



VIETNAM

SECTOR OUTLOOK

2017



MỤC LỤC

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2017.....	3
1. Những chủ đề đầu tư đáng lưu ý của năm 2017	3
2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2017	7
3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành	12
4. Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2017	14
Ngành Xây dựng 2017 [Khả quan]	16
Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ 2017 [Khả quan]	19
Ngành Công nghệ 2017 [Khả quan]	22
Ngành Dầu khí 2017 [Khả quan]	24
Ngành Cảng biển 2017 [Khả quan]	29
Ngành Điện 2017 [Khả quan]	32
Ngành Thép 2017 [Khả quan]	36
Ngành Cao su tự nhiên 2017 [Khả quan]	39
Ngành Phân bón 2017 [Khả quan]	41
Ngành Bất động sản 2017 [Trung lập]	44
Ngành Gạch men 2017 [Trung lập]	46
Ngành Dệt may 2017 [Trung lập]	48
Ngành Đồ uống 2017 [Trung lập]	52
Ngành Xi măng 2017 [Trung lập]	56
Ngành Ô tô 2017 [Trung lập]	59
Ngành Nhựa 2017 [Trung lập]	61
Ngành Mía đường 2016/2017 [Trung lập]	64
Ngành Săm lốp 2017 [Trung lập]	67
Ngành Ngân hàng 2017 [Trung lập]	69
Ngành Dược 2017 [Trung lập]	73
Ngành Vận tải biển 2017 [Trung lập]	76
Ngành Thủy sản 2017 [Kém khả quan]	78

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2017

Thị trường chứng khoán đã có mức điều chỉnh vào cuối năm 2016 và được kéo lại nhờ hiệu ứng tâm lý từ các cổ phiếu mới lên niêm yết như BSC đã dự báo ([link](#)). Yếu tố này được dự báo sẽ tiếp tục đem lại làn gió mới cho thị trường trong năm 2017. Xét về góc độ vĩ mô, thị trường, và triển vọng các ngành / doanh nghiệp, BSC cho rằng 2017 sẽ là một năm đầu tư đầy thú vị và hấp dẫn khi một loạt các cổ phiếu OTC tiếp tục lên niêm yết, bên cạnh đó những cổ phiếu lớn niêm yết trên sàn với triển vọng tăng trưởng tốt, bị lãng quên trong thời gian qua đã về vùng giá hấp dẫn, cũng là điểm đến an toàn cho dòng tiền đầu tư. Tuy nhiên cơ hội luôn song hành cùng thách thức, đòi hỏi nhà đầu tư cần tỉnh táo khi đưa ra quyết định. Để giúp nhà đầu tư có góc nhìn toàn diện, BSC đưa ra báo cáo Chiến lược đầu tư Ngành thường niên 2017 nhằm tổng kết các chủ đề đầu tư đáng lưu ý của năm, triển vọng từng ngành cụ thể, triển vọng Vĩ mô cũng như xác định thị trường đang ở đâu trong chu kỳ kinh tế, qua đó mong muốn nhà đầu tư có thể tìm được những cơ hội tốt, mức giá hợp lý, đồng thời hạn chế được những rủi ro khách quan của thị trường.

1. Những chủ đề đầu tư đáng lưu ý của năm 2017

Thị trường chứng khoán luôn thay đổi và mỗi năm sẽ có những điểm sáng đặc biệt, như Dầu khí 2014, Ngân hàng 2015 và Thép 2016. Kể từ năm 2015, BSC bắt đầu đề cập về những chủ đề đầu tư trong báo cáo Triển vọng năm, và khi nhìn lại chúng tôi nhận thấy đa phần đó đều là những dấu mốc quan trọng của năm. Năm 2016 kết thúc với làn sóng OTC lên niêm yết, liệu làn sóng đó có còn tiếp diễn? liệu năm 2017 sẽ còn những điểm sáng nào khác? Với tình hình vĩ mô Thế giới, vĩ mô trong nước và điều kiện hiện nay của thị trường, BSC cho rằng những chủ đề dưới đây là đáng lưu ý trong năm 2017. Các yếu tố Vĩ mô và thị trường không được thuận lợi và ổn định như giai đoạn vừa qua cũng làm thị trường khó dự đoán hơn, nhưng không phải không có những cơ hội dành cho nhà đầu tư. Chúng tôi tổng kết quan điểm qua 6 chủ đề sau:

Những chủ đề đầu tư đáng lưu ý của năm 2017:

- **Thứ nhất, nhóm cổ phiếu OTC lên niêm yết, cơ hội tiếp diễn.** Thông tư số 180/2015/TT-BTC quy định các công ty đại chúng hình thành trước ngày 01/01/2016 mà chưa niêm yết trên SGDCK sẽ phải đăng ký giao dịch trên sàn Upcom trong vòng 1 năm, những doanh nghiệp thành lập sau ngày 01/01/2016 sẽ phải niêm yết Upcom trong vòng 30 ngày kể từ khi IPO hoặc trở thành công ty đại chúng kết hợp với nghị định 145/2016/NĐ-CP về xử phạt hành chính. Theo đó, một số “đại gia” OTC đã tuân thủ niêm yết trong năm 2016 như SAB, BHN, QNS, ACV, NVL, tuy nhiên vẫn còn những tên tuổi lớn sẽ phải chờ sang năm 2017 là Ngành dệt may: Vinatex (VGT), TCTCP May Việt Thắng, TCTCP Phong Phú, TCTCP May Nhà Bè, Vietnam Airlines (VHN), CNTT và viễn thông: FPT Telecom (FOX), Viettel Global, VEAM, Dược Bình Định, Masan Consumer (MCH), Thaco, Ngân hàng: VIB, Techcombank, VPBank... Đây đều là những doanh nghiệp lớn đầu ngành, triển vọng tăng trưởng hấp dẫn, kỳ vọng sẽ mang lại tỷ suất lợi nhuận lớn cho nhà đầu tư khi chính thức niêm yết. Ngoài ra, việc các doanh nghiệp này niêm yết trên HSX (sau khi lên upcom một thời gian) cũng sẽ có tác động lớn đến chỉ số VNIndex, cũng như thứ tự của nhóm VN30. Dù vậy, bên cạnh các cổ phiếu chất lượng, không loại trừ sẽ có những cổ phiếu có tính chất đầu cơ cao như năm 2016, cơn sốt OTC cũng cần sự thận trọng không nhỏ.

