

# ĐỊNH HƯỚNG NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU

**Tháng 03/2017**

---

## Bảng tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Công nghệ, Viễn thông, Bán lẻ</b>											
CTCP FPT	FPT	MUA	21.015	46.000	71.000	57,6%	4.571	17,2%	10,1x	1,9x	15,5x
CTCP Viễn thông FPT	FOX	KHẢ QUAN	13.160	96.000	105.000	12,5%	7.721	28,1%	12,4x	3,5x	13,6x
CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động	MWG	MUA	26.778	174.000	223.000	29,7%	15.414	43,3%	16,0x	7,0x	11,2x
<b>Bảo hiểm phi nhân thọ</b>											
Tổng CTCP Bảo Minh	BMI	MUA	2.503	27.400	38.236	40%	1.700	-17%	13,1x	1,1x	16,1x
Tổng CTCP Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam	VNR	MUA	3.211	24.500	33.803	38%	1.960	7%	13,1x	1,1x	12,5x
<b>Bất động sản</b>											
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	MUA	3.198	22.500	27.747	23%	3.138	32%	9,3x	1,0x	7,2x
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC	MUA	6.741	14.350	18.476	29%	1.341	19%	12,1x	0,8x	10,7x
<b>Cao su tự nhiên</b>											
CTCP Cao su Tây Ninh	TRC	MUA	877	30.100	42.305	40,5%	5.200	2.797	12,5	0,6	5,8
<b>Hàng tiêu dùng</b>											
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS	KHẢ QUAN	23.124	122.500	142.000	17,1%	9.091	1,9%	13,5x	3,7x	15,6x
CTCP Sữa Việt Nam	VNM	KHẢ QUAN	189.700	129.900	146.000	15,5%	6.342	9,4%	20,5x	7,1x	23,0x
<b>Điện</b>											
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2	PHTT	8.909	30.950	32.000	3,4%	3.431	-10,2%	8,12x	1,8x	9,0x
<b>Xây dựng</b>											
CTCP Xây dựng Cotecons	CTD	MUA	15.666	200.000	240.000	26%	24.400	32,1%	10,8x	2,4x	8,2x
<b>Cảng biển</b>											
CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	VSC	MUA	2.605	57.000	78.400	35,2%	6.532	18,6%	10,5x	1,8x	6,8x

CTCP Gemadept	GMD	PHTT	6.415	37.000	33.000	-10,8%	2.816	18,6%	17,4x	1,3x	13,1x
<b>Thép</b>											
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG	PHTT	35.269	42.000	44.000	4,7%	7.129	-9%	5,4x	1,8x	5,9x
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG	PHTT	9.296	46.300	51.460	11%	7.917	3,6%	6,3x	2,3x	6,1x
CTCP Thép Nam Kim	NKG	PHTT	2.410	36.500			6.179	-21%	4,7x	1,6x	6,0x
<b>Dầu khí và Các sản phẩm từ dầu</b>											
Tổng công ty Khí Việt Nam	GAS	PHTT	104.851	54.700	48.900	-5,1%	3.420	-7,5%	14,7x	2,7x	15,9x
Tổng Công ty CP Dịch Vụ Dầu Khí Việt Nam	PVS	PHTT	7.862	17.600	17.460	-4,9%	1.991	-9,9%	7,9x	0,8x	8,8x
CTCP Phân bón Bình Điền	BFC	KHẢ QUAN	2.135	37.000	40.700	+16,2%	5.113	+5,6%	7,6x	2,4x	8,0x

Nguồn: MBS sự phóng

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá hiện tại (10/03/2017)	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng	BVPS 2017F	P/B 2016	Forward P/B 2017	LTM P/E	Forward P/E 2017
<b>Ngân hàng</b>											
Ngân hàng TMCP Quân đội	MBB	MUA	24.149	14.400	21.000	45,0%	16.295	0,86x	0,88x	7,80x	6,44x
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB	MUA	13.772	15.000	19.000	17,0%	14.620		1,03x	3,39x	2,95x

Nguồn: MBS sự phóng

- **Công nghệ, viễn thông và bán lẻ: Tiềm năng còn hấp dẫn trong tương lai**
  - CTCP FPT (FPT : HSX – MUA, lợi nhuận đầu tư kỳ vọng +57,6%): Tăng trưởng hai con số quay trở lại
  - CTCP Viễn thông FPT (FOX : Upcom – KHẢ QUAN, +12,5%): Tăng trưởng lợi nhuận hấp dẫn nhờ hết khấu hao
  - CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG : HSX – MUA, +28,2%): Thời điểm bước ngoặt cho một triển vọng dài
- **Ngân hàng: Cơ hội mua đón đầu điểm rơi lợi nhuận năm 2017**
  - Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB : OTC – MUA, +39,8%): Tăng trưởng lợi nhuận cao giúp đưa VPB trở thành NHTMCP tư nhân có lợi nhuận dẫn đầu
  - Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB : HSX – MUA, +55%): Thời điểm tăng trưởng lợi nhuận mạnh đã đến
- **Bảo hiểm phi nhân thọ: Tiềm năng tăng trưởng lớn đi kèm cạnh tranh khốc liệt**
  - Tổng CTCP Bảo Minh (BMI : HSX – MUA, +40%): Hiệu quả hoạt động cải thiện, danh mục đầu tư lành mạnh
  - Tổng CTCP Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam (VNR : HNX – MUA, +38%): Hoạt động đặc thù, định giá hấp dẫn
- **Bất động sản: Phát triển theo hướng bền vững hơn**
  - CTCP Đầu tư Nam Long (NLG : HSX – MUA, +29%): Tăng trưởng cao trong 2017 và bền vững trong dài hạn
  - Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC : HSX – MUA, +48,3%): Tiếp tục hưởng lợi nhờ làn sóng FDI

- **Cao su tự nhiên: “Vàng trắng” trở lại?**
  - CTCP Cao su Tây Ninh (TRC : HSX – MUA, +44%): Doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ giá cao su hồi phục
- **Hàng tiêu dùng: Một vài mối lo thu hẹp biên lợi nhuận**
  - CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS : Upcom – KHẢ QUAN, +17,1%): Nhà sản xuất sữa đậu nành hàng đầu
  - CTCP Sữa Việt Nam (VNM : HSX – KHẢ QUAN, +15,5%): Biên lợi nhuận 2017 có thể giảm nhưng tiềm năng tăng trưởng tương lai còn nhiều
- **Ngành điện: Chuẩn bị cho cuộc cách mạng toàn diện**
  - CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2 : HSX – PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, +9,7%): Khó khăn chồng chất trong năm 2017
- **Xây dựng: Khi rủi ro tăng cao, ai là người có bước chuyển mình hợp lý?**
  - CTCP Xây dựng Coteccons (CTD : HSX – MUA, +26%): Khẳng định vị thế dẫn đầu
- **Cảng biển: Tiếp tục đà tăng trưởng**
  - CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC : HSX – MUA, +38,6%): Vip Green tạo đà tăng trưởng
  - CTCP Gemadept (GMD : HSX – PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, -5,5%): Rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi
- **Thép: 2017 có phải là năm tiếp tục tăng trưởng?**
  - CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG : HSX – PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, +7,2%): Năm của xây dựng đầu tư
  - CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG : HSX – KHẢ QUAN, +13%): Lợi nhuận khó tăng mạnh
- **Dầu khí và các sản phẩm từ dầu**
  - Tổng công ty khí Việt Nam (GAS : HSX – PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, -5,1%): Tập trung nguồn lực để xây dựng dự án lớn
  - CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS : HNX – PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, +4,9%): Tiếp tục khó khăn trong năm 2017
  - CTCP Phân bón Đình Điền (BFC : HSX – KHẢ QUAN, +16%): Vị thế đầu ngành tiếp tục khai phá thị trường

## MỤC LỤC

<b>NGÀNH CÔNG NGHỆ, VIỄN THÔNG VÀ BÁN LẺ .....</b>	<b>6</b>
Công ty cổ phần FPT (FPT : HSX) .....	8
CTCP Viễn thông FPT (FOX : Upcom) .....	14
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG : HSX) .....	18
<b>NGÀNH NGÂN HÀNG .....</b>	<b>25</b>
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB : OTC) .....	28
Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB : HSX) .....	31
<b>NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ .....</b>	<b>34</b>
Tổng Công ty Cổ phần Bảo Minh (BMI : HSX) .....	37
TCT CP Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam (VNR : HNX) .....	40
<b>NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN .....</b>	<b>43</b>
CTCP Đầu tư Nam Long (NLG : HSX) .....	46
Tổng công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC : HSX) .....	48
<b>NGÀNH CAO SU .....</b>	<b>50</b>
CTCP Cao su Tây Ninh (TRC : HSX) .....	54
<b>NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG .....</b>	<b>58</b>
CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS : Upcom) .....	59
CTCP Sữa Việt Nam (VNM : HSX) .....	64
<b>NGÀNH ĐIỆN .....</b>	<b>69</b>
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2 : HSX) .....	71
<b>NGÀNH XÂY DỰNG .....</b>	<b>73</b>
CTCP Xây dựng Cotecons (CTD : HSX) .....	76
<b>NGÀNH CẢNG BIỂN .....</b>	<b>78</b>
CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC : HSX) .....	80
CTCP Gemadept (GMD : HSX) .....	83
<b>NGÀNH THÉP .....</b>	<b>86</b>
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG : HSX) .....	89
CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG : HSX) .....	93
<b>NGÀNH DẦU KHÍ VÀ CÁC SẢN PHẨM TỪ DẦU .....</b>	<b>96</b>
Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS : HSX) .....	97
TCTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS : HNX) .....	100
CTCP Phân bón Bình Điền (BFC : HSX) .....	104

## NGÀNH CÔNG NGHỆ, VIỄN THÔNG VÀ BÁN LẺ

**Viễn thông: Tỷ lệ sử dụng internet còn thấp, thể hiện tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn trong tương lai**

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Công nghệ &amp; Viễn thông</b>											
CTCP FPT	FPT	MUA	21.015	46.000	71.000	57,6%	4.571	17,2%	10,1x	1,9x	15,5x
CTCP Viễn thông FPT	FOX	KHẢ QUAN	13.160	96.000	105.000	12,5%	7.721	28,1%	12,4x	3,5x	13,6x

### Tiêu điểm

- Tính đến cuối năm 2016, Việt Nam sở hữu 9 triệu thuê bao internet cố định (+19% n/n), 79 triệu thuê bao sim 2G (-6% n/n) và 45 triệu thuê bao sim 3G (+26% n/n). Trong 3 chỉ tiêu này, chỉ duy nhất chỉ tiêu sim 2G ghi nhận kết quả tăng trưởng, thể hiện xu hướng rõ ràng trong việc chuyển dịch sang các sản phẩm công nghệ cao ở nước ta. Chúng tôi cũng muốn nêu lên một thực tế khác trong mảng dịch vụ internet cố định, tỷ lệ thuê bao cáp đồng xDSL chỉ còn chiếm 19% tổng số lượng thuê bao, sau 2 năm thực hiện quang hóa.
- Mặc dù tăng trưởng mạnh, tuy nhiên, tỷ lệ sử dụng internet trên hộ gia đình ở Việt Nam vẫn còn thấp, ~ 30% (hầu hết người dùng cư trú tại thành phố lớn). Con số này thể hiện tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn của ngành Viễn thông ở Việt Nam; tuy nhiên, nó cũng hàm ý tốc độ tăng trưởng sẽ phụ thuộc rất nhiều vào khả năng đô thị hóa quốc gia của Chính phủ.
- Trong khi mảng dịch vụ internet cố định được nâng cấp khá nhanh, mảng dịch vụ internet di động với sim 4G vẫn đang trong giai đoạn tiền thực hiện.
- Về thị phần trong mảng cung cấp dịch vụ internet cố định, VNPT vẫn đang chiếm vị trí số 1, với thị phần ~ 50% (chỉ tính riêng thuê bao xDSL và FTTx). Theo sát sau đó là Viettel (29%) và FPT (20%). Trong 3 đối thủ này, Viettel ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng nhất (35% tăng trưởng số lượng thuê bao), nhờ chính sách giá cạnh tranh.
- Các dịch vụ internet cố định cao cấp khác như CATV ghi nhận tăng trưởng x2 thuê bao. Tuy nhiên, mật độ phổ biến vẫn chưa thật đáng kể, khi con số thuê bao tính đến cuối năm 2016 chỉ mới dừng lại ở ~ 600.000 thuê bao.
- Về thị trường chứng khoán, CTCP Viễn thông FPT – một thành viên của CTCP FPT niêm yết trên sàn Upcom ngày 13/01/2017 vừa qua. Trong khi đó, kế hoạch niêm yết của một ông lớn khác là Mobifone vẫn đang trong giai đoạn chờ đợi.

### Triển vọng lợi nhuận 2017

- Chúng tôi kỳ vọng vòng đời của sản phẩm internet mới – cáp quang – sẽ tương tự như sản phẩm cáp đồng trước kia là 10 năm. Như vậy, khả năng tăng trưởng của các công ty viễn thông lớn cung cấp dịch vụ này sẽ vẫn hấp dẫn trong giai đoạn trung hạn.
- Tuy nhiên, doanh thu trên 1 thuê bao (ARPU) kỳ vọng sẽ giảm dần trong giai đoạn tiếp theo khi các doanh nghiệp mở rộng mạng lưới khách hàng về vùng nông thôn.
- Một số công ty viễn thông lớn, sau giai đoạn đầu tư xây dựng hệ thống cáp quang và phải trích chi phí khấu hao lớn trong 2 năm vừa qua, được kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc khi khoản chi phí này không còn.

## Ngành bán lẻ công nghệ

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ VND)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng) (VND)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (VND)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Bán lẻ</b>											
CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động	MWG	MUA	26.778	174.000	223.000	29,7%	15.414	43,3%	16,0x	7,0x	11,2x

- Trong năm 2016, thị trường bán lẻ mặt hàng công nghệ điện tử đạt mức 195 nghìn tỷ đồng, tăng 16,1% so với năm 2015. Trong đó, sản phẩm điện máy điện tử tăng trưởng mạnh nhất với tốc độ 28,3% do nhu cầu tiêu thụ tivi từ các sự kiện thể thao.
- Thị trường điện thoại di động vẫn giữ tốc độ tăng trưởng tốt trên 20% như những năm trước đây dù tỷ lệ smartphone đã chiếm 90% doanh thu thị trường. Chúng tôi kỳ vọng thị trường bán lẻ điện thoại di động vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong dài hạn do cải tiến về tính năng và sự gia nhập của các ứng dụng bên thứ ba.
- Thị trường tiêu thụ laptop ngược lại trong năm 2016 lại sụt giảm mạnh 12,9% so với các năm trước do sự thay thế sử dụng thiết bị di động và dự báo sẽ tiếp tục trong các năm tiếp theo.
- Thị trường bán lẻ công nghệ điện tử đang có xu hướng tập trung dần vào các chuỗi lớn. Cuối năm 2016, thị phần của các chuỗi bán lẻ trong thị trường điện thoại di động tăng lên 80%. Thị phần của chuỗi bán lẻ điện máy tăng lên 65% và có xu hướng tiếp tục tăng.

# Công ty cổ phần FPT (FPT : HSX)

## Báo cáo cập nhật

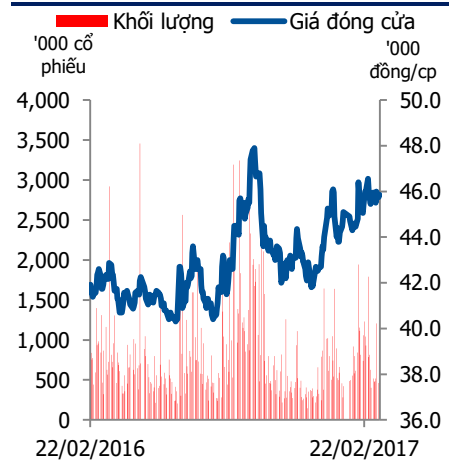
10/03/2017

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)	71.000
Tiềm năng tăng giá	54,3%
Cổ tức tiền mặt (đồng)	15,0%
Suất sinh lợi cổ tức	3,3%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	57,6%

### Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	46.000
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	459,4
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	459,3
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	21.015
% sở hữu nước ngoài	49%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

### Biểu đồ giá



### Liên hệ

**Nguyễn Thạch Thảo**

Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Bán lẻ

E: [Thao.NguyenThach@mbs.com.vn](mailto:Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)

M: +84 907 655 495

## Tăng trưởng hai con số quay trở lại

- Một trong những công ty gia công phần mềm và giải pháp phần mềm lớn nhất Việt Nam, thị phần vươn ra cả thị trường nước ngoài (Nhật Bản, EU, Mỹ, các nước mới nổi, v.v). Công ty đang mở rộng quy mô nguồn nhân lực CNTT để nắm bắt cơ hội từ triển vọng ổn định của thị trường toàn cầu cũng như sự phục hồi của thị trường trong nước.
- Đứng vị trí thứ ba về thị phần trong lĩnh vực viễn thông của Việt Nam. FPT thực hiện nâng cấp hệ thống internet từ xDSL (cáp đồng) sang FTTx (cáp quang) từ năm 2014. Giai đoạn ghi nhận chi phí đầu tư lớn được kỳ vọng sắp đến hồi kết thúc.
- Thoái vốn tại FPT Retail và Trading, phân khúc với triển vọng tăng trưởng khiêm tốn, sẽ giúp nâng cao hiệu suất kinh doanh của FPT.
- Duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FPT, nâng giá mục tiêu lên **71.000** đồng.

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Tỷ đồng	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	37.927	39.531	45.236	50.702	55.987
Trong đó					
Công nghệ	8.630	9.975	11.030	12.567	14.214
Viễn thông	5.567	6.666	7.624	8.663	9.650
Phân phối & Bán lẻ	25.637	23.183	26.194	29.071	31.702
Giáo dục	586	890	846	913	986
NTT	2.851	3.014	3.617	4.339	4.967
Lợi nhuận ròng	1.931	1.991	2.333	2.799	3.204
EPS pha loãng (đồng)	3.783	3.900	4.571	5.484	6.277
Tăng trưởng (%)	18,3%	3,1%	17,2%	20,0%	14,5%
P/E	12,2	11,8	10,1	8,4	7,3
ROE (%)	23,4%	22,0%	22,5%	23,1%	22,9%

Nguồn: FPT, MBS dự phóng

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu FPT với quan điểm triển vọng 2017 tốt hơn dù không cần kỳ vọng về thoái vốn, khi cân nhắc đến (1) tốc độ tăng trưởng 2 con số trong giai đoạn 3 năm tiếp theo và (2) định giá hấp dẫn hiện tại.

- **Doanh thu của 3 trên 4 mảng kỳ vọng có tốc độ tăng trưởng 2 con số ....** Cụ thể, mảng Công nghệ - 11%, Viễn thông - 11% và Bán lẻ - 28% n/n cho năm 2017. Trong khi đó, mảng Phân phối sau năm 2016 ghi nhận kết quả thất vọng do mất hợp đồng từ Apple và Nokia, kì vọng 2017 có thể duy trì được kết quả tương đương năm trước. Doanh thu thuần tập đoàn vì thế được kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng ở mức 14% n/n cho năm 2017.
- **... biên lợi nhuận kỳ vọng được mở rộng nhẹ,** nhờ (1) mảng Giải pháp phần mềm bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ các dự án dài hạn, (2) mảng Viễn thông giảm chi phí khấu hao từ dự án quang hóa và (3) sự cải thiện dần biên lợi nhuận của mảng Bán lẻ sau năm 2016 có tốc độ mở cửa hàng khá lớn. Nhờ đó, cho năm 2017, lợi nhuận ròng kỳ vọng tăng trưởng 17% n/n và EPS pha loãng đạt 4.571 đồng/cổ phiếu.
- Với kỳ vọng nêu trên, cổ phiếu FPT đang được giao dịch ở mức P/E 10,1 lần cho năm 2017 so với P/E Vn-Index là 16,6 lần. Mức P/E này đặc biệt hấp dẫn khi cân nhắc đến quy mô vốn hóa của doanh nghiệp và sự cải thiện trong khả năng tăng trưởng của FPT. **MUA, giá mục tiêu 71.000 đồng/cổ phiếu.**



## Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2016

Năm 2016 của FPT kết thúc không như mong đợi (mặc dù vẫn vượt kỳ vọng của chúng tôi), với lợi nhuận ròng tăng trưởng nhẹ 3,1% n/n, hoàn thành ~ 96% kế hoạch năm. Trong đó, từng mảng hoạt động có kết quả khá phân hóa, cụ thể như sau:

**Biểu 1: Tổng hợp kết quả kinh doanh của FPT năm 2016**

Tỷ trọng	2015	2016	Tăng trưởng n/n	% so với dự phóng của MBS	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>37.927</b>	<b>39.531</b>	<b>4,2%</b>	<b>114%</b>	
<b>Công nghệ</b>	<b>8.630</b>	<b>9.975</b>	<b>15,6%</b>	<b>106%</b>	- Sự hồi phục của phân khúc Tích hợp hệ thống (phần cứng). Cụ thể, mảng kinh doanh này ghi nhận doanh thu sớm hơn dự kiến cho một hợp đồng lớn cung cấp dịch vụ CNTT và trung tâm dữ liệu (data center) cho 1 dự án thu phí cầu đường điện tử.
Phần mềm	5.228	6.301	20,5%		
<i>Gia công phần mềm</i>	<i>4.130</i>	<i>5.181</i>	<i>25,5%</i>		
<i>Giải pháp phần mềm</i>	<i>1.098</i>	<i>1.120</i>	<i>2,0%</i>		- Tốc độ hoàn thành dự án nhanh hơn của mảng Giải pháp phần mềm cũng đóng góp vào kết quả này.
Tích hợp hệ thống (phần cứng)	2.530	2.800	10,7%		- Mảng Gia công phần mềm có kết quả dưới kỳ vọng do đột biến bất ngờ từ thị trường Mỹ. Khách hàng lớn chiếm 50% doanh số thị trường Mỹ của FPT bị sáp nhập, và công ty nhận sáp nhập lựa chọn công ty gia công khác ngoài FPT.
Dịch vụ CNTT	873	874	0,1%		
<b>Viễn thông</b>	<b>5.567</b>	<b>6.666</b>	<b>19,7%</b>	<b>104%</b>	- Tốc độ tăng trưởng số lượng thuê bao cao hơn kỳ vọng (21% thực tế so với 14% kỳ vọng).
Viễn thông	5.192	6.176	19,0%		
Nội dung số	375	490	30,7%		
<b>Phân phối &amp; Bán lẻ</b>	<b>25.637</b>	<b>23.183</b>	<b>-9,6%</b>	<b>113%</b>	- Mảng phân phối giảm do mất hợp đồng từ Apple và Nokia (khi các nhà bán lẻ có thể nhập hàng trực tiếp từ nhà sản xuất). Mảng phân phối sản phẩm CNTT tăng trưởng tốt ở 8%.
Phân phối	17.795	12.598	-29,2%		
Bán lẻ	7.842	10.585	35,0%		- Mảng bán lẻ di động tăng trưởng khá hơn ngành. Cuối năm 2016, FPT Shop sở hữu ~ 400 cửa hàng (+60% n/n).
<b>Khác (bao gồm loại trừ hợp nhất)</b>	<b>(1.908)</b>	<b>(294)</b>	<b>-84,6%</b>		
<b>LNTT</b>	<b>2.851</b>	<b>3.014</b>	<b>5,7%</b>	<b>113%</b>	
<b>Công nghệ</b>	<b>926</b>	<b>1.101</b>	<b>18,9%</b>	<b>114%</b>	
Phần mềm	732	930	27,0%		
<i>Gia công phần mềm</i>	<i>634</i>	<i>855</i>	<i>34,9%</i>		
<i>Giải pháp phần mềm</i>	<i>98</i>	<i>75</i>	<i>-23,5%</i>		
Tích hợp hệ thống (phần cứng)	88	69	-21,9%		
Dịch vụ CNTT	106	103	-3,2%		
<b>Viễn thông</b>	<b>1.041</b>	<b>1.198</b>	<b>15,1%</b>	<b>120%</b>	- Lợi nhuận tài chính đột biến từ bán công ty con của FPT Online (mảng nội dung số)
Viễn thông	874	944	8,0%		
Nội dung số	167	254	52,3%		
<b>Phân phối &amp; Bán lẻ</b>	<b>729</b>	<b>545</b>	<b>-25,3%</b>	<b>99%</b>	- Biên lợi nhuận trước thuế giảm xuống 0,7% từ 2,3%, do chi phí mở cửa hàng lớn chưa kịp được bù đắp bởi doanh thu.
Phân phối	549	470	-14,4%		
Bán lẻ	180	75	-58,3%		
<b>Khác (bao gồm loại trừ hợp nhất)</b>	<b>155</b>	<b>170</b>	<b>9,3%</b>		

(Nguồn: FPT, MBS Research)

## Dự phóng lợi nhuận 2017

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của FPT trong năm 2017 sẽ tốt hơn nhiều so với năm trước đó.  
Cụ thể:

- **Công nghệ:** Doanh thu tăng trưởng 11% và LNTT tăng trưởng 12% chủ yếu nhờ đóng góp của mảng Phần mềm.
  - # Gia công phần mềm ở các thị trường ngoài Mỹ kỳ vọng duy trì được tốc độ tăng trưởng tự nhiên tương đương năm 2016. Riêng đối với thị trường Mỹ, chúng tôi thận trọng dự phóng hợp đồng với khách hàng Mỹ nêu trên sẽ tiếp tục giảm.
  - # Giải pháp phần mềm kỳ vọng tiếp tục nhận được nhiều hợp đồng hơn từ các thị trường mới nổi, và điều này giúp kết quả kinh doanh ổn định hơn.
  - # Mảng Tích hợp hệ thống sau năm 2016 tăng trưởng ấn tượng kỳ vọng sẽ giảm nhẹ theo như xu hướng chuyển từ phần cứng sang phần mềm của thị trường CNTT Việt Nam.
  - # Biên lợi nhuận cải thiện nhẹ khi các dự án Giải pháp phần mềm (hợp đồng dài hạn ký từ năm 2015-2016) hoàn thành và được ghi nhận vào kết quả kinh doanh.
- **Viễn thông:** Doanh thu tăng trưởng 14% và LNTT tăng trưởng 29% chủ yếu nhờ đóng góp của mảng công ty con CTCP Viễn thông FPT (FOX: Upcom).
  - # Số lượng thuê bao internet kỳ vọng tăng trưởng 16%, thấp hơn kết quả 2016 do mở rộng sang các thành phố cấp 2 sẽ làm tốc độ tăng trưởng chững nhẹ. Ngoài ra, doanh thu trên 1 thuê bao (ARPU) kỳ vọng giảm nhẹ, cũng do mở rộng về vùng thu nhập thấp hơn.
  - # Biên lợi nhuận cải thiện mạnh nhờ chi phí khấu hao giảm. Chúng tôi sẽ giải thích chi tiết hơn ở mục phân tích về CTCP Viễn thông FPT (FOX).
- **Phân phối:** Doanh thu và LNTT tăng trưởng 1%. Hiện tại cơ cấu doanh thu của FPT Trading là 62% thuộc về phân phối các sản phẩm CNTT, so với 41% của năm 2015, nên khả năng giảm do ảnh hưởng từ các nhà bán lẻ di động đã giảm nhiều.
- **Bán lẻ:** Doanh thu tăng trưởng 27% và LNTT tăng trưởng 80%, nhờ (1) mở thêm cửa hàng, nâng từ 400 cửa hàng lên 500 cửa hàng và (2) cải thiện biên lợi nhuận dần sau năm 2016 mở rộng khá nhiều, cụ thể biên LNTT có thể đạt 1% so với 0,7% của năm 2016.

Tổng kết, năm 2017, doanh thu thuần tập đoàn kỳ vọng tăng trưởng 14% và lợi nhuận ròng kỳ vọng đạt 17% n/n. EPS pha loãng theo đó có thể đạt 4.571 đồng/cổ phiếu (+17% n/n).

## Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp để định giá cổ phiếu FPT: (1) phương pháp Chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp Tổng các thành phần.

## Phương pháp Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF để định giá cổ phiếu FPT. Giá mục tiêu theo phương pháp này được ước tính là 75.681 đồng/cổ phiếu.

**Biểu 2: Phương pháp Chiết khấu dòng tiền**

Tỷ đồng		2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>FCF</b>		28	2.140	2.673	3.310	3.968
WACC	9,9%					
Năm dự phóng		0,75	1,75	2,75	3,75	4,75
Số chiết khấu		0,93	0,85	0,78	0,71	7,30
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền FCF</b>		26	1.821	2.073	2.340	28.958
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền FCF	8.817		<b>Số chiết khấu</b>			
Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	26.400		Beta			0,68
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>35.218</b>		Lãi suất phi rủi ro			5,90%
(+) Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	9.485		Chi phí vốn chủ sở hữu			12,3%
(-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	-9.939		Chi phí vốn vay			4,2%

<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>34.764</b>	<b>WACC</b>	9,9%
Số lượng cp đang lưu hành (triệu cp)	459,3		
<b>Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>75.681</b>		

(Nguồn: MBS Research)

**Phương pháp Tổng các thành phần**

Phương pháp đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu FPT ở mức 65.326 đồng/cổ phiếu. Trong đó, chúng tôi lấy P/E hợp lý của Vn-Index ở mức 13 lần.

**Biểu 3: Phương pháp Tổng các thành phần**

Tỷ trọng	Lợi nhuận ròng 2017	P/E tương đối	P/E tuyệt đối	Giá trị vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của FPT	Định giá
Mảng Công nghệ	1.065	1,1	13,7	14.621	100%	14.621
Mảng Viễn thông	1.313	1,3	15,8	20.742	45,6%	9.458
Mảng Phân phối & Bán lẻ	487	0,7	8,1	3.950	100%	3.950
Mảng Giáo dục	165	1,0	12,0	1.978	100%	1.978
<b>TỔNG CỘNG</b>						<b>30.007</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)						459,3
<b>Giá trị 1 cổ phiếu</b>						<b>65.326</b>

(Nguồn: MBS Research)

**Biểu 4: Các công ty so sánh**

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường	P/E	P/B	P/E tương đối	ROA	ROE	Tăng trưởng doanh thu trung bình 3 năm
<b>Viễn thông</b>		(triệu USD)						
Telekom Malaysia BHD	Malaysia	5.298	30,5	3,1	1,8	10%	3%	4%
KazakhTelecom	Kazakhstan	636	9,1	0,5	1,3	25%	18%	3%
Sri Lanka Telecom PLC	Sri Lanka	422	13,3	0,9	1,1	7%	4%	7%
Reliance Communications Ltd	Ấn Độ	1.291	12,6	0,2	0,6	2%	1%	4%
Globe Telecom Inc	Philippines	5.236	17,2	4,3	0,9	26%	7%	10%
Far Eastone Telecomm Co Ltd	Đài Loan	7.905	21,5	3,4	1,3	16%	8%	2%
Indosat TBK PT	Indonesia	2.847	57,8	2,9	2,4	5%	1%	6%
Idea Cellular Ltd	Ấn Độ	5.741	76,5	1,6	3,6	2%	1%	17%
XI Axiata TBK PT	Indonesia	2.264	71,8	1,4	2,9	2%	1%	0%
Intouch Holdings PCL	Thái Lan	4.889	10,5	6,3	0,6	62%	29%	7%
Thaicom PCL	Thái Lan	594	12,9	1,1	0,8	9%	5%	7%
<b>Trung bình</b>		<b>2.847</b>	<b>17,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>9%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>
Trung vị		3.375	30,3	2,4	1,6	15%	7%	6%
<b>Công nghệ &amp; Dịch vụ CNTT</b>								
Sinsoft Technology Group Lt	Trung Quốc	567	14,9	2,7	1,1	18%	20%	24%
Shenzhen Das Intellitech-A	Trung Quốc	1.385	54,3	4,6	1,2	6%	10%	28%
Wangsu Science & Technolog-A	Trung Quốc	8.018	33,9	6,2	0,8	22%	26%	55%
<b>Trung bình</b>		<b>1.385</b>	<b>33,9</b>	<b>4,6</b>	<b>1,1</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>28%</b>
Trung vị		3.323	34,4	4,5	1,1	15%	19%	36%
<b>Phân phối và Bán lẻ</b>								

PET	Việt Nam	41	6,4	0,6	0,4	3%	10%	-3%
MWG	Việt Nam	1.161	16,0	6,8	1,0	14%	50%	68%
<b>Trung bình</b>		<b>601,1</b>	<b>11,2</b>	<b>3,7</b>	<b>0,7</b>	<b>8%</b>	<b>30%</b>	<b>0%</b>
Trung vị		1.161	16,0	6,8	1,0	14%	50%	1%
<b>CTCP FPT</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>1.417</b>	<b>11,7</b>	<b>2,2</b>	<b>0,7</b>	<b>7%</b>	<b>20%</b>	<b>14%</b>

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

**Tổng kết định giá****Biểu 5: Tổng kết định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)
Chiết khấu dòng tiền	50%	75.681
Tổng các thành phần	50%	65.326
<b>TRUNG BÌNH</b>	<b>100%</b>	<b>71.000</b>

(Nguồn: MBS Research)

Tổng hợp, chúng tôi định giá cổ phiếu FPT ở mức 71.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 54,3%. Cộng với suất sinh lợi cổ tức 3,3%, lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu FOX được ước tính ở mức 57,6%. **MUA.**

**Phụ lục****Biểu 6: Dự phóng kết quả kinh doanh**

KQKD (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>32.645</b>	<b>37.960</b>	<b>39.531</b>	<b>45.236</b>	<b>50.702</b>	<b>55.987</b>	<b>61.019</b>	<b>66.779</b>
Tăng trưởng (%)	20,8%	16,3%	4,1%	14,4%	12,1%	10,4%	9,0%	9,4%
COGS	26.371	30.466	31.093	35.415	39.425	43.371	47.054	51.229
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.273</b>	<b>7.494</b>	<b>8.438</b>	<b>9.821</b>	<b>11.277</b>	<b>12.616</b>	<b>13.965</b>	<b>15.550</b>
Tăng trưởng (%)	13,3%	19,5%	12,6%	16,4%	14,8%	11,9%	10,7%	11,4%
Biên lợi nhuận (%)	19,2%	19,7%	21,3%	21,7%	22,2%	22,5%	22,9%	23,3%
Chi phí bán hàng	1.703	2.227	2.638	3.005	3.345	3.680	3.993	4.347
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2.183	2.332	2.751	3.134	3.488	3.838	4.163	4.533
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>2.387</b>	<b>2.935</b>	<b>3.049</b>	<b>3.683</b>	<b>4.443</b>	<b>5.098</b>	<b>5.809</b>	<b>6.670</b>
Tăng trưởng (%)	2,2%	22,9%	3,9%	20,8%	20,6%	14,7%	14,0%	14,8%
Biên lợi nhuận (%)	7,3%	7,7%	7,7%	8,1%	8,8%	9,1%	9,5%	10,0%
Lợi nhuận tài chính	14	(168)	(119)	(152)	(192)	(221)	(249)	(277)
Lợi nhuận khác	70	49	50	50	50	50	50	50
Thu nhập từ cty liên doanh, liên kết	41	35	35	37	39	41	43	45
<b>LNTT</b>	<b>2.459</b>	<b>2.851</b>	<b>3.014</b>	<b>3.617</b>	<b>4.339</b>	<b>4.967</b>	<b>5.653</b>	<b>6.487</b>
Tăng trưởng (%)	-2,2%	15,9%	5,7%	20,0%	20,0%	14,5%	13,8%	14,8%
Biên lợi nhuận (%)	7,5%	7,5%	7,6%	8,0%	8,6%	8,9%	9,3%	9,7%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.632</b>	<b>1.931</b>	<b>1.991</b>	<b>2.333</b>	<b>2.799</b>	<b>3.204</b>	<b>3.646</b>	<b>4.184</b>
Tăng trưởng (%)	1,5%	18,3%	3,1%	17,2%	20,0%	14,5%	13,8%	14,8%
Biên lợi nhuận (%)	5,0%	5,1%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	6,3%
EPS pha loãng (đồng/cổ phiếu)	3.197	3.783	3.900	4.571	5.484	6.277	7.144	8.199
Tăng trưởng (%)	1,5%	18,3%	3,1%	17,2%	20,0%	14,5%	13,8%	14,8%

(Nguồn: MBS Research)

Biểu 7: Dự phóng bảng cân đối kế toán

CĐKT (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>16.964</b>	<b>18.959</b>	<b>21.909</b>	<b>25.068</b>	<b>28.310</b>	<b>31.545</b>	<b>35.254</b>	<b>41.283</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	4.336	3.585	6.013	6.517	8.222	9.955	12.251	16.672
Đầu tư ngắn hạn	1.441	2.617	3.472	3.472	3.472	3.472	3.472	3.472
Phải thu khách hàng	3.710	4.195	4.814	5.154	5.777	6.379	6.953	7.609
Hàng tồn kho	5.096	5.268	4.554	5.594	6.227	6.850	7.432	8.091
Tài sản ngắn hạn khác	2.381	3.294	3.056	4.331	4.612	4.888	5.146	5.438
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>5.694</b>	<b>7.087</b>	<b>7.925</b>	<b>9.289</b>	<b>10.724</b>	<b>12.200</b>	<b>13.683</b>	<b>15.186</b>
Đầu tư dài hạn	797	728	826	826	826	826	826	826
Tài sản cố định	3.536	4.698	5.152	6.517	7.952	9.427	10.910	12.414
Tài sản dài hạn khác	1.362	1.661	1.946	1.946	1.946	1.946	1.946	1.946
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>22.658</b>	<b>26.046</b>	<b>29.833</b>	<b>34.358</b>	<b>39.034</b>	<b>43.745</b>	<b>48.936</b>	<b>56.469</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>13.401</b>	<b>15.863</b>	<b>18.385</b>	<b>20.488</b>	<b>22.351</b>	<b>24.168</b>	<b>25.877</b>	<b>27.830</b>
Nợ ngắn hạn	13.057	14.968	17.430	19.594	21.518	23.397	25.167	27.182
Nợ dài hạn	344	896	956	894	833	771	710	648
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.913</b>	<b>8.581</b>	<b>9.525</b>	<b>11.169</b>	<b>13.049</b>	<b>14.875</b>	<b>17.143</b>	<b>21.327</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.344	1.601	1.923	2.701	3.634	4.701	5.917	7.312
<b>TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH</b>	<b>22.658</b>	<b>26.046</b>	<b>29.833</b>	<b>34.358</b>	<b>39.034</b>	<b>43.745</b>	<b>48.936</b>	<b>56.469</b>
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phiếu)	23.014	19.493	18.781	24.315	28.408	32.383	37.320	46.430

(Nguồn: MBS Research)

# CTCP Viễn thông FPT (FOX : Upcom)

## Báo cáo cập nhật

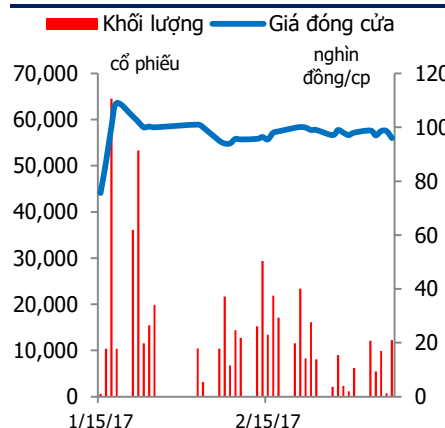
10/03/2017

Khuyến nghị	KHẢ QUAN
Giá mục tiêu (đồng)	105.000
Tiềm năng tăng giá	9,4%
Cổ tức tiền mặt	30,0%
Suất sinh lợi cổ tức	3,1%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	12,5%

## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	96.000
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	137,1
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	137,1
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	13.160
% sở hữu nước ngoài	0,17%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

## Biểu đồ giá



## Liên hệ

**Nguyễn Thạch Thảo**

Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Bán lẻ

E: [Thao.NguyenThach@mbs.com.vn](mailto:Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)

M: +84 907 655 495

## Tăng trưởng lợi nhuận hấp dẫn nhờ hết khấu hao

- Thành viên ưu tú của CTCP FPT.
- Công ty viễn thông nắm thị phần thứ 3 tại Việt Nam.
- Công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực Nội dung số, với sản phẩm chủ yếu trong mảng Quảng cáo online.
- **Hành động:** Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 12 tháng ở mức 105.000 đồng/cổ phiếu.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Tỷ đồng	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần trong đó	5.568	6.666	7.624	8.663	9.650
<i>Viễn thông</i>	<i>5.192</i>	<i>6.176</i>	<i>7.045</i>	<i>7.998</i>	<i>8.899</i>
<i>Nội dung số</i>	<i>375</i>	<i>490</i>	<i>578</i>	<i>665</i>	<i>751</i>
Lợi nhuận ròng	828	918	1.176	1.492	1.661
EPS pha loãng (đồng)	5.434	6.028	7.721	9.797	10.905
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>12,4%</i>	<i>10,9%</i>	<i>28,1%</i>	<i>26,9%</i>	<i>11,3%</i>
PE	17,7	15,9	12,	9,8	8,8
ROE(%)	34,7%	33,0%	34,8%	34,7%	30,4%

Nguồn: FOX, MBS dự phóng

## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu FOX khi cần nhắc đến:

- **Chi phí khấu hao giảm giúp lợi nhuận tăng trưởng tích cực.** Chi phí khấu hao cho dự án quang hóa ở Hà Nội và Hồ Chí Minh đã kết thúc vào tháng 7/2016, và việc không có khoản chi phí này kỳ vọng giúp lợi nhuận hoạt động (EBIT) năm 2017 tăng trưởng 28,1% so với tăng trưởng 14,4% của doanh thu. Câu chuyện này kỳ vọng tiếp tục cho năm 2018, khi khoản chi phí khấu hao cho các thành phố cấp 2 kết thúc. Khi đó, EBIT năm 2018 có thể tăng trưởng 26,9% so với 13,6% của doanh thu.
- **Cổ phiếu có PEG hấp dẫn.** Với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tích cực, PEG của FOX hiện đang ở mức 0,6 lần cho năm 2017 và 0,5 lần cho năm 2018, rất hấp dẫn đặc biệt khi xem xét đến vị thế đầu ngành viễn thông của công ty. Chúng tôi kỳ vọng EPS 2017 đạt 7.721 đồng (+28,1% n/n) và EPS 2018 đạt 9.797 đồng (+26,9% n/n). **KHẢ QUAN, giá mục tiêu 105.000 đồng/cổ phiếu.**

## Cập nhật kết quả kinh doanh 2016

Kết thúc năm 2016, doanh thu thuần của công ty đạt 6.666 tỷ đồng (+19,7% n/n), nhờ đóng góp từ tăng trưởng số lượng thuê bao internet 21%. Tính đến cuối năm 2016, số lượng thuê bao internet của FOX đạt gần 1,6 triệu thuê bao, chiếm 20% thị phần, đứng thứ 3 ngành sau VNPT và Viettel (thống kê của VNTA). Số lượng thuê bao xDSL chưa chuyển đổi còn chiếm khoảng 27% trong tổng lượng thuê bao, chủ yếu tập trung ở các thành phố khác ngoài Hà Nội và Hồ Chí Minh.

Lợi nhuận ròng đạt 918 tỷ đồng (+10,9% n/n). Con số lợi nhuận có sự tăng trưởng thấp hơn con số doanh thu chủ yếu do việc trích lập chi phí khấu hao cho dự án quang hóa. Con số lợi nhuận chênh lệch với dự phóng của chúng tôi 10%, do chỉ tiêu lợi nhuận tài chính (đã giải thích ở phần FPT).



**Biểu 1: Tổng hợp một số chỉ tiêu 2016**

Tỷ đồng	2015	2016	Tăng trưởng n/n	% so với dự phóng của MBS
Doanh thu thuần	5.568	6.666	19,7%	99,6%
Lợi nhuận gộp	2.648	3.111	17,5%	99,3%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	1.054	1.182	12,1%	99,4%
Lợi nhuận ròng	828	918	10,9%	91,5%

(Nguồn: FOX, MBS Research)

## Dự phóng lợi nhuận (earnings model)

**Lợi nhuận dự báo sẽ tăng trưởng vượt bậc trong năm 2017-2018 trước khi ổn định theo tăng trưởng của doanh thu những năm sau đó.** Cụ thể, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng 2017 của FOX sẽ đạt khoảng 1.176 tỷ đồng, tăng 28,1% so với 2016 và lợi nhuận ròng 2018 đạt 1.492 tỷ đồng, tăng 26,9% so với 2017. Dự phóng mới cao hơn kỳ vọng cũ lần lượt là 15% và 19%. Các giả định chính trong mô hình dự phóng lợi nhuận (earnings model) như sau:

- Duy trì dự phóng về tăng trưởng số lượng thuê bao 13%/năm, bằng tăng trưởng kỳ vọng của ngành viễn thông, và doanh thu một thuê bao (ARPU) được dự phóng giảm 2-3%/năm, khi FOX mở rộng danh mục khách hàng xuống các tỉnh/thành phố có thu nhập thấp hơn.
- Nâng kỳ vọng tăng trưởng mảng Nội dung số, với tăng trưởng doanh thu có thể đạt 13%/năm, so với dự phóng 10%/năm trước đây. Tăng trưởng năm 2016 đạt 31%.
- Chi phí khấu hao quang hóa được ước tính ở mức 163 tỷ đồng cho năm 2017, so với 407 tỷ đồng của năm 2016 (-60% n/n). FOX dự kiến sẽ mở rộng quang hóa ở các thành phố nhỏ hơn sau dự án quang hóa ở các thành phố cấp hai; tuy nhiên, do số lượng thuê bao ở khu vực mới này được dự kiến nhỏ hơn các khu vực đã thực hiện khá nhiều, nên chi phí khấu hao trong tương lai được kỳ vọng là không đáng kể.
- Biên lợi nhuận ròng có thể đạt 15,4% cho năm 2017 và sau đó ổn định ở ~17% trong dài hạn, so với 13,8% của năm 2016. Kỳ vọng biên lợi nhuận cao hơn trước đây sau điều chỉnh lợi nhuận tài chính, FOX đã qua giai đoạn đầu tư lớn nên áp lực vay nợ có thể giảm. Tính đến cuối năm 2016, FOX đã ghi nhận net cash 114 tỷ đồng, so với net debt 305 đồng như năm 2015.

## Định giá

### Phương pháp Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF để định giá cổ phiếu FOX. Giá mục tiêu theo phương pháp này được ước tính là 105.713 đồng/cổ phiếu.

**Biểu 2: Phương pháp Chiết khấu dòng tiền**

Tỷ đồng	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>FCF</b>	864	1.150	1.341	1.536	1.717
WACC	11,0%				
Năm dự phóng	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75
Số chiết khấu	0,92	0,83	0,75	0,68	6,16
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền FCF</b>	799	958	1.007	1.039	1.047
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền FCF	4.850				
Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	9.528				
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>14.377</b>				
(+) Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	2.657				
(-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	-2.543				
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.491</b>				
Số lượng cp đang lưu hành (triệu cp)	137,1				
<b>Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>105.713</b>				

(Nguồn: MBS Research)

### Phương pháp so sánh P/E

Các công ty viễn thông trong khu vực mới nổi đang được giao dịch ở mức P/E tương đối là 1,3 lần. Kết hợp với P/E 10 lần hợp lý của sàn Upcom, giá trị hợp lý của cổ phiếu FOX theo phương pháp này là 103.651 đồng/cổ phiếu.

