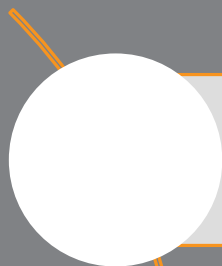


# Báo cáo Chiến lược Q3/2017

13/7/2017

[www.vndirect.com.vn](http://www.vndirect.com.vn)

# Nội dung chính



**Kinh tế Vĩ mô**



**Thị trường chứng khoán**

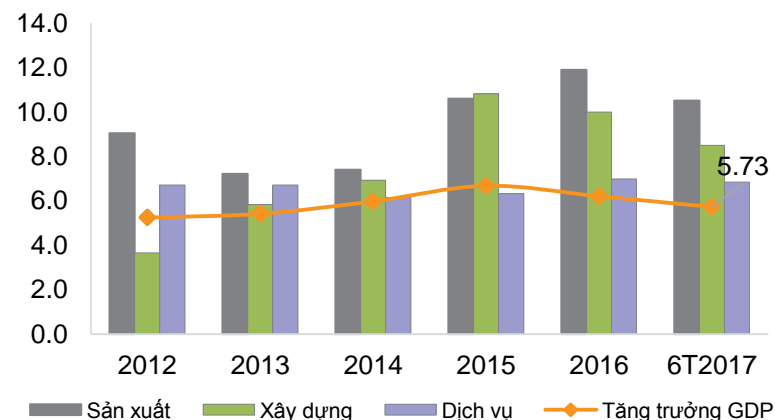


**Triển vọng ngành và CP khuyến nghị**

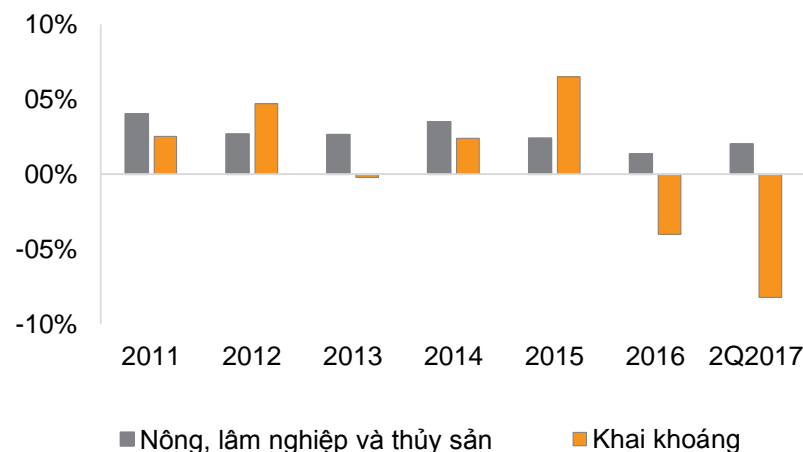
## Tăng trưởng phục hồi

- Tăng trưởng kinh tế 6 tháng đạt 5,73% (Quý 1: 5,15%; Quý 2: 6,17%).
- Tăng trưởng đang dần phục hồi trở lại nhờ ngành dịch vụ tăng trưởng nhanh nhất 5 năm, đây cũng là ngành đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng GDP (chiếm 41,84% GDP). Ngành nông nghiệp và công nghiệp chế biến, chế tạo tăng trưởng tốt. Ngành nông nghiệp đang có nhiều hỗ trợ từ Chính phủ như gói tín dụng 100 nghìn tỷ.
- Ngành khai khoáng (6 tháng giảm 8%, Quý 1 giảm 10% so với cùng kỳ), sản xuất điện thoại đã giảm đã chững lại và sẽ có nhiều cải thiện trong 2 quý còn lại của năm.
- Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tiếp tục đà phục hồi cho phần còn lại của năm 2017

**Tăng trưởng GDP và đóng góp của các ngành 2012 - 2Q2017 (%) (Nguồn: GSO)**



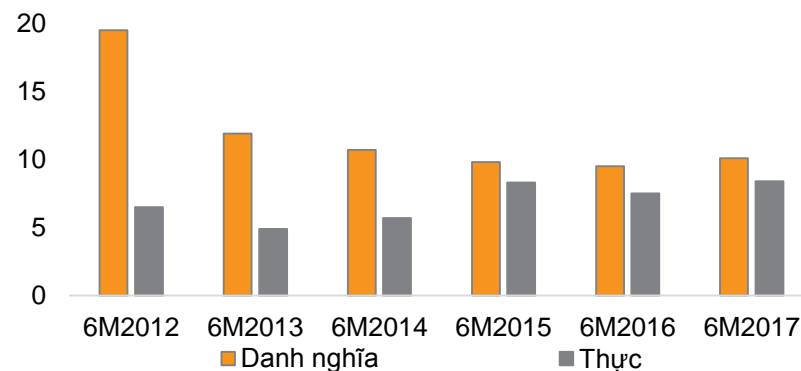
**Tăng trưởng GDP ngành nông nghiệp và khai khoáng (%) (Nguồn: GSO)**



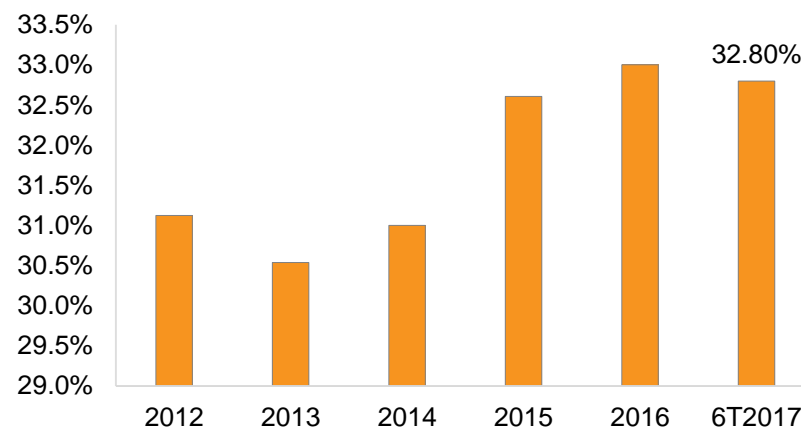
## Tăng trưởng phục hồi (2)

- Từ phía cầu, Tiêu dùng (loại trừ giá) đạt mức tăng cao nhất trong 5 năm (8,4%). Tiêu dùng sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong thời gian tới.
- Đầu tư tiếp tục xu hướng mở rộng, đặc biệt là đầu tư của khu vực FDI và khu vực tư nhân. Đầu tư/GDP trong 6 tháng đạt 32,8%, cao hơn mức 32% trong Quý 1 nhưng vẫn thấp hơn mức 33% năm 2016. Chính phủ đang có kế hoạch tăng tỷ lệ đầu tư/GDP lên mức 34-35% GDP.
- Đầu tư khu vực nhà nước tăng chậm (6,8%), khu vực ngoài nhà nước và FDI tăng khá (lần lượt đạt 14,9% và 9,6%)

**Tăng trưởng tiêu dùng (%)**  
(Nguồn: GSO)



**Đầu tư/GDP**  
(Nguồn: GSO)



## Tăng trưởng phục hồi (3)

---

### **Chính phủ thúc đẩy tăng trưởng GDP:**

- Tăng khai thác dầu thô và tăng cường xuất khẩu than đá
- Hỗ trợ cho ngành nông nghiệp thông qua gói tín dụng ưu đãi, khoảng 100 nghìn tỷ
- Nới lỏng chính sách tiền tệ thông qua đẩy mục tiêu tăng trưởng tín dụng lên trên 18%
- Tăng đầu tư toàn xã hội lên khoảng 34 -35% GDP (Kế hoạch đầu năm là 32-33% GDP)
- Hạ lãi suất điều hành

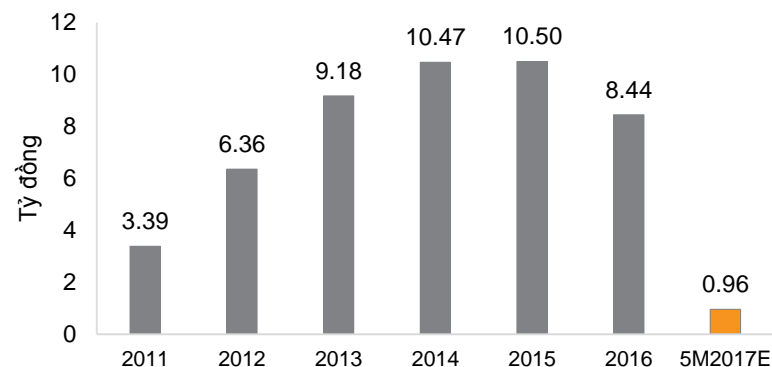
**Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2017 là 6,46% trong kịch bản cơ sở**

## Tình hình tài khóa được cải thiện

- Thâm hụt ngân sách thấp nhất trong khoảng 5 năm trở lại đây do 2 nhóm nguyên nhân: (i) Thu ngân sách tăng tốt (ii) Chi ngân sách chậm do giải ngân vốn đầu tư công chậm
- Phát hành TPCP thuận lợi, khối ngoại mua ròng mạnh. CDS thấp kỷ lục trong 10 năm qua
- Nhìn chung, tình hình tài khóa của Việt Nam đang được cải thiện nhờ các khoản thu tăng trưởng tốt khi kinh tế phục hồi, thị trường bất động sản khởi sắc. Tuy nhiên, cơ cấu chi tiêu tiếp tục mất cân đối khi chi thường xuyên lớn, khó cắt giảm.

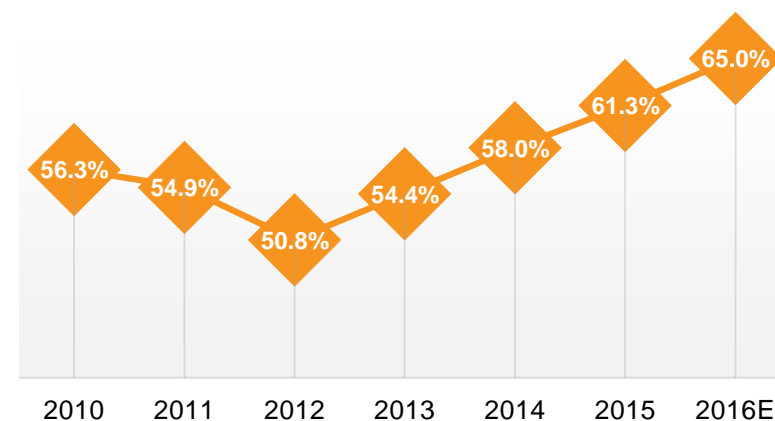
### Thâm hụt ngân sách 2011-5T2017

(Nguồn: GSO)



### Nợ công/GDP

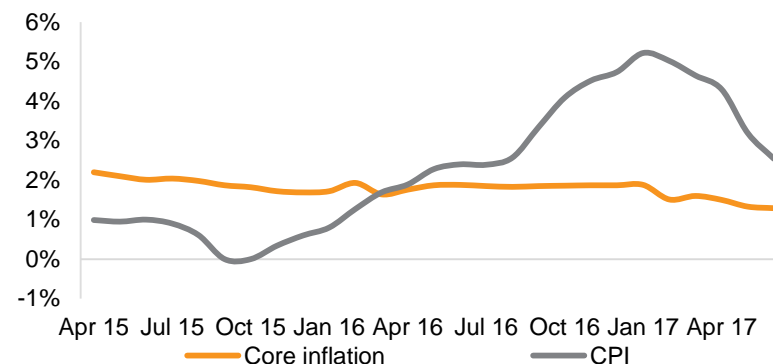
(Nguồn: Bộ Tài chính)



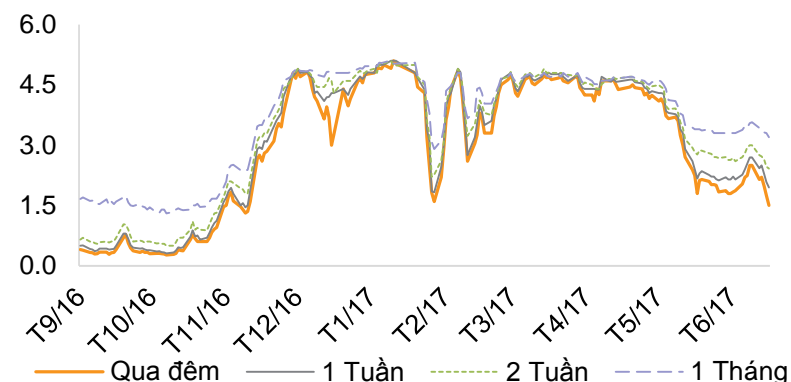
## Điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định tạo điều kiện cho chính sách nới lỏng tiền tệ

- Mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2017 là trên 18% (tăng so với mức 16-18% hồi đầu năm)
- Lạm phát lõi ổn định, CPI sẽ chủ yếu chịu tác động của việc điều chỉnh giá các hàng hóa, dịch vụ công như giáo dục, dịch vụ y tế, điện.
- Rủi ro tỷ giá đã được loại trừ trong ngắn hạn nhờ dòng vốn đổ vào mạnh. Tuy nhiên, thâm hụt thương mại đang gia tăng là một rủi ro đối với tỷ giá trong thời gian tới.

### CPI và lạm phát cơ bản (Nguồn: GSO)



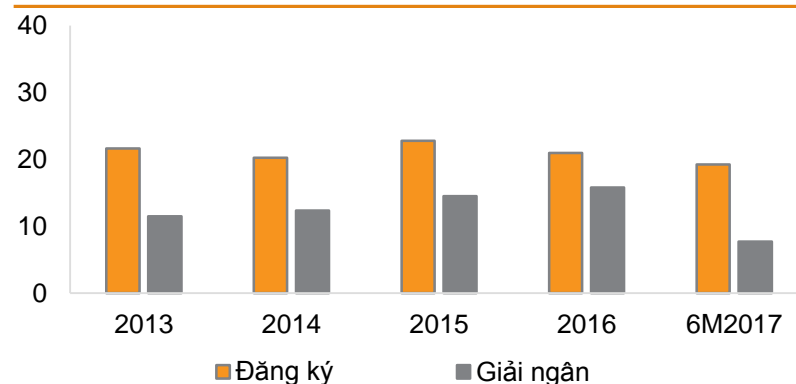
### Lãi suất liên ngân hàng (Nguồn: Bloomberg)



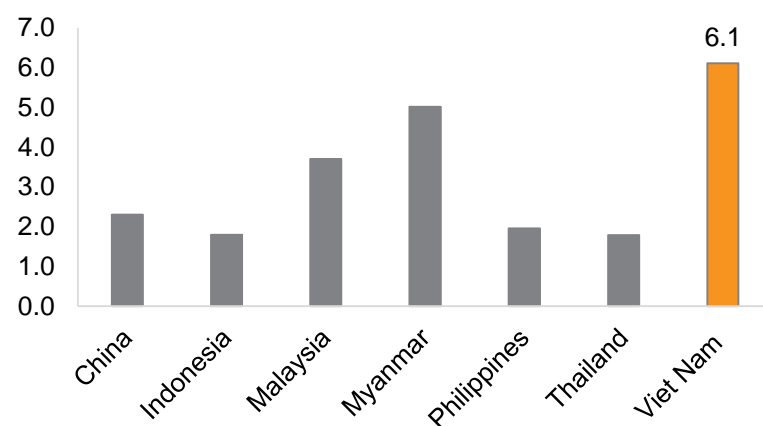
## Đầu tư FDI khả quan

- Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng tốt, tính đến ngày 20/6, tổng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam đã lên tới 19,2 tỷ USD (tăng 54,8% so với cùng kỳ năm 2016). Vốn FDI giải ngân đạt 7,72 tỷ USD (tăng 6,5% so với cùng kỳ năm 2016).
- Vốn FDI vẫn chủ yếu tập trung vào lĩnh vực chế biến, chế tạo và ngành sản xuất điện, năng lượng (lần lượt đạt 32,4% và 44,4%). (Tỷ trọng FDI ngành điện tăng đột biến do có 1 nhà máy nhiệt điện lớn được cấp phép tại Thanh Hóa quy mô hơn 2,7 tỷ USD)
- Vốn FII 6 tháng đạt 2,25 tỷ USD.
- Việt Nam là một trong những nước có tỷ lệ FDI/GDP cao nhất ở Châu Á.