- **Thứ hai, nhóm doanh nghiệp nhà nước chuẩn bị Cổ phần hóa.** Theo thông tư số 115/2016/TT-BTC về CPH doanh nghiệp 100% vốn nhà nước, những doanh nghiệp ký Hợp đồng cung cấp dịch vụ đấu giá với SGDCK sau thời điểm 01/11/2016 thì tối đa trong vòng 20 ngày kể từ ngày hết hạn thanh toán tiền mua cổ phần trúng đấu giá, cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ được đưa vào giao dịch trên hệ thống Upcom. Do đó, thời gian giao dịch tập trung sẽ được rút ngắn, tăng tính thanh khoản của cổ phiếu, BSC cho rằng đây là điểm hấp dẫn góp phần thu hút dòng tiền đầu tư kể từ khi doanh nghiệp IPO.

Về tỷ lệ nắm giữ của nhà nước, Chính phủ cũng đã có quy định cụ thể, đối với các TCT trực thuộc UBND Tp Hồ Chí Minh khi IPO, tỷ lệ nắm giữ của Nhà nước như sau: nắm giữ 65% với TCT Du lịch Sài Gòn (Saigon Tourist), TCT thương mại Sài Gòn (Satra), TCT Công nghiệp Sài Gòn (CNS) và 50% với TCT cấp nước Sài Gòn (Sawaco), TCT Cơ khí giao thông vận tải Sài Gòn (Samco) và TCT Nông nghiệp Sài Gòn (Sagri).

Chúng tôi cũng lưu ý thương vụ IPO Vicem trong năm 2017, tỷ lệ thoái vốn của Nhà nước sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến cục diện **ngành xi măng Việt Nam**, bên cạnh đó, cơ hội đầu tư cũng sẽ khả quan với nhóm cổ phiếu ngành Xi măng (HT1, BCC).

- **Thứ ba, nhóm cổ phiếu thoái vốn hoặc hết room.** Thương vụ thoái vốn tại Sabeco, Habeco và VNM sẽ tiếp tục là chủ đề hấp dẫn cho giới đầu tư trong và ngoài nước trong năm 2017. SAB hiện đã thông qua chủ trương đấu thầu công khai thuê đơn vị tư vấn, xây dựng phương án thoái vốn nhà nước, dự kiến cuối Q1/2017 có thể hoàn tất đề án trình Chính phủ thông qua. Với BHN, kế hoạch thoái vốn sẽ khó khăn hơn do điều khoản đã ký từ trước với Carlsberg. Nhìn chung sau thương vụ thoái vốn 9% của SCIC tại VNM, những lần thoái vốn tiếp theo của nhà nước tại các doanh nghiệp niêm yết được kỳ vọng diễn ra thuận lợi và thành công hơn. Bên cạnh đó, SCIC sẽ phải tiếp tục thoái vốn tại nhóm 9 doanh nghiệp lớn là FPT, NTP, BMP, BMI, VNR, HGM, CTCP Hạ tầng và BĐS Việt Nam, SGC và FOX. Những sự kiện này cũng sẽ là điểm nhấn của TTCK trong năm 2017.

Với **nhóm cổ phiếu hết room**, tính từ thời điểm cho phép mở room đến nay, có khoảng 25 doanh nghiệp nộp hồ sơ xin mở room, tuy nhiên do vướng mắc về các quy định liên quan nên chỉ hơn 10 doanh nghiệp hoàn tất mở room. Trong năm 2017, việc tiếp tục tháo gỡ vướng mắc pháp luật sẽ giúp gia tăng số doanh nghiệp hoàn thành quá trình mở room, tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu với NĐT.

- **Thứ tư, nhóm cổ phiếu cơ bản, đầu ngành, cổ tức cao và tập trung vào thị trường trong nước.** BSC nhận thấy cục diện thị trường đã và sẽ chuyển dịch khi nhóm cổ phiếu “khủng long” lần lượt lên sàn Upcom, và chuyển sang niêm yết trên hai sàn HSX và HNX; thứ tự của nhóm bluechips cũng như chỉ số VNIndex sẽ được sắp xếp và điều chỉnh lại. Điều đó sẽ ảnh hưởng rất lớn đến dòng tiền của Nhà đầu tư, khi mà những gương mặt mới đang thu hút nhiều sự chú ý, dòng tiền đầu tư sẽ trở nên thông minh và tập trung hơn, hướng tới những cổ phiếu lớn, đầu ngành, trả cổ tức cao và đều đặn và tập trung vào thị trường trong nước như VNM, HPG, MWG, PNJ, HSG, SAB, QNS, FPT, FOX, VNS... Cơ hội bắt đáy các cổ phiếu cơ bản do việc dòng tiền bị phân hóa sang OTC và IPO cũng sẽ diễn ra. Dù vậy, những cổ phiếu đầu cơ sẽ khó có cơ hội trong năm 2017.
- **Thứ năm, các Hiệp định thương mại tự do.** Chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn đang ở ngưỡng cửa của quá trình hội nhập khi các Hiệp định FTAs quan trọng chuẩn bị được ký kết: (1) Hiệp định thương mại tự do

Việt Nam – EU chuẩn bị ký kết vào đầu năm 2017; (2) Hiệp định thương mại tự do RCEP (ASEAN +6) đã đi tới vòng đàm phán thứ 15, được kỳ vọng kết thúc vào giữa năm 2017 và (3) Hiệp định Thương mại tự do với Liên minh Kinh tế Á Âu vừa chính thức có hiệu lực vào 5/10/2016, mở cánh cửa sang thị trường 183 triệu dân của các nước Nga, Armenia, Belarus, Kazakhstan và Kyrgyzstan.

