

2018

Confront the Big Waves



CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Khối Phân tích và tư vấn Đầu tư

Tháng 2 - 2018

MỤC LỤC

Lợi tức trái phiếu toàn cầu	4
TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM: ĐỊNH HÌNH TƯƠNG LAI	6
TRIỂN VỌNG TTCK 2018: CHỜ THẤY SÓNG CẢ MÀ NGÃ TAY CHÈO	9
CHIẾN LƯỢC VÀ Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ 2018	16
ĐÁNH GIÁ NGÀNH NĂM 2018.....	28
VẬT LIỆU XÂY DỰNG – Bức tranh cạnh tranh tiếp diễn	32
VIGLACERA.....	34
CTCP Tập đoàn Hoà Phát	35
CTCP THÉP NAM KIM	36
BẤT ĐỘNG SẢN VÀ XÂY DỰNG – Tiến đến giai đoạn chủ động	37
CTCP XÂY DỰNG COTECCON	40
DIC CORP	41
IDICO	42
NAM LONG GROUP.....	43
NAM TÂN UYÊN.....	44
VINGROUP.....	45
NGÂN HÀNG: CHUYỂN ĐỘNG LỚN TRONG CHẶNG 2 TÁI CƠ CẤU.....	46
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN Á CHÂU	48
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM.....	49
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN QUÂN ĐỘI.....	50
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM.....	51
NGÀNH DƯỢC : CƠ HỘI CHO NGƯỜI ĐI TIỀN PHONG.....	52
CTCP PYMEPHARCO	54
CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM IMEXPHARM	55
NGÀNH HÀNG KHÔNG: CON SÓNG TĂNG TRƯỞNG CHỈ MỚI BẮT ĐẦU	56
CÔNG TY CỔ PHẦN HÀNG KHÔNG VIETJET	58
TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM	59
NGÀNH BÁN LẺ Ô TÔ: TĂNG TỐC SAU GIAI ĐOẠN TẠM DỪNG.....	60
CTCP DỊCH VỤ Ô TÔ HÀNG XANH.....	62
NGÀNH PHÂN BÓN: ĐỐI MẶT NHIỀU BẤT LỢI	63
TCT PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ	65
CTCP PHÂN BÓN BÌNH ĐIỀN	66
NGÀNH DỆT MAY: GÁNH NẶNG CHI PHÍ NHÂN CÔNG	67
CTCP SỢI THỂ KỶ.....	68
NGÀNH CAO SU SẴM LỐP: HỒI PHỤC TỪ ĐÁY	69

CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG	71
NGÀNH DẦU KHÍ: “VÀNG ĐEN” HỒI PHỤC.....	72
TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM.....	74
TỔNG CÔNG TY DẦU VIỆT NAM	75
NGÀNH THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG: SỨC HÚT CHƯA BAO GIỜ GIẢM.....	76
CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM	78
CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI.....	79
NGÀNH ĐIỆN: TÌM KIẾM CƠ HỘI ĐẦU TƯ MỚI	80
CTCP Thủy điện Miền Nam.....	83
CTCP Thủy điện Miền Trung	84
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	85
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam	86
NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN: KHÔNG THUẬN LỢI DO MẶT BẰNG GIÁ THẤP.....	87
CTCP Cao su Phước Hòa	88
NGÀNH CHỨNG KHOÁN: Nước lên thuyền lên	89
CỔ PHIẾU CÁC NGÀNH KHÁC.....	91
CTCP FPT.....	92
CTCP Tập đoàn Lộc Trời.....	93
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	94

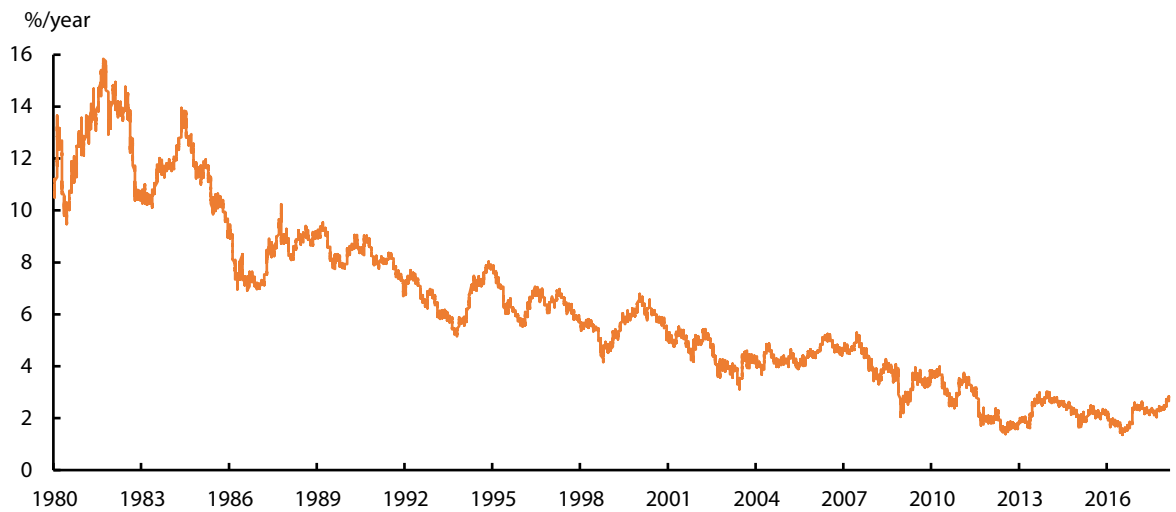
LỢI TỨC TRÁI PHIẾU TOÀN CẦU

Bernard Lapointe (bernard.laponte@vdsc.com.vn)

Lợi tức trái phiếu tại các nền kinh tế lớn bắt đầu tăng trong năm 2018?

Đồ thị phía dưới đây nhắc nhở chúng ta về khả năng lợi tức trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm đang thoát đáy. Nếu thành sự thật, sự chuyển động này sẽ báo hiệu dấu chấm hết cho kỷ nguyên giảm phát, đây là tín hiệu tốt cho các tài sản tài chính toàn cầu. Chỉ số S&P 500 chạm đáy ở mức 102 điểm vào tháng 8/1932 (hiện tại quanh mức 2.800 điểm) và lợi tức trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm đã đạt đỉnh 16% trong tháng 9/1981.

Hình 1: Lợi tức trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm

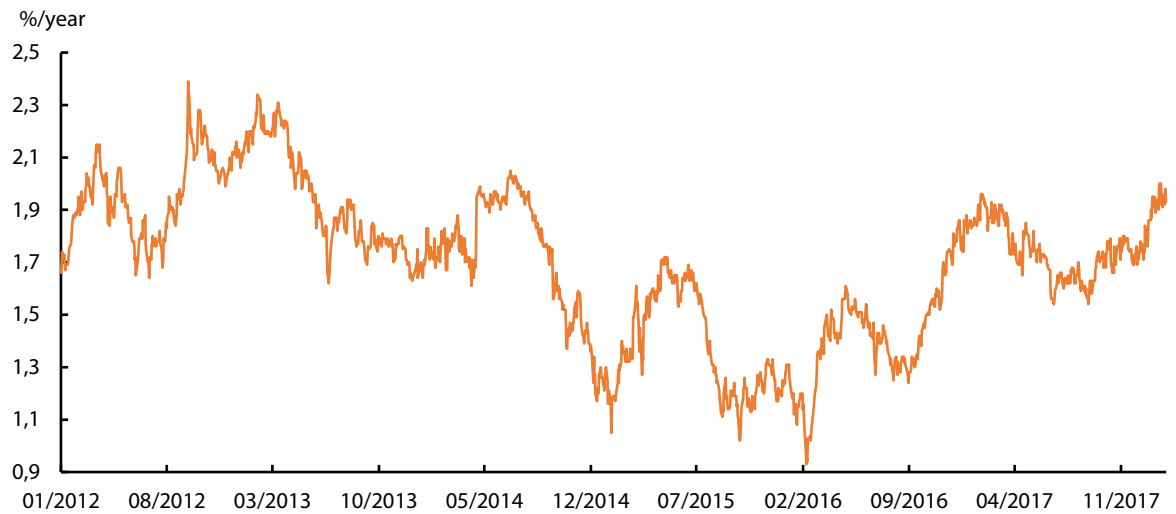


Nguồn: Bloomberg, Rong Viet Securities

Chúng tôi cũng ghi nhận xu hướng tương tự tại các nền kinh tế lớn trên thế giới như Nhật Bản và Châu Âu khi lợi tức trái phiếu các kỳ hạn đã tiệm cận biên dưới của kênh xu hướng. Lợi tức trái phiếu chính phủ Nhật Bản kỳ hạn 10 năm đã tăng từ -0,01% (tháng 9/2017) lên 0,08% (hiện tại), qua đó gợi nhớ kỷ niệm về mức lợi tức 1,5% ghi nhận vào năm 2008. Lợi tức trái phiếu chính phủ Đức cũng đã tăng gấp đôi trong vài tháng qua và nhìn xa hơn số liệu này đã đạt 0,4% vào thời điểm hiện tại, cao hơn nhiều so với giai đoạn âm trong năm 2016.

Chỉ số đo lường lạm phát kỳ vọng 5 năm của Mỹ cũng đang phát đi tín hiệu rằng mặt bằng giá hàng hóa sẽ gia tăng và duy trì tốc độ quanh mức 2% trong năm 2018, khá khác biệt so với thay đổi trong giai đoạn 2015-2016 (xem đồ thị bên dưới).

Hình 2: Lạm phát kỳ vọng 5 năm của Mỹ (%)



Nguồn: Bloomberg, Rong Viet Securities

Giá nhập khẩu tại Mỹ đã tăng 3% trong năm 2017, sau khi đã tăng 2% năm trước đó. Đáng chú ý, bước giá tăng trong năm 2017 cũng là mức tăng lớn nhất kể từ năm 2011 (+8%). Rõ ràng, đồng Dollar là một nhân tố quan trọng trong bức tranh trên khi chỉ số US Dollar đã giảm gần 10% trong năm 2017.

Nếu lợi tức trái phiếu đang bắt đầu gia tăng, tác động lên thị trường cổ phiếu toàn cầu sẽ rất đáng báo động do mối tương quan chặt chẽ với phần bù rủi ro cổ phiếu. Mặc dù vấn đề lạm phát chưa quá nghiêm trọng trên quy mô toàn cầu nhưng chúng tôi cho rằng thị trường tài chính đang phản ánh một phần diễn biến trên vào giá tài sản. Giá tài sản đã tăng trong 7-8 năm trở lại đây và được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng này. Xuyên suốt lịch sử, chúng ta đều biết rằng chu kỳ tăng của thị trường cổ phiếu thường kéo dài trong khoảng thời gian đó.

Chúng tôi không cho rằng lạm phát sẽ trở thành một vấn đề nóng trên quy mô toàn cầu trong năm 2018 nhưng dường như lạm phát đã tới điểm chuyển mình. Do đó, chúng tôi đánh giá cao khả năng xảy ra sự phân bổ một phần tài sản vào trái phiếu tại các nước trong nhóm G7. Nhà đầu tư nên ghi nhớ rằng các quỹ hưu trí tại Mỹ đã giảm tỷ lệ sở hữu trái phiếu kể từ năm 1990. Trung Quốc hiện đang là quốc gia nắm giữ trái phiếu kho bạc Mỹ nhiều nhất (loại trừ Ngân hàng Trung Ương Mỹ) với giá trị khoảng 1,2 nghìn tỷ USD. Liệu họ sẽ chấm dứt việc mua trái phiếu kho bạc Mỹ? Thật khó để kết luận nhưng nếu điều đó thành sự thật, lợi tức các kỳ hạn chắc chắn sẽ gia tăng.

Chúng tôi có thể nói rằng, trong bối cảnh đồng US Dollar suy yếu và lợi tức trái phiếu toàn cầu, đặc biệt các nước G7, gia tăng, xu hướng dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán mới nổi tại khu vực Châu Á sẽ tiếp tục ổn định và quy mô vốn có thể tiếp tục gia tăng. Đây là dấu hiệu tích cực cho thị trường chứng khoán Việt Nam và các nước ASEAN đặc biệt khi các quốc gia này hướng tới phát triển quỹ hưu trí.

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM: ĐỊNH HÌNH TƯƠNG LAI

Anh Tu Vu (tu.va@vdsc.com.vn)

Khép lại một năm kinh tế nhiều thăng trầm, Việt Nam bước sang năm 2018 với kỳ vọng vào một “Bước chuyển mình thần kỳ” sau kết quả tăng trưởng GDP ngoạn mục 6,8% trong năm 2017, vượt mục tiêu tăng trưởng 6,7%/năm do Quốc hội đề ra và đây cũng là mức tăng cao nhất trong khối ASEAN. Đứng dưới góc nhìn khách quan, chúng tôi đánh giá Chính phủ đã thể hiện những nỗ lực rất đáng ghi nhận nhằm cải cách và kiến tạo môi trường kinh doanh thuận lợi hơn.

Vấn đề nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư ngay từ đầu năm là lãi suất. Nhìn lại diễn biến lãi suất 2017, chi phí vay ngân hàng của doanh nghiệp sản xuất thông thường nhìn chung duy trì ổn định ở mức thấp và chưa ghi nhận sự cắt giảm đáng kể nào ngay cả khi Ngân hàng nhà nước (SBV) quyết định cắt giảm 0,25% một số lãi suất điều hành và mặt bằng lợi tức trái phiếu Chính phủ giảm xuống mức thấp. Có chăng, đó chỉ là sự hỗ trợ đối với các doanh nghiệp hoạt động trong 5 lĩnh vực ưu tiên theo quy định của Chính phủ khi lãi suất cho vay tối đa các kỳ hạn ngắn giảm 0,5%/năm.

Năm 2018 có thể đánh dấu những thay đổi lớn trong nỗ lực cắt giảm lãi suất trên thị trường, tốt hơn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi, khi Ngân hàng nhà nước (NHNN) chính thức giảm lãi suất cho vay trên thị trường mở (OMO) từ 5%/năm xuống 4,75%/năm sau 5 năm giữ nguyên. Đây chính là tín hiệu rõ ràng nhất từ NHNN về một chính sách tiền tệ nới lỏng do thị trường OMO được xem như “van nước” của nền kinh tế điều tiết lượng tiền ra vào trong lưu thông. Theo NHNN, việc sử dụng mạnh tay nghiệp vụ này sẽ giải quyết tình trạng một số Tổ chức tín dụng (TCTD) dư tiền trong hệ thống ngân hàng nhưng không đẩy vốn ra được mà vẫn phải trả chi phí huy động vốn trong khi lại có nhiều Ngân hàng thương mại (NHTM) nhỏ thiếu thanh khoản. Do đó, thông qua việc phát hành tín phiếu với lãi suất hấp dẫn để hút lượng vốn khả dụng dư thừa tại các NHTM lớn, lượng tiền thu về có thể được NHNN điều hòa trở lại các NHTM nhỏ với mức chi phí vốn trên thị trường OMO thấp hơn, 4,75%/năm.

Bên cạnh nguồn vốn vay ngân hàng truyền thống, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp (DN) quy mô lớn vẫn có thể tiếp cận nguồn vốn vay mượn có chi phí hấp dẫn trên thị trường vốn, đặc biệt thị trường trái phiếu khi lợi tức trái phiếu chính phủ (TPCP) liên tục giảm và tạo nền tảng giảm lợi tức trái phiếu doanh nghiệp. Trong thời gian qua, mặt bằng lợi tức trái phiếu chính phủ đã liên tục giảm tại hầu hết các kỳ hạn và lãi suất phát hành TPCP bình quân đã giảm từ 6,28% năm 2016 xuống 6,21% năm 2017. Điều này đạt được do 1) Lạm phát được kiểm soát dưới ngưỡng 4%, 2) Chỉ số đo lường rủi ro của Việt Nam, 5Y CDS, kéo dài xu hướng giảm kể từ năm 2014 và 3) Dòng vốn từ khối ngoại với mục tiêu “săn lùng” tài sản có lợi tức cao. Như kết quả tất yếu, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp có nền tảng tốt sẽ tiếp cận được các nguồn vốn với chi phí hấp dẫn trên thị trường trái phiếu.

Ngoài ra, với chúng tôi, năm 2018 chứa đựng nhiều ý nghĩa hơn khi chúng kiến hàng loạt các sự kiện sẽ định hình bức tranh tăng trưởng dài hạn của Việt Nam. Cụ thể:

1. Năm 2018 ghi nhận quy mô thoái vốn lớn nhất lịch sử khi có tới 181 DN sẽ thoái vốn, chiếm trên 70% tổng số DN trong kế hoạch thoái vốn của Chính phủ giai đoạn 2018-2020. Trong bối cảnh tỷ lệ sở hữu nhà nước tại các DN hậu cổ phần hóa vẫn rất cao và gần 60% trái phiếu trong nước sẽ đáo hạn trong 4 năm tới, chúng tôi ghi nhận những nỗ lực đáng ghi nhận của Chính phủ nhằm tháo gỡ các khó khăn về chính sách nhằm tận dụng môi trường kinh tế thuận lợi trên quy mô toàn cầu. Bức tranh kinh tế thế giới được dự báo sẽ tiếp tục tích cực trong năm 2018 và chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ chỉ bước vào giai đoạn đầu với mặt bằng lãi suất vẫn thấp.
2. Các nhà lập pháp Việt Nam sẽ có một năm bận rộn với kế hoạch cải cách thuế trên diện rộng. Đáng chú ý nhất là đề xuất tăng thuế tiêu dùng (gồm thuế VAT và thuế tiêu thụ đặc biệt) và điều chỉnh thuế thu nhập (thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân) do áp lực nợ công tăng cao. Mới đây, Bộ Tài Chính tái đề xuất tăng thuế VAT từ 10% lên 11% trong năm 2019 thay cho mức tăng lên 12% trước đó. Dưới góc độ kinh tế vĩ mô, việc tăng thuế tiêu dùng có thể sẽ tác động tiêu cực tới tăng trưởng kinh tế khi tiêu dùng đóng góp trên 70% vào GDP Việt Nam. Bên cạnh đó, hoạt động



- của nền kinh tế ngầm, ước đạt 15,1% GDP, có thể sẽ sôi động hơn. Dưới góc nhìn vĩ mô, các ngành chủ đạo như tiêu dùng – bán lẻ và bất động sản là những ngành chịu tác động tiêu cực rõ nét nhất.
3. Thông qua đề án phát triển các đơn vị hành chính – kinh tế đặc biệt, gồm Vân Đồn, Bắc Vân Phong và Phú Quốc. Nhìn lại lịch sử 30 năm phát triển của Việt Nam, tăng trưởng GDP trung bình 10 năm liên tục giảm từ 7,4%/năm (1990-1999); 7,0% (2000-2009) và 6,2% (2010-nay) khi hiệu quả từ các mô hình như Khu chế xuất, Khu công nghiệp, Khu công nghệ cao, Khu kinh tế mở,... yếu đi và đà tăng trưởng của nền kinh tế ngày càng phụ thuộc vào một số DN FDI lớn. Các đơn vị hành chính – kinh tế đặc biệt chứa đựng những hi vọng về một động lực tăng trưởng mới của Việt Nam. Tại đây, các ngành nghề được ưu tiên tập trung vào một số lợi thế so sánh tương đối của Việt Nam, gồm logistics và du lịch. Dựa trên lộ trình phát triển, xây dựng cơ sở hạ tầng, du lịch nghỉ dưỡng, trung tâm thương mại, cảng biển và các dịch vụ hậu cần,... sẽ là các lĩnh vực được hưởng lợi.
 4. Năm 2018 sẽ chứng kiến quá trình đàm phán hàng loạt các hiệp định thương mại song và đa phương. Ngay từ đầu năm, dự kiến các quốc gia thành viên của CPTPP sẽ nhóm họp tại Nhật Bản nhằm tiếp tục xử lý các vấn đề chưa đạt được đồng thuận cũng như tiến hành rà soát pháp lý để sớm kết thúc đàm phán. Trường hợp tích cực nhất, chúng tôi cho rằng CPTPP có thể sẽ được ký kết trong năm 2018. Trái ngược, hiệp định đa phương RCEP khả năng tiếp tục trì hoãn khá lớn khi bất đồng giữa các nước vẫn khá lớn, đặc biệt liên quan đến yêu cầu mở cửa lĩnh vực đầu tư của Trung Quốc. Trong khi đó, dù đã kết thúc đàm phán nhưng hiệp định FTA Việt Nam – EU (EVFTA) vẫn chưa thể đi vào thực thi. Mới đây, phía EU đề xuất tách riêng nội dung về bảo hộ đầu tư thành một hiệp định riêng, được gọi là Hiệp định bảo hộ đầu tư. Nội dung hiệp định mới này bao gồm bảo hộ đầu tư và giải quyết tranh chấp đầu tư, sẽ được phê chuẩn của Nghị viện châu Âu và Nghị viện các nước thành viên Việt Nam. Nhìn rộng ra bức tranh thương mại toàn cầu, đàm phán Brexit, tái đàm phán NAFTA, FTA Nhật Bản – EU, FTA Hàn Quốc – Mỹ,... là những điểm nhấn trong năm nay.

Về rủi ro, chúng tôi đưa ra một số cảnh báo:

- Dòng vốn tín dụng chảy sang các khu vực rủi ro cao như thị trường nhà đất. Theo khảo sát của chúng tôi, tại Hồ Chí Minh, giá nhà đất tăng khá mạnh tại một số điểm nóng như Quận 9, Thủ Đức, Gò Vấp,... do thông tin xây dựng cơ sở hạ tầng. Đây cũng là diễn biến chung tại các quận, huyện xung quanh Hà Nội. Ngoài ra, diễn biến giá đất tại thành phố loại I và II hay các khu vực được quy hoạch như quanh sân bay Long Thành, các đơn vị hành chính – kinh tế,... cũng được nhắc đến nhiều trên các phương tiện thông tin đại chúng. Theo báo cáo từ Ban Kinh Tế Trung Ương, dư nợ cho vay mua nhà đã tăng 75% YoY trong năm 2017, tương ứng khoảng trên 12 tỷ USD. Tuy nhiên, do quy mô tiêu thụ căn hộ tại Hà Nội và Hồ Chí Minh chỉ đạt 60.000-70.000 căn hộ/năm, tương đương 8-9 tỷ USD. Với tỷ lệ vay vốn ngân hàng phổ biến ở mức 50%-70% tổng giá trị căn hộ thì một lượng lớn tín dụng chảy sang khu vực bất động sản nhà đất. Đáng chú ý, bong bóng đầu cơ trên thị trường bất động sản nhà đất sẽ rất khó để dập tắt nếu đã hình thành và khả năng can thiệp của cơ quan nhà nước cũng tương đối hạn chế.
- Chủ nghĩa bảo hộ chuyển sang giai đoạn mới khi hàng loạt các hiệp định thương mại song phương và đa phương phải tái đàm phán. Là một nền kinh tế có độ mở cao và chịu tác động mạnh từ hoạt động xuất-nhập khẩu của khối DN FDI, Việt Nam được dự báo là một trong những quốc gia bị ảnh hưởng mạnh nếu quan hệ thương mại toàn cầu trở nên tiêu cực. Hiện tại, hai đối tác thương mại quan trọng của Việt Nam, Hàn Quốc và Mỹ đang tiến hành tái đàm phán hiệp định thương mại song phương KORUS FTA. Chúng tôi nhấn mạnh Hàn Quốc lần đầu tiên vượt qua Trung Quốc để trở thành quốc gia cung cấp nhiều hàng hóa, máy móc thiết bị nhất cho Việt Nam. Trong khi đó, Mỹ vẫn đang là quốc gia nhập khẩu nhiều hàng hóa từ Việt Nam nhất trong số các đối tác thương mại.

Tóm lại, môi trường kinh doanh trong nước sẽ tiếp tục được cải thiện dựa trên nền tảng kinh tế vĩ mô ổn định. Sự chuyển động của nền kinh tế gắn với 1) Đa dạng hóa nguồn huy động vốn của các doanh nghiệp thông qua thị trường vốn, 2) Đẩy mạnh quá trình thoái vốn và thúc đẩy các doanh nghiệp quy mô lớn niêm yết/đăng ký giao dịch để tăng quy mô có thể đầu tư khi dòng vốn lớn từ bên ngoài chảy vào, 3) Mở cửa thị trường bán lẻ và phân phối sản phẩm, đặc biệt lĩnh vực xăng dầu và 4) Kiểm soát

chặt chẽ giá cả hàng hóa nhằm kiểm chế lạm phát và hướng tới mặt bằng lãi suất cạnh tranh với các nước ASEAN.

Bảng 1: Dự báo một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2018

	2015	2016	2017	2018F
TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ	6,68%	6,25%	6,81%	6,7-7,0%
CÂN CÂN THƯƠNG MẠI (TỶ USD)	-4,1	+1,5	+2,9	+1,8
TĂNG TRƯỞNG XUẤT KHẨU	8,1%	9,0%	21,2%	13,8%
TĂNG TRƯỞNG NHẬP KHẨU	12,0%	5,3%	20,8%	14%
LẠM PHÁT	0,6%	4,74%	3,53%	3,71%
LÃI SUẤT TÁI CẤP VỐN	6,5%	6,5%	6,25%	6,25%
LÃI SUẤT OMO	5,0%	5,0%	5,0%	4,75%
TĂNG TRƯỞNG CUNG TIỀN	14,5%	16,2%	17,0%	16,0%
TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG	17,3%	18,7%	19,3%	18,0%
THÂM HỤT NGÂN SÁCH	4,6%	3,9%	3,5%	3,5%
TỶ GIÁ	22.485	22.761	22.715	23.014

Nguồn: RongViet Securities

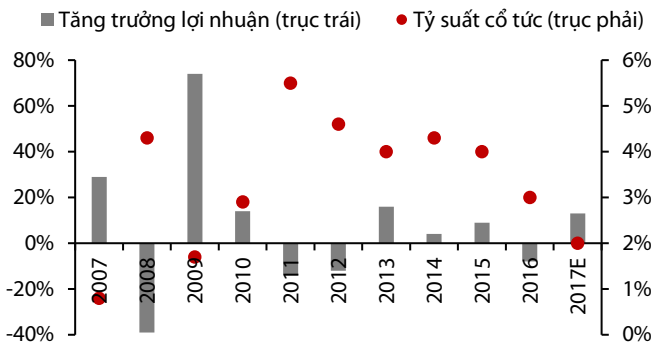
TRIỂN VỌNG TTCK 2018: CHỜ THẤY SÓNG CẢ MÀ NGÃ TAY CHÈO

Thien Bui (thien.bv@vdsc.com.vn)

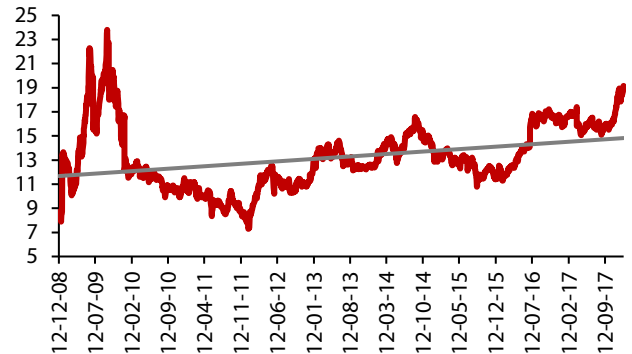
Nhìn lại năm 2017

Ngay cả những nhà đầu tư lạc quan nhất cũng không thể nghĩ đến kịch bản cả 2 chỉ số chứng khoán liên tục bứt phá với mức tăng lần lượt 48% và 46% cho VNIndex và HNXIndex. Tăng trưởng EPS của VNIndex rất tốt ở mức 19,6% song song với việc mức PE của thị trường tăng 17%.

Hình 3: Tăng trưởng lợi nhuận và tỷ suất cổ tức VNIndex



Hình 4: PE VNIndex từ 2009



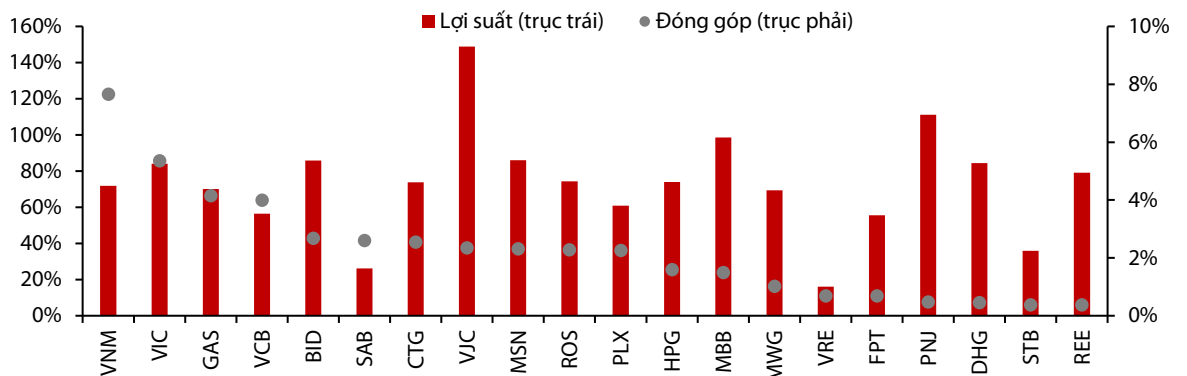
Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities

Nhìn lại năm 2017

Ngay cả những nhà đầu tư lạc quan nhất cũng không thể nghĩ đến kịch bản cả 2 chỉ số chứng khoán liên tục bứt phá với mức tăng lần lượt 48% và 46% cho VNIndex và HNXIndex. Tăng trưởng EPS của VNIndex rất tốt ở mức 19,6% song song với việc mức PE của thị trường tăng 17%.

Một số đặc điểm của thị trường năm 2017 có thể nhận thấy đó là:

Hình 5: 20 cổ phiếu đóng góp nhiều nhất vào mức tăng VNIndex



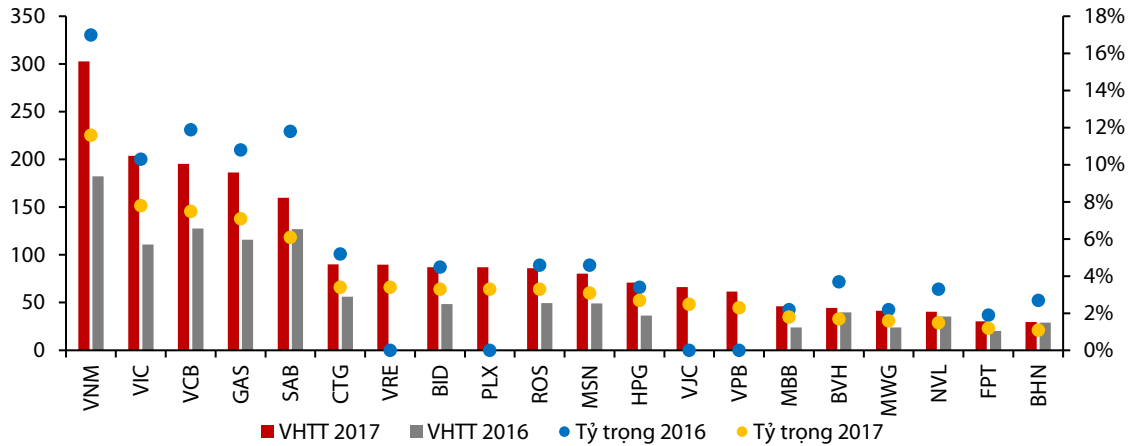
Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities

Thứ nhất, các cổ phiếu vốn hóa lớn đóng góp chính vào mức tăng của VNIndex. Điều này thể hiện qua góc nhìn ở nhóm các chỉ số, VN30 – đại diện cho các cổ phiếu vốn hóa lớn tăng điểm tốt nhất, vượt trội so với chỉ số VNIndex. Top 20 cổ phiếu vốn hóa lớn nhất có mức tăng trung bình 73% đóng góp 45% vào mức tăng cho chỉ số VNIndex.

Thứ hai, quy mô vốn hóa thị trường có sự thay đổi đáng kể. Tổng vốn hóa của 3 sàn đạt hơn 70% GDP. Ngoài việc một số cổ phiếu vốn hóa lớn niêm yết năm 2017 tác động thì các cổ phiếu sẵn có vẫn giữ vai trò chủ yếu, đóng góp nhiều vào mức gia tăng vốn hóa. Một số cổ phiếu như VNM, VCB, SAB... có sự tăng trưởng vốn hóa đáng kể. Cụ thể như trên sàn HSX, 12,7% vốn hóa đến từ số mã niêm yết mới và 87,3% đến từ các

mã đã có sẵn. Đáng chú ý, vốn hóa sàn Upcom tăng mạnh nhất, gấp 6 lần so với năm 2016 nhờ vào việc sàn này ghi nhận thêm 324 trường hợp niêm yết mới, rất chênh lệch so với con số 26 của sàn HSX và 17 của HNX. Nhiều doanh nghiệp lớn lựa chọn niêm yết trên UPCOM như HVN, ACV, LPB, VIB.

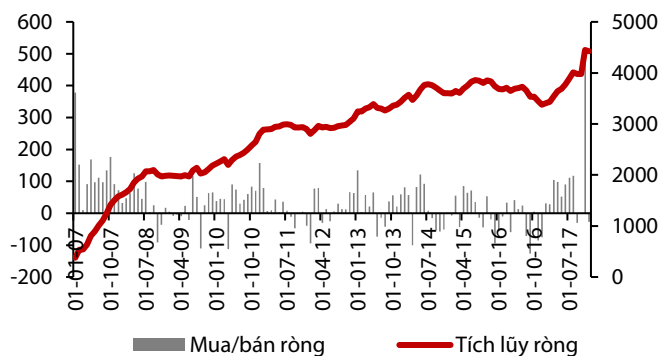
Hình 6: 20 cổ phiếu đóng góp nhiều nhất vào mức tăng VNIndex



Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities

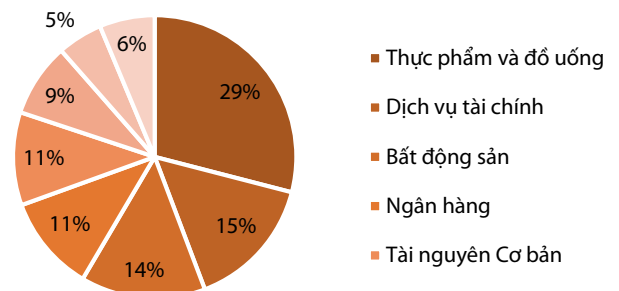
Thứ ba, thanh khoản bình quân một phiên tăng mạnh 63% trên 2 sàn chính. Trên HSX, nhóm VN30 và VNMid nhận thấy sự cải thiện thanh khoản rõ rệt với mức tăng lần lượt là 55% và 82%. Nhóm VNSML ngược lại ghi nhận mức sụt giảm về thanh khoản. Điều này phần nào phản ánh dòng tiền của nhà đầu tư nhỏ lẻ đã có sự quan tâm hơn đến các cổ phiếu vốn hóa lớn thay vì chỉ tìm kiếm lợi nhuận ở nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa như giai đoạn 2015 và 2016. Thanh khoản tăng ngoài dòng tiền nội cũng phải kể đến dòng vốn ngoại. Khối ngoại đã tích lũy ròng hơn 23.000 tỷ đồng trong năm 2017 (chưa tính thương vụ 4,8 tỷ USD từ SAB). Năm 2017 khá đặc biệt khi khối ngoại mua ròng trong cả bốn quý trong khi các năm trước đây thì 7 tháng đầu năm là giai đoạn tích lũy ròng trong khi 5 tháng tiếp theo sẽ là giao dịch mua/bán ròng đan xen.

Hình 7: Giá trị tích lũy của vốn ngoại (đvt: triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities

Hình 8: Mua bán ròng của khối ngoại phân theo nhóm ngành



2 quỹ ETF ngoại diễn biến trái chiều. Nếu như quỹ VanEck Vectors Vietnam ETF hút ròng 2,2 triệu USD thì quỹ db x-trackers FTSE Vietnam UCITS ETF lại bị rút ròng 38,9 triệu USD. So với năm 2016, diễn biến của 2 quỹ ETFs rõ ràng đã có sự cải thiện tích cực hơn rất nhiều.

Nhận định triển vọng thị trường năm 2018

Thị trường năm 2018 tiếp tục sôi động với các thương vụ lớn

Có ba lý do chính khiến chúng tôi tin rằng sự sôi động từ các thương vụ IPO và thoái vốn lớn, được quan sát trong những thời gian gần đây sẽ tiếp diễn trong năm 2018.

Nhiều thương vụ vẫn chưa thể hoàn thành trong năm 2017, được dự kiến sẽ chuyển sang năm sau.

Theo kế hoạch thoái vốn được công bố, Nhà nước sẽ tiến hành cổ phần hóa 44 doanh nghiệp, và thực hiện thoái vốn tại 135 doanh nghiệp (trong đó có khoảng 66 doanh nghiệp đang được giao dịch trên HSX, HNX

và UPCoM) với nhiều tên tuổi nổi bật như VICEM, IDICO, TCT Lương thực miền Nam, TCT Phát điện 3. Tuy nhiên, tỷ lệ đã thực hiện là không cao do nhiều công ty có cấu trúc hoạt động và tài chính phức tạp, đòi hỏi mất nhiều thời gian cho việc định giá và soát xét.

Bảng 2: Các thương vụ IPO và thoái vốn đã thực hiện qua các năm

IPO	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Số lượng	3	17	48	81	88	24
Giá trị (tỷ đồng)	76,5	685,5	7.909,2	6.329,5	7.626,7	2.712,9
Thoái vốn(*)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Số lượng	1	3	26	75	21	11
Giá trị (tỷ đồng)	44,8	33,4	427,7	236,0	12.387,6	119.261,0

Nguồn: FiinPro, RongViet Securities

(*) Chỉ xét các công ty đang được giao dịch trên HSX, HNX và UPCoM

Đổi lại, giá trị của các thương vụ là rất lớn so với các năm trước. Gần đây nhất là việc Thai Beverage mua lại 51% cổ phần của SAB với tổng giá trị gần 110 nghìn tỷ đồng, hay trước đó là thương vụ thoái vốn thành công của VNM với tổng giá trị gần 9 nghìn tỷ đồng. Chỉ riêng hai thương vụ này đã mang về cho Nhà nước số tiền cao hơn 5 năm trước đó cộng lại. Sự hứng thú của nhà đầu tư nước ngoài đối với các doanh nghiệp Nhà nước đang chứng minh cho sức hấp dẫn của hoạt động thoái vốn hiện nay.

Các thông tư, nghị định gần đây của Chính phủ về cổ phần hóa, thoái vốn cũng là điểm tích cực đáng chú ý. Nghị định 126/2017/NĐ-CP liên quan đến IPO được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư chiến lược (cắt giảm thời gian hạn chế chuyển nhượng từ 5 năm xuống 3 năm), đảm bảo thông tin được công khai, minh bạch hơn (trong thời hạn tối đa 90 ngày kể từ ngày kết thúc IPO, doanh nghiệp cổ phần hóa phải hoàn tất thủ tục đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch Upcom). Còn đối với thoái vốn, dự thảo sửa đổi Nghị định 91 nếu được thông qua kỳ vọng sẽ rút ngắn và đơn giản hơn quy trình thoái vốn (cắt giảm các bước chuyển nhượng vốn Nhà nước/DNN từ 3 bước, còn 2 bước).

Bảng 3: Một số thương vụ IPO lớn trong thời gian tới

STT	Mã	Tên công ty	VCSH (tỷ đồng)	Free-float	Giá khởi điểm kỳ vọng (VND/cp)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn hóa điều chỉnh free-float (VND Bn)
1	VRG	Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	26.141	11,9%	13.000	33.983	4.044
2	PVOil	Tổng CT Dầu Việt Nam	10.342	20,0%	13.400	13.858	2.772
3	PVPower	Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam	23.419	20,0%	14.400	33.723	6.745
4	VNF2	Tổng Công ty Lương thực Miền Nam	2.823	N/A	N/A	N/A	N/A
5	BSR	Công ty TNHH MTV Lọc - Hóa dầu Bình Sơn	31.005	8,0%	14.600	45.267	3.621
6	TCB	Techcombank	8.878	N/A	57.500	51.049	N/A
7	VICEM	Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam	12.360	N/A	N/A	N/A	N/A
8	HDBANK	HDBank	8.100	N/A	32.000	25.920	N/A
9	TPBANK	TPBank	5.842	N/A	24.500	14.313	N/A
10	THA	Thaco	4.145	N/A	170.000	70.465	N/A

Nguồn: RongViet Securities

Như vậy, cùng với sự thành công của các thương vụ IPO, thoái vốn, một lượng vốn đầu tư lớn được kỳ vọng sẽ tiếp tục chảy vào thị trường trong năm sau, hay nói cách khác, thanh khoản và mức vốn hóa thị trường sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2018. Thêm vào đó, hoạt động của các doanh nghiệp Nhà nước được kỳ vọng sẽ hiệu quả và minh bạch hơn cũng là những điểm sáng mà thị trường có thể trông chờ.

Bảng 4: Danh sách dự kiến 40 cổ phiếu vốn hóa lớn nhất trong năm 2018

STT	Mã	Công ty	Vốn hóa (nghìn tỷ VND)	STT	Mã	Công ty	Vốn hóa (nghìn tỷ VND)
1	VNM	Vinamilk	293,2	21	NVL	Đầu tư Địa ốc No Va (Novaland)	38,3
2	VIC	VinGroup	193,9	22	ACB	Ngân hàng Á Châu	34,3
3	VCB	Vietcombank	176,3	23	VRG	Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	34,0
4	GAS	PetroVietnam Gas	176,2	24	PVPower	Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam	33,7
5	SAB	SABECO	171,5	25	FPT	FPT	29,9
6	VRE	Vincom Retail	87,1	26	BHN	HABECO	29,5
7	BID	BIDV	83,8	27	HDBANK	HD Bank	25,9
8	CTG	VietinBank	83,6	28	STB	Sacombank	22,6
9	PLX	Petrolimex	81,1	29	VCS	VICOSTONE	19,6
10	MSN	Tập đoàn Masan	79,7	30	CTD	Xây dựng Cotecccons	16,7
11	ROS	Xây dựng FLC FAROS	79,2	31	EIB	Eximbank	15,2
12	THA	Ô tô Trường Hải	70,5	32	DHG	Dược Hậu Giang	14,9
13	HPG	Hòa Phát	66,7	33	TPBANK	Tien Phong Bank	14,3
14	VJC	Vietjet Air	64,4	34	PNJ	Vàng Phú Nhuận	14,2
15	VPB	VPBank	60,4	35	PVOil	Tổng CT Dầu Việt Nam	13,9
16	TCB	TechcomBank	51,0	36	SSI	Chứng khoán Sài Gòn	13,7
17	BSR	Lọc - Hóa dầu Bình Sơn	45,3	37	REE	Cơ Điện Lạnh REE	13,2
18	MBB	MBBank	45,2	38	GMD	Gemadept	11,6
19	MWG	Thế giới di động	40,9	39	SBT	Mía đường Thành Thành Công - Biên Hòa	11,5
20	BVH	Tập đoàn Bảo Việt	40,7	40	VGC	Tổng Công ty Viglacera	11,2

Nguồn: FiinPro, RongViet Securities

Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục tăng trưởng tốt là điểm tựa để thị trường tiếp tục xu hướng tăng

VNIndex tiếp tục hướng đến mốc điểm cao hơn dựa trên nền tảng lợi nhuận các doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng tốt. Sử dụng top 50 cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất hiện tại, đại diện cho 88% vốn hóa thị trường, mức tăng trưởng EPS dự kiến là 19%. Nếu tính thêm các khả năng pha loãng của một số cổ phiếu ngân hàng thì mức tăng trưởng này ước tính là 17%. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng P/E thị trường sẽ không suy giảm do nhiều yếu tố thuận lợi về vĩ mô trong và nước đồng thời dòng tiền của nhà đầu tư trong và ngoài nước đổ vào thị trường rất mạnh. Do đó, vùng điểm hợp lý của VNIndex cho năm 2018 sẽ rơi vào khoảng 1.151 điểm – 1.170 điểm.

Ngoài ra, một kịch bản tích cực hơn đó là P/E của thị trường thậm chí còn được nâng lên đáng kể 25% - 40% trong điều kiện thị trường được sớm xem xét thăng hạng ngay trong năm 2018. Tuy nhiên, chúng tôi không đánh giá cao kịch bản này mà cho rằng đây sẽ câu chuyện dài hạn.

	EPS +17%	EPS +19%
P/E không thay đổi	1.151 điểm	1.170 điểm
P/E tăng 25%	1.439 điểm	1.464 điểm
P/E tăng 40%	1.612 điểm	1.639 điểm

Nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi theo chuẩn MSCI hỗ trợ dài hạn cho thị trường

Như đã từng đề cập trong Báo cáo chiến lược 2016, câu chuyện dài hạn cho TTCK Việt Nam là vấn đề thăng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi theo chuẩn phân loại của MSCI. Câu chuyện này được nhắc lại ngày một nhiều, nhất là trong năm 2017 khi mà thị trường thu hút một lượng vốn đầu tư

từ nước ngoài khổng lồ. Nhắc sơ lại các tiêu chí của MSCI để đánh giá thì có 3 nhóm tiêu chí (A), (B), (C) MSCI dùng để phân hạng thị trường

Đầu tiên là nhóm (A) liên quan đến sự phát triển của nền kinh tế - chỉ nhằm phân loại giữa thị trường phát triển và thị trường mới nổi nên không có vai trò trọng yếu trong việc xem xét nâng hạng giữa thị trường cận biên và mới nổi.

Nhóm (B) là nhóm tiêu chí định lượng, xác định dựa trên những yêu cầu tối thiểu về vốn hóa, vốn hóa tự do lưu hành và thanh khoản để có thể đầu tư của MSCI. Nhóm (B) là nhóm tiêu chí định lượng, xác định dựa trên những yêu cầu tối thiểu về vốn hóa, vốn hóa tự do lưu hành và thanh khoản để có thể đầu tư của MSCI. Số lượng doanh nghiệp tối thiểu phải thỏa điều kiện là 3 doanh nghiệp và hiện tại Việt Nam đã có 7 doanh nghiệp đạt yêu cầu là VNM, VIC, MSN, HPG, MWG, MBB, VCB, trong khi trong kỳ review năm 2016, theo chúng tôi ước tính chỉ có 3 doanh nghiệp là VNM, VIC và MSN.

Nhóm (C) lại mang tính chất định tính hơn, gồm 18 tiêu chí nhỏ hơn là tập hợp các vấn đề quan tâm của các nhà đầu tư tổ chức quốc tế khi đầu tư vào một thị trường. Trong lần đánh giá gần đây vào năm 2016 thì hầu như không có sự thay đổi đáng kể so với năm 2015. Nhóm tiêu chí về “tính mở đối với nhà đầu tư nước ngoài” khá quan trọng thì Việt Nam vẫn còn chưa hoàn thiện được nhiều trong khi các thị trường khác như Pakistan (đã được thăng hạng), Argentina, Bangladesh, Sri Lanka đều không gặp vấn đề ở nhóm tiêu chí này. Vấn đề về sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài mặc dù đã được tiến hành cải thiện từ cuối năm 2015 nhưng đến nay thì quá trình mở room ở các công ty vẫn còn tương đối chậm. Kể đến, tiêu chí về “mức độ tự do trên thị trường ngoại hối” vẫn còn bị bỏ ngỏ do việc chuyển đổi giữa VND và ngoại tệ khi chuyển tiền ra còn một số hạn chế nhất định. Bên cạnh đó, MSCI cũng đánh giá thanh khoản trên thị trường onshore còn khá thấp. Các chỉ tiêu về “cơ sở hạ tầng của thị trường” cũng mới chỉ được hoàn thiện 3/7 chỉ tiêu. Tuy vậy, nếu nhìn sang Pakistan hoặc Argentina – thị trường được kỳ vọng vào danh sách xem xét trong lần review sắp tới thì có lẽ tiêu chí này không trọng yếu lắm.

C. Khả năng tham gia thị trường	Việt Nam	Argentina	Sri Lanka	Bangladesh	Pakistan (Mới nổi)
C.1 Tính mở đối với nhà ĐTNN					
Yêu cầu về tiêu chuẩn đối với NĐT	++	++	+	++	++
Hạn chế về sở hữu của nhà ĐTNN	-/?	++	++	++	++
Tỷ lệ sở hữu của nhà ĐTNN	-/?	++	++	++	++
Quyền bình đẳng cho nhà ĐTNN	-/?	+	++	++	++
C.2 Sự thông thoáng cho dòng vốn					
Mức độ hạn chế dòng chảy vốn	++	+	++	+	++
Mức độ tự do trên thị trường ngoại hối	-/?	+	-/?	-/?	+
C.3 Tính hiệu quả của cơ chế hoạt động thị trường					
Gia nhập thị trường					
Đăng ký và mở tài khoản giao dịch	-/?	-/?	-/?	-/?	+
Tổ chức thị trường					
Quy định	+	+	++	+	+
Tính cạnh tranh					
Thông tin trên thị trường	-/?	+	++	++	++
Cơ sở hạ tầng thị trường					
Thanh toán bù trừ	-/?	-/?	-/?	+	+
Lưu ký	++	++	++	+	++
Đăng ký	++	++	++	++	++
Giao dịch	++	+	-/?	-/?	++
Khả năng chuyển đổi	-/?	+	-/?	+	++
Cho vay chứng khoán	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?
Bán khống	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?
Cơ chế định chế tài chính	+	-/?	+	+	-/?

Nguồn: MSCI, RongViet Research

Chú thích: ++: không có vấn đề, +: không có vấn đề trọng yếu, có thể cải thiện thêm, -/? : cần cải thiện thêm để có thể đánh giá

Như vậy, các vấn đề nhóm (C), cụ thể trong đó trọng yếu như tính mở với nhà đầu tư nước ngoài, tính mở thị trường ngoại hối, hạ tầng thị trường sẽ ảnh hưởng nhiều đến khả năng thăng hạng của TTCK Việt Nam hơn là tiêu chí về thanh khoản và vốn hóa. Do đó, việc IPOs, niêm yết mới tuy tác động nhiều về mặt định lượng nhưng khía cạnh định tính cần phải xem xét thêm liệu rằng thay đổi về “lượng” có đủ để “chất” thay đổi.

Những thay đổi này được đánh giá một cách định tính thông qua quan sát và khảo sát của MSCI với các nhà đầu tư nước ngoài. Việc thị trường Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ top đầu thế giới trong năm 2017 đã gây chú ý được với nhiều nhà đầu tư, tức là trước khi ra thông báo chính thức thăng hạng thì MSCI sẽ đưa thị trường vào danh sách theo dõi và cần một năm để xem xét, lấy ý kiến đánh giá về các yếu tố cải thiện từ các nhà đầu tư.

Do đó, chúng tôi cho rằng kịch bản được xem xét ngay trong năm 2018 không xảy ra. Thay vào đó, nếu những thay đổi diễn ra tích cực thì việc được đưa vào “watchlist” có thể kỳ vọng vào giữa năm 2019 và sẽ mất thêm 2 năm để TTCK Việt Nam chính thức nằm trong nhóm các thị trường mới nổi.

Thị trường kỳ vọng tích cực nhưng vẫn có những rủi ro nhất định

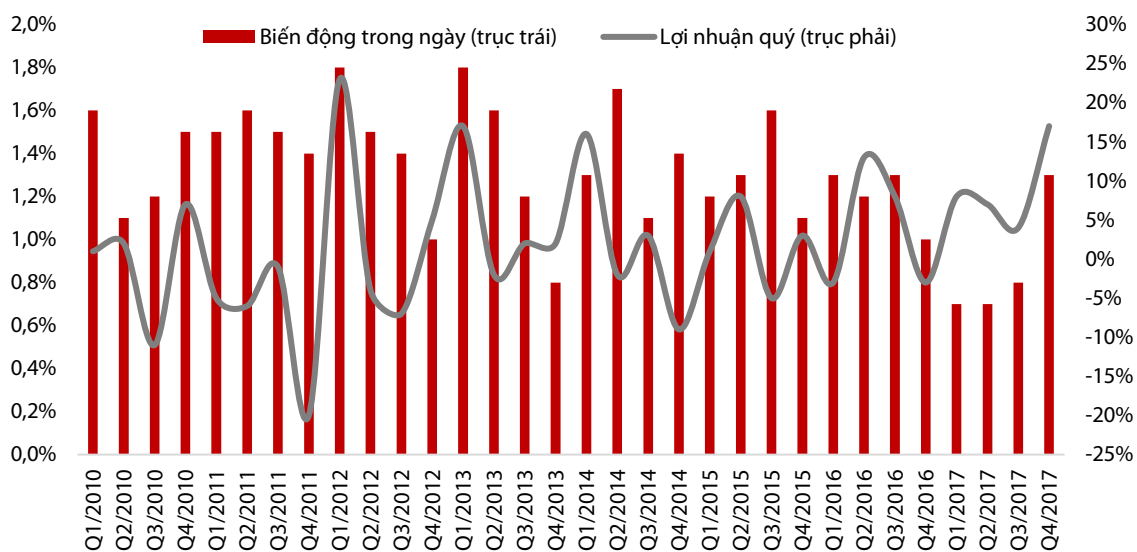
Bức tranh thị trường năm 2018 khá tươi sáng với nhiều cơ hội cho nhà đầu tư nhưng vẫn có những rủi ro nhất định. Chúng tôi chưa nhận thấy rủi ro nào thực sự quá lớn để đảo chiều hoàn toàn xu thế của thị trường trong năm 2018. Một vài rủi ro có thể đề cập đến như:

Thứ nhất, rủi ro từ các vụ việc xử lý các sai phạm quản lý doanh nghiệp nhà nước. Trong năm 2017, khi chính phủ đẩy mạnh việc xử lý sai phạm tại nhiều ngân hàng, tập đoàn lớn như PVN thì thị trường vẫn không có phản ứng tiêu cực. Trong giai đoạn thị trường “con bò” thì tâm lý rất tốt và có thể không bị tác động bởi những sự kiện này. Tuy nhiên, nếu những sự kiện này diễn ra trong giai đoạn thị trường điều chỉnh tạm thời thì vẫn có thể bị “khuếch đại” hệ quả, qua đó có thể làm nhịp điều chỉnh mạnh và kéo dài hơn.

Thứ hai, sự trì trệ của hoạt động thoái vốn nhà nước, niêm yết nhà nước cũng có thể trở thành một yếu tố kém thuận lợi cho thị trường. Câu chuyện về “đổi mới doanh nghiệp nhà nước” thực ra đã được đề cập từ năm 2015 và cũng có những dấu ấn nhất định trong năm 2016. Các doanh nghiệp mới niêm yết và thoái vốn nhà nước thực chất cũng tác động lên thị trường năm 2017 nhưng lại bắt nguồn từ các doanh nghiệp tư nhân như VJC, VRE và lẻ tẻ những đợt thoái vốn PLX, VNM, SAB hay danh sách 4 trong số 10 “cổ phiếu SCIC thoái vốn”. Điều này cho thấy kỳ vọng của thị trường vào vấn đề này lớn dần theo thời gian từ giai đoạn giữa đến cuối năm 2017. Nhà đầu tư cũng kỳ vọng 2018 – 2019 sẽ là đỉnh điểm của hoạt động đổi mới doanh nghiệp nhà nước và rất sẵn sàng tham gia đấu giá IPO, tìm cổ phiếu OTC. Do vậy, nếu quá trình lại tiếp tục bị trì trệ thì sẽ ảnh hưởng đến niềm tin của không chỉ nhà đầu tư trong mà lẫn nhà đầu tư ngoài nước.

Thứ ba, độ biến động trong phiên đang tăng. Chênh lệch giữa mức cao nhất và thấp nhất phiên ngày một mạnh, tăng dần trong giai đoạn 2 quý cuối năm 2017 và đang ở ngay mức bình quân 1,3% kể từ năm 2010. Quan sát biến động trong quá khứ thì khi độ biến động này tăng lên mức cao như vậy thì mức sinh lợi sẽ sụt giảm trong vài quý kế tiếp và thậm chí bị âm.