**Vốn FDI vào Việt Nam từ 2013-5T2017 (tỷ USD)**  
(Nguồn: GSO)



**FDI/GDP 2015**  
(Nguồn: GSO)



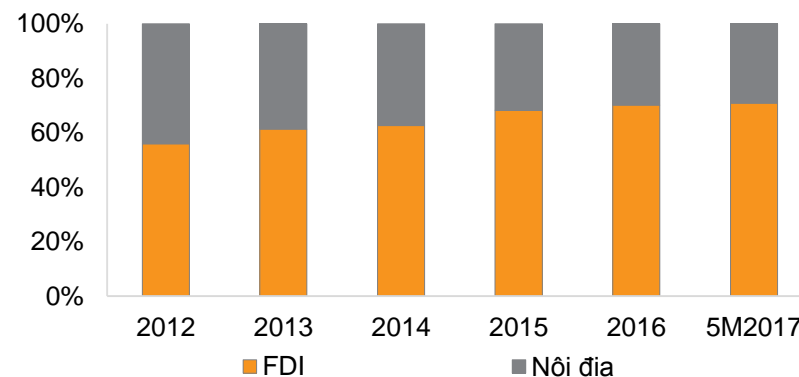


## Xuất khẩu là một điểm sáng tiếp theo

- Hoạt động xuất nhập khẩu được hưởng lợi từ kinh tế thế giới phục hồi tuy nhiên vẫn phụ thuộc vào khu vực FDI.
- Xuất khẩu đạt 97,78 tỷ USD (18,9% so với cùng kỳ), nhập khẩu đạt 100,47 tỷ USD, tăng 24,1% so với cùng kỳ năm 2016. Nhập siêu 2,7 tỷ USD trong 6 tháng.
- Khu vực FDI hiện chiếm 70% xuất khẩu, 60% nhập khẩu. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam thì khu vực FDI đều chiếm tỷ trọng lớn. Thâm hụt thương mại với Trung Quốc đang có xu hướng giảm.

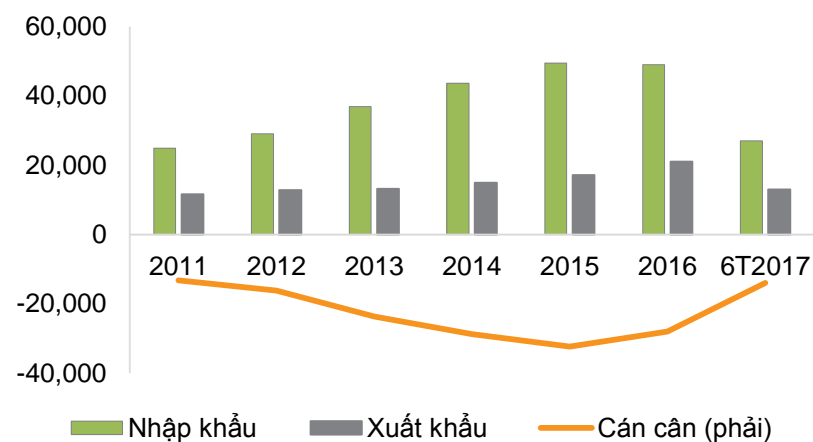
### Cơ cấu xuất khẩu 2012 – 5T2017

(Nguồn: GSO)



### Thương mại song phương với Trung Quốc (tỷ USD)

(Nguồn: MoF)



## Tái cơ cấu: Cơ hội mới cho hệ thống ngân hàng

---

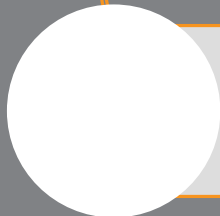
### **Ban hành Nghị quyết mới về việc xử lý nợ xấu:**

- Trao thêm cho các chủ nợ (Ngân hàng, VAMC...) những quyền liên quan đến xử lý các tài sản đảm bảo
- Cho phép bán khoản nợ xấu phù hợp với giá thị trường, tức là có thể thấp hơn giá trị ghi sổ của khoản nợ
- Quy định chi tiết về xử lý các khoản lãi dự thu

# Nội dung chính



**Kinh tế Vĩ mô**



**Thị trường chứng khoán**



**Triển vọng ngành và CP khuyến nghị**

## KQKD Q1/2017 của các DNNY tăng trưởng mạnh

**+12,2%** yoy tăng trưởng doanh thu

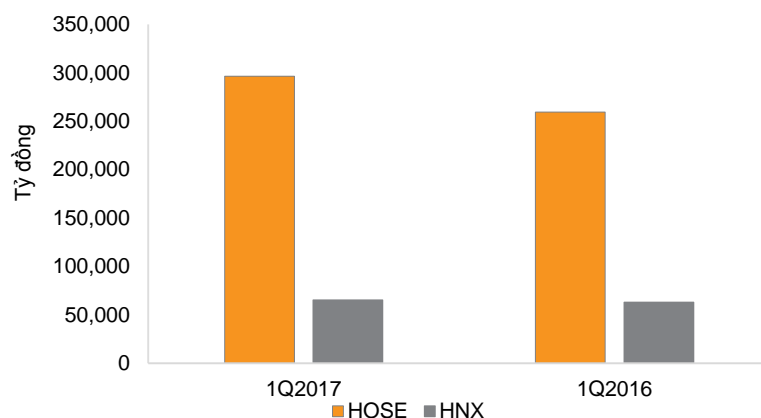
**+33,8%** yoy tăng trưởng lợi nhuận gộp

Thống kê trên các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX

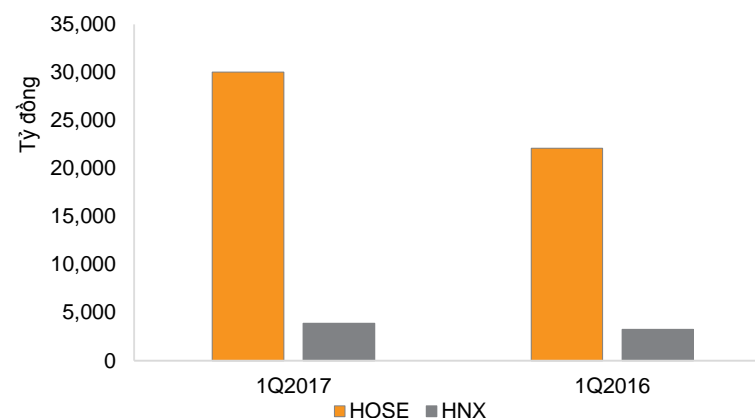
### Doanh thu thuần và lợi nhuận ròng của DNNY trên HOSE & HNX (Nguồn: VNDIRECT)

Đơn vị: nghìn tỷ đồng	1Q2017	1Q2016	+/- (%)
Doanh thu thuần (HOSE)	296,4	259,4	14,28%
Doanh thu thuần (HNX)	65,3	63,0	3,65%
Lợi nhuận ròng (HOSE)	30,0	22,1	35,87%
Lợi nhuận ròng (HNX)	3,9	3,2	19,92%

### Doanh thu thuần Q1/2017 của DNNY (HOSE & HNX) (Nguồn: VNDIRECT)



### Lợi nhuận ròng Q1/2017 của DNNY (HOSE & HNX) (Nguồn: VNDIRECT)



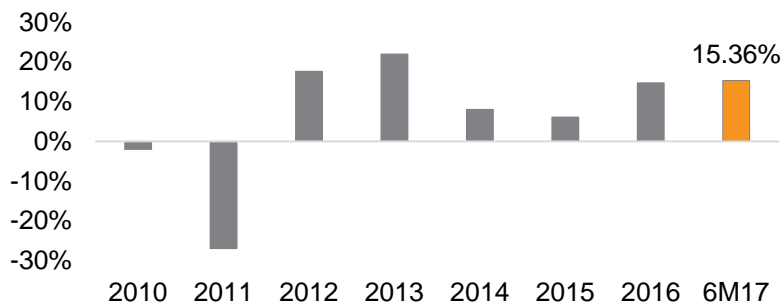
## KQKD Q1/2017 của nhóm VN30

	Doanh thu thuần (tỷ đồng)			Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)			Vốn hóa (tỷ đồng)
	1Q2017	1Q2016	yoy (%)	1Q2017	1Q2016	yoy (%)	
VNM	12.049	10.333	16.6%	2.935	2.157	36.1%	225,538
VCB	5.276	4.532	16.4%	2.206	1.837	20.1%	136,891
VIC	15.791	14.737	7.2%	915	779	17.5%	111,971
GAS	16.257	13.984	16.3%	2.176	1.315	65.5%	109,645
CTG	6.166	5.378	14.7%	2.032	1.919	5.9%	75,035
BID	6.806	5.640	20.7%	1.824	1.659	9.9%	68,195
MSN	8.540	8.769	-2.6%	237	253	-6.3%	47,356
BVH	5.070	4.028	25.9%	372	383	-2.9%	46,580
HPG	10.265	7.142	43.7%	1.934	1.022	89.2%	39,193
MBB	2.407	1.768	36.1%	890	705	26.2%	37,346
MWG	15.586	9.627	61.9%	558	418	33.5%	30,917
FPT	9.418	8.467	11.2%	413	346	19.4%	25,604
STB	1.052	1.239	-15.1%	211	162	30.2%	24,601
CTD	4.361	3.142	38.8%	301	241	24.9%	16,826
DHG	882	815	8.2%	173	151	14.6%	16,234
SSI	545	440	23.9%	295	192	53.6%	13,429
HSG	6.213	4.384	41.7%	416	418	-0.5%	12,563
REE	1.088	553	96.7%	331	99	234.3%	11,468
CII	140	224	-37.5%	1.227	27	4675.0%	11,149
DPM	1.978	1.992	-0.7%	223	407	-45.2%	9,416
KDC	1.250	394	217.3%	19	28	-32.1%	8,983
BMP	758	704	7.7%	100	198	-49.5%	8,915
HNG	470	1.282	-63.3%	7	94	-92.6%	8,801
NT2	1.769	1.387	16.6%	266	319	-16.6%	8,732
SBT	1.138	1.240	16.4%	83	46	80.4%	8,299
KBC	435	446	7.2%	177	95	86.3%	8,208
GMD	860	848	16.3%	96	69	39.1%	8,162
HAG	824	1.972	14.7%	11	69	-84.1%	7,889
PVD	503	1.577	20.7%	-201	56	-458.9%	5,381
ITA	149	93	-2.6%	23	17	35.3%	3,694
<b>Tổng</b>	<b>138.046</b>	<b>117.137</b>	<b>17,85%</b>	<b>20.250</b>	<b>15.481</b>	<b>30,81%</b>	<b>1,147,022</b>

## TTCK 6T/2017: ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng

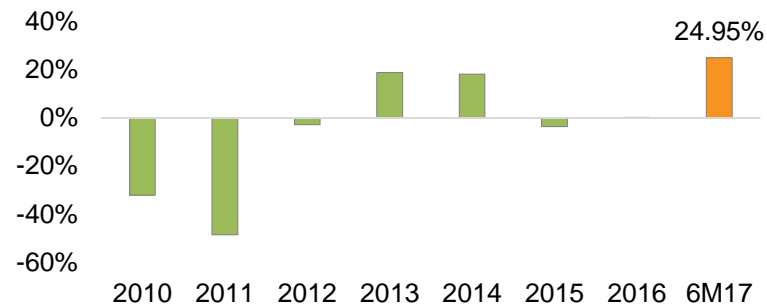
### Lịch sử tăng trưởng của VNINDEX

(Nguồn: VNDIRECT)



### Lịch sử tăng trưởng của HNXINDEX

(Nguồn: VNDIRECT)



### Diễn biến VNINDEX trong vòng 1 năm qua

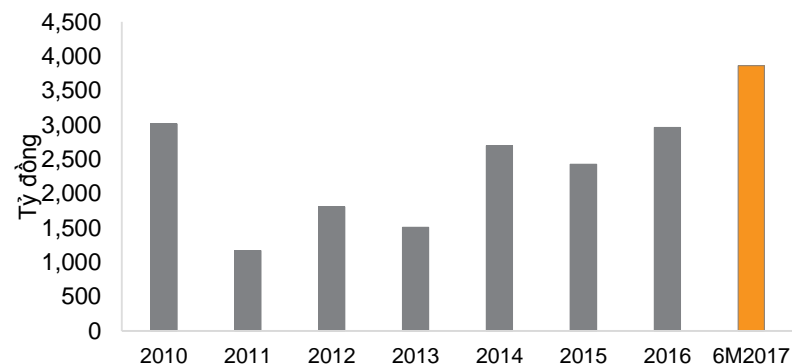


## Thanh khoản 6 tháng tăng trưởng mạnh

- Giá trị giao dịch cổ phiếu bình quân trong nửa đầu năm 2017 đạt mức 3.862 tỷ đồng/phần (+30,43% yoy). Đây là mức thanh khoản cao nhất kể từ 2010 đến nay.
- Tính đến ngày 19/6/2017, giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đạt khoảng 110 tỷ USD (+26% YTD), tương đương khoảng 55% GDP.

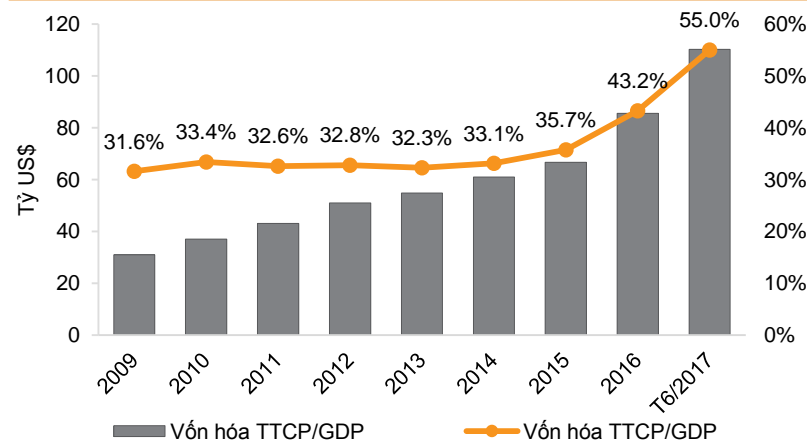
### GTGD bình quân phiên 2010-6T2017

(Nguồn: VNDIRECT tính toán)



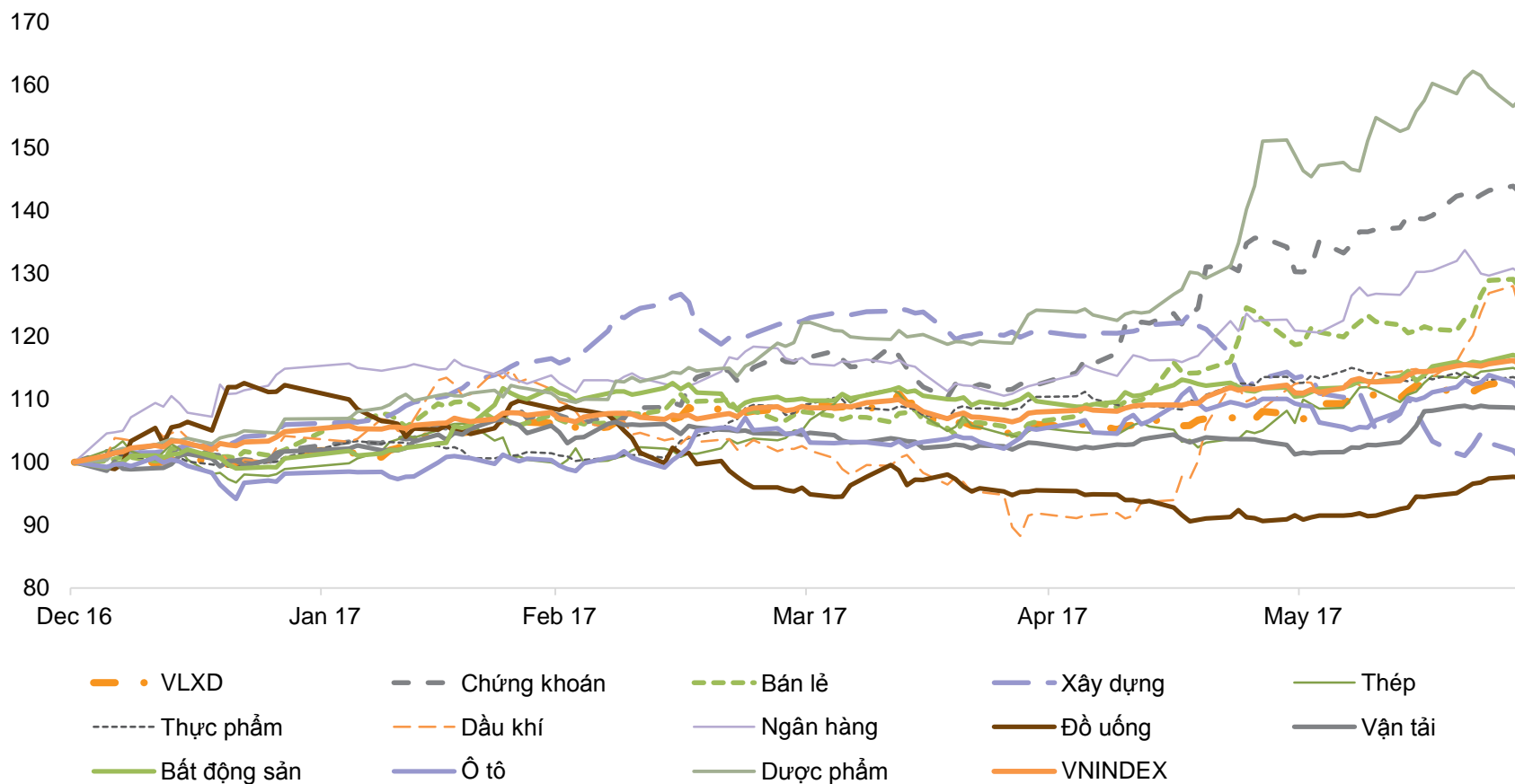
### Vốn hóa TTCK Việt Nam

(Nguồn: VNDIRECT tính toán)