**Biểu 3: Các công ty so sánh**

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường	P/E	P/B	P/E tương đối	ROA	ROE	Tăng trưởng doanh thu trung bình 3 năm
		(triệu USD)						
<b>Telecom</b>								
Telekom Malaysia BHD	Malaysia	5.298	30,5	3,1	1,8	10%	3%	4%
KazakhTelecom	Kazakhstan	636	9,1	0,5	1,3	25%	18%	3%
Sri Lanka Telecom PLC	Sri Lanka	422	13,3	0,9	1,1	7%	4%	7%
Reliance Communications Ltd	Ấn Độ	1.291	12,6	0,2	0,6	2%	1%	4%
Globe Telecom Inc	Philippines	5.236	17,2	4,3	0,9	26%	7%	10%
Far Eastone Telecomm Co Ltd	Đài Loan	7.905	21,5	3,4	1,3	16%	8%	2%
Indosat TBK PT	Indonesia	2.847	57,8	2,9	2,4	5%	1%	6%
Idea Cellular Ltd	Ấn Độ	5.741	76,5	1,6	3,6	2%	1%	17%
XI Axiata TBK PT	Indonesia	2.264	71,8	1,4	2,9	2%	1%	0%
Intouch Holdings PCL	Thái Lan	4.889	10,5	6,3	0,6	62%	29%	7%
Thaicom PCL	Thái Lan	594	12,9	1,1	0,8	9%	5%	7%
<b>Trung vị</b>		<b>2.847</b>	<b>17,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>9%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>
Trung bình		3.375	30,3	2,4	1,6	15%	7%	6%
<b>CTCP Viễn Thôn FPT</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>593</b>	<b>16,6</b>	<b>4,8</b>	<b>1,0</b>	<b>11%</b>	<b>33%</b>	<b>16%</b>

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

### Tổng kết định giá

**Biểu 4: Tổng kết định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)
Chiết khấu dòng tiền	50%	105.713
So sánh P/E	50%	103.651
<b>TRUNG BÌNH</b>	<b>100%</b>	<b>105.000</b>

(Nguồn: MBS Research)

Tổng hợp, chúng tôi định giá cổ phiếu FOX ở mức 105.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 9,4%. Cộng với suất sinh lợi cổ tức 3,1%, lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu FOX được ước tính ở mức 12,5%. **KHẢ QUAN.**

### Phụ lục

**Biểu 5: Dự phóng kết quả kinh doanh**

KQKD (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.825</b>	<b>5.568</b>	<b>6.666</b>	<b>7.624</b>	<b>8.663</b>	<b>9.650</b>	<b>10.554</b>	<b>11.715</b>
Tăng trưởng (%)	12,2%	15,4%	19,7%	14,4%	13,6%	11,4%	9,4%	11,0%
COGS	2.597	2.919	3.555	3.951	4.369	4.867	5.322	5.908
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.228</b>	<b>2.648</b>	<b>3.111</b>	<b>3.673</b>	<b>4.294</b>	<b>4.783</b>	<b>5.231</b>	<b>5.807</b>
Tăng trưởng (%)	5,1%	18,9%	17,5%	18,1%	16,9%	11,4%	9,4%	11,0%
Biên lợi nhuận (%)	46,2%	47,6%	46,7%	48,2%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%



Chi phí bán hàng	364	530	594	660	730	813	889	987
Chi phí quản lý doanh nghiệp	983	1.064	1.336	1.484	1.642	1.829	2.000	2.220
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>881</b>	<b>1.054</b>	<b>1.182</b>	<b>1.529</b>	<b>1.923</b>	<b>2.142</b>	<b>2.342</b>	<b>2.600</b>
Tăng trưởng (%)	-7,3%	19,7%	12,1%	29,4%	25,8%	11,4%	9,4%	11,0%
Biên lợi nhuận (%)	18,3%	18,9%	17,7%	20,1%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%
Lợi nhuận tài chính	39	(19)	8	2	26	64	112	171
Lợi nhuận khác	14	6	3	3	3	3	3	3
Thu nhập từ cty liên doanh, liên kết	(3)	-	-	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>930</b>	<b>1.040</b>	<b>1.193</b>	<b>1.505</b>	<b>1.895</b>	<b>2.112</b>	<b>2.310</b>	<b>2.564</b>
Tăng trưởng (%)	-3,9%	11,8%	14,6%	26,1%	26,0%	11,4%	9,4%	11,0%
Biên lợi nhuận (%)	19,3%	18,7%	17,9%	19,7%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>736</b>	<b>828</b>	<b>918</b>	<b>1.176</b>	<b>1.492</b>	<b>1.661</b>	<b>1.816</b>	<b>2.017</b>
Tăng trưởng (%)	1,6%	12,4%	10,9%	28,1%	26,9%	11,3%	9,3%	11,1%
Biên lợi nhuận (%)	15,3%	14,9%	13,8%	15,4%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%
EPS pha loãng (đồng/cổ phiếu)	4.835	5.434	6.028	7.721	9.797	10.905	11.923	13.241
Tăng trưởng (%)	1,6%	12,4%	10,9%	28,1%	26,9%	11,3%	9,3%	11,1%

(Nguồn: MBS Research)

Biểu 6: Dự phóng bảng cân đối kế toán

CDKT (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.519</b>	<b>4.070</b>	<b>4.560</b>	<b>6.024</b>	<b>7.305</b>	<b>8.855</b>	<b>10.600</b>	<b>12.733</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.056	735	977	1.793	2.606	3.631	4.841	6.301
Đầu tư ngắn hạn	12	1.066	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680
Phải thu khách hàng	740	1.106	765	1.174	1.453	1.750	2.059	2.446
Hàng tồn kho	265	506	407	561	680	824	974	1.163
Tài sản ngắn hạn khác	446	658	732	815	886	969	1.045	1.144
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2.622</b>	<b>3.894</b>	<b>3.993</b>	<b>4.342</b>	<b>4.799</b>	<b>5.267</b>	<b>5.720</b>	<b>6.180</b>
Đầu tư dài hạn	11	7	6	6	6	6	6	6
Tài sản cố định	2.175	3.150	3.308	3.657	4.114	4.582	5.035	5.495
Tài sản dài hạn khác	436	737	679	679	679	679	679	679
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>5.142</b>	<b>7.964</b>	<b>8.553</b>	<b>10.366</b>	<b>12.104</b>	<b>14.122</b>	<b>16.320</b>	<b>18.913</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2.776</b>	<b>5.208</b>	<b>5.352</b>	<b>6.301</b>	<b>6.844</b>	<b>7.484</b>	<b>8.136</b>	<b>8.968</b>
Nợ ngắn hạn	2.730	4.703	4.853	5.847	6.435	7.119	7.816	8.693
Nợ dài hạn	46	504	499	454	409	364	319	274
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.208</b>	<b>2.569</b>	<b>3.000</b>	<b>3.765</b>	<b>4.846</b>	<b>6.096</b>	<b>7.500</b>	<b>9.106</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	158	187	202	301	414	543	684	839
<b>TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH</b>	<b>5.142</b>	<b>7.964</b>	<b>8.553</b>	<b>10.366</b>	<b>12.104</b>	<b>14.122</b>	<b>16.320</b>	<b>18.913</b>
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phiếu)	17.720	18.483	22.928	27.464	35.350	44.467	54.715	66.427

(Nguồn: MBS Research)

# CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG : HSX)

## Báo cáo cập nhật

13/03/2017

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	<b>223.000</b>
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	29,7%
Kế hoạch cổ tức 2017	10%

## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	172.000
Số lượng CP niêm yết	153.950.927
Số lượng CP lưu hành	153.895.357
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	26.470
% sở hữu nước ngoài	49%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

## Biến động giá trong 06 tháng



## Liên hệ

**Lâm Trần Tấn Sĩ**

Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Bán lẻ

E: [Si.LamTranTan@mbs.com.vn](mailto:Si.LamTranTan@mbs.com.vn)

M+84 949 187 525

## Thời điểm ngoặt cho một triển vọng dài

- MWG sẽ tiếp tục giữ mức tăng trưởng lợi nhuận hấp dẫn trong giai đoạn 2017 – 2018 từ chuỗi Dienmayxanh.com khi chuỗi này đã dần đóng góp vào cơ cấu kinh doanh của MWG.
- Bachhoaxanh đang trong giai đoạn thử nghiệm quan trọng và đáng được kỳ vọng sẽ thành công. Từ đó, Bachhoaxanh sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ tiếp theo sau năm 2018 và duy trì trong dài hạn.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2016A	2017E	2018E	2019E
Doanh thu	44.613	71.685	102.135	141.220
<i>Thegioididong.com</i>	30.904	38.185	44.499	51.842
<i>Dienmayxanh.com</i>	13.709	31.484	46.917	60.251
<i>Bachhoaxanh</i>		2.016	10.718	29.126
Lợi nhuận sau thuế	1.577	2.372	3.600	4.585
EPS (VND)	10.756	15.414	22.714	28.639
ROE	49,9%	48,9%	48,3%	41,5%
PE (Giá hiện tại)	16,0	11,2	7,6	6,0

Nguồn: MBS dự phóng

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

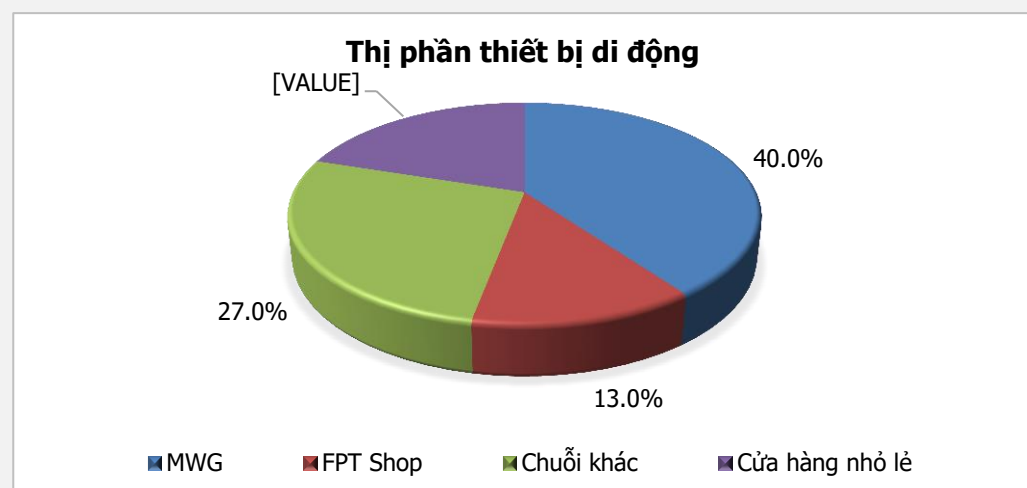
Chúng tôi tiến hành định giá cập nhật đối với cổ phiếu MWG của CTCP Đầu tư Thế giới Di động với mức giá mục tiêu 223.000 đồng, cao hơn 29,7% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- **Dienmayxanh.com sẽ là đầu kéo tăng trưởng cho MWG** trong giai đoạn 2017 – 2018. Dự kiến trong năm Dienmayxanh sẽ gia tăng thị phần lên mức 30% bằng việc mở rộng khoảng 65 cửa hàng Dienmayxanh và 250 cửa hàng Mini Dienmayxanh. Doanh thu chuỗi Dienmayxanh.com ước tính đạt 33.100 tỷ đồng, tăng 141,7% so với cùng kỳ.
- **Bachhoaxanh đang trong giai đoạn thử nghiệm mang tính quyết định** để biết rằng có thể tạo ra lợi nhuận. Kỳ vọng sau khi thành công vào cuối năm 2017, MWG sẽ mở rộng nhanh chóng song song trên cả 63 tỉnh thành. Từ đó, Bachhoaxanh sẽ mở ra cho MWG một cơ hội tăng trưởng mạnh trong dài hạn khi tổng quy mô của thị trường bán lẻ bách hóa khoảng 1,4 triệu tỷ VND.
- **Dự phóng cả năm 2017, doanh thu và lợi nhuận của MWG lần lượt đạt 71.685 tỷ đồng (+60,68% YoY) và 2.372 tỷ đồng (+50,4% YoY).** EPS forward cả năm 2017 tương ứng đạt 15.400 đồng. Với mức EPS này, MWG hiện tại đang giao dịch với mức P/E forward là 11,2 lần.

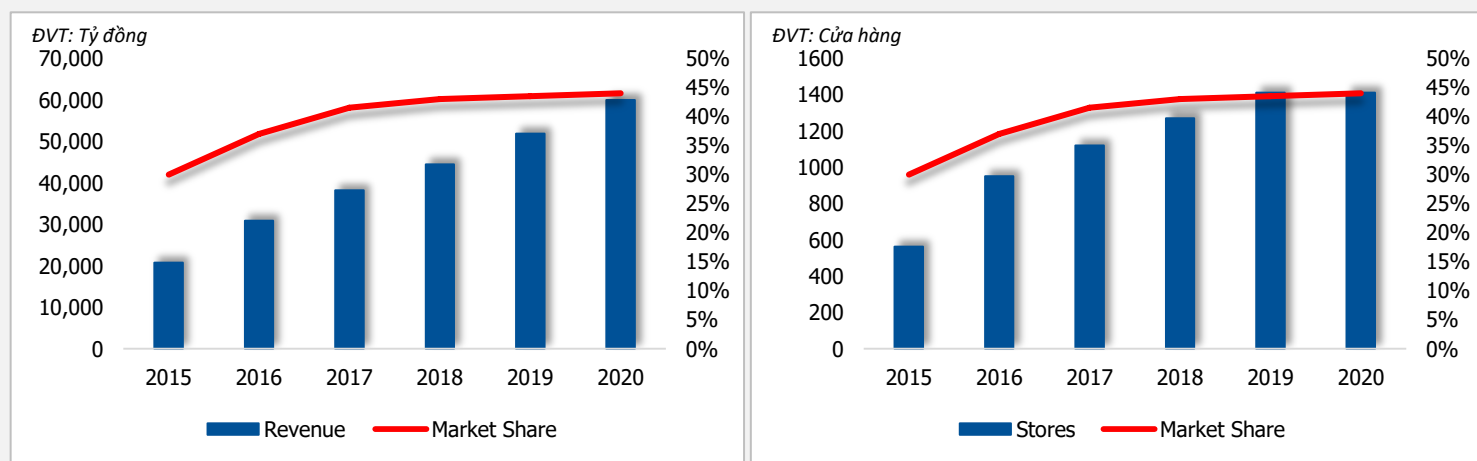
## Thegioididong.com tiếp tục tăng trưởng vượt ngành

Trong năm 2016, doanh thu mảng bán lẻ điện thoại vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh dù tỷ lệ doanh thu smartphone đang chiếm hơn 90%. Như chúng tôi đã đề cập, xu hướng tiêu dùng điện thoại trong tương lai vẫn tiếp tục tăng trưởng. Người tiêu dùng vẫn có xu hướng nâng cấp dòng điện thoại smartphone khi các nhà sản xuất liên tục nâng cấp tính năng và các bên thứ ba cũng liên tục phát triển ứng dụng cho hệ sinh thái smartphone.

Trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng thị trường smartphone vẫn giữ mức tăng trưởng trên 20%. Chuỗi Thegioididong.com dự báo sẽ gia tăng thị phần bình quân cả năm là 43,5% với doanh thu đạt khoảng 39.462 tỷ đồng (27,7% YoY).

**Biểu 1: Thị phần bán lẻ thiết bị di động**

Nguồn: MWG và MBS tổng hợp

**Biểu 2: Dự phóng tăng trưởng chuỗi Thegioididong.com**

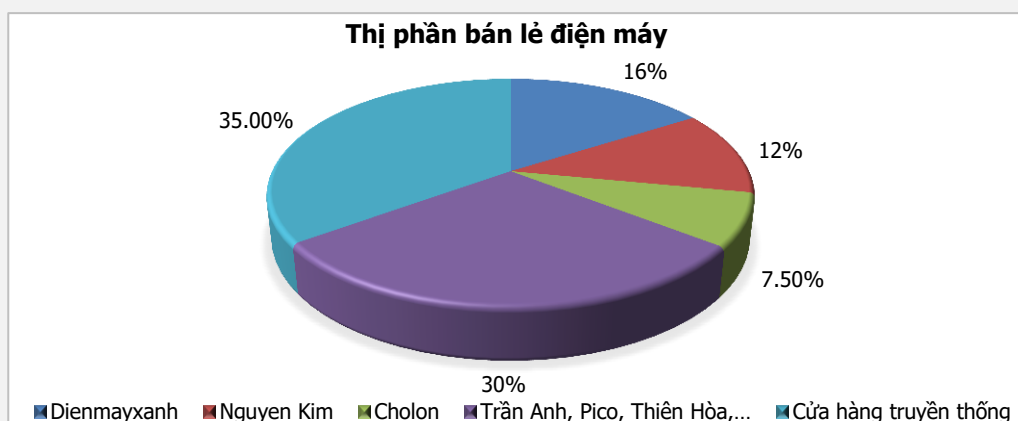
Nguồn: MWG và MBS tổng hợp

### Dienmayxanh.com là đầu kéo tăng trưởng mạnh mẽ

Trong năm 2016, Dienmayxanh.com đã có bước tăng trưởng mạnh mẽ gia tăng sự đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của MWG. Đặc biệt, từ nửa cuối năm 2016, MWG triển khai thêm mô hình mini Dienmayxanh càng làm chuỗi điện máy tăng tốc đáng kể trong thị phần.

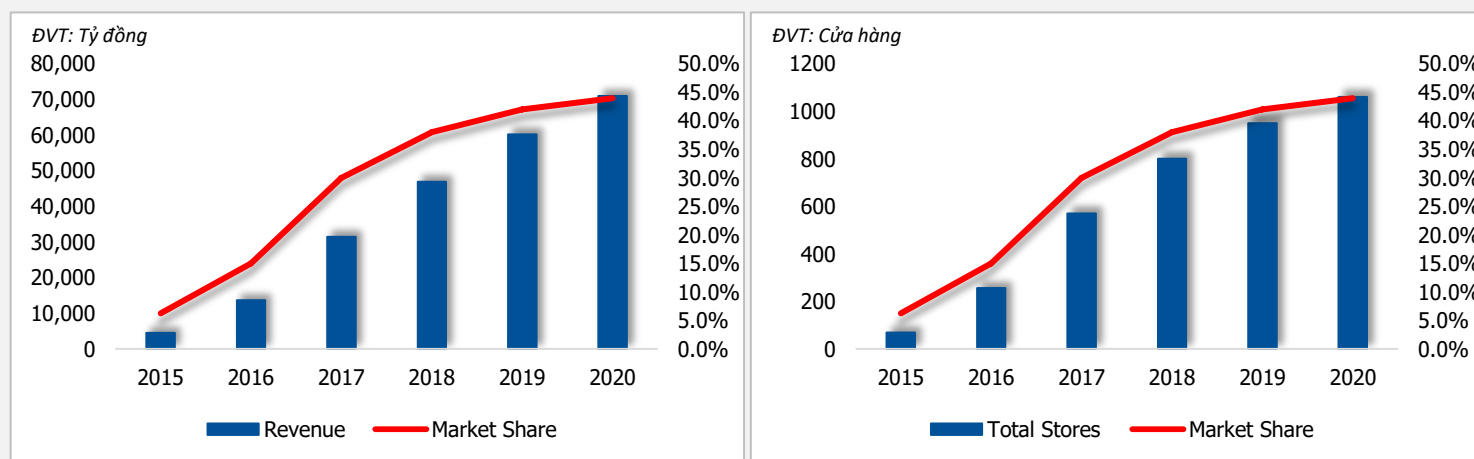
Sang năm 2017, chúng tôi cho rằng Dienmayxanh là nhân tố chính tạo ra tăng trưởng hấp dẫn cho MWG. Dự kiến trong năm Dienmayxanh sẽ gia tăng thị phần lên mức 30% bằng việc mở rộng khoảng 65 cửa hàng Dienmayxanh và 250 cửa hàng Mini Dienmayxanh. Doanh thu chuỗi Dienmayxanh.com ước tính đạt 33.100 tỷ đồng, tăng 141,7% so với cùng kỳ.

Biểu 3: Thị phần bán lẻ điện máy



Nguồn: MWG và MBS tổng hợp

Biểu 4: Dự phóng tăng trưởng chuỗi DienmayXANH.com



Nguồn: MWG và MBS tổng hợp

**Bachhoaxanh đang trong giai đoạn thử nghiệm trước khi mở rộng cả nước****Giai đoạn 1**

Mức độ nhận diện  
Mật độ cửa hàng  
Doanh thu mặt hàng  
Mô hình phục vụ  
Mức độ hài lòng  
...

40 cửa hàng

**Giai đoạn 2**

Phát triển cụm BHX  
Khả năng phân phối  
Quản lý tồn kho  
Khả năng mở rộng  
...

200 – 250 cửa hàng

**Giai đoạn 3**

Mở rộng

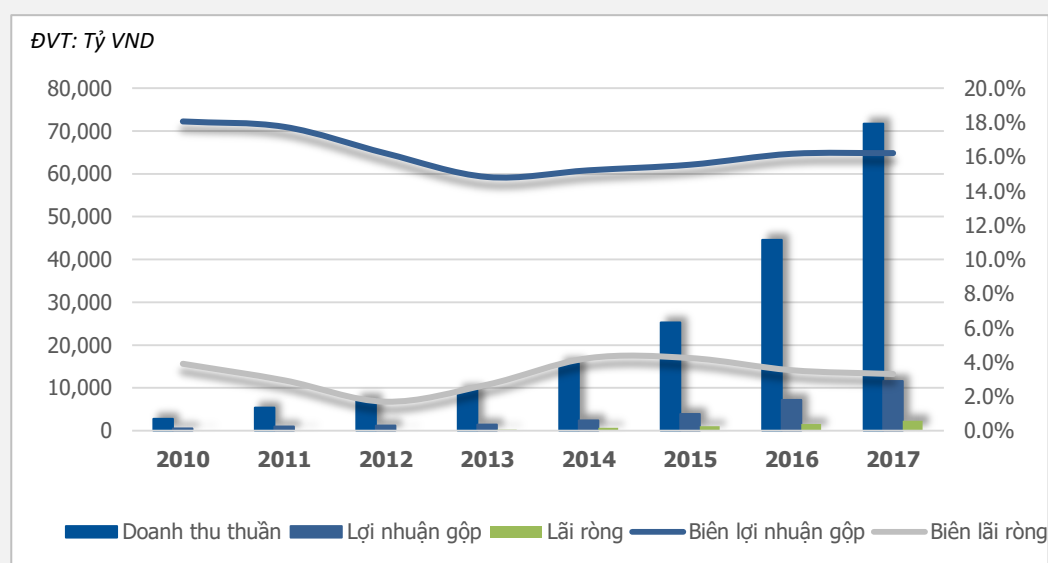
> 1000 cửa hàng

Trong năm 2016, MWG đã hoàn thành giai đoạn thử nghiệm thứ nhất của chuỗi cửa hàng Bachhoaxanh. Bằng chứng cho thấy chuỗi Bachhoaxanh đã được dân cư khu vực Bình Tân và Tân Phú chấp nhận khi doanh thu của chuỗi cửa hàng liên tục tăng. Doanh thu bình quân của 40 cửa hàng cuối năm khoảng 1 tỷ đồng/tháng, so với mức 400 triệu/tháng vào đầu năm 2016.

Năm 2017 là giai đoạn thử nghiệm quyết định còn lại cho Bachhoaxanh trước khi mở rộng mạnh mẽ trên quy mô cả nước. Trong giai đoạn 2, Bachhoaxanh đang phát triển theo mô hình cụm bao gồm 100 cửa hàng và 1 DC (trung tâm phân phối). Đến thời điểm cuối năm, MWG kỳ vọng có khoảng 3 cụm hoạt động tại khu vực Bình Tân, Tân Phú. MWG sẽ chủ yếu tập trung vào cắt giảm chi phí giá vốn hàng bán, chi phí logistics... cho đến khi từng cửa hàng Bachhoaxanh có EBITDA dương.

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

Biểu 5: Kết quả hoạt động kinh doanh và dự phóng 2017



Nguồn: BCTC MWG

Doanh thu và lợi nhuận của MWG liên tục tăng trưởng mạnh từ năm 2009 đến nay. **Tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) của doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 53,11%/năm và 67,77%/năm.** Động lực tăng trưởng trong giai đoạn từ năm 2011 – 2014 chủ yếu đến từ hệ thống thegioididong.com hưởng lợi từ tăng trưởng ngành và gia tăng thị phần. Từ năm 2015, mảng điện máy bắt đầu có đóng góp đáng kể vào tăng trưởng tổng doanh thu và chiếm tỷ lệ 30% vào cuối năm 2016. Trong hai năm 2017 – 2018, Dienmayxanh sẽ trở thành mũi nhọn tăng trưởng chính cho hệ thống MWG và kỳ vọng chiếm 50% doanh thu, lợi nhuận của cả công ty.

Trong năm 2016, biên lợi nhuận gộp của hai mảng đều có xu hướng tăng so với các năm trước do gia tăng chiết khấu từ các hãng sản xuất. Tuy nhiên, biên lợi nhuận hoạt động trong năm lại giảm mạnh từ mức 4.2% còn 3.5% do gia tăng chi phí marketing cho chuỗi Dienmayxanh. Sang năm 2017, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện nhẹ chủ yếu từ mảng điện máy khi Dienmayxanh đã trở thành chuỗi điện máy có thị phần cao nhất.

Biểu 6: Dự phóng kết quả kinh doanh

ĐVT: Tỷ đồng	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>44.613</b>	<b>71.684</b>	<b>102.135</b>	<b>141.220</b>	<b>181.233</b>
% Tăng trưởng	77%	61%	42%	38%	28%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7.214</b>	<b>11.621</b>	<b>16.346</b>	<b>22.106</b>	<b>28.108</b>
Chi phí bán hàng	4.288	7.180	9.754	13.449	16.943
Chi phí QLDN	935	1.362	1.941	2.683	3.443
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>92</b>	<b>3.078</b>	<b>4.652</b>	<b>5.974</b>	<b>7.721</b>
Doanh thu tài chính	80	80	80	80	80
Chi phí tài chính	120	247	286	377	448
Lợi nhuận trước thuế	2.006	2.965	4.500	5.731	7.407
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>10.756</b>	<b>15.414</b>	<b>22.714</b>	<b>28.639</b>	<b>36,4</b>
Tăng trưởng	16,2%	16,2%	16,0%	15,7%	15,5%
<b>EPS (VND)</b>	<b>10.756</b>	<b>15.414</b>	<b>22.714</b>	<b>28.639</b>	<b>36.648</b>

Nguồn: MBS ước tính

## MÔ HÌNH LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

Các giả định trong mô hình lợi nhuận:

Giả định	2016A	2017E	Diễn giải
<b>Thegioididong.com</b>			
<i>Số lượng cửa hàng</i>	951 cửa hàng	1.121 cửa hàng	Mức độ bao phủ của hệ thống cửa hàng Thegioididong.com đã ở mức cao vì vậy số lượng mở cửa hàng sẽ chậm lại so với những năm trước
<i>Doanh thu cửa hàng mới</i>	1,5 – 3 tỷ đồng/tháng	1.5 – 2 tỷ đồng/tháng	Những cửa hàng mới trong các năm sau chủ yếu gia tăng độ bao phủ tại thị trường vùng tỉnh với quy mô cửa hàng nhỏ hơn.
<i>SSSG</i>	16%	14%	Số lượng cửa hàng mở mới cuối năm 2016 chiếm tỷ lệ cao, tạo ra dư địa cao trong năm 2017.
<b>Dienmayxanh.com</b>			
<i>Số lượng cửa hàng</i>	256	571	Triển khai mô hình Mini Dienmayxanh cho nên gia tăng khả năng tìm mặt bằng mở cửa hàng mới.
<i>Doanh thu cửa hàng mới</i>	3 – 10 tỷ đồng/tháng	3 – 8 tỷ đồng/tháng	Mô hình Dienmayxanh Mini với doanh thu thấp nhất yêu cầu là 3 tỷ đồng.
<i>SSSG</i>	20%	20%	Số lượng cửa hàng mở mới cuối năm 2016 chiếm tỷ lệ cao, tạo ra dư địa cao trong năm 2017.
<b>Bachhoaxanh</b>			
<i>Số lượng cửa hàng</i>	45	250	Bachhoaxanh vẫn đang trong giai đoạn thử nghiệm với yêu cầu cắt giảm chi phí để mỗi cửa hàng có EBITDA dương. Thử nghiệm với quy mô 3 cụm Bachhoaxanh.

Doanh thu cửa hàng mới	0.4 – 1 tỷ đồng	1 – 1.5 tỷ đồng	Trong năm 2016, Bachhoaxanh đã nỗ lực để thử nghiệm độ chấp nhận của khách hàng với doanh thu các cửa hàng tăng lên đáng kể. Chúng tôi kỳ vọng mức doanh thu này sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2017.
SSSG	15%	15%	
<b>Tổng đầu tư CAPEX</b>	1.278 tỷ đồng	1.161 tỷ đồng	
<b>Vốn luân chuyển</b>	2.533 tỷ đồng	2.177 tỷ đồng	

Nguồn: MBS dự phóng

#### Mô hình định giá DCF

##### Dòng tiền tự do FCFF

FCFF (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	1.992	3.078	4.652	5.974	7.721	10.203
less:tax	(448)	(593)	(900)	(1.146)	(1.481)	(1.982)
add: depreciation	387	729	1.072	1.586	2.082	2.114
less: capex	(1.279)	(1.161)	(1.900)	(2.840)	(2.740)	(2.660)
(increase) / decrease in NWC	(2.534)	(2.177)	(2.743)	(4.150)	(3.933)	(4.312)
<b>Unlevered free cash flow</b>	<b>(1.882)</b>	<b>(124)</b>	<b>181</b>	<b>(576)</b>	<b>1.649</b>	<b>3.364</b>
<b>PV of FCF</b>	-	<b>(113)</b>	<b>150</b>	<b>(431)</b>	<b>1.110</b>	<b>2.018</b>
Cumulative sum PV of FCF	-	(113)	37	(394)	716	2.734
Terminal cashflow	-	(147)	151	(624)	1.586	3.305
PV of terminal value	-	(2.974)	2.472	(8.887)	18.274	29.035
WACC		9,7%	10,3%	10,5%	11,1%	12,2%
Discounted Period		0,80	1,80	2,80	3,80	4,80

##### Phương pháp định giá FCFF

	FCFF
Cumulative PV of FCF	4.454
Pv of Terminal value	23.639
Terminal value of total PV FCF	82,6%
<b>Total PV of FCF</b>	<b>28.612</b>
Cash & ST Investents	344
Shortand long-term debt	2.053
<b>Enterprise value (EV)</b>	<b>28.956</b>
Total equity value	26.903
Outstanding shares (million)	153,895,357
<b>Target Price 12 Months</b>	<b>203,649 VND</b>

Nguồn: MBS ước tính

Bảng mô hình định giá dòng tiền tự do (FCFF), chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng tiếp theo là 203.649 VND/cổ phiếu. Với mức EPS dự phóng trong năm 2017 là 15.413 đồng/cổ phiếu. Mức giá mục tiêu từ mô hình trên tương ứng với mức P/E là 13,2 lần.

#### Mô hình định giá so sánh

**Biểu 7: So sánh các công ty trong ngành bán lẻ điện tử**

Mã CK	Tên công ty	Vốn hóa Triệu VND	ROE	Doanh thu Triệu VND	Relative P/E
MWG VN Equity	MOBILE WORLD INVESTMENT CORP	26.470.001	49,91	44.613.333	16,16
BIG TB Equity	BIG CAMERA CORP PCL	11.130.333	7,39	3.226.814	19,94

2450 TT Equity	SENAO INTERNATIONAL CO LTD	10.258.956	17,14	23.660.905	14,29
COM7 TB Equity	COM7 PCL	8.221.266	21,67	10.864.012	31,23
TELE IJ Equity	TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	12.151.782	15,01	45.469.284	10,71
6188 HK Equity	BEIJING DIGITAL TELECOM CO-H	4.818.192	13,18	54.805.370	4,35
6281 TT Equity	E-LIFE MALL CORPORATION	4.619.339	21,32	11.668.742	13,50
2430 TT Equity	TSANN KUEN ENTERPRISE CO LTD	3.560.692	6,79	15.855.507	16,73
6154 TT Equity	SUNFAR COMPUTER CO LTD	1.006.278	7,35	3.364.250	15,75
Trung vị					15,75
Trung bình					15,85

Nguồn: Bloomberg

Bảng việc so sánh những công ty hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ điện tử, mức P/E trung bình và trung vị sau khi đã điều chỉnh theo quốc gia lần lượt là 15,75 lần và 15.85 lần. Với mức P/E trung vị ngành, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong năm 2017 của MWG theo phương pháp so sánh là 242.768 đồng.

#### Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá	Giá trị đóng góp	Giá mục tiêu
P/E	50%	242.800	101.825	223.200
FCFF	50%	203.700	121.384	

Chúng tôi sử dụng cả hai phương pháp định giá DCF và P/E để xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu MWG với tỷ trọng phân bổ 50%:50%. Từ hai phương pháp trên, mức giá hợp lý cho mục tiêu đầu tư trong 12 tháng tiếp theo vào cổ phiếu MWG là 223.000 VND, cao hơn 29,7% so với mức giá hiện tại. Đồng thời, mức giá mục tiêu này tương ứng với mức P/E lần lượt 14,5 lần trong năm 2017 và 9,8 lần trong năm 2018.



## NGÀNH NGÂN HÀNG

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng	BVPS 2017F	P/B 2016	Forward P/B 2017	LTM P/E	Forward P/E 2017
<b>Ngân hàng</b>											
Ngân hàng TMCP Quân đội	MBB	MUA	24.149	14.400	21.000	45,0%	16.295	0,86x	0,88x	7,80x	6,44x
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB	MUA	13.772	15.000	19.000	17,0%	14.620		1,03x	3,39x	2,95x

Từ đầu năm 2017, nhiều mã cổ phiếu ngân hàng đã có diễn biến rất tích cực, cụ thể, tính đến hết phiên giao dịch ngày 7/3/2017, cổ phiếu CTG đã tăng 25,34% so với thời điểm đầu năm; tương tự, cổ phiếu ACB tăng 27,84%, BID tăng 15,38%, MBB tăng 7,69%, VCB tăng 5,63%,... Những tín hiệu tích cực của nhóm ngành này có được một phần nhờ các thông tin, quyết định từ phía NHNN.

### Tỷ lệ LDR

Đối với các Ngân hàng TMCP: Áp dụng mức tối đa tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi **theo thông tư 36** là 80%.

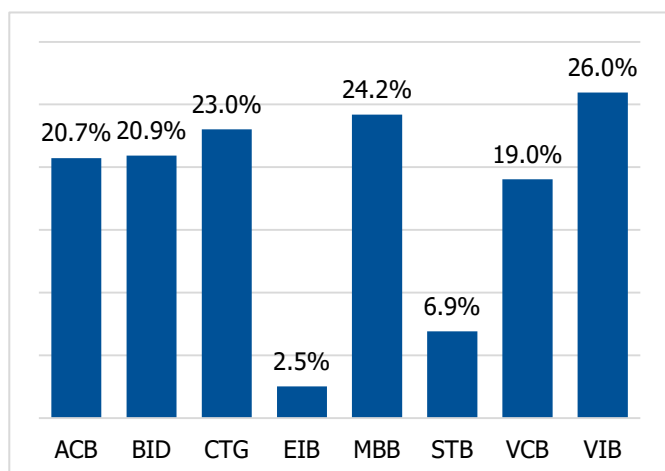
Đối với các Ngân hàng thương mại cổ phần nhà nước sở hữu vốn điều lệ trên 50%: Ba ngân hàng TMCP Vietcombank, BIDV, Vietinbank áp dụng mức tối đa tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi **theo Quyết định số 2509/QĐ-NHNN** là 90%.

**Đánh giá:** Quyết định số 2509 là một bước nới lỏng cho các NHTMCP nhà nước khỏi áp lực tăng cường huy động vốn, từ đó càng có nhiều dư địa để tăng trưởng lợi nhuận từ lãi, cải thiện hệ số NIM.

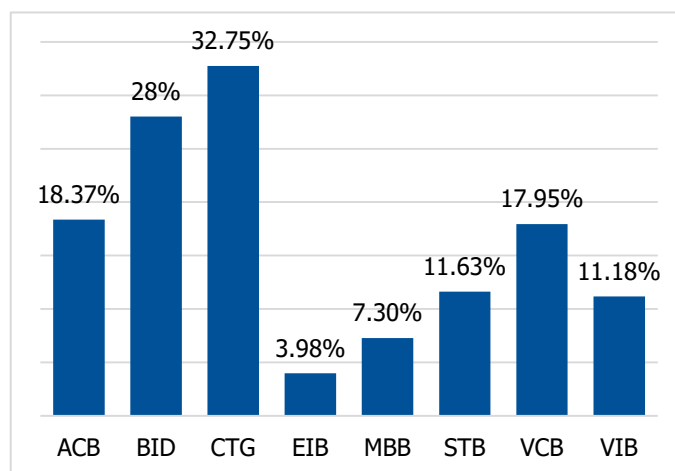
Năm 2016, những ngân hàng có tỷ lệ LDR tương đối cao (CTG, BID) có xu hướng tăng mạnh huy động vốn. Trong khi đó, những ngân hàng có tỷ lệ LDR vẫn nằm trong mức khá thấp (MBB, VCB, ACB) vẫn tiếp tục đẩy mạnh cho vay một cách tương đối do vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng tín dụng.

**Biểu 1: Tỷ lệ tăng trưởng tín dụng và huy động**

*Tỷ lệ tăng trưởng tín dụng năm 2016*

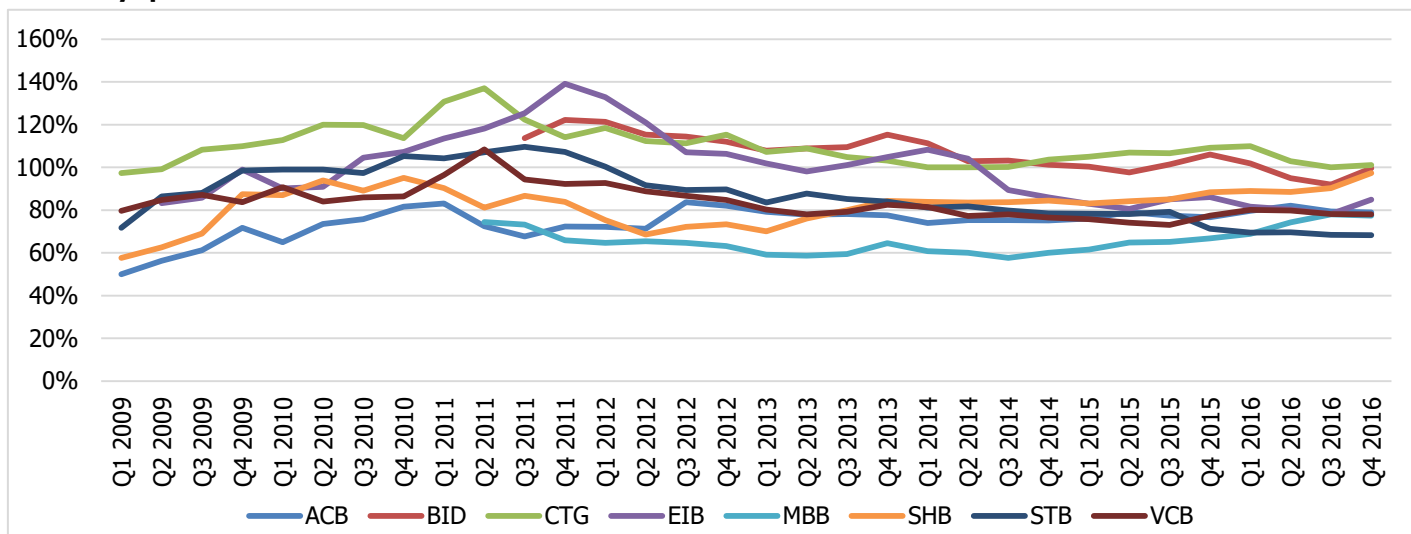


*Tỷ lệ tăng trưởng huy động năm 2016*



*Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS tổng hợp*

Biểu 2: Tỷ lệ LDR năm 2009-2016



Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS tổng hợp

## Tỷ lệ an toàn vốn CAR

Trước dự thảo yêu cầu 10 ngân hàng thí điểm áp dụng Basel II từ tháng 9/2017, vấn đề tăng vốn để cải thiện hệ số CAR của các ngân hàng rất được quan tâm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, **thông tư số 41/2016/TT-NHNN** được ban hành với mục tiêu kéo dài thời gian áp dụng Basel II (thông tư có hiệu lực từ tháng 1 năm 2020), cho các NHTM có thêm thời gian để có giải pháp tăng vốn; thiết lập hệ thống quản trị rủi ro tập trung, hiệu quả; hệ thống thông tin chính xác hơn,...

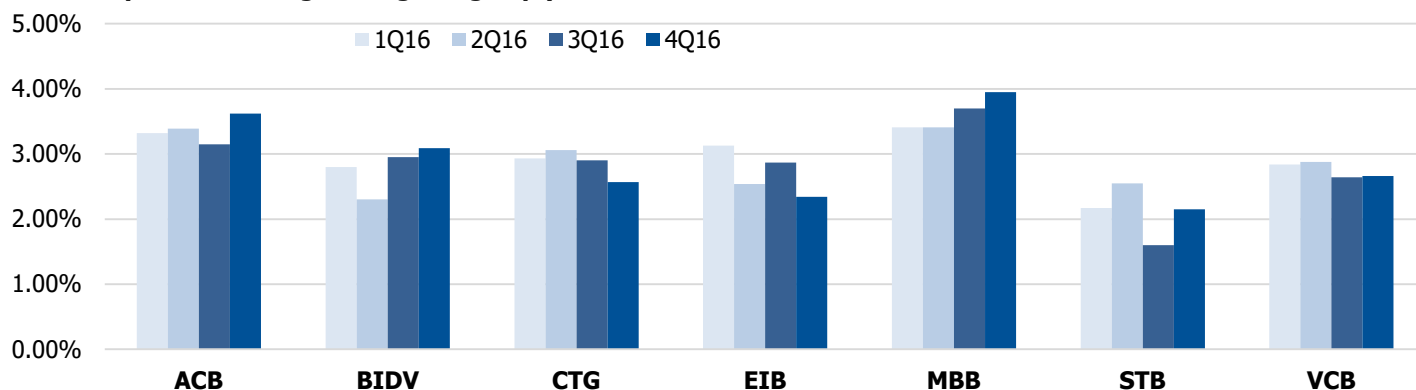
Theo thông tư 41, hệ số CAR của các NHTM được điều chỉnh xuống 8% so với 9% quy định trong thông tư 36. Công thức tính CAR tại thông tư 41 có điều chỉnh so với công thức tại thông tư 36, tỷ lệ được tính theo cả 3 loại rủi ro gồm rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường và rủi ro hoạt động. Đây chính là cách tính chuẩn theo Basel II. Chúng tôi ước tính, tỷ lệ CAR của các ngân hàng sẽ giảm khoảng 2-300 basic point khi áp dụng cách tính mới. Ngoài ra, thông tư 41 còn có yêu cầu về báo cáo thông tin và giám sát rủi ro thị trường mà thông tư 36 trước đây không đề cập đến.

Với việc áp dụng cách tính tỷ lệ an toàn vốn theo chuẩn Basel II, chắc chắn các ngân hàng muốn tăng hệ số CAR sẽ khó tránh khỏi việc tăng lãi suất cho vay. Muốn cạnh tranh để thu hút khách hàng, các NHTM nên đa dạng hóa các nguồn thu, bớt phụ thuộc vào nguồn thu từ lãi. Hiện nay, VCB và MBB là hai ngân hàng có nguồn thu khá đa dạng. Nguồn thu ngoài lãi bao gồm thu từ phí dịch vụ và lợi nhuận từ các khoản đầu tư chiếm lần lượt 25% và 20% tổng nguồn thu hoạt động trong năm 2016. Tỷ lệ này thường dưới 15% ở các NHTM khác.

**Đánh giá:** Việc công bố thông tư 41 là thông tin tích cực đối với các NHTM, đặc biệt là đối với 10 ngân hàng thí điểm; Tuy chậm hơn so với định hướng ban đầu của NHNN nhưng các ngân hàng lại có thêm thời gian để nâng cao hệ thống quản trị rủi ro, thông tin và chuẩn bị phương án tăng vốn thích hợp.

## Diễn biến ngành ngân hàng năm 2016

**Biểu 3: Hệ số NIM các Ngân hàng trong 4 quý năm 2016**



Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS tổng hợp

**Đánh giá:** Do cạnh tranh tăng lãi suất huy động để thu hút khách hàng khiến chi phí vốn tăng, hầu hết các Ngân hàng gặp sức ép về hệ số NIM trong nửa đầu và giữa năm 2016. Tuy nhiên, đến cuối năm, xu hướng NIM đã có tín hiệu hồi phục, đặc biệt hai ngân hàng ACB và MBB có sự cải thiện rõ rệt nhất. Trong quý 4, doanh thu từ lãi thuần của ACB tăng 10% trong khi chi phí lãi chỉ tăng 5% so với quý 3 năm 2016; đối với MBB, NIM của Ngân hàng đã tạo đáy và cải thiện từ quý 2/2016 phần lớn do lợi suất trái phiếu phục hồi.

## Một số chỉ tiêu chính 2016

**Biểu 4: Chỉ tiêu chính ở một số Ngân hàng niêm yết**

	Tín dụng (yoy)	Huy động (yoy)	Doanh thu lãi (yoy)	Doanh thu ngoài lãi (yoy)	Lợi nhuận hoạt động (yoy)	Chi phí trích lập (yoy)	Lợi nhuận trước thuế (yoy)	Nợ xấu	ROA	ROE
BID	20,93%	28,59%	22,90%	25,58%	24,83%	63,37%	-2,69%	1,95%	0,67%	14,42%
CTG	23,33%	32,75%	18,93%	3,68%	12,70%	7,33%	16,13%	1,02%	0,79%	11,51%
MBB	24,22%	7,30%	9,00%	29,10%	7,03%	-3,42%	13,89%	1,32%	1,21%	12,03%
VCB	18,85%	17,80%	20,00%	11,00%	15,76%	5,64%	24,75%	1,48%	0,94%	14,54%
ACB	20,72%	18,37%	17,13%	99,00%	21,00%	37,66%	26,85%	0,87%	0,60%	9,87%

Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS tổng hợp

## Quan điểm đầu tư

**Ngành ngân hàng tiếp tục phân hóa trong năm 2017:** Nhóm ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và đang tiếp tục cải thiện gồm: **VCB, MBB, ACB** (riêng ACB vẫn còn tiếp tục xử lý phần tài sản liên quan đến Nhóm 6 Công ty). VCB mặc dù là ngân hàng có yếu tố cơ bản tốt nhất nhưng định giá không rẻ (trailing P/B 2,8x và forward P/B 2,65x). Ngoài ra, trong nhóm các ngân hàng chưa niêm yết, **VPB** là ngân hàng có tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trong năm 2016, chất lượng tài sản cũng dần được cải thiện hơn.

Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi cập nhật 2 ngân hàng VPB và MBB:

- MBB thỏa mãn cả 2 điều kiện: Cơ bản tốt, triển vọng lợi nhuận hấp dẫn (chúng tôi dự báo LNTT 2017 dự báo tăng trưởng 29%) và có định giá rẻ (P/B chỉ ở mức 0,9x).
- VPB: Là ngân hàng có tăng trưởng mạnh, đều đặn trong nhiều năm; Ngân hàng định hướng vừa tăng trưởng vừa củng cố bộ máy quản trị rủi ro để đảm bảo chất lượng tài sản tốt.

# Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB : OTC)

## Báo cáo cập nhật

13/03/2017

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)	19.000
Tiềm năng tăng giá	26,7%
Suất sinh lợi cổ tức	13,1%

## Đột phá trong tăng trưởng lợi nhuận nhiều năm, VPBank trở thành NHTM có lợi nhuận số 1 trong các NHCP tư nhân

- **Kế hoạch niêm yết trong năm 2017:** Ngân hàng TMCP VPBank có dự định sẽ niêm yết trên UPCOM vào cuối năm 2017, trước khi niêm yết lên sàn chính thức.
- **Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2016:** Tổng tài sản tính đến thời điểm cuối năm 2016 đạt 225.887 tỷ đồng, tăng 16,50% so với thời điểm cuối năm 2015. Với tín dụng và huy động tăng trưởng lần lượt 23,85% và -4,9%, hệ số LDR tăng khá cao lên mức 116,87%. Đáng chú ý, lợi nhuận trước thuế của VPB tăng trưởng hơn 60%, đạt 4.955 tỷ đồng. VPBank trở thành NHTM có lợi nhuận trong năm cao nhất trong các NHCP tư nhân.
- **Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận:** MBS dự phóng tăng trưởng lợi nhuận đạt gần 18%, tuy cao nhưng không còn đột biến như các năm trước với quan điểm VPBank sẽ tập trung nguồn lực nhiều hơn vào hoạt động quản trị rủi ro của Ngân hàng.
- **Hành động: khuyến nghị MUA,** với giá mục tiêu 12 tháng **19.500 VND**, upside 26,7%.