Hình 9: Độ biến động trong ngày



Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities

Cuối cùng, những biến động địa – chính trị trong khu vực và quốc tế cũng có thể tác động đến thị trường. Một vài sự kiện tiêu biểu trong vài năm gần đây có thể kể đến như Trung Quốc thay đổi cơ chế tỷ giá (08/2015), Brexit (06/2017) hay căng thẳng bán đảo Triều Tiên... Những sự kiện này hoặc tác động thẳng vào tâm lý nhà đầu tư, hoặc tác động vào vĩ mô của Việt Nam như tỷ giá, cán cân thương mại...

CHIẾN LƯỢC VÀ Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ 2018

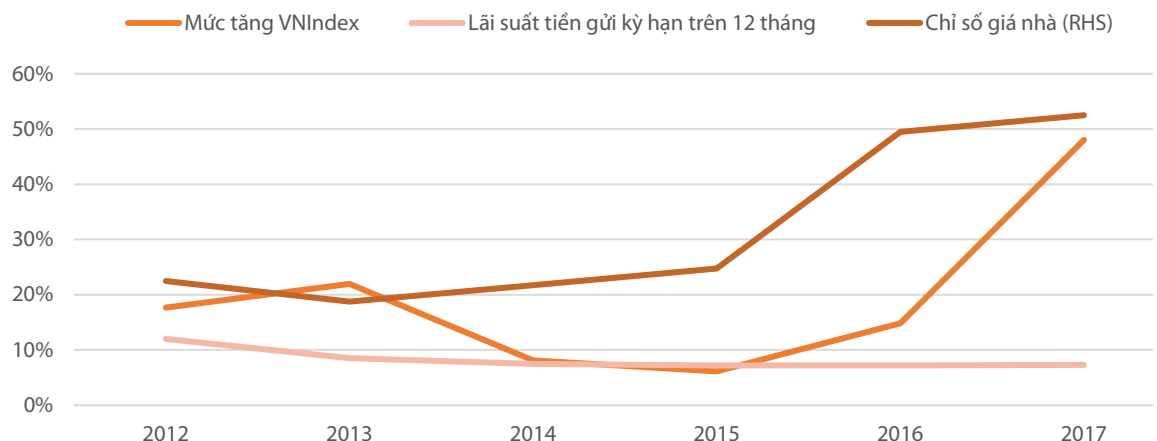
Lam Nguyen (lam.ntp@vdsc.com.vn)

Năm 2018 là năm thứ ba mà Chính phủ nhiệm kỳ mới thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế giai đoạn 5 năm (2016 – 2020), trong đó cải cách thể chế và cải thiện môi trường kinh doanh là những trọng điểm được ưu tiên. Trong giai đoạn đặc trưng như trên, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán, với vai trò là phong vũ biểu của nền kinh tế, sẽ là kênh đầu tiên phản ánh những chuyển động tích cực trên:

Niềm tin của Nhà đầu tư được củng cố bởi nỗ lực thực hiện cam kết của Chính phủ và sự cải thiện của các biến số vĩ mô. Môi trường kinh doanh tiếp tục được chú trọng cải thiện thông qua các chủ trương bãi bỏ điều kiện kinh doanh của Chính phủ và các bộ ngành. Cụ thể, Nghị định 08/2018/NĐ-CP bãi bỏ khoảng 600/1.200 điều kiện kinh doanh trong ngành công thương. Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn chuẩn bị bãi bỏ 34% điều kiện kinh doanh và đơn giản hoá phần lớn các điều kiện khác. Bộ Xây dựng cũng chỉ đạo quyết liệt, không những bãi bỏ điều kiện mà bãi bỏ cả ngành nghề kinh doanh có điều kiện. Về tăng trưởng kinh tế, RongViet Research dự báo **tăng trưởng GDP năm 2018 sẽ đạt 6,7% đối với kịch bản cơ sở, và đạt 7,0% đối với kịch bản tích cực**. Các nhân tố đóng góp tích cực bao gồm sự phục hồi mạnh hơn của lĩnh vực nông nghiệp, sản xuất công nghiệp dự báo tăng trưởng hơn 12% nhờ đóng góp của khu vực FDI (Samsung, Formosa...), khu vực dịch vụ (gồm bán buôn, bán lẻ, tài chính, bảo hiểm, vận tải,...) dự báo sẽ đóng góp trên 50% vào tăng trưởng GDP.

Môi trường lãi suất thấp và tỷ giá ổn định sẽ làm tăng sự hấp dẫn cho các kênh đầu tư có mức sinh lời cao hơn như chứng khoán và bất động sản. Định hướng giảm lãi suất được nhà điều hành thể hiện khá rõ thông qua đợt cắt giảm 0,25 điểm phần trăm lãi suất OMO, cộng với nguồn tiền gửi dồi dào từ Ngân sách Nhà nước và môi trường lạm phát thấp (dự báo khoảng 3,8 – 4% cho năm 2018), chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất năm 2018 sẽ chưa có nhiều biến động so với năm 2017. Bên cạnh đó, dự báo Việt Nam sẽ có năm thứ ba liên tiếp ghi nhận thặng dư thương mại, cộng với nguồn dự trữ ngoại hối dồi dào (~54,5 tỷ USD tính đến giữa tháng 1/2018), NHNN sẽ chủ động hơn trong can thiệp thị trường ngoại hối, giúp tỷ giá USD/VND chỉ dao động nhẹ trong khoảng 1 – 2%. So với kênh đầu tư bất động sản cần có vốn đầu tư cao và hạn chế về thanh khoản thì chứng khoán sẽ là kênh thu hút dòng tiền gửi tiết kiệm tốt hơn.

Hình 10: Lãi suất tiết kiệm, chỉ số giá nhà và mức tăng VNIndex giai đoạn 2012 – 2017



Cuộc đua để TTCK Việt Nam được thăng hạng từ cận biên lên mới nổi là cơ hội để tăng sự minh bạch và chất lượng “hàng hóa” trên thị trường và tăng lựa chọn cho nhà đầu tư. Mặc dù không cho rằng Việt Nam sẽ được đưa vào danh sách xem xét thăng hạng trong năm 2018 do còn hạn chế về các tiêu chí định tính, chúng tôi nhìn thấy những nỗ lực hoàn thiện hạ tầng thị trường của nhà điều hành: (1) Hàng hóa cho NĐT đã có thêm chứng khoán phái sinh vào năm 2017 và dự kiến là chứng quyền có bảo đảm vào năm 2018, và (2) Nghiên cứu thực hiện giao dịch trong ngày (T+0), dịch vụ cho quỹ mở, quỹ

hưu trí cũng sẽ được đẩy nhanh trong năm 2018. Đây là những chuyển động tích cực và sẽ tăng tính hấp dẫn cho TTCK Việt Nam.

Với những lập luận trên, chúng tôi cho rằng 2018 vẫn là năm khả quan cho TTCK Việt Nam. Không chỉ dựa vào dòng vốn từ NĐT nước ngoài, tỷ suất sinh lợi khoảng 48% của VNIndex trong năm 2017 khiến TTCK trở nên hấp dẫn để lôi kéo kênh tiền gửi tiết kiệm gia nhập thị trường. Đây sẽ là lực cầu đối ứng hấp thụ nguồn cung cổ phiếu vào TTCK, dự báo cũng tăng mạnh không kém trong năm 2018, bao gồm nhóm doanh nghiệp Nhà nước IPO, niêm yết mới, và phát hành thêm.

Doanh nghiệp nhà nước dự kiến IPO năm 2018

STT	Mã	Tên	Vốn ĐL (tỷ đồng)
1	PVOil	Tổng công ty dầu Việt Nam	10.342
2	PVPower	TCT Điện Lực Dầu khí Việt Nam	23.419
3	BSR	Cty TNHH MTV lọc hóa dầu Bình Sơn	31.005
4	VRG	Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam	26.141
5	VNF2	TCT Lương thực Miền Nam	2.823
6	VICEM	TCT Công nghiệp xi măng Việt Nam	12.360
7	MOBIFONE	Mobifone	
8	GENCO 3	EVN Genco 3	

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Các cổ phiếu mới dự kiến niêm yết năm 2018

STT	Mã	Tên	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)
1	HDB	HDBank	8.100
2	BSR	Lọc hóa dầu Bình Sơn	31.005
3	PVOil	TCT dầu Việt Nam	10.342
4	PV Power	TCT điện lực dầu khí Việt Nam	23.419
5	TCB	Techcombank	8.878
6	TPB	TPBank	5.842
7	THA	Thaco	4.145
8	VEAM	VEAM Corporation	4.903

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Thoái vốn Nhà nước năm 2018

STT	Mã	Tên	Sàn	Vốn ĐL (tỷ đồng)	Tỷ lệ thoái
1	ACV	TCT Cảng hàng không Việt Nam – CTCP	Upcom	26.194	20%
2	PLX	Tập đoàn xăng dầu Việt Nam	HSX	23.238	25%
3	VGT	Tập đoàn dệt may Việt Nam	Upcom	7.608	53%
4	VNP	TCT Nhựa Việt Nam	SCIC	131	65%
5	DVN	TCT Dược Việt Nam	Upcom	2.459	30%
6	VGC	TCT Viglacera - CTCP	HNX	6.405	20%
7	DBD	CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định	Upcom	891	10%

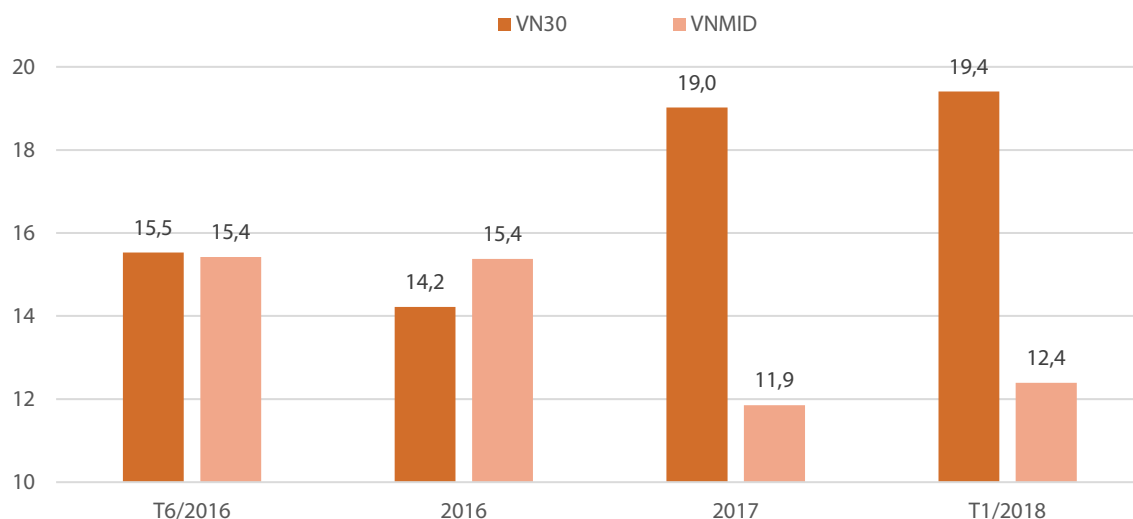
Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Cần trọng với dòng vốn đầu tư từ các quỹ mở và ETF. Cuối năm 2017 đến đầu năm 2018, dòng vốn nước ngoài gián tiếp gia nhập TTCK Việt Nam khá mạnh mẽ thông qua các quỹ đầu tư ETF và quỹ mở. Chính vì vậy, mức độ tham gia của NĐT nước ngoài trên sàn chứng khoán Việt Nam đã tăng từ mức 10 – 11% trong các năm trước lên khoảng 15% vào nửa cuối năm 2017. Chỉ riêng một tháng đầu năm 2018, NĐT nước ngoài đã mua ròng khoảng 8.000 tỷ đồng, tương đương 35% giá trị mua ròng cả năm 2017 (không tính giá trị thoái vốn Nhà nước tại SAB). Do đặc điểm đầu tư riêng biệt của quỹ ETF và quỹ mở là phân bổ danh mục đầu tư tập trung vào nhóm cổ phiếu có tỷ trọng vốn hóa lớn trong rổ VN30, dẫn đến mức định giá PE ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn đã tăng rất mạnh trong những tuần đầu năm 2018. PE nhóm VN30 tại thời điểm cuối tháng 1/2018 vào khoảng 19,4 lần, cao hơn 56% so với PE của nhóm vốn hóa trung bình.

Nhờ hấp lực tốt với dòng tiền, chúng tôi cho rằng phân bổ một phần danh mục đầu tư vào nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn có thể mang lại tỷ suất lợi nhuận cao cho NĐT trong năm 2018. Tuy nhiên, ở mức PE khá cao hiện tại, rủi ro đi cùng ở nhóm này cũng cao tương ứng nếu các quỹ mở đột ngột bị rút vốn. Thay vào đó, NĐT có thể sàng lọc các cơ hội đầu tư tại nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình đang có định giá PE

thấp và triển vọng kinh doanh tích cực cho mục tiêu trung – dài hạn. Trong danh mục 46 cổ phiếu (không tính nhóm ngân hàng) mà RongViet Research quan sát thì tổng LNST của nhóm này trong năm 2018 dự báo tăng trưởng khoảng 17%, gần bằng mức tăng trưởng của năm 2017. Riêng nhóm 16 cổ phiếu thuộc nhóm vốn hóa trung bình (tổng vốn hóa hơn 77 ngàn tỷ, gần bằng 50% mức tổng vốn hóa nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình) có LNST tăng trưởng hơn 23%, cao hơn mức tăng trưởng 19% của năm 2017.

Hình 11: PE của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn và nhóm trung bình



Nguồn: Bloomberg

Các ý tưởng đầu tư

Cơ hội lớn ở nhóm cổ phiếu IPO và thoái vốn nhà nước

Theo kế hoạch, Chính phủ sẽ thực hiện thoái vốn tại khoảng 181 công ty, tương đương khoảng 70% số lượng doanh nghiệp cần thoái vốn trong giai đoạn 2018 – 2020. Bên cạnh đó, khoảng 45 doanh nghiệp đã được phê duyệt phương án cổ phần hóa năm 2017 sẽ phải IPO chậm nhất trong quý 1/2018. Để hoàn thành kế hoạch thách thức này, Chính phủ đã điều chỉnh nhiều khung pháp lý (Nghị định 126 và Dự thảo Nghị định 91) nhằm tạo sự linh động và khả thi cho các nhà đầu tư tham gia vào quá trình đấu thầu. Cùng với các sửa đổi pháp lý thì chúng tôi kỳ vọng sự thành công của hai thương vụ thoái vốn thực hiện trong năm 2017 (VNM và SAB) sẽ là những kinh nghiệm thực tiễn để kế hoạch thoái vốn 2018 đạt kết quả mong đợi.

Thông tư/Nghị định	Ghi chú
126/2017/ND-CP	(1) Giảm thời hạn cam kết cho các nhà đầu tư chiến lược từ 5 năm xuống còn 3 năm; (2) Được niêm yết trên sàn chứng khoán (HSX, HNX, hoặc UpCOM) chậm nhất 90 ngày sau khi IPO; và, (3) Thêm phương pháp "book building" để xác định giá trúng thầu
Dự thảo sửa đổi Nghị định 91/2015/NĐ-CP	(1) Giảm các bước cần thiết để bán cổ phần của Nhà nước từ 3 xuống còn 2 bước; và, (2) Thảo luận tính khả thi của việc bán cổ phần của Nhà nước với giá thấp hơn giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần

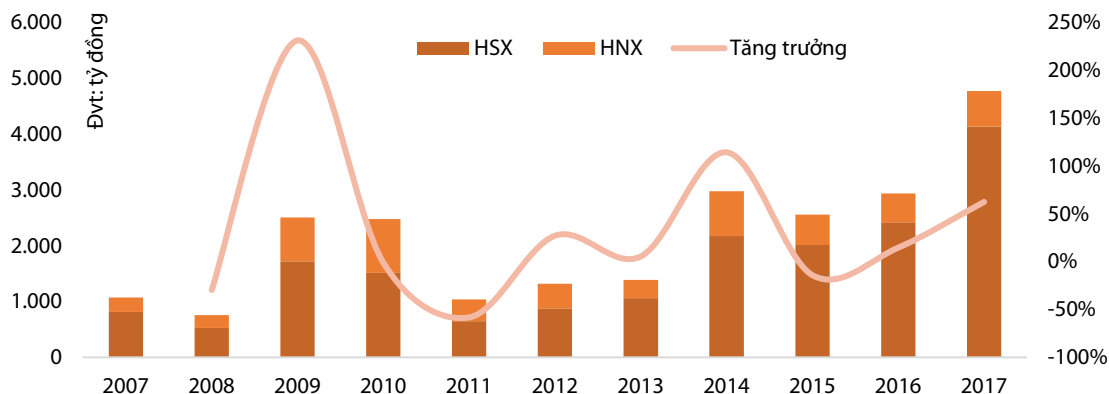
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Trong số các doanh nghiệp được IPO và thoái vốn năm 2018 có một số tên tuổi đáng chú ý như BSR, PV Oil, PV Power, Satra, Tổng công ty Bến Thành, Vinafood2, Mobifone, ACV, hay PLX. Hầu hết các doanh nghiệp này là công ty đầu ngành trong lĩnh vực bán lẻ và tiêu dùng của Việt Nam. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội lớn cho các NĐT, đặc biệt là NĐT muốn trở thành cổ đông chiến lược để có thể phát triển hoạt động lâu dài tại thị trường Việt Nam.

Ngành chứng khoán. Không chỉ hưởng lợi từ tư vấn niêm yết cho các doanh nghiệp trên, chúng tôi cho rằng doanh thu từ phí và dịch vụ của các CTCK cũng sẽ tăng mạnh trong năm 2018, do: (1) Thanh khoản thị trường dự báo sẽ tăng mạnh từ mức bình quân khoảng 4.000 tỷ năm 2017 lên khoảng 6.000 – 7.200

tỷ đồng trong năm 2018 và (2) Các sản phẩm mới trên TTCK như chứng khoán phái sinh (2017) và chứng quyền có bảo đảm (dự kiến từ 2018). Do đó, chúng tôi cho rằng các công ty có thị phần môi giới cao, có khả năng tăng thị phần, và có thể mạnh về hoạt động ngân hàng đầu tư là những lựa chọn mà NĐT có thể xem xét.

Hình 12: Giá trị giao dịch trung bình/ngày trong 10 năm qua

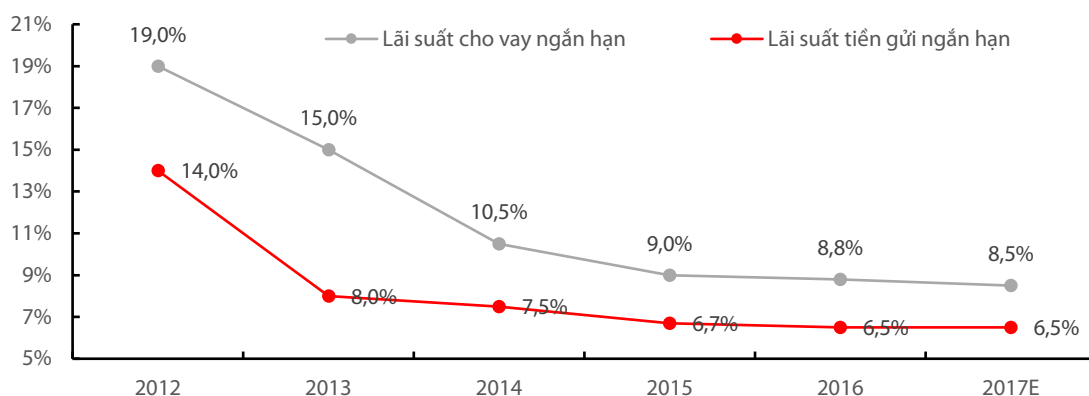


Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Môi trường lãi suất thấp và các ngành trong lĩnh vực dịch vụ tài chính

Giảm lãi suất là một trong những quyết tâm được thể hiện xuyên suốt kể từ nhiệm kỳ của Chính phủ Nguyễn Xuân Phúc. Mặt bằng lãi suất thực tế luôn ở mức thấp trong các năm gần đây và chúng tôi kỳ vọng diễn biến này vẫn được duy trì trong năm 2018 nhờ: (1) Thị trường liên ngân hàng không còn hụt thanh khoản trong các dịp cao điểm; (2) Lạm phát thấp và NHNN đã giảm 0,25 điểm phần trăm lãi suất OMO vào đầu năm 2018; và (3) Chi phí vốn bình quân của hệ thống ngân hàng duy trì ở mức thấp, trong đó có sự góp sức của tiền gửi kho bạc Nhà nước. Thống kê của chúng tôi cho thấy tiền gửi KBNN tại mười một ngân hàng niêm yết (chiếm trên 50% thị phần huy động toàn hệ thống) đã tăng xấp xỉ 140% YoY trong năm 2017, trong đó chủ yếu tăng mạnh tại VCB, BID và CTG.

Hình 13: Lãi suất huy động và cho vay kỳ hạn ngắn



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Bất động sản dân dụng. Môi trường lãi suất thấp là cơ hội để các doanh nghiệp BĐS đẩy mạnh phát triển và tiêu thụ dự án. Theo thống kê, lãi suất vay dài hạn của các chủ đầu tư BĐS chỉ dao động trong khoảng 10% - 11%/năm trong nhiều năm qua. Lãi suất cho vay mua nhà trong khi đó chỉ ở mức 9%/năm trong hai năm đầu, và bình quân 12% - 13% trong các năm tiếp theo. Trong năm 2018, hiệp hội BĐS TP. HCM tiếp tục nghiên cứu và đề xuất các gói hỗ trợ lãi suất cho dự án nhà ở xã hội (hỗ trợ cả chủ đầu tư và người mua nhà).

Đánh giá về thị trường BĐS trong năm 2018, chúng tôi cho rằng thị trường miền Nam sẽ sôi động hơn so với miền Bắc. Lượng cung nhà ở dự báo sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2018 - 2019 do điểm rơi bần

giao các dự án và sự gia nhập của nhiều ông lớn vào phân khúc trung cấp và bình dân. Do đó, chúng tôi cho rằng các dự án có vị trí thuận lợi, đáp ứng đúng khẩu vị thị trường (bình dân) và có pháp lý rõ ràng sẽ được tiêu thụ dễ dàng hơn. Do vậy, chúng tôi cho rằng NĐT có thể lựa chọn đầu tư vào các doanh nghiệp BĐS sở hữu các dự án như trên. Một số tên tuổi có thể xem xét trong năm 2018 là VIC, DXG, NLG, hay KDH. Sau khi BXD hoàn tất thoái vốn tại DIG, chúng tôi kỳ vọng sẽ có những chuyển biến lớn trong thời gian tới tại doanh nghiệp này. DIG sở hữu quỹ đất rộng lớn ở các tỉnh thành lân cận TP. HCM và Hà Nội, do vậy, kế hoạch và tiến độ triển khai dự án của DIG là những thông tin NĐT cần theo dõi trong năm 2018.

Bảng 5: Dự án đang và sẽ triển khai của VIC, DXG và DIG

STT	Chủ đầu tư	Dự án chính	Diện tích (m2)	Vị trí
1	VIC	VinCity Thanh Hoa	60.904	Thanh Hóa
2	VIC	VinCity – Green City	94.665	Đan Phượng, Hà Nội
3	VIC	VinCity Park	281.022	Hà Nội
4	VIC	VinCity New Saigon	3.100.000	Hồ Chí Minh
5	VIC	VinCity Ha Tinh	19.000	Hà Tĩnh
6	DXG	Gem Riverside	67.000	Quận 2, TP. HCM
7	DXG	Gem Premium	67.000	Thủ Đức, TP. HCM
8	DXG	Opal City	62.200	Quận 9, TP. HCM
9	DIG	Đại Phước	980.000	Nhơn Trạch, Đồng Nai
10	DIG	Long Tân	3.319.000	Nhơn Trạch, Đồng Nai
11	DIG	Nam Vĩnh Yên	1.000.000	Vĩnh Phúc

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Ngành ngân hàng cũng là một trong những đối tượng được hưởng lợi đầu tiên khi chính sách tiền tệ được nới lỏng. Thanh khoản hệ thống dồi dào cộng với khoản tiền gửi KBNN tăng mạnh, chi phí vốn bình quân của các NHTM tăng chậm hơn so với mức tăng lợi suất tài sản sinh lãi. Do vậy, NIM của các ngân hàng tiếp tục mở rộng trong năm 2017. Kết hợp hợp đó là thu nhập dịch vụ cũng tăng trưởng mạnh (bình quân trên 20% YoY) góp phần giúp thu nhập hoạt động tăng trưởng mạnh. Nhờ vậy, các NHTM có thêm nhiều nguồn lực để mạnh tay trích lập DPRR, làm sạch bảng cân đối kế toán, đồng thời mở rộng đầu tư mảng ngân hàng bán lẻ. Chúng tôi cho rằng nền tảng vĩ mô năm 2018 sẽ tiếp tục thuận lợi cho hoạt động của các NHTM nhờ (1) NIM tăng nhẹ nhờ danh mục cho vay có sự đóng góp ngày càng cao của nhóm khách hàng SMEs và cá nhân và (2) Chi phí DPRR tín dụng dự báo giảm mạnh nhờ tỷ lệ nợ xấu giảm và các ngân hàng cơ bản hoàn tất nghĩa vụ trích lập dự phòng TPĐB. Bên cạnh đó, các lựa chọn đối với cổ phiếu ngân hàng đã bắt đầu đa dạng hơn sau khi hai NHTMCP có công ty con dẫn đầu trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng là VPB và HDB lần lượt niêm yết vào tháng 11/2017 và tháng 1/2018. Dự kiến trong năm 2018 sẽ tiếp tục có thêm 4 – 9 NHTM sẽ được niêm yết với một số tên tuổi mặc dù có quy mô tổng tài sản nhỏ và thị phần tín dụng còn khiêm tốn nhưng khá năng động trong lĩnh vực digital banking như TPB, trong mảng đầu tư trái phiếu như TCB... Với sự đa dạng như trên, chúng tôi cho rằng NĐT có thể lựa chọn cổ phiếu dựa trên khẩu vị rủi ro và tiêu chí riêng chẳng hạn như:

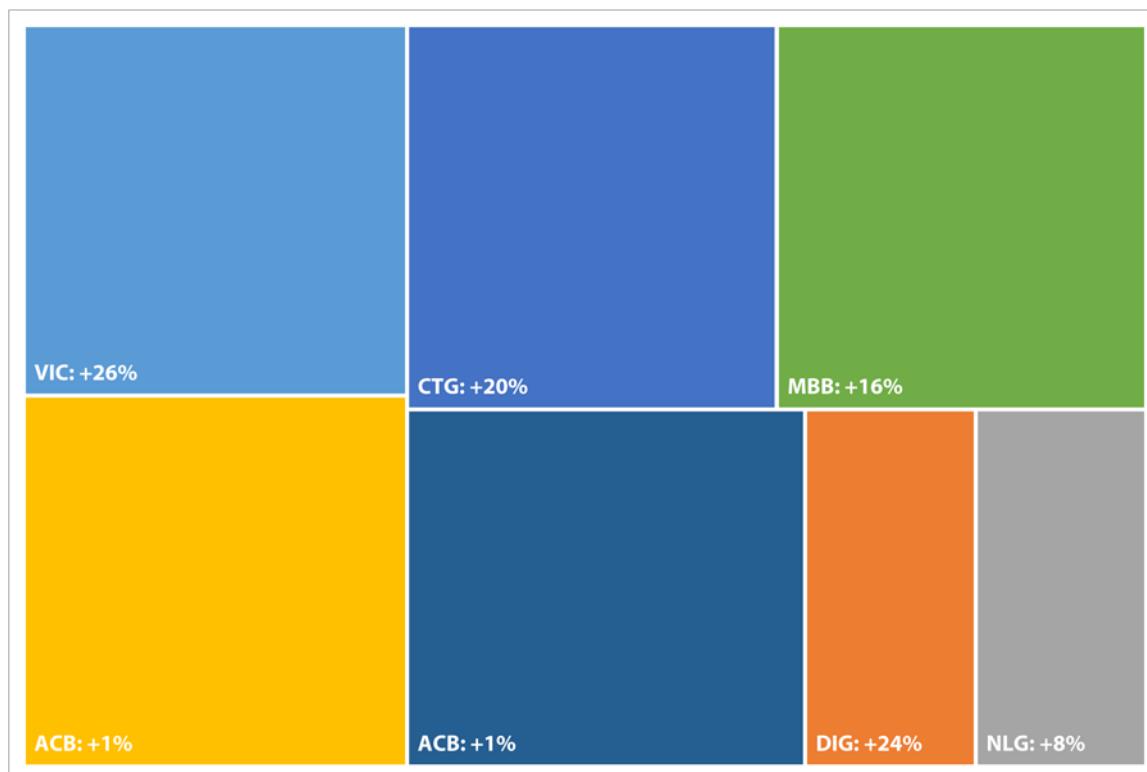
- (1) Nhóm ngân hàng đầu ngành trong lĩnh vực của mình như VCB, ACB, MBB, VPB. Mặc dù vậy, chúng tôi ưa thích VCB và ACB hơn bởi mô hình ngân hàng truyền thống ít rủi ro và chất lượng tài sản của hai ngân hàng này đã cải thiện nhờ quỹ dự phòng tăng mạnh.

- (2) Dựa trên chuyển động xử lý nợ xấu có BID và STB. Đầu tư vào nhóm cổ phiếu này sẽ có rủi ro cao hơn, song lợi nhuận kỳ vọng cũng cao tương xứng nếu việc xử lý nợ đạt kế hoạch đề ra. BID sẽ có tiềm năng tăng giá cao hơn nếu việc phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược thành công trong năm 2018.
- (3) Nhóm ngân hàng trẻ và năng động có HDB, TCB, và TPB. Mặc dù vậy, giá cổ phiếu các ngân hàng này đã tăng rất mạnh trong thời gian được giao dịch tại thị trường OTC khiến định giá không còn hấp dẫn.
- (4) Các ngân hàng có định giá thấp như LPB và CTG. Chúng tôi ưa thích LPB hơn bởi chiến lược phát triển khác biệt của ngân hàng và sự cởi mở của ban lãnh đạo doanh nghiệp.

Bảng 6: Các NHTMCP dự kiến sẽ niêm yết trong năm 2018

Ngân hàng	Mã	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Thời điểm dự kiến niêm yết
NHTMCP phát triển TP. HCM	HDB	9.810	Tháng 1/2018
NHTMCP Tiên Phong	TPB	5.842	Q1/2018
NHTMCP Kỹ thương Việt Nam	TCB	11.655	Q3/2018
NHTMCP Phương Đông	OCB	4.000	Q3/2018
NHTMCP Hàng hải	MSB	11.750	N/a
NHTMCP An Bình	ABB	5.319	N/a
NHTMCP Sài Gòn Công thương	Saigonbank	3.080	N/a
NHTMCP Đông Nam Á	Seabank	5.466	N/a
NHTMCP Nam Á	NamABank	3.021	N/a
NHTMCP Việt Á	VietABank	3.500	N/a

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp



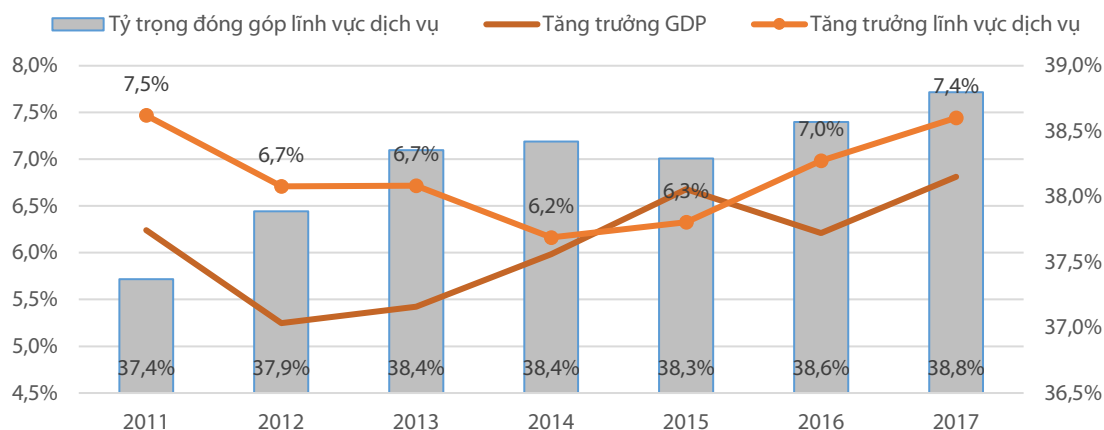
Giá tại ngày 31/01/2018

Dịch vụ trở thành ngành kinh tế mũi nhọn của Việt Nam

Thời kỳ dân số vàng của Việt Nam được đánh giá sẽ kéo dài thêm khoảng 10 – 15 năm. Cộng với thu nhập bình quân đầu người đang tăng lên qua các năm thì thị trường bán lẻ Việt Nam đang được đánh

giá là ở giai đoạn hấp dẫn nhất để đầu tư. Trong bảng xếp hạng chỉ số bán lẻ toàn cầu (GRDI, khảo sát của A. T. Kearney), thứ hạng của Việt Nam đã tăng 6 bậc lên vị trí thứ 5. Điểm đáng chú ý hơn chính là niềm tin tiêu dùng của người dân Việt Nam vẫn duy trì ở mức cao (trên 100 điểm) và tác động đáng kể đến xu hướng chi tiêu của người dân. Theo đó, tỷ lệ người dân gửi tiền tiết kiệm giảm, trong khi tỷ lệ người dân chi tiêu cho du lịch, mua sắm, công nghệ, sửa chữa nhà giữ ở mức khá cao (trên 30% và tăng so với năm 2016), và chi cho các gói bảo hiểm cao cấp (>20%).

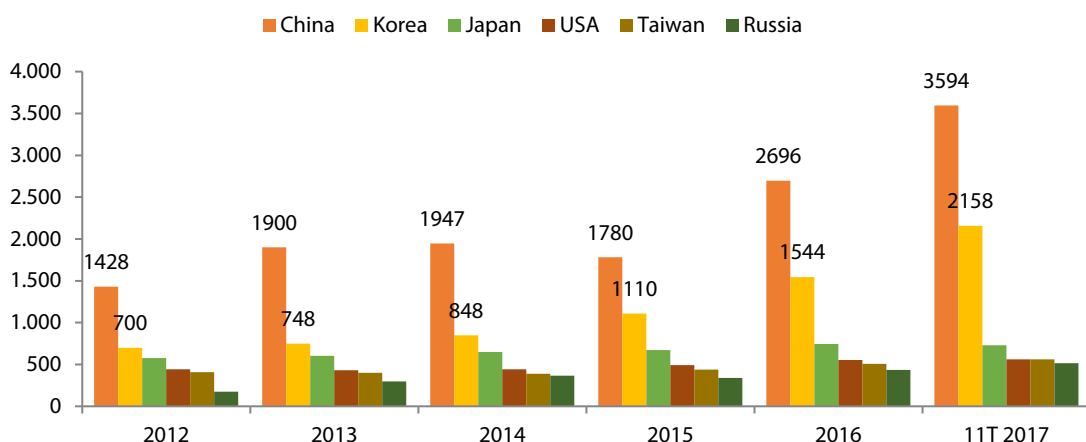
Hình 14: Tăng trưởng GDP lĩnh vực dịch vụ



Nguồn: GSO, RongViet Securities tổng hợp

Hàng không. Chúng tôi cho rằng vận tải hành khách bằng đường hàng không sẽ là một trong những đối tượng được hưởng lợi trong xu thế ưa thích du lịch của người dân Việt Nam và nỗ lực quảng bá du lịch Việt Nam đến khách nước ngoài của bộ VHTT. Trong năm 2017, lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng trưởng hơn 12,9% YoY và CAGR trong 10 năm vừa qua đạt khoảng 10,2%. Ngoài ra, với sự tham gia của các hãng hàng không giá rẻ, việc đi du lịch máy bay càng trở nên dễ dàng hơn đối với người ưa thích du lịch. VJC, đại diện của nhóm hàng không giá rẻ, và ACV, đại diện cho nhóm dịch vụ hàng không, là hai cổ phiếu ưa thích nhất của chúng tôi. Tuy vậy, mức tăng giá hơn 100% YoY trong một năm vừa qua đã đưa VJC về mức định giá hợp lý. Trong khi đó, tiềm năng tăng trưởng của ACV còn rất lớn nhờ (1) Tăng phí dịch vụ và (2) Tăng trưởng hành khách. Thêm vào đó, thoái vốn Nhà nước và chuyển sàn niêm yết (từ UpCOM sang HSX) có thể là hai yếu tố kích thích mạnh cho giá cổ phiếu ACV trong năm 2018.

Hình 15: 6 quốc gia có lượng khách du lịch đến Việt Nam nhiều nhất

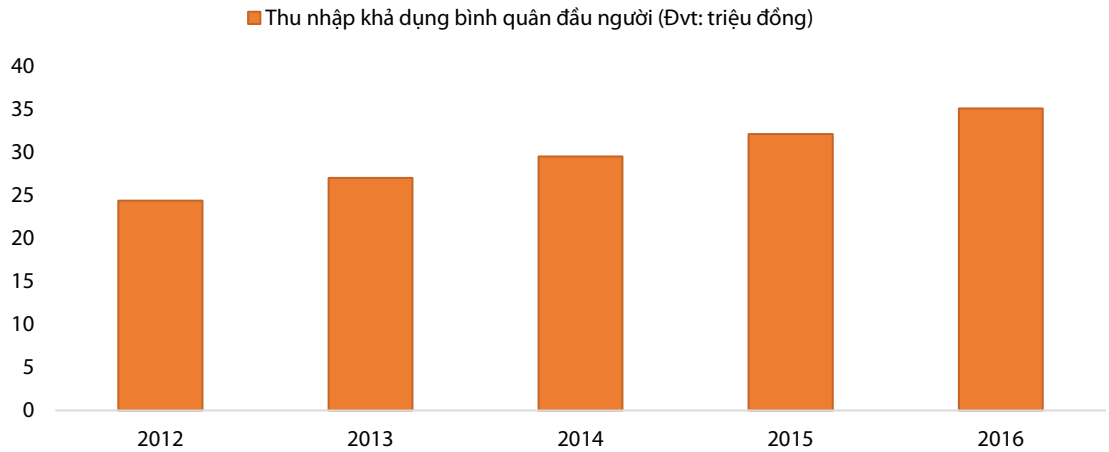


Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Dược. Việt Nam là một trong 21 thị trường dược mới nổi, nhóm động lực tăng trưởng của ngành dược phẩm thế giới. Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của ngành vẫn còn rất lớn, dựa trên: (1) Mức chi tiêu cho thuốc của người dân Việt Nam vẫn đang thấp hơn trung bình của nhóm và (2) Dân số đông và thu nhập ngày càng cải thiện. Với các chính sách của Chính phủ ưu tiên cho thuốc nội địa nhằm giảm chi phí

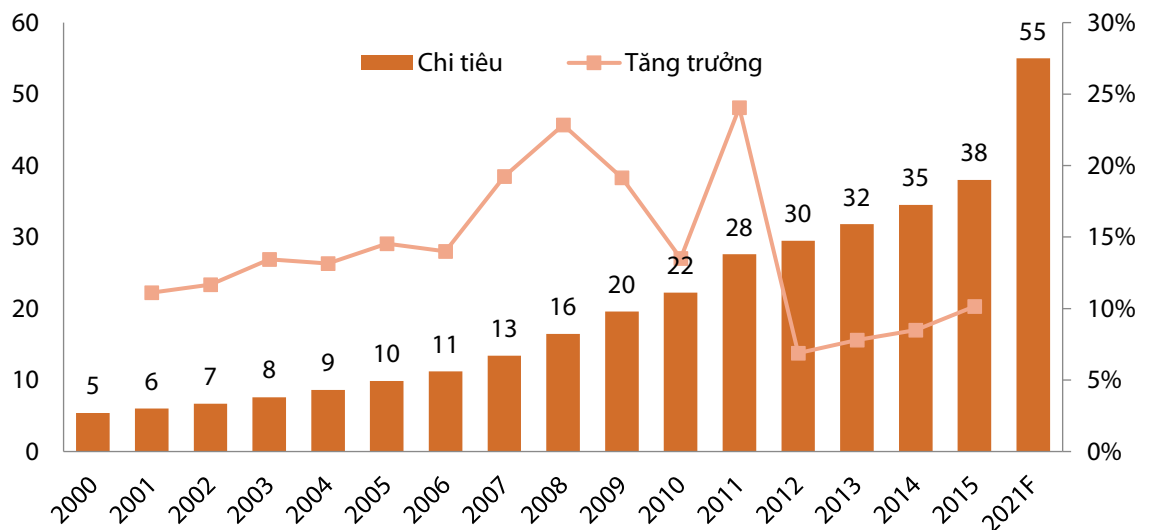
điều trị thì các công ty dược Việt Nam đã thực hiện nâng chuẩn nhà máy lên EU-GMP hoặc PIC/S Nhật Bản như PME và IMP sẽ là các doanh nghiệp được hưởng lợi đầu tiên. Ngoài ra, tiềm năng tăng giá của 2 cổ phiếu này còn được hỗ trợ nếu câu chuyện nói room ngoại trở thành hiện thực như trường hợp của DMC (2016) và DHG (2017).

Hình 16: Tăng trưởng thu nhập của Việt Nam qua các năm



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

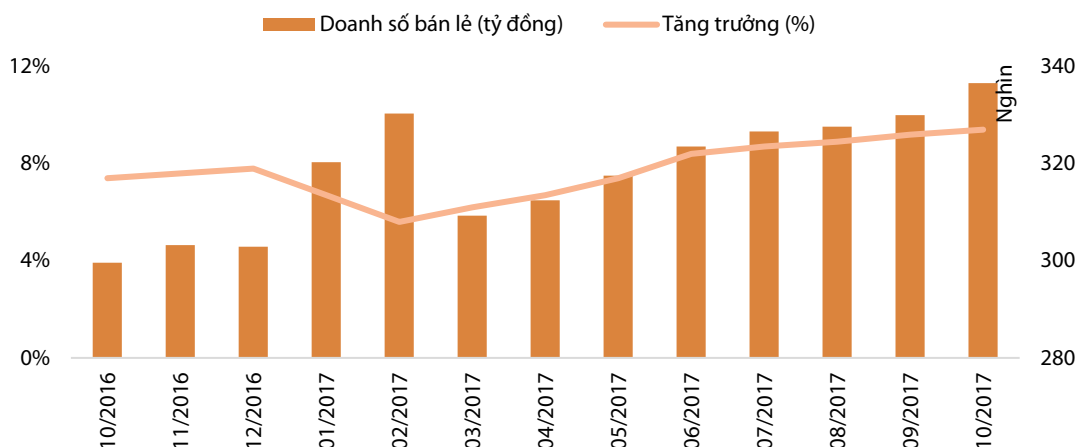
Hình 17: Chi tiêu thuốc trên đầu người tại Việt Nam qua từng năm (USD)



Nguồn: DAV, RongViet Research tổng hợp

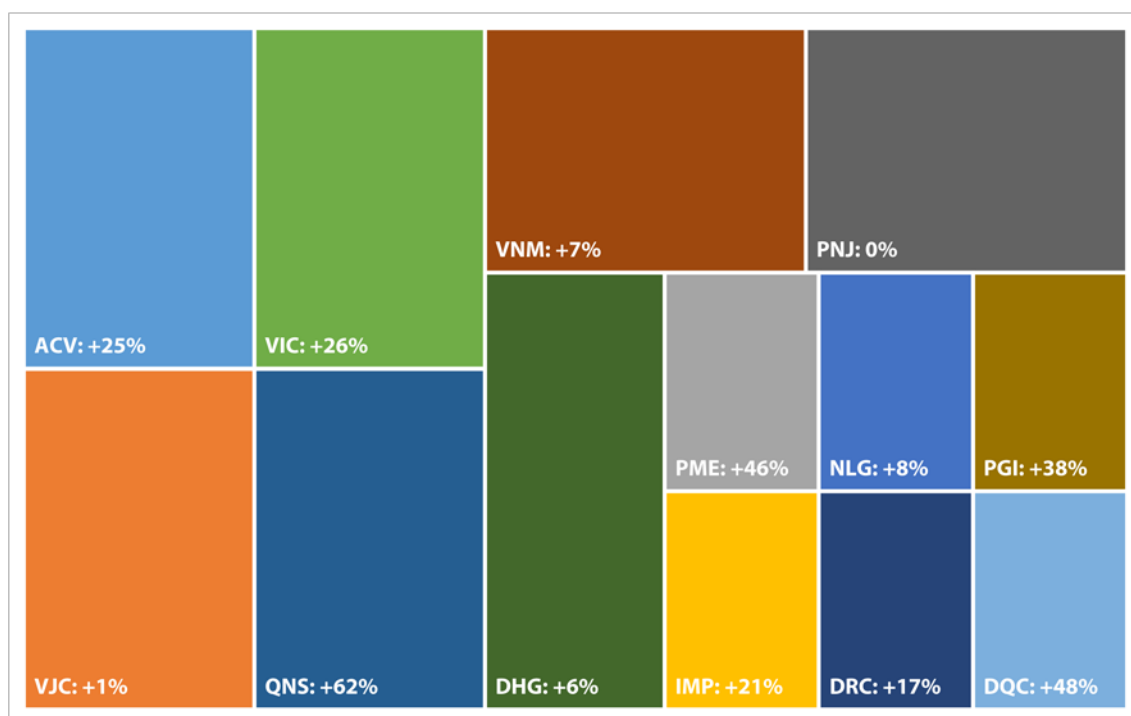
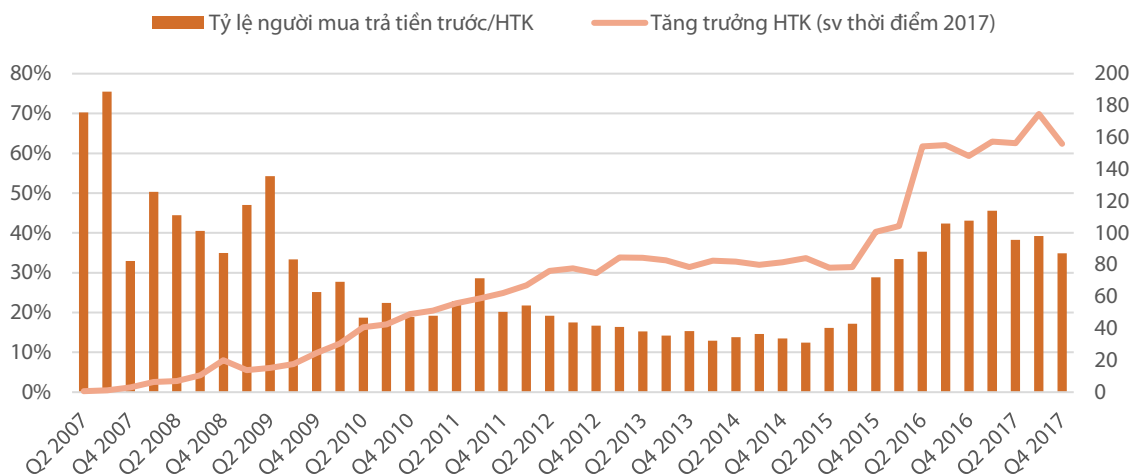
Bất động sản dân dụng, bán lẻ, và F&B cũng là những ngành sẽ có tăng trưởng cao nhờ tăng trưởng nhu cầu và khả năng chi tiêu của người dân. Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu Việt Nam, theo dự báo của Nielsen đạt CAGR 2012 – 2020 khoảng 27,6%, là động lực tăng trưởng mạnh của ngành trang sức mà PNJ là đại diện đầu ngành. Trong năm 2018, chúng tôi kỳ vọng các mảng kinh doanh chính của PNJ là nữ trang vàng và bạc vẫn duy trì được mức tăng trưởng lần lượt 30% và 20% YoY. Ở nhóm F&B, chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ có sự bứt phá về lợi nhuận trong năm 2018 nhờ (1) Mảng sữa đậu nành duy trì tốc độ tăng trưởng 7 – 8%, (2) Mảng đường phục hồi nhờ giá nguyên liệu giảm, và (3) sự đóng góp tăng thêm từ điện sinh khối (biomass). Đối với lĩnh vực BĐS, chính sách hỗ trợ của nhà điều hành trong các năm vừa qua đã mang lại kết quả tích cực. Tỷ lệ hấp thụ ở phân khúc trung cấp và bình dân nhìn chung khá tích cực trong năm 2017. Thông qua số liệu thống kê báo cáo tài chính của các doanh nghiệp BĐS, chúng tôi nhận thấy tình hình bán hàng của các doanh nghiệp BĐS rất tốt trong giai đoạn 2015 – 2016 với tỷ lệ người mua nhà trả tiền trước so với hàng tồn kho đã tăng khá mạnh. Năm 2018 – 2019 sẽ là thời điểm bàn giao dự án và ghi nhận kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Hình 18: Doanh số bán lẻ tiếp tục tăng trưởng



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Hình 19: Tỷ lệ người mua trả tiền trước/Hàng tồn kho



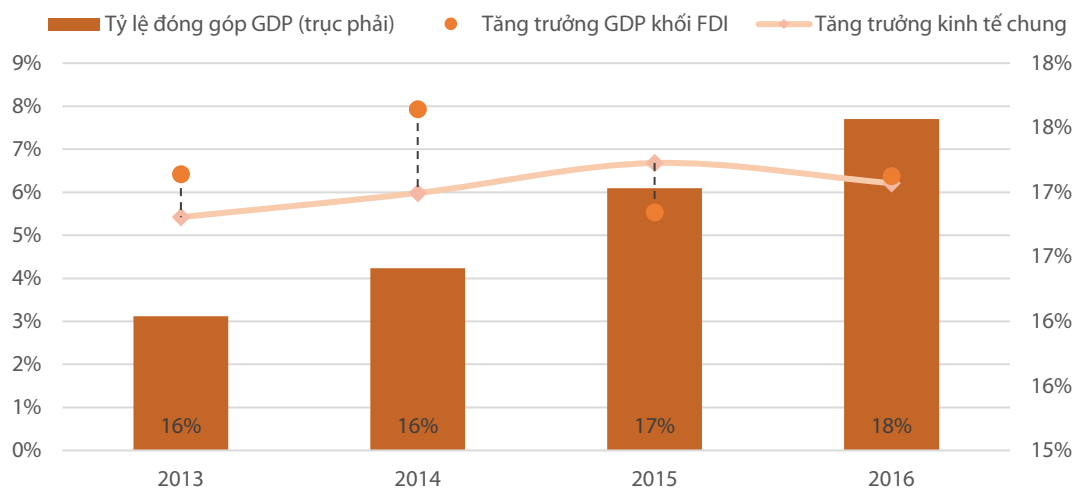
Giá tại ngày 31/01/2018

Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI

Khối FDI thể hiện vai trò ngày càng tăng trong tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong nhiều năm gần đây. Cán cân thương mại Việt Nam liên tục ghi nhận thặng dư theo cùng làn sóng đầu tư mạnh của khu vực FDI từ năm 2012 – 2013 đến nay. Bên cạnh đó, tăng trưởng GDP của khối FDI cũng tăng từ mức khoảng 16% năm 2013 lên hơn 18% trong năm 2017, và gián tiếp tạo sức lan tỏa sang tăng trưởng của các lĩnh vực sản xuất công nghiệp khác.

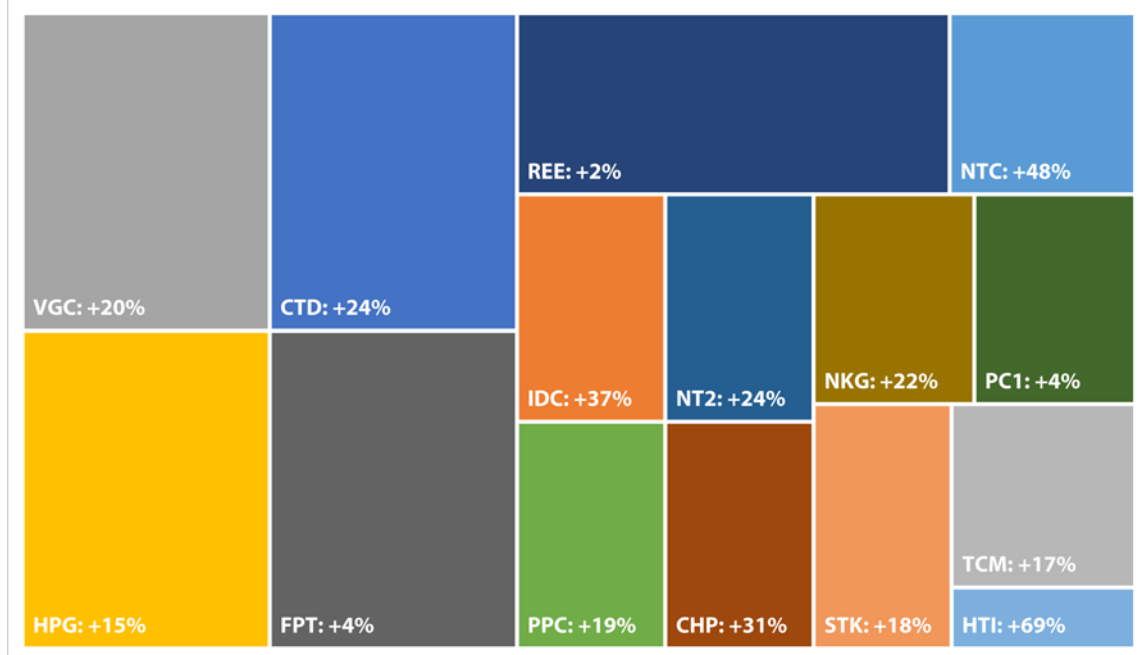
Sau thất bại của TPP do Mỹ rút khỏi hiệp định, các quốc gia châu Á Thái Bình Dương vẫn kiên định với lộ trình đàm phán với hiệp định TPP-11, dự kiến sẽ được thông qua vào tháng 3/2018. Bên cạnh đó, Việt Nam sẽ tiến đến các hiệp định thương mại chủ chốt khác như RCEP và EVFTA, thể hiện cam kết của Chính phủ về tự do hóa thương mại và thu hút đầu tư FDI. Nỗ lực chuyển đổi mô hình tăng trưởng, dựa vào khối FDI để nâng cao năng suất lao động của Việt Nam sẽ tạo động lực mở rộng và phát triển cho các “ông lớn” trong các lĩnh vực hạ tầng, điện nước, xây dựng, logistic, và phụ trợ. Đầu tư vào phần mềm và cứng của cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy sự phát triển của các ngành như **công nghệ, hàng không, hạ tầng giao thông, bất động sản khu công nghiệp** và các **ngành hỗ trợ** (đá granit, đá xây dựng, thép ...).

Hình 20: Đóng góp ngày càng tăng của khu vực FDI trong tăng trưởng kinh tế Việt Nam



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Đối với lĩnh vực **BDS khu công nghiệp**, chúng tôi tin rằng các công ty có quỹ đất rộng lớn có vị trí thuận lợi sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ năm 2018, như Becamex, IDC, VGC, KBC, và NTC. Trong khi đó, rào cản gia nhập ngành thấp khiến mức độ cạnh tranh ở một số ngành thuộc lĩnh vực vật liệu xây dựng ngày càng gia tăng. Do vậy, chúng tôi chỉ giữ quan điểm lạc quan đối với các doanh nghiệp đầu ngành **thép** có thị phần lớn và chú trọng đầu tư từ thượng nguồn để nâng cao năng lực sản xuất bán thành phẩm, giảm nhập khẩu và tập trung đặc biệt vào các dòng sản phẩm hoàn toàn phụ thuộc vào nhập khẩu như thép PC và thép được sử dụng trong đồ gia dụng.