Chúng tôi cho rằng thị trường đang quá bi quan với TPP và triển vọng chính sách của tân Tổng thống Mỹ, dẫn đến các ngành định hướng xuất khẩu đều chịu ảnh hưởng mạnh. BSC cho rằng tốc độ tăng trưởng có thể chậm lại nhưng các nhóm ngành này đã bắt đầu vào vùng giá hấp dẫn gồm **cảng biển (GMD, VSC, CDN), Cảng Hàng không (ACV), Dịch vụ hàng không, Hạ tầng (CTI), Khu công nghiệp (KBC, LHG, D2D, TIP, SZL)**. Chúng tôi cho rằng cơ hội bắt đầu với những nhóm cổ phiếu này sẽ sớm xuất hiện từ năm 2017. Chúng tôi vẫn lo ngại tăng trưởng với ngành Dệt may do ảnh hưởng của chính sách tăng lương tối thiểu, những ưu đãi về thuế (EVFTA) sớm nhất có hiệu lực từ 2018 và **Thủy sản** vẫn còn nhiều khó khăn.

- **Thứ sáu, ảnh hưởng từ mặt bằng giá nguyên vật liệu, lạm phát tăng trở lại và khả năng tăng lãi suất.** Dự báo cho giá dầu trong 1H2017 được nâng từ mức 56.5 USD/thùng lên 59 USD, và giá dầu sẽ ổn định quanh mức 58 USD/thùng vào nửa cuối năm (Goldman Sachs); bên cạnh đó, tình hình kinh tế Trung Quốc ổn định hơn cũng đem lại triển vọng khả quan cho mặt bằng giá hàng hóa toàn cầu. Đối với nhóm ngành NVL cơ bản, BSC cho rằng KQKD cũng như giá cổ phiếu sẽ tiếp tục cải thiện theo diễn biến giá hàng hóa Thế giới và chính sách bảo hộ của Chính phủ Việt Nam (Thép, Mía đường), do đó 2017 sẽ tiếp tục là năm thuận lợi với **ngành Dầu khí, Thép, Cao su, Mía đường**.

Bên cạnh đó, Xu hướng phục hồi của giá hàng hóa cũng như triển vọng đồng USD tăng giá dẫn tới giá hàng hóa nhập khẩu tăng, góp phần đẩy lạm phát lên cao. Ngoài ra, những yếu tố trong nước như điều chỉnh giá dịch vụ y tế, giáo dục, khả năng tăng giá điện năm 2017 cũng dẫn tới tăng lạm phát và lãi suất.

Nhận định Triển vọng Ngành 2017:

Khi kinh tế dần hồi phục, cùng với nhiều chính sách hỗ trợ của Chính phủ sẽ có hiệu lực trong năm 2017, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ được dẫn dắt bởi sự hồi phục của ngành Dầu khí, với kỳ vọng chính phủ gia tăng sản lượng khai thác cùng với việc mặt bằng giá dầu được dự báo cải thiện.

- Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Xây dựng, Công nghệ, Dầu khí, Cảng biển, Điện, Bảo hiểm, Phân bón, Cao su và Thép**. Trong đó ngành chúng tôi ưa thích nhất về mặt cơ bản là **CNTT và Cảng biển**, về quy mô là **Dầu khí**. Trong số những ngành được đề cập, **Phân bón** là ngành có thể có chuyển biến bắt đầu từ 2017.
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Bất động sản, Gạch men, Dệt may, Đồ uống, Xi măng, Ô tô, Nhựa, Mía đường, Săm lốp, Ngân hàng, Dược, và Vận tải biển**. Chúng tôi cũng khá thận trọng với ngành Bất động sản, dù xu hướng tăng trưởng lợi nhuận là khá rõ ràng nhưng NĐT sẽ quan tâm nhiều hơn đến các chỉ tiêu bán hàng khi xem xét ngành này. Trong số các ngành trung lập chúng tôi kỳ vọng sự chuyển biến sẽ đến từ Ngân hàng, xi măng. Triển vọng chung của nhóm này đan xen tốt và xấu, nên cơ hội nếu có sẽ không đến với toàn bộ cổ phiếu.
- Về phía các ngành **KÉM KHẢ QUAN**, chúng tôi cho rằng ngành **Thủy sản** sẽ vẫn gặp nhiều khó khăn trong năm 2017. Chúng tôi không bi quan nhưng cho rằng nhà đầu tư quan tâm đến ngành này có lẽ nên kiên nhẫn chờ đợi thêm và chúng tôi sẽ cập nhật lại quan điểm khi xuất hiện những tín hiệu mới.

Tóm tắt cập nhật Triển vọng Ngành 2017

STT	Phân Ngành	Nhận định 2016	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Xây dựng	Khả quan	FCN, HUT, CTI	CTD, HBC
2	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG	
3	Dầu khí	Khả quan	PGS, CNG	PXS, PVS, GAS, PVD
4	Cảng biển	Khả quan	GMD, CDN VSC	
5	Bảo hiểm	Khả quan	PVI, BMI, VNR	PGI
6	Điện	Khả quan	VSH, NT2, JD, CHP	PPC
7	Thép	Khả quan	HPG, NKG, HSG	
8	Phân bón	Khả quan	LAS, BFC	DPM,
9	Cao su	Khả quan	PHR, TRC	
10	Bất Động Sản	Trung lập	VIC, DXG, KDH	BCI, CEO, ITC, DIG
11	Gạch men	Trung lập	CVT, VHL	VIT, VGC
12	Dệt may	Trung lập	VGG	TCM, EVE, TNG
13	Đồ uống	Trung lập		SAB, VNM, BHN, WSB, SMB
14	Xi măng	Trung lập	HT1, BCC	BTS
15	Ô tô	Trung lập		SVC, TMT
16	Nhựa	Trung lập	NTP, BMP	AAA
17	Mía đường	Trung lập	BHS, QNS	SBT, LSS, SLS, KTS
18	Săm lốp	Trung lập		DRC, CSM
19	Ngân hàng	Trung lập	MBB, VCB	ACB
20	Dược	Trung lập	DHG, DBD	IMP
21	Vận tải biển	Trung lập	PVT, VTO	GSP, VIP
22	Thủy sản	Kém khả quan		HVG, VHC, FMC

Nguồn: BSC dự báo và ước tính

2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2017

Những thông tin vĩ mô trong và ngoài nước, những chính sách sửa đổi bổ sung quy định mới và lộ trình các FTAs sẽ có tác động trái chiều với nhiều mức độ khác nhau lên thị trường chứng khoán nói chung, các doanh nghiệp nói riêng. Trong năm 2017, BSC lưu ý những thông tin và chính sách sau sẽ có ảnh hưởng lớn tới KQKD cũng như cơ hội đầu tư vào các Ngành.