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: triệu VND	2014	2015	2016	2017F
Lợi nhuận trước dự phòng	2.588.077	6.373.842	10.253.621	11.740.956
Chi phí dự phòng	979.474	3.277.640	5.298.20	5.919.737
Lợi nhuận trước thuế	1.608.603	3.096.202	4.955.420	5.840.634
EPS (VND)	1.521	2.973	4.429	5.089
BVPS (VND) (adjusted)				14.620
ROA	0,70%	1,07%	1,93%	1,88%
ROE	15,01%	21,42%	26,49%	24,74%
P/E				2,95x
P/B				1,03x

Nguồn: VPB, MBS dự phóng

### Liên hệ

**Phạm Thiên Quang**

Trưởng bộ phận PT Ngành và Cổ phiếu

E: [Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn)

**Trần Yến Linh**

Ngân hàng, Hàng không

E: [Linh.TranThiYen@mbs.com.vn](mailto:Linh.TranThiYen@mbs.com.vn)

### Luận điểm đầu tư

**Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VPBank, với nhận định VPBank là ngân hàng có nhiều tham vọng về tăng trưởng, đi đôi với mục tiêu nâng cao công tác quản trị rủi ro thể hiện qua tăng trưởng lợi nhuận cao trong nhiều năm và chất lượng tài sản ngày càng được củng cố.**

**Đại diện VPBank cho biết, ngân hàng có kế hoạch niêm yết vào cuối năm 2017, và theo lộ trình sẽ niêm yết chính thức sau đó.** Tổng số lượng cổ phiếu hiện tại của Ngân hàng là 918,1 triệu cổ phiếu. Trong đó, số cổ phần phổ thông là 844,9 triệu; còn lại là cổ phần ưu đãi cổ tức.

Ngân hàng VPBank đã công bố thông tin phát hành cổ phiếu để trả cổ tức năm 2015 với tỷ lệ 13,07%; tỷ lệ tăng vốn điều lệ từ nguồn quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ là 5,69%. Chúng tôi được biết, năm 2016, có thể VPBank sẽ chia cổ tức bằng cả tiền mặt và cổ phiếu.

### Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2016

**VPBank ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng trong năm 2016, với tỷ lệ tăng trưởng 60%.** Lợi nhuận trước thuế đạt 4.955 tỷ đồng; Tăng trưởng về lợi nhuận ròng đạt 45,94%, trong khi nguồn thu từ phí dịch vụ giảm nhẹ -3,68%, tổng nguồn thu ngoài lãi chỉ tăng 3,45%. Hiện tại, tỷ lệ thu ngoài lãi chỉ chiếm 10,50% tổng thu nhập hoạt động của VPBank. Chúng tôi cho rằng, tuy có sức mạnh về mảng bán lẻ (được hỗ trợ một phần từ công ty tài chính), Ngân hàng nên đa dạng hóa nguồn thu, phát triển nguồn thu từ phí dịch vụ (tỷ lệ thu từ lãi ở VCB, MBB,...chỉ chiếm 75-80%).

**NIM tiếp tục tăng lên mức 7,67% so với 6,36% năm 2015.** Nhờ hoạt động của công ty tài chính tiêu dùng VPB FC với những khoản cho vay khách hàng cá nhân có NIM cao, hệ số NIM của VPBank thường duy trì ở mức cao hơn trung bình các NHTM khác. Lợi suất lãi tăng lên 13% so với 11,50% năm 2015 trong khi chi phí vốn tăng lên 5,56% so với 5,20% năm 2015.

**Tổng lợi nhuận hoạt động tăng gần 40% trong khi chi phí hoạt động chỉ tăng khoảng 16,4%** giúp cho hệ số CIR của VPBank giảm chỉ còn 39,26% so với 47,18% năm 2015. Tỷ lệ này có xu hướng giảm trong nhiều năm, cho thấy khả năng quản lý nguồn lực hiệu quả hơn của Ngân hàng.

**VPBank là một trong số ít các ngân hàng rất tích cực xử lý nợ xấu bằng nguồn trích lập dự phòng của Ngân hàng.** Trong năm 2016, chi phí trích lập của VPB là 5.298 tỷ đồng, số dư trích lập dư nợ cho vay đầu kỳ và cuối kỳ năm 2016 chỉ chênh nhau 328,58 tỷ đồng; chúng tôi ước tính, Ngân hàng đã write-off khoảng 4.969 tỷ đồng, tỷ lệ write-off/loans chiếm 3,80% so với 2,72% năm 2015 và 0,70% năm 2014.

**Chất lượng tài sản cải thiện hơn trong năm nay.** Tỷ lệ nợ xấu của VPBank hiện tại là 2,79% so với 2,69% năm 2015 (trong quý 3/2016 tăng lên 3,09%); tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm xuống còn 5,61% so với 5,90% cùng kỳ năm ngoái. Số dư nợ VAMC bond giảm xuống còn 4.136 tỷ đồng (VAMC bond/Total loans: 2,86%) so với 4.520 tỷ đồng VAMC bond/Total loans: 3,87% năm 2015. Tỷ lệ LLR/NPL (Loans loss reserve) hiện tại 51,24%, vẫn còn thấp hơn nhiều NHTM đầu ngành; Tuy nhiên, con số Write-off thể hiện nỗ lực xử lý nợ xấu của Ngân hàng.

**Biểu 2: Chất lượng tài sản VPBank**

Chất lượng tài sản	2015	2016
Nợ nhóm 2/Tổng dư nợ	5,90%	5,61
Lãi và phí phải thu/ Tổng thu nhập lãi	14,90%	12,50%
LLR	53,38%	51,24%
VAMC (tỷ đồng)	4.520	4.136
VAMC/ Total loans	3,87%	2,86%

*Nguồn: VPB*

### Cập nhật mô hình dự phóng lợi nhuận, định giá và khuyến nghị

**Biểu 3: Mô hình dự phóng lợi nhuận**

Mô hình thu nhập	2016	2017E	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần	15.110	16.667	Với xu hướng lợi suất lãi trên tài sản sinh lãi tăng đều đặn trong nhiều năm (IEA yield đạt 10,37%; 11,53% và 12,99% từ năm 2014 đến năm 2016; trong khi chi phí vốn giao động nhẹ ( IBL cost đạt 5,58%; 5,20%; 5,56% trong 3 năm tương ứng); MBS ước tính năm 2017, <b>IEA yeild và IBL cost lần lượt là 13,70% và 5,70%</b> ; Net interest spread theo đó đạt 8,00% (so với 7,43% năm 2016). Theo đó, thu nhập lãi thuần kỳ vọng tăng 10,50%.
Thu nhập ngoài lãi	1.771	2.509	Chúng tôi dự phóng <b>tăng trưởng nguồn thu ngoài lãi của VPBank sẽ đạt 42%</b> trong năm nay với kỳ vọng Ngân hàng sẽ đẩy mạnh doanh thu từ thu phí dịch vụ (tăng trưởng 20%) và hoạt động đầu tư hiệu quả hơn.
Chi phí hoạt động	6.628	7.417	Tỷ lệ CIR giảm liên tiếp qua nhiều năm, đến năm 2016 giảm còn 39,3% so với 58,7% năm 2014; <b>MBS ước tính năm 2017, tỷ lệ CIR sẽ giảm xuống 38,7% năm 2017</b> , chi phí hoạt động tương ứng tăng 11,90%.
LN trước dự phòng	10.253	11.740	Lợi nhuận trước dự phòng ước tính tăng trưởng 15%.
Chi phí dự phòng	5.298	5.919	Chi phí trích lập dự phòng ước tính tăng 11,73%.
Lợi nhuận trước thuế	4.955	5.821	Với tất cả dự phóng trên, lợi nhuận trước thuế của VPBank trong năm 2017 ước đạt 5.840 tỷ đồng, tăng trưởng gần 18% so với năm 2016.

*Nguồn: MBS Research*

Dự phóng cần trọng về lợi nhuận VPBank sẽ tăng trưởng thấp hơn trong năm 2017 dựa trên quan điểm của MBS, cho rằng Ngân hàng VPB sẽ tập trung nguồn lực nhiều hơn để xử lý nợ xấu, phát triển bộ phận quản trị rủi ro thay vì phát triển đột biến như những năm trước.

#### Rủi ro đầu tư (downside risks)

So với trung bình các NHTM khác, tỷ lệ nợ nhóm 2 của VPBank còn tương đối cao (hiện tại 5,61%). Bên cạnh đó, khoản nợ 2.800 tỷ đồng được cầm cố bởi trái cổ phiếu HNG sở hữu bởi HAGL vẫn không thể hiện trong NPL của Ngân hàng đều là các rủi ro đầu tư đối với cổ phiếu VPBank. Mô hình dự phóng lợi nhuận của MBS điều chỉnh, loại trừ khỏi giá trị sổ sách của Ngân hàng những khoản nợ xấu, rủi ro này.

**Biểu 4: Điều chỉnh BVPS và định giá**

Đơn vị: Tỷ VND	2017E
<b>Tổng vốn chủ sở hữu (1)</b>	<b>20.339</b>
<b>Nợ của HAGL (2)</b>	<b>2.214</b>
Nợ nhóm 2	8.121
Nợ nhóm 2/Tổng dư nợ	5,61%
Trung bình nợ nhóm 2/Tổng dư nợ của các ngân hàng so sánh	3,00%
<b>Phần dư nợ cần điều chỉnh loại khỏi nợ nhóm 2 (3)</b>	<b>3.781</b>
<b>Giá trị sổ sách điều chỉnh ((1)-(2)-(3))</b>	<b>14.344</b>
<b>Tổng số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)</b>	<b>981,1</b>
<b>BVPS đã điều chỉnh</b>	<b>VND 14.620</b>

Nguồn: VPB, BCTC HAG, MBS Research

Với giá trị hiện tại trên sàn OTC là 15.000 VND, cổ phiếu VPBank đang được giao dịch ở mức forward P/B là 1,00x; Với định giá ở mức P/B hợp lý là 1,3x, MBS khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPBank là 19.000 VND.



# Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB : HSX)

Cập nhật 10/03/2017

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	21.000
Upside	45%
Dividend yield	10%

## Biểu đồ giá cổ phiếu



## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	14.400
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	1.712
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	24.149

## Cơ cấu cổ đông

Viettel	15,04%
SCIC	10,03%
Viet Nam Helicopter	7,99%
Tân cảng Sài Gòn	7,67%
Vietcombank	7,17%
Maritime bank	5,00%
Viettelimex	4,66%
VEIL Holdings Ltd.	2,21%
Vietnam Enterprise Investments Limited	2,21%
Norges Bank	2,15%
Cổ đông khác	35,87%

Nguồn: CafeF, MBS Research

## Liên hệ

### Phạm Thiên Quang

Trưởng bộ phận PT Ngành và Cổ phiếu

E: [Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn)

### Trần Yến Linh

Ngân hàng, Hàng không

E: [Linh.TranThiYen@mbs.com.vn](mailto:Linh.TranThiYen@mbs.com.vn)

## MBB đã thực hiện tạm ứng cổ tức đợt 1 năm 2016 ngày 8/3 vừa qua, với tỷ lệ 6% bằng tiền mặt; tiếp tục khuyến nghị MUA

- **MBB đã thực hiện tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt đợt 1** cho cổ đông với tỷ lệ tạm ứng 6%, ngày chốt danh sách cổ đông được nhận cổ tức là 24/02/2017 và ngày tạm ứng là 08/03/2017.
- **Năm 2016, lợi nhuận trước thuế của MBB đạt 3.650 tỷ đồng**, tăng trưởng 13,35%. Tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt đạt 14,22% và 7,30%.
- **Định giá:** Với giá hiện tại 14.400 VND, MBB đang được giao dịch ở mức forward P/E và P/B lần lượt là 6,44x và 0,88x dựa trên mức EPS và BVPS ước tính lần lượt là 2.237 VND và 16.295 VND.
- **Hành động:** Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **MBB**. Nhận định của MBS đối với MBB là cổ phiếu Ngân hàng rẻ, có chất lượng tài sản tốt (chỉ đứng sau VCB); Đặc biệt, đại diện Ngân hàng đã đưa ra dự định kế hoạch lợi nhuận năm 2017 là trên 4.300 tỷ đồng. Với tiềm năng tăng trưởng và yếu tố cơ bản tốt, MBS dự phóng lợi nhuận trước thuế của MBB sẽ thực sự cất cánh trong năm nay và còn cao hơn so với kế hoạch ban đầu.

## Biểu 1: Dự phóng lợi nhuận và định giá

Đơn vị: triệu VND	2015	2016	2017F
Lợi nhuận trước dự phòng	5.322.739	5.680.689	6.796.315
Chi phí dự phòng	2.102.068	2.030.104	2.073.111
Lợi nhuận trước thuế	3.220.671	3.650.585	4.723.204
EPS (VND)	1.560	1.666	2.237
BVPS (VND)	14.121	15.072	16.295
ROA	1,18%	1,21%	1,35%
ROE	12,75%	12,03%	14,33%
P/E			6,44x
P/B			0,88x

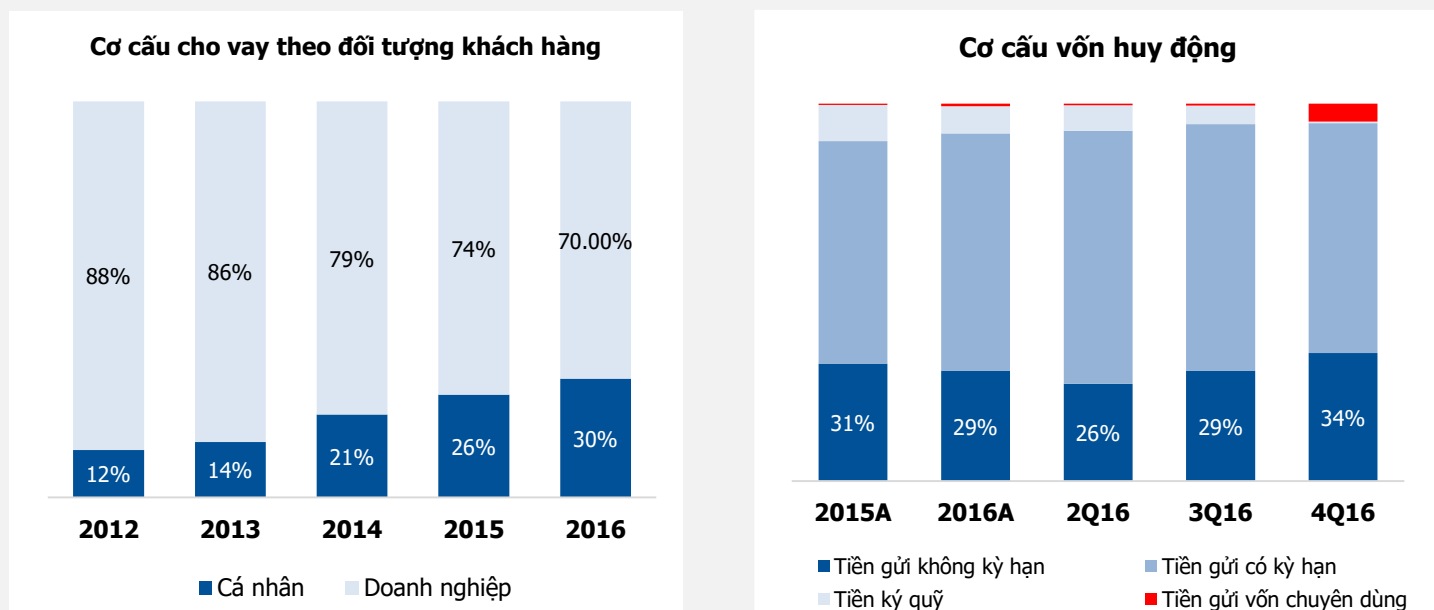
Nguồn: BCTC MB & MBS dự phóng

## Cập nhật kết quả kinh doanh 2016

**Năm 2016, lợi nhuận trước thuế của MBB đạt 3.650 tỷ đồng, tăng trưởng 13,35%.** Tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt đạt 14,22% và 7,30%. Hệ số LDR hiện tại là 77,48%. NIM đạt 3,58%, giảm nhẹ so với 33,81% năm 2015.

Tăng trưởng tín dụng đạt 24,2% trong năm 2016. Cơ cấu cho vay chuyển dịch rõ rệt sang đối tượng khách hàng thể nhân. Tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân (bán lẻ) chiếm 30% cơ cấu cho vay của MBB trong năm 2016, tăng liên tiếp qua các năm, từ 12% năm 2012. Bên cạnh đó, huy động khách hàng tăng trưởng đều, Cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn hồi phục sau khi giảm trong quý 2 năm 2016, đến quý 4 tăng lên 33,9%. Điều đó cho thấy MBB vẫn duy trì được lợi thế về nguồn vốn giá rẻ từ các khoản tiền gửi không kỳ hạn.

Biểu 1: Cơ cấu tín dụng và huy động



Nguồn: BCTC MB &amp; MBS Research

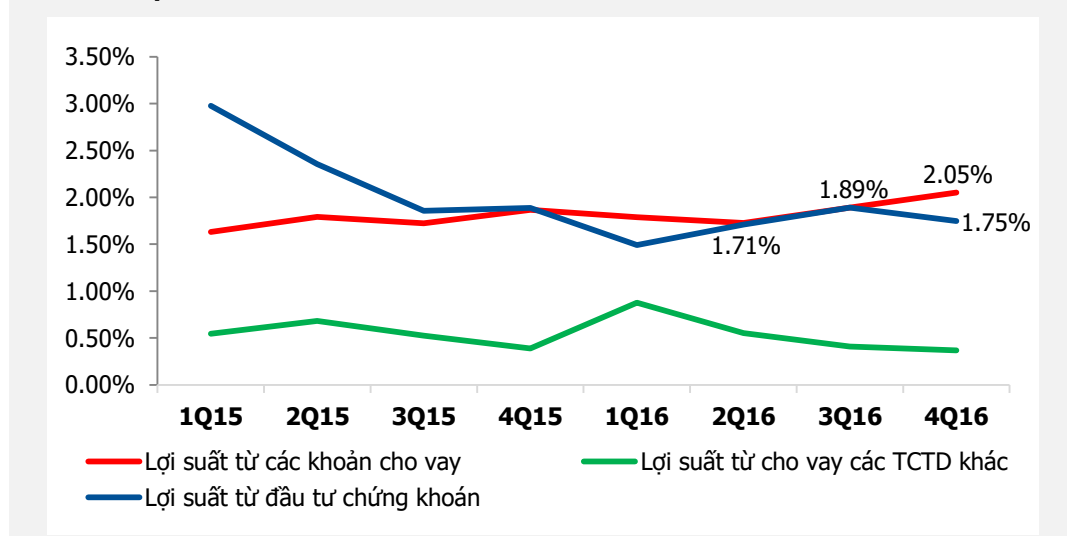
**NIM cải thiện nhờ lợi suất trái phiếu phục hồi**

**NIM của MBB đạt 3,58% cả năm 2016, giảm so với 3,81% năm 2015;** riêng trong quý 4, đạt 3,95% (annualized), sau khi tạo đáy ở quý 2.

MBB tiếp tục nâng tỷ trọng cho vay trong tổng tài sản sinh lãi để cải thiện hệ số NIM. Tín dụng cho vay chiếm 64,5% tổng tài sản sinh lãi năm 2016 so với 45,1% vào năm 2012.

Lợi suất trái phiếu đầu tư giảm mạnh trong quý I, khi những khoản trái phiếu dài hạn từ năm 2012 đến kì đáo hạn (từ 9,8% năm 2012 xuống còn 6,4% sau 6 tháng đầu năm 2016) ảnh hưởng đến hệ số NIM. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy lượng trái phiếu dài hạn (3-5 năm và trên 5 năm) tăng từ 1Q16 đã cải thiện lợi suất trái phiếu đầu tư cũng như hệ số NIM của MBB.

Biểu 2: Lợi suất từ các tài sản sinh lãi



Nguồn: BCTC MB &amp; MBS Research



## Mô hình dự phóng lợi nhuận

Biểu 3: Cập nhật mô hình dự phóng lợi nhuận với một số key drivers

Tỷ VND	2015	2016	2017E	
Huy động khách hàng	181.565	194.812	224.034	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Tăng trưởng tín dụng:</b> Mô hình dự phóng tăng trưởng tín dụng và huy động trong năm 2017 lần lượt là 15% và 22%. Do hiện nay hệ số LDR đã tăng khá nhiều so với các năm trước, hoạt động huy động tiền gửi từ khách hàng có khả năng cần đẩy mạnh hơn trong năm 2017.</li> <li>▪ <b>Chi phí hoạt động:</b> Chi phí hoạt động năm 2016 tăng mạnh do ngân hàng đầu tư vào mở rộng số lượng chi nhánh, phòng GD cũng như đầu tư vào công nghệ cho công ty tài chính tiêu dùng mới đi vào hoạt động. Hệ số CIR năm 2016 tăng lên 42,36% so với 39,32% năm 2015.</li> <li>▪ <b>Doanh thu lãi dự phóng đạt 9.529 tỷ đồng trong năm 2017,</b> tương đương tăng trưởng 19,44%. Do cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn cuối năm 2016 đã có dấu hiệu tăng rõ rệt (33,90%), nên áp lực tăng chi phí vốn giảm trong năm tiếp theo. Chi phí vốn bình quân (Interest bearing liability cost) dự phóng bằng với mức 3,65% năm 2016, trong khi lợi suất tài sản sinh lãi (Interest earning asset yield) ước đạt 7,15% so với 6,98% năm 2016.</li> <li>▪ <b>Lợi nhuận trước thuế:</b> Lãnh đạo ngân hàng MBB đã đưa ra mức mục tiêu lợi nhuận trước thuế năm 2017 là 4.700 tỷ đồng. Đây là lần đầu tiên Ngân hàng đưa ra con số kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận đến 28%. Với nhiều lợi thế về giá vốn rẻ, NIM đang có nhiều dấu hiệu phục hồi cùng với chất lượng tài sản rất tốt trong nhiều năm, chúng tôi tin rằng lợi nhuận của MBB trong năm nay có thể đạt kế hoạch đề ra.</li> </ul>
Tăng trưởng	8,30%	7,30%	15,00%	
Cho vay khách hàng	121.348	150.737	183.899	
Tăng trưởng	20,60%	24,22%	22,00%	
LDR	66,80%	77,40%	82,10%	
Lợi suất từ tài sản sinh lãi	7,05%	6,89%	7,15%	
Chi phí giá vốn	3,38%	3,65%	3,65%	
NIM	3,81%	3,58	3,66%	
Chi phí hoạt động	3.449	4.174	4.912	
CIR	39,32%	42,36%	41,96%	
Chi phí trích lập	2.102	2.030	2.073	
Thu nhập từ lãi	7.318	7.978	9,529	
Thu nhập ngoài lãi	1.453	1.876	2.179	
Tổng thu nhập hoạt động	8.771	9.855	11.708	
Lợi nhuận trước thuế	3.220	3.650	4.723	

## Định giá

**Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB.** Nhận định của MBS đối với MBB là cổ phiếu Ngân hàng rẻ, có chất lượng tài sản tốt (chỉ đứng sau VCB); Hiện nay, MBB đang được giao dịch ở mức giá 14.400 VND, tương đương mức forward P/B 0,88x; MBS đánh giá mức P/B hợp lý là 1,3x. **Mức giá mục tiêu trong 12 tháng đối với MBB là 21.000 VND (upside 45%).**

## NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ

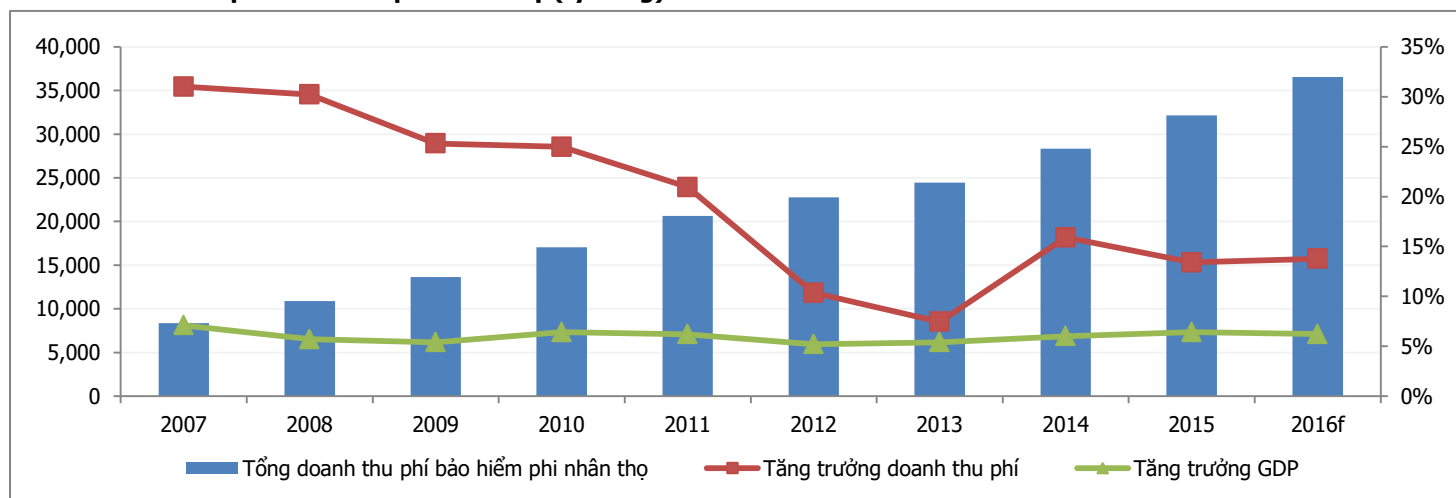
Tiềm năng tăng trưởng lớn đi kèm cạnh tranh khốc liệt

Công ty	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
Tổng CTCP Bảo Minh	BMI	MUA	2.503	27.400	38.236	40%	1.700	-17%	13,1x	1,1x	16,1x
Tổng CTCP Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam	VNR	MUA	3.211	24.500	33.803	38%	1.960	7%	13,1x	1,1x	12,5x

### Tiêu điểm

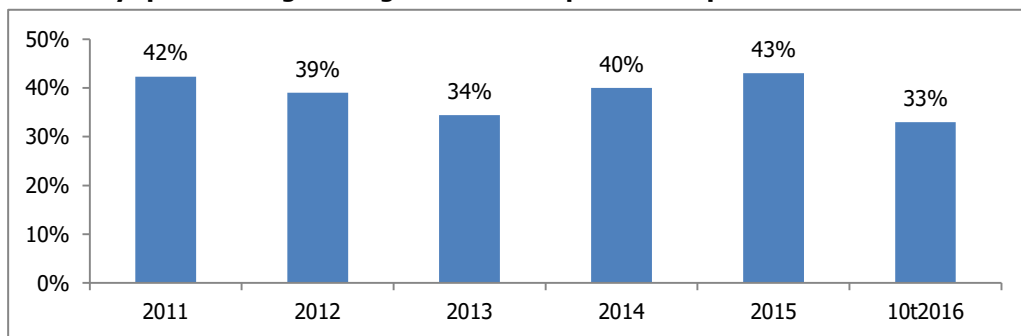
- **Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ duy trì tăng trưởng cao trong dài hạn.** Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ năm 2016 ước tính đạt 36,6 nghìn tỷ đồng, +14%yoy. Các dự báo cho thấy mức tăng trưởng của ngành vẫn sẽ duy trì trên hai con số trong các năm tới. Hiện tại, chi tiêu cho bảo hiểm phi nhân thọ ở Việt Nam ở mức thấp, theo số liệu năm 2015 người Việt Nam chi khoảng 16 USD cho bảo hiểm phi nhân thọ so với mức 64 USD trung bình của các nước đang phát triển và mức 1486 USD của các nước phát triển.

**Biểu 1: Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ (tỷ đồng)**



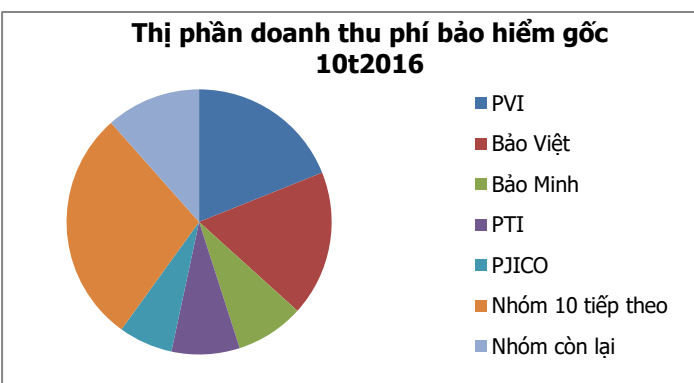
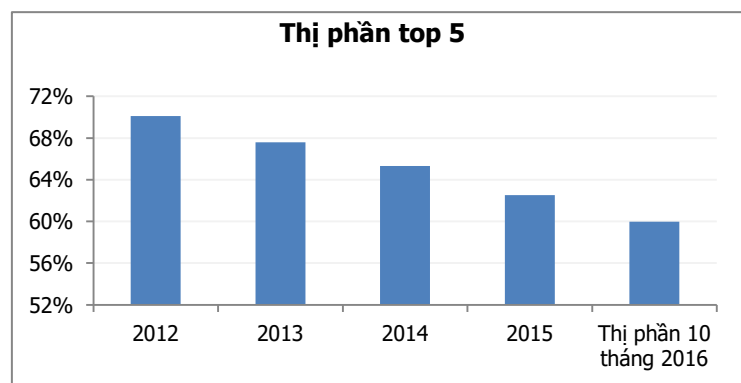
(Nguồn: Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam)

- **Tỷ lệ bồi thường nhìn chung được kiểm soát tốt.** Sau giai đoạn 2014-2015 bị ảnh hưởng của các vụ lộn xộn tại các khu công nghiệp vào tháng 5/2014, tỷ lệ bồi thường đã lùi về mức dưới 33% trong 10 tháng năm 2016 và được kì vọng sẽ tiếp tục ở dưới mức 40% nhờ các nỗ lực kiểm soát bồi thường và hạn chế gian lận bảo hiểm của các doanh nghiệp.

**Biểu 2: Tỷ lệ bồi thường toàn ngành bảo hiểm phi nhân thọ**

(Nguồn: Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam)

- **Mức độ cạnh tranh trong ngành ngày càng khốc liệt.** Với sức ép ngày càng tăng cao từ các doanh nghiệp top dưới, thị phần của top 5 doanh nghiệp bảo hiểm PNT tại Việt Nam liên tục suy giảm. Việc cơ cấu ngành ngày càng phân mảnh là yếu tố tác động tiêu cực lên mức phí bán bảo hiểm và lợi nhuận từ hoạt động bảo hiểm của các công ty trong ngành.

**Biểu 3: Cơ cấu thị phần bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam**

(Nguồn: Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam)

## Triển vọng lợi nhuận 2017

- Xu hướng tăng lãi suất sẽ là yếu tố chính tác động tích cực lên lợi nhuận của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ. Khả năng hiện hữu về việc Fed tăng lãi suất trong năm 2017 là sẽ gây áp lực lên mặt bằng lãi suất huy động ở Việt Nam. Với tỉ trọng khoảng 70% danh mục đầu tư vào tiền gửi, các doanh nghiệp bảo hiểm dự báo sẽ được hưởng lợi trong năm 2017.

## Rủi ro

- Thiên tai, cháy nổ, gian lận bảo hiểm vẫn là các rủi ro chính với ngành bảo hiểm phi nhân thọ, tác động trực tiếp tới hoạt động bồi thường của các doanh nghiệp.
- Định giá một số doanh nghiệp bảo hiểm trên sàn hiện đã ở mức cao hơn khá nhiều so với thị trường chung và so với các doanh nghiệp bảo hiểm trong khu vực, do đó rủi ro điều chỉnh là yếu tố các nhà đầu tư cần chú ý.

## Quan điểm đầu tư

- Bảo hiểm phi nhân thọ là ngành có triển vọng tăng trưởng doanh thu khả quan trong các năm tới đây, tuy nhiên, mức độ cạnh tranh trong ngành là khá lớn với tỷ lệ phân mảnh thị phần cao, cạnh tranh về phí gay gắt. Hoạt động đầu tư của ngành bảo hiểm phi nhân thọ có đặc tính thận trọng cao, chủ yếu đầu tư vào tiền gửi, do đó mặc dù lợi nhuận đầu tư được kì vọng cải thiện theo xu hướng tăng của lãi suất nhưng chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ sẽ khó có thể tăng trưởng đột biến, thay vào đó sẽ duy trì mức ổn định.

và tăng trưởng nhẹ trong các năm tới. Tăng trưởng thị giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này dự báo sẽ đến từ các hoạt động M&A hoặc thoái vốn Nhà nước.

- Trong năm 2017, chúng tôi khuyến nghị đầu tư hai cổ phiếu mà SCIC dự định tiến hành thoái vốn là BMI và VNR. Đây là hai cổ phiếu có định giá tương đối rẻ so với các đối thủ trong ngành và việc thoái vốn Nhà nước được kì vọng có thể tạo động lực tăng trưởng mới cho doanh nghiệp.

# Tổng Công ty Cổ phần Bảo Minh (BMI : HSX)

## Báo cáo cập nhật 13/03/2017

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	38.236
Upside	40%
Dividend yield	N/A
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	40%

### Biểu đồ giá cổ phiếu



### Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	27.300
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	91,3
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.503,1
Giá cao nhất 52 tuần	28.500
Giá thấp nhất 52 tuần	20.500
KLGDQ	104.387
FOL	49%
% sở hữu nước ngoài	43,68%

### Cơ cấu cổ đông

SCIC	50,7%
AXA	16,7%
Firstland	5,65%
Chevalier	5,63
Halley Sicav	4,99%

Nguồn: CafeF, MBS Research

## Hiệu quả hoạt động cải thiện, danh mục đầu tư lành mạnh

### Cập nhật kết quả kinh doanh 2016

Trong năm 2016, hoạt động kinh doanh bảo hiểm của BMI tăng trưởng ổn định, doanh thu thuần đạt 2.724 tỷ, +11%yoy, lợi nhuận gộp đạt 211 tỷ, +13%yoy. Hoạt động tài chính của công ty tăng trưởng đột biến đạt 175 tỷ, +72% yoy, do trong kì BMI đã tiến hành bán hơn 4,4 triệu cổ phiếu PTI và thoái vốn khỏi công ty con là Chứng khoán Bảo Minh bằng việc bán ra hơn 21 triệu cổ phiếu.

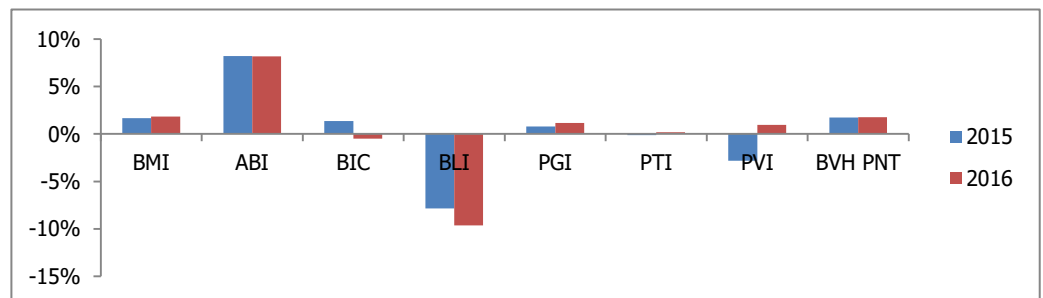
### Luận điểm đầu tư 2017

**Thoái vốn Nhà nước khỏi Bảo Minh.** Hiện SCIC đang nắm giữ khoảng 46,3 triệu cổ phiếu BMI, tương đương 50,7% vốn điều lệ của công ty. Bên cạnh SCIC, nhiều nhà đầu tư chiến lược trong ngành bảo hiểm (AXA, Chevalier) và đầu tư tài chính (Firstland, Halley Sicav) nước ngoài cũng đang là cổ đông lớn của BMI. Do vậy chúng tôi tin rằng đợt thoái vốn dự kiến sắp tới của SCIC tại Bảo Minh sẽ thu hút được sự quan tâm lớn, qua đó tác động tích cực tới giá cổ phiếu trên thị trường.

**KQKD 2017 dự báo giảm do không còn lợi nhuận đột biến từ hoạt động tài chính.** Chúng tôi dự báo BMI có thể đạt 3.131 tỷ doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm, +15% yoy, lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm đạt 60 tỷ, +20 yoy. Lợi nhuận tài chính đạt 125 tỷ, -29% yoy. Lợi nhuận sau thuế ước khoảng 156 tỷ, -17% yoy. EPS đạt 1.700 đồng/cổ phần.

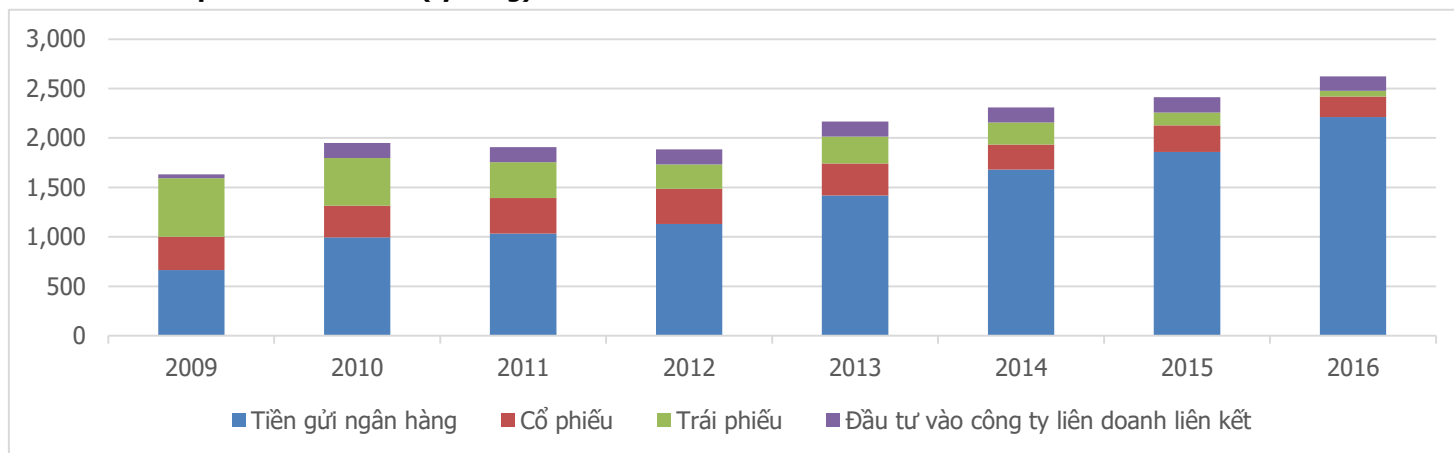
**Hoạt động kinh doanh bảo hiểm đạt hiệu quả cao so với các đối thủ trong ngành.** Bảo Minh là doanh nghiệp theo đuổi chiến lược phát triển thận trọng và hiệu quả, do đó mặc dù tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc ở mức thấp so với các đối thủ và trung bình ngành, tuy nhiên xét về hiệu quả, BMI duy trì mức biên lợi nhuận cao so với top 5 và tiếp tục cải thiện trong năm 2016. Thế mạnh của BMI là bảo hiểm sức khỏe, đây là sản phẩm có nhu cầu tăng trưởng cao hàng năm trong bối cảnh mức độ quan tâm của người dân tới sức khỏe ngày càng lớn, tỷ lệ bồi thường loại hình này cũng ở mức thấp hơn trung bình ngành.

**Biểu 1: Biên lợi nhuận thuần hoạt động bảo hiểm**



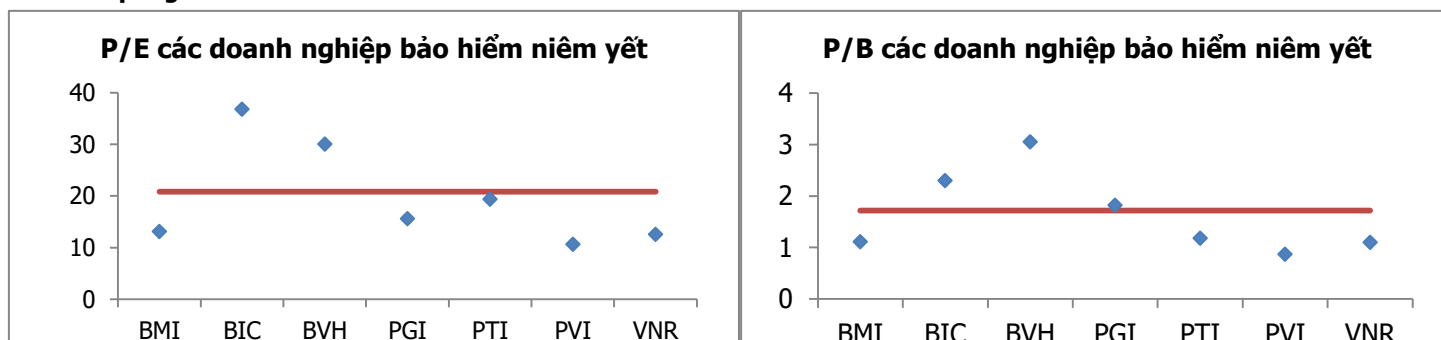
(Nguồn: MBS tổng hợp)

**Danh mục đầu tư thận trọng.** Chúng tôi đánh giá cao hiệu quả của hai đợt thoái vốn khỏi PTI và CK Bảo Minh với mức lợi nhuận đạt được trên 100 tỷ của BMI. Tại thời điểm cuối năm 2016, danh mục đầu tư của BMI đạt trên 2.600 tỷ, trong đó 2.200 tỷ đầu tư dưới dạng tiền gửi. Dự báo mặt bằng lãi suất tăng trong năm 2017 sẽ tác động tích cực tới hoạt động đầu tư của BMI. Bên cạnh đó, BMI hiện còn nắm giữ 8,4 triệu cổ phiếu VNR, được ghi nhận với giá trị 43,2 tỷ so với giá trị thị trường là trên 200 tỷ, hứa hẹn mức lợi nhuận tiềm tàng khá lớn khi thoái vốn.

**Biểu 2: Danh mục đầu tư của BMI (tỷ đồng)**

(Nguồn: MBS tổng hợp)

**Định giá vẫn ở mức hấp dẫn.** So với các doanh nghiệp bảo hiểm đang niêm yết, định giá của BMI vẫn ở mức khá thấp. PB 2016 của BMI đạt 1,11x, so với mức 1,72x của thị trường. So với các đối thủ chính như PGI, PTI hay BIC, định giá của BMI cũng ở mức hấp dẫn hơn khá nhiều. Do đó chúng tôi kỳ vọng việc thoái vốn của SCIC có thể tác động tích cực tới thị giá cổ phiếu BMI.

**Biểu 3: Định giá so sánh**

(Nguồn: MBS tổng hợp)

## Định giá

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu BMI theo phương pháp so sánh ngang sử dụng chỉ số PB của hai nhóm cổ phiếu, nhóm 1 là các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khu vực châu Á có quy mô vốn hóa từ 50-150 triệu USD (BMI: 107 triệu USD); nhóm 2 là các nhóm doanh nghiệp bảo hiểm đang niêm yết tại Việt Nam. Kết quả định giá cho thấy giá trị mỗi cổ phần của BMI theo P/B đạt **38.236 đồng/cổ phần**.

**Biểu 4: Tổng hợp định giá BMI**

	Đơn vị	Giá trị
P/B các doanh nghiệp bảo hiểm PNT trong khu vực	X	1,45
P/B các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam niêm yết	X	1,70
Trung bình	X	1,58
Giá trị sổ sách BMI 2016	VNĐ	24.277
Định giá cổ phần BMI	VNĐ/cổ phần	<b>38.236</b>

Công ty nhóm 1	Quốc gia	Vốn hóa (USD)	P/B
GREEN DELTA INSURANCE	Bangladesh	62,739,780	0.83
RELIANCE INSURANCE	Bangladesh	56,892,592	1.06
TARGET INSURANCE	HongKong	130,255,992	2.54

LIPPO GENERAL INSURANCE	Indonesia	63,644,860	0.73
MAREIN TBK	Indonesia	110,333,176	2.12
MANULIFE HOLDING	Malaysia	139,878,720	0.79
PAC & ORIENT BHD	Malaysia	68,390,328	0.86
ATLAS INSURANCE	Pakistan	53,032,160	3.01
AIA INSURANCE LA	SriLanka	60,382,060	1.82
UNION ASSURANCE	SriLanka	58,247,656	2.77
JANASHAKTHI INSURANCE	SriLanka	79,095,448	1.12
FIRST INSURANCE	Taiwan	137,020,736	0.79
UNION INSURANCE	Taiwan	107,198,096	0.95
NAVAKIJ INSURANCE	Thailand	52,021,516	0.89
<b>Trung bình</b>			<b>1,45</b>

Công ty nhóm 2	P/B
ABI	1.59
BIC	2.30
BVH	3.05
PGI	1.82
PTI	1.18
PVI	0.87
VNR	1.10
<b>Trung bình</b>	<b>1.70</b>

(Nguồn: Bloomberg, MBS tổng hợp)

## Rủi ro đầu tư

Rủi ro chính đối với BMI là các rủi ro về thiên tai, bệnh tật, hỏa hoạn, hư hỏng tài sản... Đây là các rủi ro chung đối với ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Tuy nhiên nhìn chung trong các năm qua, mặc dù gặp phải một số rủi ro lớn như bạo loạn tại các khu công nghiệp phía Nam vào năm 2014, lợi nhuận của BMI vẫn duy trì tăng trưởng. Do đó chúng tôi đánh giá cao năng lực quản trị rủi ro và nhượng tái bảo hiểm của BMI có thể giúp hạn chế các rủi ro về bồi thường.

## Khuyến nghị đầu tư

Bảo Minh là doanh nghiệp bảo hiểm PNT đứng thứ 3 về thị phần tại Việt Nam. Hoạt động bảo hiểm của công ty đã và đang cải thiện cả về tốc độ tăng trưởng và hiệu quả hoạt động. Hoạt động tài chính lành mạnh với danh mục đầu tư có tính thận trọng cao. Định giá hiện tại của BMI thấp hơn tương đối so với các công ty trong ngành cả ở Việt Nam và khu vực. Quá trình thoái vốn Nhà nước khỏi Bảo Minh dự kiến trong năm 2017 được đánh giá sẽ tác động tích cực tới hoạt động của công ty. Với định giá 38.236 đồng/cổ phần, cao hơn 41% so với thị giá, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu BMI trong dài hạn, khi lộ trình thoái vốn của SCIC rõ ràng hơn.



## TCT CP Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam (VNR : HNX)

Báo cáo cập nhật  
13/03/2017

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	33.803
12 tháng (VND)	
Upside	38%
Dividend yield	N/A
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	43%

## Biểu đồ giá cổ phiếu



## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	23.700
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	131,1
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	3.211
Giá cao nhất 52 tuần	25.700
Giá thấp nhất 52 tuần	16.200
KLGDDBQ	124.656
FOL	49%
% sở hữu nước ngoài	28,9%

## Cơ cấu cổ đông

SCIC	40,4%
Swiss Re	25%
Bảo Việt	9,2%
Bảo Minh	6,4%

Nguồn: CafeF, MBS Research

Dương Đức Hiếu  
Bất động sản, Bảo hiểm  
[hieu.duongduc@mbs.com.vn](mailto:hieu.duongduc@mbs.com.vn)

## Hoạt động đặc thù, định giá hấp dẫn

## Cập nhật kết quả kinh doanh 2016

Vinare là một trong hai doanh nghiệp tại Việt Nam hoạt động chuyên môn hóa ở lĩnh vực tái bảo hiểm. Trong năm 2016, VNR đạt doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm thuần 964 tỷ, -3% yoy, chi trực tiếp hoạt động bảo hiểm giảm 8% yoy xuống còn 818 tỷ, nhờ đó lãi thuần hoạt động bảo hiểm tăng mạnh 73% lên 57 tỷ. Trong khi đó lợi nhuận hoạt động tài chính giảm 13% yoy xuống chỉ còn 190 tỷ. Đây là nguyên nhân khiến LNST của VNR giảm nhẹ 1%yoy, đạt 240 tỷ trong năm 2016.