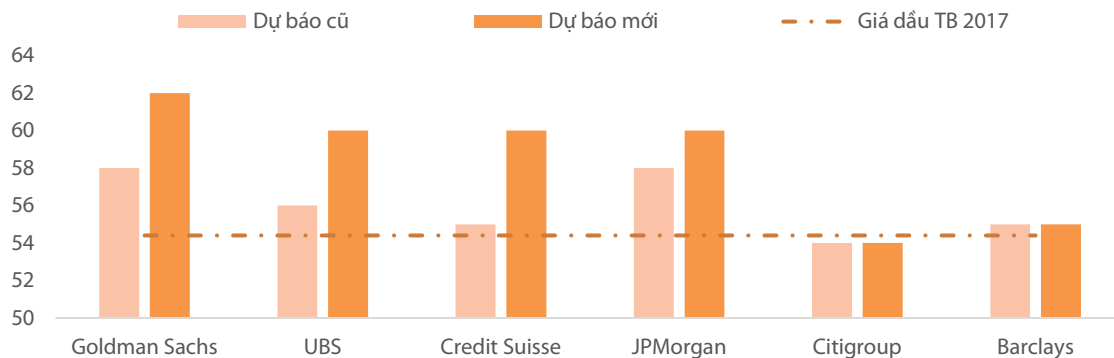


Giá tại ngày 31/01/2018

Sự phục hồi của vàng đen và kế hoạch thoái vốn của PVN

Thỏa thuận cắt giảm sản lượng của khối OPEC và Nga đã thu hẹp, giá dầu bình quân năm 2017 xoay quanh mức 55 USD/thùng (+22% YoY). Trong kỳ họp giữa khối OPEC và Nga vào tháng 11/2017, hai bên đồng ý kéo dài thỏa thuận cắt giảm sản lượng đến cuối năm 2018. Các tổ chức tài chính quốc tế theo đó đã điều chỉnh tăng dự báo giá dầu bình quân năm 2018 lên trên 60 USD/thùng, tương ứng tăng hơn 10% YoY.

Hình 21: Dự báo giá dầu trong năm 2018



Sự hồi phục của giá dầu sẽ tác động mạnh đến bức tranh hoạt động và lợi nhuận của các doanh nghiệp dầu khí Việt Nam. Trong đó, ở mức giá dầu bình quân 50-55 USD/thùng là điều kiện đủ để các dự án thăm dò và khai thác dầu khí được triển khai như Lô B hay Nam Côn Sơn giai đoạn 2. Do vậy, nhóm doanh nghiệp dầu khí thượng nguồn (xây lắp), như PVS, sẽ hưởng lợi đầu tiên. Tuy nhiên, giá dầu tăng mạnh trong những tuần đầu năm 2018 khiến giá cổ phiếu PVS đã tăng mạnh (~40%). Do vậy, chúng tôi cho rằng giải ngân vào nhóm cổ phiếu dầu khí thượng nguồn trong bối cảnh giá dầu có xu hướng tăng mạnh bất thường sẽ ít có khả năng mang lại tỷ suất lợi nhuận cao.

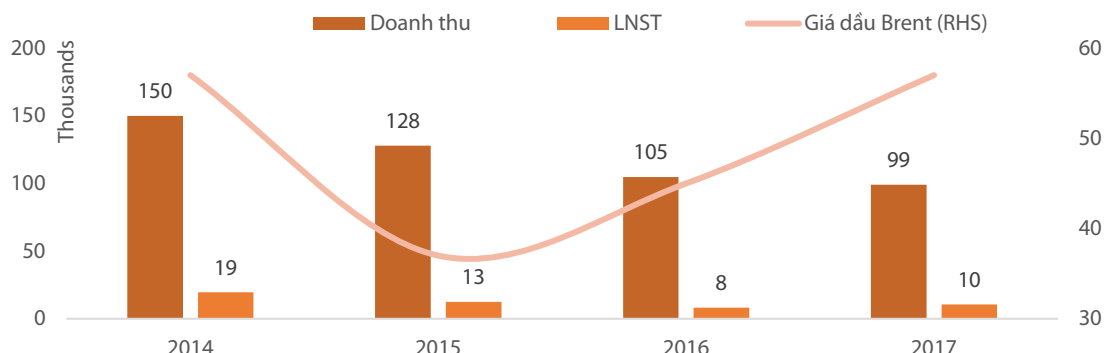
Bảng 7: Dự án dầu khí quan trọng

Dự án	Thời gian vận hành	Tiến độ
Lô B	2021 – 2022	FEED
Nam Côn Sơn, Giai đoạn 2	2019	FS
Sư tử trắng	2019 – 2020	FS
Cá Rồng Đỏ	2019	FS

Ở khía cạnh lợi nhuận, hầu hết các doanh nghiệp dầu khí ghi nhận KQKD vượt trội trong nửa cuối năm 2017. Trong đó, chúng tôi đánh giá tích cực đối với hoạt động kinh doanh chính của GAS. Loại trừ yếu tố đột biến trong năm 2016 (hồi tố cước phí vận chuyển đường ống Phú Mỹ) và 2017 (hồi tố cước phí vận chuyển và thu gom khí bể Cửu Long) thì lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính năm 2017 vẫn tăng trưởng 60% YoY. Với dự báo giá dầu bình quân sẽ tăng hơn 10% YoY trong năm 2018, tỷ suất lợi nhuận của GAS sẽ tiếp tục được cải thiện. Trong khi đó, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với lợi nhuận 2018 của PVD cho dù hoạt động cốt lõi của công ty được dự báo sẽ tốt hơn đáng kể nhờ sự cải thiện giá cho thuê giàn và hợp đồng các giàn khoan được đảm bảo. Do đó chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên chờ đợi lợi nhuận cốt lõi cải thiện rõ rệt trước khi tham gia vào vị thế dài hạn đối với cổ phiếu PVD, đặc biệt trong bối cảnh giá cổ phiếu đã tăng 70% từ tháng 10/2017.

Việc thoái vốn của PVN sẽ được đẩy mạnh trong năm 2018, với một số tên tuổi đáng chú ý sẽ IPO là BSR, PV Oil, và PV Power, giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước ở GAS, DPM, hay DCM. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là yếu tố thúc đẩy khả năng tăng giá cho nhóm dầu khí, đặc biệt là các doanh nghiệp trụ cột của PVN. Trong nhóm này, chúng tôi cho rằng GAS và PV Oil sẽ có tiềm năng giá cao nhất. Động lực tăng giá của GAS chính là sự cộng hưởng giữa triển vọng kinh doanh khả quan và lộ trình thoái vốn Nhà nước ở doanh nghiệp này. Đối với PV Oil, mặc dù giá bán bình quân trong đợt IPO vừa qua của PV Oil (20.196 đồng/cp) cao hơn mức định giá phổ biến của các chuyên viên phân tích (16.000 – 19.000 đồng/cp), tiềm năng tăng giá cổ phiếu PV Oil sẽ phụ thuộc vào triển vọng cải thiện tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp sau khi có sự tham gia của các đối tác chiến lược. Với thị phần bán lẻ xăng dầu hơn 20% (đứng thứ hai sau PLX), PV Oil vẫn còn dư địa rất lớn để mở rộng thị phần đồng thời phát triển dịch vụ non-oil tại các cây xăng hiện hữu.

Hình 22: KQKD lũy kế 4 quý gần nhất của các công ty dầu khí trung-thượng nguồn



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Bảng 8: Kế hoạch thoái vốn

Giai đoạn	Công ty	Tỷ lệ sở hữu hiện tại của PVN (%)	Tỷ lệ sở hữu sau khi thoái vốn (%)
2017-2018	Lọc dầu Bình Sơn*	100	43
	TCT Dầu Việt Nam*	100	35,1
	TCT Điện lực dầu khí Việt Nam*	100	51
	TCT Hóa chất và phân bón dầu khí	61,3	51
	CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau	75,56	51
	CTCP Đầu tư dầu khí và khai thác cảng Phước An	79,54	0
	CTCP Phát triển Đông Dương Xanh	29	0
	CTCP PVI	36,85	0
2018-2019	TCT Khí Việt Nam	96,72	65
Sau 2019	TCT Vận tải dầu khí	51	36

Nguồn: RongViet Securities; * IPO trong năm 2018

ĐÁNH GIÁ NGÀNH NĂM 2018

Nguyễn Thị Phương Lam (lam.ntp@vpsc.com.vn)

Bảng 9: Tổng hợp kết quả đánh giá định tính ngành

STT	Ngành	Triển vọng cung-cầu 2017	Yếu tố đầu vào	Chính sách	Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	Cải tiến công nghệ	Môi trường cạnh tranh	Quan điểm	Danh sách cổ phiếu ưa thích	Danh sách cổ phiếu quan sát
1	Công nghệ	+			+		+	Khả quan	FPT	
2	Bán lẻ ô tô	+	-	+	+		--	Khả quan	HAX	
3	Chứng khoán	++		+	++	+	--	Khả quan		VDS, HCM, SSI, VCI, VND, SHS
4	Thực phẩm - Đồ uống (Bia, sữa)	++		+	+			Khả quan	QNS	VNM
5	Ngân hàng	+	-	+	+	+	-	Khả quan	ACB, CTG, MBB	VCB, VPB, BID
6	Điện	+	-	+	+		-	Khả quan	NT2, CHP, POW	PPC, VSH, GENCO 3
7	Hàng không	+	-		+			Khả quan	ACV, VJC	
8	Dịch vụ & đầu tư BĐS	+	-			+	+	Khả quan	VIC, DXG, DIG, IDC, NTC	KDH, NLG
9	Cao su sẫm lốp		+			+	-	Khả quan	DRC	
10	Dầu khí	++	+	+	-			Khả quan	GAS	PVOil
11	Dược phẩm	+		++	+	+	-	Khả quan	PME, IMP, DBD	
12	Dệt may			+			-	Trung Lập	STK	
13	Bảo hiểm	+			+		--	Trung Lập	PGI	BVH, VNR
14	Thép	+	-	-	+			Trung Lập	HPG, NKG	
15	Xây dựng		-			+	+	Trung Lập	CTD	
16	Vật liệu xây dựng	-		+		+	-	Trung Lập	VGC	
17	Hóa chất –Phân bón/nông dược		-		-	+	-	Tiêu cực	BFC, LTG	DCM, VFG
18	Hóa chất –cao su tự nhiên	-	-		+			Tiêu cực	PHR	DPR
19	Ngành khác								PNJ	VHC, MPC

Nguồn: RongViet Securities

Bảng 10: Danh sách cổ phiếu ưa thích của RongViet Research

Mã	Sàn	Ngành	VHTT (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @31/01/2018 (đồng)	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2017		2018F		2019F		PE Trailing (x)	PE 2018F (x)	PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- 1 năm (%)	Giá 3 tháng (tr. đ)	GTGDBQ	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
								+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)								
ACB	HNX	Ngân hàng	1.807,5	44.000	41.700	5,5%	Trung Lập	3.923,7	81,0	59,8	6,1	74,8	9,6	19,4	11,5	2,7	0,0	76,7	5.793,0	0,0	
ACV	UPCOM	Vận tải	9.774,3	124.000	99.900	25,0%	Mua	3.207,0	-5,5	-18,1	38,8	58,9	13,4	53,2	35,0	8,1	0,9	107,5	897,0	45,5	
BFC	HOSE	Hóa chất	82,2	40.500	32.700	36,1%	Mua	6.173,0	6,1	0,2	8,2	10,6	14,7	6,7	6,1	1,9	12,2	12,0	284,9	33,0	
CHP	HOSE	Sản xuất & Phân phối Điện	141,3	31.900	25.500	30,6%	Mua	2.518,2	32,5	59,2	1.310,8	802,2	-94,1	7,8	7,1	1,7	5,5	32,2	165,8	45,6	
CTD	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	687,9	245.700	201.000	23,7%	Mua	23.966,2	30,7	16,2	21,7	14,3	14,9	9,4	9,3	2,1	1,5	6,4	2.097,8	12,9	
CTG	HOSE	Ngân hàng	4.452,7	31.900	27.200	19,9%	Trung Lập	2.719,3	23,3	9,2	10,5	33,7	13,2	13,6	13,1	1,6	2,6	52,1	4.284,9	0,0	
CTI	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	105,7	31.500	38.150	-11,4%	Trung Lập	1.344,0	7,1	39,2	130,0	208,3	-44,0	14,2	13,3	2,1	6,0	55,3	478,8	21,1	
DHG	HOSE	Dược phẩm	572,0	102.000	99.500	5,5%	Trung Lập	5.767,0	7,4	-9,5	15,2	31,8	9,3	20,3	17,6	4,7	3,0	42,2	1.426,0	1,2	
DIG	HOSE	Bất động sản	237,2	32.000	22.650	41,5%	Mua	2.429,5	68,4	31,7	36,3	122,6	99,5	65,1	28,1	2,0	0,0	201,4	4.926,9	5,0	
DPM	HOSE	Hóa chất	419,8	22.400	24.400	0,0%	Trung Lập	2.194,0	0,9	-39,1	51,8	433,1	-3,1	13,7	6,8	1,2	8,2	10,5	986,9	27,3	
DQC	HOSE	Hàng gia dụng	47,7	48.400	34.700	48,1%	Mua	4.130,0	2,1	-45,7	12,7	21,1	14,0	9,8	9,9	1,1	8,6	-36,6	123,3	29,5	
DRC	HOSE	Ô tô và phụ tùng	139,4	29.500	26.700	17,2%	Trung Lập	2.367,0	9,2	-59,1	3,1	87,7	4,5	19,6	11,4	2,1	6,7	-6,8	813,0	22,0	
FPT	HOSE	Phần mềm & Dịch vụ Máy tính	1.468,1	63.600	62.900	4,3%	Trung Lập	4.487,5	8,0	47,0	-47,7	-28,7	13,5	11,4	16,2	2,9	3,2	67,2	7.060,7	0,0	
GAS	HOSE	Nước & Khí đốt	10.484,9	137.900	124.600	13,9%	Trung Lập	6.779,0	9,3	36,4	14,9	14,9	14,2	24,9	22,0	5,8	3,2	119,5	3.362,4	45,6	
HAX	HOSE	Ô tô và phụ tùng	41,6	45.000	40.500	11,1%	Trung Lập	5.883,0	33,1	8,1	34,8	6,2	29,2	11,1	10,6	2,5	0,0	61,6	246,1	35,1	
HDG	HOSE	Bất động sản	140,2	39.700	42.000	-4,3%	Trung Lập	5.825,3	14,1	-16,0	49,6	103,8	-0,2	24,2	8,8	3,0	1,2	81,5	319,5	28,1	
HPG	HOSE	Kim loại	4.154,8	71.900	62.300	15,4%	Trung Lập	8.402,3	38,7	21,3	25,5	20,0	33,8	10,7	10,6	2,9	0,0	136,0	10.278,6	7,6	
HTI	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	17,8	26.200	16.200	69,1%	Mua	2.792,0	-10,2	24,4	77,4	-8,5	1,2	5,2	6,5	0,9	7,4	-4,1	19,5	33,0	
HUT	HNX	Xây dựng và Vật liệu	117,0	15.100	10.600	49,1%	Mua	2.516,2	-21,8	-24,4	50,9	74,5	41,3	7,4	4,9	0,8	6,6	1,2	789,1	17,0	
IDC	UPCOM	Bất động sản	60,5	33.500	24.800	37,1%	Mua	1.162,6	N/a	N/a	N/a	N/a	5,7	3,1	25,9	0,4	2,0	0,0	280,4	-25,8	
IMP	HOSE	Dược phẩm	121,8	77.000	64.500	21,4%	Mua	3.507,0	15,4	16,0	20,4	21,6	21,2	22,7	22,1	2,0	2,0	29,6	212,9	0,0	
LTG	UPCOM	Hóa chất	121,6	57.100	41.200	49,5%	Mua	6.042,0	11,6	23,9	7,1	1,4	8,3	7,1	7,4	1,3	10,9	0,0	68,3	4,3	
MBB	HOSE	Ngân hàng	2.546,3	36.300	31.900	15,7%	Trung Lập	1.609,6	40,7	39,7	3,5	45,0	16,8	16,5	23,6	2,1	1,9	152,1	7.295,1	0,0	
NKG	HOSE	Kim loại	236,6	49.400	41.400	21,7%	Mua	10.779,2	41,2	36,6	81,9	84,3	7,5	6,2	4,3	1,8	2,4	80,5	1.792,3	56,8	
NLG	HOSE	Bất động sản	241,2	37.200	34.900	8,0%	Trung Lập	5.709,4	24,8	55,0	8,9	47,3	54,7	10,2	8,3	1,9	1,4	69,6	1.123,8	0,0	
NT2	HOSE	Sản xuất & Phân phối Điện	418,9	37.600	33.100	23,9%	Mua	3.412,9	-15,3	-25,3	13,7	21,8	13,9	11,7	10,1	1,9	10,3	25,0	466,3	25,9	
NTC	UPCOM	Bất động sản	60,6	127.000	87.500	48,0%	Mua	8.277,6	-0,8	8,6	5,4	-10,2	15,5	9,7	12,4	3,6	2,9	130,5	226,3	49,0	
PC1	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	185,3	37.000	36.500	4,1%	Trung Lập	4.030,2	5,1	-22,1	55,2	130,3	3,3	15,6	9,7	1,6	2,7	32,9	389,6	10,5	
PGI	HOSE	Bảo hiểm phi nhân thọ	77,2	24.900	19.800	37,9%	Mua	2.448,0	0,0	24,9	10,7	7,7	11,2	12,2	10,2	1,2	12,1	-8,8	30,5	27,5	
PHR	HOSE	Hóa chất	163,2	52.600	47.300	17,5%	Trung Lập	8.684,4	40,4	48,5	2,3	92,4	13,3	11,4	7,4	1,6	6,3	75,0	776,7	37,1	
PME	HOSE	Dược phẩm	240,0	120.000	83.700	45,8%	Mua	6.054,0	7,6	19,7	25,1	20,3	17,0	19,1	16,0	3,4	2,4	0,0	210,5	0,0	
PNJ	HOSE	Hàng cá nhân	708,2	147.200	149.000	0,0%	Trung Lập	10.874,0	28,2	61,1	31,7	28,6	13,4	21,1	17,3	5,5	1,2	121,3	2.012,4	0,0	
PPC	HOSE	Sản xuất & Phân phối Điện	289,0	22.000	20.500	18,5%	Trung Lập	1.916,9	4,3	52,4	4,1	-5,9	1,2	7,8	8,9	1,2	11,2	34,6	287,1	31,2	
PVD	HOSE	Thiết bị, Dịch vụ và Phân phối Dầu khí	462,0	24.200	27.450	-11,8%	Trung Lập	0,0	-27,2	-79,8	16,3	-111,5	41,7	402,1	N/a	0,8	0,0	30,7	3.851,9	26,4	
PVT	HOSE	Vận tải	240,7	18.100	19.450	3,3%	Trung Lập	1.438,0	-9,0	0,7	9,4	-1,1	4,6	13,1	14,1	1,5	10,3	72,9	552,6	18,4	

QNS	UPCOM	Sản xuất thực phẩm	509,6	74.200	48.000	61,9%	Mua	7.365,0	9,6	-27,9	8,8	30,3	6,0	11,4	7,6	2,6	7,3	-41,1	506,8	41,6
SHP	HOSE	Sản xuất & Phân phối Điện	94,8	25.400	23.000	17,4%	Trung Lập	2.128,6	20,3	88,9	-1,9	-7,1	3,0	11,6	12,6	1,8	7,0	23,1	15,6	44,8
STK	HOSE	Hàng cá nhân	49,0	21.500	18.600	18,3%	Trung Lập	2.419,0	46,6	242,3	2,0	27,7	7,9	11,4	8,9	1,4	2,7	11,4	22,8	37,8
TCM	HOSE	Hàng cá nhân	61,2	30.500	27.000	16,7%	Trung Lập	3.276,0	4,5	67,8	278,3	1.830,5	-71,5	7,3	7,5	1,3	3,7	100,0	1.018,1	0,0
VCB	HOSE	Ngân hàng	10.534,7	60.000	66.600	-8,7%	Trung Lập	2.568,7	18,2	33,0	8,7	17,4	12,0	26,4	28,3	4,4	1,2	73,1	5.178,3	9,1
VGC	HNX	Xây dựng và Vật liệu	512,5	30.200	26.000	20,0%	Mua	2.682,4	11,4	23,7	14,4	41,8	15,6	13,8	12,3	1,9	3,8	77,6	1.432,1	13,7
VIC	HOSE	Bất động sản	9.973,3	108.000	86.000	25,6%	Mua	2.749,2	56,8	74,1	35,3	38,2	6,2	53,4	38,6	7,3	0,0	104,8	10.290,2	38,9
VJC	HOSE	Du lịch & Giải trí	3.829,8	191.000	193.000	0,5%	Trung Lập	11.926,0	54,0	81,0	17,7	26,6	25,8	19,1	15,2	8,7	1,6	0,0	10.058,4	2,8
VNM	HOSE	Sản xuất thực phẩm	12.984,5	215.323	203.500	7,3%	Trung Lập	8.683,0	9,1	10,1	17,0	18,4	15,0	28,7	26,9	12,6	1,5	63,2	25.121,2	40,2
VRE	HOSE	Bất động sản	4.630,5	51.200	55.400	-7,6%	Trung Lập	1.712,4	-13,6	-17,2	73,5	44,0	-7,3	67,6	36,3	4,0	0,0	0,0	18.997,7	21,3
VSC	HOSE	Vận tải	89,0	48.900	40.400	24,8%	Mua	5.611,0	20,4	-5,6	0,9	26,4	2,5	8,5	7,5	1,4	3,7	-21,9	443,6	8,4
VSH	HOSE	Sản xuất & Phân phối Điện	153,7	22.100	16.950	36,3%	Mua	1.505,3	17,5	10,8	3,2	-3,1	112,7	12,1	12,7	1,2	5,9	19,7	41,4	34,3

Nguồn: RongViet Securities

Lưu ý và giải thích khuyến nghị

Các cổ phiếu được chọn lọc dựa trên sự kết hợp của những tiêu chí: (1) nhóm ngành có triển vọng kinh doanh khả quan trong năm 2017, (2) KQKD được kỳ vọng tích cực nhờ những lợi thế cũng như “câu chuyện” riêng của từng công ty, (3) cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu cao so với định giá hợp lý trên cơ sở triển vọng kinh doanh dài hạn của doanh nghiệp.

Nhà đầu tư cần lưu ý các chỉ tiêu tài chính và giao dịch của các doanh nghiệp trình bày dưới đây được tính toán dựa trên mức giá đóng cửa ngày 31/01/2018.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo này, các doanh nghiệp niêm yết chưa công bố Báo cáo tài chính kiểm toán 2017. Do đó, KQKD, các chỉ tiêu thuộc bảng Cân đối kế toán năm 2017 cũng như chỉ tiêu tài chính khác đều được tính toán dựa số liệu chưa được kiểm toán.

Dưới đây là thuyết minh hệ thống quan điểm đánh giá của RongViet Research đối với từng cổ phiếu.

Đối với các cổ phiếu mà định giá còn hiệu lực

KHUYẾN NGHỊ	LN KỶ VỌNG		
	MUA	TRUNG LẬP	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	-20% đến 20%	<-20%

Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng bằng tổng của mức tăng giá và tỷ suất cổ tức kỳ vọng nhận được trong 12 tháng tới.

VẬT LIỆU XÂY DỰNG – Bức tranh cạnh tranh tiếp diễn

Trinh Nguyen (trinh.nh@vdsc.com.vn)

Duong Lai (duong.ld@vdsc.com.vn)

Trong năm 2018, tình hình cạnh tranh sẽ trở nên khốc liệt hơn, do việc gia tăng công suất trong nhiều ngành như gạch, xi măng, nhựa, và kính xây dựng. Theo xu hướng đó, nhiều nhà sản xuất cũng đồng thời tăng chất lượng sản phẩm hơn so với hiện tại, nhằm chiếm thêm thị phần mới và hưởng biên lợi nhuận cao hơn. Trong nhóm vật liệu xây dựng, thép là một trong những ngành nổi bật khi hai năm liên tiếp đạt tăng trưởng ấn tượng cả về sản lượng và giá.

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm lạc quan với các doanh nghiệp thép đầu ngành, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có thị phần lớn, có kế hoạch đầu tư mở rộng công suất và đã tăng vốn đủ để tài trợ. Được hỗ trợ bởi tăng trưởng lực cầu nội địa dự báo ở mức 20-22% và các chính sách phòng vệ thương mại có lợi cho sắt thép Việt Nam, các nhà sản xuất thép đang đứng trước cơ hội mở rộng thị trường tiêu thụ. Không chỉ dừng ở tăng quy mô, ngành thép nội địa đang phát triển theo chiều sâu, sản xuất từ thượng nguồn để tăng năng lực sản xuất các bán thành phẩm, giảm nhập khẩu và đặc biệt hướng đến sản xuất các dòng sản phẩm sắt thép mà trước giờ hoàn toàn phụ thuộc vào nhập khẩu như thép dự ứng lực và thép dùng trong các thiết bị dân dụng.

Trong năm 2018, lĩnh vực kính xây dựng sẽ không thuận lợi như năm 2016 và 2017. Theo Hiệp hội sản xuất kính Việt Nam (Vietglass), nguồn cung nội địa bao gồm 4 nhà máy sản xuất kính, gồm có Chu Lai, Việt Nhật, Bình Dương và Trảng An, với tổng công suất các nhà máy vào khoảng 3.500 tấn/ngày. Ngành kính sẽ có một năm 2018 không được thuận lợi như năm 2017 do (1) giá bán kính sẽ có mức tăng trưởng thấp hơn sau thời kì thiếu hụt nguồn cung tại thời điểm 2016 và nửa đầu năm 2017, và (2) cạnh tranh mạnh mẽ hơn khi nhà máy Chu Lai, với công suất 1.200 tấn kính/ngày dự kiến sẽ đi vào hoạt động cuối năm sau.

Mức lợi nhuận hấp dẫn của ngành ống nhựa đã thu hút được nhiều doanh nghiệp mới tham gia thị trường và là môi trường thuận lợi để bắt đầu cuộc cạnh tranh về giá. Tuy mới “lấn sân” sang mảng ống nhựa, HSG đã đưa ra các chính sách bán hàng rất cạnh tranh để chiếm thị phần, khiến một loạt các nhà sản xuất khác phải tăng cường chiết khấu cho mạng lưới bán lẻ. Ngay cả các công ty đầu ngành từng đạt mức lợi nhuận gộp trên 30% hiện tại có thể phải chấp nhận biên lợi nhuận thấp hơn do cạnh tranh từ những doanh nghiệp mới này. Giá niêm yết của ống nhựa sau một thời gian dài không đổi, đã tăng nhẹ do giá nguyên liệu đầu vào tăng nhờ sự phục hồi của giá dầu. Tăng trưởng nhu cầu xây dựng đã tạo điều kiện thuận lợi cho sản lượng tiêu thụ, trong khi các nhà sản xuất lớn như BMP, NTP hoạt động hết công suất để đáp ứng các đơn đặt hàng. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ ống nhựa sẽ tăng trưởng ổn định trong năm 2018, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đầu tư mở rộng năng lực sản xuất.

Lĩnh vực gạch xây dựng sẽ trở nên khó khăn hơn từ năm 2018 trở đi. Hiện tại, ngành gạch xây dựng đang gặp sự cạnh tranh khốc liệt về giá bán, với sự phân mảnh từ nhiều đối thủ trên thị trường và liên tục nâng công suất trong các năm gần đây. Với tính bền vững cao hơn và chịu nước tốt hơn, gạch granite sẽ ngày càng trở nên phổ biến hơn so với ceramic. Với công suất hiện tại 60 triệu m²/năm, nguồn cung sẽ cần tăng tương trung bình 18,5% để đáp ứng nhu cầu, dự báo vào khoảng 140 triệu m² vào năm 2020. Những công ty trong ngành như VGC, CVT đều có kế hoạch tiếp tục gia tăng công suất mảng gạch granite, và ngược lại đối với ceramic.

Ngành xi măng tiếp tục đối mặt xu thế cạnh tranh nhiều hơn về giá, trong khi giá nguyên vật liệu đầu vào, bao gồm (than, dầu), chi phí nhân công tiếp tục tăng. Tổng công suất thiết kế các nhà máy vào khoảng 97 triệu tấn / năm trong năm 2017, cao hơn 20% so với nhu cầu tiêu thụ. Chúng tôi ước tính tổng công suất sẽ tăng lên khoảng 120 triệu vào năm 2020. Trong năm 2018, xu thế dư cung sẽ tiếp tục diễn ra, chủ yếu tại miền Bắc, trong khi nguồn cung tại miền Nam chủ yếu đến từ khu vực khác. Trong

trường hợp xu thế xuất khẩu không có cải thiện, và các dự án đầu tư mới về xi măng đi vào hoạt động, tình trạng dư cung sẽ tiếp tục diễn ra, vượt khoảng 25-30% so với cầu trong các năm tới.

Rủi ro

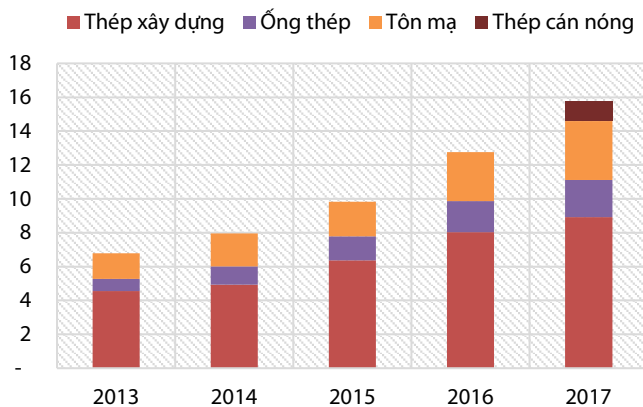
Ngành thép

- Các thị trường xuất khẩu chính như các nước Đông Nam Á đang tiếp tục dựng lên các hàng rào phòng vệ với sắt thép Việt Nam xuất khẩu, đặc biệt ở nhóm hàng tôn mạ.
- Dư cung thép trên toàn cầu vẫn chưa được giải quyết triệt để, vì vậy rủi ro thép Trung Quốc phá giá tràn vào thị trường nội địa vẫn tiềm tàng.
- Đầu tư mở rộng chuỗi sản xuất chưa thực sự mạnh mẽ, phần lớn các doanh nghiệp vẫn dừng ở mức “gia công”, vì vậy lợi nhuận bất ổn định và chịu nhiều sức ép từ diễn biến giá thép thế giới.

Các ngành khác

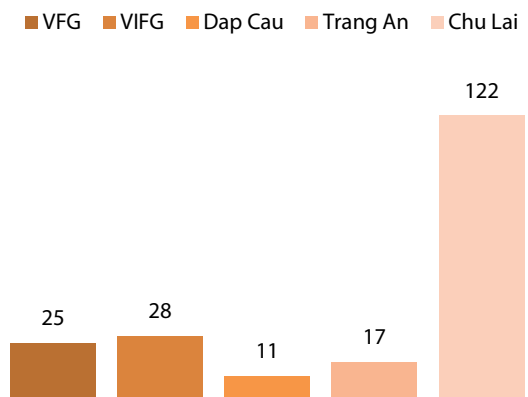
- Tăng giá đầu vào
- Tăng lãi suất, ảnh hưởng đến các doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ lớn để đầu tư dự án mới
- Ảnh hưởng từ thời tiết không thuận lợi

Hình 23: Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép (triệu tấn)



Nguồn: VSA, RongViet Securities

Hình 24: Công suất nhà máy kính (triệu m²)



Nguồn: VGC, RongViet Securities

Tăng trưởng từ các dự án đầu tư mới

MUA

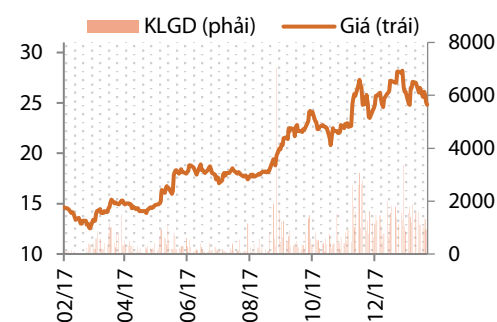
Giá hiện tại (VND)	25.300
Giá mục tiêu (VND)	30.200
Cổ tức tiền mặt (VND)*	500

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	XD & vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,657.1
SLCPDLH (triệu cp)	448.4
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	1,256.8
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	32.6
Tỷ lệ sở hữu NGTNN còn lại (%)	13.7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	56.7

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	8,078	9,070	10,371	11,991
% yoy	3.3	12.3	14.4	15.6
LNST	488	635	901	1,145
% yoy	48.5	30.3	41.8	27.2
ROA (%)	5.0	5.0	5.8	5.7
ROE (%)	0.0	0.0	14.1	14.3
EPS (VND)	1,684	1,353	2,109	2,682
GTSS (VND)	12,231	13,908	15,691	17,658
Cổ tức tiền mặt (VND)	950	950	1,000	0
P/E (x)	9.1	19.5	12.3	9.7
P/BV (x)	1.3	1.9	1.7	1.5

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

VGC là công ty thuộc sở hữu của Bộ Xây dựng, với 57% cổ phần. Công ty phát triển lĩnh vực khu công nghiệp và bất động sản tại khu vực phía Bắc và vật liệu xây dựng, bao gồm kính xây dựng, gạch, và sứ.

VGC không chỉ triển khai đầu tư các dự án mới trong nhiều lĩnh vực vật liệu xây dựng, từ kính xây dựng, sứ, đến gạch granite, mà cũng đồng thời nâng cao giá trị sản phẩm so với các sản phẩm hiện tại của VGC, giúp công ty chiếm được thêm thị phần mới và cải thiện biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, bức tranh ngành vật liệu xây dựng sẽ trở nên cạnh tranh hơn trong năm tới, khiến cho tốc độ tăng trưởng nhìn chung sẽ thấp hơn so với các năm đã qua.

Khu công nghiệp sẽ là mảng hoạt động tích cực nhất. Công ty sẽ tiếp tục ghi nhận dòng tiền ổn định và vững chắc, chủ yếu đến từ hai dự án tâm điểm hiện nay là khu Yên Phong mở rộng và khu Đồng Văn IV. Với vị trí giao thông chiến lược và thuận lợi, những dự án này sẽ nhanh chóng lấp đầy và mang lại thêm lợi nhuận cho VGC.

Luận điểm đầu tư

Triển khai 2 dự án khu công nghiệp chính đảm bảo dòng tiền trong giai đoạn 2018-2020. Hai dự án chính, là Yên Phong mở rộng và Đồng Văn IV, sẽ là các dự án tiềm năng nhất với vị trí chiến lược. Trong 3 năm tới, Samsung đã cam kết đầu tư 100ha với VGC tại khu công nghiệp Yên Phong mở rộng, tạo động lực chính về hoạt động tại đây.

Các dự án đầu tư mới giúp tăng trưởng cho mảng vật liệu xây dựng:

- Dự án kính siêu trắng tại Vũng Tàu, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Q1 2019, với công suất 600 tấn kính/ngày. Chúng tôi cho rằng, trong năm 2018, lĩnh vực kính xây dựng sẽ không thuận lợi như năm 2016 và 2017, do (1) giá bán kính sẽ có mức tăng trưởng thấp hơn sau thời kỳ thiếu hụt nguồn cung tại thời điểm 2016 và nửa đầu năm 2017, và (2) cạnh tranh mạnh mẽ hơn khi nhà máy Chu Lai, với công suất 1.200 tấn kính/ngày mới đi vào hoạt động.
- Trong Q2 2018, nhà máy sứ Mỹ Xuân dự kiến sẽ đi vào sản xuất, tăng thêm 750.000 sản phẩm/năm cho VGC, giúp công ty chiếm thêm thị phần.
- Lĩnh vực gạch xây dựng sẽ trở nên khó khăn hơn từ năm 2018 trở đi. Hiện tại, ngành gạch xây dựng đang gặp sự cạnh tranh khốc liệt về giá bán, với sự phân mảnh từ nhiều đối thủ trên thị trường và liên tục nâng công suất trong các năm gần đây.

Thoái vốn từ Bộ Xây dựng có thể là động lực cho giá cổ phiếu trong năm 2018. Hiện nay, Bộ Xây dựng đang nắm đa số cổ phần tại VGC, tương đương 57%. Theo kế hoạch, Bộ Xây dựng sẽ thoái 20% trong Q2 2018 và thoái toàn bộ trong năm 2019. Đây có thể sẽ là động lực cho giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Dự báo 2018

- Chúng tôi dự kiến doanh thu và lợi nhuận năm 2018 lần lượt là 10.371 tỷ đồng và 901 tỷ đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Nguồn vốn FDI giảm.

2018 là bước “chiều nghỉ”

TRUNG LẬP

15,4%

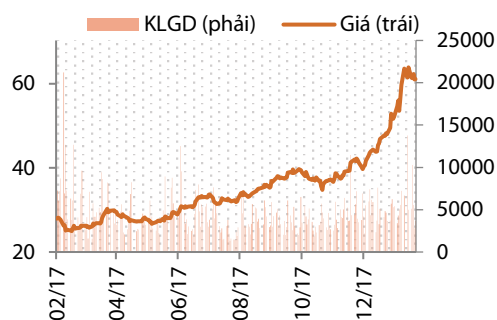
Giá hiện tại (VND)	62.300
Giá mục tiêu (VND)	71.900
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Stock info

Ngành	Tài nguyên cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	94.501,2
SLCPDLH (triệu cp)	1.516,9
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	5.083,7
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	233,8
Tỷ lệ sở hữu NGTNN còn lại (%)	7,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	33.283	46.162	57.945	77.547
% yoy	21,2	38,7	25,5	33,8
LNSt	6.602	8.007	9.606	13.707
% yoy	89,4	21,3	20,0	42,7
ROA (%)	19,9	20,3	16,5	17,2
ROE (%)	33,4	33,4	25,7	23,7
EPS (VND)	4.823	4.908	5.888	8.402
GTSS (VND)	23.429	21.282	26.783	32.185
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	8,9	9,5	10,6	7,4
P/BV (x)	1,8	2,2	2,3	1,9

*Giá tại ngày 01/02/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG-HSX) là nhà sản xuất thép xây dựng lớn nhất Việt Nam, với công suất thiết kế trên 2 triệu tấn/năm và hiện đang nắm giữ 24% thị phần. HPG cũng có thị phần cao nhất trong phân khúc ống thép và có kế hoạch mở rộng sang mảng tôn mạ. Sắp tới đây, Khu liên hợp Thép Dung Quất với công suất thiết kế vượt 4 triệu tấn/năm, sẽ cho phép HPG khai thác các phân khúc sản phẩm thép mới. Mặc dù là doanh nghiệp đầu ngành có thể duy trì ROE ổn định trên 20% và lợi nhuận ròng trên 10%, cổ phiếu HPG đang giao dịch ở mức P/E thấp nhất trong nhóm VN-30.

Trong vài năm gần đây, HPG đã khẳng định vị trí hàng đầu trong ngành thép và đang nỗ lực để mở rộng tầm ảnh hưởng của mình. Nhờ khả năng sinh lời cao của Khu liên hợp thép Hải Dương, HPG có biên lợi nhuận cao nhất trong ngành cũng như có kinh nghiệm vận hành dự án lớn. Trong xu thế mở rộng quy mô ô tô của ngành thép nội địa, Khu liên hợp thép Dung Quất là một dự án nổi bật nhờ kế thừa hiệu quả hoạt động của các dự án thép hiện tại của HPG, thậm chí có khả năng cải thiện biên lợi nhuận chung cho toàn tập đoàn nhờ khai thác các sản phẩm mà ngành thép nội địa chưa có khả năng cung cấp. Tuy nhiên, năm 2018 có thể là một bước “chiều nghỉ” trong tăng trưởng lợi nhuận của HPG, vì hầu hết các nhà máy thép đang hoạt động hết công suất và Dung Quất dự kiến sẽ bắt đầu sản xuất vào nửa cuối năm 2018.

Luận điểm đầu tư

- **Khả năng sinh lời vượt trội của HPG so với mặt bằng chung ngành thép sẽ được duy trì**, tuy nhiên do đã hoạt động tối đa công suất nên tăng trưởng sản lượng sẽ không được như giai đoạn trước. Chuỗi sản xuất khép kín từ quặng sắt tại Khu liên hợp thép Hải Dương sẽ giữ biên lợi nhuận gộp của HPG ổn định trên 20% và bớt phụ thuộc vào biến động giá thép. Hoạt động đủ công suất tại các nhà máy thép hiện tại giúp HPG đạt sản lượng 2,6 triệu tấn/năm và lợi nhuận gộp trên 9.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, HPG phải phụ thuộc vào tăng công suất ở mảng ống thép và tôn mạ, trước khi Dung Quất bắt đầu sản xuất vào nửa cuối năm 2018.
- **Khu liên hợp Dung Quất là câu chuyện hấp dẫn trong dài hạn**. Với công suất thiết kế ít nhất 4,5 triệu tấn/năm, sản lượng của HPG vào năm 2020 có thể đạt gấp ba lần công suất hiện tại. Các dòng sản phẩm của HPG cũng sẽ bổ sung thêm thép dự ứng lực, thép cán nóng và các sản phẩm chất lượng cao khác. Dung Quất cũng nhận được sự hỗ trợ từ chính phủ bao gồm ưu đãi thuế, các biện pháp tự vệ thương mại khả thi và thậm chí truyền thông. Chúng tôi cho rằng Khu liên hợp Thép Dung Quất sẽ giúp HPG trở thành nhà sản xuất lớn trên thị trường thép toàn cầu.
- **Các mảng kinh doanh khác đang phát triển ổn định**, bao gồm các dự án bất động sản và phân khúc nông nghiệp. HPG đang đầu tư vào ba dự án dân cư và một khu công nghiệp, cùng với ba nhà máy thức ăn chăn nuôi và một số trang trại sản xuất thịt và trứng. Các dự án ngoài thép của HPG chỉ đóng góp 12% tổng doanh thu và 8% tổng lợi nhuận trước thuế nhưng được quản lý tương đối bài bản và hầu hết duy trì được mức lợi nhuận chung của tập đoàn.

Triển vọng 2018

- Sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng ở mức 23%.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp có thể giảm nhẹ do giá thép thế giới có thể mất đà tăng trong năm 2018 sau khi đã tăng mạnh trong năm 2017.

Rủi ro

- Biến động giá quặng sắt và than cốc có thể ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của HPG.
- Các biến động về giá thép trong nước cũng ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của HPG.
- Hoạt động mua bán của khối ngoại có thể ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư.

Thiên thời, địa lợi

TRUNG LẬP

19,3%

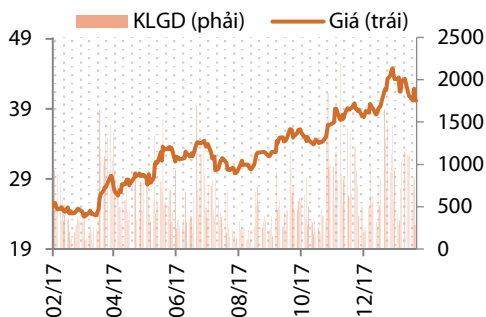
Giá hiện tại (VND)	41.400
Giá mục tiêu (VND)	49.400
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tài nguyên cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.382,0
SLCPDLH (triệu cp)	130,0
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	1.020,2
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	40,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	56,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	8.936	12.619	22.959	24.692
% yoy	55,4	41,2	81,9	7,5
LNST	518	708	1.304	1.475
% yoy	310,7	36,6	84,3	13,1
ROA (%)	8,1	11,0	13,1	12,3
ROE (%)	32,8	26,1	32,8	30,3
EPS (VND)	4.966	5.442	9.529	10.779
GTSS (VND)	23.888	22.619	30.443	37.223
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1.000	0	0
P/E (x)	7,0	7,1	4,3	3,8
P/BV (x)	1,5	1,7	1,4	1,1

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Thép Nam Kim (NKG-HSX) là nhà sản xuất thép mạ lớn thứ hai trên thị trường nội địa. Công ty có năng lực sản xuất hơn 800.000 tấn tôn mạ và 280.000 tấn ống thép/năm. Mặc dù không có một chiến lược marketing mạnh mẽ và cũng không có hệ thống bán lẻ riêng, nhưng Nam Kim vẫn là công ty đứng thứ hai về thị phần trong nước cũng như có khả năng xuất khẩu hơn 50% tổng sản lượng. Điều hành bốn nhà máy và đồng sở hữu một nhà máy với một đối tác nước ngoài, NKG cũng đang có kế hoạch tiếp tục mở rộng năng lực của mình để đón đầu tăng trưởng nhu cầu trong những năm tiếp theo.

Năm 2017 đã là năm thành công của NKG về mặt kinh doanh. NKG đạt được tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn nhờ công suất mới trong khi giá thép thế giới tăng mạnh cho phép NKG sử dụng dây chuyền sản xuất mới với công suất tối đa. Quan trọng hơn, NKG đã cơ cấu lại thành công đòn bẩy của mình, khi công ty tiến hành hơn 8.000 tỷ đồng từ việc phát hành riêng lẻ 30 triệu cổ phiếu. Tất cả những lợi thế này có thể làm cho NKG thu hút sự chú ý của thị trường vào năm 2018 được dự báo sẽ là một giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ khác cho thu nhập của NKG.

Luận điểm đầu tư

- **Nhà máy Nam Kim 3 sẽ đóng góp hơn 50% tổng sản lượng của NKG.** Nhà máy đang trong giai đoạn xây dựng lắp đặt cuối cùng và sẽ nâng tổng công suất thép tráng phủ của NKG lên hơn 1,2 triệu tấn/năm, giúp NKG duy trì vị trí thứ hai toàn thị trường về công suất. Nhà máy sẽ trở thành nhà máy sản xuất tôn mạ hoàn thiện nhất với năng lực tự cung gần như toàn bộ CRC, giúp NKG tăng thị phần nhanh chóng đồng thời cải thiện biên gộp.
- **NKG có thêm kế hoạch mở rộng năng lực.** Nhà máy Nam Kim 4, nhà máy ống thép tại Long An giúp NKG nhắm mục tiêu đến khu vực đồng bằng sông Cửu Long. Nam Kim 5, do NKG liên doanh với đối tác Hàn Quốc sẽ giúp NKG tham gia vào chuỗi cung ứng sản phẩm điện gia dụng. Theo như kế hoạch tăng gấp đôi doanh thu trong năm này, việc mở rộng năng lực sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho NKG trong những năm tới.
- **Biên lợi nhuận gộp của NKG có thể được ổn định nhờ lợi thế cả bên trong và bên ngoài.** Các dây chuyền cán nguội mới sẽ giảm sự phụ thuộc của NKG vào việc mua ngoài, cũng như ổn định biên lợi nhuận trước các biến động giá thép thế giới.
- **Tài chính của NKG ngày càng hấp dẫn các nhà đầu tư.** Các hoạt động huy động vốn trong năm 2016 và 2017 đã trang bị cho công ty nguồn lực đầy đủ để đầu tư vào CapEx mà không cần đặt nặng áp lực lên đòn bẩy tài chính. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu NKG sẽ được thị trường chấp nhận mức P/E cao hơn.

Dự báo 2018

- Khối lượng bán hàng dự kiến sẽ đạt mức 1 triệu tấn vào năm 2018, tăng 25% so với năm trước.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp có thể giảm nhẹ 0,9 điểm phần trăm xuống 11,3% do NKG có thể phải giảm tỷ suất lợi nhuận để duy trì tính cạnh tranh.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Sự sụt giảm mạnh giá thép thế giới có thể làm giảm biên lợi nhuận gộp của NKG do quy trình sản xuất vẫn tương đối đơn giản.
- Các hoạt động chống bán phá giá tại thị trường xuất khẩu chính của NKG tiềm ẩn nhiều rủi ro bán hàng xuất khẩu.
- Hoạt động mua bán cổ phiếu của cổ đông lớn NKG có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.

BẤT ĐỘNG SẢN VÀ XÂY DỰNG – Tiến đến giai đoạn chủ động

Duong Lai (duong.ld@vdsc.com.vn)

Trinh Nguyen (trinh.nh@vdsc.com.vn)

Bất động sản trải qua chu kỳ “bùng nổ” từ 2015-2017, với sự tăng trưởng trong tất cả các phân khúc, đặc biệt là phân khúc cao cấp. Chúng tôi đánh giá triển vọng năm 2018 sẽ tích cực, với sự hỗ trợ của các điều kiện thuận lợi về kinh tế vĩ mô và sự cải thiện hạ tầng trong dài hạn.

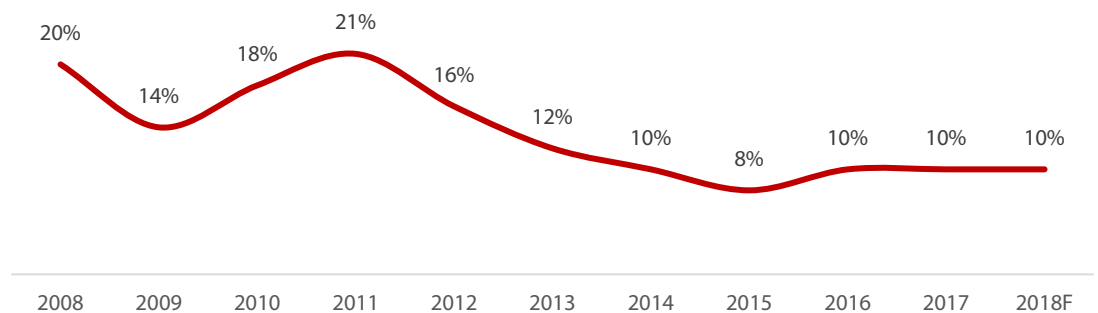
Trên thị trường bất động sản, nhiều dự án nhà đất được đầu tư trong giai đoạn hưởng chính sách tín dụng đang dần hoàn thiện, tạo động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho nhiều tổng thầu xây dựng trong năm 2017. Tuy nhiên chúng tôi quan sát thấy một số cổ phiếu ưa thích của RongViet Research đang tăng trưởng chậm lại, gặp vấn đề trong quản lý dự án hoặc quản lý dòng tiền, vì vậy không quá thận trọng khi cho rằng con sóng tăng trưởng ngành xây dựng đang tiệm cận đỉnh.

Cơ hội đầu tư

Các yếu tố chính sách giúp thị trường phát triển bền vững hơn. Nhà nước sẽ áp dụng đa dạng các chính sách, từ thuế, tính dụng, quy hoạch và hành chính để điều tiết thị trường bất động sản phát triển một cách bền vững. Trong năm 2018, nhóm các chính sách liên quan đến bất động sản sẽ tiếp tục được cải tiến và sửa đổi, tạo sự hoàn thiện cho thị trường. Gần đây, nghị định 54 trong việc thí điểm đưa cơ chế đặc thù cho HCM cũng sẽ có tác động sâu rộng đến thành phố này trong tương lai. Ngoài ra, năm 2017, nghị định 42 về xử lý nợ xấu, cũng sẽ là chất xúc tác thúc đẩy việc xử lý “sự tồn đọng” của nợ xấu, chủ yếu là các dự án bất động sản, tạo nguồn lực cho nền kinh tế cũng như giúp tái khởi động lại nhiều dự án “chết” trong thời gian tới.

Nguồn vốn phát triển bất động sản hưởng lợi từ mức lãi suất thấp. Năm 2018, chúng tôi cho rằng, các ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì mức lãi suất thấp, do: 1) suy giảm mức lãi suất trên thị trường OMO, 2) Lợi tức trái phiếu ở mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây. Điều này sẽ có ảnh hưởng tích cực đến các nhà phát triển bất động sản, hưởng lợi từ nguồn vốn đi vay rẻ.

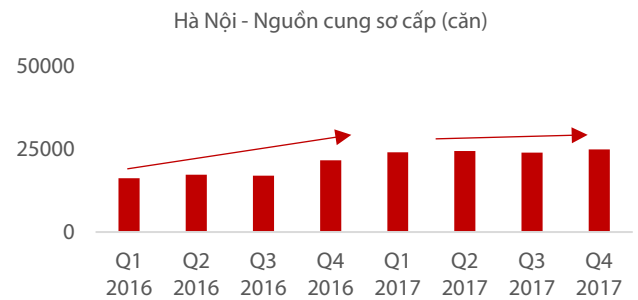
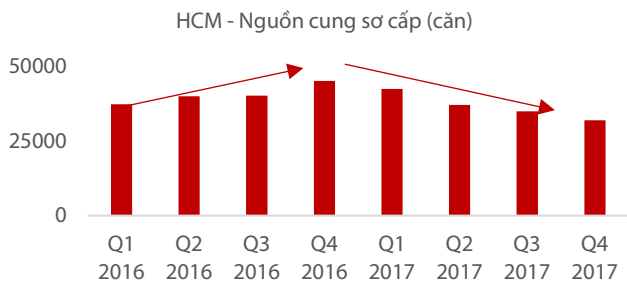
Hình 25: Lãi suất đi vay 1 năm



Nguồn: SBV, Rong Viet Securities compiled

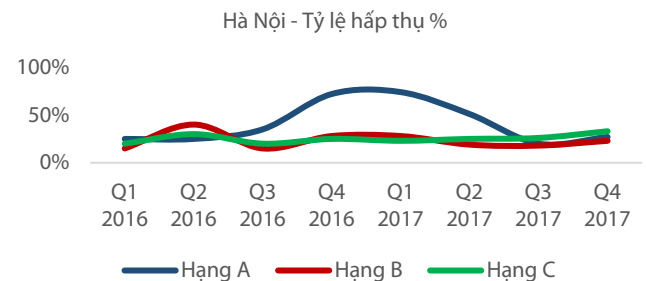
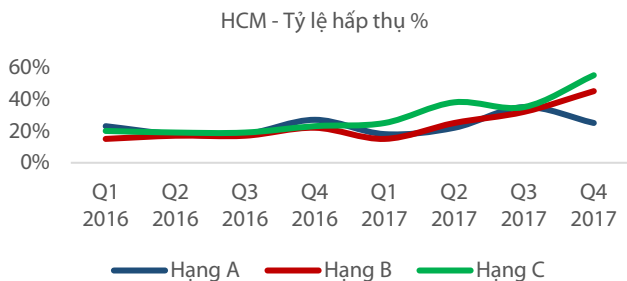
Lĩnh vực bất động sản tiếp tục tăng trưởng, tuy nhiên, hướng đến phân khúc trung bình

- Năm 2017, nguồn cung sơ cấp giảm theo quý tại thị trường HCM, nhưng tăng nhẹ tại thị trường Hà Nội.** Chúng tôi kì vọng nguồn cung tương lai sẽ dồi dào hơn, trong đó phân khúc hạng B và C sẽ chiếm tỷ trọng lớn. Tại HCM, phân khúc hạng B, chủ yếu phân bổ tại quận 2, 4, 7, Bình Thạnh, Phú Nhuận, với quy hoạch dân cư tốt, và hạ tầng kết nối đến trung tâm. Phân khúc hạng C sẽ chủ yếu tại các khu vực ngoại thành phía Tây và Đông.