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 30/12/2016
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	Brexit – Đồng GBP mất giá		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	ECB nới lỏng chính sách tiền tệ (EUR mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
4	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
5	Thông tin tiêu cực từ Châu Á (Các đồng tiền mất giá)		Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
6	Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Mặt bằng giá nguyên liệu tăng (giá dầu)		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
8	Trump chính thức trở thành tổng thống Mỹ	20/01/2017	N/A	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
9	Hà Lan tổng tuyển cử	15/03/2017	N/A	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
10	Hạn đàm phán Brexit	31/03/2017	N/A	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
11	Bầu cử tổng thống Pháp vòng cuối	07/05/2017	N/A	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
12	Bầu cử liên bang Đức	Mùa thu 2017	N/A	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
13	Đại hội Đảng Trung Quốc	Mùa thu 2017	N/A	Rất mạnh	Chưa ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
1	Thông tư 06/2016/TT-NHNN	1/7/2016	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Triển khai Hiệp ước vốn Basel II	2017	Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	Thuế TNDN giảm từ 22% xuống còn 20%	1/1/2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
4	Điều chỉnh tăng thuế suất thuế Tài nguyên	1/1/2016	Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
5	TTCK Phái sinh (Hợp đồng tương lai)	2017	Tích cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
6	Khả năng tăng lãi suất VND	2017	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	USD tăng giá so với VND		Tiêu cực	Rất Mạnh	Chưa ảnh hưởng
8	Tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
9	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
10	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
11	Tăng GDP, FDI, PMI, ODA, kiều hối, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	Nghị định 145/2016/NĐ-CP	15/12/2016	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
13	Thông tư số 180/2015/TT-BTC	01/01/2016	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
14	Thông tư số 115/2016/TT-BTC	01/11/2016	Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	ACFTA – Thông tư 166/2014/TT-BTC	1/1/2015	TB	Mạnh	Đã ảnh hưởng

2	FTA Việt Nam - Hàn Quốc	20/12/2015	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	FTA Việt Nam - Liên minh kinh tế Á Âu	2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
4	Hiệp định TPP (*)	2018	Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
5	FTA Việt Nam - EU	2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
6	RCEP ASEAN + 6	Đang ĐP	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
7	Thành lập Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC)	31/12/2015	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research, (*) Hiệp định TPP có khả năng không thành công

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

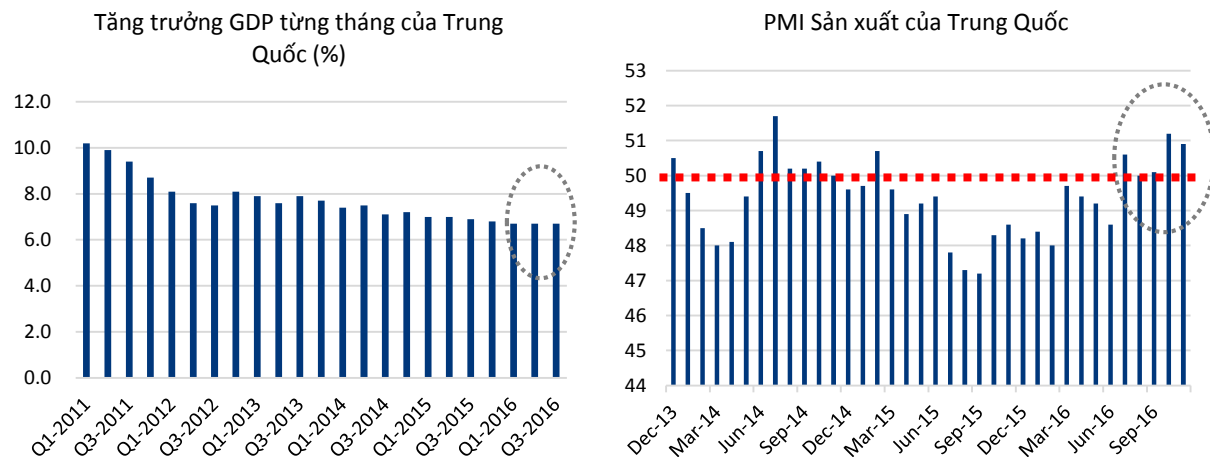
	Giá dầu hồi phục	Fed nâng lãi suất	USD tăng giá	Kinh tế Châu Âu khó khăn / Brexit / EUR giảm giá	Đồng Yên tăng giá	Lãi suất trong nước tăng	KT Trung Quốc tăng trưởng chậm	TPP không thành công	Các Hiệp định FTAs
Vận tải biển	(-)	(-)	(-)			(-)	(-)		
BDS						(-)			
Xây dựng	(-)					(-)			
Xi măng	(-)	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

Trong các yếu tố vĩ mô quốc tế, những ẩn số từ Trung Quốc, Mỹ và châu Âu (các đối tác kinh tế lớn của Việt Nam) sẽ có nhiều tác động nhất tới kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng, do đó chúng tôi muốn đánh giá thêm rõ những rủi ro có thể gặp phải từ những thị trường này. Với Trung Quốc, tình hình đã không quá bí quan như những gì chúng tôi dự báo từ thời điểm đầu năm 2016, chính sách kinh tế thận trọng hơn có thể sẽ giúp kinh tế Trung Quốc tăng trưởng bền vững. Với Mỹ, cuộc bầu cử tổng thống lần thứ 45 có kết quả bất ngờ như cú shock Brexit, chính sách mới của Trump sẽ tác động tương đối lớn đến nền kinh tế của những nước đường biên như Việt Nam. Với châu Âu, chủ nghĩa dân túy đang càng phát triển, và đó sẽ càng có cơ hội

lan rộng khi năm 2017 sẽ diễn ra nhiều cuộc bầu cử tại châu Âu. Các yếu tố vĩ mô trong nước dự kiến sẽ có những ảnh hưởng đáng kể trong 2017 đã được chúng tôi đề cập chi tiết trong báo cáo Vĩ mô và Thị trường năm 2017.