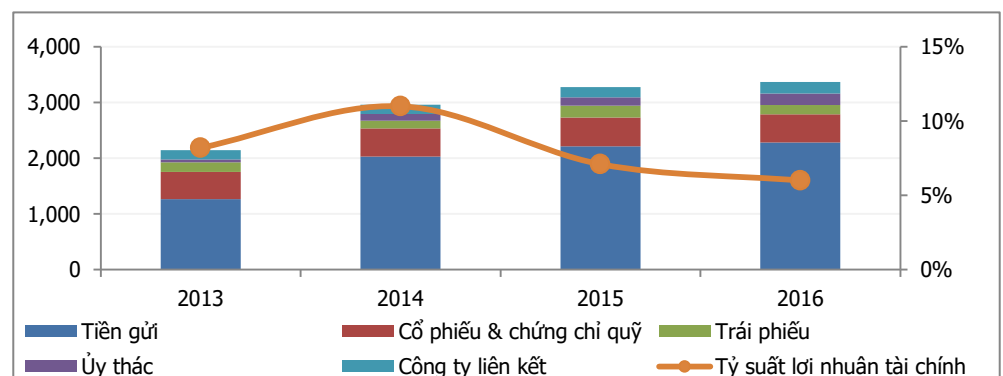
## Luận điểm đầu tư 2017

**Triển vọng thoái vốn Nhà nước tại Vinare.** Hiện SCIC đang nắm giữ gần 53 triệu cổ phiếu VNR, tương đương 40,4% vốn điều lệ của công ty. Bên cạnh SCIC, VNR còn có cổ đông chiến lược là Swiss Re hiện đang nắm giữ 25% cổ phần. Nhiều doanh nghiệp bảo hiểm trong nước khác như Bảo Việt hay Bảo Minh cũng đang là cổ đông lớn của Vinare. VNR có lợi thế là doanh nghiệp duy nhất trong ngành tái bảo hiểm, do đó đợt thoái vốn của VNR được dự báo sẽ thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư chiến lược trong lĩnh vực bảo hiểm.

**Hoạt động kinh doanh bảo hiểm thận trọng.** Với định hướng thận trọng và quy mô vốn còn hạn chế, VNR thực hiện tái trên 60% phí bảo hiểm gốc thu được, tỷ lệ phí giữ lại trong các năm vừa rồi dao động khoảng 35-38%. So sánh với các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, tỷ lệ phí giữ lại 2016 là trung bình là 70%. Tỷ lệ phí giữ lại thấp giúp VNR giảm thiểu rủi ro bồi thường, tuy nhiên đồng thời cũng làm hạn chế khả năng tăng trưởng doanh thu của VNR.

**Hoạt động đầu tư dự báo cải thiện trong năm 2017.** Trên 70% danh mục đầu tư của VNR là vào tiền gửi, do đó việc mất bằng lãi suất đi xuống và tạo đáy trong các năm 2015, 2016 đã ảnh hưởng tới hiệu quả đầu tư của VNR. Việc lãi suất dự báo tăng trong năm 2017 dự kiến sẽ ảnh hưởng tích cực tới hoạt động đầu tư của VNR. Bên cạnh đó, danh mục đầu tư cổ phiếu của VNR hiện đang có nhiều tài sản được ghi nhận thấp hơn giá trị thị trường, cụ thể là 3,5 triệu cổ phiếu PTI có giá trị sổ sách 38,4 tỷ, so với giá trị thị trường khoảng 100 tỷ và 6,2 triệu cổ phiếu PGI có giá trị sổ sách 59,3 tỷ, so với giá trị thị trường là trên 140 tỷ. Do đó lợi nhuận tiềm tàng cho VNR khi thoái vốn các khoản đầu tư trên là khá cao.

Biểu 1: Danh mục đầu tư của VNR (tỷ đồng)



(Nguồn: MBS tổng hợp)

**Kết quả kinh doanh 2017 tăng trưởng nhẹ.** MBS dự báo năm 2017 VNR có thể đạt 1.068 tỷ doanh thu bảo hiểm thuần, +10% yoy và 63 tỷ lợi nhuận từ bảo hiểm, +9%yoy, lợi nhuận tài chính đạt 213 tỷ, +12% yoy với giả định mất bằng lãi suất 2017 tăng 0,5% so với 2016. LNST ước tính đạt 257 tỷ, +7% yoy, tương ứng EPS là 1.960 đồng.



**Duy trì cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ suất cạnh tranh.** Một điểm nhấn đầu tư đáng chú ý của VNR là công ty luôn duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt tối thiểu 15% trong nhiều năm qua, cổ tức 2016 dự kiến là 12%, tương đương với tỷ suất 5% xét trên thị giá hiện tại. Đây là yếu tố thu hút các nhà đầu tư dài hạn đối với cổ phiếu VNR.

**Biểu 2: Lịch sử cổ tức của VNR**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 kế hoạch
Cổ tức tiền mặt	15%	18%	10%	15%	15%	12%
Cổ tức cổ phiếu			30%			

(Nguồn: MBS tổng hợp)

## Định giá

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu VNR theo phương pháp so sánh ngang sử dụng chỉ số PB của hai nhóm cổ phiếu, nhóm 1 là các doanh nghiệp tái bảo hiểm khu vực châu Á; nhóm 2 là các nhóm doanh nghiệp bảo hiểm đang niêm yết tại Việt Nam. Kết quả định giá cho thấy giá trị mỗi cổ phần của VNR theo P/B đạt 33.803 đồng/cổ phần.

**Biểu 3: Tổng hợp định giá VNR**

	Đơn vị	Giá trị
P/B các doanh nghiệp bảo hiểm PNT trong khu vực	Lần	1,55
P/B các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam niêm yết	Lần	1,70
Trung bình	Lần	1,63
Giá trị sổ sách VNR 2016	VNĐ	20.789
<b>Định giá cổ phần VNR</b>	<b>VNĐ/cổ phần</b>	<b>33.803</b>

Công ty nhóm 1	Quốc gia	Vốn hóa (USD)	P/B
THAIRE LIFE ASSURANCE PCL	Thailand	62,739,780	4.21
CBL CORP LTD	New Zealand	51,892,592	2.97
PAKISTAN REINSURANCE CO	Pakistan	130,255,992	2.31
MASKAPAI REASURANSI INDO PT	Indonesia	63,644,860	1.12
THAI REINSURANCE PUB CO LTD	Thailand	110,333,176	1.61
QBE INSURANCE GROUP LTD	Australia	139,878,720	1.28
CHINA REINSURANCE GROUP CO-H	China	68,390,328	0.98
CENTRAL REINSURANCE CO LTD	Taiwan	53,032,160	0.90
SINGAPORE REINSURANCE CORP	Singapore	60,382,060	0.78
KOREAN REINSURANCE CO	South Korea	58,247,656	0.59
MNRB HOLDINGS BHD	Malaysia	79,095,448	0.53
NATIONAL REINSURANCE CORP PH	Philippines	137,020,736	0.31
<b>Trung bình</b>			<b>1,55</b>

Công ty nhóm 2	P/B
ABI	1.59
BIC	2.30
BVH	3.05
PGI	1.82
PTI	1.18
PVI	0.87
BMI	1.11
<b>Trung bình</b>	<b>1.70</b>

(Nguồn: Bloomberg, MBS tổng hợp)

## Rủi ro đầu tư

Rủi ro chính đối với VNR là các rủi ro chung của ngành bảo hiểm phi nhân thọ về thiên tai, bệnh tật, hỏa hoạn, hư hỏng tài sản, trục lợi bảo hiểm... Chính sách hiện tại của VNR là nhượng tái trên 60% doanh thu phí bảo hiểm, do đó chúng tôi đánh giá các rủi ro về bồi thường được hạn chế đáng kể.

## Khuyến nghị đầu tư

VNR là doanh nghiệp tái bảo hiểm hàng đầu tại Việt Nam, theo đuổi chính sách kinh doanh bảo hiểm khá thận trọng. Hoạt động đầu tư của VNR dự báo sẽ cải thiện trong năm 2017 nhờ mặt bằng lãi suất tiền gửi dự báo gia tăng. Ngoài ra, VNR còn nắm nhiều khoản đầu tư tài chính được ghi nhận dưới giá trị trường khá nhiều và dự báo sẽ mang lại lợi nhuận đột biến trong tương lai. Hoạt động thoái vốn Nhà nước khỏi VNR dự báo sẽ mang lại tác động tích cực đến doanh nghiệp. Định giá hiện tại theo P/B của VNR thấp hơn khá nhiều so với các công ty bảo hiểm niêm yết tại Việt Nam và nhóm các doanh nghiệp tái bảo hiểm khu vực châu Á. Với định giá 33.800 đồng/cổ phần, cao hơn 38% so với thị giá hiện tại, chúng tôi khuyến nghị MUA trong dài hạn với cổ phiếu VNR, khi lộ trình thoái vốn của SCIC rõ ràng hơn.

## NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

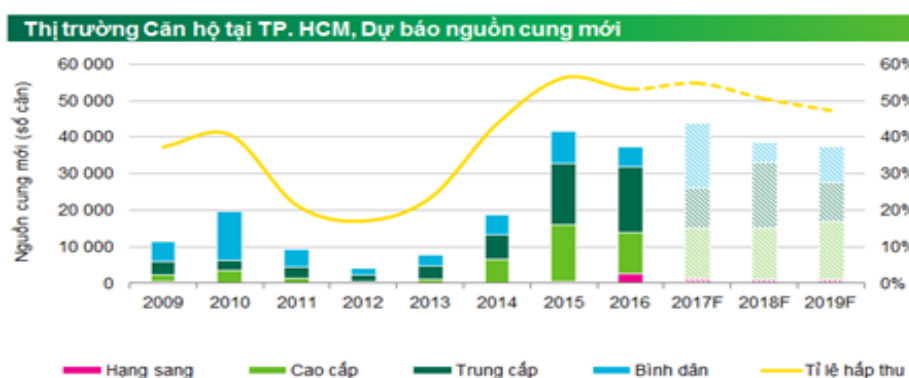
Phát triển theo hướng bền vững hơn

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	MUA	3.198	22.500	27.747	23%	3.138	32%	9,3x	1,0x	7,2x
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC	MUA	6.741	14.350	18.476	29%	1.341	19%	12,1x	0,8x	10,7x

### Tiêu điểm

- **BDS cao cấp có dấu hiệu bão hòa.** Sau khi hồi phục vào năm 2014, thị trường bất động sản tại Việt Nam đã trải qua hai năm 2015, 2016 bùng nổ về giao dịch, chủ yếu ở phân khúc cao cấp. Bước sang năm 2017, thị trường dự báo sẽ diễn ra sự phân hóa khá mạnh mẽ trong bối cảnh nhu cầu BDS cao cấp đã có dấu hiệu bão hòa trong khi nguồn cung vẫn tiếp tục gia tăng. Tại TpHCM, số lượng căn hộ cao cấp bán được trong năm 2016 giảm trên 20% so với 2015, trong khi đó nguồn cung ở phân khúc này dự báo tiếp tục tăng trên 30% trong năm 2017.
- **Chuyển hướng sang phân khúc bình dân.** Leader ngành BDS là Vingroup đã tiến hành mở rộng hoạt động sang phân khúc trung cấp và bình dân bằng việc giới thiệu sản phẩm Vin City, khởi đầu là 2 dự án Vin City tại quận 9 và huyện Bình Chánh. Động thái của Vingroup dự báo là khởi đầu cho xu hướng xây dựng các sản phẩm BDS phù hợp với khả năng tài chính của tầng lớp trung lưu vốn đang gia tăng nhanh trong cơ cấu xã hội. Cơ cấu các sản phẩm trung cấp và bình dân theo đó sẽ tăng mạnh trong nguồn cung BDS bắt đầu từ 2017.

**Biểu 1: Nguồn cung căn hộ tại Tp.HCM**



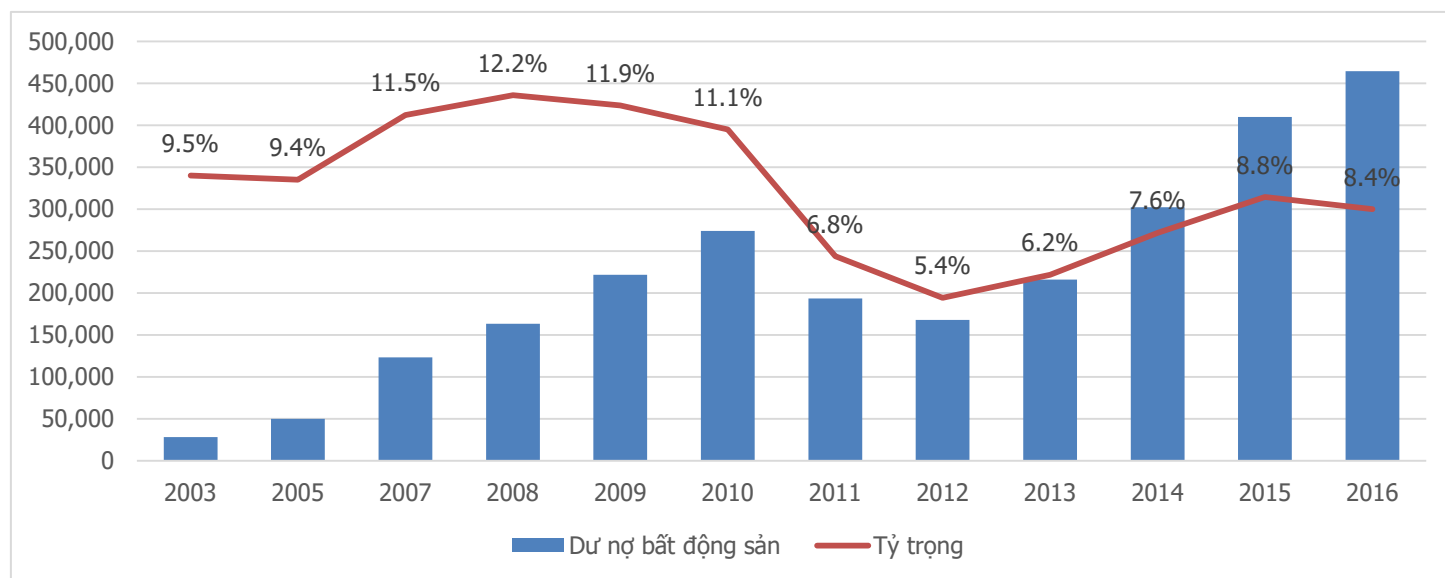
(Nguồn: CBRE)

- **Nhu cầu bất động sản nhà ở duy trì khả quan.** Với quy mô dân số trẻ, tầng lớp trung lưu gia tăng, hạ tầng giao thông được đầu tư theo quá trình đô thị hóa, nhu cầu nhà ở của người dân Việt Nam vẫn trên đà tăng trưởng, đặc biệt là phân khúc trung cấp và bình dân. Bên cạnh đó, các chủ đầu tư hiện nay cũng đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ tài chính (ưu đãi lãi suất, ân hạn nợ gốc, miễn lãi giai đoạn xây dựng), bàn giao linh hoạt (thô, hoàn thiện), chính sách thuê lại với tỷ suất cạnh tranh, qua đó đáp ứng được nhu cầu đa dạng của nhiều đối tượng mua nhà.
- **Bất động sản khu công nghiệp vẫn hưởng lợi nhờ FDI.** Việc chấm dứt thỏa thuận TPP dự báo không ảnh hưởng nhiều tới dòng vốn FDI trong ngắn và trung hạn. Trong khi đó, cùng

với việc các hiệp định thương mại bắt đầu có hiệu lực như Việt Nam – Hàn Quốc, Việt Nam – EU và xu hướng chuyển dịch sản xuất ra khỏi Trung Quốc do chi phí nhân công gia tăng, FDI vào Việt Nam dự báo vẫn tăng trưởng ổn định. FDI giải ngân năm 2016 đạt 15,8 tỷ USD, +9% yoy, tháng 1/2017 đạt 850 triệu USD, +6,3% yoy. Do đó chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp vẫn tiếp tục duy trì hoạt động bán hàng khả quan trong năm 2017, đặc biệt đối với các công ty có quỹ đất sạch lớn sẵn sàng cho thuê, vị trí thuận lợi cho logistic và thu hút nhân công.

- **Nguồn vốn vào thị trường bền vững hơn.** Dư nợ tín dụng đầu tư và kinh doanh BĐS tăng 13,3% yoy, đạt 464 nghìn tỷ năm 2016, chiếm khoảng 8,4% tổng mức tín dụng. Tỷ trọng này thấp hơn 30% so với giai đoạn tạo đỉnh của thị trường trong năm 2007-2010.

**Biểu 2: Dư nợ BĐS và tỷ trọng trong tổng dư nợ tín dụng**



(Nguồn: MBS tổng hợp)

Bên cạnh nguồn lực chính là tín dụng trong nước, nhiều doanh nghiệp BĐS đã chủ động tìm kiếm các nguồn vốn quốc tế thông qua nhiều hình thức: hợp tác đầu tư, bán cổ phần, vay hợp vốn. Các thương vụ điển hình như: Phát Đạt, An Gia Investment và Creed Group (Nhật Bản) hợp tác đầu tư vào dự án River City, quy mô 500 triệu USD; Nam Long ký kết cùng Hankyu Realty và Nishi Nippon Railroad (Nhật Bản) đầu tư dự án Fuji Residence; Tiến Phát Corp hợp tác chiến lược cùng Tập đoàn Sanyo Homes (Nhật Bản) với sản phẩm đầu tiên là dự án Ascent Lakeside; Thủ Đức House hợp tác với quỹ đầu tư Pavo; Novaland phát hành 120 triệu USD cho quỹ ngoại; Vingroup vay hợp vốn quốc tế 300 triệu USD. Các quỹ đầu tư bất động sản (REIT) cũng bắt đầu xuất hiện trên thị trường. Việc đa dạng hóa các kênh vốn là tiền đề cho thị trường bất động sản phát triển bền vững.

## Triển vọng lợi nhuận 2017

- Sau giai đoạn đẩy mạnh bán hàng năm 2015-2016, 2017 là năm các doanh nghiệp bất động sản ghi nhận nhiều doanh thu lợi nhuận. Nhiều doanh nghiệp như VIC, NLG, KBC, DXG, KDH dự kiến có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận 20-80%.

## Rủi ro

- Nguồn cung lớn vào năm 2017 ảnh hưởng tới giá bán và tỷ suất lợi nhuận của ngành bất động sản.
- Ngân hàng thắt chặt tín dụng vào bất động sản bằng cách tăng hệ số rủi ro từ 150% lên 200% và giảm trần tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho mục đích trung dài hạn từ 1.1.2017 cũng sẽ làm yếu tố ảnh hưởng tiêu cực tới năng lực triển khai của chủ đầu tư và sức cầu từ giới đầu cơ.
- Lãi suất tăng làm tăng chi phí cho ngành bất động sản và giảm mức độ hấp dẫn của tỷ suất thuê nhà.

## Quan điểm đầu tư

- Ngành bất động sản tại Việt Nam đang có xu hướng chuyển dịch theo hướng bền vững hơn thông qua việc phát triển các sản phẩm phù hợp với khả năng tài chính và nhu cầu của đa số người dân đồng thời đa dạng hóa các nguồn vốn đầu tư, giảm phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng. Quá trình phân hóa cũng sẽ diễn ra mạnh hơn, các chủ đầu tư có năng lực cung cấp số lượng lớn sản phẩm với giá hợp lý, khả năng huy động vốn và sức khỏe tài chính lành mạnh sẽ tiếp tục phát triển và chiếm thị phần của các chủ đầu tư nhỏ, hoạt động không chuyên nghiệp.
- Chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào một số cổ phiếu bất động sản dự kiến có kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt và định giá thị trường đang ở mức hấp dẫn là NLG và KBC.

## CTCP Đầu tư Nam Long (NLG : HSX)

Báo cáo cập nhật  
24/02/2017

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	27.747
12 tháng (VND)	
Upside	29%
Dividend yield	N/A
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	23%

## Biểu đồ giá cổ phiếu



## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	22.500
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	142,1
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	3.197,6
Giá cao nhất 52 tuần	24.100
Giá thấp nhất 52 tuần	20.700
KLGDĐQ	242.185
FOL	49%
% sở hữu nước ngoài	18,3%

## Cơ cấu cổ đông

Nhóm Nguyễn Xuân Quang	21%
Trần Thanh Phong	6,15%
Nam Việt Ltd	6,09%
PYN Elite	6,03%
Ngô Thị Ngọc Liễu	5,03%
Ibeworthy	5%
IFC	4,92%

Nguồn: CafeF, MBS Research

Dương Đức Hiếu  
Bất động sản, Bảo hiểm  
[hieu.duongduc@mbs.com.vn](mailto:hieu.duongduc@mbs.com.vn)

## Tăng trưởng cao trong 2017 và bền vững trong dài hạn

## Cập nhật kết quả kinh doanh 2016

Trong năm 2016, NLG đạt doanh thu 2.034 tỷ, +100% yoy, LNST đạt 345 tỷ, +67% yoy. Biên lợi nhuận gộp kinh doanh BĐS đạt 33%, xấp xỉ cùng kì. Tồn kho của NLG vẫn ở mức cao trên 3.600 tỷ, trong đó 40% là chi phí đền bù và tiền dự án Waterpoint ở Long An. Các dự án ghi nhận lợi nhuận trong năm gồm Ehome 3,4,5, Flora Anh Đào.

## Luận điểm đầu tư 2017

Sản phẩm chủ đạo của Nam Long là dòng căn hộ trung bình và nhà phố, biệt thự tầm trung tại khu vực Tp.HCM. Với hai dòng sản phẩm chính Ehome (căn hộ bình dân), Flora (căn hộ trung cấp). NLG hiện là một trong số ít các nhà phát triển BĐS đón đầu được xu hướng căn hộ trung bình phù hợp túi tiền (affordable housing) trong bối cảnh căn hộ cao cấp đang bão hòa. Bên cạnh đó sản phẩm nhà đất tầm trung valora cũng là sản phẩm có sức hút trên thị trường.

**KQKD 2017 dự báo tăng trưởng mạnh với việc chuyển nhượng dự án Aquamarine Nguyễn Sơn.** Trong năm 2017, NLG dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu lợi nhuận từ hàng loạt dự án bao gồm Fuji, Kikyo, Camelia Garden và Nam Long Hồng Phát. NLG dự kiến cũng sẽ ghi nhận hơn 300 tỷ lợi nhuận từ việc chuyển nhượng 50% dự án Aquamarine Nguyễn Sơn. Chúng tôi dự báo NLG có thể đạt 3.000 tỷ doanh thu và 446 tỷ LNST năm 2017, tăng trưởng lần lượt 18% và 30% so với 2016.

**Quỹ đất sạch lớn đã được đền bù đảm bảo hoạt động trong dài hạn.** NLG hiện đang có quỹ đất sạch khoảng 70ha tại Tp.HCM, đảm bảo cung cấp trên 11.000 căn hộ trong giai đoạn 2017-2019. Bên cạnh đó NLG dự kiến sẽ bắt đầu triển khai dự án Waterpoint quy mô 355 ha tại Long An vào cuối năm. Hiện 99% dự án đã được đền bù và đóng tiền sử dụng đất với chi phí thấp chỉ khoảng 400.000 đồng/m<sup>2</sup>.

## Định giá

MBS thực hiện định giá cổ phiếu NLG theo phương pháp NAV bằng cách đánh giá lại giá trị một số dự án đang kinh doanh của NLG. Với mục đích thận trọng, chúng tôi giữ nguyên giá trị sổ sách dự án Water Point. Kết quả định giá đạt 27.747 đồng/cổ phiếu.

Biểu 1: Giá trị NLG đánh giá lại theo phương pháp NAV (đồng)

Năm	Giá trị sổ sách tại ngày 31/12/2016	Giá trị đánh giá lại
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>5.828.216.387.403</b>	<b>7.213.242.987.403</b>
- Tiền và các khoản tương đương tiền	931.562.883.084	931.562.883.084
- Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	38.869.085.285	38.869.085.285
- Các khoản phải thu ngắn hạn	1.094.934.187.907	1.094.934.187.907
- Hàng tồn kho	3.698.432.512.033	5.083.459.112.033
<i>Waterpoint (Long An)</i>	<i>1.410.132.529.019</i>	<i>1.410.132.529.019</i>
<i>Fuji Residence (Casa)</i>	<i>693.986.174.349</i>	<i>806.996.174.349</i>
<i>Nguyễn Sơn (Aquamarine)</i>	<i>581.124.624.485</i>	<i>1.074.454.624.485</i>
<i>Kikyo Residence (Phú Hữu)</i>	<i>515.253.842.875</i>	<i>922.053.842.875</i>
<i>Dalia garden (8C Cần Thơ)</i>	<i>160.568.491.597</i>	<i>198.675.091.597</i>
<i>Thảo Nguyên</i>	<i>48.142.041.859</i>	<i>104.482.041.859</i>
<i>Khác</i>	<i>289.224.807.849</i>	<i>566.664.807.849</i>

- Tài sản ngắn hạn khác	64.417.719.004	64.417.719.094
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>380.593.080.264</b>	<b>454.993.080.264</b>
- Các khoản phải thu dài hạn	124.874.169.981	199.274.169.981
<i>Camelia Garden</i>	<i>117.264.530.680</i>	<i>191.664.530.680</i>
- Tài sản cố định	55.173.350.327	55.173.350.327
- Bất động sản đầu tư	39.335.877.272	39.335.877.272
- Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	30.520.390.516	30.520.390.516
- Tài sản dài hạn khác	130.689.292.168	130.689.292.168
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>6.208.809.467.667</b>	<b>7.668.236.067.667</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>3.061.535.857.829</b>	<b>3.061.535.857.829</b>
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>3.147.273.609.838</b>	<b>4.606.700.209.838</b>
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	663.514.306.406	663.514.306.406
<b>Vốn CSH thuộc về cổ đông công ty mẹ</b>	<b>2.483.759.303.432</b>	<b>3.943.185.903.432</b>
- Vốn điều lệ		1.421.145.100.000
- Số lượng cổ phần		142.114.510
<b>Giá cổ phần (đồng/cổ phần)</b>		<b>27.747</b>

(Nguồn: MBS Research)

## Rủi ro đầu tư

Rủi ro chính với NLG hiện tại là sự tham gia của các công ty lớn như VIC vào phân khúc căn hộ bình dân với sản phẩm Vin City. Dự án Vin City quận 9 sẽ cạnh tranh với Kikyo và Fuji Residence, tuy nhiên hai dự án của NLG có lợi thế triển khai trước, đã đi vào khai thác, đồng thời có vị trí gần trung tâm và các trục giao thông chính hơn. Vin City Bình Chánh hiện vẫn chưa rõ về địa điểm triển khai tuy nhiên sẽ trực tiếp ảnh hưởng tới dự án Nguyên Sơn của NLG. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng nếu triển khai nhanh chóng và đưa ra giá bán hợp lý, NLG vẫn có thể thu được thành công từ dự án Nguyên Sơn, thậm chí dự án có thể hưởng lợi từ cơ sở hạ tầng của Vin City. Thêm vào đó việc Vingroup chuyển từ bán các sản phẩm cao cấp sang bình dân cũng đòi hỏi thời gian để thích nghi đối với đội ngũ thiết kế sản phẩm và bán hàng, do đó các CĐT đi trước như Nam Long vẫn có các ưu thế riêng so với ông lớn Vingroup.

Rủi ro tiếp theo liên quan tới pha loãng cổ phiếu của NLG theo chúng tôi là không nhiều, do khoản trái phiếu chuyển đổi trị giá 500 tỷ có giá chuyển đổi là 23.500, cao hơn thị giá hiện tại của NLG. Kỳ hạn trái phiếu 4 năm tính từ tháng 4/2016, do đó rủi ro chuyển đổi sẽ không có trong năm 2017.

## Khuyến nghị đầu tư

Trong bối cảnh thị trường bất động sản dự báo sẽ có những chuyển biến do tác động của sự bão hòa của phân khúc cao cấp và định hướng thắt chặt tín dụng vào BĐS của Chính phủ, NLG là đơn vị tiềm năng đi trước trong phân khúc nhà ở hợp túi tiền và phương thức hợp tác với đối tác nước ngoài để triển khai dự án nhằm giảm phụ thuộc vào vốn vay. Với KQKD 2017 dự báo tăng mạnh và triển vọng dài hạn khả quan, định giá cao hơn 23% so với giá thị trường, MBS khuyến nghị MUA với cổ phiếu NLG.



# Tổng công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC : HSX)

**Báo cáo cập nhật**  
**24/02/2017**

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	18.476
12 tháng (VND)	
Upside	41,8%
Dividend yield	6,5%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	48,3%

## Biểu đồ giá cổ phiếu



## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	14.350
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	469,8
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	6.741
Giá cao nhất 52 tuần	19.300
Giá thấp nhất 52 tuần	12.500
KLGDBQ	3.846.602
FOL	30,7%
% sở hữu nước ngoài	30,7%

## Cơ cấu cổ đông

Đặng Thành Tâm	16,02%
CTCP Tư vấn & Đầu tư Kinh Bắc	8,3%
PYN Elite	6,92%
Dragon Capital	5,6%
VEIL	4,2%

Nguồn: CafeF, MBS Research

Dương Đức Hiếu  
Bắt động sản, Bảo hiểm  
[hieu.duongduc@mbs.com.vn](mailto:hieu.duongduc@mbs.com.vn)

## Tiếp tục hưởng lợi nhờ làn sóng FDI

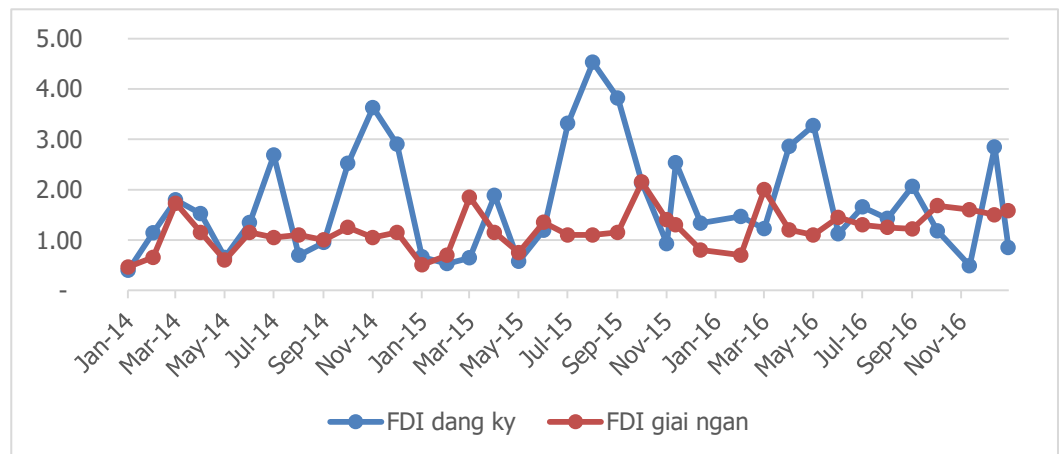
### Cập nhật kết quả kinh doanh 2016

Trong năm 2016, KBC đạt doanh thu thuần 1.972 tỷ, +37% yoy, tuy nhiên doanh thu tài chính giảm mạnh 88% chỉ đạt 39 tỷ do không còn lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần, trong khi đó chi phí tài chính tăng hơn gấp đôi do không còn được hoàn nhập dự phòng. Đây là nguyên nhân chính làm LNST cho cổ đông công ty mẹ 2016 chỉ đạt 558 tỷ, -9%yoy. Các dự án chính đóng góp doanh thu trong năm 2016 bao gồm (1) cho thuê 48 ha đất tại dự án KCN Trảng Dũ 2 giá trị 797 tỷ đồng, (2) cho thuê 53 ha tại dự án KCN Quang Châu giá trị 621 tỷ đồng, (3) cho thuê 10,2 ha tại KCN Tân Phú Trung giá trị 160 tỷ đồng.

### Luận điểm đầu tư 2017

**Triển vọng vốn FDI vào Việt Nam vẫn khả quan.** Chi phí nhân công rẻ (lương tháng tối thiểu tại Việt Nam là 165 USD so với 327 USD tại Trung Quốc), hạ tầng giao thông (đường bộ, đường không, cảng biển) tương đối hoàn thiện là các yếu tố chính đảm bảo duy trì sức hút FDI của Việt Nam trong các năm tới. Tính từ đầu năm 2016 đến nay, lượng vốn FDI giải ngân luôn duy trì trên mức 1 tỷ USD/tháng, trong đó từ quý 4/2016 đến nay là trên 1,5 tỷ USD/tháng.

**Biểu 1: Thống kê vốn FDI vào Việt Nam**



(Nguồn: MBS tổng hợp)

**Khu công nghiệp Trảng Dũ 3 là động lực tăng trưởng trong trung hạn.** Tiếp nối thành công của KCN Trảng Dũ 1 (lắp đầy 100% trong 1 năm) và 2 (lắp đầy 80% trong 2 năm), KBC tiếp tục được giao triển khai KCN Trảng Dũ 3 có tổng diện tích 600ha tại địa bàn chiến lược là thành phố Hải Phòng. Chúng tôi ước tính KCN Trảng Dũ 3 có thể cung cấp 400ha đất thương phẩm cho thuê, giá trị khoảng trên 6.000 tỷ và đảm bảo doanh thu cho KBC tới 2020. Hiện KBC đã ký kết cho thuê 10ha với đối tác KAS Holding.

**Các khu công nghiệp hiện tại vẫn duy trì sức hút với nhà đầu tư.** Trong năm 2017, KBC dự kiến thu hút hàng loạt nhà đầu tư vào các khu công nghiệp đang khai thác hiện tại, cụ thể: Hanwha thuê 6ha tại KCN Quế Võ; JA Solar Hongkong thuê 88ha, Luxshare thuê 14ha, tập đoàn chuyên sản xuất động cơ máy bay của Hàn Quốc thuê 10ha và một nhà đầu tư Trung Quốc thuê 58ha tại KCN Quang Châu...

**Kết quả kinh doanh 2017 tăng trưởng khả quan.** MBS dự báo năm 2017 KBC có thể đạt 2.320 tỷ doanh thu, +18% yoy và 637 tỷ LNST, +19%yoy, trong đó doanh thu cho thuê đất KCN có thể đạt 1.740 tỷ (+7% yoy), bán thứ cấp khu đất 6,3ha tại khu đô thị Phúc Ninh (Bắc Ninh) đạt 300 tỷ.

## Định giá

MBS thực hiện định giá lại một số dự án KCN của KBC, đồng thời loại bỏ khoản phải thu khác 583 tỷ đối với CTCP Đầu tư Sài Gòn do chưa thể thu hồi trong vòng 2 năm qua.

**Biểu 1: Giá trị KBC đánh giá lại theo phương pháp NAV (đồng)**

Năm	Giá trị sổ sách tại ngày 31/12/2016	Giá trị đánh giá lại
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>13.053.537.769.771</b>	<b>14.138.487.769.771</b>
- Tiền và các khoản tương đương tiền	295.085.197.835	295.085.197.835
- Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	1.235.586.230	1.235.586.230
- Các khoản phải thu ngắn hạn	4.424.558.890.260	3.841.558.890.260
- Hàng tồn kho	8.243.696.478.710	9.911.646.478.710
Dự án Trảng Cát	3.422.612.447.229	3.422.612.447.229
<i>KCN Tân Phú Trung</i>	<i>2.560.161.200.730</i>	<i>2.874.761.200.730</i>
KĐT Phúc Ninh	824.899.200.580	824.899.200.580
<i>KCN Trảng Duệ</i>	<i>357.701.002.822</i>	<i>1.395.701.002.822</i>
<i>KCN Quang Châu</i>	<i>491.303.116.686</i>	<i>687.653.116.686</i>
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	234.647.430.022	234.647.430.022
<i>KCN Quế Võ mở rộng</i>	<i>288.590.532.478</i>	<i>407.590.532.478</i>
Khác	63.781.548.163	63.781.548.163
- Tài sản ngắn hạn khác	88.961.616.736	88.961.616.736
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>1.604.009.743.453</b>	<b>1.604.009.743.453</b>
- Các khoản phải thu dài hạn	260.750.751.298	260.750.751.298
- Tài sản cố định	124.169.252.984	124.169.252.984
- Bất động sản đầu tư	86.624.808.469	86.624.808.469
- Tài sản dở dang	234.360.537.259	234.360.537.259
- Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	893.138.424.665	893.138.424.665
- Tài sản dài hạn khác	4.965.968.778	4.965.968.778
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>14.657.547.513.224</b>	<b>15.742.497.513.224</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>6.035.471.177.613</b>	<b>6.035.471.177.613</b>
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>8.622.076.335.611</b>	<b>9.707.026.335.611</b>
<b>Lợi ích cổ đông không kiểm soát</b>	<b>917.945.858.024</b>	<b>917.945.858.024</b>
<b>Vốn CSH thuộc về cổ đông công ty mẹ</b>	<b>7.704.130.477.587</b>	<b>8.789.080.477.587</b>
- Vốn điều lệ		4.751.111.670.000
- Số lượng cổ phần		475.711.167
<b>Giá cổ phần (đồng/cổ phần)</b>		<b>18.476</b>

(Nguồn: MBS Research)

## Rủi ro đầu tư

Rủi ro chính với KBC là việc TPP không được thông qua có thể ảnh hưởng tới dòng vốn FDI vào Việt Nam. Tuy nhiên, như đã phân tích ở trên, với các lợi thế về nhân công, cơ sở hạ tầng đang được hoàn thiện và việc FTA Việt Nam – EU bắt đầu hiệu lực từ 2018, sức hút FDI của Việt Nam sẽ tiếp tục gia tăng trong trung hạn. Do đó chúng tôi đánh giá rủi ro suy giảm dòng vốn FDI là không lớn.

## Khuyến nghị đầu tư

KBC là doanh nghiệp đầu ngành bất động sản khu công nghiệp tại Việt Nam và là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi trực tiếp nhiều nhất từ làn sóng FDI vào Việt Nam. Việc bắt đầu khai thác khu công nghiệp Trảng Duệ giai đoạn 3 từ năm 2017 đảm bảo triển vọng tăng trưởng doanh thu cho KBC tới 2020. Với định giá thận trọng 18.476 đồng/cổ phiếu, cao hơn 29% so với giá thị trường, MBS khuyến nghị khả quan với cổ phiếu KBC.

## NGÀNH CAO SU

“Vàng trắng” trở lại?

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
CTCP Cao su Tây Ninh	TRC	MUA	877	30.100	42.305	40,5%	5.200	2.797	12,5	0,6	5,8

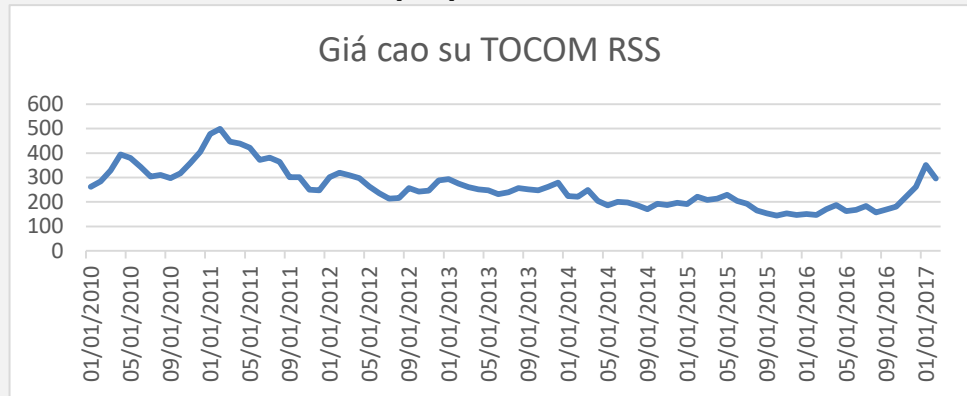
### Tiêu điểm

- Nhu cầu tiêu thụ tăng cao** tại Trung Quốc, quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới. Theo báo cáo của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Trung Quốc, doanh số bán xe của nước này đạt 2,9 triệu chiếc trong tháng 11 năm 2016, tăng 16,6% so với cùng kỳ năm trước. Đây là tháng thứ sáu liên tiếp Trung Quốc chứng kiến mức tăng trưởng hai con số. Chính sách giảm thuế đối với các loại xe du lịch được chính phủ Trung Quốc công bố năm nay đã thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ. Commerzbank nhận định “Nếu nhu cầu vẫn giữ được tăng trưởng, cao su sẽ được tiêu thụ nhiều hơn để đáp ứng hoạt động sản xuất lốp xe”. Chính phủ Mỹ mới đây cũng đã chính thức quyết định không áp đặt thuế chống bán phá giá đối với lốp xe tải và xe buýt có xuất xứ từ Trung Quốc, điều này sẽ tác động tích cực tới triển vọng giá cao su trong thời gian tới.
- Nguồn cung chịu tác động bởi thời tiết.** Sản lượng cao su có dấu hiệu suy giảm tại một số quốc gia do nguyên nhân của hiện tượng La Nina ảnh hưởng đến việc khai thác mủ cao su. Theo thông tin từ Hiệp hội Cao su Việt Nam, sản lượng cao su tại Thái Lan (quốc gia có sản lượng khai thác lớn nhất thế giới) có khả năng sẽ giảm mạnh do yếu tố thời tiết. Mưa lũ lớn đã diễn ra tại miền Nam Thái Lan - khu vực sản xuất cao su lớn nhất tại Thái Lan, gây ngập úng trên diện rộng. Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC) cho biết sản lượng dự kiến của các nước thành viên, vốn chiếm 90% nguồn cung toàn cầu, chỉ tăng 0,1% trong năm 2016, trong khi nhu cầu được dự báo tăng 4,1% so với cùng kỳ.
- Sự phục hồi của giá dầu** đến từ việc tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ OPEC và Nga đã đồng ý giảm sản lượng gần 1,8 triệu thùng mỗi ngày để chống lại dư cung toàn cầu. Trong đó, các nước trong OPEC cam kết cắt giảm 1,2 triệu thùng một ngày. Đây là thỏa thuận thành công đầu tiên của các nước xuất khẩu dầu trên thế giới, tạo bước ngoặt về triển vọng giá dầu trong các năm tới.
- Khả năng suy giảm của đồng Yên Nhật** do triển vọng tăng lãi suất 3 lần trong năm 2017 của Cục Dự trữ Liên bang (FED). Giới đầu tư nhận định dòng vốn sẽ đổ mạnh vào USD, khiến đồng USD sẽ tiếp tục tăng mạnh so với rổ tiền tệ chủ chốt.

### Giá cao su thiên nhiên

Giá cao su thiên nhiên thế giới đã giảm mạnh kể từ năm 2011 và chỉ mới phục hồi trở lại từ năm 2016 tới nay. Nguyên nhân chính vẫn là hiện tượng cung vượt quá cầu, tồn kho cao su tại các quốc gia sản xuất lớn ở mức cao. Ngoài ra, kinh tế thế giới trong năm 2014, 2015 cũng có nhiều bất ổn như giá dầu giảm mạnh, bong bóng bất động sản và thị trường chứng khoán tại Trung Quốc suy giảm... Tại sàn giao dịch hàng hóa Tokyo, Nhật Bản (TOCOM), giá cao su RSS3 đã có mức giảm 80% giá trị từ 6,1\$/kg xuống mức 1,2\$/kg chỉ trong vòng 5 năm.



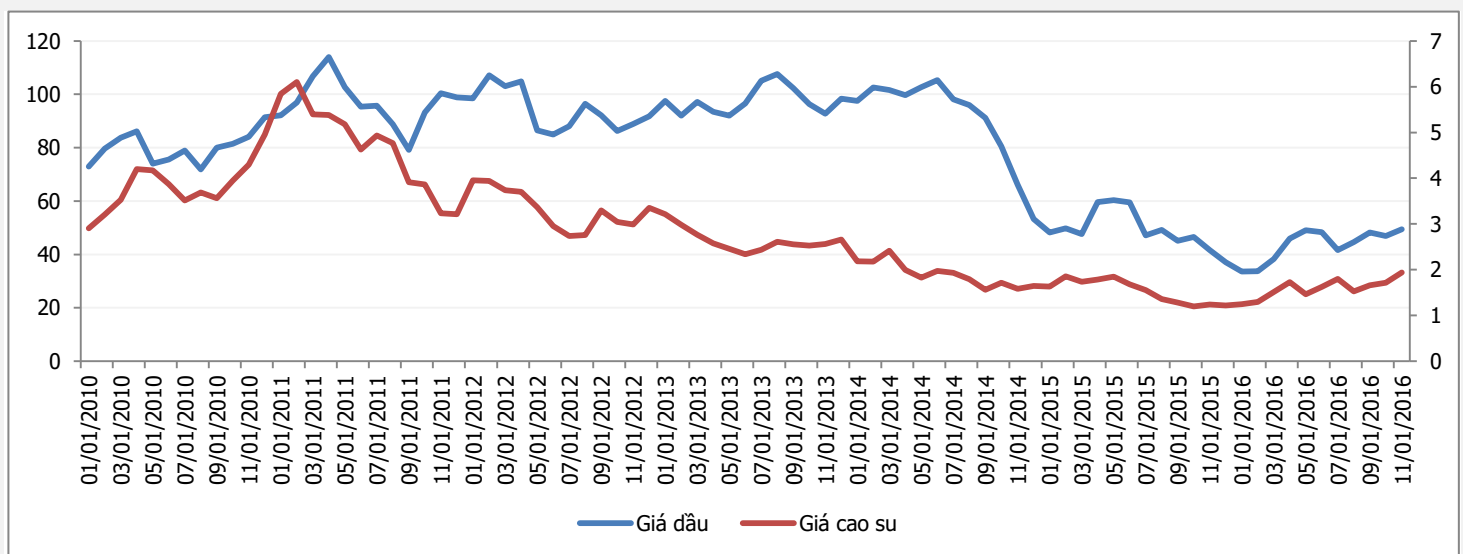
**Biểu 1 : Giá cao su Tocom RSS3 (Yen)**

(Nguồn: Bloomberg)

### Các yếu tố tác động

Xu hướng giá cao su thiên nhiên chịu tác động bởi các yếu tố:

- **Ảnh hưởng bởi giá dầu:** Chúng tôi đánh giá giá cao su thiên nhiên có xu hướng đồng pha với giá dầu. Giá cao su tự nhiên bị ảnh hưởng lớn từ giá dầu thế giới giảm mạnh khiến giá cao su tổng hợp (một chế phẩm từ dầu) cũng giảm giá theo. Trong năm 2014 và 2015, cao su tự nhiên phải cạnh tranh với cao su tổng hợp cả về giá và sản phẩm thay thế, khi cao su tổng hợp được lựa chọn là sản phẩm thay thế cho cao su tự nhiên trong phân khúc lốp xe cỡ nhỏ.