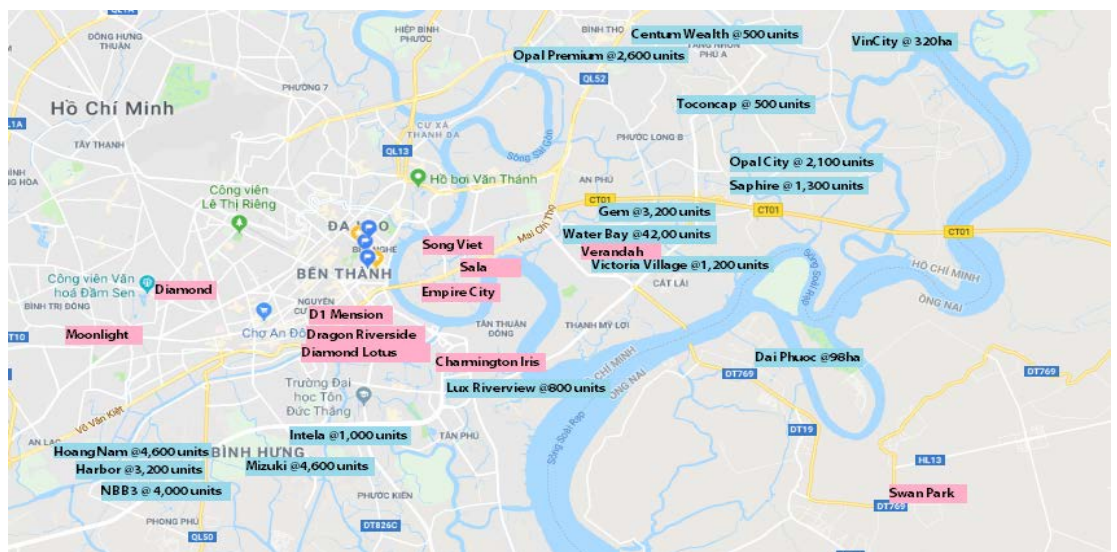
Nguồn: Savills, Rong Viet Securities tổng hợp

- Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ năm 2017 tại HCM tăng mạnh đối với tất cả các phân khúc.** Tại thị trường HCM, tỷ lệ hấp thụ tốt, đặc biệt tại phân khúc thấp và trung bình, trong khi tại Hà Nội, có sự cải thiện tuy không đáng kể. Chúng tôi cho rằng, xu thế này sẽ tiếp tục trong năm 2018.



Nguồn: Savills, Rong Viet Securities tổng hợp

- Chủ đầu tư bất động sản tiếp tục có một năm 2018 bận rộn, với kế hoạch mở mới, chủ yếu tại phía Đông và Nam HCM và phía Tây Hà Nội.** Tất cả các chủ đầu tư lớn, như Vingroup, Novaland, Đất Xanh, Khang Điền, Nam Long đều có kế hoạch mở bán mới 2018, để tiếp tục duy trì đà tăng trưởng. Hơn thế nữa, Vingroup, được biết đến với phân khúc cao cấp, sẽ tiến vào phân khúc trung bình, với thương hiệu VinCity. Mức giá bán trung bình khoảng 1.000 USD/m², và diện tích trung bình từ 35-90m², phù hợp với thu nhập đa số người dân Việt Nam. Đối với phân khúc đất nền, DIG sẽ tiếp tục hoàn thiện thủ tục đầu tư để phát triển hai dự án Đại Phước và Long Tân tại tỉnh Đồng Nai, tạo đà phát triển trong các năm tiếp theo.



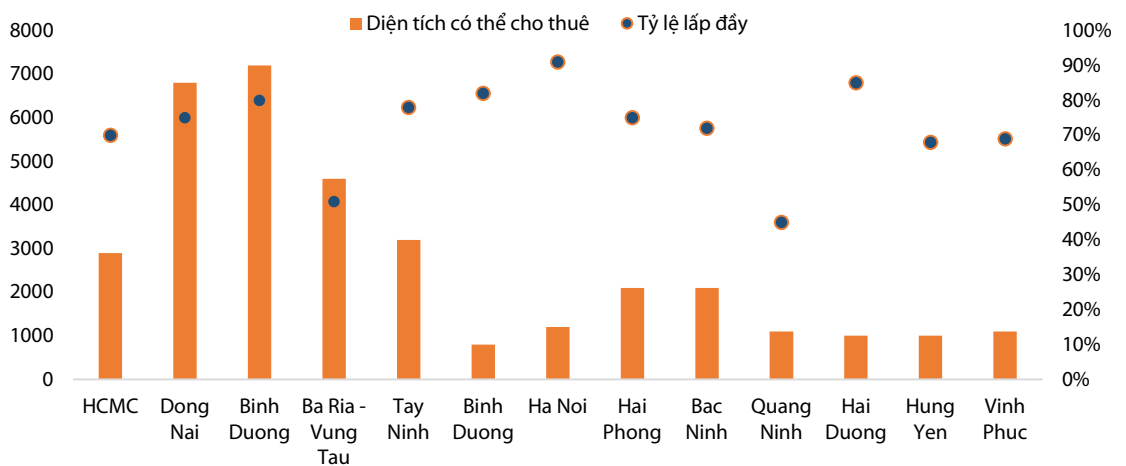
Nguồn: Rong Viet Securities compiled

Cải thiện cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy tăng trưởng dài hạn. Là trung tâm của miền Nam và miền Bắc, Hồ Chí Minh và Hà Nội sẽ là hai khu vực nhận được nhiều sự cải thiện nhất về điều kiện cơ sở hạ tầng. Các tuyến cầu, đường sẽ liên tục được đầu tư mới, cùng với tuyến Metro, đường cao tốc, đường sắt trên cao, giúp giải quyết bài toán ách tắc giao thông và kết nối với các tỉnh lân cận. Do quỹ đất trong nội thành đã dần cạn kiệt, nên xu hướng chuyển dịch ra ngoại thành và các tỉnh lân cận cũng trở nên mạnh mẽ hơn. Gần đây, việc công nhận Bắc Ninh và Thủ Dầu Một là thành phố loại 1, cùng với sự phát triển các tỉnh thành khác như Đồng Nai, Long An, Hải Phòng, Quảng Ninh, ... sẽ là điểm nhấn chính cho thị trường bất động sản tương lai.

Nhà đầu tư nước ngoài quan tâm đến thị trường Việt Nam

Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn đối với nhà đầu tư nước ngoài với tổng nguồn vốn FDI đăng ký đạt mức cao lịch sử, 35.9 tỷ USD, tăng 44% so với năm 2016. Nguồn vốn FDI giải ngân cũng tạo đỉnh cao mới, tăng 10,8% lên 17,5 tỷ USD. Theo lĩnh vực, lĩnh vực sản xuất dẫn đầu với 15,9 tỷ USD, chiếm 44,2% trên tổng nguồn vốn đăng ký FDI. Lĩnh vực sản xuất và phân phối điện đứng ở vị trí thứ 2, với 8,4 tỷ USD, chiếm 23,3%. Lĩnh vực bất động sản đứng ở vị trí thứ 3, chiếm 8,5% với 3,1 tỷ USD. Xét theo nhà đầu tư, Nhật Bản, Hàn Quốc và Singapore tiếp tục thống trị dòng tiền vào Việt Nam. So với các nhà đầu tư trước đây như Singapore, Nhật Bản, Hàn Quốc, thì Trung Quốc là nhà đầu tư mới tiến vào thị trường Việt Nam những năm gần đây. Tuy nhiên, với nguồn lực tài chính dồi dào, chúng tôi cho rằng, tác động đến thị trường sẽ rất đáng kể.

Hình 26: Hoạt động các khu công nghiệp theo vùng miền



Nguồn: JLL, Rong Viet Securities

Lĩnh vực khu công nghiệp chịu rào cản lớn gia nhập, nhưng có cầu cao, sẽ khiến mức giá thuê tiếp tục gia tăng. Chúng tôi tin rằng, những công ty có quỹ đất lớn tại các vị trí thuận lợi sẽ tiếp tục có lợi thế trong năm 2018, như Becamex, Idico, Kinh Bắc, Nam Tân Uyên.

Cơ hội đầu tư có thể đến từ việc thận trọng chất lượng những doanh nghiệp có hoạt động cốt lõi ổn định. Chúng tôi cho rằng cơ hội đầu tư vào cổ phiếu ngành công nghiệp nhẹ vốn này trước hết vẫn tiềm ẩn ở các doanh nghiệp có hoạt động cốt lõi ổn định và tài chính vững vàng. Trong số đó, các doanh nghiệp sớm giảm thiểu sự phụ thuộc vào thị trường nhà đất, hướng đến các phân khúc còn nhiều tiềm năng như văn phòng, trung tâm thương mại, nhà xưởng sẽ tạo ra tăng trưởng ổn định trong dài hạn và là câu chuyện hấp dẫn để đầu tư.

Rủi ro

- Các nhà thầu xây dựng hiện đang tận hưởng nguồn công việc từ thị trường nhà ở, đặc biệt là các dự án chung cư nhiều khả năng sẽ đối mặt với tăng trưởng kém nếu thiếu dự án - yếu tố phụ thuộc nhiều vào các chủ đầu tư và chính sách tín dụng.
- Lãi suất cho vay tăng trở lại, ảnh hưởng đến hoạt động doanh nghiệp
- Tăng nhanh nguồn cung phân khúc trung bình dẫn đến cạnh tranh về giá

Giảm phụ thuộc vào thị trường nhà ở

MUA

24,2%

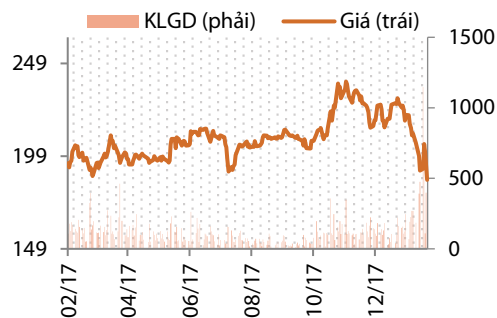
Giá hiện tại (VND)	201.000
Giá mục tiêu (VND)	245.700
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.900

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Xây dựng & vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.645,8
SLCPDLH (triệu cp)	77,8
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	219,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	47,7
Tỷ lệ sở hữu NGTNN còn lại (%)	12,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	20.783	27.153	33.055	37.965
% yoy	52,0	30,7	21,7	14,9
LNST	1.422	1.653	1.889	2.110
% yoy	113,5	16,2	14,3	11,7
ROA (%)	12,1	10,8	10,4	9,9
ROE (%)	22,8	18,3	17,5	16,5
EPS (VND)	15.093	20.436	21.714	23.966
GTSS (VND)	80.904	94.830	110.461	130.528
Cổ tức tiền mặt (VND)	5.000	5.000	3.900	0
P/E (x)	12,1	11,1	9,3	8,4
P/BV (x)	2,3	2,4	1,8	1,5

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (CTD-HSX) là nhà thầu xây dựng nội địa hàng đầu với năng lực thi công đa dạng. Với lượng backlog hơn 1 tỉ đô la Mỹ gồm nhiều dự án xây lắp quy mô lớn, CTD đã khẳng định vị thế đối với các chủ đầu tư bất động sản lớn và cả các doanh nghiệp nước ngoài. Có sức khoẻ tài chính lành mạnh, không vay nợ và tiền mặt dồi dào là điểm nhấn khiến Coteccons vượt trội so với hầu hết các đối thủ cùng ngành, giúp doanh nghiệp tham gia vào nhiều dự án xây lắp lớn thuộc mọi phân khúc như nhà ở, thương mại và cả xây lắp nhà xưởng.

Ngoài việc tận dụng nhu cầu xây dựng để mở rộng backlog và tăng trưởng doanh thu, CTD đang nỗ lực rất lớn để đa dạng hoá hoạt động kinh doanh, giảm rủi ro từ thị trường nhà ở. Hơn 1,800 tỷ đồng được huy động từ vị trí trước đây cho CTD đủ nguồn lực để phát triển các doanh nghiệp mới bao gồm quản lý tài sản cho thuê hoạt động, với hy vọng nhu cầu thuê văn phòng sẽ tăng mạnh, dự kiến sẽ tạo ra dòng tiền ổn định cho công ty trong tương lai.

Luận điểm đầu tư

- **CTD có năng lực tài chính lành mạnh có thể duy trì trong thời gian dài**, đó là một lợi thế cho phép doanh nghiệp phát triển nhiều mảng hoạt động mà không gây áp lực lên lợi nhuận. Hoàn toàn không vay nợ cũng là yếu tố quan trọng tăng uy tín của CTD đối với các chủ đầu tư. Nhờ vậy, CTD có lợi thế khi tham gia các gói thầu lớn và có năng lực thương lượng về các điều khoản thanh toán để cải thiện biên lợi nhuận, duy trì tăng trưởng bền vững.
- **CTD đang cho thấy nỗ lực đa dạng hoá dòng tiền để giảm phụ thuộc vào hoạt động xây lắp**. Ngoài kế hoạch mua bán và sáp nhập với một số công ty trong ngành xây dựng, CTD cũng có kế hoạch đầu tư vào năm dự án trong phân khúc văn phòng và nhà ở. Theo đó, Covestcons, công ty con của CTD hoạt động trong mảng đầu tư bất động sản, sẽ mua lại một phần của các dự án tiềm năng, trong đó tất cả đều do CTD làm tổng thầu xây dựng. Tất cả năm dự án hiện đang được xây dựng và dự kiến sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu trong hai năm tới, tạo ra dòng tiền ổn định để giúp CTD giảm sự phụ thuộc vào hoạt động xây lắp, vốn tiềm tàng nhiều rủi ro bởi phần lớn là các dự án nhà ở.

Dự báo 2018

- Mảng xây lắp được dự báo tăng 22% về doanh thu và vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu của CTD.
- Biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng sẽ giảm nhẹ từ 8% xuống còn 7,5% do CTD có thể phải giảm giá thầu để duy trì tính cạnh tranh.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Tin tức về các vụ tranh chấp và kết quả kinh doanh quý không đạt kỳ vọng gây áp lực lên giá cổ phiếu.
- Sự phụ thuộc vào các nhà thầu phụ có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lời ngắn hạn của CTD.

Tăng trưởng sau giai đoạn trầm lắng

MUA

23.6%

Giá hiện tại (VND)

22.650

Giá mục tiêu (VND)

28.000

Cổ tức tiền mặt (VND)*

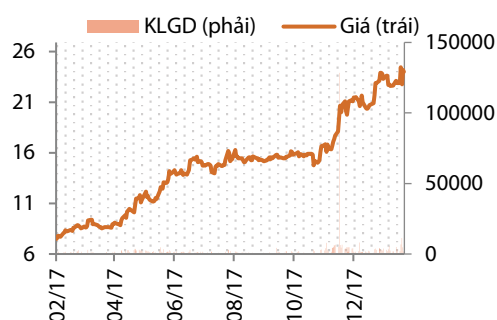
0

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	5.395,1
Vốn hóa (tỷ đồng)	238,2
SLCPDLH (triệu cp)	5.572,6
KLGDĐBQ 3 tháng (nghìn cp)	112,1
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)	5,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	5.395,1

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	1.152	1.469	2.769	5.527
% yoy	75,8	27,5	88,5	99,6
LNST	58	86	344	819
% yoy	458,7	47,5	299,2	137,9
ROA (%)	1,1	1,1	2,6	2,6
ROE (%)	2,1	2,1	6,8	10,0
EPS (VND)	236	362	1.446	3.441
GTSS (VND)		12.290	10.567	10.531
Cổ tức tiền mặt (VND)	450	0	0	0
P/E (x)	32,4	56,9	15,7	6,6
P/BV (x)		1,7	2,1	2,2

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

DIG là chủ đầu tư bất động sản với vốn hóa trung bình, tập trung vào phát triển các khu dân cư gần các khu công nghiệp và cảng. Quỹ đất hiện nay chủ yếu tại Vũng Tàu, Đồng Nai và các tỉnh thành loại 2 và loại 3 như Vĩnh Phúc, Kiên Giang.

Những năm gần đây, DIC trải qua giai đoạn “khó khăn”, tính trên phương diện triển khai dự án mới và kết quả kinh doanh thấp, mặc dù, sở hữu quỹ đất “khủng”. Sau khi Nhà nước thoái vốn, chúng tôi kì vọng tình hình sẽ được cải thiện với bức tranh sáng hơn.

Luận điểm đầu tư

- **Quỹ đất lớn tại giá vốn thấp.** DIG sở hữu quỹ đất lớn, gần 3,000 ha, hầu hết tại Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, những nơi có lợi thế từ các dự án hạ tầng giao thông, ví dụ như sân bay quốc tế HCMC hay tuyến đường vành đai 3 trong những năm tới.
- **Đại Phước và Long Tân sẽ là động lực chính.** Hiện tại, công ty sẽ tiếp tục phát triển và ghi nhận doanh thu từ các dự án như Phoenix, Nam Vĩnh Yên, Chí Linh, Phú Mỹ, Hiệp Phước. Hơn thế nữa, DIG cũng sở hữu 98ha tại Đồng Nai để tự phát triển (dự án Đại Phước), với sản phẩm đất nền. Một dự án khác, Long Tân, với quy mô 300ha, tại vị trí chiến lược Nhơn Trạch, Đồng Nai. Chúng tôi cho rằng, công ty sẽ tìm đối tác cùng phát triển dự án này, tương tự như dự án Đại Phước trước đó.

Triển vọng 2018

- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2018 lần lượt là 2,769 tỷ đồng và 344 tỷ đồng, chủ yếu do việc tiếp tục phát triển các dự án hiện tại như Phoenix, Nam Vĩnh Yên, Phú Mỹ, Hiệp Phước và mở bán dự án Đại Phước.

Rủi ro

- Rủi ro khi triển khai các dự án lớn.

Chất lượng tài sản tốt chờ sự cải thiện về hiệu quả

MUA

36,5%

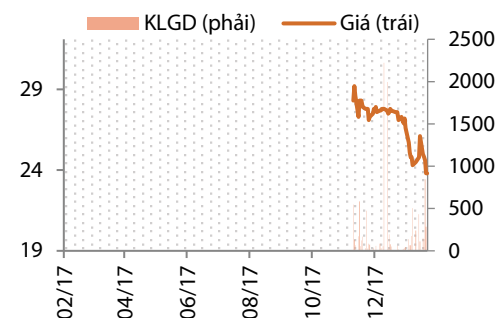
Giá hiện tại (VND)	24.901
Giá mục tiêu (VND)	33.500
Cổ tức tiền mặt (VND)*	500

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng hoá & dịch vụ công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.377,2
SLCPDLH (triệu cp)	55,3
KLGD BQ 3 tháng (nghìn cp)	240,4
GTGD BQ 3 tháng (tỷ đồng)	6,4
Tỷ lệ sở hữu NGTTN còn lại (%)	
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017E	2018F	2019F
DT thuần	4.442	5.204	5.110	5.362
% yoy	-3.6	17.2	-1.8	4.9
LNST	389	347	302	349
% yoy	91.3	-10.7	-13.0	15.5
ROA (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS (VND)	1.166	6.309	5.491	1.163
GTSS (VND)	11.747	10.559	11.087	11.367
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	500	500	0
P/E (x)	0.0	4.4	4.5	21.4
P/BV (x)	0.0	2.6	2.2	2.2

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

IDICO (HSX: IDC) hoạt động với bốn lĩnh vực kinh doanh chính, gồm có xây dựng, thu phí cầu đường, khu công nghiệp và thủy điện.

IDICO là một trong những nhà phát triển cơ sở hạ tầng và khu công nghiệp hàng đầu Việt Nam. Phát triển dựa trên năng lực thi công xây lắp nhiều năm, Công ty mở rộng đầu tư vào lĩnh vực khu công nghiệp, cơ sở hạ tầng và thủy điện. Trong ngắn hạn, mảng khu công nghiệp sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho IDICO thúc đẩy bởi dòng vốn FDI giúp tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp và giá thuê. Mặt khác, mảng đầu tư hạ tầng giao thông và thủy điện sẽ đóng vai trò động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Luận điểm đầu tư

- **Khu công nghiệp – động lực tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn và trung hạn.** IDICO sở hữu 10 KCN với tổng diện tích 3.316 ha và diện tích đất thương phẩm là 2.270ha. Trong đó, 09 KCN đã đi vào hoạt động, ngoại trừ KCN Hữu Thạnh đang được giải phóng mặt bằng và dự kiến hoàn thiện cơ sở hạ tầng vào năm 2017.
- **Đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông- Mang lại dòng tiền ổn định.** IDICO hiện có hai dự án thu phí giao thông đầu tư theo hình thức BOT (Xây dựng-Vận hành-Chuyển giao) gồm: (1) BOT An Suối - An Lạc (AS-AL) và (2) BOT Quốc lộ 51 (BVEC). Trong hai dự án BOT, dự án AS-AL đang đóng góp lớn nhất vào doanh thu đầu tư hạ tầng của IDICO.
- **Thủy điện - Tăng trưởng bền vững dài hạn.** Tận dụng lợi thế về thi công xây lắp, Công ty đã đầu tư xây dựng 03 nhà máy thủy điện (Dakmi 4, Skrok Phu Mieng và Dakmi 3). Về lâu dài, sau khi chi phí đầu tư của nhà máy đã được hoàn, hiệu quả kinh doanh của việc phát điện sẽ tăng lên đáng kể khi công ty chỉ phải tiêu tốn chi phí duy tu, trong khi đó các khoản chi phí khác là cố định.
- **Tiềm năng từ đầu tư sản xuất kính công nghiệp.** Tháng 7 năm 2017, IDICO đã khởi công dự án liên doanh sản xuất kính công nghiệp ở Bà Rịa Vũng Tàu. Tỷ lệ sở hữu của IDICO, Viglacera và đối tác Trung Quốc tương ứng là 30%, 35% và 35%. Giai đoạn 1 của dự án (công suất 600 tấn/ngày) có chi phí đầu tư ước tính là 2.600 tỷ đồng, dự kiến sẽ đi vận hành từ năm 2019.

Dự báo 2018

- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2018 vào khoảng 5.110 tỷ và 302 tỷ đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Nhu cầu đất công nghiệp phụ thuộc dòng vốn FDI.
- Phản đối của công chúng có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của dự án BOT.
- Ý kiến kiểm toán loại trừ liên quan đến BCTC hợp nhất năm 2016.

Quỹ đất lớn cho phát triển dài hạn

TRUNG LẬP

6,6%

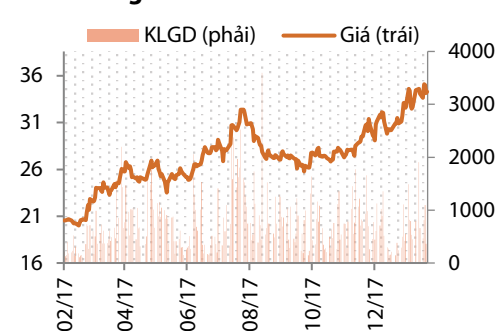
CMP (VND)	34.900
Giá mục tiêu (VND)	37.200
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.487,2
SLCPDLH (triệu cp)	157,2
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	846,1
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	25,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	2.534	3.161	3.442	5.325
% yoy	101,3	24,8	8,9	54,7
LNST	345	535	788	1.228
% yoy	67,4	55,0	47,3	55,8
ROA (%)	6,1	6,1	0,0	0,0
ROE (%)	10,8	10,8	0,0	0,0
EPS (VND)	2.373	3.314	4.192	5.709
GTSS (VND)	0	18.573	18.962	25.194
Cổ tức tiền mặt (VND)	498	252	0	0
P/E (x)	9,4	9,1	8,3	6,1
P/BV (x)		1,6	1,8	1,4

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP đầu tư Nam Long (NLG – HSX) là doanh nghiệp tiên phong hướng tới phân khúc nhà ở bình dân, tập trung phát triển mạnh dòng sản phẩm dành cho người có thu nhập trung bình và đã rất thành công với thương hiệu Ehome. Sau khi thiết lập vị thế vững chắc ở phân khúc bình dân và nhà ở vừa túi tiền, từ năm 2015, chiến lược của NLG dịch chuyển sang nhóm căn hộ trung cấp và các dòng sản phẩm nhà phố và biệt thự cỡ nhỏ dành cho tầng lớp trung lưu đang gia tăng nhanh chóng ở các thành thị.

Sau thành công trong việc hợp tác cùng phát triển các dự án bất động sản (Kikyo và Fuji), Nam Long tiếp tục bắt tay với nhà đầu tư nước ngoài để cùng phát triển, tại 2 dự án là Mizuki Park và Hoàng Nam. Đây có thể coi là bước đi đúng đắn của Nam Long, không chỉ giải quyết áp lực nhu cầu vốn, mà còn tận dụng lợi thế về năng lực quản trị và kinh nghiệm phát triển của đối tác.

Luận điểm đầu tư

- **Quỹ đất sạch lớn.** Nếu không tính đến các dự án đã và đang được mở bán (Camellia, Fuji Residence, Dalia, KiKyo Residence) thì tổng quỹ đất của NLG hiện còn xấp xỉ 485 ha, với hơn 13 ngàn căn hộ có thể được cung ứng ra thị trường trong 5 năm tiếp theo. Tại TP. HCM, hiện tại NLG có 3 dự án quy mô lớn là Kykio Residence, Nguyên Sơn, và Hoàng Nam với tổng diện tích đất là 53,6 ha, trong đó phần thuộc sở hữu NLG ước xấp xỉ 37 ha. Theo ước tính của chúng tôi, ba dự án này sẽ cung ứng ra thị trường khoảng 324 căn biệt thự và 12.500 căn nhà phố/EhomeS trong giai đoạn 2017 – 2020.
- **Dự án Waterpoint – Cơ hội trong tương lai.** NLG có vẻ sẽ lựa chọn phát triển dự án (tự phát triển và hợp tác đầu tư) hơn là chuyển nhượng một lần. Dự án có thể sẽ được triển khai thí điểm từ năm 2018. Như vậy, bất kể NLG chọn phương án nào cho Waterpoint thì vấn đề về thanh khoản cũng như giá trị khu đất cũng đã có sự cải thiện. Hiện tại, 99% diện tích đất đã được đền bù và nộp tiền sử dụng đất, với giá vốn khá thấp (bình quân khoảng 20 USD/m²). Trong khi đó, tham khảo giá thị trường ở các khu vực xung quanh dự án Waterpoint, giá đất nền các dự án lân cận đang được giao dịch trong khoảng 4 – 5 triệu đồng/m².
- **Chiến lược vốn ít rủi ro nhờ hợp tác với các đối tác có tiềm lực tài chính và kinh nghiệm phát triển dự án bất động sản.** Tỷ lệ đòn bẩy của NLG ở mức khá thấp so với hầu hết công ty bất động sản khác. Tỷ lệ tổng nợ so với tổng tài sản được doanh nghiệp duy trì ở mức bình quân khoảng 0,5 lần trong các năm vừa qua. Tuy vậy, tổng nợ vay so với tổng tài sản được duy trì ở mức thấp hơn đáng kể. Ngoài ra, dòng tiền hoạt động kinh doanh của NLG cũng tăng mạnh nhờ chuyển nhượng đất cho liên doanh. Tỷ lệ đòn bẩy thấp, dòng tiền hoạt động dồi dào, và số dư tiền và tương đương tiền luôn ở mức cao sẽ tạo điều kiện để NLG chủ động hơn trong việc tìm kiếm và thu tóm quỹ đất mới.

Dự báo 2018

- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận năm 2018 lần lượt là 3.442 tỷ và 788 tỷ đồng, chủ yếu đến từ ghi nhận các dự án như Kikyo, Nguyên Sơn, Mizuki Park.
- Đối với dự án Waterpoint, công ty sẽ triển khai thử trong năm 2018. Tuy nhiên, do quỹ đất lớn, chúng tôi cho rằng đóng góp từ 2017-2019 sẽ không đáng kể.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro triển khai các dự án quy mô lớn như Hoàng Nam hay Waterpoint.

Mô hình kinh doanh tăng trưởng ổn định và giàu dòng tiền

MUA

51,5%

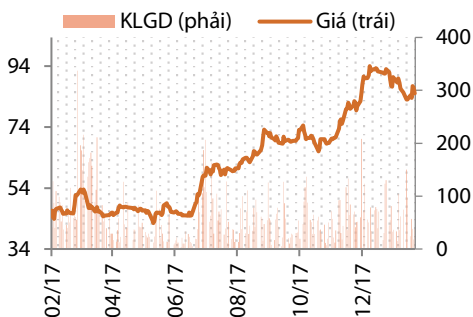
Giá hiện tại (VND)	86.118
Giá mục tiêu (VND)	127.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.500

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.377,9
SLCPDLH (triệu cp)	16,0
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	61,6
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	5,1
Tỷ lệ sở hữu NTNN còn lại (%)	49,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	20,4

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	147	146	154	178
% yoy	17,8	-0,8	5,4	15,5
LNST	131	142	128	151
% yoy	121,4	8,6	-10,2	17,6
ROA (%)	6,8	6,8	5,4	3,7
ROE (%)	43,4	43,4	34,0	29,0
EPS (VND)	7.949	8.500	7.030	8.278
GTSS (VND)	18.888	23.720	27.261	32.954
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.500	3.500	3.500	3.500
P/E (x)	4,7	11,0	12,3	10,4
P/BV (x)	2,0	3,9	3,2	2,6

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC-Upcom) được thành lập từ 2004, kinh doanh cho thuê hạ tầng tại KCN Nam Tân Uyên (Bình Dương). Là thành viên của VRG và PHR, NTC có lợi thế quỹ đất rộng lớn cho các dự án mở rộng về lâu dài.

Mô hình kinh doanh giàu dòng tiền giúp NTC phát triển khu công nghiệp mà không cần đi vay nhiều vốn ngân hàng hoặc tăng vốn. Tọa lạc bên cạnh NTU2, NTU3 dự kiến sẽ nhanh chóng được lấp đầy trong 5-6 năm khi Bình Dương tiếp tục nhận được nguồn vốn đăng ký FDI dồi dào 1,5 tỷ USD.

Luận điểm đầu tư

- **Chu kỳ tăng trưởng mới với dự án NTU3 từ năm 2018.** NTC đang chờ phê duyệt của Thủ tướng Chính Phủ về quy hoạch Giai đoạn 3 KCN Nam Tân Uyên (NTU3) có diện tích 346ha và TMĐT gần 875 tỷ đồng. Khi đi vào khai thác, NTC sẽ có thêm gần 255ha quỹ đất thương phẩm để kinh doanh và tạo động lực tăng trưởng doanh thu hàng năm bằng diện tích cho thuê mới. Với tốc độ lấp đầy hiện tại, quỹ đất mới sẽ đủ để Công ty có thể kinh doanh đến năm 2022. Về ưu đãi, NTU3 tiếp tục được miễn tiền thuê đất 14 năm như hai dự án trước. Theo ước tính của chúng tôi, tại mức giá cho thuê đất bình quân dự tính của NTU3 là 55-60USD/m², NAV của NTU3 dự kiến gần 437 tỷ đồng và IRR(e) đạt 40%.
- **Mô hình kinh doanh tạo dòng tiền mạnh, sức khỏe và hiệu quả tài chính ngày càng củng cố từ các khoản đầu tư vốn vào các đơn vị kinh doanh KCN thành viên VRG.** Hiện tại, 90% khách thuê đất của NTC ký hợp đồng theo hình thức trả tiền một lần (thanh toán trong 2 năm) và chỉ 10% còn lại là khách thuê trả tiền hàng năm. Nhờ vậy, NTC khá chủ động về mặt nguồn lực để thanh toán nghĩa vụ tiền thuê đất một lần theo Luật đất đai 2013. Bên cạnh đó, NTC còn chủ động trong việc sử dụng nguồn tiền thuê đất trả trước (cho cả 50 năm) để đầu tư cơ sở hạ tầng phát triển dự án mở rộng mới mà không cần phải vay thêm vốn. So với các DN cùng ngành, NTC có sức khỏe tài chính khá tốt. Tỷ lệ đòn bẩy Nợ vay/VSCH (D/E) cuối Q4/2017 của NTC là 0,31 lần.

Dự báo 2018

- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận 2018 lần lượt là 154 tỷ và 128 tỷ.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro trong việc triển khai dự án NTU3.

Vai trò dẫn dắt trong lĩnh vực bất động sản

MUA

Giá hiện tại (VND)

27%

86.600

Giá mục tiêu (VND)

108.000

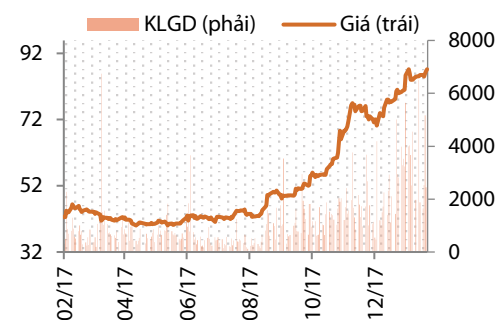
Cổ tức tiền mặt (VND)*

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	226.842,9
SLCPDLH (triệu cp)	2.637,7
KLGDĐQ 3 tháng (nghìn cp)	3.059,6
GTGDĐQ 3 tháng (tỷ đồng)	234,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	38,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	57.614	90.355	132.253	159.863
% yoy	69,2	56,8	46,4	20,9
LNST	2.440	4.247	6.271	8.252
% yoy	100,7	74,1	47,6	31,6
ROA (%)	1,5	1,5	4,2	4,3
ROE (%)	8,5	8,5	0,0	0,0
EPS (VND)	925	1.729	2.552	3.358
GTSS (VND)	0	11.835	13.018	15.622
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	45,4	44,7	33,7	25,6
P/BV (x)		6,5	6,6	5,5

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Vingroup (HSX:VIC) là một trong những công ty niêm yết lớn nhất tại Việt Nam, giữ vững vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực bất động sản và gia tăng ảnh hưởng trong các lĩnh vực khác, gồm có bán lẻ và du lịch nghỉ dưỡng.

Vingroup gần đây mới gia nhập vào lĩnh vực sản xuất xe ô tô, với thương hiệu Vinfast, dự kiến sẽ ra mắt sản phẩm đầu tiên trong 24 tháng tới.

Kết quả kinh doanh của Vingroup sẽ tiếp tục tăng trưởng, chủ yếu đến từ mảng bất động sản. Đối với các lĩnh vực khác, bao gồm cho thuê trung tâm thương mại, bán lẻ và du lịch nghỉ dưỡng, sẽ dần dần được cải thiện, đóng góp nhiều hơn trong dài hạn.

Luận điểm đầu tư

Quy đất lớn, và xu hướng dẫn dịch chuyển sang phân khúc bình dân

- VIC sở hữu 91 triệu m² quỹ đất, tập trung chủ yếu tại các vị trí chiến lược ở Hà Nội, HCM và các tỉnh thành loại 2.
- Hiệu quả bán hàng tốt với thương hiệu Vinhomes. Chúng tôi ước tính, tổng giá trị doanh thu bán hàng chưa ghi nhận vào khoảng 4.3 tỷ USD, đảm bảo cho việc ghi nhận lợi nhuận năm tới.
- Chính thức triển khai thương hiệu VinCity năm 2018, hướng đến phân khúc bình dân. Vingroup dự kiến sẽ phát triển khoảng 1 triệu m² diện tích sàn trong năm 2018.

Kế hoạch tăng trưởng mạnh mẽ trong các lĩnh vực như cho thuê trung tâm thương mại, bán lẻ và du lịch nghỉ dưỡng.

- Hiện tại, Vincom Retail sở hữu 46 trung tâm thương mại, và dự kiến nâng lên 200 trên 55 tỉnh thành đến năm 2020.
- Vincommerce là nhà bán lẻ tăng trưởng mạnh mẽ nhất hiện nay, với kế hoạch tăng gấp đôi về số lượng cửa hàng năm 2018.
- Vinpearl cũng sẽ tăng thêm 6.000 phòng khách sạn và biệt thự trong năm 2018.

Dự báo 2018

- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2018 vào khoảng 132 nghìn tỷ đồng và 6,2 nghìn tỷ đồng.
- Bất động sản sẽ tiếp tục là mảng đóng góp chính cho doanh thu và lợi nhuận, chủ yếu đến từ việc bàn giao các dự án như Central Park, Golden River, Green Bay, biệt thự biển và nhà phố.
- Bán lẻ và du lịch nghỉ dưỡng sẽ tiếp tục chịu lỗ do kế hoạch mở mới mạnh mẽ gây ra chi phí cao trong giai đoạn đầu hoạt động.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro chính sách, đặc biệt liên quan đến lãi suất và tín dụng cho vay bất động sản.
- Dư cung từ phân khúc nhà ở cấp thấp.
- Rủi ro trong việc triển khai đầu tư, mở mới.

NGÂN HÀNG: CHUYỂN ĐỘNG LỚN TRONG CHẶNG 2 TÁI CƠ CẤU

Lam Nguyen (lam.ntp@vdsc.com.vn)

Với kết quả kinh doanh ấn tượng cùng những sửa đổi pháp lý quan trọng trong năm 2017, các ngân hàng Việt Nam có nhiều trợ lực để củng cố nền móng hoạt động và tạo đà cho tăng trưởng trong dài hạn. Cụ thể, nguồn thu nhập tăng trưởng mạnh giúp các ngân hàng đẩy nhanh tiến độ trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt và tăng dự phòng nợ xấu nội bảng, đồng thời đầu tư mở rộng mạng lưới và nâng cấp hạ tầng công nghệ. Trong khi đó, sự ra đời của Nghị quyết 42 là cơ sở giúp việc thu hồi và xử lý nợ xấu đạt kết quả cao hơn. Ngoài ra, Luật sửa đổi bổ sung Luật các TCTD với quy định chặt chẽ hơn về sở hữu và điều hành ngân hàng, về cơ chế, quy định khung cho tái cơ cấu và xử lý các ngân hàng yếu kém đã được thông qua vào ngày 20/11/2017. Cùng với áp dụng Basel II trong quản lý an toàn vốn, Luật sửa đổi bổ sung Luật các TCTD sẽ góp nâng cao chất lượng hoạt động của các TCTD tại Việt Nam, qua đó cải thiện xếp hạng tín nhiệm cho ngành.

Cơ hội đầu tư

Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng khả quan. Các đóng góp đến từ: (1) Nguồn thu nhập của các ngân hàng bắt đầu có sự đóng góp đáng kể hơn từ hoạt động dịch vụ và ngoại hối nhờ mở rộng danh mục sản phẩm và sự khởi sắc của kinh tế vĩ mô; (2) Mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2018 vẫn giữ ở mức cao (~17%) đồng thời NIM có thể cải thiện nhẹ do các ngân hàng chủ động dịch chuyển cơ cấu tín dụng theo hướng đẩy mạnh tăng trưởng bán lẻ; và (3) Chi phí DPRR dự báo giảm mạnh ở một số ngân hàng đã hoàn thành nghĩa vụ trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt.

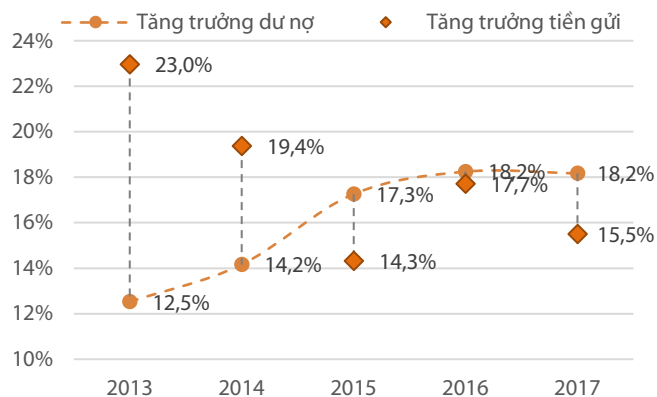
Năm 2018 có thể là thời điểm ghi nhận kết quả vượt trội về thu hồi nợ xấu. Sự ra đời của Nghị quyết 42 về thí điểm xử lý nợ xấu được xem là đã giải quyết gần như toàn diện các vấn đề các TCTD gặp phải trong quá trình xử lý nợ cũng như thu hồi tài sản đảm bảo. Do đó, chúng tôi cho rằng các khoản nợ xấu trước đây khó thu hồi do vướng mắc về quyền thu giữ tài sản đảm bảo, nợ xấu có tài sản đảm bảo là BĐS, quyền sử dụng đất, quyền phát sinh tài sản, hoặc vướng mắc về giá sẽ là những khoản nợ có khả năng thu hồi cao nhất. Trong cơ cấu TSĐB của VAMC, TSĐB là BĐS và quyền phát sinh tài sản chiếm khoảng 70%. Đến cuối năm 2017, tổng nợ xấu VAMC đã xử lý được ước hơn 73.000 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ thu hồi 24%, tăng mạnh so với thời điểm cuối năm 2016. Theo kế hoạch, VAMC sẽ xử lý khoảng 70.000 tỷ đồng nợ xấu, nâng tổng số nợ xấu tổ chức này xử lý được đến cuối năm 2018 lên khoảng 140.000 tỷ đồng.

Làn sóng tăng vốn và niêm yết. Nguồn cung cổ phiếu ngân hàng dự báo tăng mạnh trong năm 2018, đến từ làn sóng phát hành tăng vốn nhằm đáp ứng Basel II của nhóm ngân hàng quốc doanh (VCB và BID), tăng vốn để mở rộng đầu tư và bổ sung nguồn vốn cấp 1. Cùng với đó, các NHTMCP tư nhân như HDB, TPB, TCB và OCB dự kiến cũng sẽ niêm yết trong năm 2018. Các ngân hàng với ưu thế và khẩu vị kinh doanh riêng biệt sẽ tăng thêm lựa chọn cho các NĐT với khẩu vị rủi ro khác nhau.

Rủi ro

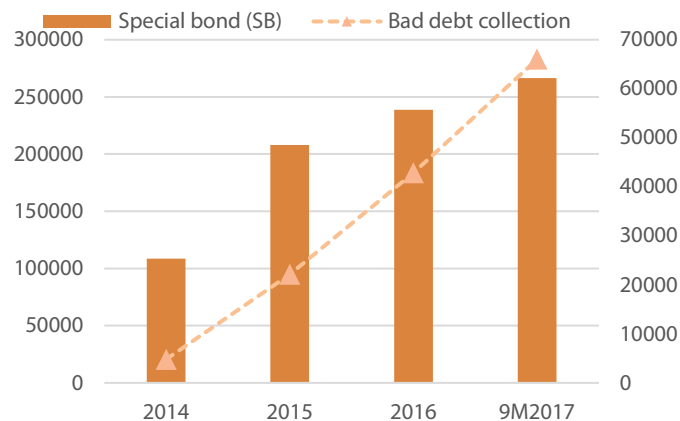
- NHNN thắt chặt tiền tệ sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập lãi của các NHTM.
- Thị trường BĐS phục hồi chậm, ảnh hưởng đến tiến độ thu hồi và xử lý nợ xấu của hệ thống ngân hàng cũng như VAMC.

Hình 27: Tăng trưởng tín dụng và huy động



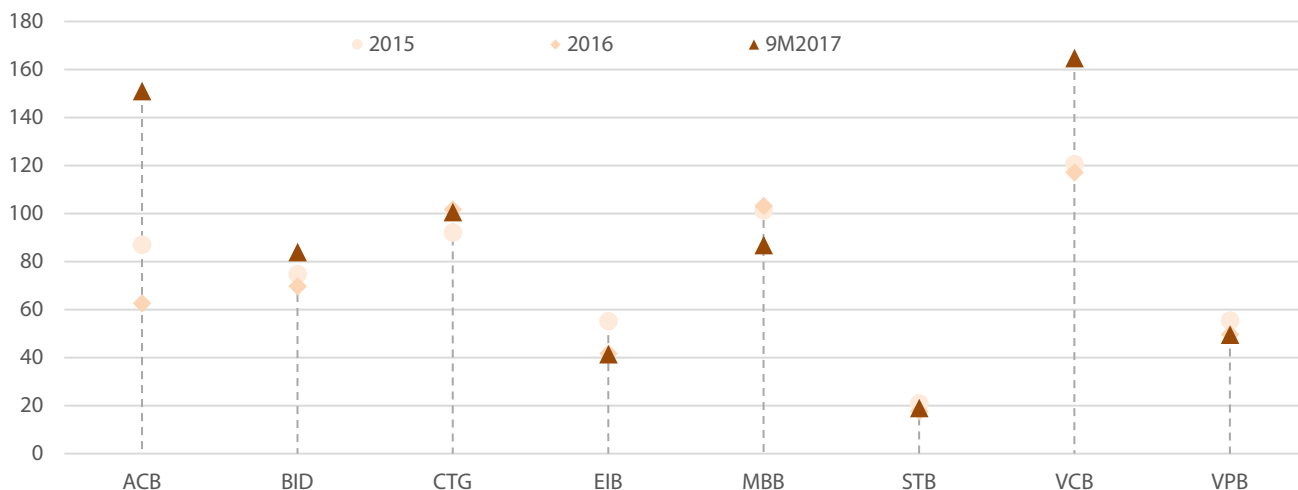
Nguồn: SBV, RongViet Securities tổng hợp

Hình 28: Trái phiếu đặc biệt và tỷ lệ thu hồi nợ của VAMC



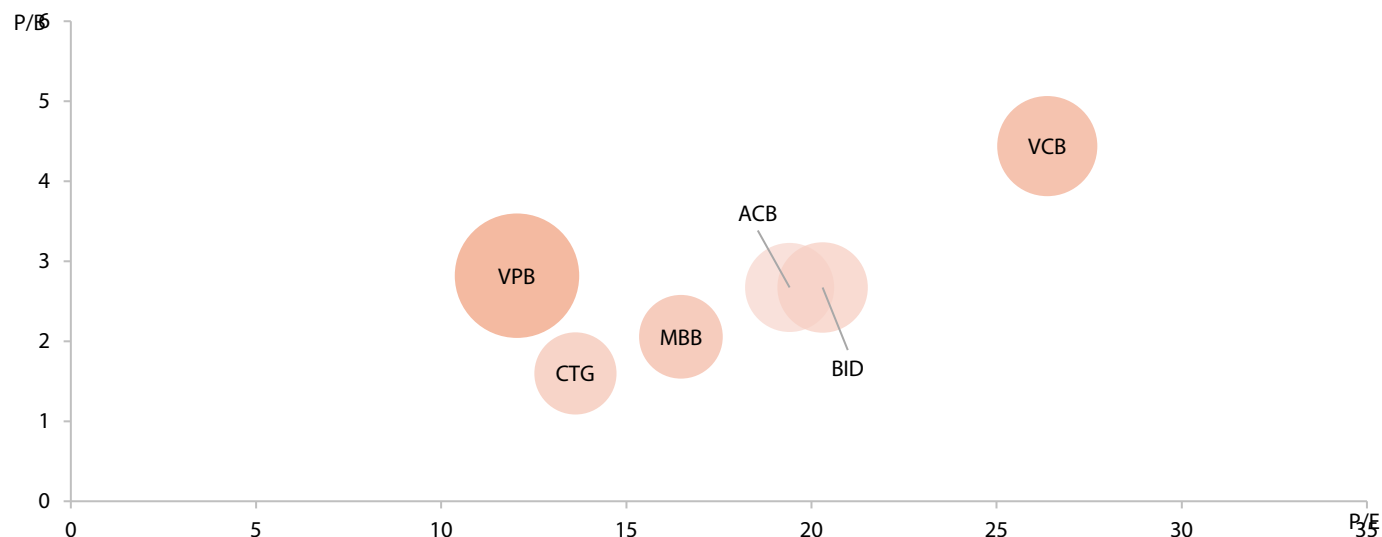
Nguồn: SBV, VAMC, RongViet Securities tổng hợp

Hình 29: Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: Fiinpro, RongViet Securities tổng hợp

Hình 30: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Fiinpro, RongViet Securities, * Kích thước của bong bóng: ROE

Nâng cao chất lượng tài sản

TRUNG LẬP

5,5%

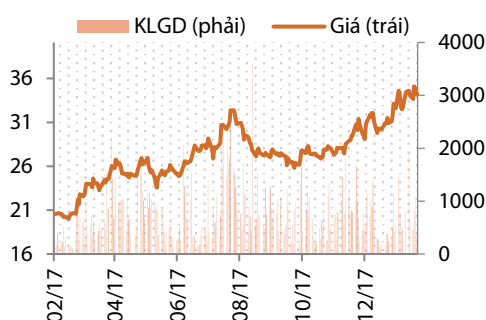
CMP (VND)	41.700
Giá mục tiêu (VND)	44.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	41.112,1
SLCPDLH (triệu cp)	985,9
KLGD BQ 3 tháng (nghìn cp)	3.540,3
GTGD BQ 3 tháng (tỷ đồng)	131,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	7.562	11.439	12.141	13.307
% yoy	21,6	51,3	6,1	9,6
LNST	1.325	2.118	3.702	4.020
% yoy	28,9	59,8	74,8	8,6
ROA (%)	0,6	0,8	1,2	1,1
ROE (%)	9,9	14,0	20,0	18,1
EPS (VND)	1.324	2.148	3.613	3.924
GTSS (VND)	14.264	15.604	20.691	24.444
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	13,3	17,2	11,5	10,6
P/BV (x)	1,2	2,4	2,0	1,7

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng Cổ phần Thương mại Á Châu được thành lập vào tháng 4 năm 1993 dưới hình thức một ngân hàng tư nhân nhỏ tập trung vào tín dụng cá nhân. Ngân hàng này cũng là tiên phong trong việc thực hiện các hoạt động dịch vụ ngân hàng hiện đại như phát hành nhiều loại thẻ tín dụng kể từ những năm 90.

Sau gần 22 năm hoạt động, ACB là ngân hàng lớn thứ 3 về tổng tài sản trong số các ngân hàng thương mại và cũng được xem như một trong những ngân hàng bán lẻ dẫn đầu. ACB thực hiện IPO vào năm 2006, và là ngân hàng đầu tiên niêm yết trên HNX.

Ông Trần Huy Hùng (Chủ tịch HĐQT) và người thân sở hữu 6.19% cổ phần và sở hữu của NĐTNN là 30%.

Năm 2017 đánh dấu một chương mới trong hoạt động của ACB với việc ngân hàng này gần như đã giải quyết các khoản tổn động cũ từ năm 2012 cũng như các khoản nợ phải trả từ việc trích lập quỹ phát hành trái phiếu đặc biệt. Nhờ vào tăng trưởng cao trong năm 2017, ACB có thể tăng chi phí dự phòng cho các khoản nợ xấu qua đó khiến hệ số dự phòng (LLR) cao. Chúng tôi cũng đánh giá cao ACB từ chiến lược tập trung vào mảng kinh doanh chính là tín dụng bán lẻ. Thêm vào đó, phần lớn tài sản thế chấp của nợ tổn động là cổ phiếu, đà tăng của thị trường chứng khoán sẽ có lợi cho ACB trong việc thu hồi các khoản nợ xấu trên. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ có khoản hoàn nhập dự phòng lớn liên quan đến nợ xấu, góp phần vào tăng trưởng lợi nhuận năm 2018.

Luận điểm đầu tư

- **Chất lượng tài sản của ACB cũng như an toàn vốn và các chỉ số thanh khoản đã cải thiện đáng kể.** Cho đến cuối Q3 2017, tăng trưởng tín dụng và vốn huy động lần lượt là 12.9% YTD and 13.0% YTD. Do đó, CAR và tỷ lệ Dư nợ/Vốn huy động được duy trì tại mức chấp nhận được theo yêu cầu của Thông tư 36. Đến cuối Q2 2017, CAR hợp nhất là 12.7% và LDR là 75%. Tỷ lệ NPL được kiểm soát tại mức 1% khi ngân hàng này tăng chi phí dự phòng. Ví thể, LLR tăng lên mức 151%, chỉ thấp hơn VCB.
- **Tăng trưởng tích cực của mảng kinh doanh chính.** Các mảng kinh doanh chính của ACB đã bắt đầu hồi phục từ 2015 nhờ vào tăng trưởng tín dụng tốt. Thêm vào đó, có thể kỳ vọng lợi nhuận của ACB sẽ tiếp tục được cải thiện từ 2018 đến 2019 khi ngân hàng này có kế hoạch tập trung vào phân khúc khách hàng truyền thống (SMEs và khách hàng cá nhân), cùng lúc với việc đánh vào mảng khách hàng có thu nhập cao (Privilege Banking). Ngoài ra, từ việc thanh khoản và các tỷ số an toàn vốn đang rất tốt và cao hơn mức yêu cầu của SBV, ACB có không gian rộng để tái cơ cấu danh mục cho vay bằng việc tăng tỷ trọng nợ cho vay có lãi suất cao. Nhờ vào đó, chúng tôi kỳ vọng NIM của ngân hàng này tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2017-2018.
- **Thử nghiệm Basel II.** Đến cuối Q2 2017, CAR hợp nhất của ACB ở mức 12.7%, cao hơn đáng kể mức yêu cầu 9% theo Thông tư 36. Do đó ACB không chịu áp lực phải tăng vốn như những ngân hàng khác.

Dự báo 2018

- Dư nợ cho vay và tiền gửi được kỳ vọng tăng trưởng lần lượt 18% và 20%.
- Thu nhập từ lãi ròng và thu nhập từ dịch vụ sẽ tăng lần lượt 17.5% và 20%, chiếm lần lượt 76.4% và 11.2% tổng thu nhập
- PAT đạt 72% YoY, qua đó EPS sẽ ở mức 3.613 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thị trường phản ứng quá đà trước tăng trưởng thu nhập bất thường từ hoàn nhập dự phòng của ACB.

Nâng cao chất lượng Tài sản và Thu nhập

TRUNG LẬP

-8,7%

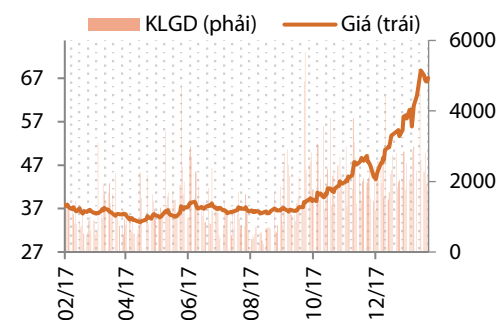
Giá hiện tại (VND)	66.600
Giá mục tiêu (VND)	60.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	800

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	239.611,4
SLCPDLH (triệu cp)	3.597,8
KLGDDBQ 3 tháng (ngành cp)	2.283,6
GTGDDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	117,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	9,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	77,1

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	24.880	29.403	31.964	35.795
% yoy	17,3	18,2	8,7	12,0
LNST	6.832	9.087	10.665	11.643
% yoy	28,6	33,0	17,4	9,2
ROA (%)	1,2	1,0	1,0	0,9
ROE (%)	12,1	17,8	18,4	17,6
EPS (VND)	1.507	2.526	2.353	2.569
GTSS (VND)	13.330	15.003	17.215	19.651
Cổ tức tiền mặt (VND)	800	800	800	800
P/E (x)	23,5	21,5	28,3	25,9
P/BV (x)	2,7	3,6	3,9	3,4

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

VCB là ngân hàng nhà nước lớn thứ 4 theo tổng tài sản, tín dụng và thị phần huy động vốn cũng như mạng lưới hệ thống. VCB cũng có thị phần lớn về thanh toán bù trừ và thanh toán quốc tế. VCB hiện đang hoạt động với tư cách là một tổ chức tài chính có hoạt động kinh doanh chính là ngân hàng thương mại và các công ty trực thuộc.

Nhà nước sở hữu 77.1% và nhà đầu tư chiến lược sở hữu 15% (Mizuho). Vì vậy VCB vẫn còn room phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài.

VCB đang giao dịch ở mức PBR và PER lần lượt là 3,7 lần và 27 lần. Mức định giá này không hấp dẫn khi so sánh với PBR trung bình của các đối thủ cùng ngành tại Việt Nam cũng như trong khu vực. Tuy nhiên, có rất nhiều chất xúc tác cho VCB như: (1) VCB chiếm khoảng 8% tổng giá trị vốn hóa của HSX và có hơn 9% room dành cho các nhà đầu tư nước ngoài, VCB được đánh giá là có thể thu hút đối với các quỹ ngoại; (2) Triển vọng tích cực cho ngành ngân hàng năm 2018, VCB sẽ có lợi ích đáng kể nhờ vào thị phần cao về cho vay, tiền gửi và dịch vụ.