## Diễn biến chỉ số theo ngành

Diễn biến VNINDEX và ngành (30/12/2016 = 100)





## Khối ngoại mua ròng 9.192 tỷ đồng kể từ đầu năm

**Khối ngoại mua ròng 9.192 tỷ đồng kể từ đầu năm và là mức cao nhất 10 năm qua**

**Top 10 cổ phiếu bị khối ngoại bán ròng trên HOSE và HNX kể từ đầu năm (tính đến 16/6/2017)**

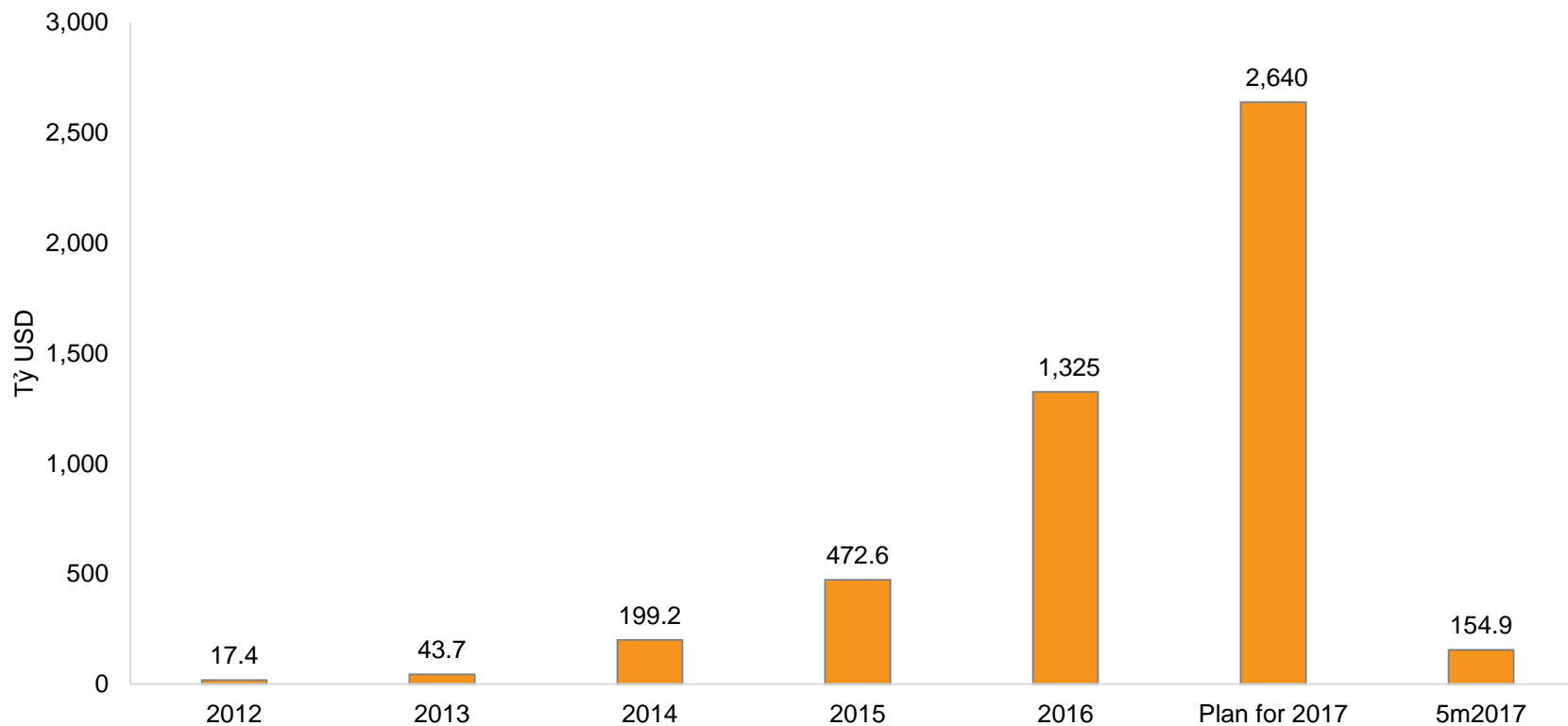
Mã CP	Sàn	Ngành	Niêm yết từ	Bán ròng (tỷ đồng)
PVD	HOSE	Dầu khí	2006	-537,4
DXG	HOSE	Bất động sản	2009	-361,7
DCM	HOSE	Phân bón	2007	-286,9
QCG	HOSE	Bất động sản	2015	-276,3
KDC	HOSE	Thực phẩm	2005	-269,3
NLG	HOSE	Bất động sản	2013	-226,4
HT1	HOSE	Xi măng	2007	-216,9
DPM	HOSE	Phân bón	2007	-211,7
VIC	HOSE	Bất động sản	2006	-192,3
BMP	HOSE	Nhựa	2006	-191,6

**Top 20 cổ phiếu được khối ngoại mua ròng trên HOSE và HNX kể từ đầu năm (tính đến 16/6/2017)**

Mã CP	Sàn	Ngành	Niêm yết từ	Mua ròng (tỷ đồng)
VNM	HOSE	Thực phẩm	2006	4.237,8
ROS	HOSE	Xây dựng	2016	958,1
HPG	HOSE	Thép	2007	851,6
PLX	HOSE	Dầu khí	2017	816,9
VHC	HOSE	Thủy sản	2007	544,0
CTD	HOSE	Xây dựng	2010	533,6
VJC	HOSE	Hàng không	2017	486,8
SAB	HOSE	Đồ uống	2016	378,7
KBC	HOSE	Bất động sản	2009	329,6
GAS	HOSE	Dầu khí	2012	300,3
CII	HOSE	Xây dựng	2006	279,5
TLG	HOSE	Tiêu dùng	2010	267,9
PC1	HOSE	Xây dựng	2016	261,6
EIB	HOSE	Ngân hàng	2009	192,3
DMC	HOSE	Dược	2006	184,5
VGC	HNX	VLXD	2016	141,2
HCM	HOSE	Chứng khoán	2009	132,0
FLC	HOSE	Bất động sản	2013	129,8
CTG	HOSE	Ngân hàng	2009	105,0
STB	HOSE	Ngân hàng	2007	98,3

## Tiến trình cổ phần hóa và thoái vốn DNNN

**Tiến trình cổ phần hóa DNNN và thoái vốn 5 tháng đầu năm 2017: Đang có dấu hiệu chậm lại**  
(Nguồn: MoF)



## Chính phủ sẽ đẩy mạnh cổ phần hóa và thoái vốn DNNN trong nửa cuối năm 2017 để đảm bảo tiến độ đã đề ra

**PV OIL, PV POWER, BSR có kế hoạch cổ phần hóa trong Q3/2017 sẽ thu hút sự quan tâm lớn của NĐTNN**

Tên	Thời điểm dự kiến CPH	Tỷ lệ chào bán	Phương thức chào bán	Giá trị DN (tỷ đồng)	Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước (tỷ đồng)
TCT Đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp (IDICO)	2017 - 2019	64%	Đối tác chiến lược 45%, ESOP 0.56%, IPO 18.44%.	3.000	N/A
Tổng Công ty Sông Đà	2017 - 2019	49%	Đối tác chiến lược 30%, IPO 18,82%, ESOP 0,18%	18.502	4.438
TCT Đầu tư phát triển nhà và đô thị (HUD)	2017 - 2019	49%	Đối tác chiến lược 25%, IPO 23,69%, ESOP 0,31%	10.943	3.405
TCT Lương thực Miền Nam (Vinafood 2)	2017	49%	IPO	5.373	N/A
Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG)	2017	25%	Đối tác chiến lược và IPO	N/A	N/A
TCT Thương mại Sài Gòn (Satra)	2017	35%	N/A	N/A	N/A
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power)	Q3 2017	49%	Đối tác chiến lược 45%, IPO 3-4%	60.623	33.556
TCT Dầu Việt Nam (PV Oil)	Q3 2017	51%	Strategic partners (39%-44%), IPO (6-10%), ESOP (1%)	10.342	N/A
Công ty TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)	Q4 2017	5-6%	IPO 5-6%	72.880	44.934

## Một số DN có khả năng thoái vốn Nhà nước trong 2017

STT	Tên	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Vốn nhà nước (tỷ đồng) (tính trên vốn điều lệ)	Tỷ lệ sở hữu (%)	Tình trạng
<b>Trong kế hoạch thoái vốn của SCIC</b>					
1	CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang	71,5	35,7	50	
2	CTCP Nông Sản Thực Phẩm Xuất Khẩu Cần Thơ	110,0	108,1	98	Đang tiến hành
3	CTCP Xuất nhập khẩu An Giang	182,0	51,3	28	Đang tiến hành
4	TCT Cổ phần Bảo Minh	913,5	463,2	51	Đang tiến hành
5	TCT Cổ phần Xuất nhập khẩu Xây dựng Việt Nam	4.417,1	2.552,5	58	Đang tiến hành
6	CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	4.500,0	514,0	11	Đang tiến hành
7	CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	5.000,0	450,0	9	Đang tiến hành
8	TCT Thăng Long	419,0	105,0	25	Đang tiến hành
9	CTCP Cảng Vũng Áng Việt Lào	235,0	63,5	27	Đang tiến hành
10	CTCP Nhựa Bình Minh	454,8	134,2	30	Đang tiến hành
11	CTCP Nhựa Tiền Phong	743,7	275,9	37	Đang tiến hành
12	Tổng Công ty Cổ phần Điện tử và Tin học Việt Nam	438,0	385,3	88	Đang tiến hành
13	CTCP FPT	4.594,3	275,1	6	Đang tiến hành
14	CTCP Gang thép Thái Nguyên	2.840,0	1.000,0	35	Đang tiến hành
15	CTCP Đầu tư Tháp truyền hình Việt Nam	600,0	49,5	8	Đang tiến hành
<b>Trong kế hoạch của Bộ, Ngành, Địa phương khác</b>					
1	TCT Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB)	6.412,8	5.745,2	89,59	Đang tiến hành
2	TCT Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội (BHN)	2.318,0	1.895,9	81,79	Đang tiến hành

## Triển vọng TTCK Việt Nam Q3/2017: tích cực

**Xu hướng tăng vẫn là chủ đạo. Tuy nhiên, khả năng thị trường tạo đỉnh của năm trong Q3/2017 và điều chỉnh tích lũy trong Q4/2017.**

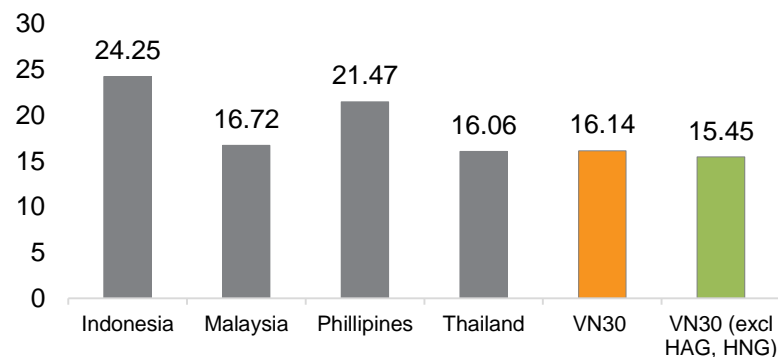
### Tích cực

- KQKD Q2 và nửa đầu năm 2017 dự báo tích cực sẽ là nhân tố thúc đẩy chính cho đà khởi sắc của thị trường.
- Các thương vụ IPO lớn có thể được thực hiện trong Q3 & Q4: PV Power, PV Oil, BSR
- Kế hoạch thoái vốn Nhà nước tại VNM, SAB, HAB, BMP, NTP, BMI, FPT, and VCG có thể thu hút dòng tiền lớn gia nhập thị trường
- Thị trường chứng khoán phái sinh dự kiến mở cửa trong Q3/2017

### Tiêu cực

- Chính sách tiền tệ có thể điều chỉnh nhẹ vào thời điểm cuối năm
- Khối ngoại có thể hiện thực hóa lợi nhuận trong Q4/2017 trước khi quay trở lại vào đầu năm tới.
- Định giá thị trường không còn quá hấp dẫn như thời gian trước. Hiện P/E của VN30 khoảng 16,1 lần, xấp xỉ định giá của một số TTCK trong khu vực như Thái Lan, Malaysia.

**P/E của Việt Nam và một số thị trường trong khu vực**  
(Nguồn: Bloomberg)



# Nội dung chính



**Kinh tế Vĩ mô**




**Thị trường chứng khoán**




**Triển vọng ngành và CP khuyến nghị**

# Triển vọng ngành

- 
- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)
  - Ngân hàng
  - Thực phẩm và Đồ uống
  - Bán lẻ
  - Hàng không
  - Bất động sản
  - Vật liệu xây dựng
  - Cao su tự nhiên


# Triển vọng ngành



- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)




- Ngân hàng



- Thực phẩm và Đồ uống



- Bán lẻ




- Hàng không



- Bất động sản



- Vật liệu xây dựng

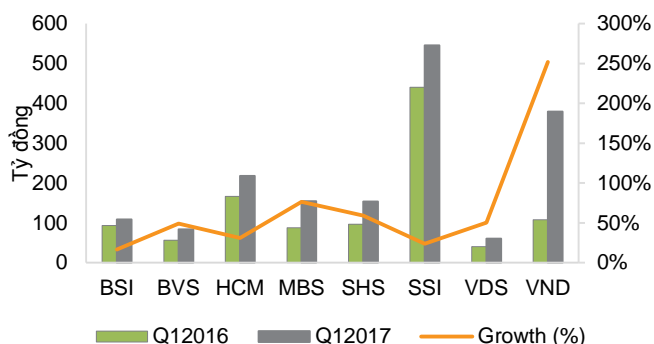


- Cao su tự nhiên

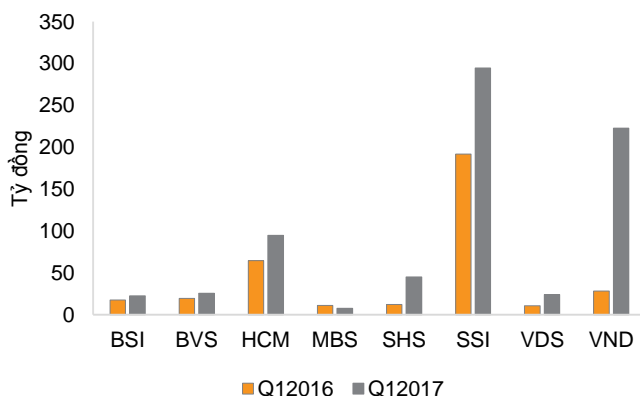


## Dịch vụ Tài chính (Chứng khoán)

### Tăng trưởng doanh thu (Nguồn: VNDIRECT tính toán)



### Tăng trưởng lợi nhuận ròng (Nguồn: IMF, GSO, VND est.)



### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Triển vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2017 nhờ diễn biến thuận lợi của thị trường chứng khoán trong nửa đầu năm nay. Các chỉ số chứng khoán duy trì xu thế tăng tích cực trong Q2/2017 (chỉ số VNINDEX tăng 5,93%, HNX tăng 8,20%), với thanh khoản trung bình đạt 4.498 tỷ đồng/phần, tăng 35% so với Q1/2017.
- Chính phủ sẽ đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn và niêm yết DNNN trong nửa cuối năm 2017.
- Thị trường chứng khoán phái sinh dự kiến mở cửa trong Q3/2017.

