biển

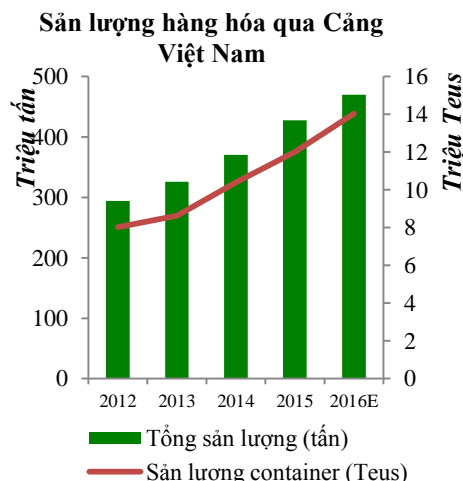
Diễn biến ngành năm 2016

Doanh thu container lạnh giảm mạnh dẫn tới KQKD khối cảng tại Hải Phòng kém khả quan hơn cùng kỳ.

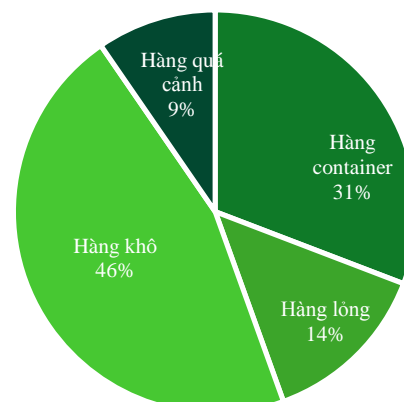
Hãng tàu Hanjin phá sản không có tác động lớn tới các cảng tại Việt Nam.

Hoạt động xuất nhập khẩu tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ 2015. Theo Tổng cục Hải quan tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 10 tháng đầu năm ước đạt 284,56 tỷ USD (+4,6% yoy). Tình hình xuất nhập khẩu có xu hướng cải thiện trong những tháng cuối năm, tuy nhiên nhìn chung tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với mức tăng 10,8% cùng kỳ 2015. Đáng chú ý là việc hiệp định FTA Việt Nam – Hàn Quốc có hiệu lực từ 1.1.2016 đã giúp kim ngạch xuất nhập khẩu của 2 nước tăng trưởng 15,6% trong 10T.2016. Ngoài ra, FTA Việt Nam – EAEU cũng chính thức được thực hiện từ 5.10.2016.

Sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định trong 10 tháng đầu năm. Cụ thể, theo Cục Hàng hải Việt Nam, tổng sản lượng hàng hóa thông qua các cảng biển trên cả nước trong 10T.2016 đạt 387,6 triệu tấn (+10% yoy, 83% KH), hàng container đạt 12,6 triệu TEUS (+17% yoy, 88% KH). Hàng khô vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất (theo tấn) khoảng 46%, hàng container đứng thứ hai khoảng 31%. Trong khi hàng container và hàng khô vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng ấn tượng, mặt hàng lỏng chỉ tăng 8% yoy và hàng quá cảnh sụt giảm 18% so với cùng kỳ năm trước.



Cơ cấu hàng hóa qua Cảng Việt Nam 10T.2016



Nguồn: Cục hàng hải Việt Nam

Tại Hồ Chí Minh, sản lượng hàng hóa qua cảng dự báo vẫn duy trì tăng trưởng khi giá trị xuất nhập khẩu 10 tháng đầu năm tăng 7,4% yoy. Tính riêng 6T.2016, hệ thống cảng tại TP.HCM thông qua hơn 230 triệu tấn, chiếm 28% thị phần cả nước; trong đó hàng container đạt 2,7 triệu TEUS, chiếm 41,3% thị phần hàng container. **Tại khu vực Hải Phòng**, sản lượng hàng hóa thông qua trong 11 tháng ước đạt 71 triệu tấn (+14,1% yoy), trong đó khối cảng tư nhân tăng 22% so với cùng kỳ. Trong 6T đầu năm 2016, hệ thống cảng tại Hải Phòng khai thác 1,98 triệu TEUs hàng container, chiếm 30,2% thị phần cả nước. **Tại Đà Nẵng**, lũy kế 9T.2016 sản lượng hàng qua Cảng Đà Nẵng đạt 5,4 triệu tấn (+12% yoy, 76,6% KH), trong đó hàng container là 233 nghìn TEUs (+22% yoy, 77,8% KH).