Ngoài ra, nếu VCB hoàn thành kế hoạch thoái vốn năm 2018, PBT có thể tăng hơn 30% ToY; và (3) Triển vọng kế hoạch phát hành riêng lẻ (phát hành khoảng 10% vốn điều lệ hiện tại cho các nhà đầu tư chiến lược hoặc nhà đầu tư tài chính) trở nên rõ ràng hơn khi các phương pháp định giá phát hành linh hoạt hơn, sẽ không chỉ dựa trên mô hình định giá mà cả giá thị trường hiện tại của VCB. Do đó, chúng tôi cho rằng giá của VCB được dẫn dắt bởi các yếu tố thị trường nhiều hơn trong năm 2018.

Luận điểm đầu tư

- Duy trì tỷ lệ thanh khoản tốt.** Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn đã tăng từ 18% vào cuối quý 2 năm 2017 lên 33,5% vào cuối quý 4 năm 2017, nhưng vẫn đáp ứng yêu cầu của Thông tư 36. Ngoài ra, mặc dù nguồn tiền gửi của Kho bạc Nhà nước tăng mạnh (+ 217% YoY), VCB vẫn duy trì tăng trưởng vốn huy động (tăng 17,9%) cao hơn so tăng trưởng cho vay (+ 20% YoY). Do đó, chúng tôi cho rằng LDR mục tiêu sẽ duy trì ở mức 78%.
- Thu nhập mạnh là nền tảng giúp VCB tăng dự phóng.** Mặc dù VCB hoàn tất việc dự phóng cho khoản trái phiếu đặc biệt của mình vào năm 2016, chi phí dự phóng chỉ giảm 3,2% so với cùng kỳ năm trước. Điều đó cho thấy dự phóng rủi ro tín dụng của VCB tăng mạnh, từ 117% vào cuối năm 2016 lên hơn 130% vào cuối năm 2017.
- Kế hoạch thoái vốn từ các tổ chức tín dụng và công ty tài chính khác.** Đến cuối năm 2017, VCB đã hoàn tất thoái vốn từ CFC, SaigonBank và một tỷ lệ nhỏ OCB. Chúng tôi ước tính PBT từ các thương vụ này sẽ vào khoảng 244 tỷ đồng. Tuy nhiên, VCB đã ghi nhận 142 tỷ đồng cho các thương vụ này vào năm 2017. Ngoài ra, nếu VCB có thể thoái vốn thành công từ EIB, MBB và phần vốn còn lại tại OCB vào năm 2018 thì PBT từ thoái vốn sẽ là hơn 3.000 tỷ đồng vào năm 2018.

Dự báo 2018

- Tăng trưởng dư nợ tín dụng và tiền gửi được dự báo lần lượt là 16% và 17%.
- Đóng góp của thu nhập lãi thuần và dịch vụ vào tổng thu nhập hoạt động lần lượt là 76,7% và 9,5%, tương ứng tăng 11,6% và 20% so với cùng kỳ năm trước.
- NPAT tăng trên 17.6% YoY và EPS ở mức 2.353 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thu nhập bất thường từ các thương vụ thoái vốn.
- Phát hành thành công 10% cổ phần cho đối tác chiến lược.

Giải quyết vấn đề tăng trưởng thông qua hoạt động ngân hàng phi truyền thống

TRUNG LẬP

16,0%

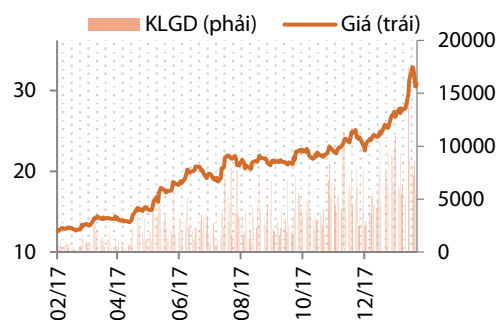
Giá hiện tại (VND)	31.900
Giá mục tiêu (VND)	36.300
Cổ tức tiền mặt (VND)*	600

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới.

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	57.914,6
SLCPDLH (triệu cp)	1.815,5
KLGDDBQ 3 tháng (nghìn cp)	6.379,2
GTGDDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	165,9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	32,1

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	9.855	13.867	14.351	16.764
% yoy	12,4	40,7	3,5	16,8
LNST	2.912	3.490	5.060	6.022
% yoy	16,7	19,9	45,0	19,0
ROA (%)	1,2	1,2	1,5	1,6
ROE (%)	12,1	12,6	16,3	17,3
EPS (VND)	1.706	1.953	1.353	1.610
GTSS (VND)	14.802	15.516	17.819	20.436
Cổ tức tiền mặt (VND)	600	600	600	600
P/E (x)	8,2	13,0	23,6	19,8
P/BV (x)	0,9	1,6	1,8	1,6

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội được thành lập năm 1994 để đáp ứng nhu cầu tài chính của các doanh nghiệp quân đội.

Sau 16 năm hoạt động, MBB đã phát triển mạnh và hiện đang mở rộng sang các phân khúc thị trường mới ngoài thị trường truyền thống.

MBB có sức khỏe tài chính tốt và sức cạnh tranh cao, nhờ đó gia tăng tổng tài sản hàng năm. MBB cũng là một trong 10 ngân hàng đang tiến hành thử nghiệm Basel II trong việc quản trị rủi ro & vốn kể từ năm 2017.

MBB có CAR đạt khoảng 11% vào cuối quý 2 năm 2017, tương đối cao so với tỷ lệ yêu cầu theo Thông tư 36. Do đó, MBB có thể không bị áp lực cao về huy động vốn để đảm bảo tỷ lệ yêu cầu theo Basel II. Ngoài ra, sau khi mở rộng các hoạt động ngân hàng phi truyền thống như đã đề cập, rất có thể vấn đề tăng trưởng của MBB đã được giải quyết. Tuy nhiên, MBB tham gia vào lĩnh vực kinh doanh mới có rủi ro cao hơn hoạt động kinh doanh hiện tại trong khi bức tranh vĩ mô rất thuận lợi. Do đó, chúng tôi thận trọng về khả năng đẩy mạnh tăng trưởng thu nhập với cùng mức chất lượng tài sản trong dài hạn.

Luận điểm đầu tư

- **NIM của MBB đã được cải thiện đáng kể do tái cơ cấu danh mục cho vay lên các khoản vay lãi suất cao hơn.** Nhờ tài sản có chất lượng cao và tính thanh khoản tốt, MBB có khả năng cao trong tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là cho vay đối với các ngành có rủi ro cao (lãi suất cho vay cũng cao hơn). Với mức tăng trưởng tổng dư nợ cho vay khách hàng của MBB là 22% so với cùng kỳ năm trước, cho vay cá nhân tăng 33% so với cùng kỳ năm trước và chiếm 33% tổng dư nợ (2016: 30%). NIM của MBB tăng nhẹ lên 3,8% từ 3,6% vào năm 2017. Trong năm 2018, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng khách hàng của MBB sẽ cao hơn tăng trưởng tiền gửi khách hàng. NIM của MBB sẽ vào khoảng 3,8-3,9% và NII sẽ tăng 9% so với cùng kỳ năm trước
- **Chi phí dự phóng của MBB sẽ thấp hơn.** MBB đã hoàn thành việc lập dự phóng trái phiếu đặc biệt vào năm 2017. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí dự phóng của ngân hàng này sẽ giảm đáng kể vào năm 2018, cho thấy sự tăng trưởng mạnh của PBT.
- **MCredit sẽ là động lực tăng trưởng mới.** MB Shinsei, dưới thương hiệu MCredit, là liên doanh giữa MBB và Shinsei Bank (Nhật), trong đó MBB nắm giữ 50% cổ phần. Với lợi thế của hai cổ đông lớn, MCredit tập trung phát triển hai nhóm cho vay chính: cho vay trả góp và cho vay tiền mặt. Trong năm 2018, ngân hàng đặt kế hoạch dư nợ cho vay của MCred sẽ vào khoảng 4.000-4.500 tỷ đồng và PBT tương ứng là 300 tỷ đồng.

Dự báo 2018

- Tăng trưởng cho vay và tiền gửi được kỳ vọng lần lượt là 18% và 13%.
- Lãi thuần và thu nhập từ dịch vụ sẽ đóng góp lần lượt 85% và 9,5% vào tổng thu nhập, thể hiện mức tăng lần lượt 8,5% và 20%.
- NPAT sẽ tăng 46,4%, qua đó EPS ở mức 1.353 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thông tin về việc nâng FOL ở ngành ngân hàng.
- Thành công trong việc tìm đối tác chiến lược để huy động thêm 10% vốn.

Chờ đợi sự đóng góp từ hoạt động dịch vụ

MUA

20,0%

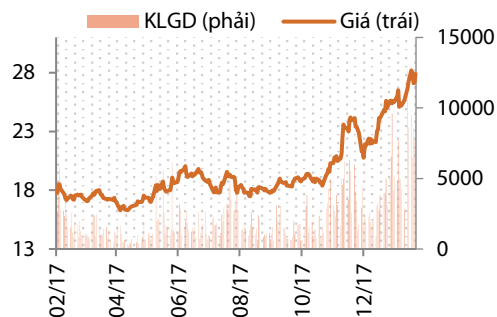
Giá hiện tại (VND)	27.200
Giá mục tiêu (VND)	31.900
Cổ tức tiền mặt (VND)*	700

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	101.276,6
SLCPDLH (triệu cp)	3.723,4
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	4.036,4
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	97,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	64,5

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	26.454	32.619	36.041	40.781
% yoy	16,3	23,3	10,5	13,2
LNST	6.838	7.432	9.940	12.985
% yoy	20,0	8,7	33,7	30,6
ROA (%)	0,8	0,7	0,9	1,0
ROE (%)	11,5	11,8	14,8	17,1
EPS (VND)	1.457	1.996	2.082	2.719
GTSS (VND)	16.843	17.025	19.017	21.804
Cổ tức tiền mặt (VND)	700	700	700	0
P/E (x)	10,3	12,1	13,1	10,0
P/BV (x)	0,9	1,4	1,4	1,2

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Viettinbank có một hệ thống rộng khắp trên toàn quốc, với 1 sàn giao dịch, 150 chi nhánh, và hơn 1.000 agency/provident funds. Viettinbank là ngân hàng lớn thứ hai tại Việt Nam về vốn điều lệ, và thứ ba về tổng tài sản. Tỷ lệ tín dụng và thị phần huy động vốn của Viettinbank lần lượt là khoảng 12% và 19% vào năm 2016, tăng nhẹ so với năm trước. Hiện tại, Viettinbank đang trải qua một quá trình thay đổi mô hình kinh doanh cũng như đang đầu tư các ứng dụng công nghệ hiện đại, nhằm trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam.

Các chủ sở hữu lớn là Nhà nước (64,46%), và 3 nhà đầu tư nước ngoài là Ngân hàng Tokyo-Mitsubishi UFJ, IFC L.P và IFC với tổng số cổ phần là 27,7%.

Với hơn 10% thị phần cho vay, nhu cầu vốn của nền kinh tế cải thiện sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập của CTG, bù đắp cho sự gia tăng chi phí hoạt động và dự phóng. Hơn nữa, với việc ngân hàng này đã hoàn thành nhiệm vụ với trái phiếu đặc biệt, CTG đang được giao dịch ở mức giá hấp dẫn nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Thêm vào đó, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch tái tổ chức mô hình hoạt động của CTG sẽ cho kết quả khả quan từ năm 2018.

Luận điểm đầu tư

- **NIM ổn định ở mức 2,8%.** Năm 2017, tăng trưởng cho vay khách hàng và tiền gửi của CTG lần lượt là 19,4% và 15%. Tốc độ tăng trưởng chậm của tiền gửi được bù đắp bằng tiền gửi từ Kho bạc Nhà nước (+ 220% YTD) và các khoản vay từ các TCTD khác (+ 36% YTD), có chi phí thấp hơn so với huy động từ tiền gửi dân cư. Nhờ đó, chênh lệch giữa chi phí lãi vay và tỷ suất tài sản được thu hẹp, và NIM được giữ ở mức 2.8%
- **CTG tích cực trích lập khoản dự phóng, nhất là đối với trái phiếu đặc biệt.** Nhờ sự tăng trưởng của hầu hết các phân khúc, thu nhập ròng của CTG tăng khoảng 30% so với cùng kỳ năm trước. Nhờ đó, ngân hàng đã tích cực trích lập dự phóng nợ xấu và trái phiếu đặc biệt. Từ báo cáo tài chính của CTG, chúng tôi thấy được rằng ngân hàng đã hoàn thành nhiệm vụ với trái phiếu đặc biệt. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phóng của CTG sẽ giảm đáng kể vào năm 2018, dẫn đến tăng trưởng của PBT.
- **Tăng Vốn cấp 1 đang tăng là vấn đề cấp thiết nhất.** Với việc thời điểm áp dụng Basel II đang tới gần, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ sớm có giải pháp huy động vốn vào năm 2018. Nếu các ngân hàng quốc doanh được phép trả cổ tức bằng cổ phiếu thì điều này có thể giúp CTG giải quyết một phần vấn đề.

Dự báo 2018

- Tăng trưởng dư nợ cho vay và tiền gửi dự kiến lần lượt là 17% và 15%.
- Thu nhập lãi thuần và thu nhập từ dịch vụ đóng góp vào tổng thu nhập hoạt động là 86% và 6%, tương ứng với mức tăng lần lượt là 14,6% và 15%.
- NPAT tăng 33,7%, qua đó EPS đạt mức 2.082 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thất bại trong việc huy động Vốn cấp 1 để đáp ứng Basel II có thể làm tiêu tan kỳ vọng tăng trưởng.
- Các nhà đầu tư có thể thận trọng với CTG do thiếu thông tin từ HĐQT.

NGÀNH DƯỢC : CƠ HỘI CHO NGƯỜI ĐI TIỀN PHONG

Hieu Nguyen (hieu.nd@vdsc.com.vn)

Trong 6 tháng đầu năm 2017, các cổ phiếu ngành dược vẫn duy trì đà tăng mạnh mẽ từ năm 2016 nhờ cải thiện lợi nhuận và thông tin về việc nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Định giá của các công ty dược phẩm top đầu như DHG, IMP, DMC và TRA được đẩy lên tới mức 22-23x P/E trượt (Hình 31), cao hơn đáng kể so với chỉ số VN-Index. Tuy nhiên, sự điều chỉnh của các cổ phiếu này vào nửa cuối 2017 đã gửi một thông điệp mạnh mẽ rằng chỉ số P/E cao như vậy đòi hỏi một mức tăng trưởng tương xứng. Trên thực tế, một số công ty dược hoàn toàn có khả năng phát triển mạnh mẽ trong 2-3 năm tới khi mà những chính sách ưu tiên cho các nhà sản xuất trong nước sắp được áp dụng. Cơ hội vì vậy sẽ nằm ở các công ty đi tiên phong trong việc nâng cấp nhà máy và tiêu chuẩn sản xuất.

Cơ hội đầu tư

Dư địa tăng trưởng dài hạn vẫn dồi dào. Việt Nam là một trong 21 quốc gia có tăng trưởng ngành dược cao nhất trên thế giới, động lực tăng trưởng của thị trường dược phẩm toàn cầu. Mức chi tiêu y tế còn thấp, dân số cao, đà tăng của GDP cũng như ý thức chăm sóc sức khỏe hứa hẹn mức tăng trưởng trong dài hạn.

Các thay đổi chính sách để khuyến khích dược phẩm nội. Để giảm chi phí điều trị trong các cơ sở y tế, Chính phủ đã và đang thực hiện một loạt các chính sách ưu đãi cho các loại thuốc sản xuất trong nước trong quy trình đấu thầu thuốc của các bệnh viện. Đây là một cơ hội tuyệt vời cho các doanh nghiệp trong nước (như PME, IMP và DBD) tái chiếm thị trường nội địa, nơi dược phẩm ngoại đang chiếm ưu thế (Hình 33 và 34)

Ưu thế thuộc về các công ty sở hữu nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP và PIC/S Nhật Bản. Do các gói thầu công sẽ ưu tiên thuốc nội địa sản xuất theo các tiêu chuẩn trên hơn là thuốc nhập khẩu, các công ty tiên phong trong việc nâng cấp các nhà máy sản xuất như PME, IMP, Tenamyd, hay Savipharma sẽ là những doanh nghiệp đầu tiên được hưởng “trái ngọt”. Trong khi đó, cơ hội cho các công ty có tiêu chuẩn PIC/S khác hiện vẫn chưa rõ ràng vì các dự thảo vẫn chưa đề cập đến.

Gỡ bỏ giới hạn sở hữu của NĐT nước ngoài có thể là một chất xúc tác cho giá cổ phiếu. Việc DMC gỡ room nhằm giúp Abbott mua cổ phần, tương tự đối với câu chuyện của Taisho tại DHG đã làm cho giá các cổ phiếu này tăng mạnh vào năm 2016 và 2017. Câu chuyện có thể lặp lại ở PME, IMP, và DBD, trong bối cảnh các hoạt động M&A của các tập đoàn nước ngoài trong ngành dược phẩm Việt Nam đang gia tăng. Hiện tại, M&A là cách tốt nhất để họ tham gia chuỗi giá trị của ngành, vốn đang bị hạn chế đối với các NĐT ngoại.

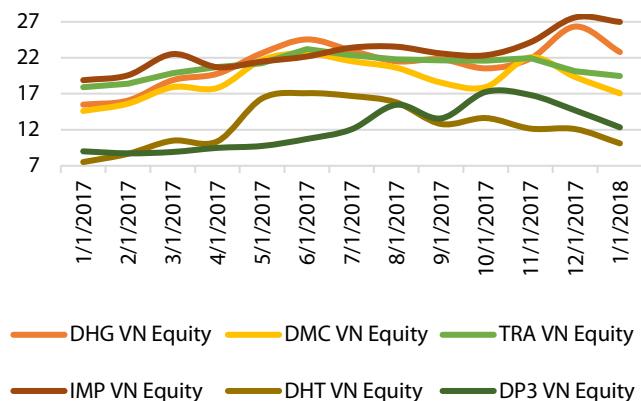
Đường đến thành Rome không chỉ có một. Mặc dù PME và IMP có nhiều cơ hội hơn trong các cuộc đấu thầu, nhưng các công ty dược top đầu khác cũng có chiến lược riêng để duy trì tăng trưởng. TRA quyết định lấn sân sang thị trường tân dược, trong khi DHG và DMC cũng đang tích cực hợp tác với đối tác chiến lược của họ. Tuy nhiên, hiện tại chúng tôi chưa có đủ thông tin để đánh giá thành công của các chiến lược này.

Đối với các công ty nhỏ, vốn kém xa các công ty top đầu về danh mục sản phẩm, vốn, cơ sở vật chất cũng như công tác R&D, các nhà đầu tư không nên trả giá quá cao cho các cổ phiếu này. Đơn cử, P/E của DHT và DP3 đã tăng mạnh trong năm 2017, khiến những cổ phiếu này không còn rẻ như năm 2016.

Rủi ro

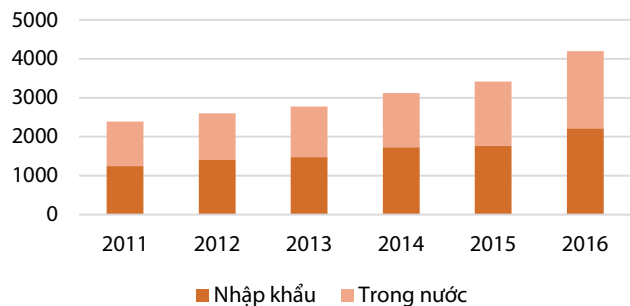
- **Thay đổi chính sách mất nhiều thời gian để thực hiện hoặc thay đổi theo một cách tiêu cực** sẽ ảnh hưởng rất lớn đến xu hướng thay thế thuốc nhập khẩu bằng dược phẩm nội.

Hình 31: P/E trượt của các cổ phiếu dược



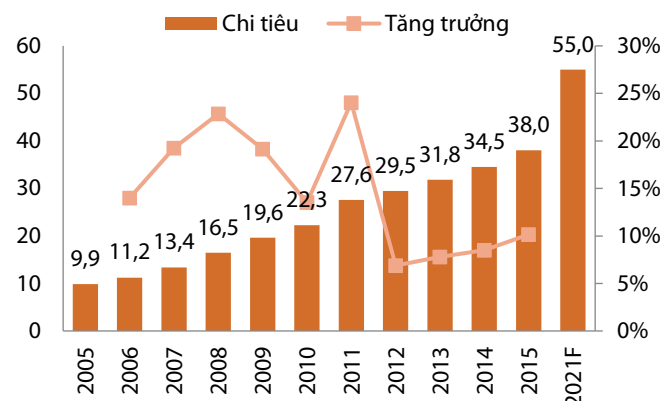
Nguồn: RongViet Securities

Hình 33: Dược phẩm nội chỉ chiếm gần 50% tổng giá trị thị trường (triệu USD)



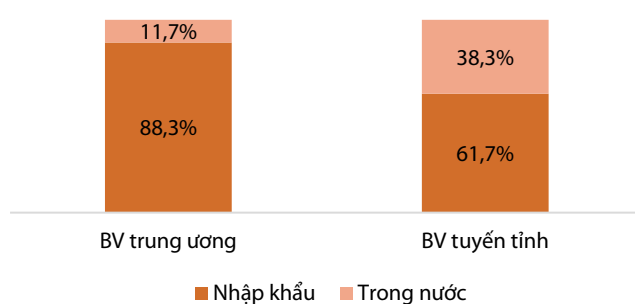
Nguồn: DAV, RongViet Securities

Hình 32: Chi tiêu thuốc trên đầu người tại Việt Nam 2005-2015 (USD)



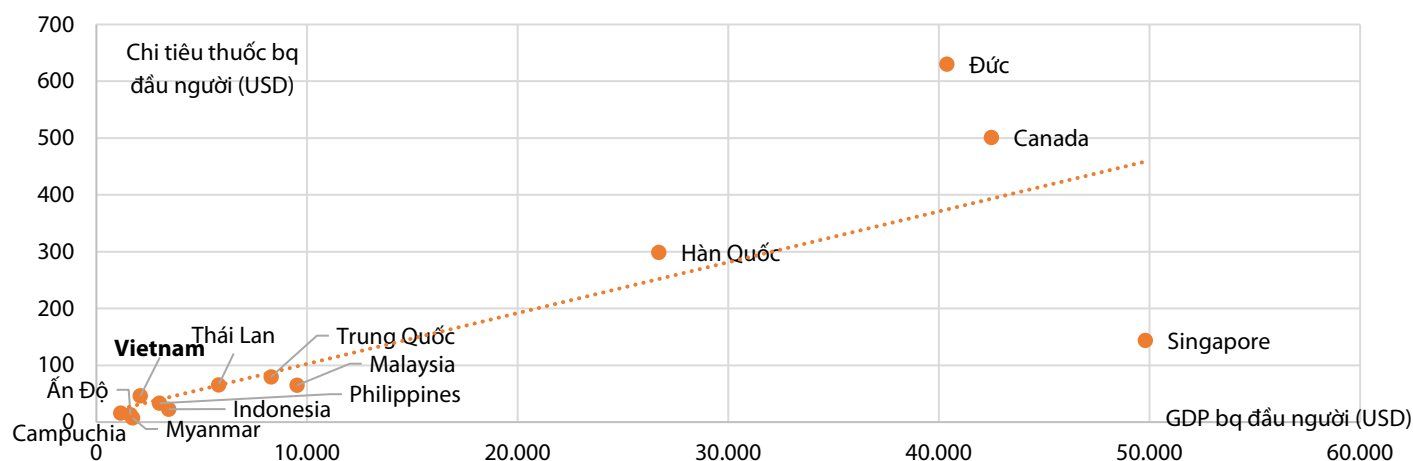
Nguồn: DAV, RongViet Securities

Hình 34: Tỷ lệ thuốc Việt Nam trong hệ thống bệnh viện còn rất thấp (2015)



Nguồn: DAV, RongViet Securities

Hình 35: So với các nước có GDP tương đương, Việt Nam đang chi tiêu khá nhiều cho thuốc (năm 2015)



Nguồn: BMI, tradingeconomic

Triển vọng sáng với định giá thấp hơn các công ty cùng nhóm

MUA

45,8%

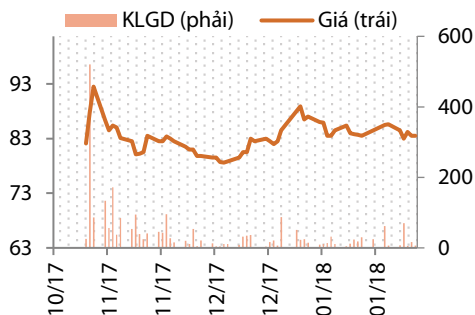
Giá hiện tại (VND)	83.700
Giá mục tiêu (VND)	120.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.413,9
SLCPĐLH (triệu cp)	65,2
KLGD BQ 3 tháng (nghìn cp)	56,1
GTGD BQ 3 tháng (tỷ đồng)	4,7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	1.508	1.622	2.029	2.374
% yoy	15,2	7,6	25,1	17,0
LNST	239	286	345	399
% yoy	30,3	19,8	20,3	15,7
ROA (%)	14,8	16,7	16,7	17,0
ROE (%)	18,0	18,4	18,9	19,1
EPS (VND)	4.768	4.400	5.232	6.054
GTSS (VND)	26.431	24.677	28.027	32.090
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	2.000	2.000	3.000
P/E (x)	N/A	19,1	16,0	13,8
P/BV (x)	N/A	3,4	3,0	2,6

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Pymepharco có ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất và kinh doanh thuốc tân dược.

Với sự hỗ trợ từ tập đoàn dược phẩm Stada (Đức), PME là doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên sở hữu dây chuyền kháng sinh uống đạt chuẩn EU-GMP vào 2013.

Công ty hiện sở hữu nhà máy thuốc viên với công suất 800 triệu đơn vị/năm và nhà máy thuốc tiêm với công suất 37 triệu lọ/năm.

CTCP Pymepharco (PME) là nhà sản xuất tân dược có quy mô lớn, đứng thứ 2 về doanh thu và lợi nhuận trong số các công ty niêm yết, chỉ sau DHG. Cùng với IMP, PME là công ty được hưởng lợi lớn từ những thay đổi chính sách sắp tới. Với định giá thấp hơn các công ty có quy mô tương đương, đây là cổ phiếu ngành dược được Rộng Việt Research lựa chọn cho năm 2018.

Luận điểm đầu tư

- **Các thay đổi chính sách để khuyến khích dược phẩm nội.** Để giảm chi phí điều trị trong các cơ sở y tế, Chính phủ đã và đang thực hiện một loạt các chính sách ưu đãi cho các loại thuốc sản xuất trong nước trong quy trình đấu thầu thuốc của các bệnh viện.
- **Lợi thế cạnh tranh từ các nhà máy EU-GMP.** Việc xây dựng hay nâng cấp một nhà máy dược phẩm lên chuẩn EU-GMP cần nhiều thời gian và công sức (khoảng 2 năm), và không phải doanh nghiệp nào cũng đủ năng lực tài chính cũng như đội ngũ nhân sự để thực hiện. Vì thế, việc sở hữu 2 dây chuyền kháng sinh betalactam (thuốc viên và uống) sẽ là lợi thế của PME trong khoảng 2-3 năm tới đây, cho đến khi có nhiều thêm các doanh nghiệp bắt kịp được chuẩn này.
- **Định giá thấp hơn các công ty cùng nhóm.** Dù là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành, định giá của PME (19x P/E trượt) vẫn đang thấp hơn các công ty khác như DHG (22x) hoặc IMP (26x).
- **Gỡ bỏ giới hạn sở hữu của NĐT nước ngoài có thể là một chất xúc tác cho giá cổ phiếu.**

Dự báo 2018

- Doanh thu tăng trưởng 17%, đạt 1.900 tỷ.
- Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 48%.
- PME bắt đầu thực hiện khởi công xây dựng nhà máy non-betalactam với vốn đầu tư khoảng 700 tỷ. Nhà máy sẽ đi vào hoạt động vào nửa cuối năm 2019 với công suất 1,2 tỷ đơn vị.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thay đổi chính sách mất nhiều thời gian để thực hiện hoặc thay đổi theo một cách tiêu cực sẽ ảnh hưởng rất lớn đến xu hướng thay thế thuốc nhập khẩu bằng dược phẩm nội.

Bước nhảy thứ hai

MUA

21,4%

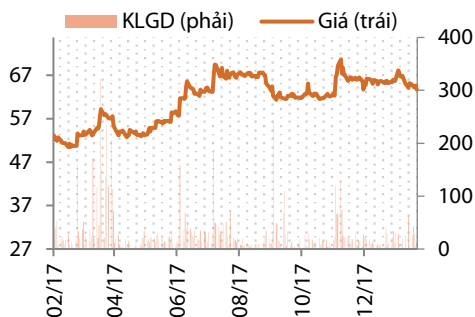
Giá hiện tại (VND)	64.500
Giá mục tiêu (VND)	77.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.300

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.770,8
SLCPDLH (triệu cp)	43,0
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	71,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	4,8
Tỷ lệ sở hữu NGTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	22,9

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	1.010	1.165	1.403	1.701
% yoy	4,8	15,4	20,4	21,2
LNST	101	117	143	171
% yoy	8,9	16,0	21,6	20,0
ROA (%)	9,0	8,3	8,1	9,1
ROE (%)	10,3	8,3	9,7	11,1
EPS (VND)	3.076	2.605	2.924	3.507
GTSS (VND)	32.336	32.466	34.147	35.967
Cổ tức tiền mặt (VND)	800	1.800	2.000	2.000
P/E (x)	18,2	25,3	22,1	18,4
P/BV (x)	1,7	2,0	1,9	1,8

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Dược phẩm Imexpharm chuyên sản xuất kinh doanh, xuất nhập khẩu sản phẩm tân dược, dụng cụ y tế, nguyên phụ liệu ngành.

Sản phẩm chủ lực là các dòng thuốc kháng sinh, tiêu hóa như Pms-Claminate, Pms-Probio hay nhóm kháng sinh tiêm được sản xuất bằng công nghệ lên men Enzymatic của Tây Ban Nha.

Công ty chiếm khoảng 3% thị phần dược nội địa và nằm trong top 5 công ty Việt Nam có doanh thu sản xuất dược lớn nhất.

Sau 5 năm chỉ đạt mức tăng trưởng doanh thu một con số, IMP đã chính thức bước vào giai đoạn tăng trưởng. Mức tăng 15% doanh thu trong năm 2017 là bước khởi động đầu tiên để công ty chinh phục các mục tiêu kế tiếp, trước mắt là tăng trưởng 20% trong năm 2018. Tăng trưởng từ 2019 sẽ tiếp tục dựa trên hệ thống nhà máy EU-GMP, theo kế hoạch sẽ đón nhận thêm 2 nhà máy mới lần lượt vào năm 2019 và 2020. Triển vọng là rất lớn, nhưng mức định giá cao khiến cổ phiếu chỉ phù hợp cho những NGĐT với tầm nhìn trên 2 năm.

Luận điểm đầu tư

- **Các thay đổi chính sách để khuyến khích dược phẩm nội.** Để giảm chi phí điều trị trong các cơ sở y tế, Chính phủ đã và đang thực hiện một loạt các chính sách ưu đãi cho các loại thuốc sản xuất trong nước trong quy trình đấu thầu thuốc của các bệnh viện.
- **Tiên phong trong việc sở hữu hệ thống nhà máy hiện đại chuẩn EUGMP.** Trong khi hầu hết các công ty trong ngành mới đang chỉ rục rịch nâng cấp các nhà máy, hiện tại IMP đã có cho mình 2 nhà máy chuẩn EU-GMP và dự kiến hoàn thành 2 nhà máy nữa vào năm 2019 và 2020. Việc sở hữu một nhà máy như vậy vừa đem lại lợi thế khi đấu thầu vào kênh ETC, vừa là tấm giấy chứng nhận về chất lượng thuốc cũng như cho phép công ty có khả năng nâng giá bán.
- **Gỡ bỏ giới hạn sở hữu của NGĐT nước ngoài có thể là một chất xúc tác cho giá cổ phiếu.**

Dự báo 2018

- IMP sẽ dành sự tập trung cho kênh bệnh viện (ETC). Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu kênh ETC của công ty tăng gấp đôi, đạt 320 tỷ, trong khi doanh thu kênh OTC tăng trưởng 12%, đạt 850 tỷ.
- Công suất nhà máy Cephalosporin sẽ tăng từ 30% lên 70-80%, trong khi nhà máy tiêm Penicillin có thể chạy được ở mức 50% công suất.
- Công ty sẽ tiếp tục giải ngân xây dựng nhà máy kháng sinh tại Vĩnh Lộc (hoàn thành vào đầu 2019) và nhà máy công nghệ cao tại Bình Dương (hoàn thành vào đầu 2020)

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thay đổi chính sách mất nhiều thời gian để thực hiện hoặc thay đổi theo một cách tiêu cực sẽ ảnh hưởng rất lớn đến xu hướng thay thế thuốc nhập khẩu bằng dược phẩm nội.

NGÀNH HÀNG KHÔNG: CON SÓNG TĂNG TRƯỞNG CHỈ MỚI BẮT ĐẦU

Hieu Nguyen (hieu.nd@vdsc.com.vn)

Việt Nam hiện là một trong những nước có tốc độ tăng trưởng sản lượng hành khách hàng không cao nhất trên thế giới (Hình 36 và 37). Dù vậy, chúng tôi cho rằng đây mới chỉ là sự khởi đầu của một con sóng tăng trưởng trong ngành. Dân số trẻ với thu nhập ngày một tăng sẽ tiếp tục thúc đẩy du lịch và đi lại bằng đường hàng không, trong khi lượng khách quốc tế cũng hứa hẹn tăng trưởng mạnh khi mà các hãng hàng không trong khu vực đang tích cực đẩy mạnh hoạt động. Trong con sóng này, lựa chọn hàng đầu của Rổng Việt Research là VJC và ACV. Bởi cũng tương tự như trong một cơn sốt vàng, người giàu nhất luôn là người đào được vàng (VJC) và người bán xẻng (ACV).

Cơ hội đầu tư

Tăng trưởng tầng lớp trung lưu sẽ thúc đẩy nhu cầu du lịch và đi lại. Sản lượng hành khách hàng không nội địa đã tăng từ 12 triệu trong năm 2012 lên 35 triệu năm 2017, và hướng tới mốc 43 triệu trong 2018. Dù vậy, tỷ lệ người dân sử dụng dịch vụ hàng không vẫn còn thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực, đồng nghĩa với dự địa tăng trưởng còn rất lớn. Các hãng hàng không như VJC sẽ có khả năng khai thác cơ hội này tốt hơn nhờ lợi thế của mô hình giá rẻ.

Sản lượng hành khách quốc tế tăng mạnh trong bối cảnh Chính phủ tích cực thúc đẩy du lịch. Những năm gần đây, Việt Nam đang dần trở thành một địa điểm dừng chân quen thuộc của khách quốc tế. Chính phủ cũng xác định du lịch là một trong những mũi nhọn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, và thực thi nhiều chính sách hỗ trợ, nổi bật là việc áp dụng thị thực điện tử và miễn visa cho một số nước Tây Âu (Anh, Pháp, Đức, Ý và Tây Ban Nha)

Sự phát triển của hàng không giá rẻ trong khu vực đã giúp Châu Á Thái Bình Dương trở thành thị trường hàng không bận rộn nhất trên thế giới. Việt Nam cũng sẽ được hưởng lợi từ lượng hành khách đông đảo trong những năm tới.

Với vị trí địa lý thuận lợi, Việt Nam có **tiềm năng trở thành một điểm trung chuyển hành khách mới** trong tương lai, khi mà nhiều sân bay lớn trong khu vực đã gần chạm giới hạn về công suất. Tuy nhiên, để khai phá tiềm năng này đòi hỏi sự phát triển cơ sở hạ tầng tương xứng cũng như tăng tần suất các chuyến bay kết nối với các khu vực khác, đặc biệt là châu Âu.

Rủi ro

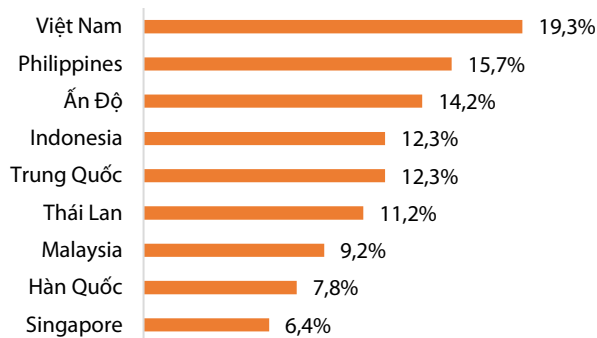
- **Tỷ giá.** Các doanh nghiệp trong ngành đều chịu ảnh hưởng của biến động do có các khoản vay hay chi phí lớn bằng ngoại tệ (USD, Yên Nhật).
- **Giá nhiên liệu tăng.** Giá dầu đã tăng đáng kể từ giữa năm 2017 đến nay. Điều này sẽ gây áp lực lớn lên biên lợi nhuận của các hãng hàng không do giá nhiên liệu chiếm từ 35%-40% chi phí hoạt động.
- **Ngành có tính chu kỳ, liên quan mật thiết với chu kỳ kinh tế.**

Hình 36: 20 sân bay bận rộn nhất trên thế giới năm 1996 và 2016 – một sự chuyển dịch rõ rệt sang châu Á Thái Bình Dương



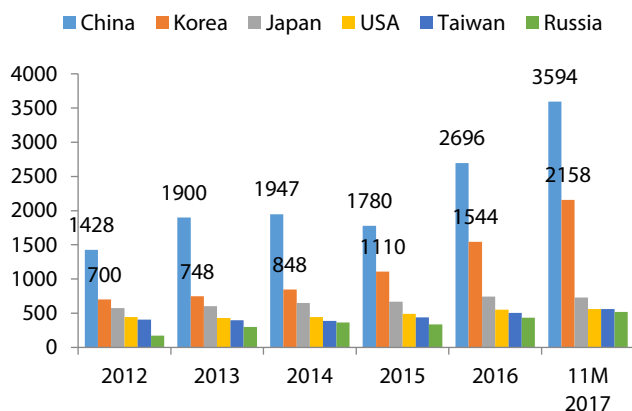
Nguồn: Boeing

Hình 37: Tăng trưởng hành khách khu vực 2005-2016



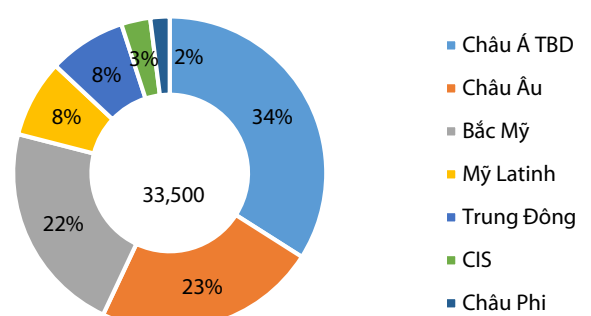
Nguồn: knoema.com

Hình 39: Thống kê du khách đến Việt Nam (ngàn lượt)



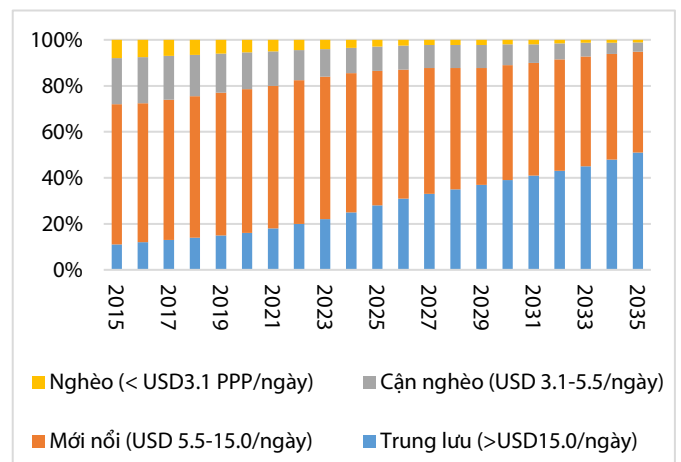
Nguồn: GSO

Hình 38: Số máy bay mới ước tính bàn giao 2011-2030



Nguồn: Boeing

Hình 40: Hơn 50% dân số Việt Nam sẽ gia nhập tầng lớp trung lưu toàn cầu vào 2035, so với mức 11% hiện tại



Nguồn: GSO, WorldBank

Viết tiếp câu chuyện cổ tích

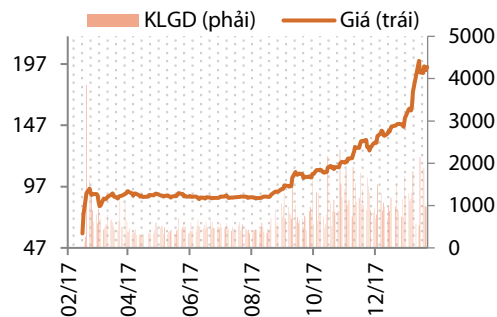
TRUNG LẬP **0,5%**

Giá hiện tại (VND)	193.000
Giá mục tiêu (VND)	191.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Du lịch & giải trí
Vốn hóa (tỷ đồng)	87.109,3
SLCPĐLH (triệu cp)	451,3
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.609,9
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	228,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	2,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá**Chỉ tiêu tài chính quan trọng**

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	27.532	42.360	50.215	63.569
% yoy	38,7	53,9	18,5	26,6
LNST	2.187	4.517	6.019	7.315
% yoy	86,9	106,6	33,2	21,5
ROA (%)	11,0	20,7	16,3	15,2
ROE (%)	50,6	56,5	46,6	39,3
EPS (VND)	7.639	11.767	13.336	13.071
EPS (adj)	2.709	5.626	9.988	11.048
GTSS (VND)	15.085	23.829	23.989	28.614
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.500	4.000	3.000	3.000
P/E (x)	N/A	12,5	14,5	14,8
P/E (adj)	N/A	26,1	19,3	17,5
P/BV (x)	N/A	6,2	8,0	6,7

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty cổ phần hàng không VietJet là hãng hàng không chi phí thấp lớn nhất và hãng hàng không lớn thứ hai tính theo thị phần tại Việt Nam.

Nhờ áp dụng các nghiệp vụ bán và thuê lại, đội bay của VJC được mở rộng nhanh chóng, tới thời điểm cuối 2017 là 51 tàu bay. Công ty hiện đang khai thác 38 đường bay nội địa và 35 đường bay quốc tế. Tỷ lệ lấp đầy đạt 88%.

Bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2011, VJC đã có những bước phát triển thần tốc chỉ sau một thời gian ngắn. Áp dụng thành công mô hình hàng không giá rẻ, sử dụng nguồn vốn hiệu quả để mở rộng đội bay và quảng bá thương hiệu bài bản đã giúp công ty khai phá thị trường nội địa tiềm năng và đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi (core EBIT) lên tới 70% trong giai đoạn 2014-2017. Nhờ môi trường kinh doanh tiếp tục thuận lợi, kết quả kinh doanh của VJC hứa hẹn sẽ tiếp tục thăng hoa trong 2018, đủ để tạm thời khỏa lấp các vấn đề dài hạn của doanh nghiệp, đặc biệt là các khoản chi phí thuê và bảo dưỡng máy bay.

Luận điểm đầu tư

- **Chiếm lĩnh thị phần trong nước với mô hình hàng không giá rẻ.** Thị phần nội địa của VJC đã tăng từ 8% năm 2012 lên 42% năm 2017, với mức tăng trưởng hành khách lên tới 50%/năm trong giai đoạn 2013-2017. Chúng tôi đánh giá hãng vẫn hoàn toàn đủ khả năng duy trì mức tăng trưởng cao 2 con số trong vòng 2 năm tới.
- **Tăng trưởng mạnh hành khách quốc tế, đặc biệt là từ Trung Quốc.** Lượng khách Trung Quốc tới Việt Nam đã tăng từ 1,8 triệu trong 2015 lên 4 triệu trong 2017. Đây sẽ tiếp tục là một xu hướng rõ rệt trong những năm tới.
- **Doanh thu phụ trợ còn nhiều dư địa tăng trưởng.** Trong 2017, doanh thu phụ trợ/hành khách của VJC tăng tới 25%, đạt 14 USD/hành khách. Dù vậy, con số này mới chỉ bằng một nửa so với nhiều hãng hàng không chi phí thấp khác. Một mức tăng nhỏ ở phần này cũng đủ để lợi nhuận của VJC cải thiện đáng kể, tương tự những gì đã xảy ra trong 2017.
- **Việc cổ phiếu được thêm vào danh mục của các quỹ ETF có thể là chất xúc tác cho giá cổ phiếu.**

Dự báo 2018

- Sản lượng hành khách đạt 23 triệu (+35%), thấp hơn mục tiêu của doanh nghiệp là 25 triệu. Trong trường hợp VJC đạt được kế hoạch tham vọng này, mức định giá có thể đạt 220,000 đồng/cổ phiếu.
- Tiếp nhận thêm 15 tàu bay A321 với sức chứa tối đa 230 chỗ ngồi, lớn hơn so với các tàu bay A320 180 chỗ đang vận hành. Nếu công ty duy trì được tỷ lệ lấp đầy 88%, hiệu quả khai thác sẽ tiếp tục cải thiện đáng kể.
- Lợi nhuận từ 15 nghiệp vụ bán và thuê lại máy bay ước đạt 2.232 tỷ đồng.
- Doanh thu phụ trợ/hành khách tăng 10%.
- Giá nhiên liệu tăng 10%.
- Kết quả định giá dựa trên việc kết hợp mức P/E 19 lần (đã điều chỉnh cho hoạt động bán tái thuê) và Adjust EV/EBITDAR 9 lần.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Giá nhiên liệu tăng mạnh hơn dự tính.
- Sản lượng hành khách sụt giảm do **những yếu tố khó lường** như dịch bệnh, thời tiết, căng thẳng địa chính trị hay suy thoái kinh tế.
- **Cạnh tranh từ các người chơi mới.** Vietstar Air, và Air Asia (liên doanh với hàng không Hải Âu và Gumin) đều đã công bố ý định gia nhập thị trường vào 2017. Tuy nhiên, việc đạt được giấy phép hoạt động nhiều khả năng cản trở cho đến khi việc mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất hoàn thành.
- Chi phí thuê máy bay cao, mặt trái của nghiệp vụ bán tái thuê, cũng như các chi phí bảo dưỡng lớn về dài hạn sẽ tạo áp lực lớn lên chi phí hoạt động của doanh nghiệp nếu tăng trưởng hành khách không theo kịp.

Tăng trưởng cao trong thị trường hàng không bận rộn nhất

MUA

25,0%

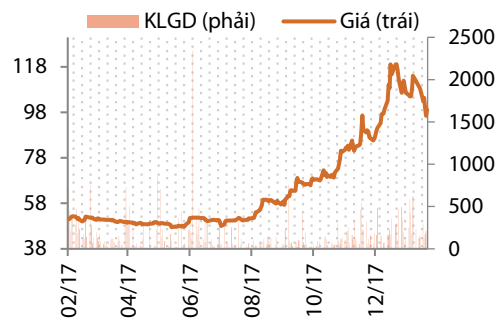
Giá hiện tại (VND)	99.900
Giá mục tiêu (VND)	124.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	900

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng hóa & dvu công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	222.315,4
SLCPDLH (triệu cp)	2.177,1
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	208,0
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	20,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	95,4

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng(**)

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	13.471	13.849	19.227	21.801
% yoy	2,3	2,8	38,8	13,4
LNST	6.181	4.182	6.647	7.651
% yoy	261,0	-32,3	58,9	15,1
ROA (%)	14,0	8,8	12,5	13,2
ROE (%)	26,0	15,5	21,2	21,0
EPS (VND)	2.839	1.921	2.857	3.207
GTSS (VND)	10.810	12.580	14.423	16.732
Cổ tức tiền mặt (VND)	600	900	900	900
P/E (x)	17,1	56,5	35,7	31,8
P/BV (x)	4,5	8,6	7,1	6,1

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

ACV là đơn vị trực tiếp khai thác toàn bộ 22 cảng hàng không nội địa và quốc tế tại Việt Nam. Công ty có kế hoạch thoái 20% vốn nhà nước trong 2018, và 10% vào năm 2019.

Châu Á Thái Bình Dương, khu vực với hơn một nửa dân số thế giới, đã nổi lên trở thành thị trường hàng không bận rộn nhất những năm gần đây, chiếm tới 1/3 sản lượng hành khách toàn cầu. Trong khu vực, các cảng hàng không Việt Nam mới đang ở giai đoạn phát triển đầu tiên tập trung vào các dịch vụ hàng không, trong khi dịch vụ phi hàng không vẫn còn bỏ ngỏ. ACV vì vậy ẩn chứa tiềm năng tăng trưởng rất lớn, và là lựa chọn thích hợp cho NĐT muốn đặt cược vào tăng trưởng của ngành.

Luận điểm đầu tư

- **Thị trường hàng không Việt Nam có mức tăng trưởng cao nhất trong khu vực** nhờ vào sự gia tăng của dân số trẻ và thu nhập.
- **Nhiều hơn các chuyến bay quốc tế.** Nỗ lực thúc đẩy du lịch của Chính phủ, cùng với sự phát triển của các hãng hàng không trong khu vực hứa hẹn tăng trưởng của các chuyến bay đi và đến Việt Nam.
- **Phí dịch vụ hàng không tăng mạnh từ 2018.** Phí dịch vụ hành khách, soi chiếu an ninh và hạ cất cánh đối với các chuyến bay nội địa sẽ tăng trung bình khoảng 22%, 44%, và 24%, trong khi phí dịch vụ với các chuyến bay quốc tế cũng tăng từ 10%-30%. Điều này cùng với mức tăng của sản lượng hành khách sẽ tạo nên hiệu ứng tăng trưởng kép lên lợi nhuận của ACV trong năm 2018.
- **Dư địa tăng trưởng cực lớn từ dịch vụ phi hàng không.** Doanh thu phi hàng không tính trên đầu hành khách của ACV mới chỉ đạt 1 USD, kém xa mức trung bình 10-12 USD trong khu vực, hay mức 4-5 USD của các nước láng giềng Thái Lan và Malaysia.
- **Kế hoạch thoái vốn của nhà nước và niêm yết trên HOSE vào 2018 là chất xúc tác cho giá cổ phiếu.**

Dự báo 2018

- Sản lượng hành khách đạt 107 triệu lượt (+14%), trong đó sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài lần lượt đóng góp 40 triệu và 27 triệu lượt.
- Với mức biểu phí mới, doanh thu phục vụ hành khách, soi chiếu và hạ cất cánh ước tính tăng lần lượt 23%, 55% và 21% so với cùng kỳ.
- ACV sẽ chi khoảng 4.000 tỷ để nâng cấp cơ sở hạ tầng.
- Tỷ giá JPY/VND tăng 4%.
- Chúng tôi sử dụng mức định giá EV/EBITDA cho năm 2018 là 20 lần, dựa trên mức EV/EBITDA hiện tại của cảng hàng không Singapore là 19 lần, Thái Lan là 31 lần, và Malaysia là 11 lần.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Sản lượng hành khách sụt giảm do **những yếu tố khó lường** như dịch bệnh, thời tiết, căng thẳng địa chính trị hay suy thoái kinh tế.
- **Môi trường pháp lý.** Các chính sách thay đổi làm ảnh hưởng đến tăng trưởng ngành hoặc vị thế độc quyền hiện tại của ACV
- **Cơ sở hạ tầng không theo kịp tăng trưởng mạnh của hành khách**

(**) Số liệu 2018 và 2019 bao gồm cả doanh thu hạ cất cánh, vốn đang được coi là khoản thu hộ nhà nước và chưa được tính vào doanh thu của ACV cho đến khi có phương án xử lý cuối cùng

NGÀNH BÁN LẺ Ô TÔ: TĂNG TỐC SAU GIAI ĐOẠN TẠM DỪNG

Quang Võ (quang.vv@vdsc.com.vn)

Ngành ô tô đã vượt qua năm 2017 với sức mua ô tô giảm rõ rệt do người tiêu dùng chờ đợi những thay đổi về chính sách, trong đó đặc biệt là giảm thuế suất nhập khẩu ô tô ASEAN từ 30% về 0%. Cuộc chiến về hạ giá bán cũng khiến bức tranh toàn cảnh trở nên ảm đạm hơn. Tuy nhiên, trước ngưỡng cửa 2018, các doanh nghiệp ô tô đã có động thái kìm hãm giá bán và từ bỏ cuộc chiến giá nhằm ổn định tâm lý và niềm tin của người tiêu dùng. Bên cạnh đó, cách chính sách mới về ô tô sẽ khiến giá thành của ô tô trở nên phù hợp hơn tại thị trường Việt Nam từ đó thúc đẩy tiêu thụ ô tô.

Cơ hội đầu tư

Dư địa tăng trưởng ngành còn nhiều nếu nhìn vào sự cải thiện của thu nhập người dân và cơ sở hạ tầng, trong khi tỷ lệ sở hữu xe hơi vẫn còn thấp.

Mức sống của người Việt có sự cải thiện đáng kể trong thời gian qua. Theo Euromonitors, thu nhập khả dụng bình quân đầu người của Việt Nam từ năm 2012 đến 2016 đã tăng trưởng mạnh với CAGR ~6,5%. Triển vọng tăng trưởng thu nhập đến năm 2020 vẫn khá lạc quan với CAGR ~4,3%.

Cơ sở hạ tầng cũng được dự báo sẽ hoàn thiện hơn trong những năm tới, song hành cùng tốc độ đô thị hóa cao. Bộ Xây dựng dự báo tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam ước tính đạt 40% trong năm 2020, từ mức 36% năm 2016. Bên cạnh đó, việc các tuyến đường cao tốc được đẩy mạnh đưa vào sử dụng cũng là nhân tố giúp lưu thông bằng ô tô thuận tiện hơn. Theo dự báo của Bộ Giao thông vận tải, tổng số kilomet đường cao tốc được khai thác tại Việt Nam có thể lên đến 6411 km, tăng gần 8,6 lần so với hiện tại.

Trong khi đó, Việt Nam hiện đang là quốc gia có tỷ lệ sở hữu xe hơi ở mức thấp nhất, khi chỉ có 4% hộ gia đình có xe hơi (theo BMI). Nhìn sang một số quốc gia khác trong khu vực ASEAN, tỷ lệ này cao hơn nhiều (Thái Lan: 22%, Indonesia: 11%).

Những lý do trên khiến chúng tôi tin rằng ngành bán lẻ ô tô Việt Nam chỉ mới bắt đầu bước vào giai đoạn tăng trưởng và vẫn còn nhiều dư địa để phát triển.

Doanh số bán xe năm 2018 dự kiến hồi phục do tâm lý chờ đợi được “cởi trói”

Mặc dù thuế nhập khẩu một số loại ô tô nguyên chiếc (CBU) có xuất xứ từ các nước nội khối đã giảm xuống mức 30% trong năm 2017 từ mức 40% trước đó, theo Hiệp định Thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA), sức mua từ thị trường là khá thấp. Theo số liệu của VAMA, tổng sức mua ô tô trên thị trường giảm 10% so với năm 2016. Nguyên nhân chính do thuế nhập khẩu ô tô còn giảm tiếp về 0% vào năm 2018, khiến người mua xe phát sinh tâm lý chờ đợi.

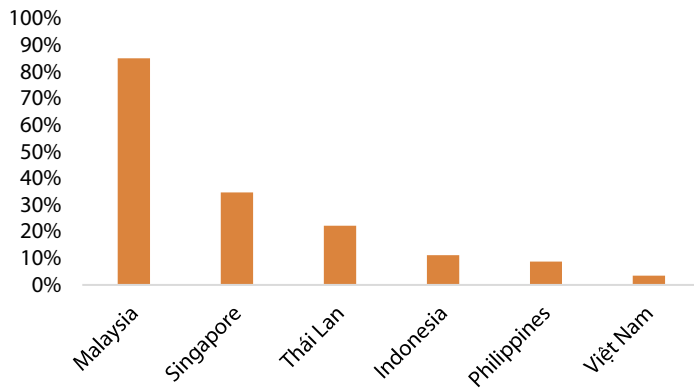
Nhận định về giá bán ô tô, chúng tôi cho rằng dù không còn thuế nhập khẩu, giá xe khó có thể giảm sâu trong ngắn hạn như kỳ vọng của người tiêu dùng. Ô tô nhập khẩu vẫn đang đối mặt với các hàng rào phi thuế quan với Nghị định 116 là bước đi gần đây nhất của Chính phủ nhằm thắt chặt hoạt động nhập khẩu ô tô.