### CẬP NHẬT KQKD (YTD)

- Tổng doanh thu của 18 CTCK đang niêm yết trên HOSE và HNX đạt 1.951 tỷ đồng trong Q1/2017, tăng 50% so với cùng kỳ 2016.
- Chi phí hoạt động chỉ tăng nhẹ 4% yoy trong Q1/2017.
- Lợi nhuận ròng đạt 838 tỷ đồng trong Q1/2017, tăng 87% so với Q1/2016.

KQKD	2016A	Q12016	Q12017	yoy
Doanh thu thuần	6.424	1.301	1.951	50,0%
Lợi nhuận ròng	1.483	449	838	86,9%

## Dịch vụ Tài chính (Chứng khoán)

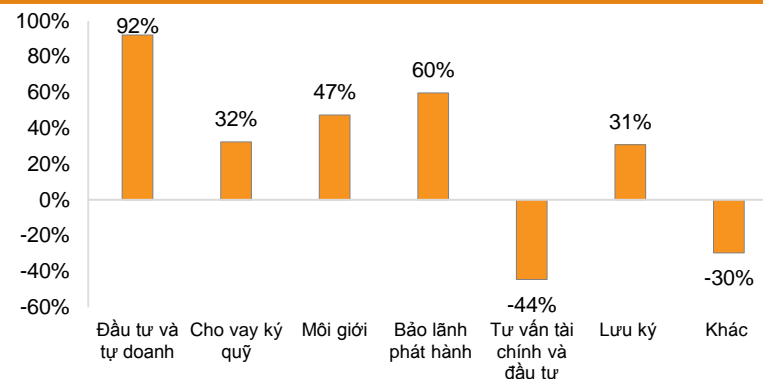
**Doanh thu từ môi giới, cho vay ký quỹ, tự doanh, bảo lãnh phát hành tăng trưởng mạnh**

- Thu nhập từ đầu tư và tài sản tài chính trong Q1/2017 đạt 813 tỷ đồng, tăng 91,75% yoy.
- Thu nhập từ lãi vay và các khoản phải thu (cho vay margin,...) đạt 509 tỷ đồng, tăng 32% yoy.
- Doanh thu môi giới trong Q1/2017 đạt 484 tỷ đồng, tăng 47% yoy.
- Doanh thu bảo lãnh phát hành đạt 23 tỷ đồng, tăng 60% yoy.
- Trái lại, chi phí hoạt động chỉ tăng trưởng nhẹ 4% yoy trong Q1/2017, chủ yếu là để mở rộng hoạt động môi giới.

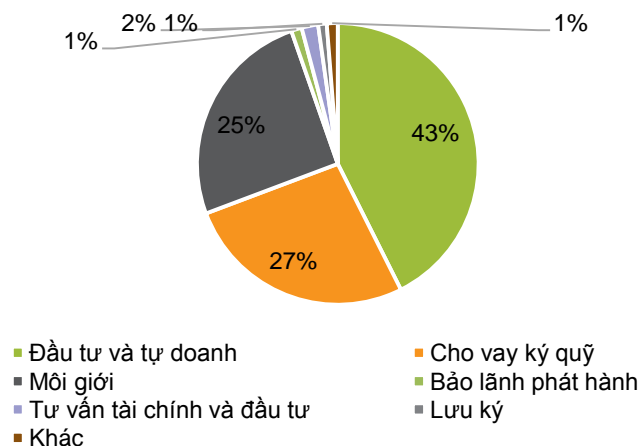
**Lợi nhuận ròng trong Q1/2017 tăng mạnh 87% yoy.**

- Lợi nhuận ròng của các CTCK niêm yết đạt 838 tỷ đồng, tăng 87% yoy.

### Doanh thu tăng trưởng mạnh

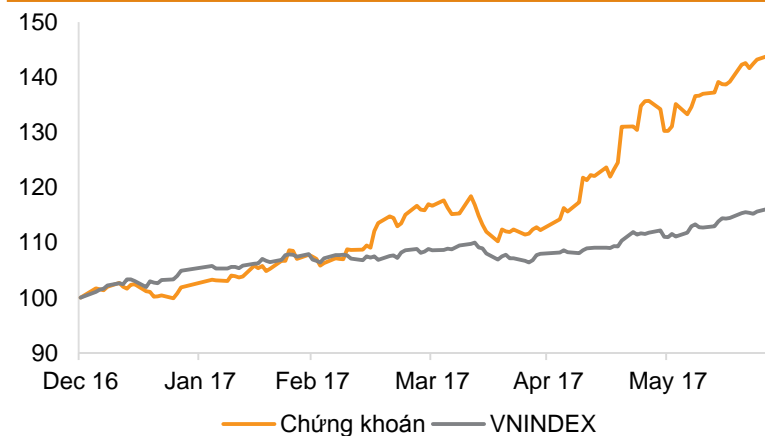


### Cơ cấu doanh thu



## Dịch vụ Tài chính (Chứng khoán)


Diễn biến chỉ số ngành (30/12/2016 = 100)



### Chỉ tiêu tài chính

Mã CK	Giá thị trường VND	Vốn hóa 22/6/2017 (tỷ VND)	KLGDĐQ (20d)	NI 2016 (tỷ VND)	ROA 2016 (%)	ROE 2016 (%)	P/B	P/E	Lợi tức cổ phần (%)
BVS	18.400	1.329	36.340	101,7	5,98	6,85	0,84	12,33	0
CTS	11.500	1.039	1.008.877	83,2	8,20	9,27	0,96	9,97	0
HCM	44.400	5.757	734.904	304,5	8,60	13,32	2,25	16,91	3,83
SHS	13.400	1.340	1.714.662	86,6	3,35	10,32	1,26	11,20	5,97
SSI	27.400	13.397	4.280.773	877,0	6,87	12,17	1,59	12,84	3,66
VND	21.900	3.175	676.172	186,3	5,88	17,79	1,56	8,67	0


# Triển vọng ngành



- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)




- Ngân hàng



- Thực phẩm và Đồ uống



- Bán lẻ



- Hàng không



- Bất động sản

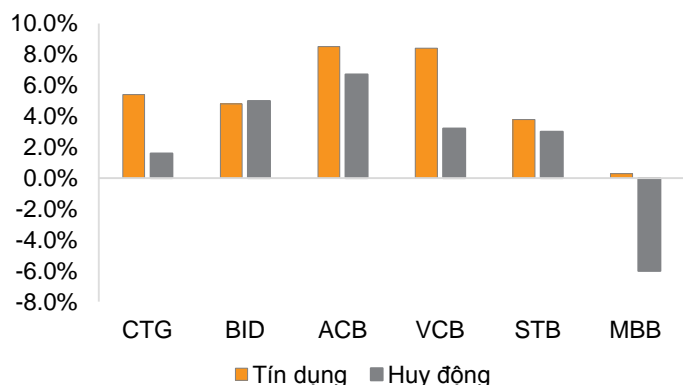


- Vật liệu xây dựng

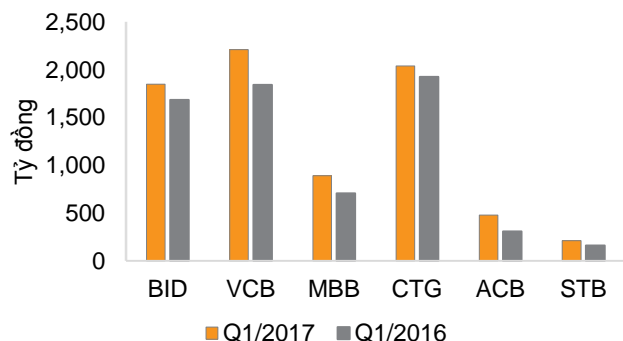


- Ngành Cao su tự nhiên

## Tăng trưởng tín dụng và huy động Q1/2017



## LNTT của ngân hàng Q1/2017



## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

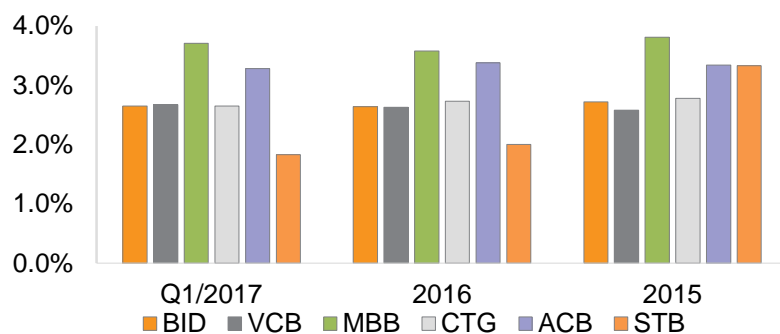
- NQ mới về giải quyết nợ xấu kỳ vọng sẽ trao quyền nhiều hơn cho các NH trong việc thu hồi và bán tài sản thế chấp dưới giá trị sổ sách
- Chúng tôi cho rằng các NH tích cực trích lập dự phòng trong thời gian trước (thể hiện qua LLR cao) sẽ hưởng lợi nhờ đảm bảo tăng trưởng tín dụng cao và giảm chi phí trích lập.

## TỔNG QUAN NỬA ĐẦU NĂM 2017

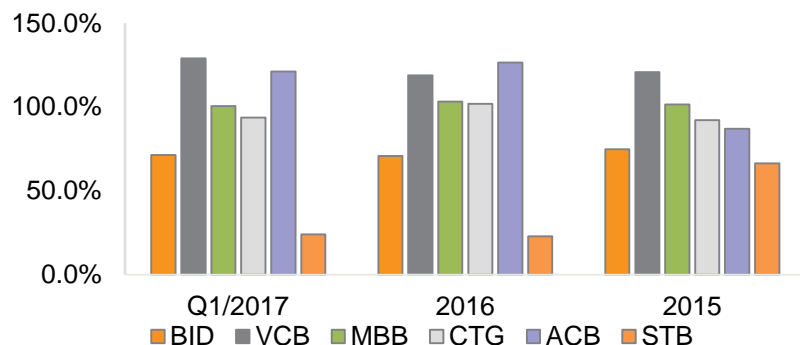
- Tăng trưởng tín dụng tính tới ngày 25/05 ở mức 6,53%, cao hơn nhiều so với mức 5% và 4,5% cùng kỳ năm 2016 & 2015. (Nguồn: SBV)
- Tín dụng bán lẻ tiếp tục là động lực chính, chiếm khoảng 27% tổng cho vay toàn hệ thống.
- CAR: Tính đến cuối Q1/2017, CAR toàn hệ thống tiếp tục giảm xuống mức 12,59%, so với mức 12,84% tại thời điểm cuối năm 2016.
- Về chỉ tiêu lợi nhuận: trong Q1/2017, một số ngân hàng đã ghi nhận mức tăng trưởng LN cao nhất trong vài năm gần đây. Top 10 NH hàng đầu đạt tỷ lệ tăng trưởng LNTT trung bình 29%.
- Ngày 03/05, Moody nâng mức xếp hạng tín nhiệm của 8 ngân hàng TMCP bao gồm VCB, CTG, BID, ACB, MBB, VIB, TCB và ABB.
- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng từ 2,46% vào cuối năm 2016 tới 2,56% vào cuối Q1/2017. Tuy nhiên, dấu hiệu tích cực đã xuất hiện khi một vài các ngân hàng bắt đầu mua lại nợ xấu từ VAMC để xử lý.

## Ngành Ngân hàng

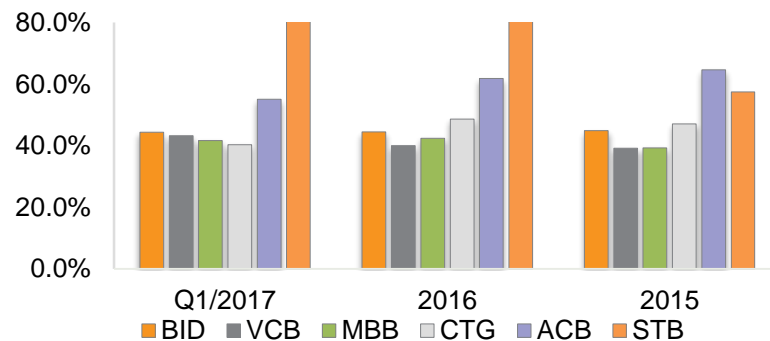
**NIM vẫn gặp nhiều áp lực mặc dù lãi suất cho vay tăng**



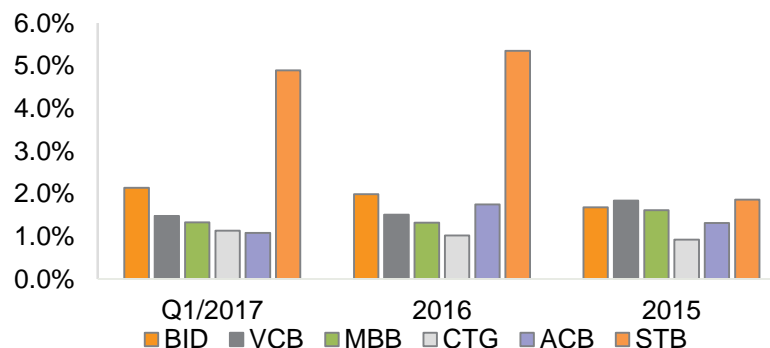
**LLR: VCB, MBB và ACB đã cải thiện đáng kể chất lượng tài sản**



**CIR có xu hướng tăng do các NH đầu tư vào công nghệ và mở rộng phân khúc bán lẻ**



**Chỉ số NPL**



Nguồn: VNDIRECT

## TRIỂN VỌNG

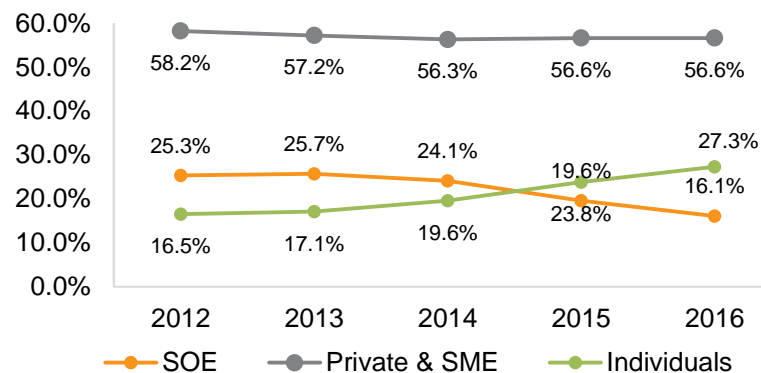
### Tích cực:

- Tăng trưởng tín dụng cao được đảm bảo nhờ:
  - Tăng trưởng tín dụng cho tới nay được thúc đẩy bởi phân khúc cho vay SME và KH cá nhân, phân khúc vẫn còn nhiều tiềm năng do nhu cầu chi tiêu tăng.
  - Hạn chót triển khai Basel II hoãn tới năm 2020 cho phép các NH có thêm thời gian để chuẩn bị
- NQ mới về giải quyết nợ xấu kỳ vọng sẽ trao quyền nhiều hơn cho các NH trong việc thu hồi và bán tài sản thế chấp dưới giá trị sổ sách
- Các ngân hàng ở Việt Nam ngày càng được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm. Câu chuyện nói room vẫn còn khả thi song sẽ diễn ra chậm.