Doanh thu container lạnh giảm mạnh dẫn tới KQKD khối cảng tại Hải Phòng kém khả quan hơn cùng kỳ. Năm nay tình hình biên mậu thông suốt cả năm không còn tình trạng tắc nghẽn như 2015, do đó nhu cầu lưu kho bãi của container lạnh sang Trung Quốc giảm sút. Mặt hàng tạm nhập tái xuất chủ yếu là thịt đông lạnh chứa trong các container lạnh nguồn gốc từ Mỹ, Brazil và Ấn Độ được vận chuyển tới Hong Kong trước khi qua Hải Phòng. Thời gian lưu kho bãi container lạnh hằng năm phụ thuộc rất lớn vào chính sách điều hành biên mậu của Trung Quốc. Lũy kế 9T.2016, sản lượng container lạnh giảm trên 50% so với cùng kỳ năm ngoái.

Hãng tàu Hanjin phá sản ngày 31.8.2016 không có tác động lớn tới các cảng tại Việt Nam. Hanjin chiếm gần 3% thị phần vận chuyển container của thế giới, trong đó chiếm khoảng 10% lượng hàng hóa vận chuyển đường biển trên 2 tuyến Châu Á và Châu Âu. Tại Việt Nam, Hanjin chiếm 5% thị phần vận chuyển hàng hóa, chủ yếu có tàu vào khu vực TP.HCM với tần suất 3-5 chuyến/tuần, bao gồm Tân Cảng Cát Lái (2-3 chuyến/tuần), Tân Cảng Hiệp Phước và Cảng container Quốc tế Việt Nam (VICT). Tại Hải Phòng, tính đến 31.8.2016 Hanjin chỉ khai thác duy nhất 1 tàu chuyên tuyến đến Cảng Green (VSC) với tần suất 1 chuyến/2 tuần. Ngoài ra, Hanjin chủ yếu có tàu thuộc các liên minh với các hãng tàu khác vào các cảng Tân Vũ (PHP), Nam Hải (GMD), Đoạn Xá (DXP), Đình Vũ (DVP), PTSC (PSP) với sản lượng khoảng 700 – 800 TEUs/tuần.

Cập nhật KQKD 9T.2016

Các doanh nghiệp PHP, GMD, DVP có cảng chính tại khu bến Đình Vũ thuận lợi nên vẫn duy trì được sản lượng và doanh thu ở mức tương đương 2015. Trong khi, các doanh nghiệp chỉ có cảng phía thượng nguồn sông Cấm bị hạn chế về luồng như DXP và HAH đã bị sụt giảm mạnh về sản lượng. Riêng VSC có sự tăng trưởng về mặt doanh thu nhờ việc đưa vào sử dụng

cảng Vip Green, tuy nhiên lợi nhuận của cầu cảng mới còn thấp do khấu hao và lãi vay lớn. Do sản lượng container lạnh giảm so với cùng kỳ 2015, lợi nhuận của các doanh nghiệp cảng tại Hải Phòng như GMD, PHP, VSC, DVP, HAH, DXP đều có xu hướng sụt giảm.

Trong khi đó, PDN vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng cao nhờ tăng sản lượng khai thác hàng hóa, đặc biệt là hàng container. Năm 2016 tăng trưởng của CLL chủ yếu dựa vào hoạt động xếp dỡ và vận tải, trong khi DT từ dịch vụ cảng biển kế với TCT Tân Cảng Sài Gòn cố định hằng năm.