Nhìn chung, cho dù giá bán xe không giảm sâu như kỳ vọng người tiêu dùng, sức cầu năm 2018 được chúng tôi dự báo vẫn sẽ hồi phục, chủ yếu do tâm lý đã được “cởi trói”. Do không còn động lực để tiếp tục chờ đợi giá xe giảm sâu, sức mua năm 2018 sẽ phản ánh đúng hơn nhu cầu mua xe của người dân (với mức tăng trưởng bình quân 20%/năm).

Rủi ro

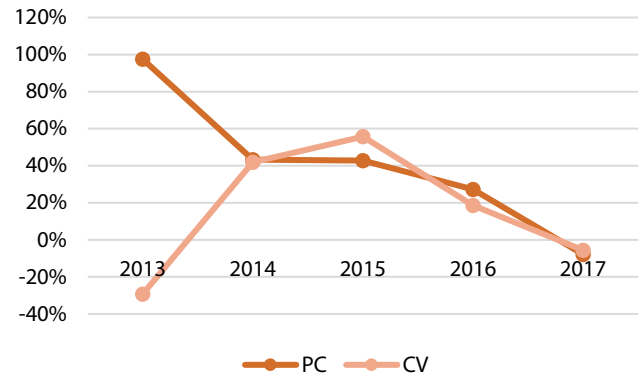
- Chính sách của Chính phủ trong việc siết xe nhập khẩu.
- Suy giảm trong tăng trưởng kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến nhu cầu sở hữu xe hơi.

Hình 41: Tỷ lệ sở hữu xe hơi của các hộ gia đình tại Việt Nam và một số quốc gia khác trong khu vực



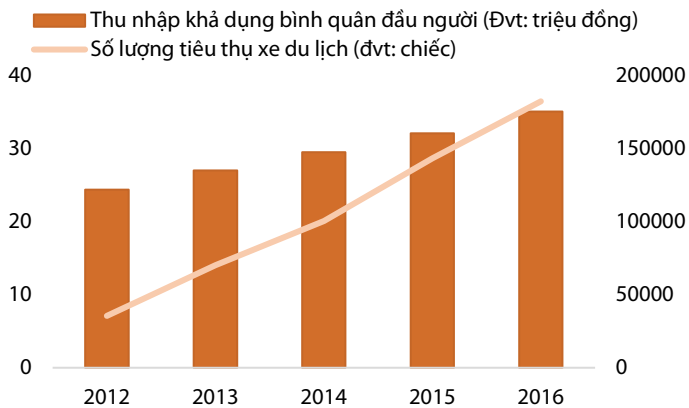
Nguồn: Euromonitors, WB, RongViet Securities

Hình 42: Tăng trưởng theo dòng xe



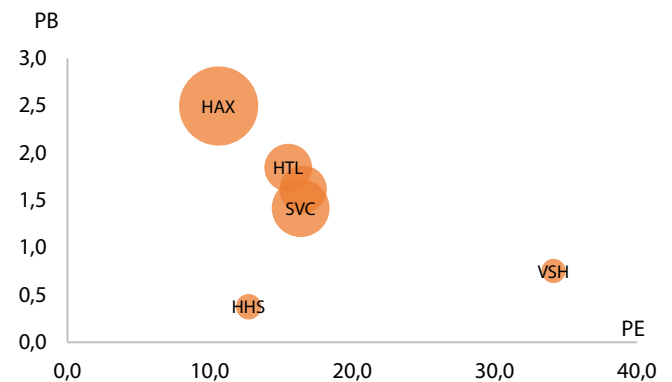
Nguồn: VAMA, RongViet Securities

Hình 43: Tăng trưởng thu nhập của Việt Nam qua các năm



Nguồn: Euromonitors, RongViet Securities

Hình 44: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Fiinpro, RongViet Securities, * Kích thước của bong bóng: ROE

Tăng trưởng nhanh nhờ mở rộng thị phần

TRUNG LẬP

14,8%

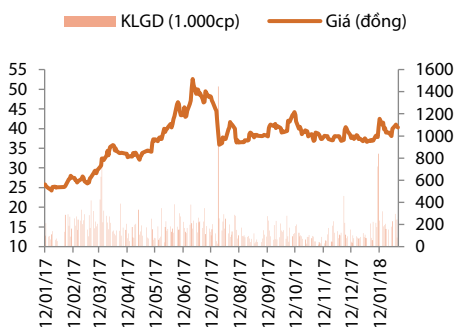
Giá hiện tại (VND)	40.500
Giá mục tiêu (VND)	45.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô & phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	583.5
SLCPDLH (triệu cp)	22.7
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	252.5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	56.9
Tỷ lệ sở hữu NGTNN còn lại (%)	35.0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	2.879	3.835	5.143	6.897
% yoy	58,1	33,2	34,1	34,1
LNST	78,0	84,4	106,7	149,4
% yoy	170,7	8,2	26,5	40,0
ROA (%)	12,0	7,7	8,0	8,5
ROE (%)	35,8	24,4	25,1	26,2
EPS (VND)	6.480	3.613	4.571	6.400
GTSS (VND)	21.184	16.525	21.257	27.656
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	6,3	11,2	8,6	6,1
P/BV (x)	1,9	2,5	1,8	1,4

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HSX – HAX) là nhà phân phối ủy quyền đầu tiên và duy nhất niêm yết của Mercedes – Benz Việt Nam (MBV). Hoạt động chính của doanh nghiệp là phân phối và bảo hành, sửa chữa ô tô mang thương hiệu Mercedes – Benz. Trong năm 2017, HAX phân phối ~27% sản lượng xe của MBV.

Cổ đông lớn: Đỗ Tiến Dũng và người có liên quan (43%).

Trong khi các hãng kinh doanh xe bình dân và trung cấp tại Việt Nam gặp nhiều khó khăn khi phải đối diện nhiều sự thay đổi trái chiều về chính sách ảnh hưởng đến tình hình tiêu thụ năm 2017, MBV vẫn tiếp tục khẳng định vị trí dẫn đầu trong phân khúc hạng sang với tăng trưởng sản lượng ở mức 20%YoY, và bỏ xa đối thủ lớn thứ hai là Lexus. Đây là lý do khiến chúng tôi tin rằng dự địa tăng trưởng của HAX vẫn còn nhiều.

Luận điểm đầu tư

- **Phân khúc xe hơi cao cấp vẫn còn nhiều động lực tăng trưởng trong dài hạn.** Chúng tôi cho rằng ở phân khúc cao cấp như Mercedes, yếu tố tác động mạnh mẽ đến nhu cầu của người tiêu dùng không phải là những thay đổi về mặt chính sách mà là thu nhập của người dân. Nghiên cứu của Solidiance chỉ ra Việt Nam nằm trong số những thị trường có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thế giới đối với các hãng ô tô cao cấp như Mercedes nhờ sự giàu có nhanh chóng trong thu nhập của người dân. Hơn nữa, theo thống kê của BMI, Việt Nam hiện đang là quốc gia có tỷ lệ sở hữu xe hơi ở mức thấp nhất, khi chỉ có 4% hộ gia đình có xe hơi. Trong khi đó, tỷ lệ này ở một số quốc gia khác trong khu vực ASEAN như Thái Lan là 22%, Indonesia là 11%.
- **Kể cả khi ngành gặp khó khăn trong ngắn hạn, Mercedes – Benz vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ.** Giai đoạn 2014-2017 ghi nhận doanh số xe Mercedes-Benz tại Việt Nam tăng trưởng ấn tượng với CAGR ~42,3%. Trong năm 2017, MBV với 7.108 xe bán được đã bỏ khá xa đối thủ lớn thứ nhì Lexus (948 xe).
- **HAXACO liên tục mở rộng thị phần phân phối xe Mercedes – Benz.** Nhờ doanh thu liên tiếp đạt mức tăng trưởng vượt trội, chúng tôi nhận thấy thị phần của HAX đã có sự cải thiện rõ rệt và liên tục gia tăng trong những năm qua, từ 18,4% năm 2014 lên đến 27% năm 2017. Hiện HAX thực hiện kế hoạch gia tăng số lượng autohaus của mình tương ứng với chiến lược mở rộng gấp đôi hệ thống phân phối của MBV giai đoạn 2016 – 2020.
- **Cơ cấu cổ đông hiện tại là điểm tích cực đối với hoạt động kinh doanh của HAX.** Kể từ sau sự góp mặt của ông Đỗ Tiến Dũng vào ban điều hành đầu năm 2013, HAX bắt đầu hoạt động có lợi nhuận dương trở lại và liên tiếp ghi nhận tăng trưởng trong kết quả kinh doanh. Do đó, động thái của ông Dũng và những người có liên quan khi nâng tỷ lệ sở hữu lên gần 43% sau khi SAMCO thoái vốn là một điều tích cực đối với HAX khi thể hiện ý chí của ông Đỗ Tiến Dũng đối với sự phát triển dài hạn của Công ty.

Dự báo 2018

- Sản lượng tiêu thụ đạt 2.505 xe (+22% YoY)
- Thị phần: 34%
- LNST sẽ tăng 26.5%, đưa EPS lên mức 4.571 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro trong cách ghi nhận khoản thưởng của doanh nghiệp.
- Sức mua bị ảnh hưởng do cạnh tranh với BMW, được THACO trực tiếp phân phối từ năm 2018.

NGÀNH PHÂN BÓN: ĐỐI MẶT NHIỀU BẤT LỢI

Quang Vo (quang.vv@vdsc.com.vn)

Mặc dù thời tiết năm 2017 diễn biến tốt hơn, kết quả kinh doanh của nhóm ngành phân bón nhìn chung không quá ấn tượng. Chúng tôi ước tính doanh thu của các doanh nghiệp niêm yết bình quân chỉ tăng 5%, trong khi LNST gần như không đổi so với cùng kỳ. Điều này có thể được lý giải do tình trạng dư cung vẫn còn lớn, trong khi giá nguyên liệu diễn biến bất lợi theo giá dầu thế giới. Những “cơn gió ngược” được chúng tôi dự báo sẽ tiếp diễn trong năm 2018 khi mà nhiều nhà máy phân bón được xây dựng mới, hoặc mở rộng công suất hiện có, cùng với giá dầu thế giới có thể tiếp tục xu hướng tăng. Nhìn chung, động lực chính của ngành phân bón trong năm 2018 sẽ chủ yếu đến từ câu chuyện thay đổi chính sách thuế VAT và câu chuyện thoái vốn, hơn là tăng trưởng kết quả kinh doanh.

Cơ hội đầu tư

Luật sửa đổi VAT nhiều khả năng sẽ được thông qua. Trong trường hợp lạc quan nhất, chính sách thuế mới sẽ được thực thi từ năm 2019. Chúng tôi tin rằng thị trường sẽ phản ứng mạnh nếu luật sửa đổi VAT được thông qua. Theo ước tính của chúng tôi, hai công ty đạm DPM, DCM có thể được hoàn hoàn thuế VAT khoảng 260-270 tỷ đồng/năm (tương đương 35% LNST ước tính năm 2017 của cả hai công ty), trong khi LAS cũng được hoàn ~140 tỷ đồng/năm (tương đương 80% LNST ước tính năm 2017).

PVN và Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn khỏi một vài doanh nghiệp phân bón.

Trong năm 2018, PVN đặt kế hoạch sẽ thoái vốn tại DCM và DPM với tỷ lệ nắm giữ dự kiến sẽ không cao hơn 51%. Mặc dù tương lai của hai công ty đạm được chúng tôi dự báo sẽ khá khó khăn, dựa trên lo ngại chính sách giá khí sẽ kém ưu đãi hơn hiện nay khi mà lợi ích của PVN giảm sút; chúng tôi vẫn tin rằng các cổ phiếu này vẫn sẽ phản ánh tích cực, ít nhất là trong ngắn hạn, dựa vào kỳ vọng một làn gió mới từ các nhà đầu tư chiến lược có kinh nghiệm.

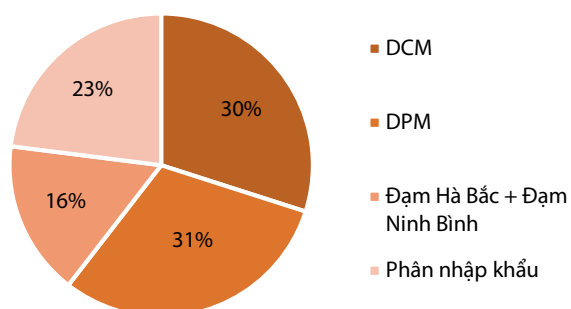
Về phía Vinachem, SFG và BFC là hai cái tên dự kiến sẽ được thoái vốn xuống dưới 50%. Tuy nhiên, không giống như PVN, lộ trình thoái vốn của Vinachem được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 05/01/2018 khá chung chung: giai đoạn 2017-2020. Do đó, khả năng Vinachem thoái vốn ngay trong năm 2018 vẫn chưa chắc chắn.

Ngoài ra, trong ngắn hạn, nhà đầu tư có thể theo dõi các cổ phiếu phân đạm trước động thái thắt chặt quản lý môi trường ở Trung Quốc. Chính sách tăng cường sử dụng khí đốt thay than của Trung Quốc đã khiến nhu cầu khí đốt tăng mạnh (+18,7% so với cùng kỳ). Ngoài ra, do chính phủ Trung Quốc ưu tiên sử dụng khí đốt phục vụ các hộ gia đình trong mùa đông, nguồn cung khí cho các hoạt động khác, bao gồm sản xuất phân urê, bị thiếu hụt. Giá urê Trung Quốc đã tăng 15% từ giữa tháng 12 đến nay. Do sự thiếu hụt này nhiều khả năng sẽ còn tiếp diễn đến hết quý 1 năm 2018, giá urê nhập khẩu từ Trung Quốc được dự báo tiếp tục tăng. Thông tin này khá có lợi đối với các doanh nghiệp sản xuất urê trong nước, bao gồm DCM và DPM.

Rủi ro:

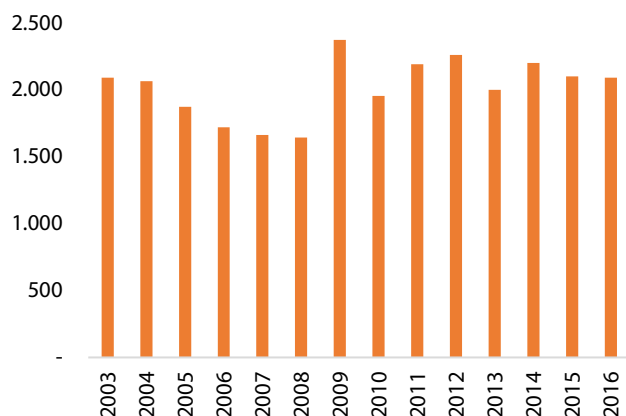
- Cạnh tranh gia tăng từ phân bón nhập khẩu
- Diễn biến thời tiết bất lợi ảnh hưởng sức cầu

Hình 45: Thị phần các doanh nghiệp sản xuất urê



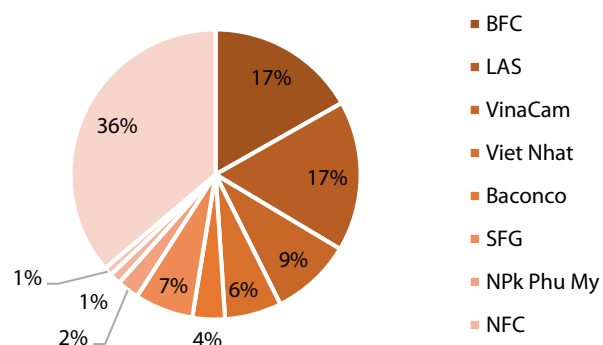
Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 47: Sản lượng tiêu thụ phân urê hàng năm (nghìn tấn)



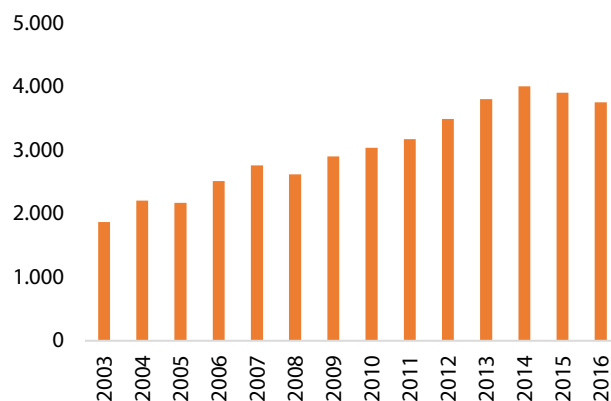
Nguồn: AgroMonitor, RongViet Securities

Hình 46: Thị phần các doanh nghiệp sản xuất phân NPK



Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 48: Sản lượng tiêu thụ phân NPK hàng năm (nghìn tấn)



Nguồn: AgroMonitor, RongViet Securities

2018 – Khó khăn vẫn còn

TRUNG LẬP

0%

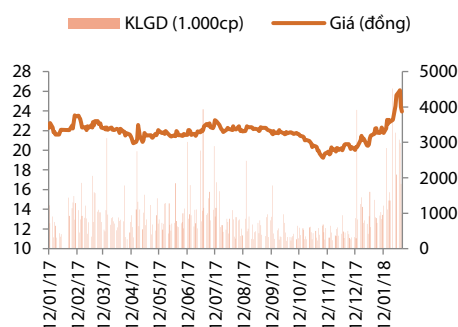
Giá hiện tại (VND)	24.400
Giá mục tiêu (VND)	22.400
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.746,3
SLCPDLH (triệu cp)	391,3
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.724,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	35,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	28,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	28,7

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	7.924	8.101	10.949	11.742
% yoy	-18,8	2,2	35,1	7,2
LNST	1.127	694	603	836
% yoy	-24,2	-38,4	-13,1	38,6
ROA (%)	11,2	6,6	5,2	7,2
ROE (%)	13,7	8,7	7,8	11,1
EPS (VND)	2.449	1.508	1.311	1.817
GTSS (VND)	20.547	20.112	19.344	19.150
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.000	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	7,8	16,2	17,1	12,3
P/BV (x)	1,1	1,2	1,2	1,2

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

DPM với thương hiệu nổi tiếng “Đạm Phú Mỹ” là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất phân ure tại Việt Nam. Tính chung cả nước, thị phần của DPM đạt khoảng 40% và dẫn đầu ở các thị trường trọng điểm nông nghiệp như Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ và Miền Trung-Tây Nguyên. Tổng công suất của công ty là 800.000 tấn/năm và luôn vận hành vượt công suất thiết kế. Ngoài ra, công ty cũng tiến hành đa dạng hóa bộ sản phẩm của mình thông qua việc kinh doanh các loại phân bón nhập khẩu như NPK, DAP, SA, Kali,...

Hiện tại, tập đoàn dầu khí Việt Nam là cổ đông lớn nhất, sở hữu 59,59% cổ phần tại DPM.

Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trên thị trường phân bón cùng giá nguyên liệu đầu vào đang diễn biến bất lợi, chúng tôi không đánh giá cao về triển vọng tăng trưởng của mảng phân ure từ nay đến hết năm 2018. Bước chuyển mình của Doanh nghiệp có thể rơi vào năm 2019, thời điểm giao thoa của nhiều sự kiện có tính chất quan trọng: DCM (đối thủ chính của DPM) không còn được hỗ trợ giá khí nguyên liệu, khả năng cao DPM sẽ bắt đầu được hoàn thuế VAT đầu vào, cùng lúc dự án NPK được kỳ vọng sẽ hoạt động ổn định và bắt đầu mang lại lợi nhuận.

Luận điểm đầu tư

- **Tổ hợp dự án NH3-NPK sẽ là động lực tăng trưởng mới của DPM.** Với công suất thiết kế 250.000 tấn NPK/năm và 90.000 tấn NH3/năm, dự án được kỳ vọng sẽ giúp doanh thu của DPM tăng 35% trong năm 2018. Tuy nhiên, dựa trên lượng tiêu thụ 130.000 nghìn tấn phân NPK nhập khẩu trong năm 2017, chúng tôi cho rằng dự án sẽ chưa thể chạy hết công suất trong năm nay và sẽ ghi nhận lỗ. Trong dài hạn, triển vọng nguồn cầu là khả quan vì sản phẩm của DPM nhắm vào phân khúc chất lượng cao, phù hợp với xu hướng chuyển dịch hiện nay của người tiêu dùng.
- **Động lực tăng trưởng mới từ mảng hóa chất.** DPM đặt kế hoạch sẽ tăng tỷ trọng đóng góp mảng hóa chất vào doanh thu lên 70% trước năm 2025 (từ mức 7% hiện tại). Bên cạnh NH3 được tăng thêm công suất từ năm 2018, DPM cũng sẽ triển khai các dự án sản xuất PP, PS, và H2O2 trong giai đoạn 2020-2025, với tổng vốn đầu tư hơn 1 tỷ USD. Khi mà dư địa tăng trưởng ngành phân bón còn nhiều hạn chế, việc chuyển hướng sang lĩnh vực hóa chất còn rất nhiều tiềm năng với CAGR ngành đạt 17%-18% giai đoạn 2013-2017 được chúng tôi đánh giá tích cực.
- Khả năng chi trả cổ tức cao vẫn được đảm bảo. Tuy không bằng những năm trước do tình hình hoạt động khó khăn hơn và DPM đang có nhiều dự án hóa chất sắp triển khai, chúng tôi kỳ vọng DPM sẽ giữ mức cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cp ít nhất đến năm 2019 (tương đương 7,5% tỷ suất cổ tức).

Dự báo 2018

- Sản lượng tiêu thụ ure: 800.000 tấn (+0,4% YoY). Giá bán ure: tăng 5%
- Sản lượng tiêu thụ NPK: 150.000 tấn
- Biên lợi nhuận gộp: 21,1% (-500bps)

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Tình hình thời tiết diễn biến thất thường, ảnh hưởng tiêu cực nhu cầu phân bón.
- Thay đổi chính sách giá khí đầu vào.
- Lượng tiêu thụ phân NPK không tốt như dự kiến.

Hồi phục từ đáy

MUA

34,5%

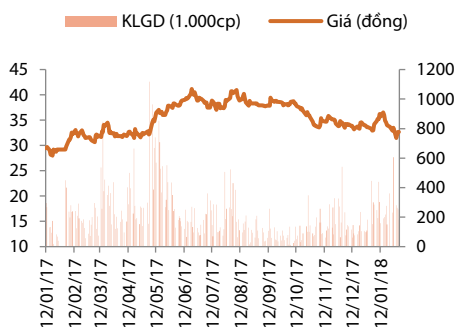
Giá hiện tại (VND)	32.700
Giá mục tiêu (VND)	40.500
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.500

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.869,4
SLCPDLH (triệu cp)	57,1
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	111,3
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	31,2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	28,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	65,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	5.944	6.306	6.872	7.897
% yoy	-1,5	6,1	9,0	14,9
LNST	276	277	299	354
% yoy	20,9	0,1	7,9	18,6
ROA (%)	10,0	8,1	8,5	9,4
ROE (%)	31,3	30,4	31,5	35,8
EPS (VND)	4.456	4.462	4.815	5.712
GTSS (VND)	15.739	17.063	18.011	19.719
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	3.500	3.500	3.500
P/E (x)	6,6	7,5	7,3	6,1
P/BV (x)	1,5	1,6	1,9	1,8

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Bình Điền là doanh nghiệp sản xuất NPK chất lượng cao sở hữu thương hiệu "Đầu Trâu" có thị phần đứng đầu cả nước (28% tại khu vực phía Nam và 30% tại Tây Nguyên). BFC có khả năng cung ứng 975.000 tấn phân NPK/năm và hiện đang hoạt động 70% công suất thiết kế.

Bên cạnh sản xuất và kinh doanh sản phẩm NPK chất lượng cao, công ty cũng đa dạng hóa hoạt động kinh doanh thông qua tham gia các mảng khác như sản xuất phân bón hữu cơ, thuốc bảo vệ thực vật.

Hiện tại, tập đoàn hóa chất Việt Nam là cổ đông lớn nhất, sở hữu 65% cổ phần tại BFC.

Thị trường phân NPK nhìn chung hiện đang trong tình trạng dư cung và đang cạnh tranh gay gắt với phân bón nhập khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tin rằng hoạt động của BFC vẫn sẽ duy trì ổn định trong năm 2018 khi nhìn vào vị thế của thương hiệu "Đầu Trâu" (17% thị phần) cùng xu hướng sử dụng phân chất lượng cao ngày càng gia tăng. Bên cạnh đó, thị trường miền Bắc giàu tiềm năng và tỷ suất cổ tức cao cũng là những điểm cộng đối với BFC.

Luận điểm đầu tư

- **Thị trường miền Bắc giàu tiềm năng.** Hiện đa phần phân NPK ở thị trường miền Bắc (>60%) được sản xuất bằng công nghệ đơn giản, chất lượng thấp. Trong khi đó, theo khảo sát của chúng tôi, người tiêu dùng hiện đang có xu hướng sử dụng nhiều hơn các sản phẩm chất lượng cao cho cây trồng. Với công nghệ urê nóng chảy, sản phẩm "Đầu Trâu" của BFC được xếp loại vào phân khúc chất lượng cao, phù hợp với khẩu vị tiêu dùng hiện tại. Trong năm 2017, doanh số từ thị trường này tăng gần 20% và chúng tôi cho rằng BFC sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng 20% tại thị trường này trong năm nay.
- **Tỷ suất cổ tức hấp dẫn.** BFC đặt kế hoạch sẽ chi trả cổ tức bằng tiền mặt 2.500 đồng/cp cho năm 2017 và hiện đã tạm ứng 2.000 đồng/cp. Dựa trên thống kê giai đoạn 2014-2016, BFC thường chi trả cổ tức cao hơn 1.000 đồng so với kế hoạch, cùng với kết quả hoạt động tích cực trong năm 2018 (LNST ước tính tăng 7,9%), chúng tôi dự báo mức cổ tức tiền có thể được nâng lên 3.500 đồng trong hai năm tiếp theo, tương đương với mức tỷ suất cổ tức 10,7%.

Dự báo 2018

- Sản lượng tiêu thụ: 720.000 tấn, +7% YoY, trong đó thị trường miền Bắc tiêu thụ 144.000 tấn (+20% YoY).
- Giá phân NPK tăng 2%.
- LNST sẽ tăng 7,9%, đưa EPS lên mức 4.815 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thời tiết diễn biến bất lợi, ảnh hưởng tiêu cực đến sức mua.
- Cạnh tranh gia tăng từ phân NPK nhập khẩu.
- Xu hướng dịch chuyển sử dụng từ sản phẩm chất lượng thấp sang chất lượng cao chậm hơn dự kiến.

NGÀNH DỆT MAY: GÁNH NẶNG CHI PHÍ NHÂN CÔNG

Quang Vo (quang.vv@vdsc.com.vn)

Ngành dệt may ghi nhận hồi phục tốt trong năm 2017 với mức tăng trưởng 10,2% khi những dư âm từ năm 2016 (kinh tế Mỹ phát triển chậm lại khiến nhu cầu dệt may cũng tăng trưởng chậm theo, cùng lúc các nhãn hàng hủy đơn hàng do Mỹ rút khỏi TPP và Anh rút khỏi khối EU) nhanh chóng mờ nhạt. Bước sang năm 2018, với triển vọng tăng trưởng kinh tế Mỹ và thế giới không quá nổi bật, trong khi tác động từ hai hiệp định EV-FTA và CPTPP phải mất 3-4 năm để trở nên rõ ràng hơn, doanh thu của các doanh nghiệp dệt may được chúng tôi dự báo không biến động quá mạnh. Tuy nhiên, lợi nhuận dự kiến sẽ bị tác động mạnh theo hướng tiêu cực bởi gánh nặng chi phí nhân công do tăng lương cơ bản và thay đổi chính sách BHXH.

Cơ hội đầu tư

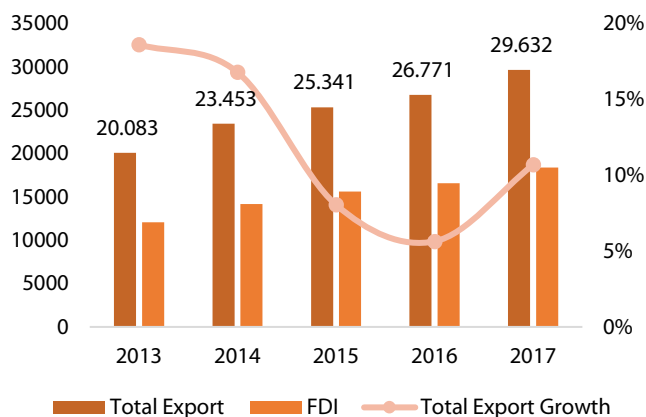
Kinh tế Mỹ, EU tiếp tục tăng trưởng ổn định. Theo dự báo của IMF, kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng 2,7% trong năm nay (+40 bps YoY), trong khi kinh tế EU dù tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn ở mức tích cực 2,2% (-20bps YoY). Trong bối cảnh kinh tế thế giới tăng trưởng ổn định, đặc biệt ở hai thị trường lớn nhất của Việt Nam (Mỹ và EU), chúng tôi tin rằng một cú sốc về đơn hàng như năm 2016 sẽ khó lặp lại.

Trong dài hạn, các doanh nghiệp dệt may sẽ hưởng lợi lớn từ lượng đơn hàng mới đón đầu các hiệp định EVFTA và CPTPP. Sự ký kết của hai hiệp định này có thể giúp ngành dệt may Việt Nam mở rộng hơn nữa thị trường EU, và cả những thị trường còn rất tiềm năng như Canada hay Australia. Do những thị trường mới trong nhóm CPTPP cần nhiều thời gian để thâm nhập, chúng tôi tin rằng lợi ích từ EV-FTA sẽ rõ ràng hơn. Những doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu lớn ở thị trường EU như GMC (32%), TNG (21%), M10 (36%) và VGG (18%) sẽ ghi nhận tăng trưởng đơn hàng rõ ràng hơn các doanh nghiệp dệt may khác. Bên cạnh đó, quy tắc xuất xứ "từ vải trở đi" của EVFTA và "từ sợi trở đi" của CPTPP cũng sẽ giúp các doanh nghiệp sợi (bao gồm STK) hưởng lợi.

Rủi ro

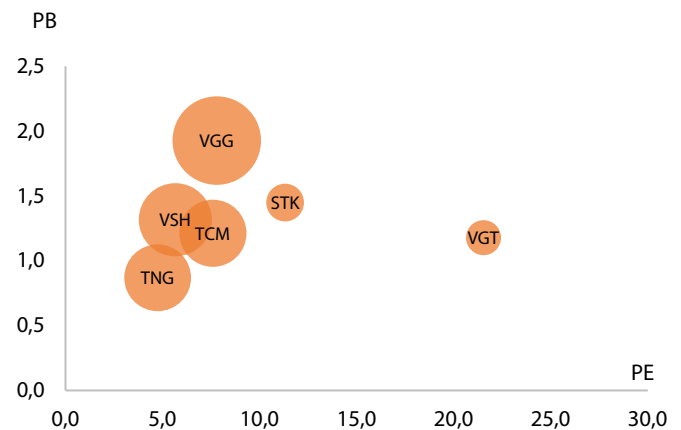
- Cần nhiều thời gian hơn dự kiến để các nhãn hàng lớn ước định tác động từ các hiệp định thương mại tự do. Từ đó, lượng đơn hàng mới có thể không nhiều như kỳ vọng.
- Giá đơn hàng có thể giảm sâu hơn mức dự kiến 5%-10%, do ảnh hưởng từ cạnh tranh với các quốc gia Bangladesh, Myanmar, Campuchia.
- Kinh tế Mỹ, EU không tăng trưởng tốt như dự báo.

Hình 49: Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam (triệu USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Rong Viet Securities tổng hợp

Hình 50: PE, PB, ROE của các doanh nghiệp dệt may



Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp, Kích thước bong bóng: ROE

Kỳ vọng từ thị trường mới và các Hiệp định thương mại tự do

TRUNG LẬP

18%

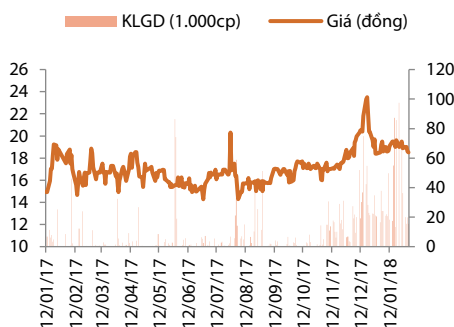
Giá hiện tại (VND)	18.600
Giá mục tiêu (VND)	21.500
Cổ tức tiền mặt (VND)*	500

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng gia dụng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.064,9
SLCPDLH (triệu cp)	59,9
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	37,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	68,7
Tỷ lệ sở hữu NGTNN còn lại (%)	37,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	1.358	1.990	2.330	2.641
% yoy	31,2	46,6	17,1	13,4
LNSt	28,6	97,9	125,7	149,0
% yoy	-59,9	242,2	28,4	18,5
ROA (%)	1,5	4,9	6,1	7,1
ROE (%)	4,1	13,1	15,3	17,4
EPS (VND)	534	1.633	2.097	2.486
GTSS (VND)	12.989	12.957	14.006	14.491
Cổ tức tiền mặt (VND)	400	300	500	500
P/E (x)	37,2	11,4	8,3	7,0
P/BV (x)	1,5	1,4	1,2	1,2

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

STK nằm trong số những doanh nghiệp sản xuất sợi lớn nhất Việt Nam, tập trung vào phân khúc sợi chất lượng cao. Hiện tại, tổng công suất tại các nhà máy sợi của STK là 60.000 tấn/năm, chỉ xếp sau Formosa (72.000 tấn/năm) và Hualon (84.000 tấn/năm). Công ty cũng đang đa dạng hóa danh mục sản phẩm, bao gồm phát triển sợi tái chế, sợi màu, sợi chập, ..

Cơ cấu thị trường năm 2017: Nội địa (63%), Hàn Quốc (18%), Thái Lan (14%).

Cổ đông lớn: CTCP Tư vấn Đầu tư Hướng Việt (21,6%), ông Đặng Thiệu Hòa (13,9%).

STK khép lại năm 2017 với một sự hồi phục ấn tượng khi những khó khăn trong năm 2016 đã phần nào dịu bớt. Sức mua hàng dệt may tăng theo sự hồi phục của kinh tế thế giới, các thị trường mới Hàn Quốc, Nhật Bản thay thế tốt vai trò của thị trường Thổ Nhĩ Kỳ, trong khi sức ép từ sợi nhập khẩu cũng không còn quá nghiêm trọng như năm trước. STK ghi nhận LNSt năm 2017 đạt 98 tỷ đồng, tăng gấp 3,4 lần so với cùng kỳ. Bước sang năm 2018, chúng tôi cho rằng KQKD của STK sẽ khá ổn định do các nhà máy hiện đã chạy gần hết công suất thiết kế (90%) trong khi những dự án mở rộng hay phát triển sản phẩm mới vẫn chưa thể phản ánh vào lợi nhuận trong năm nay.

L luận điểm đầu tư

- **Các thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản còn nhiều dư địa phát triển.** Sau khi sản phẩm sợi polyeste của Việt Nam bị Thổ Nhĩ Kỳ áp thuế chống bán phá giá 34,81%, STK đã chủ động tìm kiếm các khách hàng khác thay thế, trong đó Hàn Quốc và Nhật Bản tỏ ra hứa hẹn vì có biên lãi gộp tương đương (~20%). Dư địa tăng trưởng ở hai thị trường này cũng khá triển vọng. Tổng sản lượng sợi tiêu thụ năm 2017 tại thị trường Hàn Quốc tăng 92% so với cùng kỳ, trong khi thị trường Nhật Bản, dù chỉ mới đóng góp 1% trong cơ cấu doanh thu do chỉ mới được khai thác từ năm 2017 nhưng vẫn được chúng tôi đánh giá cao do đơn hàng từ các khách hàng này thường có độ ổn định cao và có giá trị lớn.
- **Triển vọng từ hiệp định CPTPP.** Mặc dù thiếu vắng Mỹ (quốc gia đóng góp gần 50% kim ngạch xuất khẩu của ngành dệt may), hiệp định CPTPP vẫn mở ra những cơ hội mới cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam, bao gồm Canada, Australia và Mexico với tổng dung lượng thị trường may mặc lên đến 22 tỷ USD, và đang bị chi phối áp đảo (~50%) bởi hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Với ưu thế về thuế xuất ưu đãi, cùng với việc Trung Quốc ngày càng mất đi lợi thế nhân công giá rẻ, cơ hội để Việt Nam thâm nhập vào các thị trường mới này là khá triển vọng. Dẫu vậy, chúng tôi cho rằng lợi ích này cần nhiều thời gian hơn 1 năm để phản ánh vào KQKD.
- **Các dự án sản xuất sản phẩm mới với biên lãi cao sẽ được triển khai.** Trong năm 2018, STK sẽ triển khai dự án Trảng Bàng 5 (công suất 3.300 tấn sợi DTY và 1.500 tấn hạt chip tái chế), dự án sợi màu (6.120 tấn sợi) và tiến hành đàm phán dự án sợi air covering và dự án nhuộm, may. Tổng vốn đầu tư dự kiến gần 630 tỷ đồng. Cũng tương tự như hiệp định CPTPP, lợi ích của các dự án nhiều khả năng sẽ chưa phản ánh ngay từ năm 2018.

Dự báo 2018

- Doanh số sợi: 59.400 tấn.
- Giá bán sợi và giá chip nguyên liệu cùng tăng 5%.
- Biên lợi nhuận gộp: 10% (tương đương năm 2017)

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Sợi nhập khẩu tăng đột biến.
- Suy giảm trong tăng trưởng kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến nhu cầu hàng may mặc.



NGÀNH CAO SU SẴM LỐP: HỒI PHỤC TỪ ĐÁY

Quang Võ (quang.vv@vdsc.com.vn)

Giá cao su ổn định ở mức thấp sẽ là một trong những nguyên nhân chính khiến ngành sản xuất lốp xe phục hồi mạnh mẽ trong năm 2018. Bên cạnh đó, những tín hiệu tích cực từ ngành ô tô trong nước cũng góp phần đẩy nhanh tốc độ phát triển của ngành.

Cơ hội đầu tư

Giá cao su ổn định năm 2018 giúp biên lợi nhuận gộp hồi phục nhanh chóng.

Tính đến ngày 30/01/2018, giá cao su đã giảm 41,5% so với mức giá đỉnh, chỉ còn 193,9 JPY/kg. Nguyên nhân có thể do nguồn cung cao su trở nên dồi dào hơn khi mà sản lượng thu hoạch của các nước Đông Á, đặc biệt là Malaysia, đã tăng hơn 20% trong nửa đầu năm 2017. Bên cạnh đó, sản lượng của Thái Lan cũng tăng trở lại nhờ tình hình thời tiết cải thiện. Mặc dù Hội đồng Cao su Quốc tế 3 bên (International Tripartite Rubber Council – ITRC) và Liên minh cao su thế giới (International Rubber Consortium - IRCO) đã họp để cắt giảm sản lượng nhằm thúc đẩy giá cao su, chúng tôi vẫn cho rằng khả năng cao su tăng giá mạnh sẽ rất thấp khi nhìn vào áp lực nguồn cung lớn từ diện tích cao su được trồng từ giai đoạn 2005-2013. Chúng tôi dự báo giá cao su sẽ tiếp tục đi ngang quanh vùng 200 YPY/kg trong năm 2018.

Về dài hạn, nghiên cứu của Suratwadee Arunwarakorn và cộng sự (2017) dựa trên mô hình cung – cầu cao su thiên nhiên đã tìm ra mức giá cân bằng của cao su thiên nhiên sẽ nằm trong khoảng 162,05 – 169,78 JPY/kg trong khoảng thời gian 2017 – 2026. Diễn biến và những dự báo về giá cao su như hiện nay đang có ảnh hưởng tích cực đến sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất lốp, vì vậy nếu doanh thu vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng tốt thì lợi nhuận thậm chí có thể bắt đầu trở lại 1 cách ngoạn mục trong thời gian tới.

Tăng trưởng của thị trường ô tô nội địa tạo động lực cho các sản phẩm sản xuất lốp.

Doanh số bán xe năm 2017 giảm sút chủ yếu do tâm lý chờ đợi mua xe giá rẻ do thuế nhập khẩu ô tô sẽ còn 0% trong năm 2018. Tốc độ tăng trưởng ngành ô tô Việt Nam vẫn tiếp tục được chúng tôi đánh giá rất khả quan với CAGR ~20% giai đoạn 2018-2020..

Các công ty trong ngành đẩy mạnh sản xuất lốp radial sẽ đáp ứng tốt hơn nhu cầu thị trường.

Sự dịch chuyển từ lốp bias sang lốp Radial ở Việt Nam hiện đang diễn ra mạnh mẽ khi các doanh nghiệp lắp ráp ô tô tại Việt Nam đang chuyển sang sử dụng lốp radial. Tỷ lệ sử dụng lốp radial thấp (50%), trong khi lượng ô tô tăng trưởng mạnh và kết cấu hạ tầng phát triển nhanh chóng là những lý do khiến chúng tôi tin vào triển vọng quan của sản phẩm lốp này.

Tuy nhiên không phải doanh nghiệp nào cũng thành công. Năm 2013, DRC đưa nhà máy sản xuất lốp radial giai đoạn 1 với công suất 300.000 lốp/năm vào hoạt động, hiện đang chạy vượt công suất và đang tiếp tục triển khai giai đoạn 2 (thêm 300.000 lốp/năm). Trong khi đó, CSM cũng đưa nhà máy sản xuất lốp radial giai đoạn 1 vào hoạt động năm 2014 với công suất 350.000 lốp/năm, nhưng hiện chỉ mới sử dụng khoảng 30% công suất, và chưa thể tiếp tục giai đoạn 2.

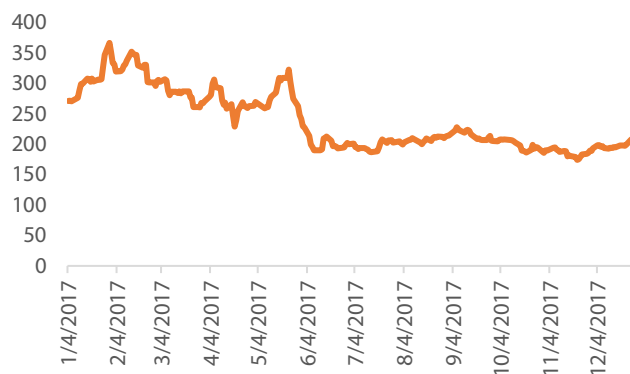
Nguyên nhân đằng sau sự khác biệt này nằm ở phân khúc sản phẩm. Trong khi DRC nhắm vào thị trường truyền thống là lốp xe toàn thép dành cho ô tô tải (với yêu cầu thương hiệu thấp) thì CSM lại tỏ ra yếu thế hẳn khi đối mặt với các doanh nghiệp FDI khi nhắm vào thị trường lốp xe bán thép dành cho ô tô con (yêu cầu cao hơn về thương hiệu lốp xe). Nhìn chung, riêng về triển vọng phát triển lốp radial, chúng tôi đánh giá cao DRC hơn so với các doanh nghiệp khác.

Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn khỏi các doanh nghiệp sản xuất lốp. Cả ba công ty CSM, DRC và SRC đều nằm trong lộ trình thoái vốn xuống dưới 50% của Vinachem giai đoạn 2017-2020. Trong đó, DRC là cái tên đáng chú ý với tỷ lệ nắm giữ của Vinachem cao nhất (50,51%). Trong trường hợp Vinachem thoái vốn xuống dưới 36% hoặc thấp hơn, chúng tôi cho rằng điều này sẽ trở thành động lực dẫn dắt giá cổ phiếu trong thời gian tới.

Rủi ro

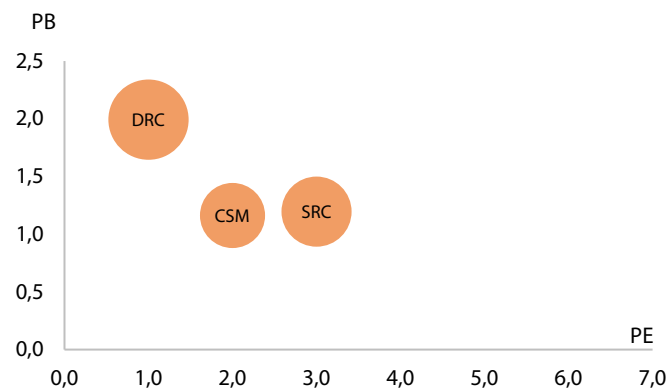
- Nhiều đối thủ cạnh tranh mới gia nhập thị trường
- Giá nguyên liệu có rủi ro biến động cao.

Hình 51: Diễn biến giá cao su tự nhiên (Đơn vị: JPY/kg)



Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities

Hình 52: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Fiinpro, RongViet Securities

*Kích thước của bong bóng: ROE

CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG

Bloomberg: DRC VN

Giá cao su thấp giúp cải thiện lợi nhuận

TRUNG LẬP 18,0%

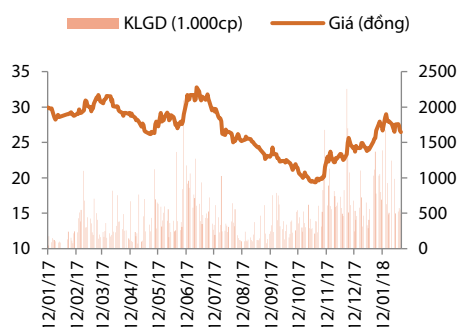
Giá hiện tại (VND)	26.700
Giá mục tiêu (VND)	29.500
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,801,3
SLCPDLH (triệu cp)	118,7
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	865,9
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	38,9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	21,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	50,5

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	3.361	3.668	3.819	3.992
% yoy	1,3	9,2	4,1	4,5
LNSt	395,2	161,7	292,8	310,7
% yoy	-5,0	-59,1	81,1	6,1
ROA (%)	13,3	5,7	10,0	10,2
ROE (%)	25,9	24,3	23,6	22,6
EPS (VND)	3.327	1.251	2.266	2.404
GTSS (VND)	13.318	12.611	13.036	12.941
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	2.800	2.000	2.000
P/E (x)	9,6	21,3	13,8	13,0
P/BV (x)	2,4	1,7	2,3	2,3

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty cổ phần Cao su Đà Nẵng là doanh nghiệp có thương hiệu uy tín trong hoạt động sản xuất sản phẩm lốp, với sản phẩm chủ lực là lốp ô tô (~75% doanh thu).

DRC đã khởi công xây dựng nhà máy sản xuất lốp radial năm 2013 với công suất giai đoạn 1 là 300.000 lốp/năm. DRC dự kiến sẽ vận hành giai đoạn 2 cuối năm 2018 do giai đoạn 1 hiện đã chạy vượt công suất.

Hiện tại, Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) là cổ đông lớn nhất đang nắm giữ 50,5% cổ phần tại DRC.

Năm 2017, DRC, cũng như nhiều công ty sản phẩm khác, gặp nhiều khó khăn khi giá nguyên vật liệu, đặc biệt là cao su thiên nhiên tăng mạnh, khiến lợi nhuận của DRC sụt giảm nghiêm trọng. Tuy nhiên, điểm sáng của doanh nghiệp mà chúng tôi nhận thấy là DRC vẫn tiếp tục duy trì đà tăng trưởng doanh thu ổn định trong bối cảnh khó khăn của toàn ngành cũng như áp lực cạnh tranh gay gắt của thị trường sản phẩm. Nhà máy sản xuất lốp radial giai đoạn 2 có thể sẽ được đưa vào sản xuất sớm hơn kế hoạch nhằm đáp ứng đơn hàng. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng với giá cao su đã giảm đáng kể và hiện giao động ở vùng giá thấp, biên lợi nhuận của DRC sẽ cải thiện nhanh chóng trong thời gian tới.

Luận điểm đầu tư

- **Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá cao su ổn định ở mức thấp.** Chiếm tỷ trọng cao (45%-55%) trong cơ cấu giá vốn hàng bán, giá cao su tăng là một trong những lý do chính khiến lợi nhuận của DRC sụt giảm mạnh trong ba quý đầu năm 2017. Với giá định giá cao su sẽ ổn định quanh vùng 200 JPY/kg, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của DRC sẽ cải thiện từ 12,6% lên 16,4%.
- **Dự địa tăng trưởng mảng lốp radial còn nhiều.** Chuyển dịch từ lốp bias sang lốp radial là một xu hướng tất yếu trong bối cảnh nhu cầu sử dụng lốp radial tăng theo mức độ hoàn thiện của cơ sở hạ tầng. DRC đã có những thành công bước đầu tại thị trường giàu tiềm năng này. Hiện giai đoạn 1 đã chạy hết công suất 300.000 lốp/năm và Doanh nghiệp cho biết sẽ phải đưa trước một số dây chuyền của giai đoạn 2 vào sản xuất trong quý 1 hoặc quý 2 năm 2018 để đáp ứng các đơn hàng. Toàn bộ giai đoạn 2 sẽ được nghiệm thu vào cuối quý 4/2018, nâng tổng công suất của cả nhà máy lên 600.000 lốp/năm.

Dựa trên triển vọng bán hàng hiện tại của DRC cũng như chất lượng sản phẩm được cải thiện thông qua dự án chuyển giao công nghệ với Black Donut nghiệm thu vào tháng 10/2017, chúng tôi dự phóng sản lượng lốp radial tiêu thụ năm 2017 sẽ đạt khoảng 326.240 lốp (vượt khoảng 8,7% công suất thiết kế giai đoạn 1) và năm 2018 đạt 358.864 lốp.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý rằng: phát triển mảng lốp radial sẽ chưa mang lại một sự chuyển biến về lợi nhuận rõ ràng trong năm 2018 do chi phí khấu hao của nhà máy vẫn còn cao.

Dự báo 2018

- Sản lượng radial ước tính tăng 10% so với cùng kỳ.
- Giá cao su tự nhiên và cao su tổng hợp dao động ổn định tại vùng giá 200 JPY/kg.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 16,4%, tăng 380bps.
- LNSt sẽ tăng 81,1%, đưa EPS lên mức 2.266 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Biến động bất ngờ của giá nguyên liệu đầu vào do phụ thuộc nhiều vào yếu tố thời tiết.
- Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm lốp radial thấp hơn dự báo.

NGÀNH DẦU KHÍ: “VÀNG ĐEN” HỒI PHỤC

Vũ Trần (vu.thx@vdsc.com.vn)

Nếu giá dầu trong năm 2016 được ví như một bức tranh sáng khi ghi nhận sự hồi phục liên tục từ mức đáy thì giá dầu năm 2017 lại xen kẽ vào những gam tối khi giá dầu giảm nhẹ trong nửa đầu năm trước khi bật tăng mạnh trong nửa phần còn lại. Với thỏa thuận cắt giảm sản lượng giữa OPEC và Nga được kéo dài đến cuối năm 2018, giá dầu năm 2018 hứa hẹn sẽ trải qua một năm tích cực nữa. Trong bối cảnh đó, giá hàng loạt cổ phiếu dầu khí bức tốc mạnh mẽ phản ánh sự kỳ vọng của nhà đầu tư về kết quả kinh doanh tích cực của ngành từ năm 2018, được hỗ trợ bởi việc “rục rịch” triển khai các dự án lớn ở trong nước.

Cơ hội đầu tư

Giá dầu được dự báo vẫn sẽ tích cực trong năm 2018. Về phía nguồn cung, OPEC và Nga quyết định kéo dài thỏa thuận cắt giảm sản lượng đến cuối năm 2018 với mức sản lượng vào khoảng 1,8 triệu thùng/ngày. Về nhu cầu, các nền kinh tế lớn trên thế giới như Trung Quốc hay các nền kinh tế mới nổi ở châu Á được dự báo sẽ tăng trưởng tích cực và là động lực chính kéo nhu cầu dầu thô của thế giới tăng 1,3-1,5 triệu thùng/ngày. Với những chuyển biến như trên, nhiều tổ chức lớn trên thế giới nhận định giá dầu trong năm 2018 sẽ dao động ở trên mức 60 USD/thùng.

Nhiều dự án lớn trong nước khởi động. Giá dầu cải thiện là điều kiện quan trọng để các dự án dầu khí lớn trong nước có thể khởi động. Trong điều kiện các mỏ dầu khí hiện tại đang ở giai đoạn cuối của chu kỳ khai thác, việc các dự án mới được triển khai là cần thiết và đảm bảo đầu vào cho các ngành công nghiệp điện khí, sản xuất đạm hay lọc dầu tại Việt Nam. Theo quy hoạch, các dự án đường ống dẫn khí như Lô B Ô Môn, Nam Côn Sơn 2 - GĐ2 hay các mỏ Sư Tử Trắng GĐ2, Cá Rồng Đỏ, Sao Vàng – Đại Nguyệt sẽ đi vào vận hành trong giai đoạn 2019-2022.

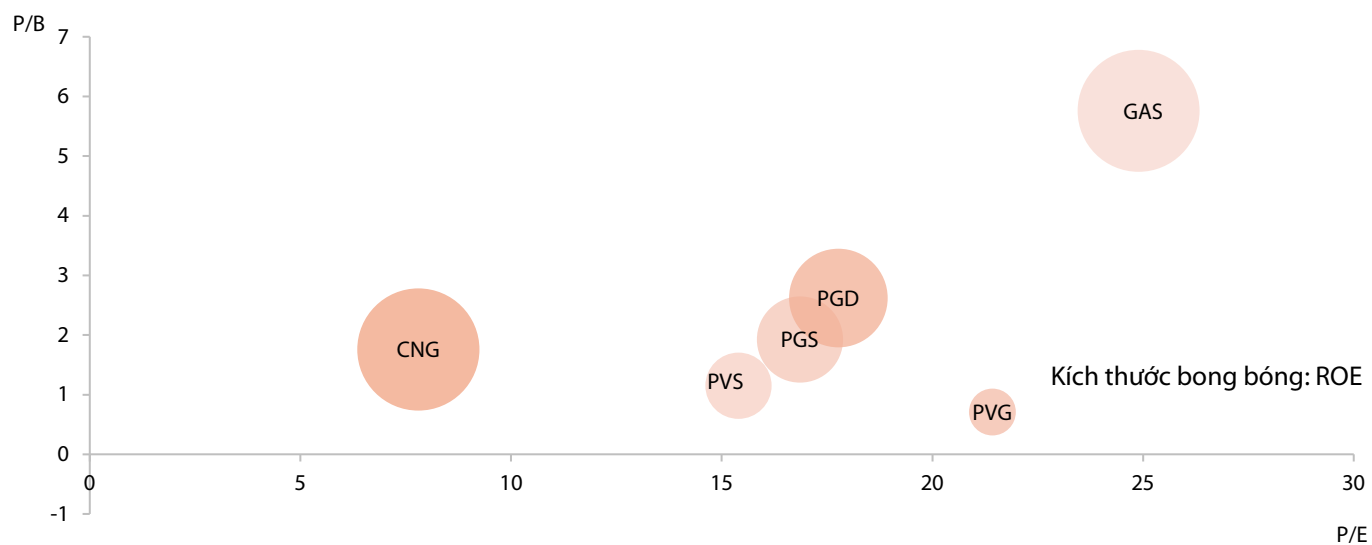
Các doanh nghiệp khâu thượng nguồn được hưởng lợi trực tiếp. Các dự án trong nước sắp triển khai có vốn đầu tư lớn và là những dự án chủ chốt trong ngành. Chính vì thế giá trị hợp đồng xây lắp dành cho các công ty hoạt động ở khâu thượng nguồn dự kiến sẽ “dồi dào” và kéo dài trong nhiều năm. Tuy nhiên, cần có một độ trễ nhất định để phản ánh vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này.