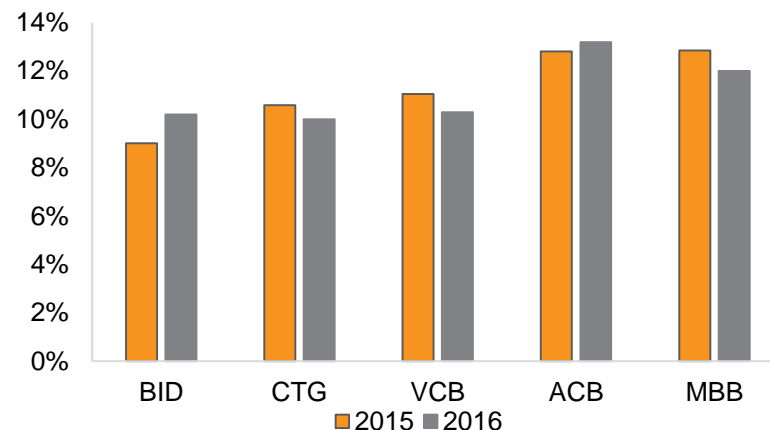
### Rủi ro:

- Nghị quyết mới có hiệu lực đối với các khoản nợ xấu ghi nhận trước ngày 15/08/2017, dẫn tới tình huống các NH có thể đẩy mạnh ghi nhận nhiều khoản nợ xấu hơn vào Q2/2017.
- Tăng vốn vẫn là vấn đề thiết yếu trong bối cảnh CAR suy giảm.

### Cơ cấu tài sản thay đổi theo hướng gia tăng tỷ trọng cho vay các cá nhân và SME



### CAR suy giảm do năm ngoài hầu hết các NH đều không thành công trong việc tăng vốn

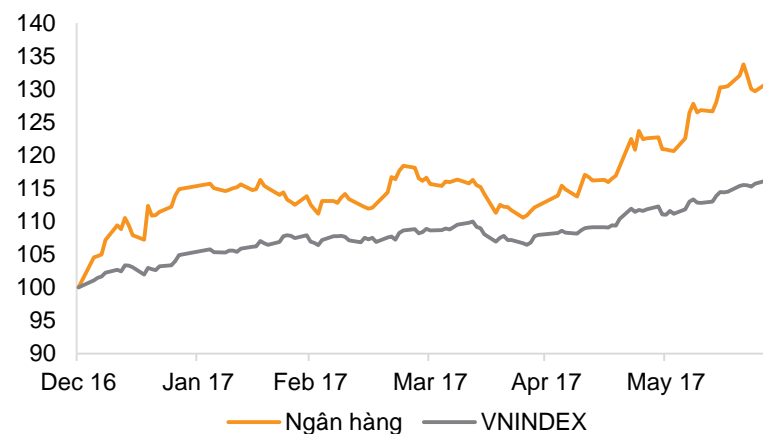


Nguồn: VNDIRECT

## Cổ phiếu khuyến nghị

- **MBB:** động lực tăng trưởng đã trở nên rõ ràng trong năm 2017 với nguồn lực vốn đảm bảo (CAR 12%) và thanh khoản dồi dào (LDR 77,4%).

Diễn biến chỉ số ngành (30/12/2016 = 100)



## Các chỉ số chính:

Ngân hàng	GT vốn hóa 26/06/2017	ROA FY16	ROE FY16	P/B TTM	P/E TTM	Tỷ suất Tăng trưởng cổ tức %	Tăng trưởng LN ròng FY17	P/B FY17	P/E FY17
VCB	139.051	0,9%	14,7%	2,8x	19,3x	2,1%	7,8%	2,59x	22,2x
CTG	75.585	0,8%	11,8%	1,3x	10,9x	3,4%	6,4%	1,18x	12,8x
BID	69.400	0,7%	14,9%	1,6x	11,0x	3,4%	0,7%	1,41x	13,2x
MBB	37.679	1,2%	12,0%	1,5x	12,4x	2,7%	23,8%	1,35x	12,5x
ACB	25.929	0,6%	9,9%	1,8x	17,4x	0,0%	33,1%	1,64x	17,3x
Trung bình		0,8%	12,7%	1,8x	14,2x			1,6x	15,6x

Nguồn: VNDIRECT



## Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
21.500 VND	26.000 VND	2,7%	MUA	Ngân hàng

### Thông tin cổ phiếu

KLGDBQ (3 tháng)	2.090.418
Thị giá vốn (tỷ VNĐ)	37.509
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	1.713
Free float(%)	20

### Cơ cấu cổ đông

	%
Viettel	20,4
SCIC	10,5
TCT Trực thăng Việt Nam	8,4
TCT Tân Cảng Sài Gòn	8,1
Vietcombank	7,0
Maritime Bank	5,0


### GIỚI THIỆU CÔNG TY

MBB được thành lập vào năm 1994 với mục tiêu ban đầu là cung cấp dịch vụ tài chính cho các DN có liên quan đến quân đội. Với đà tăng trưởng mạnh, hiện nay MBB trở thành ngân hàng có quy mô tài sản xếp thứ 7 trong hệ thống.

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Động lực tăng trưởng đã rõ ràng hơn.** Nguồn lực vốn đảm bảo (CAR 12,5%), thanh khoản dồi dào (LDR 77,4%) cho phép ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong những năm tới. Với lợi thế sẵn có là chi phí vốn thấp, việc tăng cường cho vay bán lẻ, tiêu dùng sẽ cải thiện NIM mạnh mẽ trong những năm tới.
- **Ban lãnh đạo mới cùng tham vọng mới:** Lần đầu tiên trong nhiều năm qua, NH đưa ra mục tiêu ấn tượng và cam kết khá rõ thay cho kế hoạch thấp như trước đây LNTT tăng 24% năm 2017; xử lý xong TP VAMC giữa năm 2018; đưa ROE về mức 15% trong 3 năm nữa.
- **Không hoàn toàn tránh khỏi, song MBB có khả năng giảm nhẹ các thách thức chung của ngành NH trong năm 2017.** LDR thấp giảm áp lực huy động vốn. Trong khi đó, chất lượng tài sản lành mạnh (NPL 1,3%; LLR 103%) sẽ góp phần giảm chi phí trích lập dự phòng trong những năm tới.


# Triển vọng ngành



- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)




- Ngân hàng



- Thực phẩm và Đồ uống



- Bán lẻ



- Hàng không



- Bất động sản

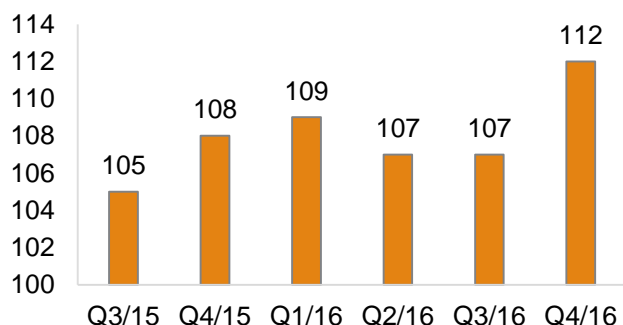


- Vật liệu xây dựng

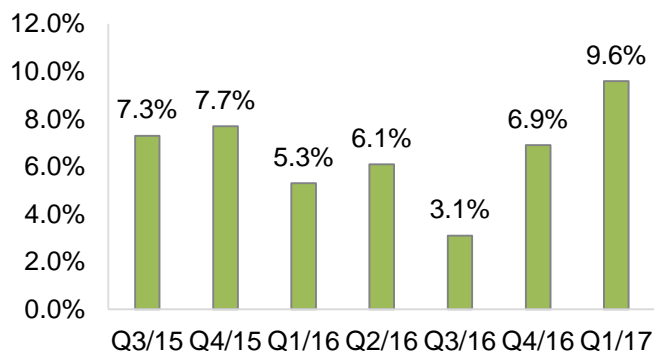


- Cao su tự nhiên

## Chỉ số niềm tin tiêu dùng đang dần cải thiện (Nguồn: Nielsen)



## Tăng trưởng danh nghĩa ngành FMCG (Nguồn: Nielsen)



## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

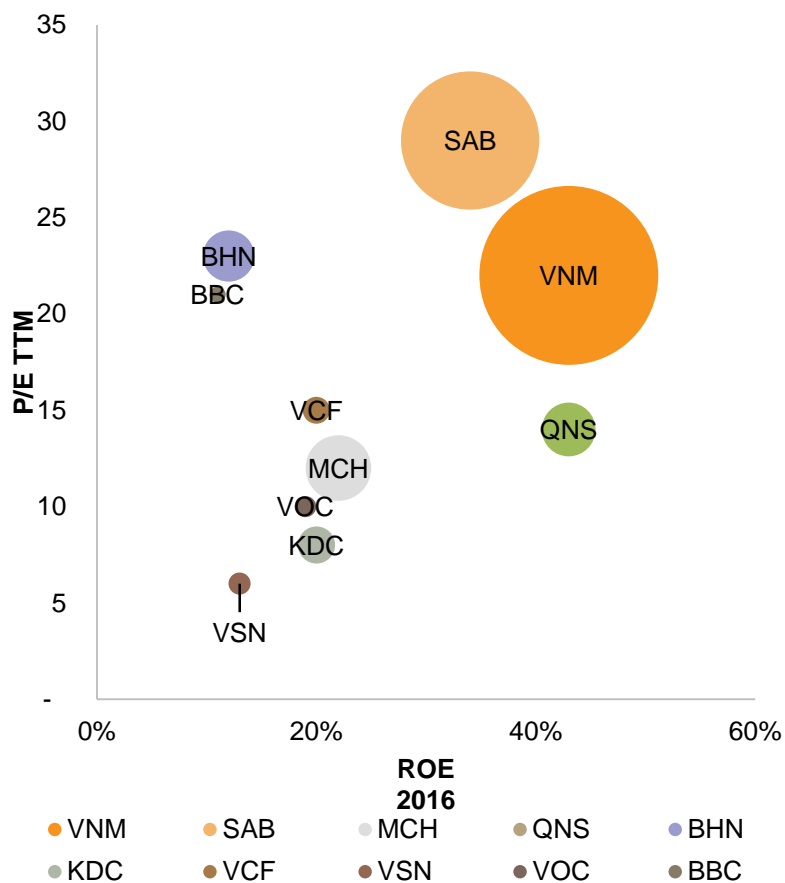
- Các yếu tố vĩ mô đảm bảo: nền kinh tế vận hành ổn định, giá cả hàng hóa có xu hướng tăng, tầng lớp trung lưu mở rộng và người tiêu dùng lạc quan hơn.
- Cơ hội cho các doanh nghiệp có khả năng phát triển các sản phẩm "xanh-sạch", nhạy bén với xu hướng tiêu dùng đồng thời vẫn kiểm soát được chi phí.

## TỔNG QUAN NỬA ĐẦU NĂM 2017

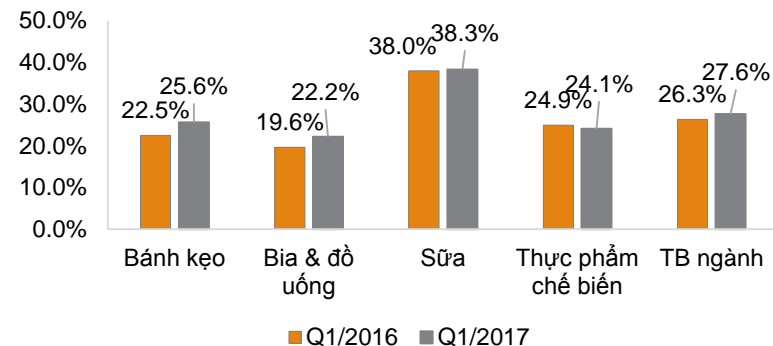
- Nhóm hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tăng trưởng 9,6% yoy, cao nhất trong vòng 5 năm gần đây. Đáng chú ý, tăng trưởng chủ yếu là do tăng mạnh khối lượng hàng hóa tiêu thụ 8,5% yoy. (Nguồn: Nielsen).
- Nhóm Bia và đồ uống: đóng góp 45% tổng DT của ngành FMCG, tăng 9,5% yoy.
- Nhóm Thực phẩm: chiếm 13% tổng DT của ngành FMCG, tăng 13,9% yoy cũng là mức tăng cao nhất trong vòng 5 năm gần đây.
- Nhóm các sản phẩm từ sữa: tăng 10,3% yoy, cao hơn mức 5,1% của Q1/2016.
- Q1/2017, DT và LN của các doanh nghiệp F&B niêm yết (bao gồm cả sàn UPCOM) tăng trung bình 16,3% yoy và 14,3% yoy. Tăng trưởng chủ yếu được hỗ trợ bởi giá thực phẩm và đồ uống tăng 2,75% yoy và biên LNG cải thiện nhẹ từ 26,3% Q1/2016 lên 27,6% vào Q1/2017.

## Ngành Thực phẩm & Đồ uống

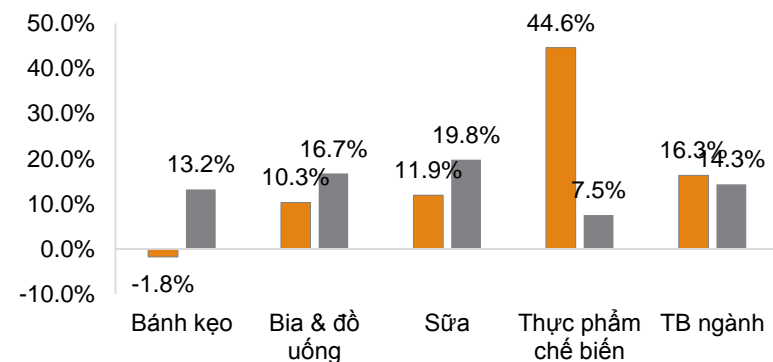
### So sánh định giá top 10 công ty F&B vốn hóa lớn nhất



### Q1/2017: Biên LNG được cải thiện qua từng loại (Nguồn: Công ty, VNDIRECT)



**Tăng trưởng DT và LNST Q1/2017.** Nhóm Thực phẩm chế biến tăng trưởng mạnh chủ yếu do đóng góp từ KDC.



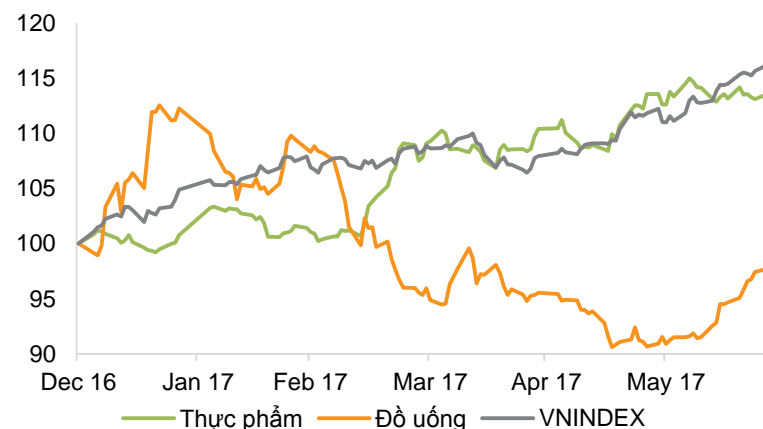
Nguồn: Công ty, VNDIRECT

## Ngành Thực phẩm & Đồ uống

### Cổ phiếu khuyến nghị

- **QNS:** Doanh nghiệp thống trị phân khúc sữa đậu nành với 84% thị phần, một trong những doanh nghiệp F&B đứng đầu về lợi nhuận.

### Diễn biến chỉ số ngành (30/12/2016 = 100)



### Các chỉ số chính:

Mã CK	Giá hiện tại (VNĐ)	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	P/E TTM	P/B TTM	Biên LNG Q1/2017	Biên EBITDA 1Q2017	Tăng trưởng DT (% yoy 1Q2017)	Tăng trưởng LNST (% yoy 1Q2017)	ROE FY2016	ROA FY2016
VNM	153.500	222.636	22,0	9,0	44,9%	25,9%	16,6%	36,1%	43,2%	32,9%
SAB	207.400	133.002	28,6	10,6	28,6%	16,9%	4,9%	18,7%	33,8%	22,0%
MCH	55.800	30.033	11,7	2,7	45,6%	24,7%	-16,7%	-63,6%	21,7%	15,8%
QNS	83.400	20.195	14,3	3,9	31,8%	26,1%	7,3%	3,5%	43,3%	25,0%
KDC	45.800	9.625	8,3	1,6	31,2%	2,1%	223,0%	9,1%	20,3%	15,1%
VSN	42.500	3.382	5,6	4,0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,5%	8,0%
SGC	68.000	486	14,9	4,4	23,1%	16,2%	16,5%	39,6%	25,3%	18,4%
SAF	57.200	453	15,1	3,8	11,0%	4,4%	0,6%	1,9%	28,3%	19,6%

## CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
82.000 VND	95.600 VND	0,68%	MUA	Hàng tiêu dùng

### Thông tin cổ phiếu

KLGDBQ (3 tháng)	76.441
Thị giá vốn (tỷ đồng)	23.725
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	188
Free float (%)	20

### Cơ cấu cổ đông

	%
Ban lãnh đạo	32,04
Vinacapital	5,14
Cổ đông nước ngoài	4,98

### GIỚI THIỆU CÔNG TY

- QNS là công ty không có vốn Nhà nước hoạt động trong 4 lĩnh vực sản xuất chính: sữa đậu nành, đường, bánh kẹo và các đồ uống khác (bia, nước khoáng đóng chai). Trong đó, sữa đậu nành đóng góp 51% DT và 69% LNTT, đường đóng góp 28% DT và 18% LNTT.