Mã	TTS (tỷ)	Nợ/ TTS	DTT (tỷ)	% yoy	LNST (tỷ)	% yoy	GPM	NPM	EPS-ttm	P/E
GMD	9.457	22,8%	2.706	1,8%	284	-7,4%	28%	10,5%	2.181	13,6
PHP	5.178	17,3%	1.764	0,3%	308	-16%	39,7%	17,5%	1.169	13,7
VSC	2.383	27,2%	786	12,8%	185	-18%	35,5%	23,5%	6.130	11,1
DVP	1.095	6,3%	477	-3,3%	220	-3,3%	53,7%	46,2%	7.027	10,7
HAH	968	16,6%	343	-19%	97	-20%	34,8%	28,3%	6.904	6,4
DXP	326	0%	90	-43%	30	-31%	37,9%	35,4%	2.988	8,1
PDN	695	35%	296	28,8%	51	24%	33,2%	17,4%	3.872	12,4
CLL	685	10,6%	218	12,3%	65	22,3%	41,8%	30,1%	2.398	10,4

Triển vọng 2017:

Năm 2017 kỳ vọng dòng vốn FDI tiếp tục đầu tư vào Việt Nam làm gia tăng sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu thông qua các cảng biển trên cả nước.

Tại khu vực Hải Phòng, tốc độ tăng trưởng các cảng dự báo sẽ phân hóa.

Năm 2017 kỳ vọng dòng vốn FDI tiếp tục đầu tư vào Việt Nam làm gia tăng sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu thông qua các cảng biển trên cả nước. Các tập đoàn lớn nước ngoài như Samsung, Bridgestones, LG, Foxconn, Ohsung tiếp tục xu hướng chuyển dịch nhà máy sản xuất về Việt Nam nhằm đón đầu các hiệp định FTAs. Riêng khu vực Hải Phòng, 9 tháng đầu năm tiếp tục dẫn đầu cả nước trong việc thu hút vốn FDI, đạt 2,66 tỷ USD, tăng gấp 5 lần so với cùng kỳ. Đáng chú ý nhất là dự án LG Display (Hàn Quốc) với số vốn đầu tư 1,5 tỷ USD tại khu công nghiệp Tràng Duệ.

Tuy nhiên, mức độ hưởng lợi dự báo sẽ phân hóa giữa các cảng do: (1) Hiện tại khu vực Hải Phòng chỉ có 4 cảng chưa đạt công suất tối đa là Cảng Tân Vũ và cảng Chùa Vẽ trực thuộc Cảng Hải Phòng, cảng Nam Hải Đình Vũ (GMD) và Cảng Vip Green (VSC). Cảng Vip Green mới đi vào vận hành từ cuối 2015 do đó dư địa tăng trưởng vẫn còn rất lớn, trong khi Cảng Nam Hải Đình Vũ mở rộng công suất nhờ việc Nam Hải Logistics đi vào hoạt động. (2) Xu hướng tăng kích thước tàu có thể làm các cảng phía thượng nguồn sông Cấm (gồm cả Chùa Vẽ) sẽ không tăng được sản lượng, nhất là khi cầu Bạch Đằng sẽ hoàn thành vào cuối 2017.

Mức độ cạnh tranh giữa các cảng tại Hải Phòng chưa gay gắt trong 2017. Theo quy hoạch cảng biển 2020 – 2030, sản lượng container qua cảng tại Hải Phòng dự báo tăng khoảng 10% mỗi năm. Cụ thể, tổng sản lượng hàng hóa qua Hải Phòng năm 2020 dự báo sẽ đạt 109 – 114 triệu tấn/năm, trong đó hàng container khoảng 5,84 – 6,2 triệu TEUs/năm, tương ứng với tốc độ tăng trưởng trung bình CAGR khoảng 9% - 10,3%. Nếu duy trì tốc độ tăng trưởng khoảng 10%, dự kiến cung – cầu sẽ đạt mức cân bằng khoảng 4,7 triệu TEUs vào năm 2017. Tuy nhiên từ 2018, nguồn cung sẽ được bổ sung đáng kể khi Cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động GD 1 với công suất hàng container là 1,1 triệu TEUs. Bên cạnh đó, Cảng Nam Đình Vũ (GMD sở hữu 60%) dự kiến sẽ khởi công xây dựng 2 cầu bến container đầu tiên có tổng công

suất 600.000 TEUs vào cuối năm nay và hoàn thành vào cuối 2017.