PVN sẽ thoái vốn tại một số công ty trong ngành. Trong giai đoạn từ 2018 trở đi, PVN sẽ thoái vốn tại một số công ty lớn trong ngành và đây có thể xem là thông tin hỗ trợ cho đà tăng giá của các cổ phiếu dầu khí trong thời gian tới. Cụ thể, PVN sẽ thoái vốn tại DCM, DPM, PVI trong năm 2018 hay GAS trong giai đoạn 2018-2019.

Rủi ro

- OPEC và các đồng minh có thể cắt giảm thỏa thuận sớm hơn so với dự kiến nếu thị trường sớm trở về trạng thái cân bằng.
- Sản lượng dầu đá phiến từ Mỹ tăng mạnh khi giá dầu hồi phục tốt. Theo dự báo, Mỹ có thể vượt mặt Saudi Arabia để trở thành quốc gia xuất khẩu dầu thô lớn nhất thế giới và tạo áp lực lên nguồn cung dầu thế giới.

Hình 53: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành dầu khí



Nguồn: Fiinpro, RongViet Securities, *Kích thước bong bóng: ROE

Hưởng lợi trực tiếp từ giá dầu hồi phục và câu chuyện thoái vốn

TRUNG LẬP

13,1%

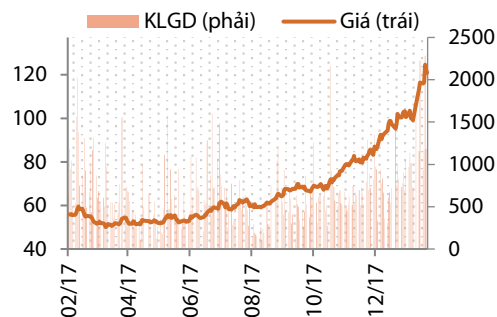
Giá hiện tại (VND)	124.600
Giá mục tiêu (VND)	137.900
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa (tỷ đồng)	Dầu khí
Số lượng CPĐLH (triệu)	238.478
KLGDĐBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.914
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)	817
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	76,5
Sở hữu nhà nước (%)	45,6
Vốn hóa (tỷ đồng)	95,8

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	59.076	64.570	74.201	84.763
% yoy	-8.1	9.3	14.9	14.2
LNST	7.020	9.577	11.003	13.181
% yoy	-17.7	36.4	14.9	19.8
ROA (%)	12.4	12.4	15.6	16.4
ROE (%)	18.9	18.9	23.7	23.7
EPS (VND)	3.548	4.871	5.664	6.779
GTSS (VND)	20.436	21.637	24.271	29.031
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.000	3.000	3.000	3.000
P/E (x)	17.1	20.0	22.0	18.4
P/BV (x)	3.0	4.5	5.1	4.3

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Petro Vietnam GAS hay PVGas là một thành viên của Petro Vietnam (PVN) với tỷ lệ sở hữu của công ty mẹ là 95,7%. VCSH hiện tại của công ty là 19.139 tỷ đồng. Hiện tại, PVGas sở hữu 7 công ty con hoạt động chủ yếu trong ngành khai thác và phân phối khí đốt.

Hoạt động kinh doanh chính của công ty là khai thác, lưu trữ, vận chuyển và phân phối khí gas thông qua các công ty con. Tại Việt Nam, PVGas là doanh nghiệp duy nhất, đại diện PVN hoạt động trong lĩnh vực này.

Tổng công ty khí Việt Nam là doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng nhất ngành trong năm 2017 nhờ giá dầu hồi phục. Bên cạnh đó, tổng công ty còn ghi nhận lợi nhuận hồi tố từ cước phí vận chuyển tại bể Cửu Long trong giai đoạn 2014-2016. Trong năm 2018, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của PVGas sẽ tiếp tục khả quan nhờ giá dầu vẫn tích cực và sản lượng khí tiêu thụ cho các khách hàng điện tăng.

Luận điểm đầu tư

- **PVGas là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam làm nhiệm vụ vận chuyển khí vào bờ.** Có thể nói PVGas là doanh nghiệp độc quyền trong việc vận chuyển khí ở Việt Nam với việc sở hữu hệ thống đường ống khí tại 3 bể Cửu Long, Nam Côn Sơn, PM3-CAA.
- **Giá dầu tiếp tục khả quan trong năm 2018 và sản lượng khí huy động từ nhà máy điện hồi phục.** Với nhận định giá dầu ở mức 65USD/thùng trong năm 2018, giá khí đầu ra của GAS được dự báo tăng 10%. Bên cạnh đó, sản lượng khí từ các nhà máy nhiệt điện được kỳ vọng trở lại về mức bình thường khi sản lượng điện huy động từ các nhà máy thủy điện sẽ không còn cao như năm 2017. Dự kiến, sản lượng khí cung cấp cho các khách hàng điện, đạm tăng 6,2%.
- **Khả năng tăng công suất khí trong 5 năm tới.** Với các dự án đường ống dẫn khí mới như Nam Côn Sơn 2 – GĐ2 hay Lô B – Ô Môn, công suất vận chuyển khí của PVGas được kỳ vọng tăng gấp đôi lên 24,5 tỷ m3 khí trong 5 năm tới và sẽ là động lực tăng trưởng chính của công ty trong dài hạn.
- **PVN có kế hoạch thoái vốn trong giai đoạn 2018-2019.** Theo đề án tái cấu trúc, PVN sẽ thoái vốn khỏi PVGas từ 95% xuống 65% và đây có thể là thông tin hỗ trợ cho giá cổ phiếu trong thời gian tới.

Dự báo 2018

- Sản lượng khí khô tiêu thụ dự báo tăng 6,2% và giá bán khí tăng 10%.
- Doanh thu dự kiến tăng 15,6% lên 74.201 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế tăng 14,8% đạt 11.008 tỷ đồng năm 2018. Do đó EPS kỳ hạn 2018 sẽ vào khoảng 5.664 đ/ cổ phiếu.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Giá dầu suy giảm.
- Tiến độ xây dựng các đường ống dẫn khí chậm so với kế hoạch.

Tiềm năng tăng trưởng lớn trong lĩnh vực phân phối xăng dầu

TRUNG LẬP

9,0%

Giá hiện tại* (VND)	20.196
Giá mục tiêu (VND)	18.200
Cổ tức tiền mặt (VND)**	0

(*) Giá IPO bình quân (**) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	20.882
Số lượng CPĐLH (triệu)	1.034
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	N/a
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	N/a
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	50
Sở hữu nhà nước (%)	80

Tổng công ty dầu Việt Nam – PVOil, là nhà phân phối xăng dầu có thị phần lớn thứ 2, sau Petrolimex. Với vị thế của mình, công ty khá nhiều lợi thế để phát triển trong bối cảnh nhu cầu xăng dầu trong nước được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng 4,4% trong 10 năm tới và doanh nghiệp dẫn đầu – Petrolimex, không còn nhiều “room” để tăng thị phần trong nước. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh của PVOil được kỳ vọng sẽ hiệu quả hơn khi doanh nghiệp chuyển thành công ty cổ phần và có sự tham gia của nhà đầu tư chiến lược.

Luận điểm đầu tư

- **Phân phối xăng dầu là động lực tăng trưởng chính trong tương lai nhờ nhu cầu cao ở trong nước.** Theo dự báo của BMI, nhu cầu xăng dầu trong nước sẽ tăng trưởng trung bình 4,4% trong vòng 10 năm tới nhờ xe ô tô chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu sử dụng các phương tiện đi lại tại Việt Nam. Dự kiến, doanh số bán xe du lịch, xe khách dự kiến tăng trung bình mỗi năm 15,8% trong vòng 4 năm tới.
- **Tăng tỷ trọng kênh bán lẻ nhằm gia tăng lợi nhuận.** PVOil sẽ tập trung phát triển kênh bán lẻ để cải thiện hơn nữa hiệu quả hoạt động của mình trong bối cảnh mảng bán lẻ hiện tại chỉ chiếm 24% sản lượng và kênh đại lý ghi nhận mức lỗ. PVOil có kế hoạch nâng tỷ trọng bán lẻ lên 35% bằng việc mở thêm 1.000 cửa hàng bán lẻ trong giai đoạn 2017-2022.
- **Thoái vốn khỏi các khoản đầu tư kém hiệu quả giúp hoạt động kinh doanh của PVOil tốt hơn đồng thời tạo nguồn lực để công ty thực hiện kế hoạch đầu tư.** Hầu hết các khoản đầu tư của PVOil vào các công ty liên doanh liên kết đều không mang lại hiệu quả, đặc biệt là 870 tỷ đồng góp vào 3 nhà máy nhiên liệu sinh học vốn đang phải ghi nhận lỗ do thị trường xăng E5 vẫn chưa ổn định. Bên cạnh đó, công ty con Petec cũng là một “nhân tố” ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của PVOil khi lỗ lũy kế đến giữa năm 2017 lên đến 1,645 tỷ đồng. Sau IPO, PVOil lên kế hoạch thoái dần các khoản đầu tư trên và chúng tôi cho rằng đây là một bước đi hợp lý để công ty tạo nguồn lực cho sau này trong bối cảnh công ty cần 7.000 tỷ đầu tư trong giai đoạn 2018-2022.

Chỉ tiêu tài chính

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	39.263	51.126	57.559	65.727
% yoy	-22,9%	30,2%	12,6%	14,2%
LNST	476	365	453	537
% yoy	-16,8%	-23,3%	24,3%	18,4%
ROA (%)	2,2%	1,7%	2,0%	2,3%
ROE (%)	5,1%	3,8%	4,5%	5,2%
EPS (VND)	482	335	416	493
GTSS (VND)	8.533	8.868	9.284	9.477
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.800	0	0	300
P/E (x)	29,3	60,3	48,5	41,0
P/BV (x)	1,4	2,3	2,2	2,1

*Giá IPO bình quân

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng công ty Dầu Việt Nam (PVOIL) là 1 công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam) thành lập dựa trên Quyết định số 1250/QĐ-DKVN ngày 6/1/2008 của Hội đồng Quản trị Tập đoàn Dầu khí Việt Nam trên cơ sở hợp nhất Tổng công ty Thương mại dầu khí (Petechim), Công ty Chế biến và Kinh doanh sản phẩm dầu (PDC).

Hoạt động chủ yếu của PVOil là phân phối xăng dầu, kinh doanh quốc tế dầu thô và ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô.

Dự báo 2018

- Tăng trưởng sản lượng xăng dầu là 8%, tương đương với mức tăng trưởng của thị trường chung.
- Tỷ trọng kênh bán lẻ là 24%.
- Nhiên liệu sinh học sẽ đóng góp 100 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2018.
- Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2018 dự kiến đạt 57.559 tỷ đồng và 453 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 12,5% và 24,1%. Theo đó, EPS dự phóng cho năm 2018 đạt 416 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Kế hoạch tăng trưởng cửa hàng không như kỳ vọng.
- Bao tiêu cho Nghi Sơn khiến giá đầu vào tăng cao.

NGÀNH THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG: SỨC HÚT CHƯA BAO GIỜ GIẢM

Vũ Trần (vu.thx@vdsc.com.vn)

Ngành thực phẩm đồ uống nhìn chung tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng tích cực trong năm 2017 nhờ tăng trưởng chung của ngành FMCG. Tính đến cuối tháng 11/2017, thị trường FMCG tại 4 thành phố lớn và nông thôn ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt 5,4% và 4,6%. Trong đó ngành hàng thức uống ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ 21% ở 4 thành phố lớn trong khi ngành thực phẩm đóng gói chỉ tăng trưởng nhẹ 4%. Năm 2018 hứa hẹn là một năm tăng trưởng nữa của ngành thực phẩm đồ uống nhờ mức thu nhập đầu người gia tăng, hỗ trợ cho tiêu dùng của hộ gia đình. Và tỷ lệ chi tiêu cho các ngành hàng thiết yếu của người dân Việt Nam vẫn tiếp tục chiếm đa số trong tổng chi tiêu hàng năm. Ngoài ra, thoái vốn của nhà nước tại những doanh nghiệp lớn như SAB, BHN, VNM sẽ mang lại cơ hội cho những doanh nghiệp ngoại tham gia sâu hơn vào lĩnh vực tiềm năng này.

Cơ hội đầu tư

Thu nhập trên đầu người tại Việt Nam tiếp tục gia tăng. Đi cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế qua các năm thì thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam liên tục gia tăng. Theo thống kê, thu nhập trung bình mỗi người dân Việt Nam đạt 2.400 USD trong năm 2017, tăng 9% so với năm 2017. Theo dự báo của Euromonitor, thu nhập trên đầu người tại Việt Nam sẽ tăng lên 3.750 USD vào năm 2030, tương ứng với mức tăng hằng năm 3,5%. Và đây cũng là động lực chính để thúc đẩy ngành tăng trưởng trong thời gian tới.

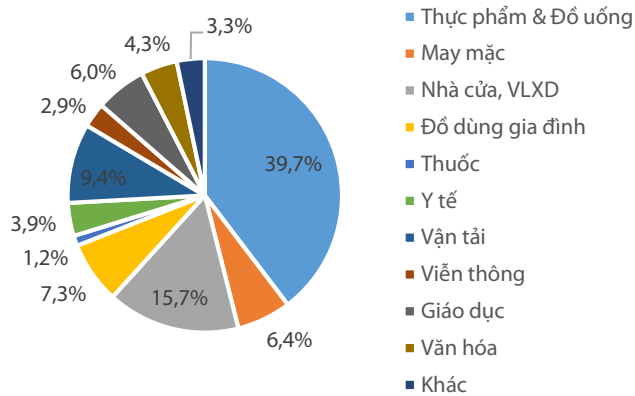
Mật hàng thiết yếu vẫn chiếm tỷ trọng cao trong tổng chi tiêu Với thu nhập bình quân đầu người gia tăng và tỷ trọng chi tiêu vào các mặt hàng thiết yếu được dự báo giữ nguyên ở mức 57% trong giai đoạn 2017-2021, ngành hàng thực phẩm đồ uống vẫn sẽ được hưởng lợi nhiều trong thời gian tới. Theo dự báo của BMI, chi tiêu cho ngành sẽ duy trì tăng trưởng mỗi năm 11,6% trong giai đoạn 2017-2021.

Biên lợi nhuận gộp có xu hướng tăng trong tương lai. Khi thu nhập tăng lên, xu hướng người tiêu dùng sẽ ưu tiên cho những sản phẩm tươi sạch, có chất lượng cao. Do đó, các doanh nghiệp tận dụng tốt xu hướng trên sẽ có thể tăng cao được biên lợi nhuận gộp trong tương lai. Trong năm 2016-2017, Vinamilk tung ra dòng sản phẩm sữa tươi organic nhằm đón đầu xu hướng thích "tươi, sạch" của người tiêu dùng hay như Sabeco tung ra dòng sản phẩm "Sai Gon Gold", đánh vào phân khúc cao cấp của thị trường bia Việt Nam.

Rủi ro

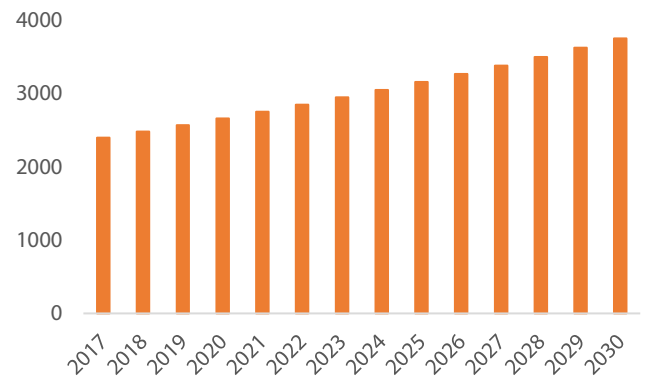
- Cạnh tranh gia tăng khi các hiệp định thương mại giữa Việt Nam và các khu vực khác có hiệu lực trong thời gian tới, tạo điều kiện cho các thương hiệu quốc tế thâm nhập vào thị trường nội địa.
- Tăng trưởng sản lượng một số ngành hàng thiết yếu tại các thành phố lớn có dấu hiệu suy giảm trong vài năm gần đây.

Hình 54: % chi tiêu vào thực phẩm & đồ uống tại Việt Nam



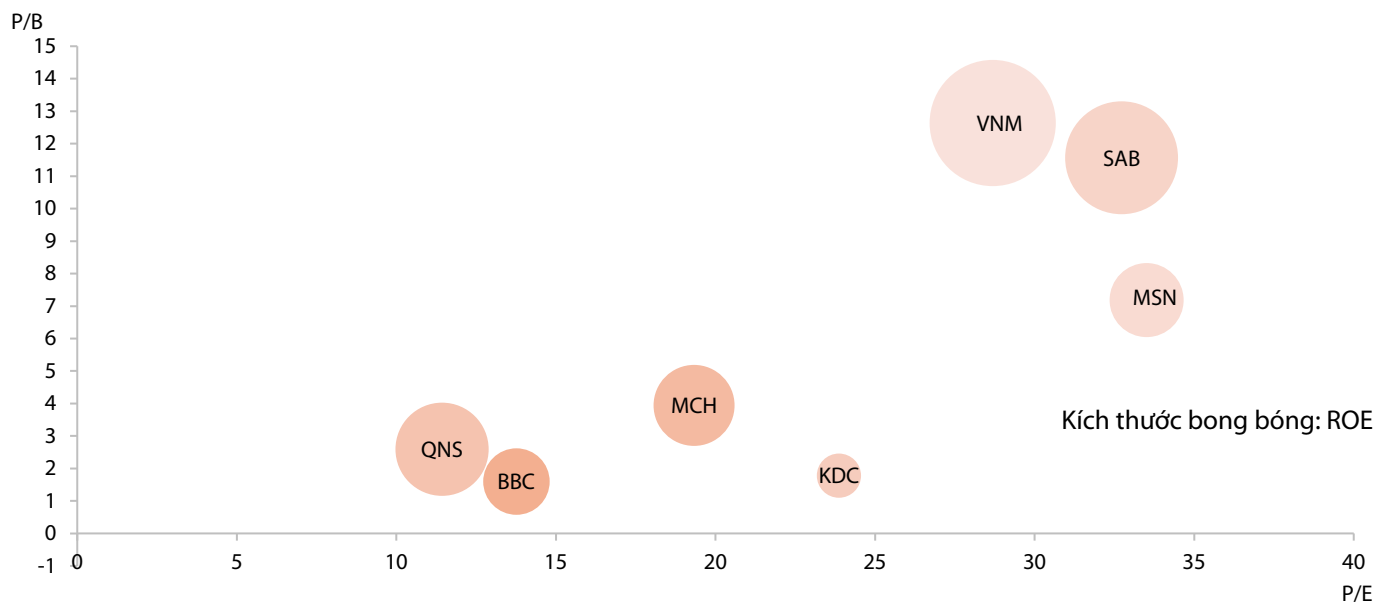
Nguồn: GSO

Hình 55: Thu nhập đầu người tại Việt Nam đến 2030



Nguồn: Euromonitor

Hình 56: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm và đồ uống



Nguồn: Fiinpro, RongViet Securities, *Kích thước bong bóng: ROE

Vị thế dẫn đầu củng cố chắc chắn

TRUNG LẬP

7,2%

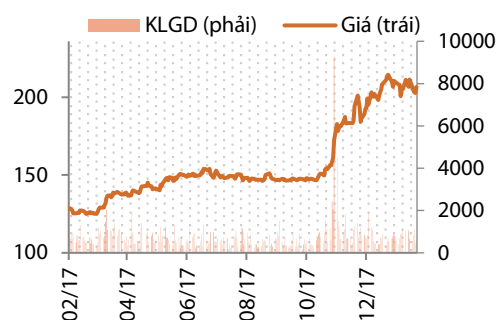
Giá hiện tại (VND)	203.500
Giá mục tiêu (VND)	215.300
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngày	Thực phẩm & Đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	295,332
SLCPDLH (triệu cp)	1,451
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	3,066
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	571.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	40.2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	36.0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	46,794	51,041	59,722	68,685
% yoy	16.8	9.1	17.0	15.0
LNST	9,363	10,296	12,190	14,003
% yoy	20.4	10.0	18.4	14.9
ROA (%)	32.9	32.9	35.9	36.3
ROE (%)	45.3	45.3	50.8	51.9
EPS (VND)	5,831	6,355	7,559	8,683
GTSS (VND)	15,436	16,105	17,664	20,364
Cổ tức tiền mặt (VND)	6,000	3,000	3,000	3,000
P/E (x)	21.5	32.8	26.9	23.4
P/BV (x)	8.1	13.0	11.5	10.0

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

VNM là nhà sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam. Công ty đang sở hữu hơn 200 dây chuyền sản xuất các sản phẩm từ sữa và là một thương hiệu lâu năm. VNM dẫn đầu thị trường ở nhiều phân khúc, bao gồm: 58% sữa tươi, 42% sữa bột, 85% sữa chua.

Gần đây, hoạt động xuất khẩu gặp nhiều khó khăn và liên tục giảm 2 năm vừa qua. Tuy nhiên, Trung Quốc có thể là thị trường mới từ năm 2018 sau khi VNM ký biên bản ghi nhớ (MOU) với một đối tác từ Trung Quốc.

Trong năm 2017, SCIC thoái 3,3% vốn tại VNM và Platinum đã mua lại phần vốn này để tăng tỷ lệ sở hữu tại VNM lên 10%. Ngoài ra, F&N cũng mua thêm cổ phiếu để sở hữu 16,5% VNM.

CTCP Sữa Việt Nam tiếp tục dẫn đầu ngành sữa nước với thị phần 58% theo Nielsen. Trong năm 2017, dù giá sữa bột nguyên liệu tăng nhưng biên lợi nhuận gộp của công ty vẫn duy trì ở mức 47,5% nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm có biên lợi nhuận cao. Ngoài ra, công ty cũng đẩy mạnh hoạt động M&A với những công ty trong mảng đường và thức uống khác nhằm chủ động các nguyên liệu đầu vào và mở rộng chuỗi giá trị của ngành. Trong những năm tới, Vinamilk vẫn sẽ tiếp tục đầu tư thêm các trang trại mới cũng như mở rộng nhà máy sữa Mega để đảm bảo duy trì tăng trưởng doanh thu 11,8% trong giai đoạn 2017-2021.

Luận điểm đầu tư

- **Tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam vẫn còn thấp.** Trong một báo cáo mới nhất của Kantar World Panel, tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam chỉ vào khoảng 17 lít/năm vẫn còn thấp nếu so với thị trường Thái Lan - 35 lít/năm và Singapore - 45 lít/năm.
- **Nâng công suất gấp đôi tại nhà máy Mega để duy trì đà tăng trưởng.** Vinamilk sẽ nâng công suất nhà máy Mega từ 400 triệu lít/năm lên 800 triệu lít/năm trong bối cảnh công suất hầu như đã lấp đầy. Ngoài ra, Vinamilk cũng đang tìm kiếm khu đất có quy mô tương đương với nhà máy sữa Mega nhằm thay thế cho các nhà máy Trường Thọ, Thống Nhất trong tương lai. Dự kiến nhà máy mới sẽ tập trung sản xuất các sản phẩm sữa đặc, sữa chua và sữa bột.
- **Tìm kiếm thêm thị trường xuất khẩu mới.** Vinamilk đặt kế hoạch doanh thu xuất khẩu tăng trưởng trung bình 17,1% bằng việc mở rộng thêm các thị trường xuất khẩu mới, đặc biệt là Trung Quốc trong bối cảnh thị trường Trung Đông đang gặp nhiều khó khăn vì các vấn đề chính trị.

Dự báo 2018

- Giá sữa nguyên liệu được dự báo đi ngang trong năm 2018.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo duy trì mức 47.5% và chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp chiếm 24% tổng doanh thu.
- Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2018 dự kiến đạt 59.722 tỷ đồng và 12.190 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 17% và 19%. Theo đó, EPS dự phóng cho năm 2018 đạt 7.559 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Giá sữa nguyên liệu tăng mạnh.
- Cạnh tranh gia tăng khi thuế nhập khẩu các sản phẩm sữa từ các nước Đông Nam Á, Úc và Newzeland vào Việt Nam giảm còn 0%.
- Thị trường xuất khẩu gặp nhiều khó khăn.

Định giá hấp dẫn

MUA

62,5%

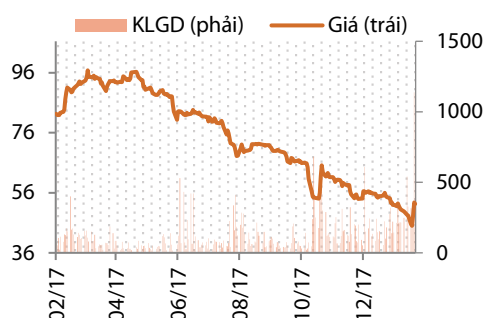
Giá hiện tại (VND)	47.538
Giá mục tiêu (VND)	74.200
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngày	Thực phẩm & đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.590
Số lượng CPDLH (triệu)	205
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	207
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	11,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	41,6
Sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	6.972	7.644	8.320	8.819
% yoy	-10,4	9,6	8,8	6,0
LNST	1.410	1.017	1.325	1.543
% yoy	14,6	-27,9	30,3	16,5
ROA (%)	25,0	25,0	16,9	16,2
ROE (%)	33,8	33,8	24,7	24,0
EPS (VND)	8.937	4.937	6.326	7.365
GTSS (VND)	24.772	18.342	26.171	31.281
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	1.500	3.000	3.000
P/E (x)	10,6	11,0	7,5	6,5
P/BV (x)	3,8	3,0	1,8	1,5

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty CP Đường Quảng Ngãi từng được biết đến dưới cái tên Đường Quảng Ngãi vốn chủ yếu sản xuất đường RS và ethanol. Hiện tại công ty đang tham gia sản xuất sữa đậu nành, đường RS, bia, thức uống và bánh kẹo. Hơn nữa, QNS đang đầu tư vào nhà máy điện sinh khối tại Gia Lai và có kế hoạch sản xuất điện vào cuối năm 2017.

Sữa đậu nành và đường đóng góp 78% tổng doanh thu. Các mảng kinh doanh còn lại như bia (bia Dung Quất), đồ uống (nước khoáng Thạch Bích) và bánh kẹo (Biscafun) đóng góp 22% tổng doanh thu và các sản phẩm trên chủ yếu được tiêu thụ bởi khách hàng trung thành do tính cạnh tranh kém. Hiện nay, QNS là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành sản xuất sữa đậu nành.

CTCP Đường Quảng Ngãi đã trải qua một năm 2017 đầy khó khăn khi mảng đường ghi nhận lợi nhuận suy giảm và mảng sữa đậu nành tăng trưởng kém. Tuy nhiên, với lợi thế sẵn có của mình trong mảng sữa đậu nành cùng với việc cải thiện năng lực sản xuất trong mảng đường, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh năm 2018 của công ty hồi phục và tăng trưởng trong những năm tới.

Luận điểm đầu tư

- **Vị thế dẫn đầu trong ngành hàng giúp công ty hưởng lợi khi người tiêu dùng sử dụng sữa đậu nành có thương hiệu nhiều hơn để phù hợp với xu hướng nhanh, tiện lợi.** Theo thống kê của Tetra Pak, chỉ có 35% dân số ở khu vực thành thị và 50% dân số ở khu vực nông thôn đang sử dụng sữa đậu nành có thương hiệu. Chính vì thế khoảng trống để công ty tăng trưởng trong ngành hàng này là rất lớn khi xu hướng tiêu dùng đang hướng đến sự tiện lợi và nhanh chóng.
- **Dòng tiền được cải thiện nhờ không còn nhiều khoản đầu tư lớn.** Trong giai đoạn 2013-2017, công ty đầu tư tổng cộng hơn 4.000 tỷ đồng để đầu tư nâng cấp nhà máy đường An Khê, nhà máy điện sinh khối cũng như xây dựng thêm 2 nhà máy sữa đậu nành tại Bắc Ninh và Bình Dương. Từ 2018 trở đi, áp lực đầu tư không còn nhiều sẽ giúp dòng tiền của công ty được cải thiện. Ngoài ra, đây cũng là cơ sở để kỳ vọng một mức cổ tức cao hơn so với những năm gần đây.
- **Định giá hấp dẫn.** Do ảnh hưởng của mảng đường trong năm 2017, giá cổ phiếu của QNS giảm mạnh và đang được giao dịch tại mức P/E 9,6x, khá hấp dẫn đối với một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực FMCG.

Dự báo 2018

- Mảng sữa đậu nành được kỳ vọng tăng trưởng 7% - 8% trong năm 2018 khi công ty đẩy mạnh chiến lược marketing cho thị trường miền Nam và tung ra các sản phẩm mới.
- Mảng đường kỳ vọng sẽ ổn định hơn so với năm 2017 khi giá mía nguyên liệu đầu vào giảm.
- Nhà máy điện sinh khối An Khê đi vào hoạt động sẽ đóng góp 100 tỷ lợi nhuận sau thuế cho năm 2018.
- Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2018 dự báo đạt 8.230 tỷ đồng và 1.325 tỷ đồng, tăng lần lượt 8,8% và 30,2%. Tương ứng với đó, EPS dự phóng năm 2018 ở mức 6.326 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Cạnh tranh mạnh từ thị trường miền Nam khiến công ty không thể tăng trưởng nhiều từ khu vực này.
- Giá đường giảm mạnh như năm 2017.
- Nhà máy điện sinh khối không đi vào hoạt động đúng kế hoạch. Hiện tại, tổ máy 50MW đang trong quá trình chạy thử và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2018.

NGÀNH ĐIỆN: TÌM KIẾM CƠ HỘI ĐẦU TƯ MỚI

Phan Nguyễn Thanh Sơn (son.pnt@vdsc.com.vn)

Năm 2017, điều kiện thủy văn thuận lợi dẫn dắt sự trở lại trong kết quả kinh doanh của các công ty thủy điện sau khi bị ảnh hưởng bởi El Nino năm 2015 - 2016, qua đó giúp cổ phiếu thủy điện tăng mạnh trong năm. Ngoài ra, tiêu thụ điện có dấu hiệu chậm lại khi tăng trưởng giảm xuống mức thấp nhất trong 20 năm qua, kéo theo sự suy giảm đáng kể trong tổng sản lượng của các nhà máy nhiệt điện. Tuy nhiên, hợp đồng PPA với sản lượng hợp đồng (Qc) lớn đã thể hiện tốt đóng vai trò là một công cụ phòng ngừa rủi ro cho những nhà máy này để giữ cho kết quả kinh doanh không bị giảm mạnh. Bên cạnh đó, điều kiện tỷ giá VND/USD ổn định và các khoản lợi nhuận bất thường đã trở thành động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận của một số công ty nhiệt điện như PPC và QTP.

Sự trở lại của La Nina trong quý I khiến cục diện ngành điện năm nay có nhiều điểm tương đồng như 2017: (1) hoạt động của các nhà máy thủy điện vượt mức TBNN, (2) nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện có thể bị ảnh hưởng bởi nguồn cung thủy điện dồi dào, (3) thời tiết mát mẻ do La Nina làm tăng trưởng tiêu thụ thấp ở lĩnh vực dân dụng. Với cường độ yếu của La Nina năm 2018, chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện sẽ giảm nhẹ so với năm 2017; trong khi hoạt động kinh doanh cốt lõi của nhóm nhiệt điện sẽ được dẫn dắt bởi hai yếu tố trái ngược nhau, bao gồm: (1) hoạt động sản xuất phục hồi sau khi bị ảnh hưởng bởi đại tu và trung tu trong 2017, và (2) việc cắt giảm Qc – nhân tố đảm bảo lợi nhuận định mức cho các dự án nhiệt điện. Với nhận định trên, chúng tôi cho rằng dòng vốn đầu tư vào ngành điện sẽ cần tìm kiếm thêm cơ hội mới trong câu chuyện tăng trưởng của các công ty IPO như PV Power, GENCO 3, hoặc các công ty chuẩn bị IPO như GENCO 1 và GENCO 2.

Cơ hội đầu tư

La Nina với cường độ yếu trong Q1 2018 khiến cục diện ngành có nhiều điểm tương đồng như 2017

Cung thủy điện dự kiến vượt mức TBNN nhưng thấp hơn năm 2017. Theo các dự báo thời tiết gần đây, La Nina yếu dự kiến kéo dài đến cuối tháng 3; mùa bão ở Biển Đông sẽ đến sớm hơn bình thường; mùa khô ở Tây Nguyên và miền Nam sẽ có mưa trái mùa. Với những dự báo trên, chúng tôi cho rằng lượng mưa năm 2018 sẽ cao hơn mức trung bình nhiều năm nhưng vẫn ít khả năng vượt mức 2017.

Tăng trưởng điện tiêu thụ năm 2018 vẫn duy trì ở mức thấp. Thời tiết mát do lượng mưa lớn xảy ra trong mùa khô năm 2017 làm cho nhu cầu tiêu thụ điện trong lĩnh vực dân dụng ở mức thấp, đặc biệt ở miền Nam. Điều này dẫn đến tăng trưởng tiêu thụ thấp ở mức khoảng 8% ở khu vực này. Với kỳ vọng điều kiện tương tự sẽ lặp lại trong năm 2018, chúng tôi dự cho rằng nhu cầu yếu từ lĩnh vực dân dụng khả năng sẽ tiếp diễn trong 2018. Ngoài ra, mục tiêu tăng trưởng chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) mà Bộ Công thương đặt ra chỉ khoảng 8% - 9% (so với 9,2% năm 2017), nhu cầu tiêu thụ của lĩnh vực xây dựng và sản xuất công nghiệp dự kiến vẫn sẽ thấp trong năm nay.

Chúng tôi kỳ vọng giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) sẽ cải thiện so với năm 2017 nhưng vẫn ở mức thấp. Theo phương án vận hành thị trường phát điện cạnh tranh năm 2018, thành phần cố định trong giá CGM (giá CAN) tăng nhẹ khoảng 1% so với năm 2017. Trong khi đó, giá trần của thành phần biến đổi cũng chỉ tăng nhẹ từ 1.266 đồng/kWh lên 1.280 đồng/kWh. Cùng với triển vọng nguồn cung thủy điện, chúng tôi dự báo giá CGM sẽ tăng vừa phải trong năm 2018. Tuy nhiên, giá CGM trung bình năm 2017 là 638 đồng/kWh, thấp hơn nhiều so với giá hợp đồng PPA của hầu hết các nhà máy nhiệt điện (từ 1.000 đồng/kWh - 1.500 đồng/kWh). Do đó, chúng tôi cho rằng giá CGM bình quân năm 2018 vẫn sẽ thấp hơn đáng kể so với giá hợp đồng PPA của nhóm điện nhiệt.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của nhóm nhiệt điện sẽ được dẫn dắt bởi hai yếu tố trái ngược

Đối với các nhà máy điện bị ảnh hưởng bởi hoạt động sửa chữa lớn trong năm 2017, sản lượng điện sẽ có sự cải thiện đáng kể. Trong năm 2017, nhiều nhà máy nhiệt điện có hoạt động sản xuất bị gián đoạn do công tác sửa chữa lớn như Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2, Phả Lại, Hải Phòng,... Năm 2018, khi các nhà máy hoạt động lại bình thường trở lại, chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng điện thương phẩm sẽ phục hồi mạnh mẽ.

Tỷ lệ Qc trên sản lượng huy động dự kiến giảm và giá CGM vẫn ở mức thấp có thể hạn chế tăng trưởng trong kết quả kinh doanh của nhóm nhiệt điện. Với dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện chỉ đạt 9,5%; thấp hơn nhiều so với kế hoạch của các năm trước, EVN đã chủ động giảm tỷ lệ Qc trên sản lượng huy động dự kiến của các nhà máy nhiệt điện từ 90% xuống 85%. Do giá hợp đồng PPA của nhóm nhiệt điện thường cao hơn giá CGM, sản lượng Qc là công cụ phòng ngừa rủi ro cho các nhà máy nhiệt điện giúp đảm bảo mức lợi nhuận ổn định. Vì vậy, việc giảm tỷ lệ Qc cũng đồng nghĩa với rủi ro lớn hơn cho nhóm nhà máy này.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng sản lượng bán ra của nhóm nhiệt điện sẽ hồi phục trong năm 2018 nhưng giá bán trung bình sẽ giảm do tỷ lệ Qc thấp. Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ không có sự thay đổi đáng kể trong lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính của các nhà máy này, ngoại trừ trường hợp có biến động lớn trong phí công suất (đặc biệt là chi phí khấu hao).

Câu chuyện cho năm 2018 sẽ xoay quanh các doanh nghiệp IPO. Từ danh sách các cổ phiếu có thanh khoản đủ lớn để đầu tư, chúng tôi nhận thấy chỉ có CHP và VSH có mức sinh lời đủ hấp dẫn ở mức lần lượt là 29% và 36%. Tuy nhiên, vì các động lực quan trọng nhất thúc đẩy giá các cổ phiếu này không nằm trong năm 2018, chúng tôi tin rằng dòng vốn đầu tư vào ngành điện cần phải tìm kiếm thêm những cơ hội mới trong các doanh nghiệp đã IPO như PV Power, GENCO 3, hoặc các doanh nghiệp chuẩn bị IPO như GENCO 1 và GENCO 2.

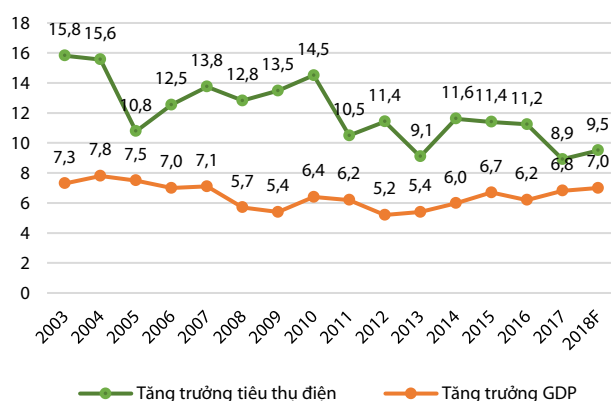
Chính sách cổ tức ổn định giúp cổ phiếu ngành điện có tính phòng thủ cao

Nhờ hợp đồng mua bán điện dài hạn cho EVN với cơ chế đảm bảo dòng tiền ổn định và mức sinh lợi nhất định cho các nhà máy điện, các công ty trong ngành có thể duy trì chính sách cổ tức bằng tiền mặt tương đối ổn định qua các năm.

Rủi ro

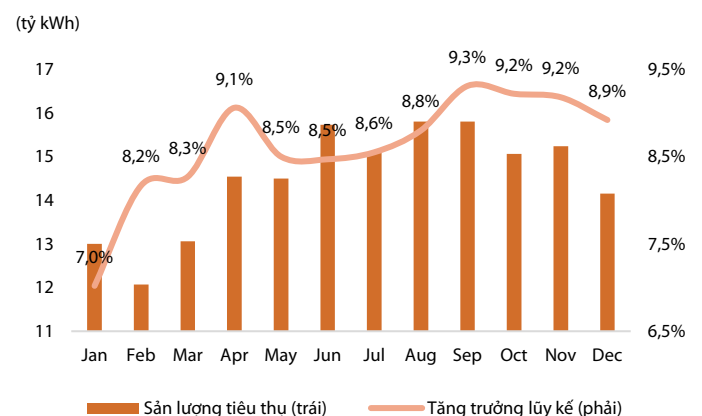
- Rủi ro đối với các doanh nghiệp có khoản vay lớn bằng ngoại tệ như NT2 và POW vay nợ đồng USD và EUR; BTP vay nợ đồng KRW; hoặc GENCO 3 nợ đồng USD, JPY, CNY.
- Nếu La Nina kéo dài nhiều hơn dự kiến hoặc có cường độ mạnh hơn, nguồn cung thủy điện có thể bị ảnh hưởng và qua đó thay đổi cân bằng cung cầu và giá trên CGM.

Hình 57: So sánh tốc độ tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ (%) với tăng trưởng GDP (%)



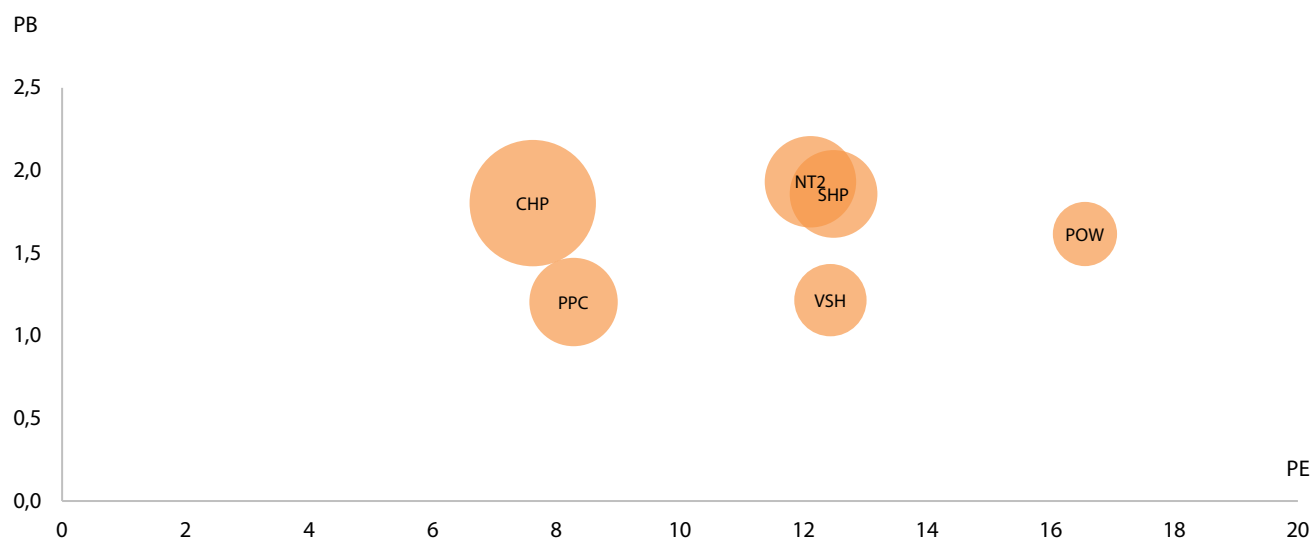
Nguồn: GSO, RongViet Securities

Hình 58: Tiêu thụ điện theo từng tháng trong năm 2017



Nguồn: EVN

Hình 59: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities; *Kích thước của bong bóng: ROE

Triển vọng ổn định trong năm 2018

TRUNG LẬP

12%

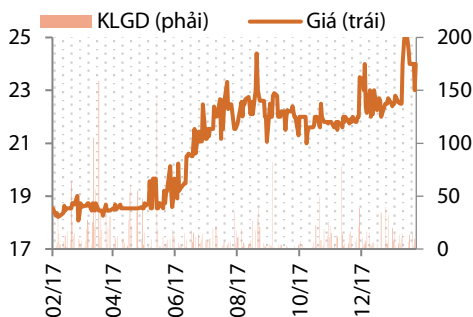
Giá hiện tại (VND)	24.000
Giá mục tiêu (VND)	25.400
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.600

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.124,8
SLCPĐLH (triệu cp)	2.136,6
KLGDĐBQ 3 tháng (nghìn cp)	93,7
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	49

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	513	617	564	581
% yoy	-13,7	20,3	-8,6	3,0
LNSt	98	185	131	158
% yoy	-40,4	88,9	-29,3	20,3
ROA (%)	3,7	7,3	5,5	7,2
ROE (%)	8,3	15,2	10,9	13,2
EPS (VND)	1.046	1.974	1.394	1.677
GTSS (VND)	12.563	12.827	12.703	12.706
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	1.500	1.600	1.800
P/E (x)	19,1	12,2	17,2	14,3
P/BV (x)	1,7	1,8	1,8	1,8

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty cổ phần thủy điện Miền Nam là doanh nghiệp sản xuất điện với 3 nhà máy thủy điện có tổng công suất là 122,5 MW đều đặt tại tỉnh Lâm Đồng. Các nhà máy của SHP đều ký hợp đồng bán điện dài hạn với EVN với khoảng 80-100% tổng lượng điện năng sản xuất. Từ khi đưa vào vận hành đến nay, các nhà máy đều vận hành vượt công suất thiết kế.

Hiện tại, Tổng công ty Điện lực Miền Nam và Công ty cổ phần Cơ điện lạnh là hai cổ đông lớn nhất tại SHP và nắm giữ lần lượt 48,9% và 10,7% cổ phần.

Nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi trong năm 2017, kết quả kinh doanh của SHP hồi phục mạnh mẽ với mức tăng trưởng lợi nhuận 89% YoY. Ngoài ra, thông tin chính thức về dự án năng lượng mặt trời mới cũng là một động lực quan trọng cho việc giá cổ phiếu tăng 29% trong năm. Bước sang 2018, mặc dù các dự báo về thời tiết tỏ ra kém lạc quan so với năm 2017, chúng tôi kỳ vọng mức cải thiện nhẹ trong giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) và việc chi phí lãi vay tiếp tục giảm dần sẽ giúp cho hoạt động của SHP duy trì ổn định.

Quan điểm đầu tư

- **Dự án năng lượng mặt trời mới mở ra nhiều triển vọng cho SHP.** ĐHCĐ năm 2017 của SHP đã thông qua kế hoạch đầu tư dự án năng lượng mặt trời với công suất 20-30 MW tại khu vực nhà máy Đa Dâng 2. Theo công ty, nhà máy Đa Dâng 2 có sẵn quỹ đất sạch để lắp đặt hệ thống pin năng lượng mặt trời và cũng có sẵn đường dây nối vào lưới điện quốc gia, giúp dự án tiết kiệm các khoản chi phí liên quan. Với suất đầu tư hợp lý khoảng 0,9 triệu USD/MW, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đóng góp tích cực vào nguồn thu của SHP khi nhà máy đi vào hoạt động vào giữa năm 2019.
- **Hợp đồng bán điện dài hạn với EVN đảm bảo hoạt động ổn định cho các nhà máy điện.** Các hợp đồng này có thời hạn 10-25 năm và chiếm phần lớn sản lượng bán ra của SHP, trong khi giá bán được cố định trong suốt thời hạn của hợp đồng. Cơ chế này đảm bảo lợi nhuận của SHP luôn dương dù không quá cao. Sự cải thiện lợi nhuận của công ty chủ yếu đến từ sự tăng trưởng giá bán và việc giảm chi phí lãi vay do dự nợ giảm dần qua các năm.
- **Chính sách chi trả cổ tức cao và ổn định, khoảng 1.600 đồng/cổ phiếu, tương ứng tỷ suất cổ tức khoảng 7%.** Các nhà đầu tư có thể kỳ vọng một mức lợi tức cao hơn khi SHP hoàn thành nghĩa vụ nợ.

Triển vọng năm 2018

- Tổng sản lượng thương phẩm được dự báo giảm 12% năm 2018 trong khi giá bán trung bình tăng 3%, dẫn đến sự sụt giảm 9% trong tổng doanh thu.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ giảm 29% và EPS đạt 1.394 đồng/CP.

Rủi ro

- Mặc dù hiện tượng La Nina có thể cải thiện triển vọng về kết quả hoạt động trong H1 2018, song vẫn tồn tại những rủi ro về khả năng điều kiện thời tiết bất lợi trong nửa cuối năm 2018.
- Sự sụt giảm trong kết quả kinh doanh tương ứng so với năm 2017 là đã được dự đoán; tuy nhiên điều này vẫn có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của SHP.

Lợi nhuận chạm đáy năm 2018

MUA

29%

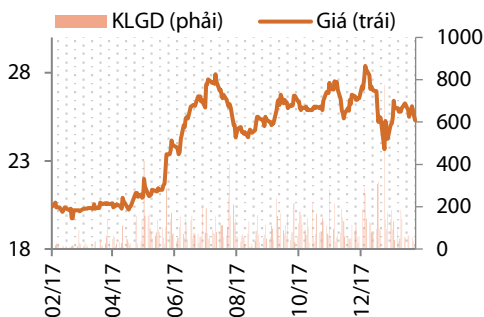
Giá hiện tại (VND)	25.500
Giá mục tiêu (VND)	31.900
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.000

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.124,8
SLCPDLH (triệu cp)	126,0
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	0,2
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	18,9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	46
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	31

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	650	860	636	712
% yoy	-10,9	32,5	-26,1	12,1
LNSt	258	454	253	329
% yoy	-21,5	76,3	-44,3	30,1
ROA (%)	8,1	14,3	7,8	10,5
ROE (%)	15,6	24,7	12,0	14,6
EPS (VND)	1.950	3.106	1.913	2.490
GTSS (VND)	13.255	16.006	17.574	18.124
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	700	700	2.000
P/E (x)	10,6	8,1	13,2	10,2
P/BV (x)	1,6	1,5	1,4	1,4

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty cổ phần thủy điện Miền Trung là doanh nghiệp sản xuất điện có công suất lớn nhất trong số các doanh nghiệp thủy điện đang niêm yết. Nhà máy A Lưới của CHP có công suất 170 MW được xây dựng trên lưu vực sông A Sáp thuộc địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế. Đây là tỉnh có lượng mưa trung bình năm nhiều nhất cả nước với mùa mưa kéo dài từ tháng 9 đến tháng 2 năm sau. Vì vậy, sản lượng của CHP trong khoảng thời gian này cũng thường chiếm trên 70% tổng sản lượng cả năm.

Lượng mưa lớn phân bố đều trong cả năm 2017 giúp CHP đạt kết quả cao kỷ lục về doanh thu và lợi nhuận. Về triển vọng năm 2018, hoạt động sửa chữa lớn diễn ra trong suốt cả Q1; kết quả kinh doanh do đó được dự báo suy giảm đáng kể trước khi có thể quay đầu vào năm 2019 nhờ vào sự phục hồi trong vận hành và đóng góp đến từ dự án năng lượng mặt trời mới. Dựa trên kịch bản đó, chúng tôi tin rằng Q1 là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu CHP ở mức giá thuận lợi trong khi thời điểm lý tưởng cho giá tăng sẽ rơi vào khoảng Q4 2018 – Q2 2019.

Quan điểm đầu tư

- **Sự ổn định cao trong kết quả sản xuất kinh doanh đến từ vị trí đặc biệt của nhà máy thủy điện A Lưới.** Nhà máy được xây dựng trên lưu vực sông A Sáp, bắt nguồn từ sườn Tây dãy Trường Sơn và chảy về hướng Lào. Do đó, điều kiện thủy văn tại nhà máy A Lưới khá tương đồng với điều kiện tại sườn phía Tây của dãy Trường Sơn. Khu vực nhà máy A Lưới thường có lượng mưa lớn trong khoảng từ tháng 9 – 12 hàng năm và ít chịu ảnh hưởng bởi những đợt hạn hán kéo dài so với những nhà máy thủy điện khác.
- **Triển vọng tích cực nhờ vào đóng góp từ dự án năng lượng mặt trời Cư Jút.** Dự án được phê duyệt tại ĐHCĐ năm 2017. Gần đây, công ty đã xin được giấy phép chính thức cho dự án. Theo thông tin từ công ty, nhà máy Cư Jút khi vận hành hết công suất sẽ đóng góp tương ứng khoảng 13% và 24% vào sản lượng và doanh thu hàng năm của CHP. Hơn nữa, với lợi thế chi phí đầu tư bình quân tương đối hợp lý, giá bán điện mặt trời được cố định ở mức cao hơn các loại hình nhà máy khác, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ có đóng góp tích cực đến triển vọng lợi nhuận của CHP khi dự án đi vào hoạt động trong năm 2019.
- **CHP duy trì chính sách trả cổ tức ổn định nhờ vào sự cải thiện trong lợi nhuận năm 2017.** Việc giảm dư nợ gốc qua các năm giúp giảm áp lực chi phí lãi vay sẽ góp phần cải thiện khả năng sinh lời của CHP trong những năm tới. Vì vậy, công ty sẽ có đủ khả năng duy trì chính sách cổ tức bằng tiền mặt hiện tại.

Triển vọng năm 2018

- Tổng doanh thu dự kiến giảm 27% trong năm 2018.
- Chúng tôi dự báo LNSt của công ty sẽ giảm khoảng 44% YoY và EPS đạt khoảng 1,913 đồng/CP.

Rủi ro

- Những yếu tố thúc đẩy tăng trưởng giá cổ phiếu chưa được thể hiện trong năm 2018, trong khi kết quả kinh doanh suy giảm có thể gây bất lợi cho diễn biến giá cổ phiếu.
- Đợt đại tu có thể phát sinh những chi phí ngoài kế hoạch, gây ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh năm 2018 và những năm tới.

Phục hồi mạnh mẽ

MUA

21%

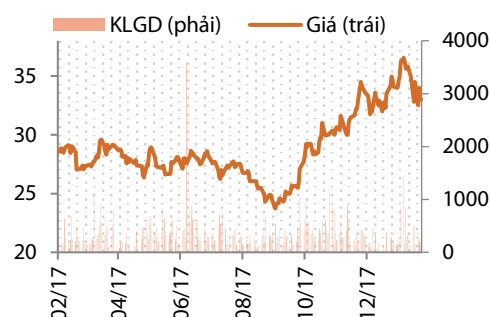
Giá hiện tại (VND)	33.100
Giá mục tiêu (VND)	37.600
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.500

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.629,5
SLCPDLH (triệu cp)	287,9
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	0,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	27,9
Tỷ lệ sở hữu NGTNN còn lại (%)	26
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	59

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	7.983	6.689	7.687	8.753
% yoy	18,6	-16,2	14,9	13,9
LNSt	1.086	735	987	1.032
% yoy	-4,9	-32,3	34,3	4,5
ROA (%)	8,8	6,1	9,0	10,0
ROE (%)	22,4	14,8	19,5	19,7
EPS (VND)	3.740	2.411	3.262	3.413
GTSS (VND)	17.230	16.927	17.257	18.137
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.600	2.500	3.000	2.600
P/E (x)	7,1	11,2	10,3	10,0
P/BV (x)	1,5	1,5	1,2	1,2

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (PVPower NT2) được thành lập vào năm 2007 tại KCN Ông Kèo, ấp 3, xã Phước Khánh, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai. PVPower NT2 là công ty nhiệt điện có vốn hóa lớn nhất trên sàn niêm yết.

PVPower NT2 chịu trách nhiệm đầu tư và vận hành nhà máy nhiệt điện tuabin khí NT2 có công suất 750 MW. Nhà máy được xây dựng trong khoảng 4 năm và được đưa vào vận hành thương mại hoàn toàn từ tháng 10/2011 và tham gia thị trường phát điện cạnh tranh từ tháng 7/2012. Nhà máy được thiết kế với công suất trung bình 4,5 tỷ kWh mỗi năm, chiếm khoảng 3,5% nhu cầu điện quốc gia trong năm 2014.

Năm 2017, lượng mưa lớn phân bố đều trong năm khiến nguồn cung thủy điện dồi dào và qua đó ảnh hưởng đến việc huy động từ các nhà máy nhiệt điện trong đó có NT2. Ngoài ra, việc đại tu định kỳ làm gián đoạn hoạt động của nhà máy NT2 trong 32 ngày cũng góp phần làm giảm 17% sản lượng điện thương phẩm của NT2 trong năm. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng hoạt động sản xuất phục hồi trong năm 2018 và việc chi phí tài chính giảm đáng kể sẽ là động lực chính cho sự phục hồi mạnh mẽ trong kết quả kinh doanh của NT2 cho dù sản lượng hợp đồng (Qc) giảm xuống.