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Là DN thống trị mảng sữa đậu nành với 84% thị phần, tổng công suất đạt 390 triệu lít/năm. Giai đoạn 2012-2015, sữa đậu nành ghi nhận mức tăng trưởng mạnh 34%/năm về doanh số và 42.3% về lợi nhuận trước thuế
- Mở rộng qui mô sản xuất là động lực tăng trưởng mới: Tăng công suất thêm 30% với nhà máy sữa đậu nành mới ở Bình Dương. Công suất nhà máy đường tăng 29%. Dự án sinh khối được đưa vào cuối năm 2016.
- KQKD Q1/2017: DT tăng 7% YoY và LN tăng 3% YoY, chủ yếu nhờ vào mảng sữa đậu nành. Lượng tiêu thụ sữa đậu nành tăng 9% YoY trong khi mảng đường giảm nhẹ 3% YoY. Tuy nhiên, theo ban lãnh đạo, phân khúc đường sẽ phục hồi trong Q2/2017, và ước tính tăng 5% YoY trong nửa đầu năm 2017.


# Triển vọng ngành



- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)




- Ngân hàng



- Thực phẩm và Đồ uống



- Bán lẻ



- Hàng không



- Bất động sản



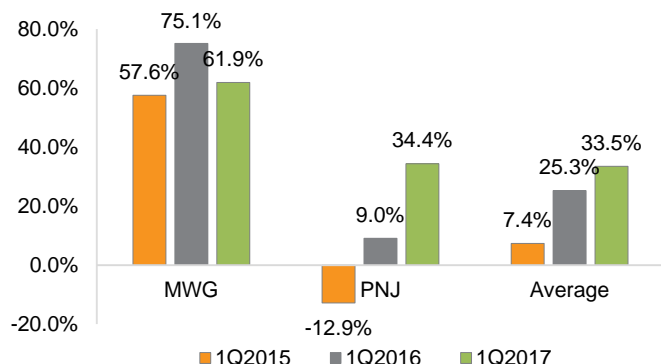
- Vật liệu xây dựng



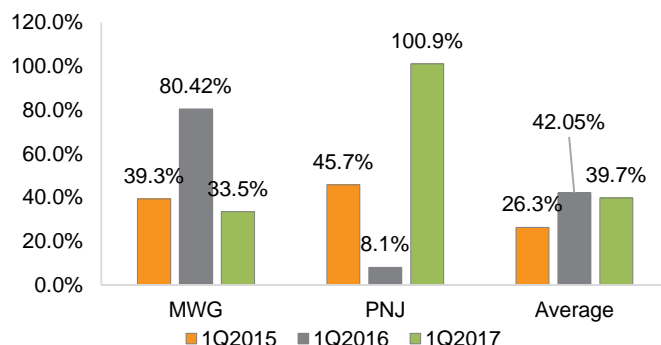
- Cao su tự nhiên

## Ngành Bán lẻ

### Tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết



### Tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết



### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

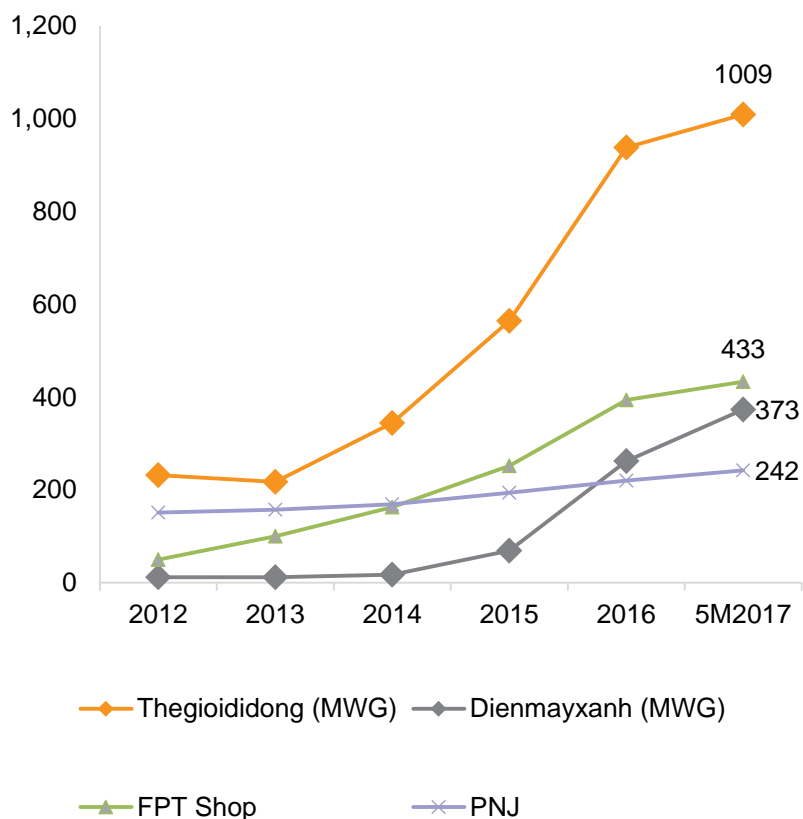
- Với tình hình vĩ mô thuận lợi cho tiêu dùng, những nhà bán lẻ nhanh chóng mở rộng chuỗi cửa hàng trong 1-2 năm qua sẽ vươn lên giành thị phần lớn hơn khi các cửa hàng mở mới hoạt động tối ưu hơn sẽ gặt hái được nhiều thành quả.

### CẬP NHẬT KẾT QUẢ 2017

- Các công ty bán lẻ niêm yết đạt kết quả kinh doanh ấn tượng trong Quý 1/2017** với mức tăng trưởng doanh thu trung bình là 33,5% yoy, mức tăng trưởng lợi nhuận ròng trung bình là 39,8% yoy.
- Cuộc chạy đua mở rộng của các công ty bán lẻ chưa cho thấy dấu hiệu chậm lại.** Trong 5 tháng đầu năm 2017, MWG đã mở hơn 71 cửa hàng Thế Giới Di Động (tăng 7% so với tháng 12 năm 2016), 111 cửa hàng Điện Máy Xanh (+42,2%). Mặc dù gặp khó khăn trong việc khai trương các cửa hàng, PNJ vẫn tăng tổng số cửa hàng thêm 10% (đạt 242 cửa hàng vào cuối tháng 6 năm 2017).
- Những thách thức đang chờ đón các nhà bán lẻ là sự nhập cuộc của những doanh nghiệp nước ngoài, đặc biệt những nhà bán lẻ hàng tiêu dùng (Circle K, 7 Eleven,...) sẽ gây thêm áp lực cạnh tranh trong việc tìm mặt bằng và giá cho thuê.

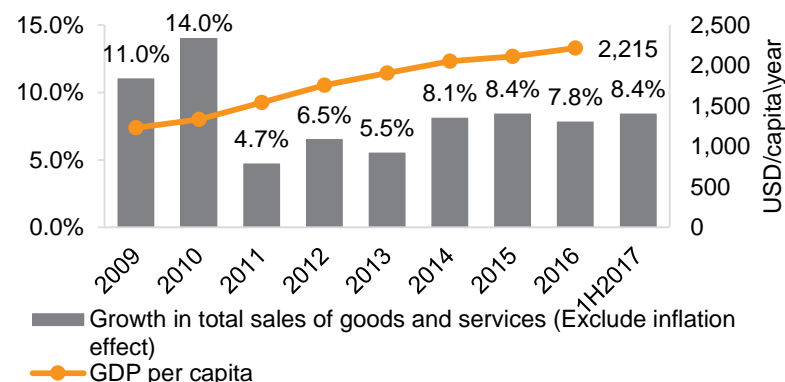


## Tốc độ mở rộng của một số doanh nghiệp bán lẻ



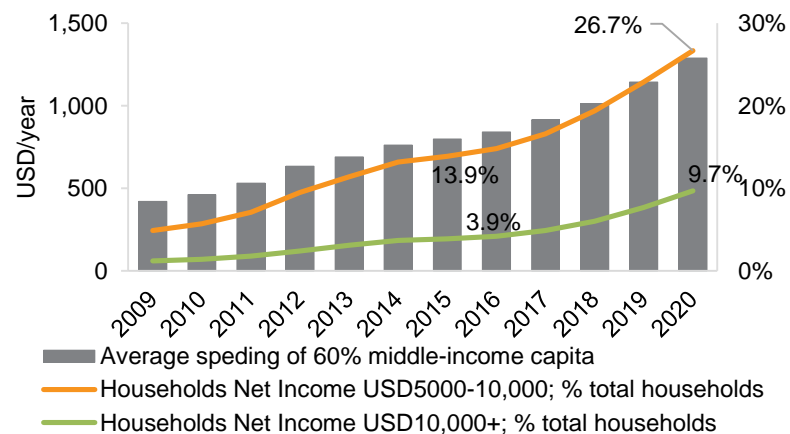
## Tiêu dùng tiếp tục phục hồi

(Nguồn: GSO, BMI)



## Sự gia tăng tầng lớp trung lưu

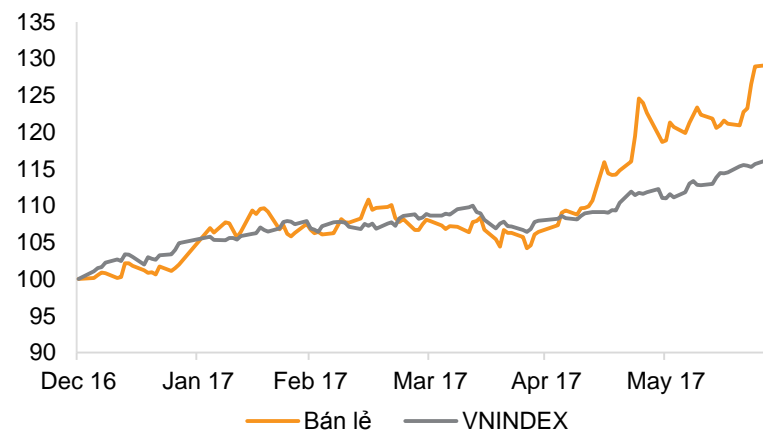
(Nguồn: GSO, BMI)



### Cổ phiếu khuyến nghị

- **MWG:** Nhà bán lẻ điện thoại thông minh và điện tử gia dụng lớn nhất trên thị trường Việt Nam. Đang trong giai đoạn mở rộng vào phân khúc bách hóa và thương mại điện tử, hướng đến mục tiêu tham vọng 10 tỷ USD vào năm 2020.
- **PNJ:** Doanh nghiệp bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam, nắm giữ 26% thị phần trong năm 2016 (các nhãn hàng trang sức có thương hiệu), và hệ thống bán lẻ đang mở rộng nhanh.

Diễn biến chỉ số ngành (30/12/2016 = 100)



### Các chỉ số chính:

Mã CK	Giá đóng cửa	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	P/E	P/B	Tăng trưởng DT Q1/2017	Tăng trưởng Lợi nhuận Q1/2017	ROE FY2016
MWG	100.500	30.916	17,7	3,52	61,9%	33,5%	49,9%
PNJ	101.900	10.014	17,4	5,73	34,4%	100,9%	32,0%

## CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
95.700 VND	113.500 VND	1,6%	MUA	Bán lẻ

### Thông tin cổ phiếu

KLGDBQ (3 tháng)	384.200
Thị giá vốn (tỷ đồng)	10.014
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	98,3
Free float (%)	53


### Cơ cấu cổ đông

	%
Cao Thị Ngọc Dung	10,1
LGM Investment	4,98
Dragon Capital	4,58
Route One Investment	3,9

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Hoàn thành 62,5% mục tiêu lợi nhuận trước thuế sau 6 tháng.** Lũy kế 6 tháng đầu năm, PNJ ghi nhận DTT đạt 5.545 tỷ đồng (+41% yoy), LNST ước tính đạt 376 tỷ đồng (+54% yoy). Loại trừ khoản lợi nhuận đột biến và trích lập dự phòng trong năm 2016, lợi nhuận cốt lõi tăng trưởng 35% yoy. Doanh thu bán lẻ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 45% yoy trong nửa đầu năm, trong đó tăng trưởng doanh thu của các cửa hàng hiện hữu đạt 28% (con số này riêng Q1/2017 là 25%).
- Tăng tốc mở rộng chuỗi bán lẻ, hướng đến cột mốc 300 cửa hàng. Sau 6 tháng, PNJ đã mở mới 22 cửa hàng trang sức và 6 cửa hàng đã/sẽ khai trương ngay trong tháng 7 này, giúp toàn hệ thống bán lẻ của PNJ đạt con số 243 cửa hàng vào cuối tháng 7 (+10,4% so với thời điểm cuối năm 2016).
- Chúng tôi giữ nguyên ước tính doanh thu 2017 đạt 10.800 tỷ đồng (+26,4% yoy), LNST đạt 753 tỷ đồng (+67,2% yoy). EPS fw 2017 ước đạt 7.665 đồng/CP, EPS pha loãng (sau khi trích lập quỹ và chia thưởng) ở mức 7.261 đồng/CP. Chúng tôi cũng dự báo KQKD của PNJ sẽ tăng tốc trong năm 2018, 2019 khi tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh sẽ được phản ánh vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.


# Triển vọng ngành



- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)




- Ngân hàng



- Thực phẩm và Đồ uống



- Bán lẻ




- Hàng không



- Bất động sản

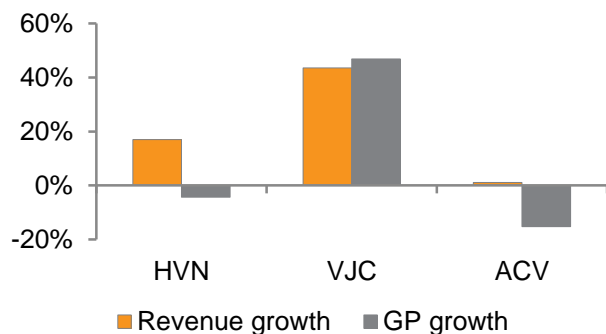


- Vật liệu xây dựng

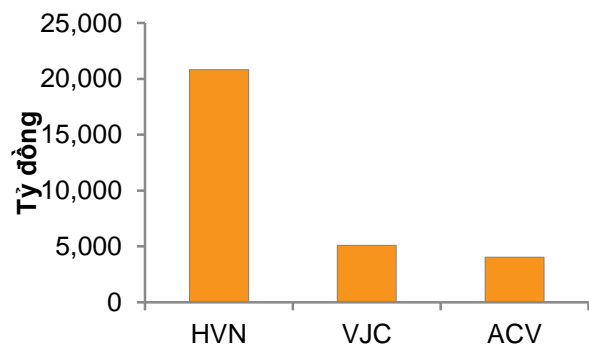


- Cao su tự nhiên

## Tăng trưởng doanh thu và LNST Q1/2017



## Doanh thu các doanh nghiệp hàng không Q1/2017 năm 2017



## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Kịch bản vĩ mô: nền kinh tế ổn định, mặt bằng giá tiêu dùng có xu hướng tăng, dân số trung lưu tăng và niềm tin tiêu dùng được cải thiện.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ 6 THÁNG ĐẦU NĂM

- Tổng Cty Hàng không Việt Nam (HVN): DT Q1/2017 đạt 20.834 tỷ VND (+17% yoy). LNG đạt 3.247 tỷ VND (-5% yoy), có khả năng do tăng giá nhiên liệu. Sản lượng hành khách khoảng 5tr (+9,3% yoy). Theo HVN, giá nhiên liệu tăng khoảng 26% yoy lên mức 65 USD/thùng.
- Cty CP Hàng không Vietjet (VJC): DT cốt lõi Q1/2017 vào khoảng 5.107 tỷ VND (+44% yoy). LNG cốt lõi tăng 47% yoy đạt 711 tỷ VND. Sản lượng hành khách tăng 29,4% yoy đạt 3,7tr.
- VJC mua thêm năm chiếc A321 đồng thời thay thế một số A320. So với cuối 2016, kích cỡ đội bay không tăng nhưng công suất tăng 42% do máy bay A321 có nhiều ghế hơn A320.
- HVN tăng đội bay chậm hơn. Công ty chỉ mua thêm một A321, một A350, và một Boeing 787-9 Dreamliner.
- KQKD Q1/2017 của ACV không ấn tượng: DT đạt 4.046 tỷ VND (+2% yoy), LNG đạt 1.614 tỷ VND (-15% yoy).