Trung Quốc – Liệu còn những cú shock?

Xuất hiện những tín hiệu lạc quan. Khác với thời điểm đầu năm 2016, nền kinh tế Trung Quốc đã tăng trưởng ổn định hơn, phần nào giảm bớt lo ngại của giới đầu tư về sức khỏe của nền kinh tế số 2 Thế giới. Kể từ năm 2010 – 2015, tăng trưởng GDP của Trung Quốc liên tục sụt giảm từ mức 10.6% xuống còn 6.9%, tuy nhiên trong năm 2016, tăng trưởng GDP duy trì ổn định ở mức 6.7% trong cả 3 quý, tạm thời chấm dứt đà suy giảm. Tín hiệu lạc quan cũng đến từ chỉ số PMI sản xuất, từ tháng 7/2016 chỉ số PMI sản xuất của Trung Quốc đã tăng trên mức trên 50, phản ánh tình hình kinh tế khả quan hơn so với cả năm 2015 và nửa đầu năm 2016.



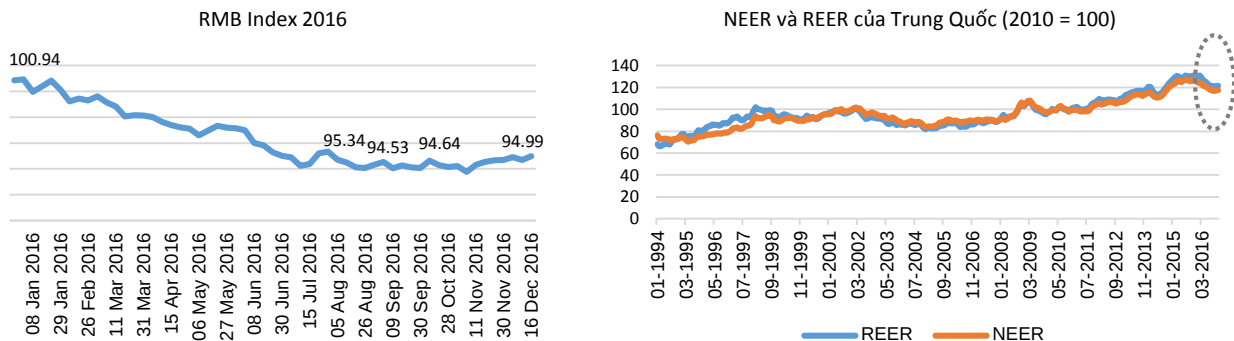
Nguồn: OECD, Worldbank data, Markit Economics

Về dự trữ ngoại hối, theo số liệu của PBoC, tốc độ giảm lượng dự trữ đã cải thiện nhiều so với năm 2015, hiện dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc tại thời điểm cuối tháng 11/2016 là 3,052 tỷ USD, chỉ giảm 279 tỷ USD so với đầu năm 2015 (trong khi số sụt giảm của cả năm 2015 là 513 tỷ USD). Mặc dù trong năm 2016, tỷ giá nhân dân tệ liên tục mất giá so với USD, nhưng nếu xét theo REER và RMB Index thì lại thấy tình hình vẫn được duy trì ổn định (hai chỉ số đều thể hiện giá trị của đồng nhân dân tệ so với một rổ ngoại tệ những nước có giao dịch thương mại với Trung Quốc, có thể hiểu là giá trị một người tiêu dùng Trung Quốc phải trả cho hàng hóa nhập khẩu, do đó thể hiện rõ hơn về sức mạnh của đồng tiền trong giao thương quốc tế. Lưu ý REER tính theo BIS Currency Basket và RMB Index tính theo CFETS Currency Basket).

RMB Index giảm từ mức 100.84 thời điểm tháng 1/2016, xuống mức trung bình 94.47 trong nửa cuối năm 2016. NEER cũng có xu hướng giảm so với đỉnh 2015, cho thấy đồng Nhân dân tệ mạnh hơn trong giao thương quốc tế.

Tỷ lệ Nợ / GDP của Trung Quốc đã tăng lên trên 200% (chủ yếu là nhóm doanh nghiệp nhà nước và chính quyền địa phương). Bắc Kinh đang cải thiện tình hình bằng cách chuyển nợ vay ngắn hạn ngân hàng sang trái phiếu dài hạn và chuyển hướng tín dụng sang khu vực tư nhân và hộ gia đình.

Kinh tế thế giới biến động với xu hướng tăng lãi suất trên toàn cầu và đồng USD mạnh lên sẽ tiếp tục tạo áp lực lên nền kinh tế Trung Quốc. Dòng vốn đầu tư có thể sẽ chảy ra khỏi Trung Quốc, tiếp tục làm giảm dự trữ ngoại hối, đẩy RMB xuống thấp hơn trong khi lại phải tăng lãi suất liên ngân hàng



Mặc dù vậy, BSC cho rằng trong năm 2017, nền kinh tế Trung Quốc sẽ được hỗ trợ tăng trưởng khả quan. Trước đây nền kinh tế Trung Quốc tăng trưởng nhờ 3 động lực chính là (1) Đầu tư, (2) Xuất khẩu và (3) Tiêu dùng; tuy nhiên do tình hình kinh tế Thế giới nhiều biến động nên Đầu tư và Xuất khẩu tăng trưởng không còn khả quan như trước. Do đó, từ năm 2017 – 2020, chính phủ Trung Quốc đặt mục tiêu tăng trưởng ổn định, bền vững với tăng trưởng GDP khoảng 6.5% trong năm 2017 và duy trì đến năm 2020. Trong đó tập trung vào cơ cấu và phát huy sức mạnh của thị trường Tiêu dùng Nội địa đang còn nhiều tiềm năng.