Theo quy hoạch cảng biển tại Hải Phòng giai đoạn 2020 – 2030, Lạch Huyện trở thành khu bến chính. Cụ thể, sản lượng hàng hóa qua Lạch Huyện khoảng 45 – 50 triệu tấn/năm giai đoạn 2020 – 2025, tương ứng 45% thị phần tại Hải Phòng và dự kiến tăng lên 60 – 65% vào năm 2030. Trong khi đó, khu bến Đình Vũ dự kiến chiếm khoảng 40% thị phần giai đoạn 2020 – 2025 và 25% vào năm 2030. Riêng khu bến trên sông Cấm sẽ không phát triển mở rộng. Đáng chú ý là Cảng Hoàng Diệu sẽ dần thực hiện di dời theo tiến độ cầu xây dựng cầu Nguyễn Trãi và bến Lạch Huyện, cảng Hải An (HAH) và cảng Tân Vũ (thuộc PHP) sẽ chuyển sang làm hàng tổng hợp. Tại khu bến Đình Vũ, Hải Phòng sẽ xây dựng thêm 2 cảng mới là Nam Đình Vũ (2 cầu/440m - 2020 và 7 cầu/1.760m² - 2030) và 1 cảng container khác (1 cầu/220m – 2020).

Tại khu vực TP.HCM – Vũng Tàu, sự sáp nhập của các hãng tàu quốc tế sẽ có tác động tích cực tới khu vực Cái Mép – Thị Vải. Ngày 31.10.2016, 3 hãng tàu lớn của Nhật Bản là K Line, MOL và NYK đã thông báo sáp nhập thành một hãng tàu duy nhất J Lines. Ngoài việc tránh rủi ro phá sản như Hanjin, sự sáp nhập này dự báo sẽ làm gia tăng sản lượng hàng hóa tại khu vực Cái Mép Thị Vải khi MOL đang có vốn đầu tư tại cả 2 cảng nước sâu Tân Cảng Cái Mép (TCIT) và Lạch Huyện. Hiện nay sản lượng hàng container (chưa tính sản lượng xà lan) tại cụm Cái Mép – Thị Vải mới đạt khoảng 30% công suất thiết kế, trong khi công suất khu vực Cát Lái tại TP.HCM đạt khoảng 70%..

Doanh nghiệp triển vọng 2017

Doanh nghiệp	KQKD 9T.2016	Triển vọng 2016 – 2017	Khuyến nghị
VSC	DTT đạt 786,4 tỷ đồng (+12,8% yoy). LNST đạt 184,8 tỷ đồng (-17,9% yoy)	DTT năm 2016 dự phóng đạt 1.092,2 tỷ đồng (+17,7% yoy, 108% KH) và LNST thuộc về công ty mẹ đạt 240,3 tỷ đồng (-14% yoy), theo đó EPS 2016 là 4.942 đồng/CP. Năm 2017 DTT ước đạt 1.287 tỷ đồng (+17,8% yoy) và LNST của công ty mẹ là 316,1 tỷ đồng (+36,3% yoy). Động lực tăng trưởng nằm ở Cảng Vip Green do (1) cảng mới có vị trí địa lý thuận lợi, (2) hưởng lợi lớn từ xu hướng tăng kích thước tàu, và (3) tốc độ tăng trưởng chung của toàn ngành.	EPS năm 2017 ước đạt 6.411 đồng/CP, tương ứng với P/E forward 2017 là 8,81, thấp hơn so với trung bình ngành hiện tại là 10,67. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VSC.
GMD	DTT đạt 2.706 tỷ đồng (+1,8% yoy, 73,1% KH) LNST đạt 284 tỷ đồng (-7,4% yoy)	Năm 2016, DTT ước đạt 3.656 tỷ đồng (+1,9% yoy, 98,8% KH) và 386 tỷ đồng LNST thuộc về công ty mẹ (-4,1% yoy). Theo đó EPS forward 2016 là 2.446 đồng/CP. DTT năm 2017 dự phóng đạt 3.999 tỷ đồng (+9,4% yoy), LNST đạt 506 tỷ đồng (+31,2% yoy). Tăng trưởng tích cực nhờ: (1) Tăng công suất hoạt động các DCs và (2) Nam Hải Đình Vũ mở rộng công suất nhờ Nam Hải Logistics đi vào hoạt động Đột biến: Việc chuyển nhượng nốt 15% cổ phần còn lại của tòa nhà Gemadept Tower có thể đem lại khoảng 100 tỷ đồng LNTT. Rủi ro pha loãng trái phiếu chuyển đổi có thể làm giảm giá CP khoảng 17,7%.	EPS forward 2017 ước đạt 2.715 đồng/CP. Nếu chuyển nhượng thành công 15% cổ phần Gemadept Tower, EPS forward 2017 là 3.163 đồng/CP. Đánh giá KHẢ QUAN đối với cổ phiếu GMD.
DVP	DTT đạt 477 tỷ đồng (-3,3% yoy, 68,1% KH)	Năm 2016, DTT ước đạt 625 tỷ đồng (-4,2% yoy, 89,3% KH) và LNST là 292 tỷ đồng (+4% yoy). Theo đó EPS forward 2016 là 7.170 đồng/CP.	EPS forward 2017 ước đạt 7.345 đồng/CP. Dự báo DVP tiếp tục chi trả mức cổ tức