## Ngành hàng không

### Triển vọng

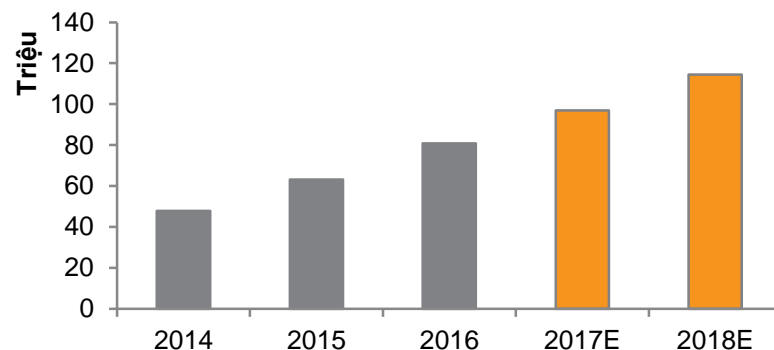
#### Yếu tố tích cực:

- Các hãng hàng không tăng quy mô đội bay, kích thích tăng trưởng lượng hành khách.
- Lưu lượng hành khách có thể duy trì mức tăng trưởng 15%/năm trong vài năm tới do:
  - Tăng thâm nhập hàng không do dân số trung lưu tăng gấp đôi trong 5 năm tới.
  - Thói quen đi lại chuyển dịch về phía vận tải hàng không.
- ACV có thể tăng phí hành khách từ Q4/2017

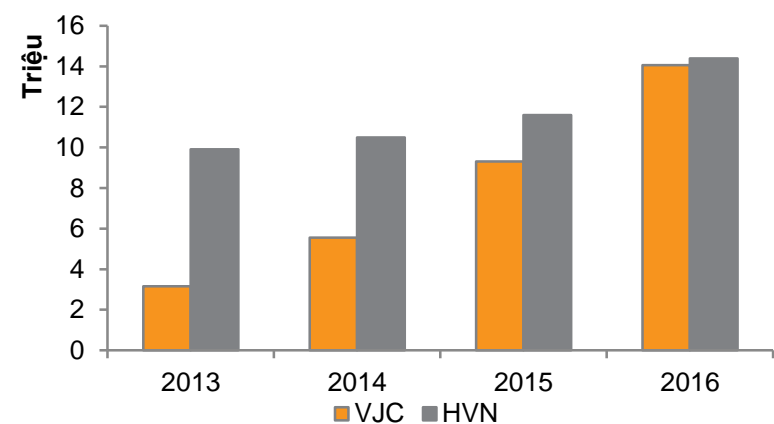
#### Rủi ro:

- VND trượt giá so với USD and JPY, gây nên lỗ tỷ giá với các công ty có nhiều dư nợ ngoại tệ như VJC, ACV.
- Giá nhiên liệu có thể tăng, ảnh hưởng xấu đến biên LNG.

### Số lượt hành khách đi qua các cảng HK của ACV



### Tổng số khách chuyên chở



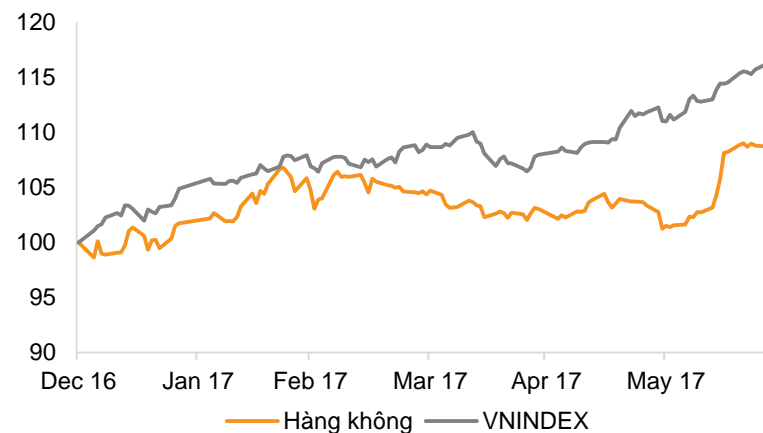
Nguồn: Dữ liệu công ty, VNDIRECT

## Ngành hàng không

### Cổ phiếu khuyến nghị

- **ACV:** Chúng tôi cho rằng ACV sẽ hưởng lợi từ tăng lưu lượng hành khách và tăng phí phục vụ hành khách. Tuy nhiên, ảnh hưởng từ tăng phí dịch vụ sẽ rõ ràng hơn kể từ 2018 khi ACV có thể tăng phí phục vụ khoảng 22,7% yoy.

Diễn biến chỉ số ngành (30/12/2016 = 100)



### Chỉ số cơ bản

Mã CK	Vốn hóa 29/06/2017	ROA	ROE	P/E	EV/EBITDA	Tăng trưởng LNST Q1/17	EV/EBITDA	2017 P/E
VJC*	40.717	6	28,8	39,3	13,2	41,3	9,1	25,9
HVN	32.652	2,1	12,7	15,8		N/A	N/A	N/A
ACV	112.995	11,1	21,8	23,5	13,5	17,1	15,9	32,0

\*VJC: Loại trừ việc bán máy bay

Nguồn: Dữ liệu công ty, VNDIRECT

## Tổng Cty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
51.000 VND	58.600 VND	2,77%	Mua	Công nghiệp

### Thông tin cổ phiếu

KLGDBQ (3 tháng)	74.761
Thị giá vốn (tỷ VND)	122.778
SL CP đang lưu hành (tr)	2.177
Free float (%)	0%

### Cơ cấu cổ đông

	%
Bộ Giao thông	95,4%
Khác	4,6%

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tăng trưởng LNST** được dẫn dắt bởi: 1) tăng lưu lượng hành khách trung bình khoảng 15% trong vài năm tới; 2) tăng phí phục vụ hành khách khoảng 1,8% yoy vào 2017 và 22,7% yoy vào 2018, dẫn tới cải thiện biên LNG khoảng 6,7 điểm % vào 2018 lên 43,6%.
- **Triển vọng 2017:** DT dự phóng đạt 18.682 tỷ VND (+17,1% yoy), LNST dự phóng đạt 3.655 tỷ VND (-30,9% yoy) do: 1) sụt giảm khoản lợi nhuận bất thường 2.424 tỷ VND vào 2016; 2) tăng chi phí khấu hao do ACV tăng sửa chữa, mở rộng các sân bay như Nội Bài, Phú Quốc, Phù Cát.
- **Rủi ro:** 1) rủi ro tỷ giá do nợ vay bằng JPY cao; 2) tỷ lệ cổ phiếu tự do thấp.
- **Định giá:** Giá hợp lý tại EV/EBITDA 2017 15x, tương đương 58.600VND/CP.

Tổng quan tài chính	2015A	2016A	2017E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	13.173	15.949	18.682
Biên lợi nhuận gộp	24,8%	21,1%	17,1%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1.753	5.290	3.655
Lợi nhuận trên cổ phiếu (VND)	1.002	2.345	1.620




# Triển vọng ngành



- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)




- Ngân hàng



- Thực phẩm và Đồ uống



- Bán lẻ



- Hàng không



- Bất động sản



- Vật liệu xây dựng



- Cao su tự nhiên

## Ngành bất động sản

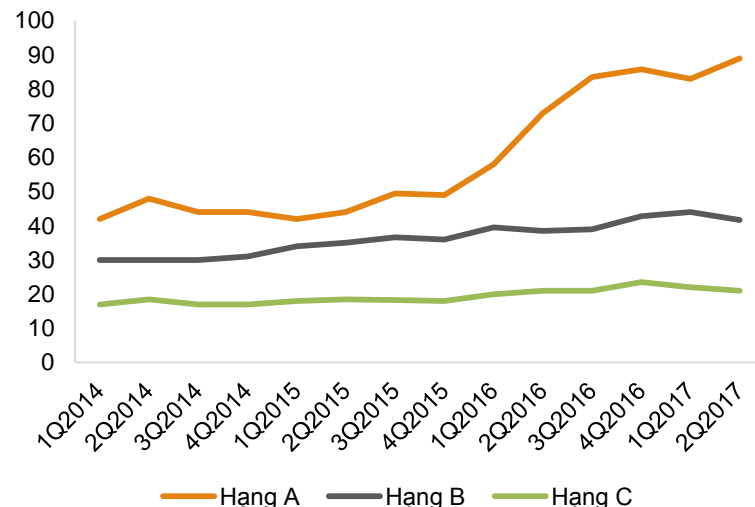
### Căn hộ: lượng giao dịch và giá bán duy trì ở mức cao so với cùng kỳ năm ngoái

- Cơ sở hạ tầng được đầu tư mạnh (chi tiêu cho hạ tầng ở mức 5,7% GDP trong những năm gần đây, cao nhất trong khu vực Đông Nam Á)
- Tỷ lệ đô thị hóa cao (trên 3%)
- Nguồn cung căn hộ phân khúc trung-cao cấp giảm do sự khan hiếm quỹ đất và giá đất đã ở mức cao
- Xu hướng sống với quy mô gia đình nhỏ của thế hệ trẻ
- Khách hàng tự tin hơn trong quyết định mua nhà (thu nhập cao hơn, kinh tế vĩ mô ổn định).

### Sản phẩm nhà ở gắn liền với đất sẽ duy trì tăng trưởng của ngành bất động sản

- Nhu cầu bền vững (tâm lý ưa chuộng nhà ở gắn liền với đất ăn sâu trong tâm trí người Việt qua nhiều thế hệ).
- Nguồn cung nhà ở gắn liền với đất chưa đáp ứng được nhu cầu thị trường (dựa theo số liệu của Savills Vietnam).

### Chỉ số giá căn hộ (Nguồn: Savills Vietnam)

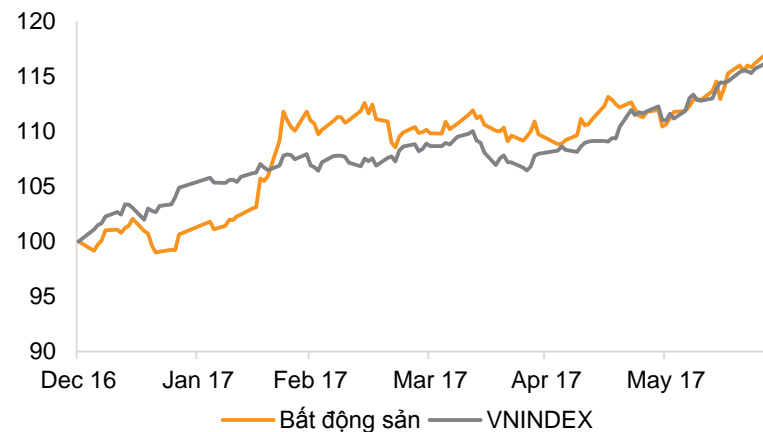


## Ngành bất động sản

### Lựa chọn cổ phiếu

- **NLG đứng đầu phân khúc nhà ở vừa túi tiền.** Chúng tôi ưa thích NLG ở chính sách tập trung vào sản phẩm có nhu cầu bền vững (nhà ở xã hội, nhà ở vừa túi tiền, nhà ở gắn liền với đất). NLG phù hợp với xu hướng mới của thị trường.

### Diễn biến chỉ số ngành (30/12/2016 = 100)



Nguồn: Bloomberg

## CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
29.400 VND	34.500 VND	1,7%	MUA	Bất động sản

### Key statistics

KLGDBQ (3 tháng)	764.337
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.199
SL CP đang lưu hành (tr)	142
Free float (%)	46,3

### Cơ cấu cổ đông


	%
Cổ đông sáng lập	37
Goldman Sach	6
Keppel Land	5

	2015A	2016A	2017E
Doanh thu (tỷ đồng)	1.259	2.534	3.406
Biên lợi nhuận	33%	32%	37%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	206	345	526
EPS (VND)	1.396	2.326	3.013

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Dự báo doanh thu triển vọng nhờ vào các những dự án lớn được ra mắt gần đây.
- Giá cổ phiếu dự kiến sẽ tăng do kỳ vọng mở quỹ đất
- Các sản phẩm cao cấp thấp tầng cho thấy kết quả kinh doanh tích cực đầu năm 2017. Triển khai 2 dự án lớn (Nguyễn Sơn 37,4 ha và Hoàng Nam 8ha). Nguyễn Sơn là dự án được triển khai lớn nhất kể từ ngày thành lập và việc định giá lại để tăng doanh thu thuần lên 28,1% và đạt 37% tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm nay
- Chuẩn bị cho cuộc chơi dài hạn: (i) Các dự án lớn đảm bảo KQKD; (ii) Mục tiêu kinh doanh cốt lõi mới (thương mại bất động sản), (iii) Mở rộng quỹ đất để duy trì tăng trưởng.
- Chúng tôi ước tính khối lượng giao dịch hợp đồng trong năm 2018 vào khoảng 2.800 căn (-25% YoY) với giá trị là 5.742 tỷ đồng (+6% YoY). Chúng tôi dự báo doanh thu trong năm đạt 4.362 tỷ đồng (+26,2% YoY) và NPATMI đạt 569 tỷ đồng (+8,3%). EPS pha loãng là 2.851 đồng/cổ phiếu.


# Triển vọng ngành



- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)




- Ngân hàng



- Thực phẩm và Đồ uống



- Bán lẻ



- Hàng không



- Bất động sản



- Vật liệu xây dựng



- Cao su tự nhiên

## Ngành Vật liệu xây dựng

### Chỉ số các doanh nghiệp VLXD

(Nguồn: Stoxplus)



### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Nhu cầu dự kiến tăng trưởng 11,7% yoy nhờ vào tăng trưởng từ thị trường bất động sản và các dự án hạ tầng lớn.
- Ngành đá xây dựng dự báo tăng trưởng 18% yoy nhờ vào các công trình hạ tầng lớn. Đồng thời, rào cản gia nhập ngành lớn khi chi phí mua lại mỏ mới lớn và chi phí đền bù giải tỏa và chi phí đấu giá quyền khai thác khoáng sản.

### CẬP NHẬT KẾT QUẢ 2017

- Chỉ số VLXD-Index trong 6 tháng 2017 tăng 11% YTD.
- Trong đó CVT và VGC có mức tăng cao nhất với 73% YTD and 34% YTD.
- Lợi nhuận gộp biên trong Q1/2017 giảm 0,15% so với cùng kỳ từ mức 18,25% trong Q1/2016. Nguyên nhân chính là do chi phí than - chiếm 20% giá vốn hàng bán, tăng 12% yoy. Trong đó giá bán trung bình trong Q1/2017 tăng 1% yoy.
- P/E trung bình ngành ở mức 11,63x – thấp hơn so với VN-Index là 16,48x.