Bên cạnh đó Trung Quốc cũng tăng cường cải cách nguồn cung của nền kinh tế, giảm năng lực sản xuất dư thừa (thép, than...), giảm tồn kho nhà tại những thành phố thị trấn cấp 3 – 4, giảm đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp để tránh bất kỳ cuộc khủng hoảng tài chính. Đồng thời cải cách tài khóa và tiền tệ thích hợp hơn để đảm bảo đồng Nhân dân tệ sẽ không giao động quá mạnh như những tháng vừa qua.

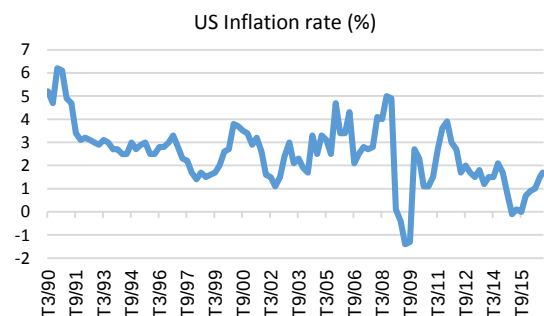
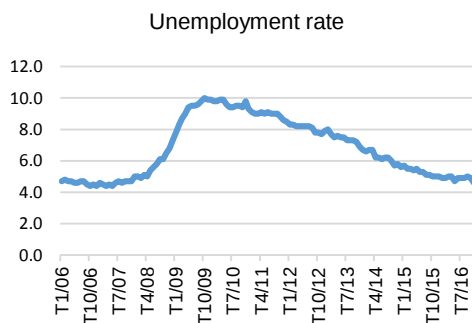
Ngoài ra, yếu tố chính trị cũng sẽ là một nhân tố giúp kinh tế Trung Quốc duy trì ổn định với Đại hội Đảng cộng sản Trung Quốc sẽ được tổ chức tại Bắc Kinh vào mùa thu 2017. Tại kỳ đại hội này, phần lớn thành viên của Ủy Ban thường vụ Bộ Chính trị sẽ nghỉ hưu, các đại biểu sẽ bầu ra ban lãnh đạo mới của Đảng cộng sản Trung Quốc. Do đó sẽ hạn chế những cú shock lớn tới thị trường tài chính và hàng hóa như năm 2015.

Mỹ – Mr. Trump còn ẩn số nào?

Dự báo lạc quan cho nền kinh tế Mỹ năm 2017. Theo dự báo được công bố sau cuộc họp FOMC ngày 14/12/2016, tăng trưởng real GDP 2017 sẽ khoảng 2.1% năm 2017, cao hơn so với mức 1.9% ước tính cho năm 2016 và tương đương mức 2.1% của năm 2015. Dự báo này chưa tính đến tác động ảnh hưởng khi những chính sách của Trump được thực thi. Tỷ lệ thất nghiệp dự báo sẽ giảm về 4.5% trong năm 2017 và 2018, tốt hơn so với mức 4.7% của năm 2016 và mức mục tiêu 6.7% của Fed. Tăng trưởng việc làm hiện chủ yếu đến từ công việc có thu nhập thấp thuộc ngành bán lẻ và dịch vụ ăn uống. Về lạm phát, mức dự báo cho năm

2017 là 1.9% và 2018 và 2% (cao hơn so với mức 1.5% năm 2016 và 0.7% năm 2015) dần tiến đến mức mục tiêu 2.0% của Fed.

Về lãi suất, FOMC bắt đầu nâng Fed funds rate lên mức 0.5% tháng 12/2015 và lên mức 0.75% tháng 12/2016. Dự báo mức lãi suất trong năm 2017 sẽ được nâng lên thành 1.4%, mức 2.1% năm 2018 và mức 2.9% năm 2019. Fed fund rate ảnh hưởng tới lãi suất ngắn hạn, Fed cho biết khi Fed fund rate bình ổn ở mức 2%, Fed sẽ bắt đầu bán ra 4 nghìn tỷ trái phiếu chính phủ, qua đó sẽ làm tăng lãi suất 10-năm Treasury Note, dẫn tới tăng lãi suất kỳ hạn dài (bao gồm lãi suất cho vay mua nhà, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp).



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Ảnh hưởng từ chính sách của Trump. Chính quyền của Trump được dự báo sẽ hướng đến chính sách nới lỏng tài khóa, tăng đầu tư hạ tầng, tăng lãi suất, đẩy cao lạm phát và tăng sức mạnh của đồng USD. Một điểm đáng lưu ý là nếu đường lối chống lại Thương mại tự do được thực hiện, có thể sẽ gây tác động xáo trộn lớn tới dòng vốn đầu tư FDI vào các nền kinh tế mới nổi. Điều đó cũng có nghĩa giá trái phiếu tại những quốc gia này sẽ suy giảm, lãi suất tại những nước mới nổi sẽ phải tăng lên để thu hút dòng tiền đầu tư. Qua đó sẽ tạo làn sóng tăng lãi suất trên toàn cầu.

Châu Âu – kinh tế sẽ còn biến động bởi chủ nghĩa dân túy?

Tăng trưởng kinh tế châu Âu năm 2017 dự báo sẽ chậm lại hơn so với năm 2016 với tăng trưởng GDP là 1.6%, thấp hơn mức 1.8% của năm 2016; bên cạnh đó lạm phát sẽ đạt 1.6%, tăng mạnh so với mức 0.3% của năm 2016, điều này sẽ làm giảm mức độ tiêu dùng của người dân. Tuy nhiên chính sách nới lỏng tiền tệ sẽ tiếp tục là nguồn lực thúc đẩy kinh tế. Nếu nhìn vào từng quốc gia cụ thể trong Euro zone, đại đa số được dự báo sẽ khá quan hơn trong năm 2017. 10 quốc gia được dự báo tăng trưởng trong đó có Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha; dự báo các nước đầu tàu như Pháp, Đức, Ý vẫn giữ mức tăng trưởng cũ.