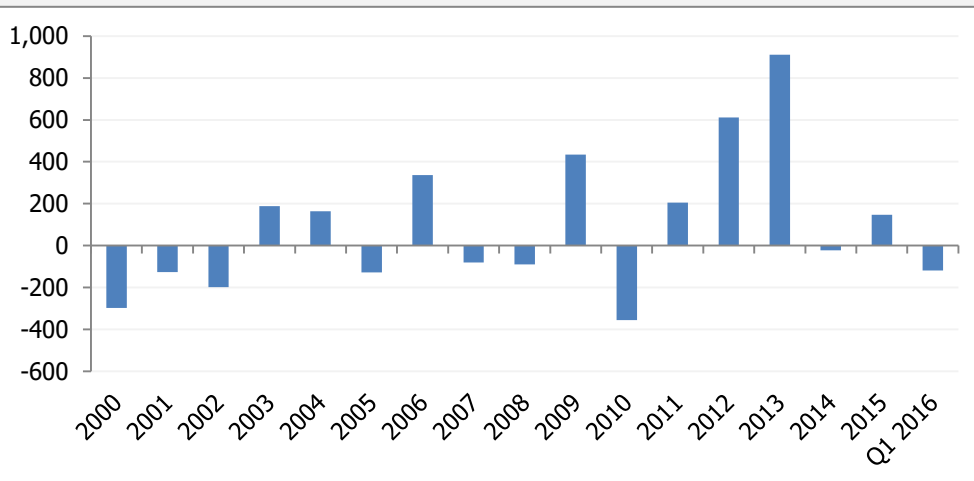
**Biểu 2: Diễn biến giá dầu và giá cao su**

(Nguồn: Bloomberg)

- **Ảnh hưởng của dao động tiền tệ:** Sự thay đổi của các tỷ giá hối đoái tại nước sản xuất hay tiêu thụ cao su lớn trên thế giới có thể ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp đến giá cao su. Ảnh hưởng trực tiếp bắt nguồn từ thực tế cao su thiên nhiên thường được mua từ một quốc gia bằng đồng tiền xác định để sử dụng hoặc bán lại sang một quốc gia khác bằng một đồng tiền khác. Bất kỳ sự thay đổi về giá trị các tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đến giá cao su tại quốc gia mua mà không có sự thay đổi về giá ở các nước sản xuất. Ảnh hưởng gián tiếp bắt nguồn từ hoạt động giao dịch chênh lệch và nhu cầu đầu cơ mà có thể là đầu cơ về hàng hóa hoặc đầu cơ về giao dịch ngoại hối. Do cao su giao dịch bằng đồng Yên nên giá cao su cũng chịu áp lực từ đồng Yên trong giai đoạn đồng Yên tăng mạnh mẽ so với đồng đô la Mỹ. Đồng Yên tăng sẽ khiến tài sản mua bằng đồng Yên Nhật đắt hơn so với tiền tệ khác.

- **Ảnh hưởng bởi cung – cầu:** Khác với các yếu tố ảnh hưởng trên chỉ có tác động trong ngắn hạn, ảnh hưởng bởi cung cầu sẽ là yếu tố quyết định, chi phối giá cao su trong dài hạn. Giá cao su trong những năm qua giảm mạnh đến từ nguồn cung gia tăng mạnh và lấn át cầu tiêu thụ. Giá cao su trong thời gian tới có lên bền vững hay không sẽ phụ thuộc vào việc cắt giảm sản lượng khai thác của các nước xuất khẩu và đến từ nhu cầu sử dụng của Trung Quốc - quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới.

**Biểu 3: Chênh lệch sản xuất và tiêu thụ (nghìn tấn)**



(Nguồn: MBS tổng hợp)

Trong các năm từ 2011-2013, sản lượng sản xuất cao su thiên nhiên thế giới luôn vượt quá nhu cầu tiêu thụ, đỉnh điểm là năm 2013 dư thừa 911,000 tấn. Trong giai đoạn này, các nước đã sản xuất cao su một cách ồ ạt, không có định hướng, quy hoạch, thiếu sự gắn kết khiến tồn kho cao su thế giới gia tăng mạnh và gây áp lực tới mặt bằng giá cao su. Sản xuất cao su tự nhiên thế giới bắt đầu có sự điều chỉnh từ năm 2014 khi lượng tiêu thụ đã cao hơn mức sản lượng 22,000 tấn.

Hiện tượng La Nina diễn ra tại miền nam Thái Lan kể từ cuối năm 2016 đến nay là yếu tố chính dẫn đến sự thiếu hụt nguồn cung. Theo số liệu cung cấp từ ANRPC, lũ lụt sẽ làm giảm ít nhất 360,000 tấn sản lượng của Thái Lan so với dự kiến trong năm 2017. Hiện tại, Thái Lan đang chiếm tới 37% nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu và 70% sản lượng của cả nước đến từ khu vực này.

Theo nhận định của Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC), nguồn cung cao su thiên nhiên trên toàn cầu sẽ vẫn ở mức thấp trong năm tới dù diện tích cây cao su đã trưởng thành vẫn tăng đều hàng năm. Trong những năm tới, thị trường cao su sẽ có thặng dư giảm dần, cung sẽ thấp hơn cầu kể từ năm 2020 trở đi, bà Sheela Thomas, tổng thư ký ANRPC cho biết.

## Kết luận

Về cơ bản sự hồi phục của giá cao su thời gian gần đây chủ yếu là do sự hạn chế nguồn cung và sự hồi phục của giá dầu, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn các yếu tố này sẽ giúp giá cao su tiếp tục hồi phục, tuy nhiên để giá mặt hàng này thực sự hình thành xu hướng tăng trở lại thì yếu tố quan trọng nhất vẫn phải xuất phát từ nhu cầu tiêu thụ thực tế của ngành công nghiệp thế giới trong đó phụ thuộc lớn vào các đầu tàu kinh tế như Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc...

## Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành năm 2016

**Biểu 4: Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành năm 2016**

Kết quả kinh doanh	HRC	PHR	TNC	TRC	DPR
Doanh thu (tỷ)	85,4	1.179	58,7	350,3	855,5
Lợi nhuận trước thuế (tỷ)	11,4	253	23,6	82,1	190,2
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	9,3	219,7	22,5	72,3	155,6
EPS (nghìn)	0,31	2,76	1,17	2,48	3,98
Book value (nghìn)	17,6	28,57	15,97	50	52,8
ROE	1,8	9,6	7,4	5,0	6,0
ROA	1,3	6,1	7,0	4,3	4,7
P/E	113,27	10,52	10,33	13	11,11
P/B	1,98	1,01	0,76	0,65	0,67

(Nguồn: MBS tổng hợp)

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi lựa chọn **TRC**. Tiêu chí hàng đầu được lựa chọn trên cơ sở nội tại và triển vọng sắp tới của các doanh nghiệp. Đây là doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, năng suất và biên lợi nhuận ở mức cao nhất ngành, triển vọng tốt nhất khi giá cao su phục hồi trở lại.



# CTCP Cao su Tây Ninh (TRC : HSX)

## Báo cáo lần đầu

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	42.305
Tiềm năng tăng giá	40,5%
Cổ tức (VND)	1.500

## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	30.100
Số lượng CP niêm yết	30.000.000
Số lượng CP lưu hành	29.125.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	876,6
Khoảng giá 52 tuần	17.600-30.300
KLGD TB 13 tuần	130.075
% sở hữu nước ngoài	7.17%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

## Biến động giá trong 3 năm



## Liên hệ

Trần Trọng Đức  
Cao su, Săm lốp  
Email: [duc.trantrong@mbs.com.vn](mailto:duc.trantrong@mbs.com.vn)  
Tel: +84 949 910 675

## Doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ giá cao su phục hồi

- Đứng đầu thị trường về năng suất thu hoạch trong nhiều năm liền nhờ vườn cây trẻ, tối ưu.
- Thế mạnh sản phẩm Latex cao cấp, phục vụ trong công nghiệp và y tế, ít cạnh tranh, đem lại biên lợi nhuận cao.
- Tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi và quản lý chi phí hiệu quả
- **Hành động: MUA**

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	350	516	528	534	850
Lợi nhuận	72	156	144	143	181
EPS (VND)	2.413	5.210	4.832	4.770	6.029
P/E (lần)	12,5	5,8	6,2	6,3	5,0

Nguồn: BCTC TRC và MBS dự phóng

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu đối với cổ phiếu TRC của CTCP Cao su Tây Ninh với mức giá mục tiêu **42.305 VND/cổ phiếu**, cao hơn **40,5%** so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- **Giá cao su được dự báo khả quan** trong năm 2017 do tình hình thời tiết khắc nghiệt, nguồn cung suy giảm. Ngoài ra, nhu cầu tiêu thụ được dự báo tăng lên khi ngành ô tô Trung Quốc được kỳ vọng lấy lại tốc độ tăng trưởng từng có, cùng với dự đoán những chương trình kích thích của tân Tổng thống Mỹ Donald Trump sẽ thúc đẩy kinh tế Mỹ tăng trưởng nhanh hơn trong thời gian tới.
- **TRC tập trung vào mảng sản phẩm cao cấp có biên lợi nhuận cao** như Latex, CV 50,60 chiếm 60% sản lượng
- **TRC được hưởng mức thuế ưu đãi nhất** trong các doanh nghiệp cùng ngành: 12.5% cho thuế TNDN từ trồng trọt và 15% cho các hoạt động khác so với 18% của DPR và 17.7% của PHR.
- **Dự án vườn cây cao su tại Campuchia** là động lực cho sự tăng trưởng trong dài hạn của TRC. Dự án hiện vẫn đang trong giai đoạn kiến thiết nhưng sẽ giúp TRC tăng gấp đôi quy mô khi đi vào hoạt động kể từ năm 2019.
- **Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của TRC trong năm 2017 lần lượt là 516 tỷ đồng (+47,3% YoY) và 156 tỷ đồng (+115,9% YoY) với giá cao su trung bình năm 2017 giả định ở mức 2.500\$/tấn.** Mức EPS forward năm 2017 ước đạt 5.210 VND/cp, tương ứng mức P/E là 5,8 lần, khá thấp so với trung bình ngành.

## KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2016

TRC đạt 10.639 tấn sản lượng, tăng nhẹ 143 tấn so với cùng kỳ 2015. Giá thành sản xuất được giảm về mức 27,5 triệu đồng trong khi giá bán đạt 31 triệu đồng. Tổng kết năm 2016, TRC đạt trên 350 tỷ đồng tổng doanh thu thuần, giảm nhẹ so với 363 tỷ đồng đạt được năm 2015. Lợi nhuận sau thuế đạt 72,34 tỷ đồng, tăng 32% so với năm 2015 và gần gấp đôi chỉ tiêu lợi nhuận năm 2016 (37 tỷ đồng). Lợi nhuận có sự tăng trưởng trở lại do thời điểm những tháng cuối năm, giá cao su bất ngờ tăng mạnh giúp lợi nhuận các doanh nghiệp ngành cao su tăng đáng kể (lợi nhuận quý 4 đạt 34 tỷ đồng, chiếm 50% lợi nhuận cả năm).



## ĐỊNH GIÁ

### Các giả định trong mô hình lợi nhuận:

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2017 của TRC là 516 tỷ đồng, tăng trưởng 47,3% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế ước đạt là 156 tỷ đồng, tăng 115,9% so với năm 2016.

Dự phóng dựa trên cơ sở thận trọng giá cao su năm 2017 ở mức 2.500\$/tấn

Chi phí đầu tư CAPEX trong các năm 2017, 2018, 2019 ước tính 100 tỷ đồng mỗi năm.

**Biểu 1: Dự phóng kết quả kinh doanh**

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu thuần	350	516	528	574
Lợi nhuận gộp	62	184	173	179
Chi phí bán hàng	2,85	4,1	4,2	4,6
Chi phí QLDN	25,6	36,1	36,9	40,1
EBIT	26	184	172	187
<b>LNST</b>	<b>72</b>	<b>156</b>	<b>144</b>	<b>143</b>
EPS (VND)	2.410	5.210	4.832	4.770
P/E (lần)	12,5	5,7	6,2	6,3

(Nguồn: MBS dự phóng)

Bằng phương pháp định giá FCFF và P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu TRC trong 12 tháng tới là 42.305 VND. Với mức EPS forward 2017 là 5.210 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,1 lần.

### Phương pháp P/E

Từ những công ty hoạt động trong ngành sản xuất và kinh doanh cao su thiên nhiên, chúng tôi xác định giá trị P/E trung bình ngành ở mức 12 lần.

Thống kê giao dịch cổ phiếu TRC cho thấy, mức P/E trong quá khứ tăng dần từ mức 2 lần lên mức 14 lần vào thời điểm giữa năm 2016 và đang giao động quanh mức 10 lần. Chỉ số P/E trung bình trong 8 năm là 6,8 lần. Với EPS forward 2017 là 5.210 VND, giá mục tiêu xác định theo phương pháp P/E trung bình của TRC là 35.428 VND.

**Biểu 2: Định giá phương pháp PE**

Phương pháp PE	Tỷ trọng	P/E
P/E trung bình ngành	30%	12
P/E trung bình cổ phiếu	70%	6,8
<b>Tổng cộng</b>		<b>43.555 VND</b>

Bằng phương pháp định giá PE, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu TRC là 43.555 VND.

## Phương pháp FCFF

Áp dụng mức beta 0,65, lãi suất trái phiếu 9% và tỷ suất sinh lời thị trường là 12,5%.

### Biểu 3: Định giá phương pháp FCFF

Đơn vị: Tỷ đồng	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	516	528	574	850	1280	1282
EBIT	180	167	177	239	335	336
Thuế TNDN	13%	13%	13%	20%	20%	20%
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	-100	-100	-100	-100	-30	-30
(+) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	-146	-7	-26	-159	-248	-1
<b>FCFF</b>	<b>-86</b>	<b>41</b>	<b>32</b>	<b>-63</b>	<b>-5</b>	<b>243</b>
WACC	12,75%					
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5	6
Hệ số chiết khấu	0,89	0,79	0,70	0,62	0,55	0,49
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền</b>	<b>-76</b>	<b>33</b>	<b>22</b>	<b>-39</b>	<b>-3</b>	<b>1144</b>
Tổng PV (FCF)	<b>888</b>					
(+) Tiền và đầu tư	487					0,65
(-) Nợ vay	-139					9%
						12,50%
<b>Giá trị VCSH (Tỷ VND)</b>	<b>1.253</b>					<b>12,75%</b>
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	30					
<b>Giá trị cổ phần (VND)</b>	<b>41.770</b>					

(Nguồn: MBS dự phóng)

Bằng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu TRCC là 41.770 VND.

## Tổng hợp định giá

#### Biểu 4 – Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
P/E	30%	43.555 VND
FCFF	70%	41.770 VND
<b>Tổng cộng</b>		42.305 VND

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp FCFF và PE để ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu TRC. Chúng tôi phân phối tỷ trọng 70% cho phương pháp định giá FCFF và 30% cho phương pháp P/E. **Từ hai phương pháp trên, mức giá mục tiêu cho cổ phiếu TRC là 42.305 VND. Với mức EPS forward 2017 là 5.210 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,1 lần.**

## RỦI RO ĐẦU TƯ

## Rủi ro biến động giá cao su thiên nhiên

Hoạt động kinh doanh chính của TRC là sản xuất mùn cao su. Do đó, kết quả kinh doanh của TRC phụ thuộc hoàn toàn vào giá bán cao su tự nhiên. Mặc dù giá cao su đã tạo đáy và bắt đầu chu kỳ hồi phục rất tốt tuy nhiên vẫn còn rất nhiều tổ chức lớn nghi ngờ về triển vọng tăng giá của cao su thiên nhiên trong thời gian tới.

## Rủi ro thời tiết, thiên tai ảnh hưởng đến năng suất thu hoạch

Từ năm 2014 tới năm 2016, ảnh hưởng của El Nino là mạnh nhất trong 18 năm làm thay đổi mô hình thời tiết. Nhiều quốc gia như Indonesia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam phải trải qua thời

tiết khô nóng bất thường, hạn hán xảy ra tại các khu vực sản xuất nông nghiệp trọng điểm trong đó có các vườn cây cao su đã làm giảm đáng kể năng suất mủ cao su. Hiện tượng La Nina ngay sau mới đây tiếp tục gây ảnh hưởng đến việc khai thác mủ cao su tại Thái Lan.

Một mối nguy khác cho vườn cây cao su đó là nạn dịch bệnh và nạn cháy rừng. Việc quản lý và kiểm soát tốt sẽ giúp bảo vệ vườn cây phát triển ổn định tạo năng suất khai thác cao, giúp nâng cao hiệu quả kinh doanh cho công ty.

#### **Rủi ro tỷ giá**

Do công ty có xuất khẩu sản phẩm ra nước ngoài và nhiều hoạt động kinh doanh được thực hiện bằng đơn vị tiền tệ khác với đồng Việt Nam nên sẽ chịu rủi ro về tỷ giá ngoại tệ mỗi khi có biến động mạnh.

## NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

### Nỗi lo thu hẹp biên lợi nhuận

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng) (VND)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng) (VND)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Hàng tiêu dùng</b>											
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS	KHẢ QUAN	23.124	122.500	142.000	17,1%	9.091	1,9%	13,5x	3,7x	15,6x
CTCP Sữa Việt Nam	VNM	KHẢ QUAN	189.700	129.900	146.000	15,5%	6.342	9,4%	20,5x	7,1x	23,0x

#### Tiêu điểm

- Sữa nước tăng trưởng 10% n/n về giá trị và 12% n/n về sản lượng trong năm 2016 theo báo cáo của Euromonitor. Trong đó, động lực tăng trưởng đã bắt đầu được nghiêng cân về phía nông thôn. Tiêu thụ sữa đầu người ở Việt Nam vẫn chỉ ở xung quanh mức 20 lít/người/năm, còn khá thấp so với các nước trên khu vực.
- Các mặt hàng thức uống khác như bia, được ước tính tăng trưởng 8% về cả sản lượng và giá trị trong năm 2016. Con số tiêu thụ bia của Việt Nam, trái lại, lại đã ở mức rất cao, 40 lít/người/năm, chỉ đứng sau Nhật Bản và Hàn Quốc ở khu vực châu Á và là số 1 Đông Nam Á.
- Các phân khúc thực phẩm gia đình hay thực phẩm tiện lợi khác như mì ăn liền, nước chấm, v.v... có mức tăng trưởng thấp hơn, <5% về giá trị. Riêng về dầu ăn, mức tăng trưởng cao hơn ở 10%. Tiêu thụ mì ăn liền ở Việt Nam là 54 gói mì/người/năm (số 5 thế giới); nước mắm là 2,7 kg/người/năm (số 1 Đông Nam Á) và dầu ăn là 10 lít/người/năm. Việc đổi mới với tăng trưởng thấp đi đã dẫn đến việc một số công ty thực hiện mở rộng ngành nghề sản xuất sang lĩnh vực khác có tốc độ tăng trưởng hấp dẫn hơn.
- Các công ty hàng tiêu dùng trong năm 2016 đã hưởng lợi khá nhiều từ việc giá nguyên liệu đầu vào giảm, giúp cải thiện biên lợi nhuận.
- Thuế suất thuế tiêu thụ đặc biệt cho bia tăng lên, từ 50% năm 2015 lên 5% mỗi năm, cho đến 2018 thì mức thuế suất sẽ đạt 65%. Đây là một yếu tố bất lợi cho các công ty sản xuất bia.
- Cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt. Ví như ở ngành sữa, một ông lớn nước ngoài là Dumex đã chia tay thị trường Việt Nam, bỏ ngổ 3% thị phần; hay câu chuyện cạnh tranh giữa nước mắm truyền thống và nước mắm công nghiệp...
- Về thị trường chứng khoán, một số gương mặt lớn được niêm yết trên sàn như Tổng Công ty Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SAB), Tổng Công ty Bia – Rượu – Nước giải khát Hà Nội (BHN), CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH), CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS), Tổng Công ty Công nghiệp Dầu thực vật Việt Nam (VOC), CTCP Thực phẩm Cholimex (CMF), CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản (VSN) ... tạo được nhiều thu hút đối với nhà đầu tư. Ngoài ra, thị trường còn đang chờ đợi deal M&A giữa CTCP Tập đoàn Kido và Vocarimex.

#### Triển vọng lợi nhuận 2017

- Mặc dù một số mặt hàng có lẽ đã đi qua giai đoạn tăng trưởng vũ bão, tuy nhiên, với dân số 90 triệu dân, ngành hàng tiêu dùng vẫn sẽ có nhiều cơ hội phát triển khi thay đổi mẫu mã, hoặc mở rộng range sản phẩm. Riêng đối với ngành sữa, chúng tôi kỳ vọng đang sẽ là phân khúc ngành hàng tiêu dùng có tốc độ tăng trưởng về sản lượng cao nhất.
- Tuy nhiên, rủi ro trong kinh doanh năm nay sẽ đến nhiều từ rủi ro nguyên vật liệu tăng giá, làm thu hẹp biên lợi nhuận, và dẫn đến kết quả kinh doanh chung sẽ không có kết quả ấn tượng như năm 2016. Trong khi đó, P/E của các cổ phiếu hàng tiêu dùng luôn giữ ở mức cao làm giảm tính hấp dẫn khi cân nhắc đầu tư.
- Năm 2017 này, thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục chứng kiến một số deal thoái vốn Nhà nước quy mô lớn như tại SAB, BHN hay VNM.

## CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS : Upcom)

## Báo cáo cập nhật

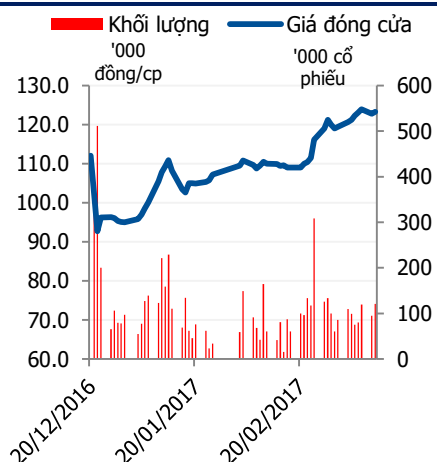
10/03/2017

Khuyến nghị	<b>KHẢ QUAN</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)	142.000
Tiềm năng tăng giá	15,9%
Cổ tức tiền mặt (đồng)	15,0%
Suất sinh lợi cổ tức	1,2%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	17,1%

## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	122.500
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	187,5
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	187,5
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	23.124
% sở hữu nước ngoài	6,48%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

## Biểu đồ giá



## Liên hệ

Nguyễn Thạch Thảo

Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Bán lẻ  
E: Thao.NguyenThach@mbs.com.vn  
M: +84 907 655 495

## Nhà sản xuất sữa đậu nành hàng đầu

- Nhà sản xuất sữa đậu nành đóng hộp hàng đầu Việt Nam, nắm giữ 80% thị phần sữa đậu nành có thương hiệu, trải dài cả 3 miền đất nước. 3 thương hiệu chủ đạo của QNS là Vinasoy (cho nữ giới), Fami (cho trẻ em và gia đình) và Soyman (cho nam giới).
- Ngoài sữa đậu nành (70% lợi nhuận), QNS cũng tham gia sản xuất đường (20% lợi nhuận). Công ty sở hữu gần 30.000 ha trồng mía và 2 nhà máy sản xuất đường là Phổ Phong và An Khê. Mảng hoạt động này một mặt phục vụ nội bộ, mặt khác dùng kinh doanh thương mại. QNS vừa xây dựng thêm 1 nhà máy điện sinh khối để tận dụng hiệu quả chuỗi giá trị mía-đường-điện.
- Một số mảng hoạt động khác trong ngành hàng tiêu dùng bao gồm bánh kẹo Biscafun, nước khoáng Thạch Bích và bia Dung Quất chủ yếu phục vụ khu vực miền Trung.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu QNS, giá mục tiêu 142.000 đồng.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Tỷ đồng	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	7.785	6.971	8.050	9.568	10.692
Trong đó					
Sữa đậu nành	3.783	3.683	4.358	5.156	6.048
Đường	2.226	1.679	2.056	2.746	2.948
Bánh kẹo, Bia, Nước khoáng	1.387	1.457	1.486	1.516	1.547
LNTT	1.230	1.408	1.435	1.640	1.977
Lợi nhuận ròng	1.230	1.408	1.435	1.640	1.977
EPS pha loãng (đồng)	7.791	8.920	9.091	10.389	12.520
Tăng trưởng (%)	58,9%	14,5%	1,9%	14,3%	21%
P/E	15,7	13,7	13,5	11,8	9,8
ROE (%)	56,6%	43,2%	31,6%	27,7%	26,1%

Nguồn: QNS, MBS dự phóng

## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu QNS khi cân nhắc đến các luận điểm sau:

- **Tiềm năng thị trường sữa đậu nành đóng hộp còn khá lớn.** Theo báo cáo của Nielsen (được QNS đặt hàng riêng), thị phần của các hãng sữa đậu nành có thương hiệu hiện chỉ mới đạt 50%; và thêm nữa, con số này chỉ được rút ra từ phân tích khu vực thành thị. Điều này chỉ ra tiềm năng tăng trưởng doanh thu rất lớn cho các nhà sản xuất hiện tại. QNS đã thực hiện mở rộng công suất lên thêm 30% để nắm bắt tiềm năng này.
- **QNS được kỳ vọng có lợi thế cạnh tranh cao,** nhờ (1) vị thế thống trị trong phân khúc có thương hiệu với 80% thị phần và (2) đối thủ gần nhất là Vinamilk lại không quá hào hứng, do quy mô thị trường này không đủ lớn với quy mô của Vinamilk (~ 10.000 tỷ đồng cho cả sản phẩm có thương hiệu và không thương hiệu).
- Sản lượng đường giảm mạnh trong năm 2016 do thời tiết, và được kỳ vọng sẽ có tăng trưởng tốt trong năm 2017, hỗ trợ kết quả kinh doanh trong ngắn hạn. Chúng tôi cũng muốn lưu ý ROA của riêng mảng đường hiện là 8%, khá cao so với con số 4-5% trung bình ở các công ty đường Việt Nam khác.
- 2017 có thể tiếp tục là một năm chờ đợi khi nhà máy sữa mới đi vào hoạt động có thể chưa đạt công suất hòa vốn và khả năng tăng chi phí bán hàng để thúc đẩy sản lượng mới. Nhưng sau giai đoạn này được kỳ vọng sẽ là giai đoạn tăng trưởng 2 con số hấp dẫn. **KHẢ QUAN, giá mục tiêu 142.000 đồng/cổ phiếu.**

## Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2016

Năm đầu tiên niêm yết của QNS được kết thúc với kết quả kinh doanh không thực hài lòng. Cụ thể, lợi nhuận tăng trưởng 15% n/n nhờ lợi nhuận bất thường, và doanh thu giảm 11% n/n gây quan ngại về khả năng bán hàng của QNS.

**Bảng 1: Tổng hợp kết quả kinh doanh của QNS năm 2016**

Tỷ đồng	2015	2016	Tăng trưởng n/n	Ghi chú
<b><u>Doanh thu</u></b>	<b><u>7.785</u></b>	<b><u>6.971</u></b>	<b><u>-10,5%</u></b>	
				- Kết quả cả 4 quý năm 2016 đều không tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước. Theo công ty giải thích là do cạnh tranh của sữa động vật (sữa bò, sữa dê, v.v...)
Sữa đậu nành	3.783	3.683	-2,7%	- QNS hiện đang có 3 nhà máy sản xuất sữa: (1) Quảng Ngãi – 120 triệu lít, (2) Bắc Ninh – 180 triệu lít và (3) nhà máy mới Bình Dương giai đoạn 1 – 90 triệu lít (tháng 12/2016). Công suất sản xuất ~ 60% công suất thiết kế.
Đường	2.387	1.843	-22,8%	- Thời tiết xấu làm cháy mía gây giảm sản lượng.
Bánh kẹo	371	436	+17,7%	
Nước khoáng	409	409	-0,1%	- Mới mở rộng thêm 50 triệu lít nước khoáng, nâng tổng công suất thiết kế lên 150 triệu lít – đang hoạt động ở 80 triệu lít thực tế.
Bia	607	612	+0,9%	- Công suất 100 triệu lít bia/năm – đang hoạt động 80% công suất.
Khác	1.269	667	-47,4%	- Chủ yếu là từ Công ty TNHH MTV TM Thành Phát, có nhiệm vụ phân phối cho các nhà máy trong tập đoàn.
Loại trừ hợp nhất	(1.041)	(678)		
<b><u>LNTT</u></b>	<b><u>1.362</u></b>	<b><u>1.553</u></b>	<b><u>+14,0%</u></b>	
Sữa đậu nành	851	810	-4,8%	
Đường	221	213	-3,5%	- Biên lợi nhuận trước thuế ở hầu hết các mảng đều được cải thiện mạnh 1,5-2% chỉ trong Q4/2016.
Bánh kẹo	6	23	+295,3%	Riêng mảng nước khoáng ghi nhận biên lợi nhuận trước thuế giảm nhẹ 0,5%.
Nước khoáng	45	49	+9,3%	
Bia	79	78	-1,4%	
Khác	291	508	+74,6%	- Văn phòng Công ty có lợi nhuận đột biến 450 tỷ đồng vs. 182 tỷ đồng năm 2015. Theo tìm hiểu của chúng tôi, khoản lợi nhuận này có thể liên quan một phần đến việc hoàn nhập Quỹ PTKH&CN 90 tỷ đồng, giúp chi phí quản lý doanh nghiệp giảm mạnh.
Loại trừ hợp nhất	(130)	(128)		

(Nguồn: QNS, MBS Research)

## Dự phóng lợi nhuận 2017

Theo QNS, trong tương lai công ty sẽ tập trung vào 3 mảng hoạt động: (1) sữa đậu nành, (2) đường và (3) bia. Theo quan điểm của chúng tôi, mảng sữa đậu nành vẫn là triển vọng nhất và gây ảnh hưởng lớn tới kết quả hoạt động kinh doanh chung của tập đoàn nhiều nhất, khi chiếm trên 50% doanh thu và 70% lợi nhuận trước thuế.

- **Sửa đầu nạch:** Doanh thu tăng trưởng 18%, nhưng LNTT tăng trưởng 14% với kỳ vọng biên lợi nhuận bị thu hẹp đôi chút.

Chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ thực hiện tăng chi phí bán hàng để kích thích đầu ra. Điều này có thể sẽ giúp phần doanh thu từ nhà máy cũ tăng trưởng 8-10%, trong khi đó nhà máy mới Bình Dương có thể chạy được 20% công suất trong năm hoạt động đầu tiên.

Với chính sách bán hàng tích cực và nhà máy mới vừa hoạt động chưa có lãi có thể làm biên lợi nhuận trước thuế giảm xuống 21,2% cho năm 2017, từ 22,0% năm 2016.

Sau đó, nhà máy mới mới một cách thận trọng có thể đạt 60% công suất vào năm 2019. Công ty kế hoạch 2018 sẽ xây dựng giai đoạn 2 của nhà máy Bình Dương, khi đó giai đoạn 1 đã phải đạt ít nhất 80% công suất. Biên lợi nhuận kỳ vọng cải thiện dần nhờ (1) nhà máy mới đạt điểm hòa vốn hoặc hơn và (2) tiết giảm chi phí logistic khi địa điểm đặt các nhà máy thuận tiện với thị trường tiêu thụ hơn (Bắc Ninh -> miền Bắc, Quảng Ngãi -> miền Trung và Bình Dương -> miền Nam).

- **Đường:** Công ty kỳ vọng sản lượng đường tiêu thụ năm nay sẽ là 170.000 tấn đường (+29% n/n). Trong khi đó, biên lợi nhuận có thể giảm nhẹ do chi phí khấu hao.

Về dài hạn, chúng tôi khá thận trọng với mảng kinh doanh này do rủi ro từ việc giảm thuế nhập khẩu (từ 7% năm 2016 xuống 5% sau năm 2018) và khả năng đường giá rẻ tràn vào thị trường Việt Nam. Chúng tôi dự phóng sản lượng đường tiêu thụ sẽ tăng trưởng ở 1 con số sau năm 2018 khi cân nhắc thực tế trên.

- **Bánh kẹo, Nước khoáng và Bia:**

Mặc dù công ty vẫn muốn để bia là một trong những ngành hàng quan trọng, nhưng theo chúng tôi, triển vọng của mảng bia không quá rõ ràng, do (1) thị trường tiêu thụ của bia Dung Quất vẫn tập trung ở tỉnh Quảng Ngãi và các tỉnh lân cận và (2) cạnh tranh từ các hãng bia lớn như bia Sài Gòn, Heineken, bia Hà Nội, v.v... Chúng tôi thận trọng để 3 phân khúc này tăng trưởng 2%/năm.

Tổng kết, năm 2017, doanh thu thuần tập đoàn kỳ vọng tăng trưởng 16%. Tuy nhiên, do (1) biên lợi nhuận 2 mảng kinh doanh lớn có khả năng thu hẹp như giải thích ở trên và (2) không có khoản lợi nhuận đột biến như năm 2016, thì lợi nhuận ròng kỳ vọng đạt tăng trưởng khiêm tốn 2% n/n. EPS pha loãng theo đó có thể đạt 9.091 đồng/cổ phiếu (+2% n/n). Con số tăng trưởng lợi nhuận này có thể quay lại mức 14% n/n trong năm 2018.

## Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp để định giá cổ phiếu QNS: (1) phương pháp Chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh P/E.

### Phương pháp Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF để định giá cổ phiếu QNS. Giá mục tiêu theo phương pháp này được ước tính là 166.019 đồng/cổ phiếu.

**Bảng 2: Phương pháp Chiết khấu dòng tiền**

Tỷ đồng	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>FCF</b>	1,573	1,754	2,097	2,405	2,771
WACC	11,7%				
Năm dự phóng	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75
Số chiết khấu	0,92	0,82	0,74	0,66	7,54
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền FCF</b>	1.447	1.444	1.545	1.586	20.890
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền FCF	7.657	<b>Số chiết khấu</b>			
Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	19.255	Beta			
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>26.912</b>	Lãi suất phi rủi ro			
(+) Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	692	Chi phí vốn chủ sở hữu			
(-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	-1.392	Chi phí vốn vay			
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>26.212</b>	<b>WACC</b>			
		11,7%			



Số lượng cp đang lưu hành (triệu cp)*	157,9
<b>Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>166.019</b>

\*Điều chỉnh giảm 29.665.923 cổ phiếu do Công ty TNHH MTV TM Thành Phát sở hữu, số cổ phiếu này được xem tương tự cổ phiếu quỹ.

(Nguồn: MBS Research)

### Phương pháp so sánh P/E

Phương pháp đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu QNS ở mức 117.970 đồng/cổ phiếu. Trong đó, chúng tôi tách EPS của QNS thành 70% từ sữa đậu nành và còn lại, và lấy P/E hợp lý của sản phẩm ở mức 10 lần.

**Bảng 3: Các công ty so sánh**

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường	P/E	P/E tương đối	ROE
<b>Sữa</b>		(triệu USD)			
Nestle (Malaysia) Berhad	Malaysia	4.357	28,7	1,6	69%
Inner Mongolia Yili Indus-A	Trung Quốc	14.727	20,2	1,3	24%
Bright Dairy & Food Co. Ltd-A	Trung Quốc	2.288	34,8	2,2	10%
Meiji Holdings Co. Ltd	Nhật Bản	15.420	24,5	1,7	16%
Megmilk Snow Brand Co. Ltd	Nhật Bản	2.500	16,4	1,1	12%
CTCP Sữa Việt Nam	Việt Nam	8.330	22,4	1,4	39%
<b>Trung bình</b>		<b>6.344</b>	<b>23,5</b>	<b>1,5</b>	<b>15%</b>
Trung vị		7.937	24,5	1,5	15%
<b>Nông nghiệp (Đường)</b>					
CTCP Đường Biên Hoà	Việt Nam	152	8,0	0,5	12%
Medine Ltd	Maritius	186	6,8	0,8	8%
Purecircle Ltd	Malaysia	634	70,6	1,8	5%
MSM Malaysia Holdings BHD	Malaysia	706	26,0	1,5	6%
Dangote Sugar Refinery PLC	Nigeria	228	3,2	0,2	21%
CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh	Việt Nam	265	22,7	1,4	9%
Victorias Milling Co Inc	Philippines	224	14,4	0,7	14%
Baotou Huazi Industry Co-A	Trung Quốc	783	616,2	33,4	0%
JDW Sugar Mills Ltd	Pakistan	295	8,7	0,7	41%
<b>Trung bình</b>		<b>265</b>	<b>14,4</b>	<b>0,8</b>	<b>9%</b>
Trung vị		386	86,3	4,6	13%
<b>CTCP Đường Quảng Ngãi</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>1.007</b>	<b>11,9</b>	<b>0,7</b>	<b>43%</b>

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

### Tổng kết định giá

**Bảng 4: Tổng kết định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)
Chiết khấu dòng tiền	50%	166.019
P/E	50%	117.970
<b>TRUNG BÌNH</b>	<b>100%</b>	<b>142.000</b>

(Nguồn: MBS Research) Tổng hợp, chúng tôi định giá cổ phiếu QNS ở mức 142.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 15,9%. Cộng với suất sinh lợi cổ tức 1,2%, lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu QNS được ước tính ở mức 17,1%. **KHẢ QUAN.**

## Phụ lục

Bảng 5: Dự phóng kết quả kinh doanh

KQKD (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6.463</b>	<b>7.785</b>	<b>6.971</b>	<b>8.050</b>	<b>9.568</b>	<b>10.692</b>	<b>11.713</b>	<b>12.748</b>
Tăng trưởng (%)	16,6%	20,5%	-10,5%	15,5%	18,8%	11,8%	9,5%	8,8%
COGS	0	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2</b>	<b>339</b>	<b>94</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>
Tăng trưởng (%)	4.470	5.487	4.663	5.498	6.599	7.314	7.986	8.635
Biên lợi nhuận (%)	<b>1.994</b>	<b>2.298</b>	<b>2.308</b>	<b>2.552</b>	<b>2.969</b>	<b>3.378</b>	<b>3.727</b>	<b>4.113</b>
Chi phí bán hàng	30,7%	15,3%	0,4%	10,6%	16,3%	13,8%	10,3%	10,4%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	30,8%	29,5%	33,1%	31,7%	31,0%	31,6%	31,8%	32,3%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>854</b>	<b>736</b>	<b>728</b>	<b>886</b>	<b>1.148</b>	<b>1.283</b>	<b>1.406</b>	<b>1.530</b>
Tăng trưởng (%)	205	229	54	145	172	192	211	229
Biên lợi nhuận (%)	<b>935</b>	<b>1.333</b>	<b>1.526</b>	<b>1.522</b>	<b>1.649</b>	<b>1.903</b>	<b>2.110</b>	<b>2.354</b>
Lợi nhuận tài chính	24,0%	42,6%	14,5%	-0,3%	8,3%	15,4%	10,9%	11,6%
Lợi nhuận khác	14,5%	17,1%	21,9%	18,9%	17,2%	17,8%	18,0%	18,5%
Thu nhập từ cty liên doanh, liên kết	(18)	9	(4)	29	128	245	356	509
<b>LNTT</b>	<b>24</b>	<b>20</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
Tăng trưởng (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Biên lợi nhuận (%)	<b>941</b>	<b>1.362</b>	<b>1.552</b>	<b>1.582</b>	<b>1.808</b>	<b>2.179</b>	<b>2.497</b>	<b>2.894</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>22,1%</b>	<b>44,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>14,3%</b>	<b>20,5%</b>	<b>14,6%</b>	<b>15,9%</b>
Tăng trưởng (%)	14,6%	17,5%	22,3%	19,6%	18,9%	20,4%	21,3%	22,7%
Biên lợi nhuận (%)	<b>774</b>	<b>1.230</b>	<b>1.408</b>	<b>1.435</b>	<b>1.640</b>	<b>1.977</b>	<b>2.265</b>	<b>2.626</b>
EPS pha loãng (đồng/cổ phiếu)	32,9%	58,9%	14,5%	1,9%	14,3%	20,5%	14,6%	15,9%
Tăng trưởng (%)	12,0%	15,8%	20,2%	17,8%	17,1%	18,5%	19,3%	20,6%

(Nguồn: MBS Research)

Bảng 6: Dự phóng bảng cân đối kế toán

CĐKT (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.125</b>	<b>3.241</b>	<b>1.779</b>	<b>3.255</b>	<b>5.118</b>	<b>7.205</b>	<b>9.562</b>	<b>12.275</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	392	1.009	137	1.533	3.197	5.153	7.388	9.982
Đầu tư ngắn hạn	925	1.168	555	555	555	555	555	555
Phải thu khách hàng	25	22	22	22	26	29	32	35
Hàng tồn kho	542	354	522	527	633	701	766	828
Tài sản ngắn hạn khác	241	688	544	617	708	766	821	875
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.820</b>	<b>1.932</b>	<b>4.346</b>	<b>4.210</b>	<b>4.112</b>	<b>4.028</b>	<b>3.947</b>	<b>3.868</b>
Đầu tư dài hạn	182	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	1.418	1.454	3.793	3.657	3.559	3.475	3.394	3.315
Tài sản dài hạn khác	220	478	553	553	553	553	553	553
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.945</b>	<b>5.172</b>	<b>6.125</b>	<b>7.465</b>	<b>9.231</b>	<b>11.233</b>	<b>13.509</b>	<b>16.142</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2.210</b>	<b>2.565</b>	<b>2.215</b>	<b>2.278</b>	<b>2.561</b>	<b>2.745</b>	<b>2.914</b>	<b>3.079</b>
Nợ ngắn hạn	2.008	2.220	1.970	2.053	2.356	2.559	2.749	2.934
Nợ dài hạn	202	345	245	225	205	185	165	145
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.735</b>	<b>2.608</b>	<b>3.910</b>	<b>5.187</b>	<b>6.669</b>	<b>8.488</b>	<b>10.596</b>	<b>13.063</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH</b>	<b>3.945</b>	<b>5.172</b>	<b>6.125</b>	<b>7.465</b>	<b>9.231</b>	<b>11.233</b>	<b>13.509</b>	<b>16.142</b>
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phiếu)	16.932	21.872	24.782	32.854	42.243	53.763	67.110	82.741

(Nguồn: MBS Research)

## CTCP Sữa Việt Nam (VNM : HSX)

## Báo cáo cập nhật

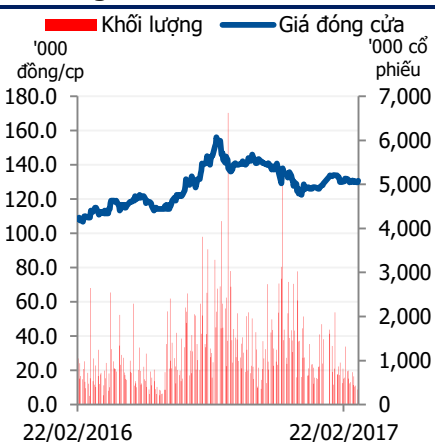
10/03/2017

Khuyến nghị	KHẢ QUAN
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)	146.000
Tiềm năng tăng giá	12,4%
Cổ tức tiền mặt (đồng)	40%
Suất sinh lợi cổ tức	3,1%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	15,5%

## Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	129.900
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	1.451,5
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	1.451,5
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	189.700
% sở hữu nước ngoài	53,81%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	100%

## Biểu đồ giá



## Liên hệ

Nguyễn Thạch Thảo

Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Bán lẻ  
E: Thao.NguyenThach@mbs.com.vn  
M: +84 907 655 495

## Biên lợi nhuận có thể giảm một năm nhưng tiềm năng tăng trưởng tương lai vẫn nhiều

- Công ty sữa hàng đầu Việt Nam, nắm giữ 46% thị phần thị trường sữa. Công ty sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng từ sữa bột, sữa nước, sữa chua ăn, sữa chua uống và sữa đặc, v.v...; trong đó, với 2 phân khúc sữa chua và sữa đặc, VNM đang thống trị thị trường. Về nội bộ từng phân khúc, VNM cũng liên tục sáng kiến sản phẩm mới để liên tục đáp ứng nhu cầu người tiêu thụ, như sản phẩm sữa hữu cơ gần đây.
- Công ty sở hữu trang trại bò sữa lớn nhất Việt Nam và vừa triển khai trang trại bò sữa hữu cơ đầu tiên tại Việt Nam.
- VNM, ngoài tiêu thụ nội địa, cũng thực hiện xuất khẩu sang các châu lục khác. Doanh thu xuất khẩu hiện chiếm ~ 20% tổng doanh thu.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VNM, giá mục tiêu 146.000 đồng.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Tỷ đồng	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	40.080	46.794	54.756	64.081	73.582
LNTT	9.368	11.238	12.474	13.938	15.582
Lợi nhuận ròng	7.774	9.350	10.228	11.429	12.777
EPS pha loãng (đồng)	4.820	5.798	6.342	7.087	7.923
Tăng trưởng (%)	28,1%	20,3%	9,4%	11,7%	11,8%
P/E	26,9	22,4	20,5	18,3	16,4
ROE (%)	38,5%	43,6%	42,0%	39,9%	39,0%

Nguồn: VNM, MBS dự phóng

## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VNM khi cân nhắc đến các luận điểm sau:

- Về giá nguyên liệu, (1) công ty rút được kinh nghiệm khi đối mặt với đợt tăng giá năm 2014 và đã chuẩn bị trước cho biến động giá nguyên liệu trong năm 2017; (2) xu hướng giá bột sữa đang giảm nhẹ và giao dịch gần mức giá cuối năm 2016, do nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc không cao như dự kiến và (3) tỷ trọng sữa tươi nguyên liệu trong nước theo cập nhật đã lớn dần lên giúp giảm ảnh hưởng từ giá bột sữa hơn. Nhờ đó, biên lợi nhuận sẽ không bị thu hẹp như trong báo cáo trước của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng ở mức 18,6%, thay vì 15,3% như trước đây.
- Tiềm năng tăng trưởng của ngành sữa Việt Nam vẫn rất lớn, do tiêu thụ sữa đầu người vẫn mới xoay quanh 20 lít/người/năm. Trong khi đó, VNM được kỳ vọng là một trong những công ty có khả năng nắm bắt tiềm năng này lớn nhất, nhờ (1) thị trường tiêu thụ đang hướng nhiều về nông thôn, và VNM có thương hiệu ở khu vực này và (2) VNM khá "chăm chỉ" cải thiện chất lượng và mở rộng danh mục sản phẩm.
- Việc Dumex rời thị trường Việt Nam năm 2016, bỏ ngỏ 3% thị phần, là cơ hội lớn cho 2 ông lớn VNM và Abott gia tăng thêm một chút thị phần.
- Tăng trưởng 9,4% lợi nhuận ròng năm 2017 – một năm được gọi là khó khăn hơn – là đủ hấp dẫn với một công ty quy mô lớn như VNM. Ngoài ra, quá trình thoái vốn nhà nước tại VNM có thể giúp cổ phiếu này có hấp lực tăng trưởng trong ngắn hạn. **KHẢ QUAN, giá mục tiêu 146.000 đồng/cổ phiếu.**

## Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2016

Kết thúc năm 2016, VNM ghi nhận tăng trưởng doanh thu 17% n/n, trong đó, doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 10% n/n. Mặc dù VNM có thực hiện chiến dịch bán hàng rộng lớn, tăng chi phí quảng cáo, tăng chiết khấu cho nhà phân phối, nhưng biên lợi nhuận ròng tóm chung vẫn được mở rộng nhờ giá sữa nguyên liệu giữ ở mức thấp. Lợi nhuận ròng, nhờ đó, tăng trưởng 20% n/n.

Chúng tôi muốn giải thích thêm về chút thay đổi trong hạch toán kế toán của công ty. Cụ thể, một số chi phí bán hàng trước đây được hạch toán vào giá vốn hàng bán nay được chuyển mục xuống chi phí bán hàng, theo hướng dẫn của Thông tư 200/2014/TT-BTC. Theo đó, biên lợi nhuận gộp được điều chỉnh từ xấp xỉ 42-43% lên 47-48%; và tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần lại tăng từ 15-16% lên 23%. Lưu ý là biên lợi nhuận hoạt động (EBIT margin) sẽ không thay đổi.