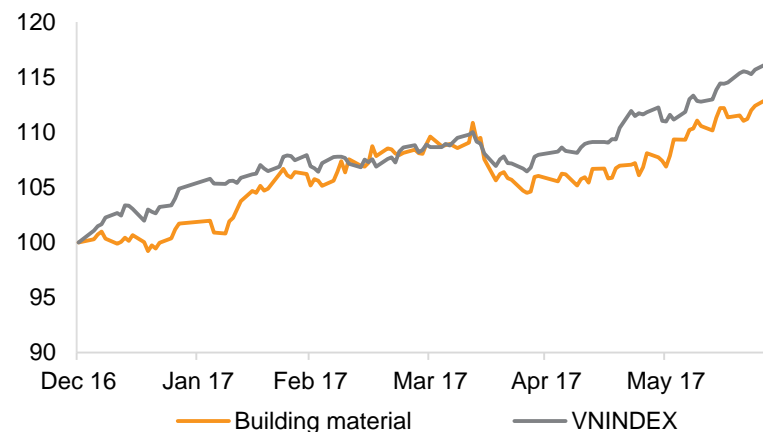
Tổng quan tài chính	2015A	2016A	2017YTD
Giá trị sản xuất công nghiệp (tỷ VND)	228,102	257,261	95,000
Danh thu ngành (tỷ VND)	89,174	84,034	17,489
LNST ngành (tỷ VND)	5,388	5,998	1,055
GPM (%)	18%	19%	18,1%
ROE (%)	14,7%	16.1%	2.8%

## Ngành vật liệu xây dựng

### Điểm nhấn đầu tư

- Kỳ vọng 6 tháng cuối năm từ thị trường xây dựng và hạ tầng.
- Biên lợi nhuận ngành đá xây dựng dự báo tăng 5-10% từ việc giá bán tăng vào cuối tháng 6/2017.
- Cao tốc Long Thành – Phan Thiết dự kiến sẽ khởi công vào Q3/2017 sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ đá khu vực Đồng Nai tăng trưởng tích cực.

Diễn biến chỉ số ngành (30/12/2016 = 100)



### Cổ phiếu khuyến nghị

- **PTB:** Kỳ vọng vào tăng trưởng từ việc tăng sản xuất đá ốp lát từ 3 nhà máy mới, với sản lượng dự kiến tăng 23%. Đồng thời, hoạt động sản xuất gỗ trong năm 2017 dự kiến tăng trưởng 32% nhờ vào khách hàng mới từ Nhật Bản.
- **KSB:** Hiệu quả khai thác tại mỏ Tân Đông Hiệp với biên lợi nhuận cao nhất trong các mỏ đá Đông Nam Bộ – mỏ chiếm 51% lợi nhuận của KSB.

### Chỉ số cơ bản

Ticker	Market price	Market Cap 22/6/2017	NI 2016	ROA	ROE	P/B	P/E	Div.yield %	FY2017 NI growth	P/B 2017	P/E 2017
PTB	111,500	2,890	264	15.2%	36.3%	3.1	10.5	2.24%	31%	2.91	8.82
KSB	55,500	2,597	125	24.0%	38.6%	1.9	10.5	4.50%	27%	2.05	7.88
CTI	29,600	1,805	107	3.0%	14.3%	1.8	10.3	5.74%	26%	2.05	8.8
VGC	19,600	8,369	513	4.5%	14.0%	1.5	9.9	4.59%	26.20%	1.45	10.7

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
113.000 VND	132.500 VND	2,44%	MUA	VLXD

#### Thông tin cổ phiếu

KLGDBQ (3 tháng)	54.817
Thị giá vốn (tỷ đồng)	2.898
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	21,6
Free float (%)	40

#### Cơ cấu cổ đông

%

Ban lãnh đạo	38,14
--------------	-------

#### TỔNG QUAN CÔNG TY

- Kinh doanh trên 3 lĩnh vực chính là sản xuất đá granite, sản xuất gỗ và kinh doanh xe Toyota.
- Sản xuất đá (27% doanh thu and 60% lợi nhuận gộp). Sản xuất gỗ (28% doanh thu and 29% lợi nhuận gộp), Kinh doanh xe Toyota (42% doanh thu and 6% lợi nhuận gộp) .
- Công ty đứng đầu sản xuất đá granite tỉnh Bình Định.

Tổng quan tài chính	2015A	2016A	2017E
Doanh thu (tỷ đồng)	3.045	3.661	4.682
Tăng trưởng doanh thu	24,2%	20,2%	27,8%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	13,1%	14,8%	16%
Operating EBITDA (tỷ đồng)	255	353	454
LNST (tỷ đồng)	183	278	363
EPS	12.758	12.885	14.010
ROAE	42,8%	42,4%	42%



## CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương (KSB)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
55.500 VND	61.400 VND	4,50%	MUA	VLXD

### Thông tin cổ phiếu

KLGDBQ (3 tháng)	546.881
Thị giá vốn (tỷ đồng)	2.597
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	46,8
Free float (%)	41,4

### Cơ cấu cổ đông


	%
DRH	22,34
Lê Quốc Hưng	7,01

### TỔNG QUAN CÔNG TY

- KSB là công ty sở hữu mỏ đá xây dựng lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ
- KSB sở hữu 3 mỏ đá với tổng công suất khai thác 4 triệu m<sup>3</sup>/năm.
- Mỏ đá Tân Đông Hiệp là mỏ đá chất lượng cao và thuận lợi cho việc vận chuyển đến khu vực trung tâm TPHCM, Đồng Nai, Bình Dương.

Tổng quan tài chính	2015A	2016A	2017E
Doanh thu (tỷ đồng)	737	849	1,127
Tăng trưởng doanh thu	18,1%	15,2%	32,7%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	35,6%	40,4%	41,9%
Operating EBITDA (tỷ đồng)	163	254	337
LNST (tỷ đồng)	125	205	260
EPS	4.421	7.836	6.975
ROAE	23,9%	33,6%	36,6%

# Triển vọng ngành



- Dịch vụ tài chính (Chứng khoán)

- Ngân hàng

- Thực phẩm và Đồ uống

- Bán lẻ

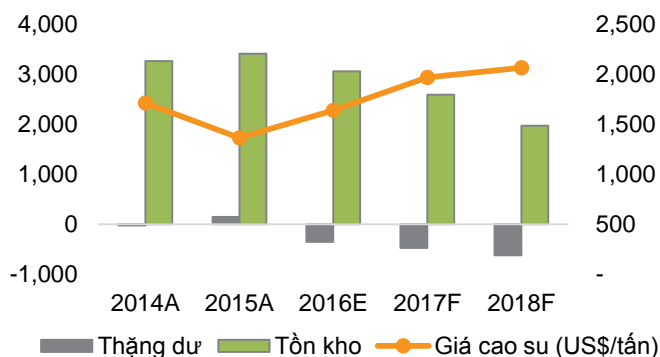
- Hàng không

- Bất động sản

- Vật liệu xây dựng

- Cao su tự nhiên

## Thặng dư và diễn biến giá CSTN ('000 tấn)



## RSS3-TOCOM Rubber Price (JPY/tấn)



## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tăng trưởng tích cực trong tiêu thụ ô tô tại Châu Á và một số quốc gia Châu Âu có thể hỗ trợ tiêu thụ sản phẩm và gián tiếp cải thiện nhu cầu cao su thiên nhiên trong ngắn hạn.
- Mùa thu hoạch cao điểm trong Q3 - Q4 có thể đáp ứng 70% sản lượng cả năm và tạo cơ hội tốt ghi nhận lợi nhuận khi giá bán đang khá tích cực. Lượng mưa dồi dào trên thị trường hàng hóa cũng có thể giảm thiểu khả năng đầu cơ và giúp bình ổn giá CSTN.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2017

- Doanh thu các công ty cao su được nhân đôi (+117% yoy) khi giá cao su tăng nóng trong Q1/17. LNST do vậy cũng đạt mức tăng trưởng gần như nhân ba so với cùng kỳ.
- Giá cao su hiện đã điều chỉnh về mức 37,4 tr VND/kg từ mức đỉnh 5 năm đạt được trong T2/17. Tuy nhiên, mức này vẫn đang cao hơn ~25% so với trung bình 2016.
- Do vậy, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá CSTN 2017 có thể ổn định mức 40 trVND/tấn (+20% yoy).

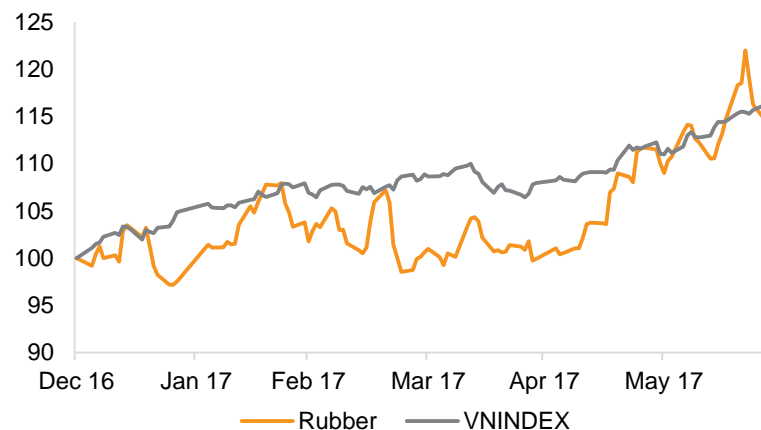
Tổng quan	2015A	2016A	2017F
Tốc độ tăng trưởng nhu cầu CSTN	0,2%	4,5%	5%
Tốc độ tăng trưởng nguồn cung CSTN	1,6%	0,4%	4%

<b>Tỷ đồng</b>	<b>TRC</b>	<b>PHR</b>	<b>DPR</b>	<b>DRI</b>
Tổng diện tích trồng (ha)	13.643	22.349	16.281	8.811
Diện tích khai thác (ha)	4.718	9.489	7.195	7.620
Tỷ lệ khai thác (%)	35%	42%	44%	86%
Dự án mới (ha)	6.445	7.660	9.343	0
Sản lượng 2016 (tấn)	9.050	16.407	14.977	14.973
Tăng trưởng sản lượng 2017	-2,7%	-6,6%	0,0%	1,0%
Năng suất (tấn/ha/năm)	1,9	1,7	2,1	2,0
Giá bán (trVND/tấn)	31,0	30,7	32,5	26,6
Giá thành (trVND/tấn)	24,9	27,4	27,8	17,0
Biên LNG	19%	11%	14%	34%
<b>Cơ cấu tuổi vườn cây</b>				
1 - 10 năm	37%	41%	40%	100%
11 - 16 năm	45%	3%	38%	0%
16 - 20 năm	18%	21%	22%	0%
>20 năm	0%	34%	0%	0%
Diện tích thanh lý 2017 (ha)	360	813	487	0
EPS điều chỉnh FY17F	2.971	5.387	3.345	1.616
Tăng trưởng EPS FY17	53%	3%	37%	505%
PE leading FY17	10,6	6,3	13,8	8,1
Thị giá cổ phiếu	30.900	36.400	45.400	12.300

### Cổ phiếu khuyến nghị

- **DRI:** Biên LNG được tối ưu từ vườn cây trẻ và chi phí nhân công thấp. Biên độ tăng trưởng LN lớn trong Q3 & Q4/17 khi giá bán cao và không còn ghi lỗ thanh lý trong 2016.
- **TRC:** Cấu trúc hoạt động đơn giản và tập trung vào CSTN nên sức bật trong tăng trưởng LN không bị pha loãng trong tình hình đầu ra thuận lợi.

Diễn biến chỉ số ngành (30/12/2016 = 100)



## CTCP Cao Su Tây Ninh (TRC)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
30.900 VND	37.400 VND	4,9%	MUA	Vật liệu cơ bản

### Thông tin cổ phiếu

KLGDBQ (3 tháng)	119.371
Thị giá vốn (tỷ VND)	856,28
SL CP đang lưu hành (tháng)	28,4
Free float (%)	40%

### Cơ cấu sở hữu

	%
Tập đoàn Cao su Việt Nam	62
America LLC	5
Khác	33

### Cập nhật KQKD và dự phóng

- Tăng tốc thanh lý gỗ cao su trong 2017 mang về thêm 29% LN phụ trội trên con số được chúng tôi ước tính trước đó.
- Do giảm tỷ lệ trích quỹ khen thưởng xuống còn 20% LNST 2016, chúng tôi giữ lại 5% LNST từ việc trích quỹ của các năm dự phóng để nâng tỷ lệ cổ tức và cải thiện dòng tiền.
- Khi cập nhật tính giá CSTN, chúng tôi thực hiện điều chỉnh kỳ vọng tăng trưởng giá bán 2017 giảm xuống mức 20% yoy (-10 điểm %).
- Giá CSTN tăng nóng đã giúp TRC hoàn thành 32% kế hoạch LNST 2017 và tăng khả năng vượt chỉ tiêu trong mùa cao điểm thu hoạch sắp tới.
- Sau điều chỉnh dự phóng, kỳ vọng EPS 2017 vẫn giữ mức tăng trưởng tích cực 58% yoy.

TỔNG QUAN TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	363	350	446
Biên lợi nhuận gộp	18,6%	17,5%	19,8%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	55	70	108
Lợi nhuận trên cổ phiếu (VND)	1.881	2.390	3.714

## CTCP Đầu tư Cao Su Đắk Lắk (DRI)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
12.300 VND	19.000 VND	9,8%	MUA	Vật liệu cơ bản

### Thông tin cổ phiếu

KLGD TB (3 tháng)	N.A
Thị giá vốn (VNDbn)	951,6
SL CP đang lưu hành (triệu)	73,2
Free float (%)	35%

### Cơ cấu sở hữu

	%
MTV Cao su Đắk Lắk	66,6
Khác	33,4

### TỔNG QUAN CÔNG TY

- Quản lý và khai thác 8.800 ha vườn cao su tại Lào cho tổng sản lượng đối đa 22.000 tấn/năm.
- Do bắt đầu được khai thác từ 2009, tuổi cạo trung bình của vườn cây hiện là 3,5 năm.

### TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Biên LNG cao nhất ngành (34%) do lợi thế từ chi phí sản xuất
- Năng suất cạo cao và có thời gian thu hoạch dài hơn
- Giá bán CSTN 2017 kỳ vọng tăng trưởng 20% yoy
- Ưu đãi thuế suất tại Lào giảm bớt chi phí thuế hàng năm.
- Chưa phải trích quá nhiều LNST cho quỹ khen thưởng.
- Cổ tức tiền mặt ước tính có thể đạt tỷ lệ 12% dựa trên kịch bản giá bán tích cực.

TỔNG QUAN TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	413	401	497
Biên lợi nhuận gộp	21%	34%	40%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	(1)	22	118
Lợi nhuận trên cổ phiếu (VND)	(20)	296	1.616



# Hiệu quả khuyến nghị của VNDIRECT

---



## Hiệu quả các KN Mua đang mở

Mã CP	Vốn hóa (tỷ VND)	Ngày KN	Giá điều chỉnh ngày KN	Giá điều chỉnh 11/07/2017	Giá mục tiêu	Hiệu quả KN (%)	Thời gian KN (ngày)
ACV	111.229,60	04/07/2017	50.500	51.000	58.600	0,99%	7
KBC	7.586,63	23/06/2017	17.100	16.150	22.400	-5,56%	18
DRI	862,88	23/05/2017	8.000	11.800	19.000	47,50%	49
MBB	36.310,11	15/05/2017	16.500	21.200	20.000	28,48%	57
BMC	223,07	13/04/2017	20.848	18.000	26.957	-13,66%	89
NLG	4.425,92	13/04/2017	25.884	28.150	31.339	8,75%	89
PTB	2.913,43	13/04/2017	107.200	112.400	132.428	4,85%	89
QNS	20.191,87	13/04/2017	94.806	82.700	109.185	-12,77%	89
CNG	857,24	17/03/2017	34.500	31.750	40.600	-7,97%	116
VGC	8.198,40	15/03/2017	14.300	19.200	18.400	34,27%	118
HDG	2.457,01	09/02/2017	23.336	32.350	31.340	38,63%	152
TRC	827,15	08/02/2017	28.782	28.400	35.585	-1,33%	153
HAX	1.127,44	06/02/2017	26.750	48.300	35.000	80,56%	155
TDH	1.285,75	22/11/2016	8.276	15.750	13.957	90,31%	231
CHP	3.578,39	10/10/2016	19.303	28.400	26.110	47,13%	274
CTI	1.756,80	07/10/2016	27.412	28.800	36.521	5,06%	277
BMI	2.544,21	06/10/2016	27.004	27.850	35.684	3,13%	278
CTG	72.978,73	01/07/2016	16.312	19.600	20.700	20,16%	375
FPT	25.269,83	11/04/2016	33.915	47.600	49.662	40,35%	456
VSC	2.751,65	14/03/2016	62.055	60.400	70.900	-2,67%	484

## Khuyến cáo

---

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.



**CTCP Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – HN

Tel: +84 439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>