LNST đạt 220 tỷ đồng (-3,3% yoy)

Năm 2017, DTT ước đạt 625 tỷ đồng (+0% yoy) và LNST là 294 tỷ đồng (+0,5% yoy). Do DVP đã đạt tối đa công suất nên dự báo sẽ tiếp tục duy trì ổn định

cao (~70%) trong năm tới, tương ứng với tỷ lệ cổ tức/thị giá khoảng 10%. Đánh giá **KHẢ QUAN** đối với DVP.

VSC – Mua

KQKD 9T và triển vọng cả năm 2016

- Tổng hợp 9T.2016, VSC đạt 786,4 tỷ đồng DTT (+12,8% yoy) và 184,8 tỷ đồng LNST thuộc về công ty mẹ (-17,9% yoy). Năm 2016, Cảng Vip Green đi vào hoạt động đã giúp cho sản lượng khai thác cảng của VSC tăng mạnh, tuy nhiên lợi nhuận giảm do ảnh hưởng bởi chi phí khấu hao và lãi vay cầu cảng mới. Ngoài ra sự sụt giảm tổng sản lượng container nối chung và container lạnh của Cảng Green so với cùng kỳ cũng là yếu tố làm ảnh hưởng tới lợi nhuận của VSC.
- VSC dự kiến sẽ trích lập dự phòng 5 tỷ đồng phải thu từ Hanjin trong Q4.2016. Hanjin là khách hàng mới của Cảng Green từ 5 tháng trước đây, với sản lượng khoảng 4-5% tổng sản lượng qua 2 Cảng của VSC mỗi tháng. Theo Báo cáo của hãng tàu Hanjin, VSC đang giữ khoảng 513 container hàng của Hanjin trong bãi của Cảng Green.
- Doanh thu thuần năm 2016 dự phóng đạt 1.092,2 tỷ đồng (+17,7% yoy, 108% KH) và LNST thuộc về công ty mẹ đạt 240,3 tỷ đồng (-14% yoy), theo đó EPS 2016 là 4.942 đồng/CP.

Triển vọng 2017

- Năm 2017 chúng tôi dự báo VSC đạt 1.287 tỷ đồng (+17,8% yoy) và LNST của công ty mẹ đạt 316,1 tỷ đồng (+36,3% yoy). Tiềm năng tăng trưởng tích cực năm 2017 của doanh nghiệp chủ yếu đến từ tăng sản lượng của Cảng Vip Green với (1) lợi thế vị trí địa lý thuận lợi, (2) hưởng lợi lớn từ xu hướng tăng kích thước tàu, và (3) tốc độ tăng trưởng chung của toàn ngành. Dự báo tổng sản lượng khai thác cả 2 cảng là 716.000 TEUs (+23% yoy), trong đó sản lượng của Cảng Vip Green là 450.000 TEUs (75% công suất thiết kế). Ngoài ra biến động container lạnh có thể là yếu tố kỳ vọng đột biến cho VSC và khối doanh nghiệp cảng tại Hải Phòng trong 2017.