**Bảng 1: Tổng hợp kết quả kinh doanh của VNM năm 2016**

Tỷ đồng	2015	2016	Tăng trưởng n/n	Ghi chú
<b><u>Doanh thu thuần</u></b>	<b><u>40.080</u></b>	<b><u>46.798</u></b>	<b><u>+16,8%</u></b>	
Sữa xuất khẩu	7.919	8.696	+9,8%	-
Sữa nội địa	39.256	44.977	+14,4%	- Ước tính sản lượng tiêu thụ tăng 14%
Khác	824	1.817	+20,6%	
<b><u>Lợi nhuận gộp</u></b>	<b><u>16.262</u></b>	<b><u>22.336</u></b>	<b><u>+37,3%</u></b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>40,6%</i>	<i>47,7%</i>		- Mở rộng nhờ giá nguyên liệu giảm, ước tính xấp xỉ 2-3% biên lợi nhuận gộp được mở rộng. - Phần thay đổi còn lại do thay đổi cách hạch toán như trình bày ở trên
Chi phí bán hàng	6.258	10.759	+71,9%	
<i>Chi phí bán hàng/DTT</i>	<i>15,6%</i>	<i>23,0%</i>		- Tăng 3-5%/DTT do chuẩn bị cho năm 2017. - Phần thay đổi còn lại do thay đổi cách hạch toán như trình bày ở trên.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.233	1.053	-14,6%	
<i>Chi phí QLDN/DTT</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,3%</i>		- Giảm do, năm 2015, VNM thực hiện chia thưởng Ban điều hành
<b><u>Lợi nhuận hoạt động (EBIT)</u></b>	<b><u>8.772</u></b>	<b><u>10.524</u></b>	<b><u>+20,0%</u></b>	
<i>Biên lợi nhuận hoạt động</i>	<i>21,9%</i>	<i>22,5%</i>		
<b><u>Lợi nhuận ròng</u></b>	<b><u>7.774</u></b>	<b><u>9.350</u></b>	<b><u>+20,3%</u></b>	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>19,4%</i>	<i>20,0%</i>		

(Nguồn: VNM, MBS Research)

## Dự phóng lợi nhuận 2017

Chúng tôi thay đổi một số chỉ tiêu dự phóng như sau:

- Giữ nguyên tăng trưởng sản lượng ở 15%/năm. Trong khi điều chỉnh tỷ lệ tăng giá bán là 2% cho năm 2017-2018. Khi VNM không bị áp lực giảm biên lợi nhuận quá mạnh thì khả năng tăng giá bán của công ty cũng vì thế sẽ bị điều chỉnh xuống.
- Lặp lại kỳ vọng thị phần của VNM trong phân khúc sữa bột có thể được mở rộng nhẹ nhờ cơ hội từ việc Dumex rời thị trường Việt Nam. Lưu ý, nếu tăng được tỷ trọng sữa bột thì biên lợi nhuận gộp của VNM cũng có thể được cải thiện, do sữa bột thì mảng có biên lợi nhuận khá cao trên 40% so với sữa nước 29-34%.
- Giữ nguyên doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 20%.
- **Điều chỉnh kỳ vọng biên lợi nhuận gộp** do (1) thay đổi cách hạch toán, (2) điều chỉnh tốc độ tăng trưởng giá bột sữa nguyên liệu từ 35% xuống 30% và (3) nâng tỷ trọng sữa tươi nguyên liệu trong nước trong giá vốn hàng bán.

Theo tìm hiểu, VNM đã chốt giá sữa nguyên liệu cho 6 tháng hoạt động đầu năm 2017 vào khoảng tháng 11-12/2016, lúc này giá bột sữa vẫn còn khá cao ở mức \$2.600-\$3.600/tấn metric (+25-42% n/n) hẳn sẽ ảnh hưởng biên lợi nhuận gộp của công ty. Tuy nhiên, trong một vài phiên giao dịch gần đây, giá bột sữa có xu hướng đi ngang hay giảm; tính đến đầu tháng 3/2017, giá bột sữa đang ở \$2.100-2.800/tấn metric (+5-15% so với đợt chốt giá tháng 11-12/2015, chủ yếu do nhu cầu sữa ở Trung Quốc tăng không mạnh như kỳ vọng. Nếu giá bột sữa duy trì ở mức này một vài phiên, chúng tôi kỳ vọng VNM có thể nắm bắt cơ hội này để chốt giá sữa thêm một phần.

***Biên lợi nhuận gộp theo đó điều chỉnh từ 35% lên 44,1%.***

- **Điều chỉnh tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần từ 15% lên 20,6%**, do thay đổi cách hạch toán. Lưu ý rằng chúng tôi cũng đã cân nhắc đến việc VNM chuẩn bị trước chi phí để đối mặt với rủi ro đột biến giá nguyên liệu, nên tỷ lệ năm 2017 vẫn được kỳ vọng thấp hơn con số 23% của năm 2018.
- Giữ nguyên tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu ở mức 2,3%.
- Chúng tôi kỳ vọng cổ tức tiền mặt năm nay sẽ thấp hơn giai đoạn 2015-2016 (60%) chỉ còn khoảng 40% do triển vọng kết quả kinh doanh không tốt bằng.

Tổng kết, năm 2017, doanh thu thuần tập đoàn kỳ vọng tăng trưởng 17%. Và vẫn thận trọng với rủi ro thay đổi trong giá bột sữa nguyên liệu, biên lợi nhuận ròng có thể giảm xuống 18,7% (so với 20,0% của năm 2016). EPS pha loãng năm 2017 kỳ vọng đạt 6.342 đồng/cổ phiếu (+9,4% n/n). Tăng trưởng lợi nhuận của VNM có thể quay lại mức 2 con số từ năm 2018.

## Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp để định giá cổ phiếu VN: (1) phương pháp Chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh P/E.

## Phương pháp Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF để định giá cổ phiếu VNM. Giá mục tiêu theo phương pháp này được ước tính là 167.386 đồng/cổ phiếu.

<b>Tỷ đồng</b>		<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	
<b>FCF</b>		9.392	10.830	12.055	13.426	15.136	
WACC	11,6%						
Tăng trưởng dài hạn g	6,5%						
Năm dự phóng		0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	
Số chiết khấu		0,92	0,83	0,74	0,66	13,09	
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền FCF</b>		8.652	8.942	8.921	8.905	198.082	
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền FCF	44.420	<b>Số chiết khấu</b>					
Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	189.083	Beta					0,61
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>233.503</b>	Lãi suất phi rủi ro					5,90%
(+) Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	11.109	Chi phí vốn chủ sở hữu					11,6%
(-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	-1.660	Chi phí vốn vay					4,2%
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>242.952</b>	<b>WACC</b>					11,6%
Số lượng cp đang lưu hành (triệu cp)	1.451,5						
<b>Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>167.386</b>					

(Nguồn: MBS Research)

**Phương pháp so sánh P/E**

Phương pháp đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu VNM ở mức 124.490 đồng/cổ phiếu.

**Bảng 3: Các công ty so sánh**

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường	P/E	P/B	P/E tương đối	ROA	ROE	Tăng trưởng doanh thu trung bình 3 năm
(triệu USD)								
China Mengniu Dairy Co	Trung Quốc	7.791	21,8	2,4	1,7	4%	10%	11%
China Huishan Dairy Holdings	Trung Quốc	5.031	59,8	2,7	4,5	2%	4%	22%
Fromageries Bel	Pháp	3.768	16,6	2,3	0,9	7%	14%	3%
Saputo Inc	Canada	13.135	24,9	4,1	1,1	9%	17%	15%
Unibel	Pháp	2.424	16,3	2,0	0,8	5%	13%	3%
Bright Dairy & Food Co Ltd-A	Trung Quốc	2.312	27,9	3,2	1,5	2%	14%	13%
Fraser & Neave Holdings BHD	Malaysia	1.991	24,5	4,1	1,4	11%	18%	6%
Cal-Maine Foods Inc	Mỹ	1.861	164,9	2,2	7,6	1%	1%	14%
Beijing Sanyuan Foods Co-A	Trung Quốc	1.768	58,0	2,1	3,1	3%	4%	9%
<b>Trung bình</b>		<b>2.424</b>	<b>24,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>4%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>
Trung vị		4.454	46,1	2,8	2,5	5%	10%	11%
<b>CTCP Sữa Việt Nam</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>8.330</b>	<b>22,4</b>	<b>8,6</b>	<b>1,4</b>	<b>33%</b>	<b>39%</b>	<b>15%</b>

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

**Tổng kết định giá****Bảng 4: Tổng kết định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)
Chiết khấu dòng tiền	50%	167.386
P/E	50%	124.490
<b>TRUNG BÌNH</b>	<b>100%</b>	<b>146.000</b>

(Nguồn: MBS Research)

Tổng hợp, chúng tôi định giá cổ phiếu VNM ở mức 146.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 12,4%. Cộng với suất sinh lợi cổ tức 3,1%, lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu VNM được ước tính ở mức 15,5%. **KHẢ QUAN.**



## Phụ lục

Bảng 5: Dự phóng kết quả kinh doanh

KQKD (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>34.977</b>	<b>40.080</b>	<b>46.794</b>	<b>54.756</b>	<b>64.081</b>	<b>73.582</b>	<b>84.497</b>	<b>97.037</b>
Tăng trưởng (%)	13,0%	14,6%	16,8%	17,0%	17,0%	14,8%	14,8%	14,8%
COGS	22.668	23.818	24.459	30.611	36.312	42.180	48.921	56.743
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>12.309</b>	<b>16.262</b>	<b>22.336</b>	<b>24.144</b>	<b>27.769</b>	<b>31.402</b>	<b>35.576</b>	<b>40.294</b>
Tăng trưởng (%)	10,1%	32,1%	37,3%	8,1%	15,0%	13,1%	13,3%	13,3%
Biên lợi nhuận (%)	35,2%	40,6%	47,7%	44,1%	43,3%	42,7%	42,1%	41,5%
Chi phí bán hàng	4.696	6.258	10.759	11.280	13.457	15.452	17.744	20.378
Chi phí quản lý doanh nghiệp	795	1.233	1.053	1.259	1.474	1.692	1.943	2.232
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>6.817</b>	<b>8.772</b>	<b>10.524</b>	<b>11.605</b>	<b>12.838</b>	<b>14.258</b>	<b>15.888</b>	<b>17.684</b>
Tăng trưởng (%)	-6,5%	28,7%	20,0%	10,3%	10,6%	11,1%	11,4%	11,3%
Biên lợi nhuận (%)	19,5%	21,9%	22,5%	21,2%	20,0%	19,4%	18,8%	18,2%
Lợi nhuận tài chính	492	487	620	774	1.005	1.228	1.488	1.849
Lợi nhuận khác	245	96	77	77	77	77	77	77
Thu nhập từ cty liên doanh, liên kết	60	13	16	17	18	19	20	20
<b>LNTT</b>	<b>7.614</b>	<b>9.368</b>	<b>11.238</b>	<b>12.474</b>	<b>13.938</b>	<b>15.582</b>	<b>17.473</b>	<b>19.630</b>
Tăng trưởng (%)	-4,9%	23,0%	20,0%	11,0%	11,7%	11,8%	12,1%	12,3%
Biên lợi nhuận (%)	21,8%	23,4%	24,0%	22,8%	21,8%	21,2%	20,7%	20,2%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>6.069</b>	<b>7.774</b>	<b>9.350</b>	<b>10.228</b>	<b>11.429</b>	<b>12.777</b>	<b>14.328</b>	<b>16.097</b>
Tăng trưởng (%)	-7,1%	28,1%	20,3%	9,4%	11,7%	11,8%	12,1%	12,3%
Biên lợi nhuận (%)	17,4%	19,4%	20,0%	18,7%	17,8%	17,4%	17,0%	16,6%
EPS pha loãng (đồng/cổ phiếu)	3.763	4.820	5.798	6.342	7.087	7.923	8.884	9.981
Tăng trưởng (%)	-7,1%	28,1%	20,3%	9,4%	11,7%	11,8%	12,1%	12,3%

(Nguồn: MBS Research)

Bảng 6: Dự phóng bảng cân đối kế toán

CĐKT (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>15.522</b>	<b>16.732</b>	<b>18.674</b>	<b>23.724</b>	<b>28.856</b>	<b>33.802</b>	<b>40.368</b>	<b>48.946</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.528	1.359	655	4.257	7.849	11.215	15.967	22.446
Đầu tư ngắn hạn	7.468	8.668	10.454	10.454	10.454	10.453	10.453	10.453
Phải thu khách hàng	1.983	2.202	2.191	2.850	3.336	3.830	4.398	5.051
Hàng tồn kho	3.620	3.810	4.522	4.864	5.770	6.703	7.774	9.017
Tài sản ngắn hạn khác	924	692	852	1.299	1.448	1.600	1.775	1.979
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>10.248</b>	<b>10.746</b>	<b>10.705</b>	<b>10.761</b>	<b>10.924</b>	<b>11.178</b>	<b>11.536</b>	<b>12.014</b>
Đầu tư dài hạn	700	940	614	631	649	668	688	708
Tài sản cố định	8.890	9.058	8.909	8.949	9.093	9.328	9.666	10.124
Tài sản dài hạn khác	657	748	1.182	1.182	1.182	1.182	1.182	1.182
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>25.770</b>	<b>27.478</b>	<b>29.379</b>	<b>34.486</b>	<b>39.780</b>	<b>44.979</b>	<b>51.904</b>	<b>60.960</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>5.970</b>	<b>6.554</b>	<b>6.973</b>	<b>7.657</b>	<b>8.779</b>	<b>9.910</b>	<b>11.215</b>	<b>12.883</b>
Nợ ngắn hạn	5.453	6.004	6.457	7.179	8.338	9.505	10.847	12.552
Nợ dài hạn	517	550	515	478	442	405	368	331
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>19.680</b>	<b>20.693</b>	<b>22.169</b>	<b>26.591</b>	<b>30.763</b>	<b>34.831</b>	<b>40.451</b>	<b>47.839</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	231	237	237	237	237	237	237
<b>TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH</b>	<b>25.770</b>	<b>27.478</b>	<b>29.379</b>	<b>34.486</b>	<b>39.780</b>	<b>44.979</b>	<b>51.903</b>	<b>60.960</b>
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phiếu)	14.774	15.537	13.824	18.320	21.195	23.998	27.869	32.959

(Nguồn: MBS Research)



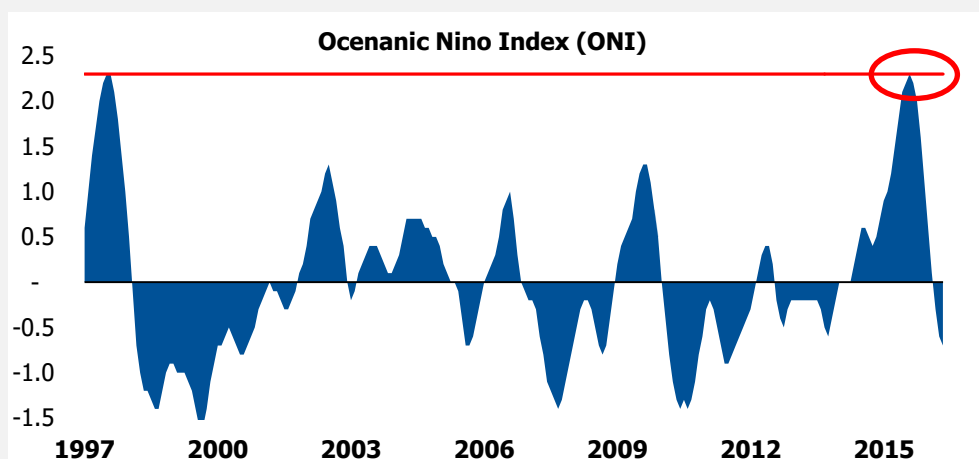
## NGÀNH ĐIỆN

## Chuẩn bị cho cuộc cách mạng toàn diện

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Điện</b>											
CTCP Điện lực Đầu khí Nhơn Trạch 2	NT2	PHTT	8.909	30.950	32.000	3,4%	3.431	-10,2%	8,12x	1,8x	9,0x

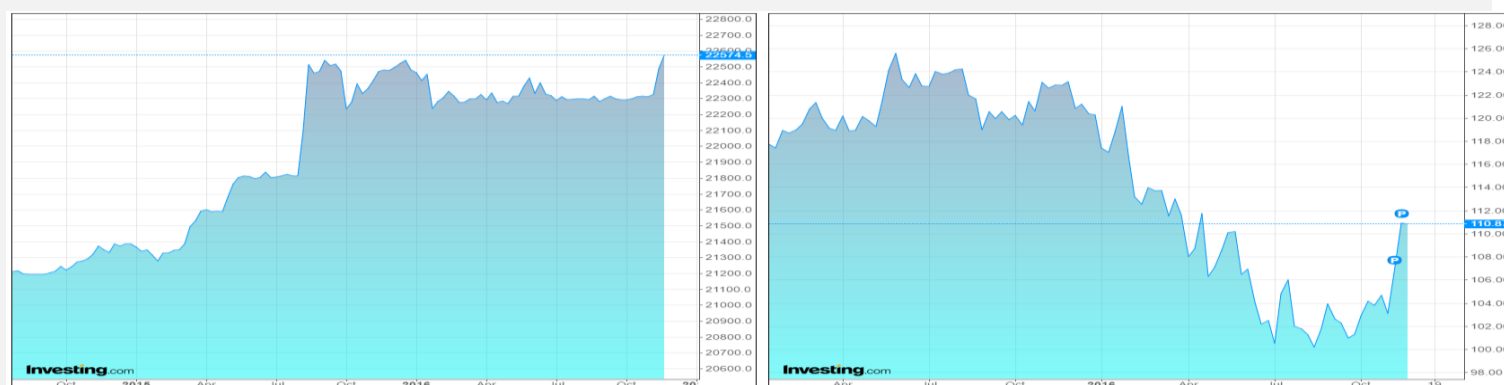
Năm 2015 – 2016 là giai đoạn đáng quên nhất của các doanh nghiệp ngành điện nói chung. Chu kỳ El Nino mạnh và kéo dài nhất trong lịch sử đã khiến sản lượng của doanh nghiệp thủy điện sụt giảm nghiêm trọng. Bên cạnh đó, giá biên trên thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) lần đầu tiên sụt giảm xuống 1169 đồng/kWh (-8,6% yoy) khiến tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành càng trở nên khó khăn. Bên cạnh đó, việc liên tục xảy ra những cú sốc về tỷ giá khiến các doanh nghiệp nhiệt điện phải lao đao khi gánh chịu những khoản lỗ tỷ giá rất lớn.

Biểu 01 – Chỉ số hiện tượng Enso từ năm 1997 đến nay



(Nguồn: Bloomberg)

Biểu 02 – Tình hình biến động tỷ giá VND/USD (trái) và JPY/USD (phải) giai đoạn 2014 – 2016

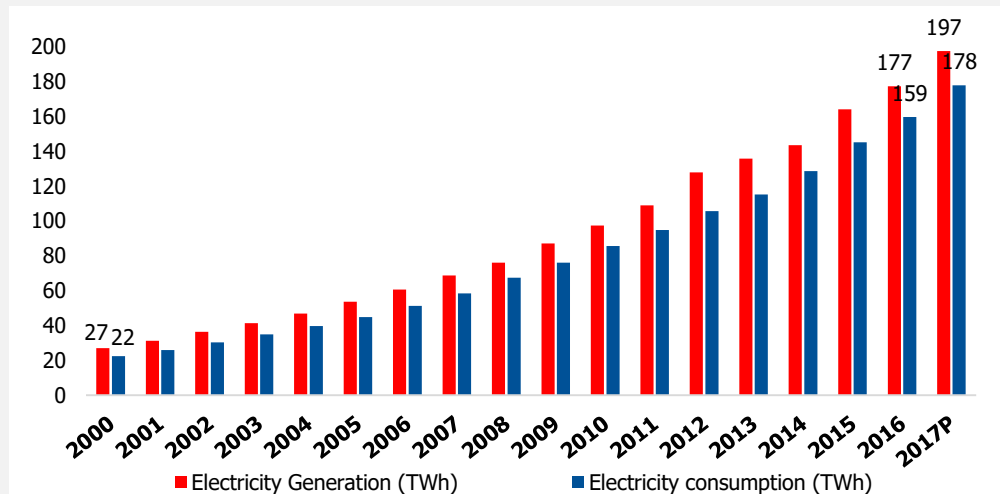


(Nguồn: Investing.com)

Chúng tôi đánh giá 2017 sẽ là năm đánh dấu sự trở lại của ngành điện dựa trên những dấu hiệu tích cực sau:

- **Nhu cầu điện vẫn tiếp tục tăng trưởng 2 con số.** Theo kế hoạch của EVN, sản lượng điện thương phẩm năm 2017 sẽ tiếp tục tăng trưởng 11,5% lên mức 177,59 triệu kWh.
- **Chu kỳ hạn hán đã kết thúc** ở nhiều khu vực trên cả nước. Bên cạnh đó, hiện tượng La Nina đã và đang diễn ra giúp cho các doanh nghiệp thủy điện có sự cải thiện rõ rệt về sản lượng, đặc biệt trong giai đoạn quan trọng là quý 04/2016 khi các nhà máy phải tích nước để chuẩn bị cho mùa khô 2017.
- **Giá biên thị trường điện đã tăng trưởng trở lại** lên mức 1266đ/kWh (+8,2% yoy) giúp các doanh nghiệp có lợi thế trên VCGM được hưởng lợi. Biểu giá chi phí tránh được cho các nhà máy thủy điện nhỏ cũng tăng nhẹ.

**Biểu 03 – Sản lượng điện sản xuất và thương phẩm (TWh) giai đoạn 2000 – 2017P**



(Nguồn: MBS Research)

**Luận điểm đầu tư:** Đối với ngành điện, chúng tôi nhận thấy sẽ có 2 luận điểm đầu tư quan trọng nên xem xét trong giai đoạn tới:

- (1) **Ngành điện Việt Nam vẫn đang đối mặt với tình trạng mất cân bằng cung cầu và phân hóa vùng miền rất lớn, do đó đòi hỏi một nguồn vốn đầu tư rất lớn để gia tăng gấp 3 lần công suất nguồn trong 5 năm tới cũng như cải thiện hệ thống truyền tải nhằm giảm tỷ lệ tổn thất.** Chính vì vậy, các doanh nghiệp phụ trợ cho ngành sẽ hưởng lợi rất lớn từ xu hướng này trong tương lai. Đối với luận điểm này, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp phụ trợ cho ngành như **PC1, TV2 và Thibidi** là những cơ hội đầu tư đáng xem xét.
- (2) **Giai đoạn 2016 – 2020 là một cuộc cách mạng đối với ngành điện Việt Nam, đây sẽ là giai đoạn có nhiều sự thay đổi cả về lượng lẫn chất trong cơ cấu ngành.** Bên cạnh đó, việc một loạt những ông lớn trong ngành chuẩn bị chào sàn sẽ đem đến nhiều sự lựa chọn hấp dẫn hơn cho các nhà đầu tư.

Hiện tại chúng tôi nhận thấy trên sàn UpCOM đang có 03 doanh nghiệp đáng chú ý là **CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (HND – 1200MW)**, **CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP – 1200MW)** và **Tổng Công ty Điện lực TKV – CTCP (DTK)**. Đây đều là những doanh nghiệp có vốn điều lệ rất lớn (lần lượt 5000 tỷ và 6800 tỷ) và vẫn đang chưa thu hút được dòng tiền từ nhà đầu tư do hiệu quả hoạt động còn khiêm tốn. Tuy nhiên, việc nhà nước có lộ trình thoái vốn khỏi các doanh nghiệp này xuống dưới mức chi phối đến năm 2019 – 2020 sẽ mở ra nhiều kỳ vọng chuyển mình cũng như cơ hội đầu tư hấp dẫn hơn. Cùng luận điểm đầu tư này, chúng tôi nhận thấy một vài doanh nghiệp lớn cũng chuẩn bị cổ phần hóa như Tổng Công ty Điện lực Dầu khí (PV Power) và Tổng Công ty Phát điện 3 (GENCO 3).

# CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2 : HSX)

## Báo cáo cập nhật 15/03/2017

Khuyến nghị	<b>PHTT</b>
Giá mục tiêu	32.000
12 tháng (VND)	
Upside	6,3%
Dividend yield	3,4%

## Nguyễn Ngọc Hoàng

Điện, Công nghiệp, Xây dựng  
Hoang1.nguyenngoc@mbs.com.vn  
0913433423

## NT2 [PHTT]: Khó khăn chồng chất trong năm 2017

- **Năm 2016 là một năm tương đối thuận lợi với CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2** khi đây là năm thứ 3 liên tiếp doanh nghiệp đạt mức lợi nhuận sau thuế (không tính lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện) trên 1000 tỷ đồng. Đây là lý do để doanh nghiệp đề xuất tăng mức cổ tức lên 36% cho năm 2016.
- **Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá 2017 có thể sẽ là một năm đầy thử thách của doanh nghiệp này với rất nhiều những khó khăn phải đối mặt.** Do đó, mặc dù hiện tại giá cổ phiếu đã giảm mạnh hơn 16% từ vùng đỉnh xuống vùng giá 30.000 đồng, chúng tôi vẫn đưa ra khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG (PHTT)** đối với cổ phiếu này.
- Trong năm 2017, nhiều khả năng sẽ có những thời điểm giá cổ phiếu bị giảm sâu khi công bố kết quả kinh doanh bị sụt giảm. **Đây là thời điểm tốt để những nhà đầu tư dài hạn xem xét MUA vào cổ phiếu NT2** để có được mức tỷ suất cổ tức cao cũng như kỳ vọng sự cải thiện mạnh mẽ KQKD trong năm 2018.

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu (*)	7.064	6.729	7.983	7.320	7.862
LN hoạt động kinh doanh chính	1.576	1.495	1.294	1.186	1.368
Lãi/lỗ CLTG chưa thực hiện	403	-10	38	-2	-45
LNST	1.591	1.142	1.086	987	1.113
EPS (VND)	6.215	3.937	3.740	3.431	3.865
P/E (lần)			8,4x	9,0x	8,3x

Nguồn: NT2 và MBS dự phóng

(\*): Doanh thu 2014 bao gồm khoản hồi tố 658 tỷ khi chốt được hợp đồng PPA chính thức với EVN.

Doanh thu 2015 đã giảm trừ 319,5 tỷ do việc áp dụng giá khí theo thị trường.

Doanh thu 2017 bao gồm khoản hồi tố 1935 tỷ đồng do tăng cước phí vận chuyển đường ống.

**Năm 2016 nhìn chung vẫn là một năm tương đối thuận lợi đối với NT2** mặc dù lợi nhuận sau thuế giảm nhẹ 4,9% xuống 1.085 tỷ đồng. Tình hình kinh doanh có thể tóm tắt thành 2 giai đoạn:

- **Giai đoạn 9 tháng đầu năm 2016 là giai đoạn vô cùng thuận lợi nhờ (1)** hệ thống thủy điện trên cả nước chịu ảnh hưởng nặng nề bởi hạn hán kéo dài, điều này giúp cho nhà máy vẫn giữ được hiệu suất vận hành rất cao như ở cùng kỳ 2015 (sản lượng điện tăng nhẹ 0,7% yoy); **(2)** việc áp dụng cơ chế giá khí theo thị trường từ tháng 8/2015 trong điều kiện giá dầu thế giới lao dốc giúp cho biên lợi nhuận (đối với phần sản lượng trên thị trường phát điện cạnh tranh VCGM) của NT2 tăng mạnh; **(3)** Tình hình tỷ giá ổn định hơn khiến khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện giảm mạnh từ 102 tỷ xuống chỉ còn 14 tỷ; **(4)** 2015 đã là năm cuối cùng NT2 phải phân bổ khoản lỗ CLTG trong quá trình XDDB, do đó chi phí tài chính cũng được tiết giảm 66 tỷ đồng. Do đó, LNST 9 tháng đầu năm tăng trưởng 24,4% so với cùng kỳ lên 860 tỷ đồng.
- **Tuy nhiên, quý 04/2016 là giai đoạn những gì khó khăn bắt đầu bộc lộ, LNST đã sụt giảm một nửa xuống chỉ còn 225 tỷ đồng.**

Hiện tượng La Nina chính thức diễn ra khiến lưu lượng nước về các hồ chứa thủy điện tăng vọt, sản lượng điện của nhà máy Nhơn Trạch 2 trong quý 04/2016 sụt giảm đến 20% so với cùng kỳ.

Cũng trong giai đoạn này, NT2 đã ký phụ lục hợp đồng mua bán khí với GAS về việc tăng phí vận chuyển đường ống Phú Mỹ - Hồ Chí Minh (từ 0,15 USD/MMBTU lên 0,56 USD/MMBTU). Sự thay đổi trong chính sách giá khí cùng với việc giá dầu thế giới phục hồi mạnh mẽ từ vùng đáy

đã làm cho chi phí sản xuất điện của NT2 tăng vọt. Lợi nhuận gộp Q4 sụt giảm 54% xuống chỉ còn 242 tỷ đồng.

**Tỷ suất cổ tức cao vẫn luôn là điểm sáng đối với NT2.** Với kết quả kinh doanh tương đối khả quan ở trên, NT2 đã đề xuất nâng cổ tức năm 2016 lên 36% trên mệnh giá (33% bằng tiền mặt). Dòng tiền hoạt động kinh doanh dồi dào cùng với việc được EVN thanh toán hơn 160 tỷ mỗi năm tiền hồi tố giá điện vẫn sẽ đảm bảo cho NT2 duy trì mức cổ tức cao trong những năm tới.

**Câu chuyện về nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 vẫn còn là ẩn số.** Mặc dù Thủ tướng đã đồng ý bổ sung vào quy hoạch điện VII điều chỉnh các dự án nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4, chúng tôi vẫn lưu ý rằng NT2 vẫn chưa chắc chắn được chọn làm chủ đầu tư trực tiếp dự án này. Hiện tại chúng tôi nhận thấy 2 khả năng lớn nhất là **(1)** NT2 được chọn làm chủ đầu tư trực tiếp, dự án này sẽ giải quyết được bài toán tăng trưởng cho NT2 trong tương lai, **(2)** PVN sẽ giao PV Power làm chủ đầu tư, điều này có thể sẽ là điểm cộng lớn cho quá trình cổ phần hóa PV Power trong năm 2017.

**2017 sẽ là một năm đầy thử thách của NT2 với rất nhiều những khó khăn phải đối mặt.** Trong thư quản lý đầu năm 2017, Ban lãnh đạo NT2 rất tin tưởng vào những thuận lợi cơ bản và nền tảng của NT2 cùng với việc kế hoạch Bộ Công thương dự kiến huy động sản lượng lên đến 5,5 tỷ kWh từ NT2 trong năm 2017. **Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá rất khó để NT2 có thể đạt được mức sản lượng này cũng như kết quả kinh doanh khả quan trong năm nay** dựa trên những luận điểm sau:

- NT2 sẽ phải tiến hành đại tu lần đầu nhà máy lên đến 1 tháng, điều này sẽ khiến phát sinh chi phí và sụt giảm trong sản lượng điện huy động.
- Tình hình hạn hán khó có thể diễn ra một cách tiêu cực như năm 2016, trên thực tế số liệu của chúng tôi có được, rất nhiều nhà máy thủy điện đã tận dụng tốt tình hình mưa bão vào quý 04/2016 để tích nước đầy hồ cho giai đoạn mùa khô 2017. Chúng tôi đánh giá sản lượng điện từ hệ thống thủy điện nhiều khả năng sẽ trở về mức trung bình nhiều năm trong năm nay, do đó áp lực cạnh tranh đối với NT2 sẽ gia tăng rất lớn.
- Năng lực truyền tải trên hệ thống phần nào đã được cải thiện, đặc biệt sau khi cải thiện năng lực vận hành trạm biến áp 500kV Pleiku 2 giữa năm 2016.
- Việc cước phí vận chuyển đường ống Phú Mỹ - TPHCM tăng vọt từ 0,15 lên 0,57 USD/MMBTU trong năm 2017 cùng xu hướng phục hồi của giá dầu trong giai đoạn gần đây sẽ khiến chi phí sản xuất điện của NT2 sẽ bị đội lên rất lớn. Do đó biên lợi nhuận của doanh nghiệp nhiều khả năng sẽ bị sụt giảm trong năm nay.
- Tình hình tỷ giá sẽ khó có một năm êm đềm như 2016, đặc biệt là khi ông Donald Trump đắc cử Tổng thống Mỹ, điều này khiến tỷ giá hối đoái sẽ tiềm ẩn những biến động, rủi ro khó lường trong năm 2017. Do đó, rủi ro tỷ giá vẫn là một điểm chúng tôi nhấn mạnh nhà đầu tư lưu ý khi đầu tư vào NT2 trong giai đoạn này.

Với những đánh giá trên, chúng tôi dự phóng trong trường hợp khả quan NT2 vẫn sẽ đạt hiệu suất vận hành 80% trong năm sau, tương đương sản lượng 5,256 tỷ kWh (tương đương 2016). Giả định giá đầu thô bình quân năm 2017 ở mức 60 USD/thùng, lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính của NT2 sẽ đạt 1185 tỷ (-8,5% yoy). Chúng tôi cũng giả định tỷ giá VND/USD tăng 3% và VND/EUR giảm 3% trong năm tới, theo đó lợi nhuận sau thuế 2017 của NT2 ước đạt 987 tỷ đồng, tương đương EPS 2017F đạt 3.431 đồng/cp.

**Luận điểm đầu tư:** Hiện tại, NT2 đang giao dịch ở mức P/E forward 2017 là 9,0x, cao hơn mức P/E bình quân của các doanh nghiệp ngành điện là 8,5x. Đây cũng là mức P/E hợp lý đối với một doanh nghiệp đầu ngành với hiệu quả hoạt động tốt như NT2. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu NT2 với **giá mục tiêu 2017 là 32.000 đồng/cp.**

Trong năm 2017, nhiều khả năng sẽ có những thời điểm giá cổ phiếu bị giảm sâu khi công bố kết quả kinh doanh bị sụt giảm. **Đây là thời điểm tốt để những nhà đầu tư dài hạn xem xét MUA vào cổ phiếu NT2** để có được mức tỷ suất cổ tức cao cũng như kỳ vọng sự cải thiện mạnh mẽ KQKD trong năm 2018.

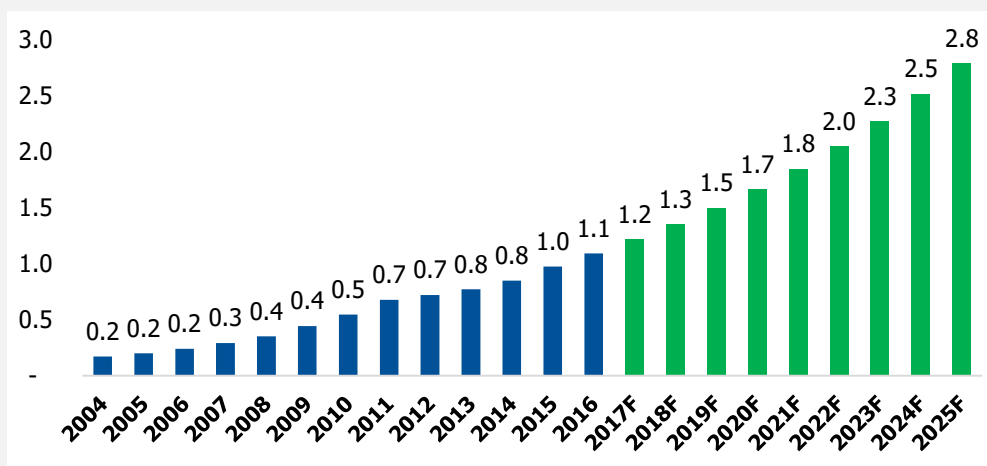
## NGÀNH XÂY DỰNG

### Khi rủi ro tăng cao, ai là người có bước chuyển mình hợp lý?

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng) (VND)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng) (VND)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Xây dựng</b>											
CTCP Xây dựng Cotecons	CTD	MUA	15.666	200.000	240.000	26%	24.400	32,1%	10,8x	2,4x	8,2x

**2016 là một năm kỷ lục của ngành xây dựng Việt Nam.** Theo Tổng cục Thống kê, giá trị sản xuất ngành xây dựng ước đạt gần 1,1 triệu tỷ đồng. Ngành xây dựng vẫn tiếp tục giữ được mức tăng trưởng 2 con số ở mức 11,8%. **Tốc độ tăng trưởng cao được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2017.** Tốc độ tăng trưởng kép của toàn ngành giai đoạn 2003 – 2016 lên đến 16,7%/năm và ước tính tiếp tục giữ mức 11,27% (giả định làm phát 5%) trong năm 2017.

**Biểu 01 – Dự phóng giá trị sản xuất ngành xây dựng Việt Nam (Triệu tỷ VND)**

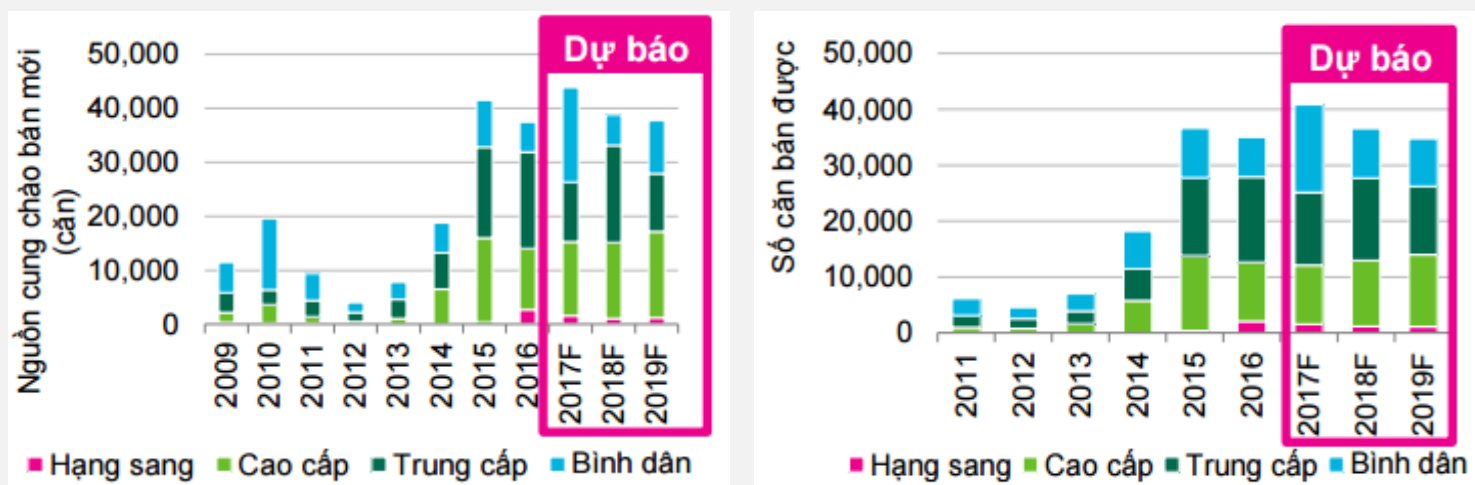


Nguồn: GSO, BMI, MBS Research

**Chúng tôi nhận thấy ngành xây dựng Việt Nam những năm tới sẽ đối diện với 02 xu hướng thay đổi lớn:**

- (1) **Thay đổi thứ nhất chính là sự chuyển dịch giữa các phân khúc trong thị trường bất động sản.** Thị trường bất động sản tại TPHCM và Hà Nội đang bắt đầu có dấu hiệu mất cân bằng giữa nguồn cung và nhu cầu tại các phân khúc, điều này đòi hỏi các nhà thầu xây dựng phải thật sự nắm bắt được thị trường, thấu hiểu các chủ đầu tư để có thể duy trì đà tăng trưởng và giảm thiểu những rủi ro liên quan đến dòng tiền.

**Biểu 02 – Dự báo thị trường căn hộ TPHCM, nguồn cung chào bán mới và số căn chào bán được.**

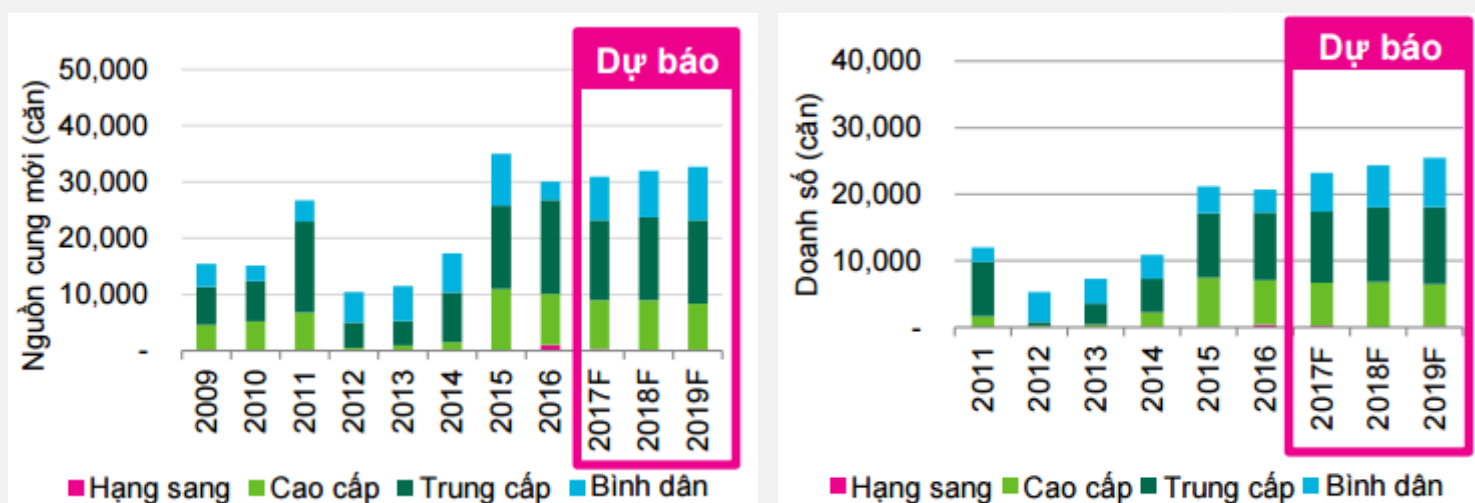


Nguồn: CBRE

Theo CBRE, thị trường căn hộ TPHCM năm 2017 được dự báo sẽ tập trung hơn vào thị phần bình dân và trung cấp với **gần 40% tổng số căn mới chào bán thuộc phân khúc bình dân – là phân khúc có nhu cầu lớn nhất, phù hợp với đa số người dân**. Các chủ đầu tư lớn rất nhanh nhạy trong việc nhìn thấy sự mất cân bằng này và tích cực điều chỉnh dự án của mình sao cho phù hợp với xu hướng của thị trường. Điển hình là Vingroup có kế hoạch xây dựng 02 dự án phân khúc bình dân (VinCity) tại quận 9 và huyện Bình Chánh. Chính vì vậy, phân khúc bình dân được dự báo sẽ chiếm lĩnh đến hơn 40% tổng số căn hộ bán được tại TPHCM trong năm 2017.

Thị trường Hà Nội cũng có những nét tương đồng với TPHCM, đặc biệt là việc sẽ chào đón một lượng cung lớn đến từ các dự án bình dân từ năm 2017.

**Biểu 03 – Dự báo thị trường căn hộ Hà Nội, nguồn cung chào bán mới và số căn chào bán được.**



Nguồn: CBRE

## (2) Thay đổi đáng chú ý thứ hai chính là sự bùng nổ của các dự án hạ tầng giao thông.

Cơ sở hạ tầng đóng vai trò sống còn đối với sự phát triển của thị trường bất động sản cũng như hoạt động giao thương, phát triển kinh tế. Rất nhiều công trình mới như cầu vượt, hầm chui, tàu điện trên cao, đường cao tốc,... đã được xây dựng để theo kịp tốc độ này. Theo Bộ giao thông vận tải, Việt Nam cần đến 48 tỷ đô cho phát triển hạ tầng giao thông trong 5 năm tới, trong khi đó ngân sách chỉ đáp ứng được khoảng 37,2%, vốn ODA tài trợ 28,2%, phần còn lại đóng góp từ các nguồn khác lên đến 34,4%. Do đó, hình thức hợp tác công – tư (PPP) kỳ



vọng sẽ là lời giải cho sự phát triển hạ tầng trong trường hợp thiếu hụt nguồn vốn ODA. Các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng cầu đường thường có giá trị thấp hơn nhưng đem lại biên lợi nhuận cao và thời gian thi công ngắn hơn so với các dự án xây dựng cao ốc, chung cư. Do đó, năm bất được xu hướng này sẽ là động lực tăng trưởng mới cho các doanh nghiệp xây dựng trong bối cảnh thị trường bất động sản chịu tính chu kỳ rất lớn.

**Luận điểm đầu tư:** Những sự chuyển biến lớn trong thị trường xây dựng từ năm 2017 sẽ tạo ra cơ hội mới cho những doanh nghiệp biết nắm bắt, tuy nhiên cũng sẽ tạo ra rủi ro cho những doanh nghiệp chậm thay đổi. Chúng tôi đặc biệt ưa thích cổ phiếu CTD của CTCP Xây dựng Cotecons vì cả 02 lý do trên.



# CTCP Xây dựng Coteccons (CTD : HSX)

**Báo cáo cập nhật 15/03/2017**

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	240.000
Upside	26%
Dividend yield	

**Nguyễn Ngọc Hoàng**

Điện, Công nghiệp, Xây dựng  
Hoang1.nguyennhoc@mbs.com.vn  
0913433423

## CTD [MUA +26%]: Khẳng định vị thế dẫn đầu

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2015	2016	2017F
Doanh thu	13.669	20.783	26.958
Lợi nhuận ròng	666	1.422	1.879
Biên LN ròng	4,9%	6,8%	7,0%
EPS (VND)	14.215	18.457	24.400
ROE	20,5%	22,8%	23,6%
P/E		10,8x	8,0x

Nguồn: BCTC CTD và MBS dự phóng

**Năm 2016 là một năm vô cùng thành công đối với CTD** khi nhà thầu xây dựng số một Việt Nam đã ghi nhận kết quả kinh doanh kỷ lục với doanh thu 20.783 tỷ đồng (+52% yoy), trong khi đó biên lợi nhuận tiếp tục được cải thiện mạnh giúp lợi nhuận ròng lên đến 1.422 tỷ đồng (+113%).

Ở mức giá hiện tại, thị trường có lẽ đang đặt dấu hỏi lớn cho tiềm năng tăng trưởng của CTD trong bối cảnh rủi ro của thị trường BĐS đang dần hiện hữu rõ hơn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá CTD là một cơ hội đầu tư tốt cho năm 2017 và cho dài hạn bởi những lý do sau:

- **Khối lượng công việc vẫn sẽ tiếp tục được đảm bảo** nhờ giá trị hợp đồng chuyển tiếp rất lớn, lên đến gần 27 nghìn tỷ đồng, chỉ cao hơn một chút cho so với khoảng 23 nghìn tỷ của HBC. Chúng tôi cho rằng CTD hoàn toàn có thể ký được nhiều hơn con số này nhưng với vị thế lớn của mình cùng việc thẩm định chủ đầu tư rất thận trọng, đảm bảo cho mức tăng trưởng doanh thu một cách an toàn.

Tổng giá trị hợp đồng ký mới (tỷ đồng)	32.538
Giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2015	15.100
Doanh thu năm 2016	20.782
Giá trị hợp đồng chuyển tiếp sang 2017 – 2018	26.855

- Việc thị trường BĐS có sự chuyển biến, đặc biệt là sự nổi lên của phân khúc bình dân – phân khúc an toàn và có nhu cầu thật, phù hợp với đại đa số người dân. Không nằm ngoài xu hướng này, CTD và Vingroup sẽ thực hiện một loạt dự án VinCity – dự án căn hộ bình dân (mức giá tầm 700 triệu đồng/căn 1 phòng ngủ). Điều này sẽ thúc đẩy mạnh doanh thu của CTD trong vòng 5 năm tới. Theo dự kiến, VinCity Gia Lâm và VinCity Quận 9 sẽ được khởi công sớm vào tháng 04/2017. **Chuỗi dự án rất lớn này sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu rất lớn cho CTD trong 5 năm tới.**

Dự án	Diện tích	Thời gian thực hiện dự kiến
Vincity Gia Lâm	127ha đất và 7.7 triệu m <sup>2</sup> sàn	Tháng 4/2017
Vincity Quận 9	300ha đất và 3.7 triệu m <sup>2</sup> sàn	Tháng 4/2017

Nguồn: CTD

- **Việc chuyển hướng sang các mảng kinh doanh khác trong chuỗi giá trị sẽ là bước đi đúng đắn để giảm thiểu rủi ro từ thị trường BĐS và đảm bảo mức tăng trưởng bền vững trong tương lai.** Ngoài việc đầu tư vào mảng hạ tầng thông qua FCC, CTD còn tiến hành mua lại một số dự án có suất sinh lợi tốt như Hồ Tràm Strip, Panorama,...
- **Biên lợi nhuận vẫn còn dư địa để gia tăng.** Có những yếu tố để CTD tiếp tục gia tăng biên lợi nhuận nhờ (1) gia tăng tỷ lệ các dự án D&B trong tổng doanh thu năm 2017, (2) chiến lược M&A một số công ty trong ngành vật liệu xây dựng có biên lợi nhuận cao để hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng.