Các cuộc bầu cử sẽ là cơ hội cho chủ nghĩa dân túy lan rộng. Năm 2017 được coi là năm quan trọng thay đổi cục diện chính trị tại châu Âu. Các cuộc bầu cử sẽ diễn ra lần lượt tại Hà Lan, Pháp và Đức, trong khi đó các đảng dân túy đang dần lớn mạnh. Sự kiện Brexit và Trump đắc cử tổng thống Mỹ có thể sẽ lặp lại trong năm 2017 tại những quốc gia này, và sẽ tạo những ảnh hưởng mới về sự tồn tại cũng như tăng trưởng kinh tế của cộng đồng châu Âu. Tỷ giá EUR có thể sẽ còn nhiều biến động, ảnh hưởng trực tiếp đến KQKD của các ngành Nhiệt Điện, Thủy sản, Dệt may và Xi măng.

3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành

Chúng tôi đã không ít lần đặt câu hỏi này trong các báo cáo Ngành của BSC. Việc xác định chu kỳ kinh tế là điều quan trọng để tìm ra cơ hội đầu tư đúng đắn, hợp lý. Tuy nhiên xác định được vị trí của nền kinh tế trong chu kỳ không phải là điều dễ dàng khi điều kiện kinh tế Thế giới đang ngày càng nhiều biến động, nhiều biến số, ẩn số, cũng như kinh tế của những nước đường biên như Việt Nam thường bị phụ thuộc và ảnh hưởng bởi nền kinh tế đầu tàu là Mỹ, Trung Quốc, Châu Âu, Nhật Bản.

Chu kỳ kinh tế	Lạm phát	Chính sách kinh tế	Dấu hiệu thị trường
Phục hồi ban đầu (Initial Recovery)	Giảm lạm phát	Kích thích	Lãi suất ngắn hạn thấp hoặc giảm Lãi suất dài hạn chạm đáy và đỉnh của giá trái phiếu Giá cổ phiếu bắt đầu tăng
Tiền tăng trưởng (Early Upswing)	Lạm phát thấp Tăng trưởng kinh tế tốt	Giảm Kích thích	Lãi suất ngắn hạn tăng Lãi suất dài hạn chạm đáy hoặc tăng và giá trái phiếu bắt đầu giảm Giá cổ phiếu tăng
Hậu tăng trưởng (Late Upswing)	Lạm phát tăng	Bắt đầu thắt chặt	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn tăng, giá trái phiếu giảm Giá cổ phiếu giao động quanh đỉnh
Giảm tốc (Slowdown)	Lạm phát tiếp tục tăng	Giảm thắt chặt	Lãi suất ngắn và dài hạn chạm đỉnh và bắt đầu giảm với giá trái phiếu tăng lại Giá cổ phiếu giảm
Suy thoái kinh tế (Recession)	Lạm phát chạm đỉnh	Nới lỏng	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn giảm và giá trái phiếu tiếp tục tăng Giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng trở lại vào cuối chu kỳ Suy thoái.

Nguồn: BSC Research

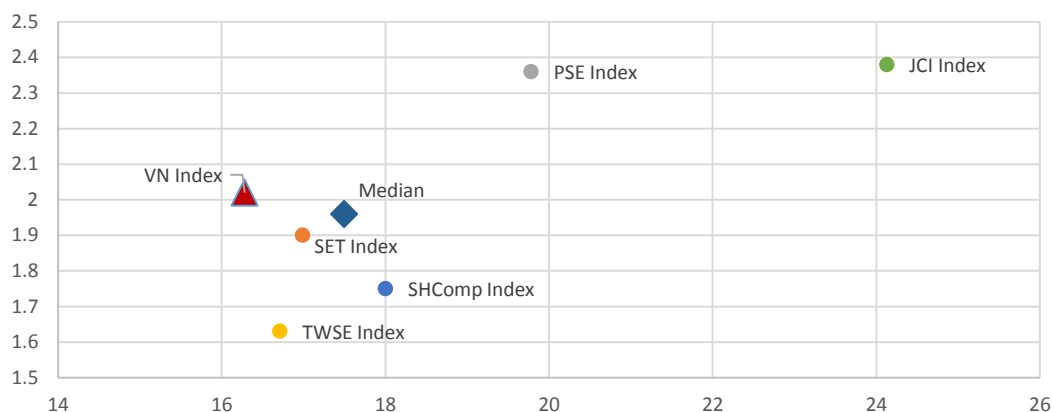
Dựa vào những dự báo vĩ mô 2017 là lạm phát 4.5% – 6%, GDP 6.6% (cao hơn mức 6.2% của năm 2016), tỷ giá VND sẽ mất giá khoảng 2% so với USD, mặt bằng lãi suất dự kiến bắt đầu tăng, BSC cho rằng kinh tế Việt Nam đang tiến đến nửa sau của Giai đoạn Tiền tăng trưởng (Early Upswing). Trong giai đoạn này giá cổ phiếu tiếp tục tăng và thị trường cổ phiếu vẫn là nơi đem lại lợi nhuận cho NĐT. Những cổ phiếu đầu ngành, cơ bản tốt, có lợi thế cạnh tranh, tiềm năng tăng trưởng khả quan sẽ là cơ hội thu hút dòng tiền.

So sánh ngang với TTCK khu vực

Xét trên phạm vi khu vực Đông Nam Á (TTCK Mới nổi) thì Việt Nam hiện đang được giao dịch ở mức tương đương với khu vực về P/B và thấp hơn không đáng kể về định giá P/E. Tuy nhiên xét trên từng ngành thì mức

chiết khấu có sự dao động khác nhau. Thêm vào đó cần cân nhắc yếu tố tăng trưởng, cổ tức của Việt Nam đang tốt hơn so với trung bình khu vực.