EPS năm 2017 ước đạt 6.411 đồng/CP, tương ứng với P/E forward 2017 là 9,09, thấp hơn so với trung bình ngành hiện tại là 10,67. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với VSC nhờ tiềm năng tăng trưởng tốt trong năm 2017.

GMD – Khả quan

KQKD 9T và triển vọng cả năm 2016

- Tổng hợp 9T.2016, GMD ghi nhận 2.706 tỷ đồng doanh thu (+1,8% yoy, 73,1% KH), 757 tỷ đồng LNG (+2,6% yoy), 284 tỷ đồng LNST (-7,4% yoy). Năm 2016, hoạt động logistics đã thay thế khai thác cảng trở thành động lực tăng trưởng chính khi DC 3 Sóng Thần, DC Hải Dương và Nam Hải Logistics đi vào hoạt động. Ngoài ra giá dầu duy trì mức thấp giúp cho biên LNG hoạt động vận tải của công ty được cải thiện. Tuy nhiên do không còn đột biến từ container lạnh và lỗ liên quan đến hoạt động thanh lý tài sản và mảng cao su dẫn đến lợi nhuận giảm nhẹ.
- Năm 2016 doanh thu ước đạt 3.656 tỷ đồng doanh thu (+1,9% yoy, 98,8% KH) và 386 tỷ đồng LNST thuộc về công ty mẹ (-4,1% yoy). Theo đó EPS forward 2016 là 2.446 đồng/CP.

Triển vọng 2017

- Kỳ vọng việc tăng tỷ lệ lấp đầy của Mekong Logistics, DC 3, DC Hải Dương và mở rộng

công suất tại Cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng trong năm tới. Doanh thu thuần năm 2017 dự phóng đạt 3.999 tỷ đồng doanh thu (+9,4% yoy), LNST đạt 506 tỷ đồng (+31,2% yoy), tương ứng EPS forward 2017 là 2.715 đồng/CP. Ngoài ra việc chuyển nhượng nốt 15% cổ phần còn lại của tòa nhà Gemadept Tower đem lại khoảng 100 tỷ đồng LNTT và đột biến container lạnh có thể là yếu tố kỳ vọng trong ngắn hạn. Nếu chuyển nhượng thành công, GMD sẽ đạt 587 tỷ đồng LNST (+52,1% yoy) và EPS forward 2017 là 3.163 đồng/CP. Tuy nhiên nhà đầu tư cần cân nhắc rủi ro pha loãng trái phiếu chuyển đổi có thể làm giảm giá CP khoảng 17,7%.

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	
		Chưa chuyển nhượng	Chuyển nhượng 15%
Doanh thu	3.656	3.999	3.999
LNST thuộc về công ty mẹ	386	506	587
EPS forward (đồng)	2.446	2.715	3.163
EPS sau khi VIG chuyển đổi trái phiếu (đồng)	1.943	2.233	2.602

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách Phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trần Minh Hoàng

Kinh tế trưởng

Phó trưởng phòng Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Trương Anh Quốc

Chuyên viên cao cấp

taquoc@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Chuyên viên cao cấp

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Nguyên Phương

Chuyên viên cao cấp

nnphuong@vcbs.com.vn

Nguyễn Nam Ngà

Chuyên viên cao cấp

nnnga_ho@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang

tttrang_hcm@vcbs.com.vn

Đàm Sỹ Đức

dsduc@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

ldquang@vcbs.com.vn

Lê Thu Hà

ltha_ho@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng

ntthang_hcm@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Hân

nqhan@vcbs.com.vn

Trần Thu Hằng

tthang@vcbs.com.vn

Nguyễn Huy Hoàng

nhhoang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (84-76) -3949843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	Tầng 1- 2, số 79, đường Hưng Đạo Vương, khu phố 4, Phường Trung Dũng, TP Biên Hòa, T. Đồng Nai. ĐT: (84-61)-3918815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771