Quan điểm đầu tư

- **Công nghệ hiện đại đảm bảo cho nhà máy NT2 vận hành ổn định và hiệu quả cao.** Nhờ sử dụng công nghệ tiên tiến, nhà máy NT2 có suất hao nhiệt thấp hơn khoảng 4% - 6% so với các nhà máy nhiệt điện khác như NT1, Phú Mỹ, hay Bà Rịa. Ngoài ra, sau đợt đại tu năm 2017, công suất của nhà máy NT2 tăng lên 24 MW với tỷ lệ hiệu suất khoảng 56% - 57%, tỷ lệ tin cậy đạt 95%, đây là mức vận hành tương đương với một nhà máy điện khí mới.
- **Vị trí thuận lợi ở miền Nam, khu vực hiện vẫn đang trong tình trạng thiếu điện, giúp mang lại lợi thế cạnh tranh lớn cho NT2.** Do miền Nam vẫn phụ thuộc vào điện năng truyền tải từ miền Trung và miền Bắc để đáp ứng 14% nhu cầu tiêu thụ và không có công suất dự trữ, nhà máy điện NT2 với công suất lớn và công nghệ hiện đại đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo nguồn cung điện cho miền Nam. Hơn nữa, với tính cơ động cao của nhà máy điện khí, chúng tôi tin rằng NT2 vẫn tiếp tục được ưu tiên huy động trong hệ thống điện ở khu vực này.
- **Chúng tôi kỳ vọng của hoạt động sản xuất phục hồi mạnh mẽ và chi phí tài chính cải thiện đáng kể trong 2018.** Từ mức nền thấp của năm 2017, chúng tôi ước tính tổng sản lượng bán ra của NT2 khi hồi phục sẽ tăng 16% YoY. Trong khi đó, việc giảm Qc từ 4,26 tỷ kWh trong năm 2017 xuống còn 4,03 tỷ kWh sẽ làm cho tăng phụ thuộc của KQKD vào giá CGM. Vì giá CGM thường thấp hơn giá hợp đồng PPA của NT2, chúng tôi cho rằng diễn biến này sẽ làm giảm 13% lợi nhuận hoạt động của NT2 trong năm 2018. Tuy nhiên, với việc dư nợ đồng USD và EUR giảm 22%, chúng tôi kỳ vọng chi phí tài chính sẽ giảm một nửa, giúp lợi nhuận sau thuế của công ty tăng 34%.
- **Dòng tiền dồi dào giúp NT2 duy trì chính sách cổ tức ổn định.** Với dòng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh hiệu quả, giảm chi phí lãi vay (khoảng 30 tỷ đồng mỗi năm) và việc thu hồi hơn 160 tỷ đồng khoản phải thu của EVN mỗi năm cho đến 2019, NT2 có thể duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt 2.500 - 3.000 đồng/CP mỗi năm.

Triển vọng 2018

- Sản lượng điện thương phẩm ước tính tăng trưởng 16% YoY.
- Doanh thu dự kiến tăng 15% YoY trong khi biên lợi nhuận gộp có thể đạt 16%.
- Chúng tôi ước tính LNST tăng trưởng 34% YoY, tương đương với mức EPS là 3.262 đồng.

Rủi ro

- Rủi ro giá khí tự nhiên tăng mạnh có thể tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp của NT2.
- Rủi ro tăng giá ngoài kỳ vọng của đồng USD và EUR so với VND.

Bước vào thời kỳ tăng trưởng nhanh

MUA

22%

Giá hiện tại (VND)

14.938

Giá mục tiêu (VND)

18.200

Cổ tức tiền mặt (VND)*

0

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	34.982,9
SLCPDLH (triệu cp)	2.341,9
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	N/A
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	N/A
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	N/A
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	51

(*) dự kiến trong trường hợp bán cổ phần cho NĐTCL thành công

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017E	2018F	2019F
DT thuần	28.212	30.897	35.687	38.448
% yoy	21,4	9,5	15,5	7,7
LNSt	1.075	2.112	2.476	3.580
% yoy	-50,5	96,5	17,2	44,6
ROA (%)	1,5	3,2	3,6	4,8
ROE (%)	4,5	8,1	8,7	11,2
EPS (VND)	463	872	1.022	1.478
GTSS (VND)	11.048	11.132	12.140	13.598
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	N/A	N/A	14,6	10,1
P/BV (x)	N/A	N/A	1,5	1,3

*Giá cổ phiếu tính theo giá IPO bình quân

Tổng quan doanh nghiệp

TCT Điện Lực dầu khí (UpCom:POW) được thành lập từ năm 2007 với 100% vốn góp từ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Hiện nay POW là đơn vị sản xuất điện lớn thứ hai tại Việt Nam với danh mục nhà máy có quy mô lên tới 4,2 GW, chiếm khoảng 10% tổng công suất hệ thống điện quốc gia.

Trong cơ cấu công suất của mình, mảng nhiệt điện khí chiếm tỷ trọng lớn nhất với 64% tổng công suất, phần còn lại bao gồm mảng nhiệt điện than (30%) và thủy điện (6%). Sau đợt chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng thành công ngày 31/01/2018, POW dự kiến tiếp tục bán 28,88% cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược và niêm yết trên sàn UpCom trong năm 2018.

Năm 2017, POW tăng trưởng mạnh mẽ với lợi nhuận sau thuế tăng 97% so với cùng kỳ nhờ sự phục hồi của nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 khi chuyển từ trạng thái lỗi 800 tỷ sang lãi trên 800 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây chỉ là sự khởi đầu của giai đoạn tăng trưởng nhanh về lợi nhuận với nhiều động lực nữa sẽ xuất hiện trong 5 năm tới. Riêng năm 2018, các động lực tăng trưởng KQKD sẽ đến từ sự phục hồi của các nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1&2, Cà Mau 1 sau thời gian bị gián đoạn bởi hoạt động đại tu trong năm vừa rồi; trong khi đó, việc chi phí khấu hao của nhà máy Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 2 giảm đáng kể cũng được kỳ vọng sẽ đóng góp lớn trong mức tăng trưởng lợi nhuận của 17% POW.

Quan điểm đầu tư

- **Danh mục nhà máy điện khí quy mô lớn với vị trí tập trung tại khu vực phía Nam mang lại cho POW lợi thế cạnh tranh lớn.** Với quy mô danh mục 1.200 MW, tương đương 64% tổng công suất của POW, nhóm nhiệt điện khí được xem là thế mạnh lớn của tập đoàn bởi tính cơ động cao và vị trí địa lý thuận lợi ở miền Nam. Do khu vực này vẫn phụ thuộc vào lượng điện năng truyền từ miền Trung và miền Bắc để đáp ứng khoảng 14% nhu cầu và không có công suất dự phòng, chúng tôi tin rằng các nhà máy điện khí của POW sẽ tiếp tục được ưu tiên huy động trong những năm tới. Thêm vào đó, các nhà máy điện khí với khởi động nhanh càng trở nên lý tưởng khi phụ tải trong khu vực tăng đột ngột, qua đó mang lại lợi thế nhất định để đưa ra mức giá cao hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh.
- **Nhân tố thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận sẽ xuất hiện liên tục trong 5 năm tới.** Động lực tăng trưởng đầu tiên xoay quanh sự phục hồi của nhà máy Cà Mau 1, Nhơn Trạch 1&2 sau hoạt động đại tu và trung tu trong năm 2017 vốn là nguyên nhân làm giảm 14% trong tổng sản lượng điện của công ty. Thêm vào đó, chúng tôi ước tính chi phí khấu hao của các nhà máy này sẽ bắt đầu giảm mạnh trong giai đoạn 2018 – 2020 trong đó năm 2018 ước tính giảm khoảng 400 tỷ đồng. Hơn nữa, các dự án điện khí Nhơn Trạch 3&4 khi đi vào hoạt động trong năm 2020 có thể là yếu tố tiềm năng cho nhà đầu tư đặt cược vào triển vọng dài hạn của POW.
- **Sự ổn định trong dòng tiền và hoạt động sản xuất giúp hạn chế rủi ro khi đầu tư vào POW.** Trong khi công nghệ hiện đại của các nhà máy điện giúp hoạt động sản xuất ít bị gián đoạn, hợp đồng mua bán dài hạn đối với nguyên liệu đầu vào và sản lượng điện đầu ra giúp POW đảm bảo được lợi nhuận cũng như có đủ dòng tiền để trả nợ.

Triển vọng năm 2018

- Sản lượng thương phẩm dự kiến tăng khoảng 2,8 tỷ kWh; một nửa sản lượng tăng thêm đến từ sự phục hồi trong hoạt động của các nhà máy điện Nhơn Trạch 1&2, Cà Mau 1&2.
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ tăng trưởng ở mức 17% và EPS đạt 1.022 đồng.

Rủi ro

- Rủi ro tỷ giá, đặc biệt là tỷ giá VND/USD.
- Nguồn cung khí cho nhà máy điện Cà Mau 1&2 có thể bị gián đoạn và ảnh hưởng đến hoạt động của các nhà máy này.

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN: KHÔNG THUẬN LỢI DO MẶT BẰNG GIÁ THẤP

Phan Nguyễn Thanh Sơn (son.pnt@vdsc.com.vn)

Ngành cao su thiên nhiên (CSTN) vừa trải qua năm 2017 nhiều biến động khi giá cao su thế giới đạt mức cao nhất trong 6 năm vào tháng Một nhưng sau đó lại giảm tới 47%. Sang năm 2018, với lượng dư cung vừa phải, triển vọng về nhu cầu yếu tại thị trường Trung Quốc và sự can thiệp của Hội đồng cao su quốc tế 3 bên (ITRC) được kỳ vọng sẽ giữ giá cao su thiên nhiên ổn định ở mức hiện tại.

Cơ hội đầu tư

Thị trường cao su thiên nhiên toàn cầu sẽ chứng kiến mức dư cung vừa phải trong giai đoạn 2017 - 2019. Với lượng dư cung ước tính vào khoảng 170.000 tấn vào năm 2017 và 2018, sản lượng cao su thiên nhiên trên thế giới dự kiến sẽ tiếp tục vượt mức tiêu thụ 150.000 tấn vào năm 2019 (theo The Rubber Economist). Do đó, tồn kho CSTN toàn cầu có thể đạt 3,4 triệu tấn cuối năm 2019. Triển vọng này khả năng sẽ tạo áp lực nhất định lên giá CSTN, làm giảm khả năng giá tăng mạnh như hồi đầu 2017.

Triển vọng nhu cầu suy yếu tại thị trường Trung Quốc làm ảnh hưởng xấu lên giá cao su. Chiếm 1/3 lượng tiêu thụ CSTN thế giới, nhu cầu tại Trung Quốc với 78% từ ngành công nghiệp lốp radial là một yếu tố quan trọng trên thị trường. Tuy nhiên, sự giảm tốc trong độ trưởng sản xuất ô tô trong nước từ 14,5% năm 2016 xuống còn 3,2% năm 2017, những quy định chặt chẽ về môi trường và sự tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng của nền kinh tế Trung Quốc từ năm 2016 đang đặt ra viễn cảnh tiêu cực đối với ngành công nghiệp lốp radial Trung Quốc cũng như nhu cầu CSTN của ngành này.

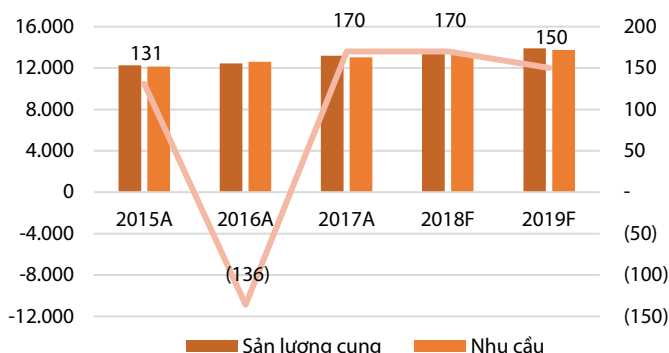
Sự can thiệp của ITRC có thể giữ giá CSTN thế giới không bị giảm sâu. Cuối tháng 12/2017, cuộc họp của ITRC đã đạt được thỏa thuận cắt giảm lượng cao su xuất khẩu khoảng 350.000 tấn trong Q1 2018 giữa những quan ngại về giá CSTN thế giới trên đà sụt giảm. Chiếm 65% sản lượng CSTN toàn cầu và 72% sản lượng xuất khẩu, đây không phải lần đầu tiên ITRC sử dụng ảnh hưởng của mình để can thiệp vào thị trường nhằm bảo vệ các hộ nông dân cao su trong nước và các doanh nghiệp khác trong ngành CSTN. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng với lượng dư cung vừa phải trong năm 2018, ITRC sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc giữ giá CSTN không bị giảm sâu.

Nhìn chung, triển vọng về cung và cầu trên thị trường cho thấy viễn cảnh ổn định trong năm 2018 về giá CSTN thế giới, dao động trong khoảng 190 - 230 Yên/kg. Mức dao động này tương tự biên độ giá trong nửa cuối năm 2017 nhưng vẫn thấp hơn mức giá trung bình của nửa đầu 2017 (khoảng 277 Yên/kg). Do đó, đối với các công ty về CSTN, triển vọng kết quả kinh doanh từ mảng cốt lõi CSTN của những doanh nghiệp trong ngành năm 2018 là tương đối mờ nhạt.

Rủi ro

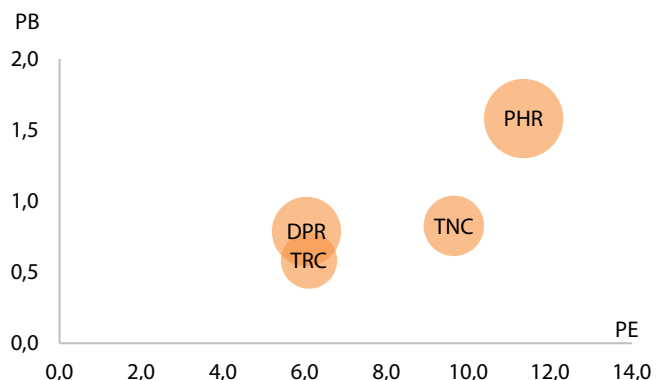
- Nhu cầu CSTN chưa thể hồi phục như kỳ vọng
- Rủi ro liên quan đến điều kiện thời tiết không thuận lợi có thể tác động mạnh đến kết quả khai thác và dẫn đến thiếu hụt nguồn cung.

Hình 60: Cân bằng cung-cầu CSTN thế giới (ngàn tấn)



Nguồn: The Rubber Economist

Hình 61: PE, PB, ROE của các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities; *Kích thước của bong bóng: ROE

Lợi nhuận bất thường dẫn dắt sự bùng nổ trong năm 2018

TRUNG LẬP

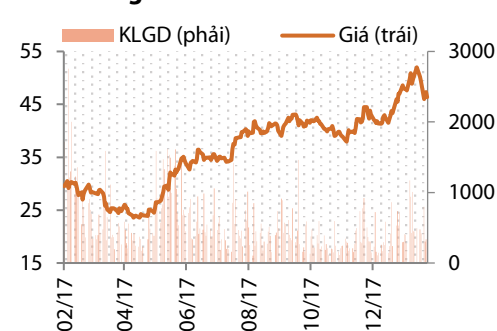
Giá hiện tại (VND)	47.300
Giá mục tiêu (VND)	52.600
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.618,4
SLCPDLH (triệu cp)	78,5
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	0,9
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	30,7
Tỷ lệ sở hữu NGTNN còn lại (%)	37
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	69

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	1.178	1.654	1.755	1.821
% yoy	-4,0	40,4	6,1	3,8
LNSt	225	327	623	1.079
% yoy	6,5	44,9	90,7	73,1
ROA (%)	5,8	8,0	14,3	22,3
ROE (%)	10,1	14,5	25,7	36,4
EPS (VND)	2.298	3.331	6.353	10.994
GTSS (VND)	28.491	28.715	30.925	37.776
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.800	3.000	4.000	4.000
P/E (x)	20,6	14,2	7,4	4,3
P/BV (x)	0,9	1,6	1,5	1,3

*Giá tại ngày 31/0/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Cao su Phước Hòa (HSX:PHR) là doanh nghiệp có quy mô lớn trong số các doanh nghiệp ngành cao su đang niêm yết với hoạt động kinh doanh cốt lõi xoay quanh việc trồng và khai thác cao su tự nhiên ở vùng trọng điểm Đông Nam Bộ. Bên cạnh đó, công ty còn mở rộng diện tích trồng cao su thông qua dự án Kampong Thom ở Campuchia. Ngoài mảng kinh doanh cao su, PHR cũng được đánh giá cao nhờ quỹ đất lớn có vị trí thuận lợi, qua đó giúp công ty sở hữu những tài sản giá trị trong mảng bất động sản khu công nghiệp và còn nhận được giá đền bù cao khi bàn giao đất cho các khu công nghiệp khác. Về triển vọng trong dài hạn, dự án Phước Hòa – Đắk Lắk được kỳ vọng sẽ mang lại đóng góp đáng kể cho tăng trưởng trong KQKD của PHR.

Giá cao su tự nhiên (CSTN) thế giới hồi phục từ cuối năm 2016 đến đầu năm 2017, trước khi giảm 47% xuống mức giá ổn định mới trong phần còn lại của năm. Bên cạnh đó, tình trạng thiếu hụt gỗ nguyên liệu dẫn tới sự gia tăng đáng kể trong giá thanh lý cây cao su. Những diễn biến này mang lại sự phục hồi mạnh mẽ trong hoạt động kinh doanh chính của PHR với lợi nhuận sau thuế tăng 45% YoY. Bước sang năm 2018, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng nhẹ trong hoạt động kinh doanh CSTN nhờ vào đóng góp từ dự án Phước Hòa - Kampong Thom (KPT) trong khi động lực chính cho sự bùng nổ trong năm 2018 sẽ đến từ những khoản lợi nhuận bất thường.

Quan điểm đầu tư

- **Kinh doanh cao su sẽ tăng trưởng từ năm 2018 nhờ đóng góp của dự án Phước Hòa - Kampong Thom.** Về tiến độ hiện tại, dự án KPT đã đưa vào khai thác hơn 1.900 ha tính tới năm 2017. Từ năm 2018 đến năm 2020, công ty dự định mở rộng diện tích khai thác thêm 1.500-2.500 ha mỗi năm. Với năng suất tăng dần trong những năm đầu khai thác, chúng tôi kỳ vọng sự đóng góp của dự án KPT cho tổng sản lượng khai thác của PHR sẽ đạt 6.000 tấn trong năm 2018, dẫn đến 14% tăng thêm trong tổng lượng khai thác của PHR.
- **Quỹ đất lớn ở vị trí thuận lợi đem lại lợi thế đặc biệt cho PHR trong mảng khu công nghiệp (KCN).** Với 15.000 ha diện tích vườn cây ở tỉnh Bình Dương, nơi có hoạt động sản xuất công nghiệp đang phát triển nhanh, PHR sở hữu lợi thế lớn trong việc mở rộng sang lĩnh vực BĐS KCN. Hiện tại, KCN Tân Bình có tốc độ cho thuê cao khoảng 50 ha/năm (ứng với 20% tổng diện tích cho thuê). Với tốc độ đó, KCN này sẽ được lấp đầy vào giữa năm 2019. Do đó, công ty đang xin giấy phép mở rộng diện tích KCN Tân Bình khoảng 1.000 ha vào năm 2019. Ngoài ra, giá đất cao ở Bình Dương cũng mang lại cho PHR gói bồi thường lớn khi chuyển nhượng quỹ đất cho các nhà phát triển KCN khác.
- **Lợi nhuận bất thường sẽ dẫn dắt sự bùng nổ kết quả trong năm 2018.** Năm nay, PHR dự kiến ghi nhận khoản lợi nhuận từ việc chuyển nhượng đất cho VSIP 3 và KCN Nam Tân Uyên (HSX: NTC). Về phía VSIP 3, giai đoạn 1 với 300 ha đất được chuyển giao dự kiến sẽ mang lại cho công ty 300 tỷ đồng LNTT trong năm 2018. Ngoài ra, 352 ha đất chuyển nhượng cho NTC cũng dự kiến mang lại cho PHR 323 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, trong đó 65 tỷ sẽ được ghi nhận trong năm 2018. Vì vậy, chúng tôi tin rằng khi mảng kinh doanh cao su cốt lõi vẫn ở trạng thái ổn định, các khoản lợi nhuận lớn bất thường sẽ dẫn đến sự bùng nổ trong KQKD năm nay của công ty.

Triển vọng năm

- Tổng sản lượng bán ra dự kiến tăng 16%, trong khi giá bán trung bình có thể giảm 10% vào năm 2018.
- Diện tích thanh lý ước khoảng 1.000 ha, với giá thị trường hiện tại là 300 triệu đồng/ha.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ tăng tương ứng 6,1% và 91%, tương đương với mức EPS là 6,353 đồng.

Rủi ro

- Giá CSTN không dịch chuyển theo xu hướng như dự kiến.

NGÀNH CHỨNG KHOÁN: Nước lên thuyền lên

Thien Bui (thien.bv@vdsc.com.vn)

Thị trường chứng khoán đã có một năm thành công ngoài mong đợi trong năm 2017. Kể từ khi tạo đáy năm 2012, thị trường liên tục có sự cải thiện về “lượng” và “chất”. Các CTCK chắc chắn sẽ hưởng lợi trực tiếp từ xu thế này. Lợi nhuận các CTCK thực tế tăng mạnh hơn 50% trong năm 2017. Thị trường vẫn còn nhiều yếu tố hỗ trợ để tăng tiếp trong năm 2018, thế nên các cổ phiếu ngành chứng khoán cũng không thể bỏ qua.

Cơ hội đầu tư

Thị trường vốn được đánh giá là khởi sắc vào năm 2017, nhưng về quy mô vẫn đứng sau những thị trường khác trong khu vực lân cận. VNIndex đã tăng 48%. Cùng với đó là thanh khoản tăng 63% so với cùng kỳ năm trước và vốn hóa thị trường đạt 70% so với GDP. Theo một cách tích cực thì điều này cũng có nghĩa là thị trường vẫn còn khá nhiều “room” tăng trưởng trong thời gian tới. Hiện nay, chỉ có 1,5 triệu tài khoản so với dân số trẻ của Việt Nam là khoảng 60 triệu người. Chúng tôi kỳ vọng nhiều nhà đầu tư tham gia vào thị trường hơn bởi hiểu biết về tài chính đang dần được nhân rộng nhờ vào các phương tiện truyền thông. Nguồn cung cổ phiếu trên thị trường cũng dự kiến tăng mạnh trong năm 2018 và 2019 dựa trên kỳ vọng quá trình thoái vốn, IPO của doanh nghiệp sẽ đạt đỉnh vào 2 năm này.

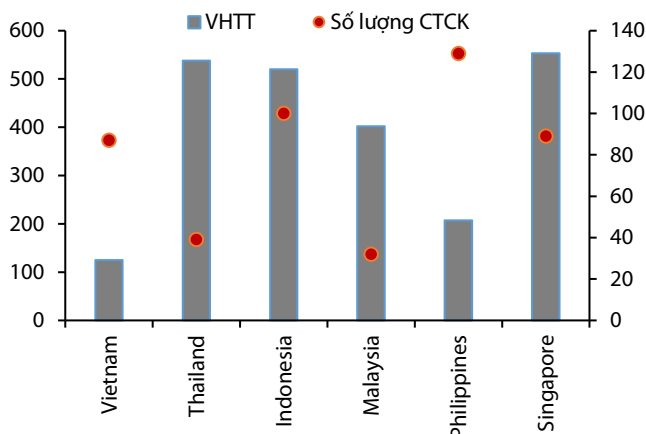
Rào cản nhập ngành cao. Hiện nay có 93 chứng khoán trong lĩnh vực này nhưng có tới 10 công ty top đầu đang nắm giữ 68% thị phần về dịch vụ môi giới. Điều đó có nghĩa là mặc dù vẫn còn rất nhiều tiềm năng cho sự tăng trưởng trong ngành công nghiệp này, nhưng tính cạnh tranh gay gắt sẽ ngăn chặn người chơi mới tham gia thị trường. Ngoài ra, Chính phủ không cho phép người nước ngoài thành lập công ty chứng khoán tại thị trường Việt Nam nên họ buộc phải mua lại một công ty trong nước để có thể tham gia vào ngành này.

Trong ngắn hạn, lợi nhuận của những công ty những khoán kỳ vọng sẽ rất tích cực. Do nghiệp vụ môi giới đi kèm với hoạt động cho vay ký quỹ, hoạt động tự doanh đang đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp nên trong điều kiện thuận lợi, các CTCK có thể tạo ra doanh thu và lợi nhuận rất tốt.

Rủi ro

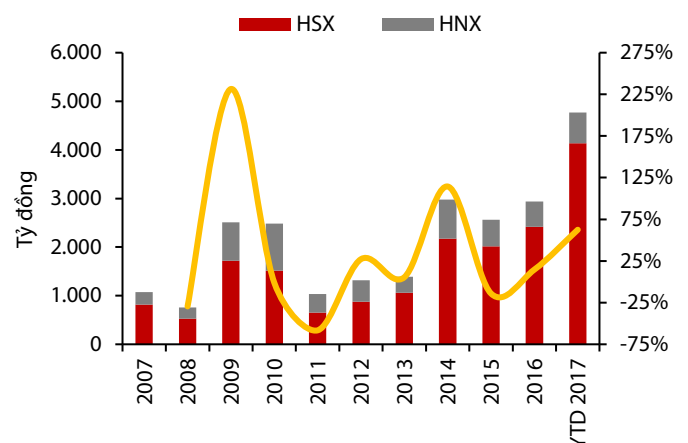
- **Cạnh tranh gay gắt sẽ dẫn đến nhiều rủi ro cho các doanh nghiệp.** Chẳng hạn nhiều công ty sẽ đưa ra những sản phẩm margin có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn để thu hút nhà đầu tư.
- **Rủi ro biến động thị trường**

Hình 62: Vốn hóa thị trường và số lượng công ty chứng khoán các nước trong khu vực (2017)



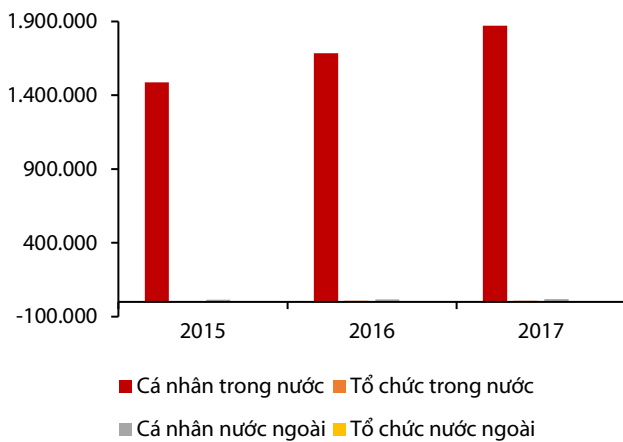
Nguồn: RongViet Securities

Hình 63: Thanh khoản thị trường 2007 – 2017



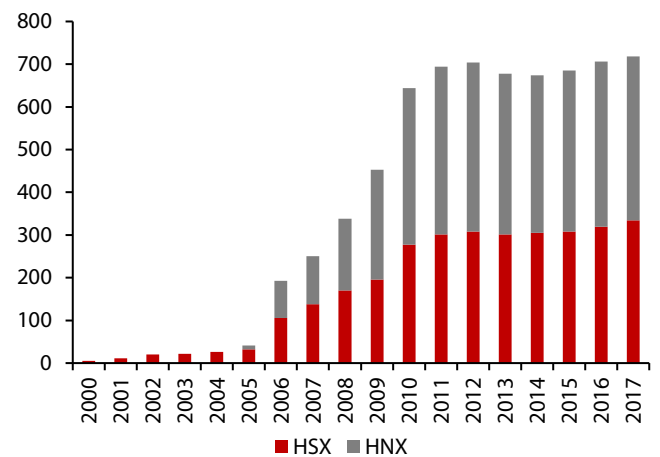
Nguồn: FiinPro, RongViet Securities

Hình 64: Số lượng tài khoản giao dịch



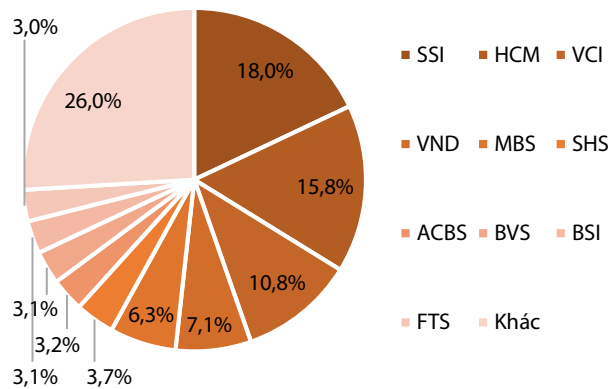
Nguồn: UBCK

Hình 65: Số lượng DNNY trên 2 sàn HSX và HNX



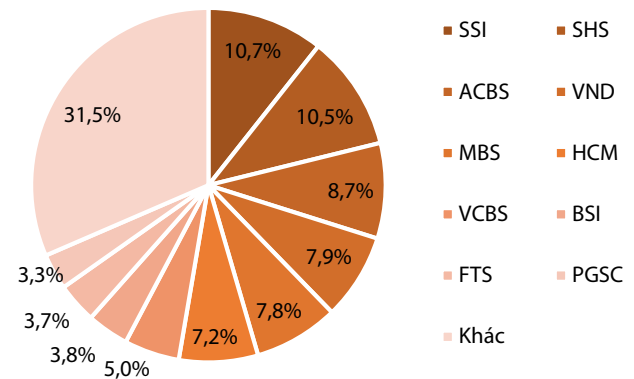
Nguồn: UBCK, RongViet Securities

Hình 66: Thị phần 10 công ty trên HSX năm 2017



Nguồn: UBCK

Hình 67: Thị phần 10 công ty trên HNX năm 2017



Bảng 11: Danh sách các CTCK niêm yết trên 3 sàn

Mã	VHTT (*)	DTT 2016	DTT 2017	% tăng trưởng	LNST 2016	LNST 2017	% tăng trưởng	ROA	ROE	Leverage	PER (**)	PBR (**)
AGR	1.331	134	178	33%	-405	63	-116%	3,6%	3,7%	1,0	21,3	0,8
APG	81	5	18	260%	0	8	N/A	5,6%	5,8%	1,0	9,8	0,6
APS	121	50	117	134%	3	11	267%	3,0%	3,1%	1,0	10,6	0,3
BSI	1.808	648	565	-13%	115	175	52%	9,2%	16,0%	1,9	9,4	1,4
BVS	1.524	276	462	67%	102	122	20%	6,2%	7,5%	1,2	12,5	0,9
CTS	1.367	234	287	23%	83	110	33%	6,7%	9,8%	1,6	12,4	1,2
DSC	164	5	18	260%	-3	11	N/A	18,6%	19,0%	1,0	15,6	2,7
ART	339	26	154	492%	5	88	1660%	29,8%	32,9%	1,1	2,1	0,8
FTS	1.446	280	317	13%	147	179	22%	10,9%	12,0%	1,2	8,1	0,9
HCM	10.469	823	1.538	87%	305	554	82%	10,8%	21,4%	2,4	18,9	3,8
PSI	239	83	89	7%	5	18	260%	2,8%	2,9%	1,1	19,5	0,4
SHS	2.300	563	1.090	94%	87	381	338%	10,2%	29,4%	2,8	6,0	1,6
SSI	17.045	2.217	2.898	31%	877	1.162	32%	7,3%	14,7%	2,2	14,4	2,0
TVB	310	35	24	-31%	20	13	-35%	7,3%	9,8%	1,2	20,1	1,9
TVS	694	168	407	142%	67	161	140%	10,9%	23,9%	2,2	4,3	1,0
VCI	10.800	894	1.537	72%	335	655	96%	13,8%	30,5%	2,1	15,3	3,6
VDS	1.219	229	354	55%	49	111	127%	6,5%	12,3%	1,8	8,7	1,2
VIX	685	187	0	-100%	54	0	N/A	0,0%	0,0%	0,0	11,0	0,8
VND	4.530	731	1.235	69%	186	438	135%	6,6%	19,7%	3,2	10,1	1,9

Nguồn: FiinPro, RongVi et Securities; (*): Tại ngày 31/01/2018, Đvt: tỷ đồng; (**): Tại ngày 31/01/2018



CỔ PHIẾU CÁC NGÀNH KHÁC

Tái cơ cấu thành công

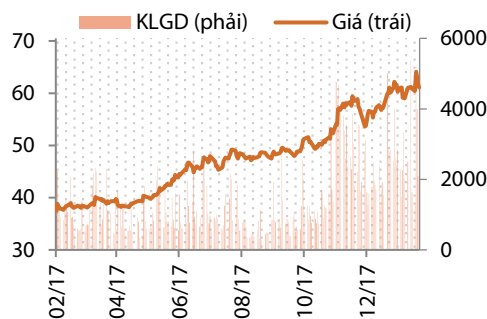
TRUNG LẬP **4,3%**

Giá hiện tại (VND)	62.900
Giá mục tiêu (VND)	63.600
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghệ
Vốn hóa (tỷ đồng)	33.392,3
SLCPĐLH (triệu cp)	530,9
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	2.774,8
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	160,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	6,0

Diễn biến giá**Chỉ tiêu tài chính quan trọng**

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	39.531	42.692	22.335	25.349
% yoy	4,1%	8,0%	-47,7%	13,5%
LNST	1.991	2.927	2.086	2.405
% yoy	3,1%	47,0%	-28,7%	15,3%
ROA (%)	7,1	10,3	7,7	8,2
ROE (%)	24,0	15,7	15,3	17,3
EPS (VND)	3.925	5.122	3.893	4.487
GTSS (VND)	20.727	21.513	25.091	26.429
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000	2.000	0
P/E (x)	11,2	11,1	16,2	14,0
P/BV (x)	2,1	2,7	2,5	2,4

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

FPT cung cấp dịch vụ tích hợp hệ thống, gia công phần mềm, internet và viễn thông. FPT là công ty mẹ của FPT Telecom (UpCom-FOX), một trong những nhà cung cấp dịch vụ Internet lớn nhất tại Việt Nam, chiếm trên 10% thị phần. FPT là một trong những công ty công nghệ hàng đầu tại Việt Nam với một tỷ lệ đáng kể doanh thu từ nước ngoài đến từ việc cung cấp dịch vụ gia công phần mềm cho các nước phát triển. Sau khi được tách khỏi các công ty con mảng phân phối và bán lẻ, FPT có thể cải thiện tài chính bằng cách tập trung vào hai lĩnh vực chủ chốt là công nghệ và viễn thông.

Thành công trong việc thoái vốn tại FPT Retail và FPT Trading trong năm 2017, FPT đã ghi nhận lợi nhuận sau thuế là 2.927 tỷ đồng vào năm 2017, tăng 23% so với năm trước nhờ khoản lợi nhuận tài chính 1.072 tỷ đồng. Điều này sẽ giúp cải thiện vốn lưu động và tình hình tài chính của FPT. Về mặt hoạt động, đây là cơ hội để FPT tập trung vào các hoạt động kinh doanh truyền thống và đẩy mạnh tăng trưởng LNST. Bên cạnh đó việc thoái vốn sẽ giúp FPT loại bỏ hầu hết các khoản tồn kho, khoản phải thu và nghĩa vụ ngắn hạn liên quan đến hoạt động kinh doanh trong KQKD hợp nhất.

Luận điểm đầu tư

- **Việc thoái vốn sẽ cải thiện các báo cáo tài chính hợp nhất của FPT.** Báo cáo lợi nhuận của FPT sẽ cho thấy cải thiện biên lợi nhuận ròng khi không phải hợp nhất mảng Phân phối và Bán lẻ trong khi vẫn được chia gần 50% lợi nhuận của các công ty này. Về bảng cân đối kế toán, FPT có khả năng sẽ giảm đáng kể lượng tồn kho và khoản phải thu, giảm tải áp lực lên vốn lưu động. Do đó, khoản vay ngắn hạn cũng sẽ giảm theo, chi phí lãi vay cũng sẽ về mức thấp hơn. FPT cũng sẽ cải thiện đáng kể báo cáo lưu chuyển tiền tệ, bởi tất cả các ngành nghề giữ lại bao gồm Công nghệ, Viễn thông và Giáo dục đều tạo ra dòng tiền ổn định, với nhu cầu vốn lưu động thấp hơn.
- **Định giá cổ phiếu FPT cũng có thể được cải thiện sau thoái vốn nhờ những thay đổi tích cực trong cơ cấu lợi nhuận.** Công nghệ và Viễn thông sẽ tăng đóng góp vào thu nhập ròng của FPT từ 65% (2017) lên 74% (2018). Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ chấp nhận mức P/E cao hơn cho FPT kể từ năm 2018 do cơ cấu ngành nghề hoạt động hấp dẫn và năng lực tài chính mạnh mẽ hơn.

Dự báo 2018

- Hai mảng cốt lõi, Viễn thông và Công nghệ được dự báo sẽ tăng trưởng 15% và 14% vào năm 2018.
- Tăng trưởng doanh thu EBIT của FPT được dự báo ở mức 15% và 4%.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Việc trì hoãn thoái vốn của SCIC tại FPT và FOX có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của FPT.
- Phân khúc Tích hợp Hệ thống có thể gặp trở ngại khi tăng trưởng doanh thu do tiến độ trì trệ tại các dự án công.

Quá trình tái cơ cấu đang diễn ra suôn sẻ

MUA

44,2%

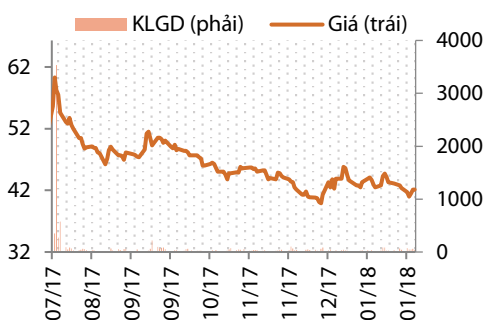
Giá hiện tại (VND)	41.200
Giá mục tiêu (VND)	56.420
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) trong vòng 12 tháng tới

Stock info

Ngành	Hoà chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.765,6
SLCPĐLH (triệu cp)	67,2
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	35,8
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	1,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	4,3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	24,2

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	7.783	8.689	9.307	10.079
% yoy	-0,9	11,6	7,1	8,3
LNSt	347	432	438	477
% yoy	8,8	24,5	1,4	8,9
ROA (%)	5,6	6,6	6,1	6,3
ROE (%)	16,3	19,5	19,3	20,1
EPS (VND)	4.454	5.465	5.540	6.042
GTSS (VND)	32.400	32.120	34.474	36.274
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	3.000	3.000	3.000
P/E (x)	0,0	8,3	7,4	6,8
P/BV (x)	0,0	1,4	1,2	1,1

*Giá tại ngày 31/01/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn Lộc Trời (UPCOM - LTG) ban đầu được thành lập dưới tên gọi Công ty Bảo vệ Thực vật An Giang (AGPPS). Bắt đầu với tư cách là nhà cung cấp hóa chất cho cây trồng, với một sản phẩm chất lượng đáng tin cậy và một chiến lược kinh doanh lành mạnh, công ty đã dần chiếm được sự tin tưởng của nông dân trong nước. Từ năm 2010, LTG quyết định mở rộng sang ngành công nghiệp thực phẩm. Công ty niêm yết trên UPCOM vào giữa năm 2017 và trở thành một trong những công ty lớn nhất trong ngành nông nghiệp Việt Nam.

LTG hoạt động trong ba lĩnh vực kinh doanh chính: cung cấp thuốc trừ sâu, sản xuất gạo và hạt giống. Sau một năm 2015 khó khăn, tập đoàn đã thành công trong việc tái cơ cấu hoạt động để củng cố vị thế trong ngành nông nghiệp. Trong thị trường thuốc trừ sâu, LTG hiện đứng đầu ngành với thị phần khoảng 20% với hơn 5.008 điểm phân phối, gấp đôi nhà cung cấp CPC lớn thứ hai, Công ty Khử trùng Việt Nam. Phân khúc gạo của LTG dù vẫn gặp khó khăn do điều kiện tự nhiên bất lợi vào năm 2015 và 2016 nhưng đang cho thấy cải thiện.

Luận điểm đầu tư

- Ngành nông nghiệp nhận được nhiều chính sách khuyến khích của chính phủ, nhất là kinh doanh nông nghiệp công nghệ cao, bằng giảm thuế và lãi suất vay nợ cũng như thuế sử dụng đất.
- Hiện tại công ty có số lượng các nhà bán lẻ lớn nhất (5.008 điểm bán lẻ) so với đối thủ cạnh tranh trực tiếp của mình và là công ty lớn thứ hai VFG (2.500 điểm bán lẻ).
- LTG đang giới thiệu các sản phẩm gạo cho thị trường xuất khẩu và nội địa. Đây là một catalyst dài hạn bởi LTG cần thời gian để nâng cao độ nhận diện cho thương hiệu gạo của mình.
- Cơ cấu tài chính lành mạnh. Tỷ lệ Nợ vay/VCSH khoảng 92%, trong khi 96% vay nợ là nợ ngắn hạn với lãi suất thấp (5% - 6%). ROE là khoảng 16% - 18%, một tỷ lệ cao trong ngành công nghiệp này.

Triển vọng 2018

- Doanh thu thuần năm 2018 sẽ tăng 11%. Chúng tôi dự báo rằng phân khúc thuốc trừ sâu có thể tăng 7% vào năm 2018 và phân khúc gạo khoảng 20%.
- Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của thuốc trừ sâu sẽ ở mức 33%. Mặc dù doanh thu từ gạo được dự báo sẽ tăng lên nhưng chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp không thể cải thiện do LTG phải tiêu thụ hàng tồn kho của 2016 và 2017. Do đó chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc gạo sẽ là 1% vào năm 2018. Phân khúc hạt giống tiếp tục ổn định với tỷ suất lợi nhuận gộp là 27%.
- Chi phí bán hàng sẽ chiếm 10% doanh thu thuần, tăng 200 bps do mở rộng bán lẻ. Dựa vào các dự phóng trên, chúng tôi dự báo thu nhập ròng trong năm 2018 sẽ là 437 tỷ đồng và EPS là 5.540 đồng.

Rủi ro

- Điều kiện tự nhiên không thuận lợi như hạn hán và lũ lụt tiềm tàng nhiều rủi ro. Nhân tố này có thể ảnh hưởng đến nông dân; do đó doanh số thuốc trừ sâu và hạt giống có thể giảm.
- Cả hai ngành gạo và thuốc trừ sâu đều dễ gia nhập.

Nhà bán lẻ nữ trang đầu ngành

TRUNG LẬP

5,2%

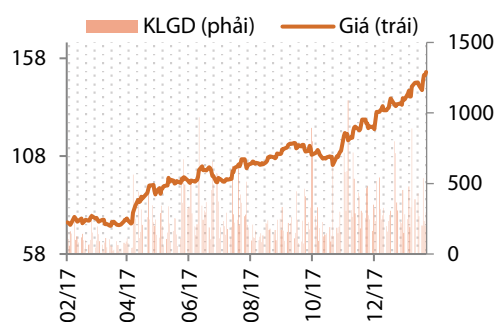
Giá hiện tại (VND)	149.000
Giá mục tiêu (VND)	155.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) Kỳ vọng trong 12 tháng tiếp

Stock info

Ngành	Hàng tiêu dùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.107,1
SLCPDLH (triệu cp)	108,1
KLGD 3 tháng (nghìn cp)	358,3
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	45,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	8.565	10.977	14.452	16.389
% yoy	11,1	28,2	31,7	13,4
LNSt	450	726	933	1.176
% yoy	496,3	61,1	28,6	26,0
ROA (%)	13,7	21,7	24,8	25,1
ROE (%)	31,1	42,8	40,8	40,3
EPS (VND)	4.383	6.712	8.626	10.874
GTSS (VND)	15.269	27.292	23.723	29.584
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.800	1.800	3.000	3.000
P/E (x)	15,2	20,4	17,3	13,7
P/BV (x)	4,4	5,0	6,3	5,0

*Giá tại ngày 01/02/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận là công ty chi phối trong lĩnh vực trang sức vàng ở Việt Nam với thị phần khoảng 28%. Hiện nay, PNJ sở hữu chuỗi cửa hàng bán lẻ khoảng 279 cửa hàng tại 50 tỉnh, thành phố, cao gấp 1,3 lần so với tổng số cửa hàng của các đối thủ lớn như Doji, SJC, Bảo Tín Minh Châu. Là một nhà sản xuất và một nhà bán lẻ, hiện tại PNJ có ba loại sản phẩm chính trong danh mục đầu tư của họ: đồ trang sức vàng, bạc và vàng miếng.

Phân khúc đồ trang sức vàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu (78%) và lợi nhuận gộp (89%) của PNJ. Vàng miếng và bạc lần lượt chiếm 20% và 2% doanh thu. Vàng miếng chỉ đóng góp dưới 1% tổng lợi nhuận của PNJ. Ngược lại, phân khúc bạc của công ty chiếm khoảng 9% lợi nhuận gộp do biên lợi nhuận dồi dào 67,5%. Sau giai đoạn tái cấu trúc đầu tiên (2012-2016), PNJ đã đạt được nhiều thành công. Ví dụ, thị phần đồ trang sức vàng tăng từ 12% lên 28% và lợi nhuận tăng gần gấp đôi. PNJ dự kiến sẽ sở hữu 500 cửa hàng vào cuối năm 2022 và có kế hoạch mở rộng mạnh mẽ hơn đến phân khúc bán buôn.

Luận điểm đầu tư

- Dân số vàng và thói quen thay đổi của người tiêu dùng là mấu chốt của triển vọng tươi sáng. Tỷ lệ đô thị hóa cao hơn và cải thiện thu nhập đã làm tăng nhu cầu trang sức, đặc biệt là các sản phẩm chất lượng cao và có thương hiệu. PNJ cũng là nhà tiên phong trong việc bán hàng tại siêu thị và tiếp thị trực tuyến.
- Việc mở rộng hệ thống bán lẻ sẽ làm tăng thị phần của PNJ. PNJ hiện sở hữu 269 cửa hàng, tăng 50 cửa hàng so với năm 2016. Công ty dự kiến sẽ có 500 cửa hàng đến năm 2022 với mục tiêu ngắn hạn 300 cửa hàng vào năm 2018. Không chỉ tập trung vào các khu đô thị ở miền Nam, PNJ sẽ mở rộng sang các vùng nông thôn và các tỉnh miền Bắc. Các cửa hàng mới thường có lợi nhuận sau 12 - 18 tháng.
- Triển vọng cho đồ trang sức vàng có thương hiệu vẫn tích cực. Nielson tin rằng dân số tầng lớp trung lưu của Việt Nam sẽ tăng từ 8 triệu (2012) lên 44 triệu vào năm 2020. Với sự gia tăng này, xu hướng sử dụng các sản phẩm có thương hiệu như PNJ sẽ trở nên phổ biến.
- Biên lợi nhuận gộp của PNJ được cải thiện bằng việc tập trung phát triển hệ thống bán lẻ đồ trang sức vàng. Trong giai đoạn 2013-2017, tỷ suất lợi nhuận gộp của PNJ tăng từ 7,5% lên 16,5%. Bằng cách phát triển một kênh bán lẻ, có biên gộp cao nhất (26,5%) so với xuất khẩu (14,1%) và bán sỉ (4%), PNJ sẽ có thể cải thiện lợi nhuận. Công ty cũng cố gắng để cải thiện lợi nhuận bằng cách tái khởi động dòng sản phẩm cao cấp CAO từ năm 2018.

Triển vọng 2018

- PNJ sẽ mở ít nhất 40 cửa hàng mới vào năm 2018. Chúng tôi dự đoán rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu của đồ trang sức vàng, bạc và vàng miếng sẽ lần lượt là 30%, 20% và 15%.
- Biên lợi nhuận gộp của PNJ sẽ đạt khoảng 16,9% trong năm nay.
- Chi phí bán hàng và chi phí bán hàng tăng lần lượt là 29% và 32%.
- LNTT và LNST là 1.115 tỷ đồng và 897 tỷ đồng, EPS đạt 8.297 đồng.

Rủi ro

- Các đối thủ có thể tăng để mở rộng quy mô và hệ thống quảng cáo, có thể sẽ làm tăng cạnh tranh.
- Biến động giá vàng có thể ảnh hưởng đến thu nhập vì mảng này chiếm hơn 50% tổng chi phí bán hàng của PNJ.

Công ty bảo hiểm phi nhân thọ ổn định nhất

MUA

31,8%

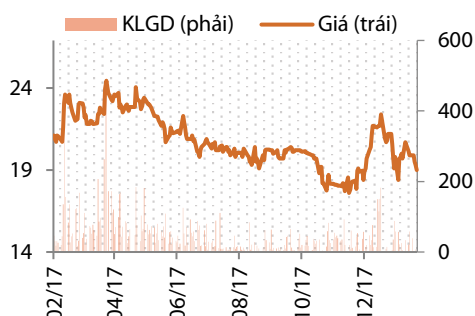
Giá hiện tại (VND)	19.800
Giá mục tiêu (VND)	24.900
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.200

(*) Kỳ vọng trong 12 tháng tới

Stock info

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.756,6
SLCPDLH (triệu cp)	88,7
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	34,7
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0,7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	27,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	44,6

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
DT thuần	2.067	2.331	2.581	2.869
% yoy	9,0	12,8	10,7	11,2
LNSt	102	127	137	217
% yoy	5,2	24,9	7,7	58,2
ROA (%)	2,5	2,9	3,5	3,5
ROE (%)	11,7	12,5	13,3	13,9
EPS (VND)	1.446	1.436	1.933	2.448
GTSS (VND)	12.897	16.546	14.715	18.785
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.100	1.200	1.200	1.200
P/E (x)	15,1	15,8	10,2	8,1
P/BV (x)	1,7	1,4	1,3	1,1

*Giá tại ngày 01/02/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng công ty Bảo hiểm PJICO được thành lập vào năm 1995 và được niêm yết trên HSX năm 2011. PGI hiện là một trong 5 công ty bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu, chiếm thị phần 6,8% trong tổng phí bảo hiểm. Giống như các hãng bảo hiểm phi nhân thọ khác tại Việt Nam, PGI cung cấp 4 dịch vụ bảo hiểm chính bao gồm xe cơ giới, sức khỏe và tai nạn cá nhân, tài sản kỹ thuật và bảo hiểm hàng hải.

Mặc dù ngành bảo hiểm bắt đầu phục hồi từ năm 2012, nhưng PGI mới chỉ bắt đầu tăng trưởng hai con số vào năm 2015 và 2016. Trong khi tổng phí bảo hiểm của thị trường tăng ~ 17% trong giai đoạn 2014 - 2016, PGI chỉ đạt mức tăng trưởng trung bình khoảng 12,1%. Điều này giải thích lý do tại sao công ty mất vị trí thứ 4 trên thị trường cho PTI vào giữa năm 2015. Mặc dù tăng trưởng chậm hơn, PGI vẫn được biết đến là tổ chức bảo hiểm quản lý rủi ro và quản lý đầu tư tốt, cũng là một tiêu chí điển hình cho các nhà đầu tư quan tâm tới các cổ phiếu ngành bảo hiểm.

Luận điểm đầu tư

- Triển vọng tích cực cho thị trường bảo hiểm: thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam đang sẵn sàng cho tăng trưởng nhanh nhờ kinh tế nội địa phát triển lành mạnh, tăng đầu tư vào cơ sở hạ tầng và mở rộng tầng lớp trung và thượng lưu.
- PGI tiếp tục phục hồi và mở rộng từ năm 2012, có thể tăng mức phí bảo hiểm, giảm tỷ lệ tổn thất và giữ tỷ lệ chi phí ổn định.
- Có khả năng lãi suất sẽ tăng sau khi tạo đáy năm 2016; do đó, PGI có thể kiếm được thu nhập đầu tư cao hơn, bởi 89% danh mục đầu tư là tiền gửi.
- PGI đã tìm ra đối tác chiến lược, đó là Bảo hiểm Hàng hải và Cháy nổ của Samsung. Qua đó, PGI có thể tăng cường sức khỏe tài chính, tiếp cận các hợp đồng có giá trị hơn, đặc biệt với các đối tác Hàn Quốc.

Triển vọng 2018

- Phí bảo hiểm gộp sẽ tăng 11,9%. Chúng tôi hy vọng thị trường ô tô sẽ tích cực hơn, làm động lực tăng trưởng cho phí bảo hiểm xe cơ giới.
- Tỷ lệ tổn thất trong năm 2018 ở mức 48,2%, khá giống với con số ước tính cho năm tài chính 2017 vì PGI là một trong những công ty bảo hiểm thận trọng nhất. Tỷ lệ chi phí sẽ ổn định ở mức 51,3%; kết hợp lại sẽ dẫn đến tỷ lệ 99,5%.
- Dự phòng thiên tai sẽ vẫn ổn định ở mức 2% phí bảo hiểm thuần.
- LNSt đạt 185 tỷ đồng; EPS ở mức 2.089 đồng.

Rủi ro

- Tỷ lệ thất thoát tăng đáng kể. Thị trường ô tô trở lại sẽ hỗ trợ doanh số bán bảo hiểm xe cơ giới. Nhưng phân khúc này cũng rất dễ biến động bởi các khoản bồi thường thiệt hại.
- Gia tăng cạnh tranh trên thị trường.

PHÒNG PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Bernard Lapointe – Giám đốc

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1525
bernard.lapointe@vdsc.com.vn

Nguyễn Đức Hiếu

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1514
hieu.nd@vdsc.com.vn

Nguyễn Hà Trinh

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1331
trinh.nh@vdsc.com.vn

Vũ Anh Tú

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1511
tu.va@vdsc.com.vn

Trần Thị Ngọc Hà

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1526
ha.ttn@vdsc.com.vn

Nguyễn Thị Phương Lam

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1313
lam.ntp@vdsc.com.vn

Lại Đức Dương

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1522
duong.ld@vdsc.com.vn

Võ Văn Quang

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1517
quang.vv@vdsc.com.vn

Trần Thái Sơn

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1527
son.tt@vdsc.com.vn

Bùi Vĩnh Thiện

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1321
thien.bv@vdsc.com.vn

Trần Hà Xuân Vũ

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1518
vu.thx@vdsc.com.vn

Phan Nguyễn Thanh Sơn

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1519
son.pnt@vdsc.com.vn

Nguyễn Bích Thùy

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1528
thuy.nb@vdsc.com.vn

PHÒNG MÔI GIỚI KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC VÀ NƯỚC NGOÀI

Marc Djandji – Giám đốc

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1312
marc.djandji@vdsc.com.vn

Phạm Chiêu Văn – Trưởng Phòng

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1249
van.pc@vdsc.com.vn

Nguyễn Thị Thúy Hằng – Phó Phòng

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1250
hang.ntt@vdsc.com.vn

PHÒNG MÔI GIỚI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Lê Vương Hùng – Giám đốc khối

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1214
hung.lv@vdsc.com.vn

Phạm Phong Thành – Giám Đốc khối

+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1225
thanh.pp@vdsc.com.vn

CÁC CHI NHÁNH

Trần Thăng Long

Giám đốc chi nhánh Hà Nội
+ 84 24 6288 2006 | Ext: 2366
Long.tt@vdsc.com.vn

Nguyễn Lê Nam

Phó Giám đốc chi nhánh Nha Trang
+ 84 58 3820 006 | Ext: 3106
nam.nl@vdsc.com.vn

Trương Thị Thu Hằng

Giám đốc chi nhánh Cần Thơ
+ 84 710 381 7578 | Ext: 1202
hang.ttt@vdsc.com.vn



HỘI SỞ TẠI TP.HCM

Tòa nhà Việt Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ +84 28 6299 2006

☎ +84 28 6291 7986

✉ info@vdsc.com.vn

🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

2C Thái Phiên, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006

☎ +84 24 6288 2008

✉ info@vdsc.com.vn

🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50Bis Yersin, Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006

☎ +84 258 3820 008

✉ info@vdsc.com.vn

🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank,
số 95-97-99, Võ Văn Tần, P. Tân An,
Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ +84.292 3817 578

☎ +84.292 3818 387

✉ info@vdsc.com.vn

🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc **RONGVIET SECURITIES, 2018.**