Với những yếu tố vừa nêu trên, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của CTD năm 2017 sẽ đạt mức 26.958 tỷ đồng (+29,7% yoy) và 1.879 tỷ đồng (+32,1% yoy). Tương đương với mức EPS 2017F đạt 24.400 đồng/cp.

**Luận điểm đầu tư:** Với những luận điểm đó, chúng tôi đánh giá CTD đang có những bước chuyển mình vô cùng đúng đắn để hạn chế rủi ro và đảm bảo mức tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Chúng tôi vẫn đánh giá CTD vẫn sẽ giữ vững vị thế số một trong ngành của mình. Ở mức giá hiện tại, CTD đang giao dịch ở mức P/E 2017F là 8x, theo đó, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTD với mức giá mục tiêu 12 tháng là **240.000 đồng/cp**.

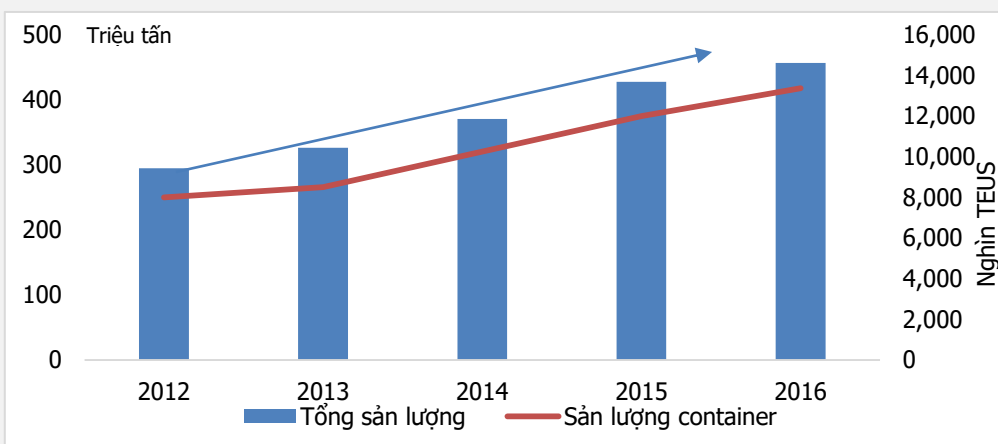
## NGÀNH CẢNG BIỂN

## Tiếp tục đà tăng trưởng

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Cảng biển</b>											
CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	VSC	MUA	2.605	57.000	78.400	35,2%	6.532	18,6%	10,5x	1,8x	6,8x
CTCP Gemadept	GMD	PHTT	6.415	37.000	33.000	-10,8%	2.816	18,6%	17,4x	1,3x	13,1x

Năm 2016, sản lượng bốc xếp thông qua các cảng biển của Việt Nam đạt 456 triệu tấn, tăng 7% yoy. Trong đó, mặt hàng container đạt 13,4 triệu TEUs, tăng 11% so với cùng kỳ. Như vậy, ngành cảng biển vẫn giữ được mức tăng trưởng cao, đặc biệt là mặt hàng container

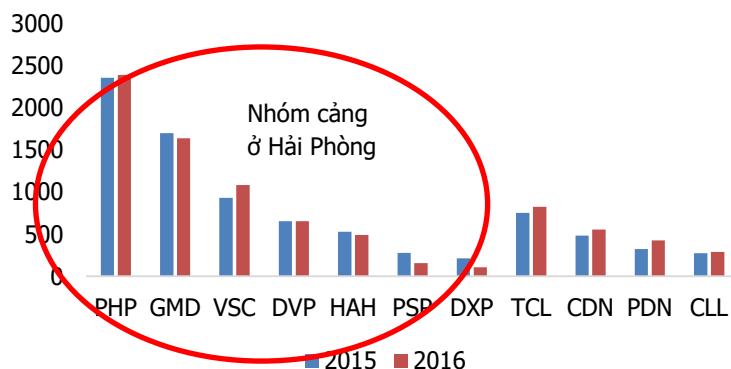
Biểu 01 – Sản lượng thông qua cảng biển Việt Nam 2012-2016



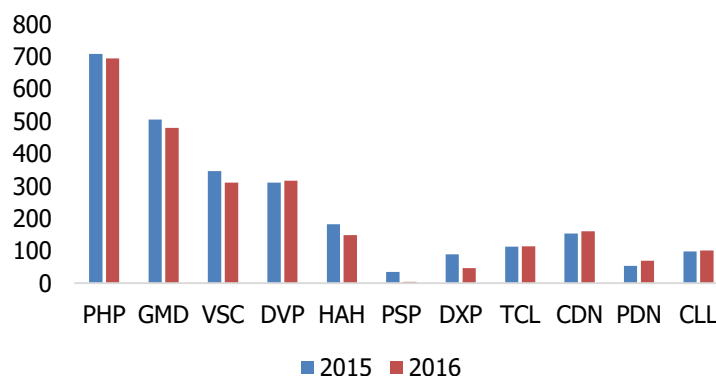
(Nguồn: MBS research)

Biểu 02 – Doanh thu và lợi nhuận các công ty cảng niêm yết

## Doanh thu



## Lợi nhuận trước thuế



(Nguồn: MBS research, Doanh thu của GMD chỉ tính doanh thu cảng biển)

### Mặc dù sản lượng tăng trưởng, tuy nhiên, kết quả kinh doanh của các công ty trong ngành cảng có sự phân hóa rõ rệt.

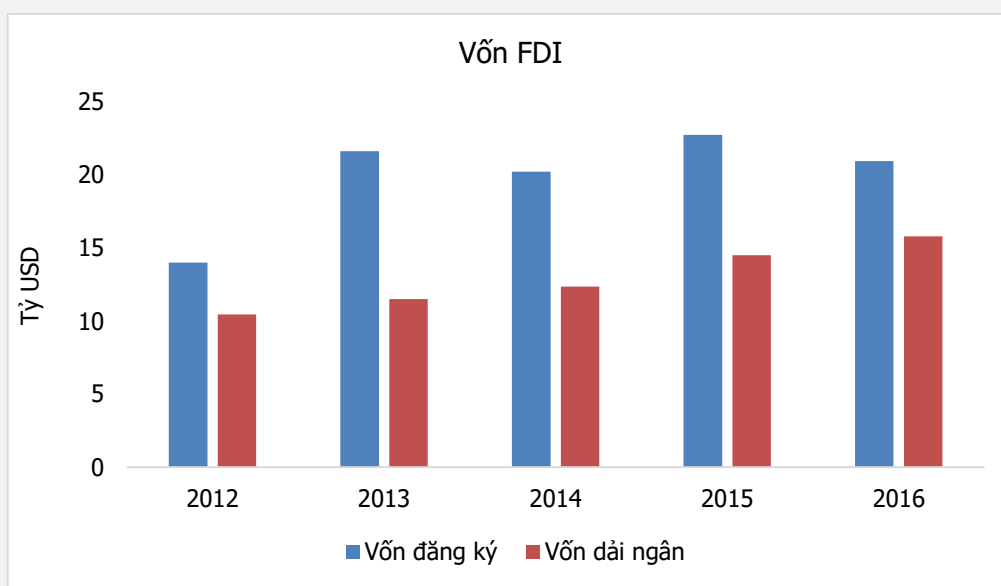
- Các công ty nhóm cảng phía Bắc khu vực Hải Phòng ngoại trừ VSC, đều có doanh thu sụt giảm so với năm 2015. Trong khi đó, lợi nhuận của nhóm cảng này đều không tăng so với năm 2015.

Điều này được lý giải bởi thứ nhất, năm 2015, các công ty cảng tại Hải Phòng đều có lợi nhuận đột biến từ hàng container lạnh. Tuy nhiên, năm nay hàng container lạnh giảm 50% chung ở khu vực do không còn hưởng lợi từ chính sách biên mậu của Trung Quốc khiến cho lợi nhuận của các công ty cảng sụt giảm. Thứ hai, cạnh tranh tăng cao hơn tại nhóm cảng này khi có thêm các cầu cảng mới đi vào hoạt động và sự phân hóa từ hoạt động xây dựng cầu Bạch Đằng khiến cho các cảng phải giảm giá để cạnh tranh.

- Các cảng ở miền Trung và miền Nam** đều có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tương ứng với mức tăng của sản lượng ngành.

Chúng tôi cho rằng, nhóm cảng Hải Phòng có sự sụt giảm trong năm 2016 về kết quả kinh doanh chỉ là tạm thời do yếu tố đột biến của năm 2015. Dự kiến vào năm 2017, nhóm cảng này sẽ vẫn tiếp tục tăng trưởng trở lại cùng với đà tăng trưởng của ngành. Dòng vốn FDI vào Việt Nam ổn định và các hiệp định FTA vẫn là các yếu tố vẫn cho thấy được ngành cảng biển vẫn sẽ tăng trưởng với tốc độ cao trong những năm tới.

**Biểu 03 – Dòng vốn FDI vào Việt Nam**



(Nguồn: GSO, MBS)

# CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC : HSX)

**Báo cáo cập nhật 15/03/2017**

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	78.400
Upside	35,2%
Dividend yield	3,4%

## Phí Quốc Thuế

Cảng biển, Dầu khí, VLXD  
 tuan.phiquoc@mbs.com.vn  
 0943069690

## VSC [MUA +38,6%]: Vip Green tạo đà tăng trưởng

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	928	1.082	1.288	1.480
LNST	277	262	321	425
LN CĐ Mẹ	279	251	298	378
Tăng trưởng LN		-10,0%	18,6%	26,9%
EPS (VND/cp)	6.743	5.516	6.532	8.291
BVPS (VND/cp)	30.488	29.602	36.508	42.799
PE	8,3	10,5	8,6	6,8
PB	1,8	1,8	1,5	1,3

Nguồn: MBS dự phóng

### Luận điểm đầu tư

**Chúng tôi khuyến nghị mua với cổ phiếu VSC của CTCP Viconship với mức giá mục tiêu 78.400 đồng, cao hơn 35,2% so với mức giá hiện tại:**

#### ▪ Kết quả kinh doanh năm 2016

**Biểu 01 – Kết quả kinh doanh 2016**

Đơn vị: Tỷ VND	2015	KH 2016	TH 2016	% KH	% Tăng trưởng
Doanh thu	927	1.015	1.082	6,6%	16,7%
LN Trước Thuế	346	262	311	18,7%	-10,1%
LN Sau Thuế	279	210	251	19,5%	-10,0%

(Nguồn: VSC, MBS)

Doanh thu 1,082 tỷ, tăng 18% so với cùng kỳ, vượt 7% so với kế hoạch. LNTT đạt 311 tỷ, tăng 18,7% so với kế hoạch, tuy nhiên giảm -10,1% so với cùng kỳ. Nguyên nhân sụt giảm lợi nhuận là do:

- Khấu hao tăng lên tại cảng mới Vip Green Port
- Chi phí lãi vay tăng lên
- Không còn được hưởng lợi từ chính sách biên mậu Trung Quốc nên sản lượng công lạnh giảm mạnh
- Cầu cảng thứ hai đi vào hoạt động chậm so với dự kiến,
- Giá cả bốc xếp giảm nhẹ do cạnh tranh tăng lên.

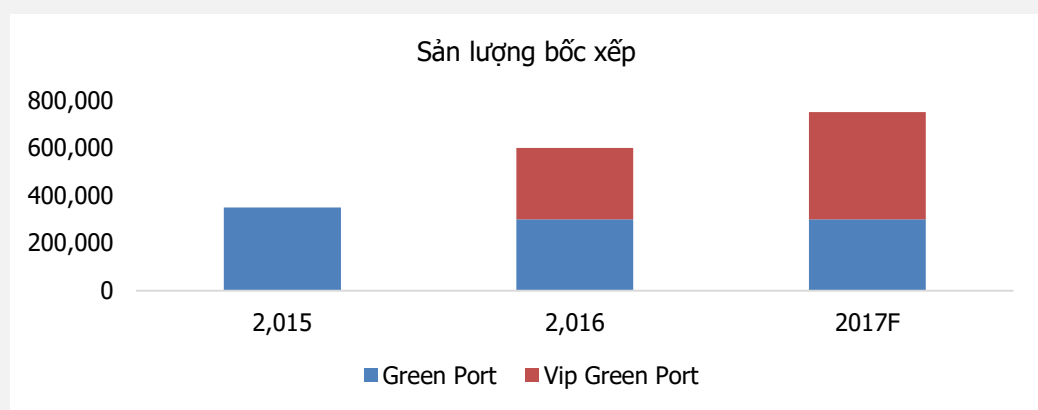
#### ▪ Sản lượng bốc xếp

Tổng sản lượng bốc xếp của cả hai cảng Green Port – Vip Green Port ước đạt 600.000 TEUs, tăng 71% yoy. Trong đó sản lượng từ Green Port giảm khoảng 15% do chuyển bớt hàng sang cảng mới Vip Green Port. Như vậy, cảng mới Vip Green Port mặc dù bốc xếp phần lớn một cầu cảng trong năm 2016 cũng đạt hiệu suất rất cao.

Tháng 11 /2016 vừa qua, cầu cảng thứ 2 đã chính thức hoàn thiện và đưa vào hoạt động. Với việc hoạt động cả hai cầu cảng trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của Vip Green Port có thể đạt 450.000 TEUs, tương đương 75% công suất thiết kế. Nhu cầu bốc xếp container qua khu vực Hải Phòng vẫn tăng trưởng đều 15-20% / năm trong những năm qua và vị trí tốt tại bán đảo Đình Vũ sẽ là yếu tố thuận lợi ủng hộ cho tăng trưởng của Vip Green Port.

VSC trong năm 2017 cũng đặt kế hoạch bốc xếp tổng cộng hai cảng Green Port và Vip Green Port là 760.000 TEUs, tăng 24,6% yoy.

**Biểu 02 – Sản lượng bốc xếp**



Nguồn: VSC, MBS Research

▪ **Dự phóng và Định giá**

Các giả định chính như sau

- Sản lượng container của GreenPort duy trì 300.000 TEUs trong khi cảng Vip-Green đạt 450.000 TEUS năm 2017
- Các mảng kinh doanh khác như Depot, CFS tăng trưởng 5% /năm
- Mức thuế suất của VGP là 0% trong 4 năm và 5% trong 10 năm tiếp theo (công ty được ưu đãi về thuế) và mức thuế thực cho các hoạt động khác của công ty trung bình là 20%
- Lãi suất vay là 8,0%.
- Tài sản được khấu hao theo phương pháp đường thẳng
- Tỷ lệ cổ tức duy trì ở mức 20%

**Biểu 03 – Dự phóng kết quả kinh doanh**

Đơn vị: tỷ VND	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.082</b>	<b>1.288</b>	<b>1.480</b>	<b>1.624</b>
Tăng trưởng	16,6%	17,3%	14,9%	9,7%
<b>EBIT</b>	<b>331</b>	<b>398</b>	<b>496</b>	<b>577</b>
Thu nhập tài chính	17	19	25	31
Chi phí tài chính	(44)	(55)	(46)	(36)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>305</b>	<b>362</b>	<b>475</b>	<b>572</b>
Lợi nhuận từ công ty LK	6	9	9	9
Lợi nhuận khác	1	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>311</b>	<b>371</b>	<b>484</b>	<b>581</b>
Thuế TNDN	(49)	(50)	(60)	(66)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>262</b>	<b>321</b>	<b>425</b>	<b>515</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	11	24	47	63
<b>Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>251</b>	<b>298</b>	<b>378</b>	<b>451</b>
EPS (VND)	5.516	6.532	8.291	9.910
BVPS (VND)	29.602	36.508	42.799	50.709
PE (Lần)	10,5	8,6	6,8	5,9
PB (Lần)	1,8	1,5	1,3	1,1

(Nguồn: MBS Research)

Chúng tôi sử dụng phương pháp PE để định giá cổ phiếu VSC. Hiện tại các công ty trong ngành đang được giao dịch với mức PE trung bình là 10,71 lần, trung vị 10,70 lần. Trong đó các công ty hàng đầu tại khu vực Hải Phòng như PHP, GMD đều có mức PE lần lượt là 16,3 lần và 13,6 lần. VSC với vị thế mới trong ngành và tiềm năng tăng trưởng cao, chúng tôi sử dụng mức PE là 12 lần đối với cổ phiếu VSC.

Với mức forward EPS năm 2017 là 6.532 VND, mức giá cổ phiếu VSC có thể đạt 78.400 VND/ cổ phiếu.

#### **Rủi ro đầu tư**

- **Rủi ro chính trị từ Trung Quốc**

Trung Quốc hiện tại là bạn hàng lớn nhất của Việt Nam. Các cảng trong khu vực Hải Phòng nói chung và VSC nói riêng đều hưởng lợi trực tiếp từ giao thương với Trung Quốc. Trong trường hợp có xảy ra tranh chấp chính trị, sản lượng hàng qua cảng VSC có thể bị ảnh hưởng trong ngắn hạn.



# CTCP Gemadept (GMD : HSX)

## Báo cáo cập nhật 15/03/2017

Khuyến nghị	<b>PHTT</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	33.000
Upside	-10,8%
Dividend yield	5,3%

### Phí Quốc Tuấn

Cảng biển, Dầu khí, VLXD  
 tuan.phiquoc@mbs.com.vn  
 0943069690

## GMD [PHTT -5,5%]: Rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đvt: Tỷ VND	2015	2016F	2017F
Doanh thu	3.582	3.750	4.123
LNST	460	439	581
LN CĐ Mẹ	401	382	505
Tăng trưởng LN		-10,0%	18,6%
EPS (VND/cp)	3.356	2.217	2.816
BVPS (VND/cp)	41.796	28.888	31.704
PE		17,4	13,1
PB		1,3	1,2

Nguồn: MBS dự phóng

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ** với cổ phiếu GMD của CTCP GMD với mức giá mục tiêu **33.000 đồng**, thấp hơn **-10,8%** so với mức giá hiện tại. Trong trường hợp GMD thoái vốn khỏi GMD Tower, chúng tôi nâng giá mục tiêu lên **37.500 VND/ cổ phiếu**, do kỳ vọng LNTT tăng thêm **100 tỷ VND**.

#### ▪ Kết quả kinh doanh năm 2016

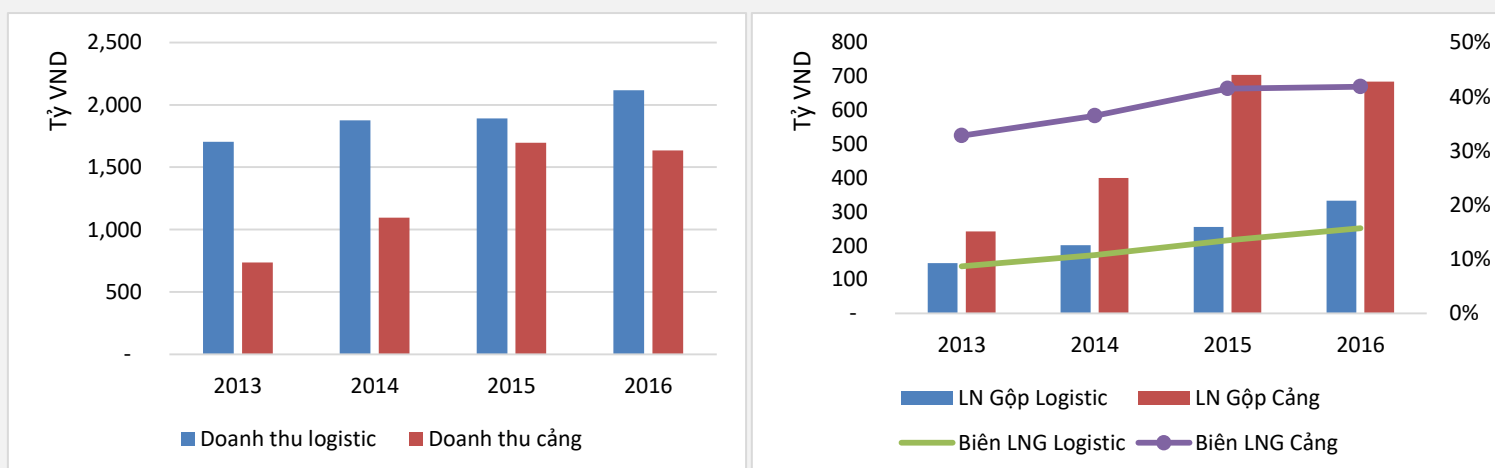
Doanh thu thuần đạt 3722 tỷ tăng 3,9% yoy, LNST đạt 378,2 tỷ, giảm -4,9% yoy.

Hoạt động cảng biển: Tổng sản lượng container qua các cảng của GMD đạt 1.275.000 Teus, tăng 6% yoy trong đó cảng NHDV tăng 14%. Đến nay, NHDV đã hoạt động được 80% công suất thiết kế của cảng. Mặc dù sản lượng tăng, doanh thu sụt giảm nhẹ -4% do hàng công lạnh năm nay giảm mạnh (có lợi nhuận cao) khiến cho giá trung bình giảm.

Trong năm, GMD tiếp tục mở rộng hệ thống cảng phía Bắc với dự án cảng Nam Đình Vũ. Cảng có quy mô 65 ha, với 7 bến cảng, tổng mức đầu tư 6.000 tỷ. Giai đoạn 1 sẽ được khẩn trương hoàn thành trong năm 2017 với bến cảng quy mô 20ha, 02 cầu tàu và vốn đầu tư ước tính gần 1.700 tỷ đồng.

Hoạt động logistics: Có sự tăng trưởng cả về doanh thu và biên lợi nhuận do trung tâm phân phối 3 đi vào hoạt động từ cuối năm 2015. Doanh thu hoạt động logistic đạt 2117 tỷ, tăng 12%. Biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện từ 13,5% lên 15,7%

**Biểu 01 – Kết quả kinh doanh của GMD**



▪ **Lợi nhuận công ty liên kết tăng trưởng**

Lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên kết đạt 51 tỷ, tăng 38% yoy. Đóng góp chính cho phần lợi nhuận này là từ công ty cổ phần dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (SCSC). SCSC là công ty chuyên bốc xếp hàng hóa tại cảng hàng không Tân Sơn Nhất. Hiện tại GMD đang sở hữu 29,82% của SCSC. Năm 2016, SCSC đạt LNTT 275 tỷ tăng 56% yoy

▪ **Lỗ từ hoạt động khác khiến LNTT sụt giảm**

Trong năm 2016, mặc dù lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh vẫn tăng trưởng. Tuy nhiên, GMD ghi nhận khoản lỗ từ hoạt động khác -94 tỷ khiến cho LNTT sụt giảm -4.3% xuống còn 479 tỷ

▪ **Thoái 15% vốn còn lại tại GMD Tower**

Dự kiến trong năm 2017, GMD có thể thoái nốt 15% phần vốn còn lại trong Gemadept Tower, dự kiến có thể đem lại cho GMD khoảng 100 tỷ lợi nhuận sau thuế.

Trước đây, vào năm 2014, GMD đã bán 85% cổ phần tại GMD Tower cho CJ Group giúp cho GMD ghi nhận lợi nhuận 617 tỷ LNTT cho thương vụ này.

**Rủi ro từ việc pha loãng trái phiếu chuyển đổi là lớn**

Hiện tại, GMD bị rủi ro trái phiếu chuyển đổi là rất lớn. GMD phát hành 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi cho VI Fund II vào ngày 15/08/2012 với kỳ hạn 5 năm, lãi suất cố định 6%. VI Fund có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu vào bất kỳ ngày nào trước khi đáo hạn với giá chuyển đổi chỉ khoảng 12.000 -13.000 VNĐ/cổ phiếu. Nếu bị chuyển đổi, lượng trái phiếu sẽ tương đương với khoảng 35% tổng số cổ phiếu của GMD – một tỷ lệ pha loãng lớn.

Hiện tại, VI Fund vẫn chưa có động thái gì, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong Quý II, VI Fund sẽ thực hiện chuyển đổi trước khi đáo hạn.

▪ **Dự phóng và Định giá**

Các giả định chính:

- Tổng sản lượng hàng container qua các cảng đạt 1.400.000 TEUs trong đó cảng Nam Hải Đình Vũ đạt 600.000 TEUs, tăng 15% yoy.
- Doanh thu mảng Logistic tăng 9% nhờ trung tâm phân phối Hậu Giang đi vào hoạt động
- Biên lợi nhuận Logistic giữ ở mức 15,5% trong khi biên lợi nhuận mảng cảng biển là 41,8%.
- Lợi nhuận khác là 0 tỷ. Không còn mức lỗ đột biến như năm 2016.
- Đóng góp từ công ty liên kết tăng thêm 20% đến từ việc tăng trưởng tiếp tục của SCSC.
- GMD chưa chuyển nhượng 15% còn lại tại GMD Tower.

**Biểu 02 – Dự phóng kết quả kinh doanh 2017**

Đơn vị: Tỷ VND	2016	2017F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.752</b>	<b>4.123</b>
Logistic	2.118	2.308
Cảng Biển	1.635	1.814
<b>Lợi nhuận Gộp</b>	<b>1.016</b>	<b>1.111</b>
Logistic	332	358
Cảng Biển	684	753
<b>EBIT</b>	<b>647</b>	<b>719</b>
LNTT	480	660
LNST	439	581
<b>LN cổ đông mẹ</b>	<b>382</b>	<b>505</b>
<b>EPS</b>	<b>2.127</b>	<b>2.816</b>
<b>PE</b>	17,4	13,1

(Nguồn: GMD, MBS Research)

Với các giả định trên, chúng tôi dự phóng Lợi nhuận sau thuế của GMD đạt 581 tỷ, tăng 32.3% yoy. EPS forward 2017 sẽ là 2.816 VND. PE forward là 13.1 lần

Trong trường hợp VI chuyển đổi 40 triệu usd trái phiếu, chúng tôi ước tính LNTT và LNST của GMD sẽ tăng lên lần lượt là 730 tỷ và 642 tỷ. Ước tính Diluted EPS sau khi chuyển đổi là 2.307 VND/ cổ phiếu. Forward PE sẽ là 16 lần, tương đối cao so với các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, lịch sử sổ cổ phiếu GMD được giao dịch với mức PE trung bình là 14.3 lần. Với các giả định trên, chúng tôi định giá GMD ở mức 33.000 VND/ cổ phiếu, thấp hơn -10.8% so với giá hiện tại. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu GMD.

Trong trường hợp GMD bán 15% còn lại của GMD Tower trong năm nay, chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 37.500 VND/ cổ phiếu, tương đương với giá hiện tại do kỳ vọng lợi nhuận trước thuế tăng thêm 100 tỷ VND.

**Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu GMD.**

#### Rủi ro đầu tư

- **Rủi ro chính trị từ Trung Quốc**

Trung Quốc hiện tại là bạn hàng lớn nhất của Việt Nam. Các cảng trong khu vực Hải Phòng nói chung và GMD nói riêng đều hưởng lợi trực tiếp từ giao thương với Trung Quốc. Trong trường hợp có xảy ra tranh chấp chính trị, sản lượng hàng qua cảng GMD có thể bị ảnh hưởng trong ngắn hạn.

- **Rủi ro trái phiếu chuyển đổi**

Như đã nói ở trên, năm nay, GMD sẽ phải đối mặt với rủi ro bị pha loãng khi 40 triệu USD trái phiếu của VI Fund II chuyển đổi.

## NGÀNH THÉP

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ v vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Điện</b>											
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG	PHTT	35.269	42.000	44.000	4,7%	7.129	-9%	5,4x	1,8x	5,9x
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG	PHTT	9.296	46.300	51.460	11%	7.917	3,6%	6,3x	2,3x	6,1x
CTCP Thép Nam Kim	NKG	PHTT	2.410	36.500			6.179	-21%	4,7x	1,6x	6,0x

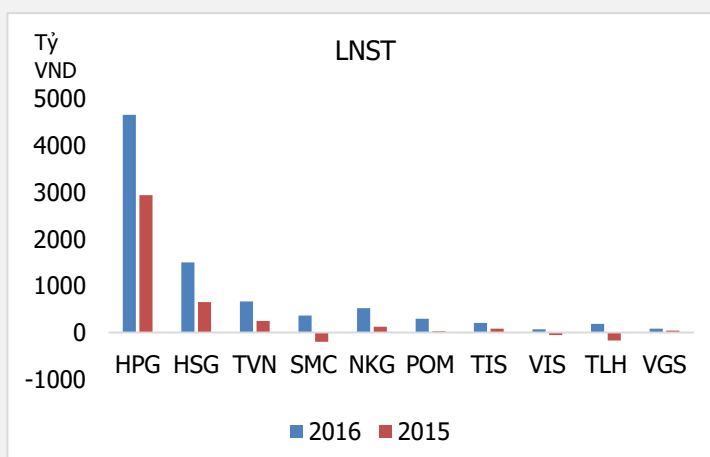
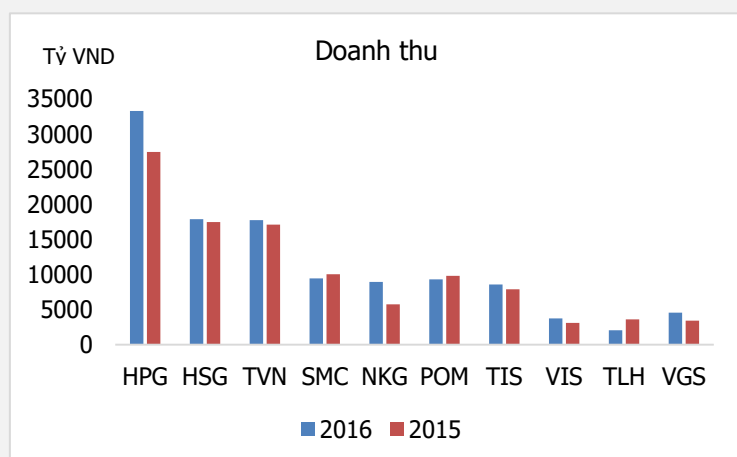
Năm 2016 là một năm thành công với các công ty trong ngành thép từ các công ty sản xuất thép xây dựng, ống thép, tôn mạ đến các công ty thương mại. Kết quả kinh doanh và giá cổ phiếu các công ty đều có mức tăng vọt

Biểu 01 – Diễn biến giá cổ phiếu ngành thép trong 2 năm qua



(Nguồn: Bloomberg)

Biểu 02 – Doanh thu và lợi nhuận các công ty thép trong năm 2015- 2016



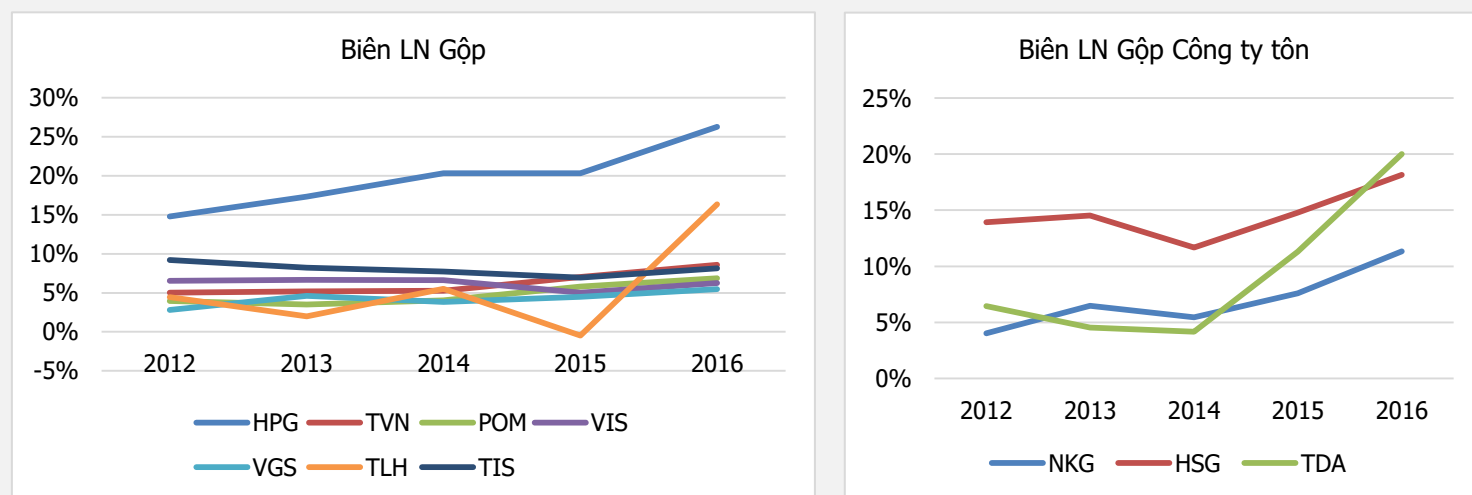
(Nguồn: MBS research)

Mặc dù phần lớn doanh thu của các công ty đều không tăng mạnh, tuy nhiên, Lợi nhuận sau thuế lại tăng vọt.

Nguyên nhân là do:

- Tồn kho nguyên vật liệu giá rẻ giúp cho biên lợi nhuận tăng mạnh
- Thuế chống bán phá giá thép giúp giảm áp lực cạnh tranh trong nước, giúp giá thép hồi phục trở lại.
- Nhu cầu tiêu thụ trong nước và xuất khẩu tăng lên do hưởng lợi từ thị trường bất động sản

**Biểu 03 – Biên lợi nhuận gộp các công ty ngành thép**



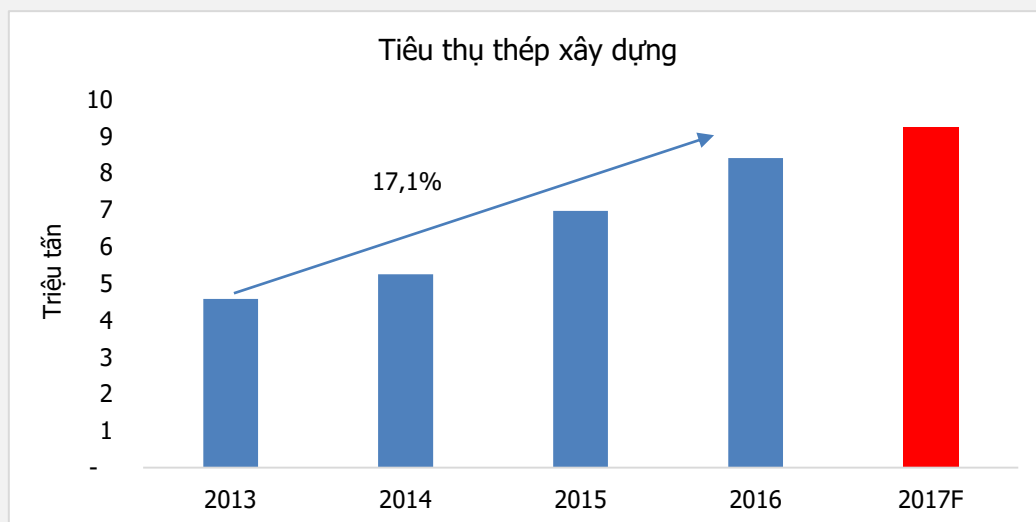
Nguồn: MBS Research tổng hợp

### Năm 2017 có phải là 1 năm thuận lợi tiếp theo đối với ngành thép?

**Thép xây dựng trong năm 2016 tiêu thụ tăng trưởng 21% so với năm 2015.** Tính chung giai đoạn 2012- 2016, thép xây dựng trong nước đã tăng trưởng với cagr là 17,1%.

**Dự kiến trong năm 2017, với tình hình thị trường bất động sản tiếp tục ủng hộ, ngành thép sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ bình quân 10%-15%.**

**Biểu 04 – Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng**

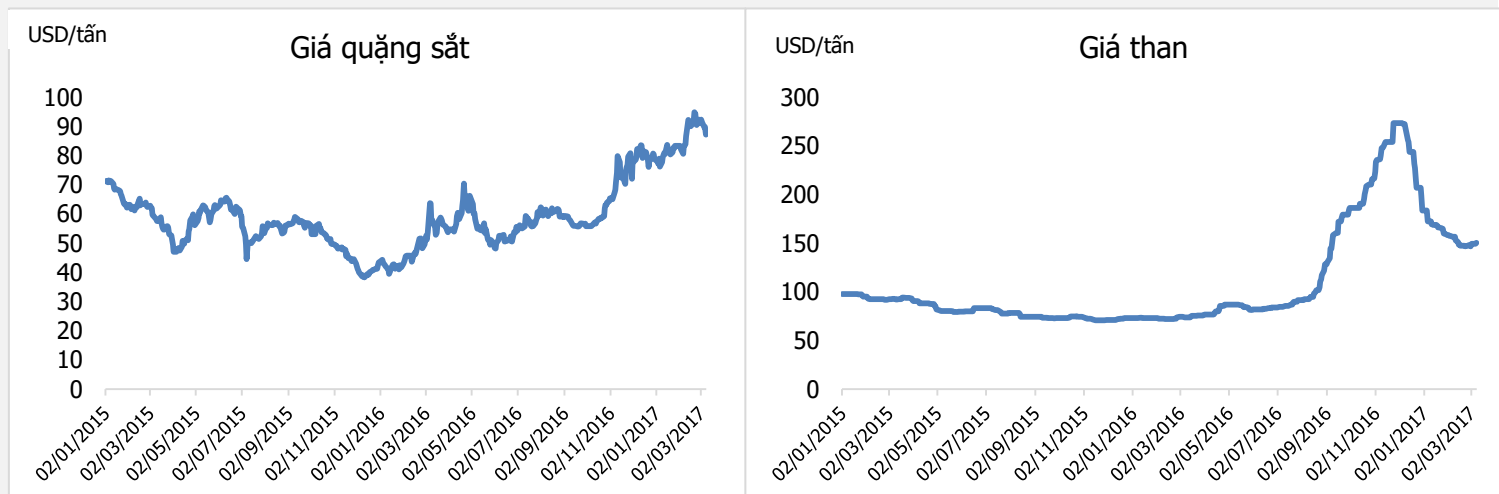


(Nguồn: VSA, MBS Research)

**Tuy nhiên, giá nguyên vật liệu đang ở mức cao so với năm 2016. Lợi thế nguyên vật liệu giá rẻ sẽ không còn.**

- Giá nguyên vật liệu quặng sắt đã tăng mạnh lên mức 90\$/tấn so với mức 40\$ /tấn đầu năm 2016.
- Giá than luyện cốc tăng mạnh gấp 3 lần trong đầu năm 2017 và sau đó giảm, tuy nhiên vẫn ở mức cao so với hồi đầu năm 2016.

**Biểu 05 – Giá Nguyên Vật liệu tăng cao**

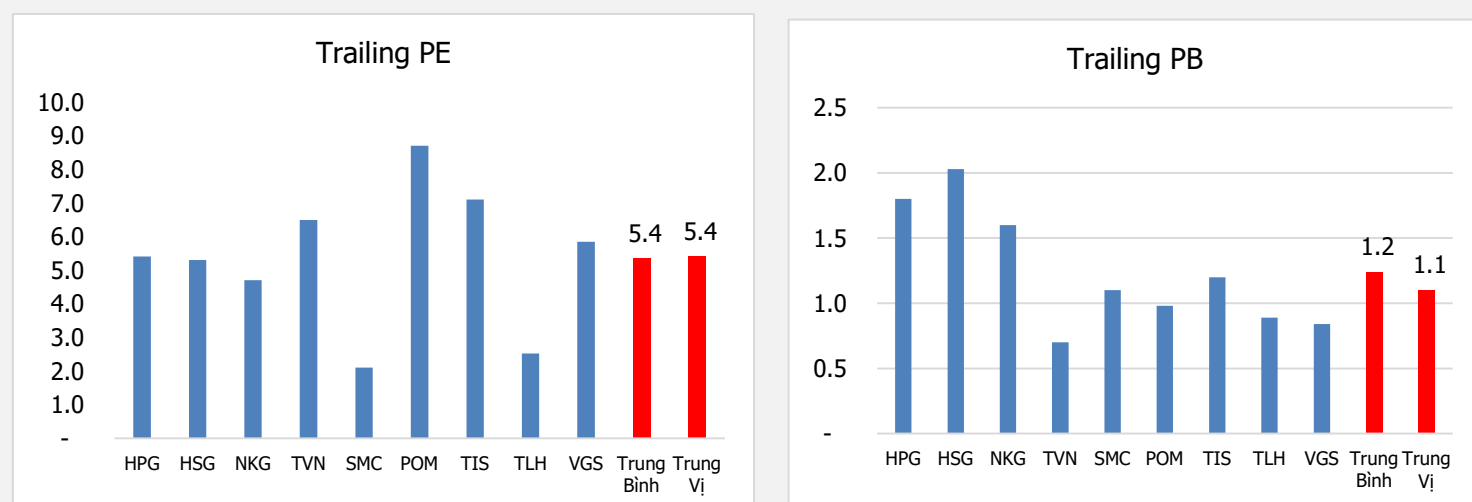


(Nguồn: MBS Research tổng hợp)

**Chỉ số định giá PE và PB còn thấp là một yếu tố hấp dẫn đối với ngành thép?**

Các công ty trong ngành thép đang có mức định giá PE khá thấp, chỉ 5,4 lần so với mức 15 lần của VNIndex. Mức PB trung bình hiện tại cũng chỉ 1,2 lần

**Biểu 06 – Chỉ số PE và PB của các công ty trong ngành**



(Nguồn: MBS Research)

# CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG : HSX)

## Báo cáo cập nhật 15/03/2017

Khuyến nghị	PHTT
Giá hiện tại	42.000
Giá mục tiêu	44.000
12 tháng (VND)	
Upside	4,7%
Dividend yield	2,5%

## Phí Quốc Tuân

Cảng biển, Dầu khí, VLXD  
tuan.phiquoc@mbs.com.vn  
0943069690

## HPG [PHTT +4,7%]: Năm của xây dựng đầu tư

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

	2015	2016F	2017F
Doanh thu	27.452	33.283	40.277
LNST	3.485	6.606	6.009
Tăng trưởng LN		89.5%	-9.0%
EPS (VND/cp)	4.755	7.833	7.129
BVPS (VND/cp)	19.583	23.330	30.459
PE		5,4	5,9
PB		1,8	1,4

Nguồn: MBS dự phóng (chỉ tiêu EPS, BVPS dự trên vốn hiện tại)

### Luận điểm đầu tư

**Chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** với cổ phiếu HPG của CTCP Tập Đoàn Hòa Phát với mức giá mục tiêu 44.000 đồng, cao hơn 4,7% so với mức giá hiện tại:

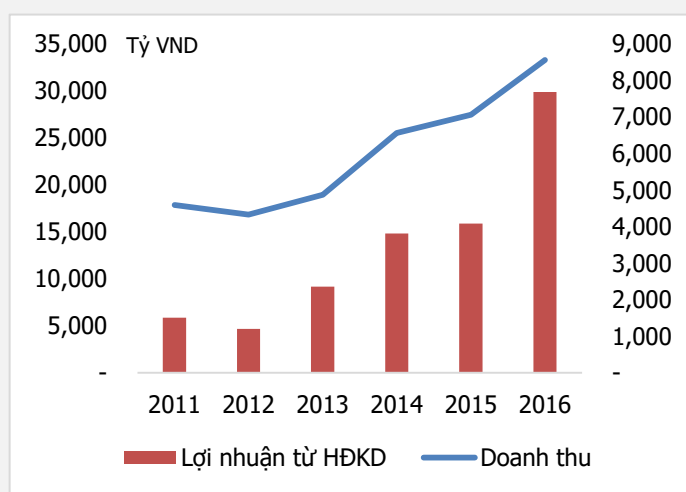
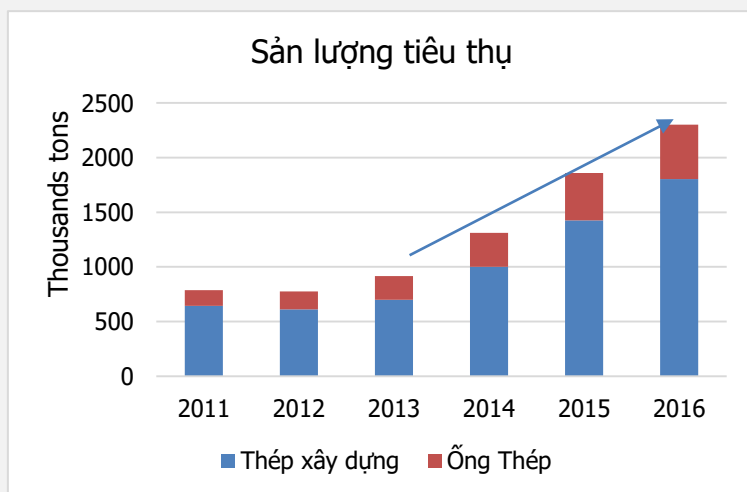
#### ▪ Kết quả kinh doanh năm 2016

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 1,8 triệu tấn, tăng 26,5% yoy. Doanh thu của Hòa Phát đạt 33.283 tỷ VND, tăng % yoy, LNST đạt 6.601 tỷ VND, tăng % yoy

Hòa phát vẫn giữ được thị phần số 1 ở mảng thép xây dựng và thép ống với lần lượt 22,2% và 26% thị phần.

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của HPG tăng trưởng % yoy. Mức lợi nhuận này đạt được nhờ yếu tố tích trữ nguyên vật liệu giá rẻ và giá thép tăng trở lại do thuế chống bán phá giá

**Biểu 01 – Sản lượng tiêu thụ và KQKD của HPG**

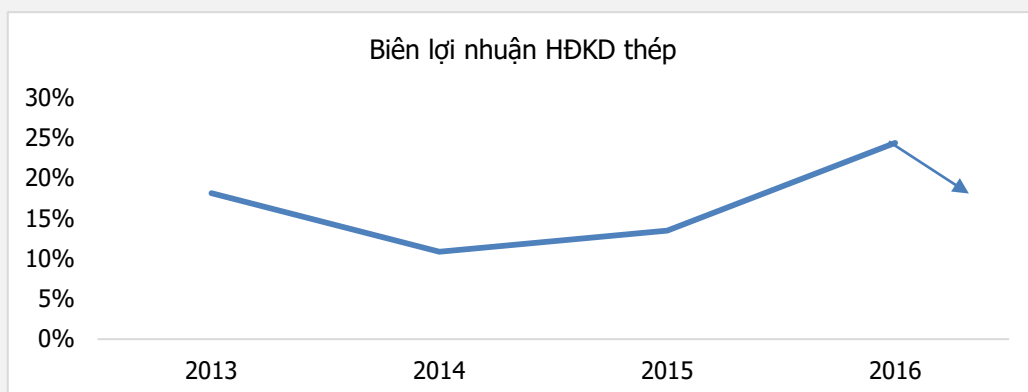


#### ▪ NVL tăng sẽ khiến năm 2017 khó khăn hơn

Giá quặng sắt đã tăng lên mức 90\$/ton. Giá than sản xuất than Coke cũng tăng mạnh lên mức 300\$/tons trước khi quay về mức 150\$/tấn, đây vẫn là mức cao so với năm 2016.

Chúng tôi cho rằng HPG sẽ khó giữ được mức biên lợi nhuận ở mảng kinh doanh thép như năm 2016. Vì vậy, việc tăng trưởng lợi nhuận sẽ khó khăn hơn.



**Biểu 02 – Biên lợi nhuận HĐKD thép**

(Nguồn: MBS Research)

▪ **Kế hoạch kinh doanh 2017.**

Năm 2017, HPG đặt kế hoạch kinh doanh 40.000 tỷ doanh thu và 6.000 tỷ LNST

Vốn điều lệ dự kiến: 15.170 tỷ VND, EPS 3.953 VND/cổ phiếu

▪ **Dự án Tôn Mạ màu 400.000 tấn:**

HPG đang triển khai dự án sản xuất tôn mạ 400.000 tấn, tổng mức đầu tư 4000 tỷ trong đó 2000 tỷ là vốn cố định. Dự kiến đến cuối năm 2017, giai đoạn 1 với công suất 200.000 tấn sẽ hoàn thành. Tuy nhiên đến cuối năm 2016, dự án mới dài ngân được 15 tỷ. Dự kiến năm 2017, dự án sẽ được tập trung xây dựng.

▪ **Dự án Nông Nghiệp**

Nhà máy TACN tại Đồng Nai công suất 300.000 tấn sẽ hoạt động trong tháng tới. HPG tiếp tục xây dựng thêm 1 nhà máy tại Phú Thọ công suất thêm 300.000 tấn. Như vậy, tổng công suất TẮCN của Hòa Phát tăng lên 900.000 tấn. Ngoài ra, HPG đã xây dựng được 2 trại lợn và 2 trại bò

Hòa Phát cũng đã thành lập CTCP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát với vốn điều lệ 3,100 tỷ đồng, là công ty quản lý vốn, chi phối và quản lý các dự án đầu tư, kinh doanh của các công ty thành viên trong nhóm nông nghiệp.

Công ty đặt mục tiêu thâm nhập trong lĩnh vực nông nghiệp, vì vậy chưa đặt nặng vấn đề lợi nhuận.

▪ **Dự án Bất Động Sản**

HPG đang tiến hành dự án Mandarin garden 2 với tổng mức đầu tư 1400 tỷ với tiến độ bán hàng khá tốt. Dự kiến lợi nhuận của dự án sẽ được ghi nhận vào năm 2018. Ước tính dự án có thể đem lại cho HPG khoảng 300-400 tỷ LNNTT.

Ngoài ra, HPG sẽ triển khai các dự án mới như dự án KCN Yên Mỹ (230 ha), dự án Bắc Phố Nối A (260 ha).

▪ **Dự án KLH Hòa Phát Dung Quất**

Tổng công suất 4 triệu tấn trong đó

- Giai đoạn 1: 2 triệu tấn thép dài trong đó thép thanh vằn 1 triệu tấn và thép cuộn chất lượng cao 1 triệu tấn.
- Giai đoạn 2: 2 triệu thép cán nóng HRC.

Dự kiến dự án sẽ hoàn thành vào cuối năm 2019.

Chúng tôi đánh giá việc xây dựng mới là hợp lý đối với Hòa Phát khi mà các nhà máy thép xây dựng hiện tại của Hòa Phát sẽ đạt tối đa công suất trong năm 2017. Nhà máy mới sẽ giải quyết

vấn đề tăng trưởng trong mảng thép xây dựng. Còn ở giai đoạn 2, HPG sẽ tiếp cận với sản phẩm tiềm năng khi mà hiện tại trong nước chưa sản xuất được.

#### Nhu cầu vốn của dự án là rất lớn :

- Tổng dự án cần 52,000 tỷ vốn, trong đó Vốn cố định 40,000 tỷ, Vốn lưu động 12,000 tỷ, Trong số, mỗi giai đoạn vốn cố định: tự có 20,000 tỷ, vốn vay 20,000 tỷ
- Giai đoạn 1: 20.000 tỷ, HPG đã chuẩn bị đủ vốn cho giai đoạn 1 với 10.000 tỷ vốn tự có và 10.000 tỷ vốn vay từ Viettin bank
- Giai đoạn 2: 20.000 tỷ. HPG dự kiến vay thêm 10.000 tỷ từ ngân hàng khác. Vốn đối tượng của Hòa Phát sẽ lấy từ 4.000 tỷ phát hành thêm và lợi nhuận sau thuế của năm 2017.

Đây là cái dự án dài hơi của Hòa Phát, với tiềm năng và mức độ rủi ro cao.

#### Cổ tức và tăng vốn năm 2017:

Năm 2016: HPG sẽ chia cổ tức bằng cổ phiếu 50%. Công ty không chia cổ tức bằng tiền để tập trung đầu tư dự án Dung Quất

Dự án phát hành thêm 250 triệu cổ phiếu (Tỷ lệ 5:1) cho cổ đông hiện hữu. Dự kiến thu về 4000 tỷ để sử dụng cho giai đoạn 2 của dự án thép Hòa Phát Dung Quất.

#### ▪ Dự phóng và định giá

Nhìn chung năm 2017, các dự án mới của Hòa Phát vẫn sẽ tập trung vào giai đoạn xây dựng cơ bản. Vì vậy, đóng góp chính vào lợi nhuận của Hòa Phát vẫn là các mảng kinh doanh cũ.

- Thép xây dựng tăng trưởng 12%, đạt 2 triệu tấn khi mà khu liên hợp 3 chạy full công suất 12 tháng (thay vì 9 tháng như năm 2016). Màng ống thép dự kiến tăng trưởng 20%, đạt 600.000 tấn.
- Lợi nhuận gộp mảng kinh doanh thép sẽ sụt giảm khi mà giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh. Chúng tôi ước tính biên LN của hđkd thép sẽ giảm xuống 19% từ mức 24% hiện tại.
- Màng nông nghiệp tăng trưởng 25% doanh thu trong khi các mảng khác tăng trưởng nhẹ 5-10%.

Với giả định như trên, chúng tôi dự phóng HPG có thể đạt 40.277 tỷ VND doanh thu, tăng 21% so với năm 2016, LNST đạt 6.009 tỷ VND, tăng nhẹ so với kế hoạch năm 2017. Lợi nhuận tương ứng với EPS trên vốn hiện tại là 7.129 VND / cổ phiếu tương đương forward PE 5.9 lần, tương đối rẻ.

**Biểu 03 – Dự phóng kết quả kinh doanh 2017**

Đơn vị: Tỷ VND	2015A	2016A	2017F
<b>Doanh thu</b>	27.452	33.283	40.277
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	4.085	7.685	7.511
<b>LNST</b>	3.485	6.606	6.009
<b>EPS (VND)</b>	4.755	7.833	7.129
<b>PE (Lần)</b>		5,4	5,9

(Nguồn: MBS Research)

Tuy nhiên, với kế hoạch chia 50% cổ tức cổ phiếu và phát hành thêm 250 triệu cổ phiếu sẽ làm pha loãng EPS trong năm 2017.

Vốn điều lệ dự kiến của HPG sẽ là 15.170 tỷ VND. EPS pha loãng sẽ là 3.960 VND / cổ phiếu.

Với giả định giá phát hành từ 10.000-15.000 cho cổ đông hiện hữu. giá cổ phiếu 42.000 VND như hiện tại sẽ điều chỉnh về mức khoảng 26.000 VND/ cổ phiếu. Như vậy, mức PE forward tương ứng với HPG sẽ là 6.5 lần.

Trung bình, HPG giao dịch ở mức PE là 7.0 lần Các cổ phiếu ngành thép hiện tại cũng có mức giao dịch PE khá thấp.

Sử dụng mức PE 6.8 lần, và mức EPS sau pha loãng là 3.960 VND, chúng tôi định giá cổ phiếu HPG cho năm 2017 là 26.900 VND / cổ phiếu (Dựa trên Vốn mới). Mức giá này tương ứng với giá cổ phiếu HPG là 44.000 VND trước khi chia thưởng và phát hành.

**Rủi ro đầu tư**

- **Rủi ro từ thị trường Bất Động Sản. xây dựng**

Trong những năm tới, khi thị trường bất động sản xây dựng kém sôi động hơn, đây sẽ là rủi ro lớn đối với Hòa Phát khi mà thị trường không đủ hấp thụ sản lượng từ nhà máy mới trong khi HPG đã dành gần như toàn bộ nguồn lực hiện tại của mình để đầu tư.

# CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG : HSX)

## Báo cáo cập nhật 15/03/2017

Khuyến nghị	PHTT
Giá hiện tại	46.300
Giá mục tiêu	51.460
12 tháng (VND)	
Upside	11,0%
Dividend yield	2,0%

## Phí Quốc Tuân

Cảng biển, Dầu khí, VLXD  
 tuan.phiquoc@mbs.com.vn  
 0943069690

## HSG [PHTT +11%]: Lợi nhuận khó tăng mạnh

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

	NTC 14-15	NTC 15-16	NTC 16-17
Doanh thu	17.447	17.893	22.950
LNST	653	1.501	1.556
Tăng trưởng LN		129.9%	3.6%
EPS (VND/cp)	6.478	7.639	7.917
BVPS (VND/cp)	28.879	20.981	27.898
PE		6.3	6.1
PB		2.3	1.7

Nguồn: MBS dự phóng

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** với cổ phiếu HSG của CTCP Tập Đoàn Hoa Sen với mức giá mục tiêu 51.460 đồng, cao hơn 11.0% so với mức giá hiện tại. Mức giá mục tiêu tương đương với Forward PE 2017 là 6.5 lần:

#### ▪ Kết quả kinh doanh năm tài chính 2015- 2016

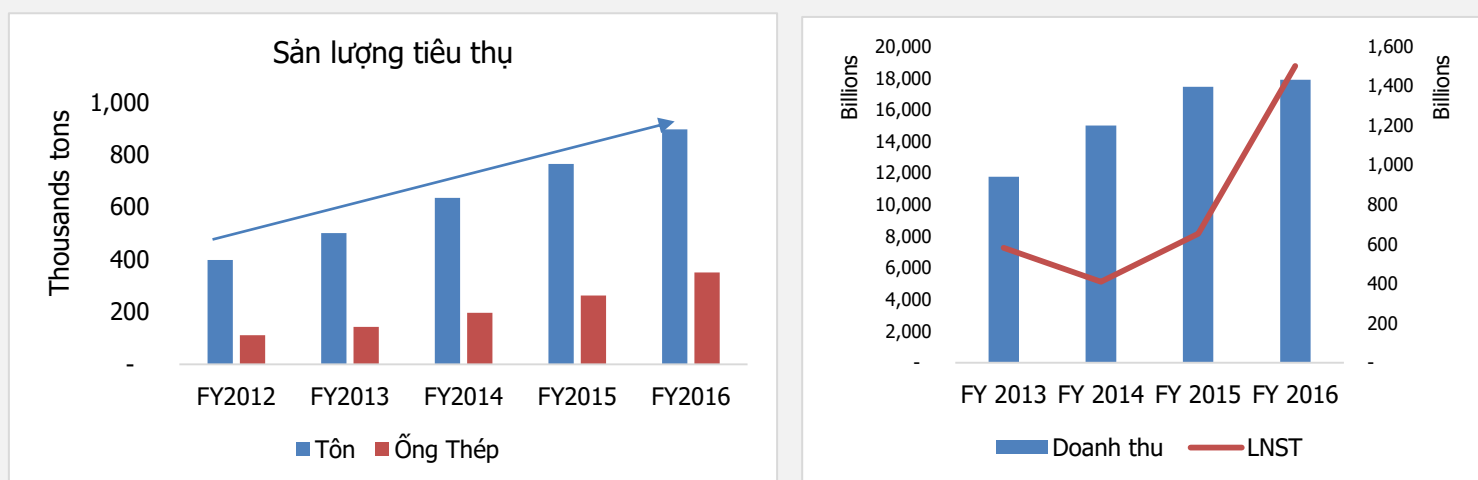
Doanh thu NTC 2015-2016 đạt 17.892 tỷ VND, tăng 3.1% yoy.

Trong năm tài chính vừa qua, HSG tiêu thụ 1.24 tấn thành phẩm tăng 21.7% yoy. Trong đó tôn mạ đạt 864.680 tấn, tăng 15.9% yoy. ống thép đạt 347.000 tấn, tăng 37% yoy. Hoa sen vẫn giữ vững vị trí số 1 trong mảng tôn với 33.1% thị phần và vị trí số 2 mảng ống thép với 20.3% thị phần. Thị trường xuất khẩu trong năm cũng tăng trưởng mạnh, đặc biệt là thị trường Mỹ.

LNST của HSG trong năm tài chính 2015-2016 đạt 1.501 tỷ VND, tăng 129.9% yoy. LNST tăng mạnh là do biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh từ 14.8% lên 23.4%. Nguyên nhân cải thiện là do công ty đã mua được nguyên vật liệu HRC giá rẻ từ đầu năm trong khi giá bán đầu ra được cải thiện do giá HRC tăng trong năm.

Ngoài ra, lỗ tài chính giảm cũng giúp gia tăng LNST của HSG. Năm tài chính 2015-2016, chi phí tài chính là 273 tỷ, giảm mạnh so với mức 424 tỷ của năm ngoái trong đó phần lớn đóng góp từ giảm lỗ tỷ giá.

**Biểu 01 – Sản lượng tiêu thụ và KQKD của HSG**



### ▪ Kế hoạch kinh doanh năm tài chính 2016 - 2017

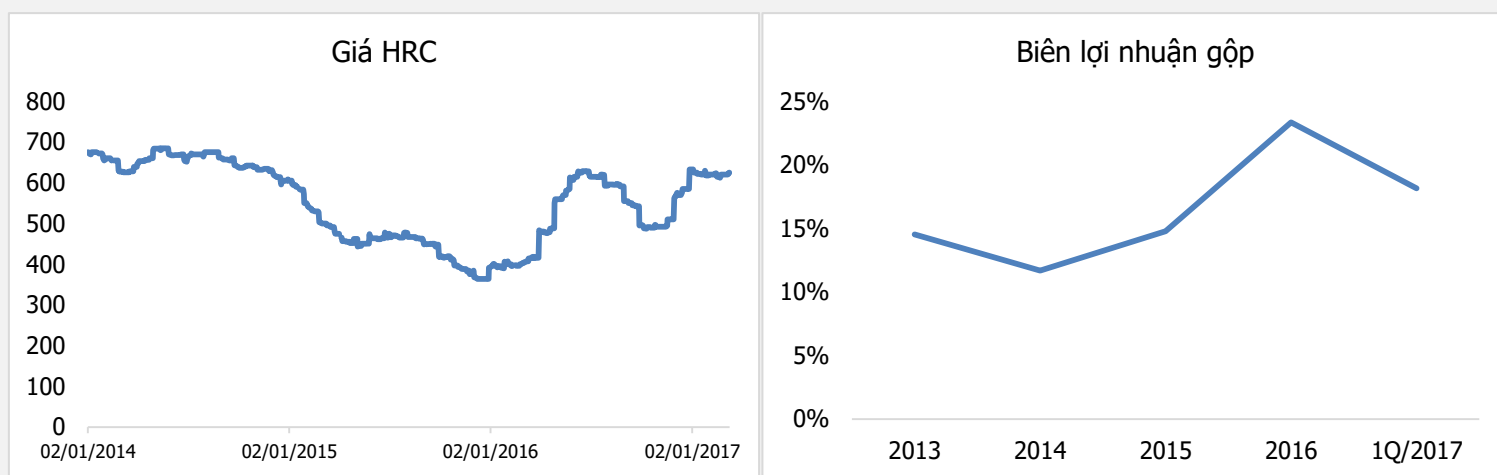
Năm tài chính 2016-2017. HSG đặt kế hoạch tiêu thụ 1.486.000 tấn thành phẩm, tăng 20% yoy. Doanh thu 23.000 tỷ, 29% yoy. Tuy nhiên, LNST 1.650, tăng 10% so với năm 2016 với giá định thép HRC ở mức 400 USD/tấn.

HPG cũng thông qua chi trả cổ tức bằng tiền 10% cuối tháng 2 vừa rồi. Dự kiến sẽ chia cổ tức bằng cổ phiếu 75% nữa trong năm tài chính 2016 – 2017. HSG cũng đề xuất phát hành 3.5 triệu cổ phiếu ESOP giá 10.000, hạn chế chuyển nhượng 100% trong vòng 3 năm.

### ▪ Giá HRC tăng, biên lợi nhuận gộp có thể sụt giảm trong NTC 2016-2017

Diễn biến từ cuối năm 2016, giá HRC đã tăng mạnh so với mức đầu năm. Hiện tại giá HRC ở mức 625\$/tấn, tăng mạnh so với mức 400\$/tấn đầu năm 2016. Dự kiến, HSG sẽ khó có thể đạt được mức biên lợi nhuận năm NTC 2015-2016. Ngay trong Q1 – NTC 2016-2017, biên lợi nhuận gộp của HSG đã sụt giảm về 18.1%.

**Biểu 02– Nguyên vật liệu HRC và biên lợi nhuận gộp của HSG**



### ▪ Dự phóng và Định giá

Chúng tôi dự phóng năm tài chính 2016-2017. HSG sẽ đạt doanh thu 22.950 tỷ VND, LNST đạt 1.556 tỷ với các giả định sau

- Sản lượng tiêu thụ đạt 1.5 triệu tấn, tăng 20% yoy do HSG sẽ có thêm công suất mới từ hai nhà máy Hoa Sen Nghệ An và Hoa Sen Nhơn Hội với công suất lần lượt 200.000 tấn và 180.000 tấn.
- Giá bán tăng nhẹ. Tuy nhiên, với việc không còn lợi thế từ NVL giá rẻ, chúng tôi dự kiến biên LN gộp sẽ giảm từ 23.4% xuống 19% trong năm tài chính này.
- Chi phí tài chính tăng lên 350 tỷ so với mức 274 tỷ của năm tài chính trước.

**Biểu 03 – Dự phóng kết quả kinh doanh Năm tài chính (NTC) 2016- 2017**

Đvt: Tỷ VND	NTC 13-14	NTC 14-15	NTC 15-16	NTC 16-17
Doanh thu	14.990	17.447	17.893	22.950
Lợi nhuận gộp	1.750	2.578	4.179	4.050
EBIT	684	1.202	2.159	2.250
LNTT	523	832	1.912	1.945
LNST	410	653	1.501	1.556
EPS (VND)	4.071	6.478	7.639	7.917
BVPS (VND)	23.605	28.879	20.981	27.898
PE			6,3	6,1

(Nguồn: MBS Research)

Chúng tôi sử dụng phương pháp PE để định giá cổ phiếu HSG. Mức trung vị PE của cổ phiếu HSG giai đoạn 2015- 2017 hiện tại là 6.5 lần.

Với mức forward EPS năm 2017 là 7.917 VND, mức giá cổ phiếu HSG sẽ là 51.460 VND cao hơn 11% so với mức giá hiện tại. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **Nắm Giữ** đối với cổ phiếu HSG.

#### Rủi ro đầu tư

- **Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu**

Biến động giá nguyên vật liệu thế giới như thép cán nóng sẽ ảnh hưởng biên lợi nhuận gộp của công ty nếu HSG chọn sai thời điểm để mua nguyên vật liệu

- **Rủi ro cạnh tranh trong nước**

Tôn mạ trong năm qua mặc dù đã bị áp thuế chống bán phá giá, tuy nhiên, lượng nhập khẩu từ Trung Quốc vào vẫn rất lớn. Ngoài ra, các nhà sản xuất thép xây dựng truyền thống khác như Hòa Phát, Pomina cũng đã bắt đầu lấn sân sang mảng tôn mạ làm gia tăng cạnh tranh trong nước

- **Rủi ro bị áp thuế chống bán phá giá tại các nước xuất khẩu**

Tôn mạ của Việt Nam được xuất khẩu đi các thị trường trên thế giới. Tuy nhiên, năm vừa qua, sản phẩm cũng bị áp thuế chống bán phá giá ở một số nước như Malaysia, Indonesia. Mỹ cũng đang đề xuất điều tra đối với tôn mạ Việt Nam. Nếu bị áp thuế, sản lượng xuất khẩu của các công ty tôn mạ sẽ bị ảnh hưởng.

## NGÀNH DẦU KHÍ VÀ CÁC SẢN PHẨM TỪ DẦU

	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá tại ngày định giá	Giá mục tiêu (12 tháng)	Tổng lợi nhuận kỳ vọng %	EPS 2017 (đồng)	Tăng trưởng EPS	LTM P/E	LTM P/B	Forward P/E 2017
<b>Dầu Khí và các sản phẩm từ dầu</b>											
Tổng công ty Khí Việt Nam	GAS	PHTT	104.851	54.700	48.900	-5,1%	3.420	-7,5%	14,7x	2,7x	15,9x
Tổng Công ty CP Dịch Vụ Dầu Khí Việt Nam	PVS	PHTT	7.862	17.600	17.460	-4,9%	1.991	-9,9%	7,9x	0,8x	8,8x
CTCP Phân bón Bình Điền	BFC	KHẢ QUAN	2.135	37.000	40.700	+16,2%	5.113	+5,6%	7,6X	2,4X	8,0X



# Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS : HSX)

## Báo cáo cập nhật 15/03/2017

Khuyến nghị	<b>NẮM GIỮ</b>
Giá hiện tại	54.700
Giá mục tiêu	48.900
12 tháng (VND)	
Upside	-10,6%
Dividend yield	5,5%

## Phí Quốc Tuân

Cảng biển, Dầu khí, VLXD  
E: tuan.phiquoc@mbs.com.vn  
M: +84 943069690

## GAS [Phù hợp thị trường -5,1%]

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

	2015	2016F	2017F
Doanh thu	64.300	59.209	65.015
LNST	8.832	7.237	6.736
LN CĐ Mẹ	8.534	7.075	6.546
Tăng trưởng LN		-17,1%	-7,5%
EPS (VND/cp)	4.503	3.697	3.420
BVPS (VND/cp)	21.668	20.446	21.886
PE		14,7	15,9
PB		2,7	2,5

Nguồn: MBS dự phóng

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu GAS của TCT Khí Việt Nam với mức giá mục tiêu 48.900 đồng, thấp hơn -10,6% so với mức giá hiện tại:

- **Kết quả kinh doanh năm 2016**

**Biểu 01 – Kết quả kinh doanh 2016**

Đvt: Tỷ VND	2015	2016	Growth
<b>Doanh thu</b>	<b>64.300</b>	<b>59.209</b>	<b>-7,9%</b>
Trong đó hồi tố		1.937	
Doanh thu loại trừ hồi tố	64.300	57.272	-10,9%
Lợi nhuận gộp	13.397	11.616	-13,3%
EBIT	10.665	8.542	-19,9%
<b>LNTT</b>	<b>11.198</b>	<b>9.235</b>	<b>-17,5%</b>
LNTT nếu loại hồi tố	11.198	7.298	-34,8%
LNST	8.832	7.237	-18,1%
<b>LN cổ đông mẹ</b>	<b>8.534</b>	<b>7.075</b>	<b>-17,1%</b>

(Nguồn: GAS, MBS Research)

Doanh thu đạt 59.255 tỷ, giảm -7,9% yoy. LNTT của GAS đạt 9.235 tỷ VND, giảm -18,1% yoy.

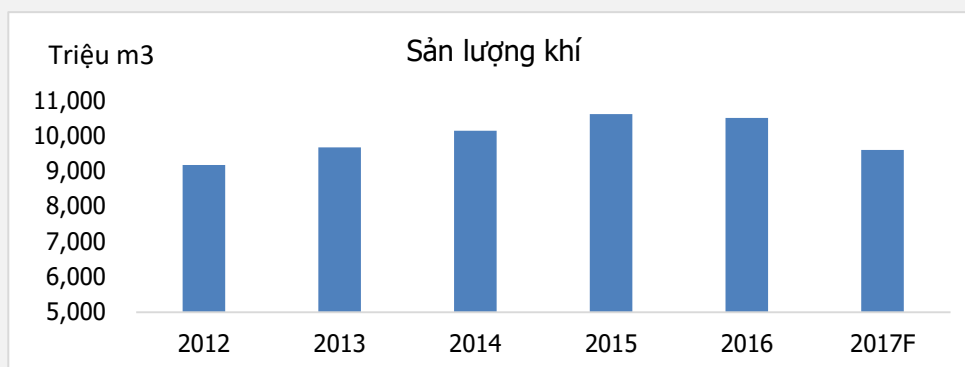
Giá dầu thô trung bình năm 2016 đạt 45 \$/m giảm mạnh 16% so với năm 2015 đã tác động lớn đến kết quả kinh doanh của GAS.

Việc LNTT cao hơn kỳ vọng là do GAS đã ghi nhận toàn bộ hồi tố 85 triệu usd (1.937 tỷ VND) từ đường ống Phú Mỹ - Nhơn Trạch vào doanh thu làm LNTT tăng tương ứng. Nếu loại lợi nhuận từ việc hồi tố ra thì LNTT của GAS năm 2016 giảm 34,8% yoy

### Sản lượng khí đi ngang

Trong năm 2016, GAS vận chuyển khoảng 10,5 tỷ m<sup>3</sup> khí vào bờ, tương đương với năm 2015. Kế hoạch năm 2017, GAS sẽ vận chuyển khoảng 9,6 tỷ m<sup>3</sup> khí vào bờ.

Trong vòng 3 – 4 năm tới, dự kiến sản lượng khí của GAS sẽ khó tăng trưởng do không có nguồn khí mới và dự án điện khí mới đi vào hoạt động. Triển vọng kinh doanh của GAS sẽ phụ thuộc phần lớn vào giá dầu.

**Biểu 02 – Sản lượng khí tiêu thụ**

(Nguồn: GAS, MBS Research)

▪ **Tập trung nguồn lực để đầu tư xây dựng dự án lớn**

Dự án	Tổng đầu tư	Tiến độ
Đường ống NCS 2 GD2	1 tỷ USD	Dự kiến 2018 khởi công
Nhà máy GPP Cà Mau	300 triệu USD	Cuối 2017 sẽ chạy thử
Cá Rồng Đỏ	1 tỷ USD	Đang nghiên cứu khả thi
LNG Thị Vải		Năm 2017 khởi công
Dự án Lô B – Ô Môn		NA

(Nguồn: GAS, MBS Research)

**Lần đầu tiên, GAS tham gia góp vốn vào phát triển mỏ**

Vào ngày 17/02/2017 GAS và PVEP đã ký kết “Thỏa thuận nguyên tắc về hợp tác đầu tư phát triển mỏ Sư tử Trắng – Giai đoạn 2 thuộc Hợp đồng Dầu khí Lô 15-1 bể Cửu Long trên thềm lục địa Việt Nam”. PV GAS sẽ góp 500 triệu USD vào mỏ này, tương đương với 25% tổng mức đầu tư. Dự kiến mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2 sẽ đưa khí về bờ từ quý IV/2019 với thời gian khai thác gần 20 năm

Như vậy, đây là lần đầu tiên PV GAS tham gia góp vốn vào quá trình phát triển mỏ. Biến động giá dầu sẽ tác động mạnh mẽ hơn đến kết quả kinh doanh của PV GAS khi mỏ Sư Tử Trắng – GD 2 đi vào hoạt động.

▪ **Dự phóng và Định giá**

Với giả định sản lượng khí không đổi và giá dầu trung bình năm 2017 là 50\$/ thùng, ước tính KQKD của GAS trong năm 2017 như sau

**Biểu 03 – Dự phóng kết quả kinh doanh 2017**

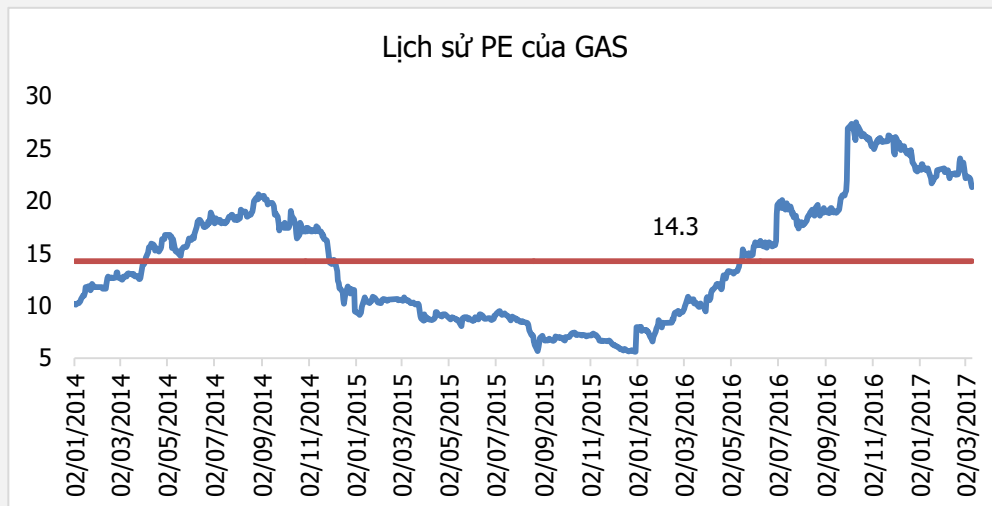
Đvt: Tỷ VND	2016	2016 ĐC hồi tố	2017F
Giá dầu trung bình	45\$		50\$
Doanh thu	59.209	57.272	65.015
LN Gộp	11.616	9.679	10.950
LNTT	9.235	7.298	8.420
LNST	7.237	5.765	6.736
Lợi nhuận CĐ mẹ	7.075	5.603	6.546
EPS	3.697	2.928	3.420
PE	14,7	18,6	15,9

(Nguồn: MBS Research)

Trung bình, cổ phiếu PV GAS được giao dịch với mức PE là 14,3 lần.

Với ước tính forward EPS năm 2017 là 3.420 VND trên giả định giá dầu 50\$/ thùng và sử dụng mức PE 14,3 lần, chúng tôi định giá cổ phiếu PV GAS ở mức 48.900 VND/cổ phiếu

**Biểu 04 – Lịch sử PE của GAS 2014-2017**



(Nguồn: Bloomberg)

#### Rủi ro đầu tư

- **Rủi ro từ giá dầu**

Kết quả kinh doanh của PV GAS sẽ phụ thuộc lớn vào giá dầu trong những năm tới. Nếu giá dầu giảm sâu sẽ tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của GAS.

# TCTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS : HNX)

## PVS [Phù hợp thị trường -4,9%]: Tiếp tục khó khăn 2017

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

	2015	2016	2017F
Doanh thu	23.357	18.719	16.002
LNST	1.494	859	812
LN CĐ Mẹ	1.517	987	889
Tăng trưởng LN		-35%	-9,9%
EPS (VND/cp)	3.397	2.210	1.991
BVPS (VND/cp)	22.949	22.991	23.781
PE		7,9	8,8
PB		0,8	0,7

Nguồn: MBS dự phóng

### Báo cáo cập nhật 15/03/2017

Khuyến nghị	<b>PHTT</b>
Giá hiện tại	17.600
Giá mục tiêu	17.460
12 tháng (VND)	
Upside	-0,8%
Dividend yield	5,7%

### Phí Quốc Tuân

Cảng biển, Dầu khí, VLXD  
 tuan.phiquoc@mbs.com.vn  
 0943069690

### Luận điểm đầu tư

**Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ** với cổ phiếu PVS của TCT Cổ Phần DV Kỹ Thuật Dầu Khí Việt Nam với mức giá mục tiêu **17.460 VND/ cổ phiếu**. Chúng tôi cho rằng năm **2017 vẫn là năm khó khăn của PVS** với nguồn công việc eo hẹp. Tuy nhiên, tiềm năng từ các dự án lớn đối với PVS trong tương lai là yếu tố hấp dẫn đối với cổ phiếu PVS.

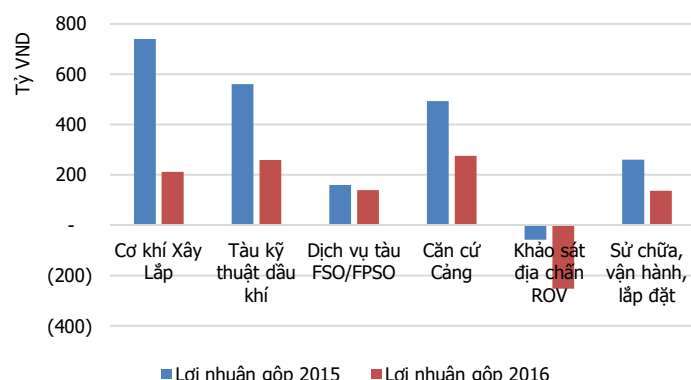
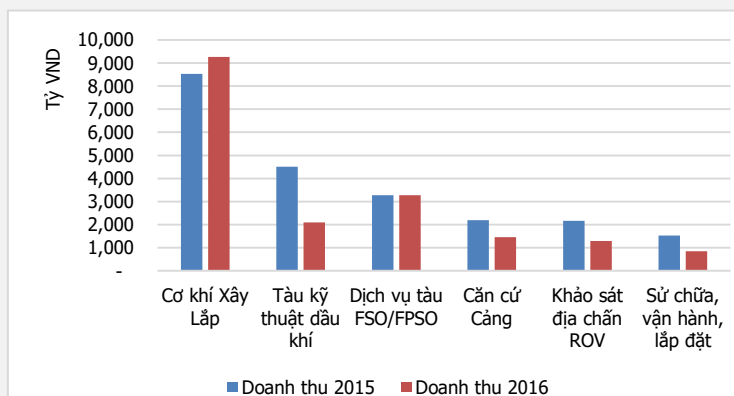
#### ▪ Kết quả kinh doanh năm 2016

Doanh thu thuần đạt 18.720 tỷ giảm – 19,9% yoy, LNTT đạt 1.240 tỷ, giảm -38,5% yoy.

Trong điều kiện giá dầu ở mức thấp, các hoạt động kinh doanh chính của PVS đều sụt giảm mạnh.

- Hoạt động cơ khí xây lắp: Doanh thu tăng 8,6% đạt 9.257 tỷ VND, tuy nhiên Lợi nhuận gộp chỉ đạt 211 tỷ, giảm 71,4%. Phần lớn các dự án năm nay của mảng cơ khí xây lắp (M&C) là công việc trên bờ, có biên lợi nhuận rất thấp, chỉ từ 2%-3%. Phần công việc nhận dự án này chỉ giúp duy trì hoạt động kinh doanh của mảng này.
- Hoạt động khảo sát địa chất ROV: Tiếp tục lỗ nặng khi lợi nhuận gộp năm 2016 là -253 tỷ so với -58 tỷ của năm 2015. Giá dịch vụ giảm sâu và không có việc cho hai tàu ROV của PVS khiến cho dịch vụ này lỗ nặng.
- Mảng dịch vụ tàu: Đây là mảng kinh doanh truyền thống của PVS. Tuy nhiên, mảng này trong năm qua cũng chịu áp lực giảm giá mạnh và giảm thuê tàu. Vì vậy, doanh thu giảm -53,4% yoy và Lợi nhuận gộp giảm -53,8% yoy.
- Mảng cảng và sửa chữa bảo dưỡng lắp đặt: Hai mảng này cũng chịu chung số phận khi doanh thu và lợi nhuận gộp sụt giảm 30-40% do phải giảm giá dịch vụ.

**Biểu 01 – KQKD các mảng dịch vụ của PVS**



(Nguồn: PVS, MBS Research)

Trong năm 2016, PVS cũng ghi nhận hoàn nhập 275 tỷ dự phòng trích lập cho các hợp đồng EPC đã hoàn tất vào khoản lợi nhuận khác.

▪ **Lợi nhuận công ty liên kết là trụ đỡ cho lợi nhuận**

Trong năm 2016, lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết ghi nhận là 678 tỷ, giảm 10% yoy. Phần lớn lợi nhuận đến từ việc cho thuê giàn FPSO/FSO. Trong năm, FPSO/FSO vẫn duy trì ổn định. Với việc giá dầu duy trì ở vùng 50\$ như hiện tại, rủi ro giảm giá thuê tàu FPSO/FSO là thấp. Với các hợp đồng dài hạn đã ký sẵn, mảng kinh doanh này dự kiến sẽ tiếp tục đem về lợi nhuận ổn định cho PVS và là trụ đỡ lợi nhuận.

**Biểu 02 – Lợi nhuận từ công ty liên kết**

Đvt: Tỷ VND	2014	2015	2016
Lợi nhuận công ty liên kết	544	753	678

(Nguồn: PVS)

▪ **Kế hoạch kinh doanh 2017**

Trong năm 2017, PVS tiếp tục đặt kế hoạch kinh doanh sụt giảm mạnh so với năm 2016. Cụ thể, doanh thu dự kiến 13.000 tỷ, giảm -30,6% yoy. Lợi nhuận trước thuế dự kiến 700 tỷ, giảm -43,5% yoy.

**Biểu 03 – Kế hoạch kinh doanh 2017**

Đvt: tỷ VND	2016	Kế hoạch 2017	% tăng trưởng
Doanh thu	18.720	13.000	-30,6%
Lợi nhuận trước thuế	1.240	700	-43,5%
Lợi nhuận sau thuế	859	560	-34,8%

(Nguồn: PVS)

Nhìn chung, triển vọng năm 2017 của PVS vẫn chưa sáng sủa ở hầu hết các mảng kinh doanh. Mảng cơ khí M&C có danh mục dự án hiện tại phần lớn ở trên đất liền với biên lợi nhuận tiếp tục thấp như năm 2016. Năm 2017, sẽ chưa có dự án đầu khí lớn triển khai. Các mảng tàu dịch vụ, căn cứ cảng, sửa chữa bảo dưỡng vẫn sẽ duy trì mặt bằng giá thấp và công việc ở mức vừa phải. Trong khi mảng khảo sát ROV sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ.

▪ **Hướng đến tiềm năng dài hạn từ các dự án lớn khởi công**

**Biểu 04 – Các dự án lớn của ngành dầu khí**

Dự án	Tổng mức đầu tư	Năm hoạt động dự kiến
Cá Rồng Đỏ	1 tỷ USD	2019
Sư tử trắng giai đoạn 2	1 tỷ USD	2020
Lô B – Ô Môn	10 tỷ USD	Sau 2020
Cá Voi Xanh	10 tỷ USD	Sau 2020

(Nguồn: PVS)

(Nguồn: MBS Research)

Với danh mục dự án dự kiến trên 22 tỷ USD. Sau khi khởi công, PVS sẽ là công ty được hưởng lợi đầu tiên từ nguồn công việc dồi dào từ các dự án này và Mảng M&C sẽ là mảng được hưởng lợi nhiều nhất.

▪ **Dự phóng và Định giá**

Các giả định chính:

- Mảng M&C đạt doanh thu 7.225 tỷ, giảm 22% yoy, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 2,5%.
- Mảng khảo sát ROV đạt doanh thu 1.100 tỷ, lợi nhuận gộp -154 tỷ.
- Các mảng kinh doanh khác tăng, giảm nhẹ so với năm 2016. Biên lợi nhuận ổn định.
- Lợi nhuận từ công ty liên kết đạt 650 tỷ.
- PVS tiếp tục tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp. Chi phí này giảm về 520 tỷ năm 2017.
- Lỗ chênh lệch tỷ giá ròng tăng lên 50 tỷ do giá định VND mất giá 3%.
- Lợi nhuận khác đạt 100 tỷ.
- Lợi ích cổ đông thiểu số là -77 tỷ do lỗ từ mảng khảo sát ROV

**Biểu 05 – Dự phóng kết quả kinh doanh 2017**

Đvt: Tỷ VND	2015	2016	2017F
Doanh thu	23.357	18.719	16.002
Lợi nhuận gộp	2.175	775	844
Lợi nhuận từ HĐKD	1.180	252	333
Lợi nhuận từ công ty liên kết	753	678	650
Lợi nhuận khác	82	310	100
Lợi nhuận trước thuế	2.015	1.240	1.083
Lợi nhuận sau thuế	1.494	859	812
Lợi nhuận cổ đông mẹ	1.517	987	889
EPS	3.397	2.210	1.991
BVPS	22.949	22.991	23.781
PE		7,9	8,8
PB		0,8	0,7

(Nguồn: MBS research)

Với các giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu của PVS đạt 16.002 tỷ VND và LNST đạt 889 tỷ, forward EPS năm 2017 là 1.991 VND. Với mức giá hiện tại, PVS giao dịch với mức PE forward là 8,8 lần và mức PB forward 0,7 lần.

Sử dụng hai phương pháp PE, PB với tỷ trọng lần lượt 70% và 30%, chúng tôi định giá cổ phiếu PVS cho năm 2017 ở mức 17.462 VND/cổ phiếu.

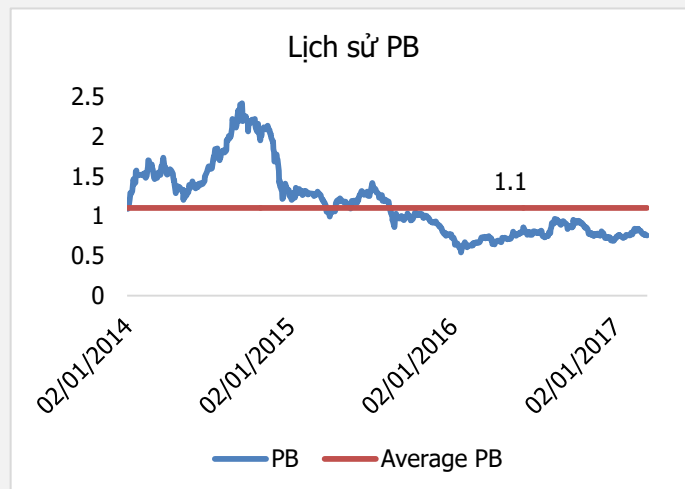
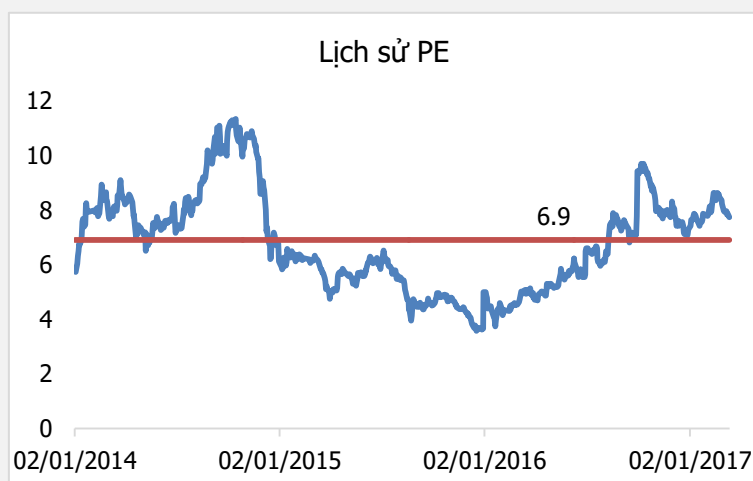
Với triển vọng dài hạn từ các dự án lớn của PVS, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với PVS cho mục tiêu dài hạn.

**Biểu 06 – Tổng hợp định giá**

	EPS/BVPS	TB PE/PB quá khứ	Đóng góp
Phương pháp PE (70%)	1.991	6,9	9.615
Phương pháp PB (30%)	23.781	1,1	7.848
<b>Tổng cộng (VND/cp)</b>			<b>17.462</b>

(Nguồn: MBS Research)

**Biểu 07 – Lịch sử PE và PB của PVS**



(Nguồn: Bloomberg)



## CTCP Phân bón Bình Điền (BFC : HSX)

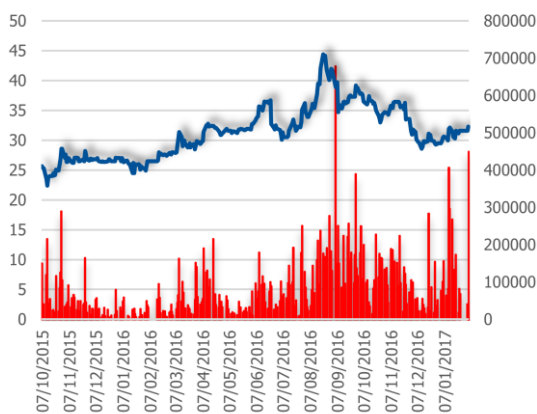
## Báo cáo lần đầu 10/03/2017

Khuyến nghị	KHẢ QUAN
Giá mục tiêu (VND)	40.700
Tiềm năng tăng giá	10%
Cổ tức (VND)	2.000
Lợi suất cổ tức	6,2%

## Thông tin cổ phiếu 10/03/2017

Giá hiện tại (VND)	37.000
Số lượng CP niêm yết	57.167.993
Số lượng CP lưu hành	57.167.993
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.135
Khoảng giá 52 tuần	19.200 – 37.000
KLGDTB 13 tuần	108.205
% sở hữu nước ngoài	20%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	20%
Số lượng được phép sở hữu	28.012.316
Số lượng còn được phép mua	16.574.802

## Biến động giá trong 12 tháng



## Liên hệ

Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Bán lẻ

Lâm Trần Tấn Sĩ

Email: [Si.LamTranTan@mbs.com.vn](mailto:Si.LamTranTan@mbs.com.vn)

Tel: +84 949 187 525

## Vị thế đầu ngành tiếp tục khai phá thị trường

- Đứng đầu thị trường về sản lượng tiêu thụ NPK cũng như công suất sản xuất so với các công ty cùng ngành.
- Đẩy mạnh mở rộng thị phần tại khu vực phía Bắc sau khi hoàn thành nhà máy Bình Điền – Ninh Bình. Nhà máy đưa vào hoạt động đã tiết kiệm được chi phí vận chuyển và hưởng ưu đãi thuế.
- Tỷ suất cổ tức hấp dẫn và hoạt động kinh doanh ổn định, trong khi đang giao dịch ở mức định giá thấp.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	5.944	7.093	7.577	8.036
Lợi nhuận	277	292	313	341
EPS (VND)	4.843	5.113	5.469	5.963
ROE	30,6%	30,7%	29,4%	28,5%
P/E (lần)	6,67	6,32	5,91	5,42

Nguồn: BCTC BFC và MBS dự phóng

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu đối với cổ phiếu BFC của CTCP Phân bón Bình Điền với mức giá mục tiêu 40.700 đồng, cao hơn 10% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- Thị trường tiêu thụ phân bón chung trong năm 2017 được dự báo sẽ khả quan** do tình hình thời tiết thuận lợi, tình trạng hạn hán và ngập mặn cũng suy giảm so với năm 2016. Sản lượng tiêu thụ phân NPK cả nước 2017 ước tính đạt 3.950 tấn, tăng 5,33%.
- Sản lượng tiêu thụ của BFC dự báo sẽ tăng trưởng tích cực hơn** khi công ty đã hoàn thành giai đoạn 1 của nhà máy Bình Điền – Ninh Bình vào cuối năm 2015. Ước tính tổng sản lượng tiêu thụ của BFC đạt 723 nghìn tấn, tăng 15,7% so với năm 2016.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của BFC trong năm 2017 lần lượt là 7.093 tỷ đồng (+19,3% YoY) và 292 tỷ đồng (+5,6% YoY).** Mức EPS forward năm 2017 ước đạt 5.113 VND/cp, tương ứng mức P/E là 7,24 lần, khá thấp so với trung bình ngành.

## ĐỊNH GIÁ

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do FCFE và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu BFC trong 12 tháng tới là 40.700 VND. Với mức EPS forward 2016 là 5.113 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 7,96 lần.

## RỦI RO

## Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu

Hoạt động kinh doanh chính của BFC phối trộn các loại phân đơn thành phân hỗn hợp NPK. Do đó, giá thành sản xuất của BFC luôn chịu sự biến động theo giá của các mặt hàng phân đơn như Ure, DAP, MOP và cả giá dầu.

## Rủi ro cạnh tranh

Hiện tại, trên thị trường NPK khá phân tán khi có rất nhiều công ty sản xuất và các hộ sản xuất nhỏ lẻ. Tại thị trường phía Nam, BFC trong tương lai sẽ chịu thêm áp lực cạnh tranh sau khi DPM hoàn thành nhà máy NPK 250 nghìn tấn/năm. Tại thị trường phía Bắc, BFC đang tích cực mở rộng thị trường tuy nhiên cũng chịu sự cạnh tranh từ công ty hoạt động lâu đời LAS tại đây.

## Liên hệ

### MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – ([Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn)) - Trưởng bộ phận

#### Ngân hàng, Hàng không

Phạm Thiên Quang ([Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn))

Trần Yến Linh ([Linh.tranthien@mbs.com.vn](mailto:Linh.tranthien@mbs.com.vn))

#### Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng ([Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn](mailto:Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn))

#### Cao su, sẫm lớp

Trần Trọng Đức ([Duc.TranTrong@mbs.com.vn](mailto:Duc.TranTrong@mbs.com.vn))

#### Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Bán lẻ

Nguyễn Thạch Thảo ([Thao.NguyenThach@mbs.com.vn](mailto:Thao.NguyenThach@mbs.com.vn))

Lâm Trần Tấn Sĩ ([Si.LamTranTan@mbs.com.vn](mailto:Si.LamTranTan@mbs.com.vn))

#### Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn ([Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn](mailto:Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn))

#### Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu ([Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn](mailto:Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn))

### MBS Institutional sales

Nguyễn Việt Dũng ([Dung1.NguyenViet@mbs.com.vn](mailto:Dung1.NguyenViet@mbs.com.vn))

Trương Hoa Minh ([Minh.TruongHoa@mbs.com.vn](mailto:Minh.TruongHoa@mbs.com.vn))

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại) + cổ tức]/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

#### MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

#### MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.