So sánh PE và PB khu vực châu Á mới nổi



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Các ngành của Việt Nam nhìn chung đang được định giá ở mức tương đương với mức định giá trung vị PE của nhóm các nước thuộc khu vực châu Á mới nổi là Thái Lan, Indonesia, Philippines, Đài Loan, và Trung Quốc. Trong số đó có những ngành được có mức chiết khấu tốt hơn khá nhiều so với khu vực như: Bán lẻ, Viễn thông, hàng hóa và dịch vụ công nghiệp ... Riêng Bất động sản đang có mức P/E cao hơn đáng kể so với khu vực, hiện chỉ thấp hơn Indonesia, còn ngành ngân hàng và tài chính hiện đang giao dịch ở mức tương đương với khu vực.

	Việt Nam	Phillipine	Thái Lan	Trung Quốc	Indonesia	Đài Loan	Median
Bất động sản	50.0	27.3	21.7	45.9	90.5	14.1	36.6
Ngân hàng	14.5	16.2	11.6	6.3	16.1	11.5	13.1
Hàng hóa& dịch vụ công nghiệp	10.3	30.5	27.4	71.5	37.0	21.3	28.9
Thực phẩm & Đồ uống	27.7	20.3	25.9	76.2	204.4	20.0	26.8
Bán lẻ	17.9	29.4	40.3	205.0	26.4	24.0	27.9
Dịch vụ công ích	11.8	15.0	21.9	25.3	15.1	19.2	17.1
Viễn thông	10.3	23.4	452.5	157.1	22.8	19.3	23.1
Du lịch & nghỉ dưỡng	10.3	42.8	22.1	26.7	32.7	23.8	25.2
Khoáng sản	15.7	12.6	17.2	145.0	27.7	40.0	22.5
Dầu khí	25.2	18.6	17.0	113.5	11.9	16.4	17.8

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

4. Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2017

Ngành	Mã CK	DT 2017	LNST	EPS	P/E	P/B	ROE	Giá tại ngày	Giá mục tiêu
Xây dựng	CTD	24,000	1600	19,727	9.2	2.6	36.0%	182,400	195,000
	HBC	13,100	350	3,522	8.3	1.9	23.0%	29,150	30,000
	FCN	2,650	190	2,831	6.6	1.1	23.5%	18,700	23,400
	HUT	3,250	466	2,368	4.7	0.8	19.0%	11,200	14,700
	CTI	1,397	140	3093	8.1	1.5	16.0%	25,100	31,800
Bảo hiểm	PVI	8,250	500	2,247	10.4	0.8	8.0%	24,300	30,000
	BMI	3,681	150.8	1,774	13.4	0.8	6.1%	23,900	31,800
	VNR	1,991	234	1,762	12.5	0.9	6.8%	20,900	25,000
	PGI	2,603	123.2	1,770	12.5	1.7	13.2%	22,200	N/A
CNTT - Viễn thông	FPT	32,079	2,021	4,400	9.7	1.9	20.0%	42,650	56,200
	CMG	4,700	170	2,566	5.8	0.9	15.0%	14,950	15,700
Dầu khí	PGS	5,175	107.5	2,150	7.3	0.8	10.5%	15,700	19,000
	CNG	1,050	140	5,250	7.9	0.9	9.8%	41,450	45,000
	PXS	1,216	79.1	1318	7.2x	0.7	9.6%	9,520	N.A
Cảng biển	GMD	4,354	579	2,774	9.5	0.9	11.0%	26,400	30,500
	PHP	2,529	504	1,432	12.1	1.7	11.0%	17,300	22,980
	VSC	1,402	312	6,412	8.0	1.8	20.0%	51,200	75,500
	HAH	548	88	3,498	11.0	1.0	16.0%	38,300	47,419
	CDN	640	147	1,634	15.1	2.0	16.0%	24,700	<u>18,800</u>
Điện	NT2	7,299	1,082	3,756	7.3	1.6	23.0%	27,500	36,400
	PPC	6,567	600	1,712	9.9	1.2	10.6%	16,290	N/A
	SJD	468	225	4,531	5.5	1.0	17.0%	25,500	30,940
	CHP	667	298	2,366	8.7	1.8	22.0%	20,500	23,200
	VSH	643	386	1,875	8.3	1.2	12.0%	15,600	17,700
Thép	HPG	32,701	6,083	7,213	6.0	1.5	24.6%	42,950	53,866
	HSG	22,367	1919	9,763	5.3	1.7	32.8%	51,300	66,386
	NKG	12,093	711	10,768	3.3	1.2	36.6%	35,100	47,680
Cao su	PHR	1,405	296.7	2,978	8.9	0.9	9.6%	25,300	31,200
	TRC	369	83.9	2,305	11.4	0.5	4.5%	26,300	30,500
BĐS	VIC	70,000	3,850	1,038	40.6	2.7	9%	42,100	47,800
	DXG	2,000	500	1,976	6.0	1.7	28%	11,850	13,300
	KDH	3,500	560	2,393	6.9	1.1	13%	20,200	23,330
Gạch men	CVT	1245	123	6,432	6.4	2.3	33.0%	39,300	43,900
	VHL	1950	123.5	7,719	6.5	1.6	24.0%	50,000	59,500
	VGC	9684	541.6	1,764	9.1	1.3	13.8%	16,000	N.A
Dệt may	VGG	8,097	403.8	9,615	6.24	1.8	28.5%	60,000	70,333
	VGT	15,640	310	570	23.6	1.14	4.8%	13,500(*)	13,619
	TCM	3,165	120.5	1,837	7.94	0.78	13.5%	14,460	N/A
	EVE	985	121	2,738	8.69	0.98	12.8%	23,800	N/A

Vietnam Sector Outlook 2017
Phần 2 – 2017 Outlook

	TNG	2,130	93	2,442	4.81	0.81	17.9%	12,200	N/A
Phân bón	BFC	6,153	268	4,219	7.1	1.8	25.7%	30,000	33,000
	DPM	9,321	1205	3,078	7.4	1.0	13.5%	22,750	23,085
	LAS	3,440	121.6	1,077	11.4	1.1	9.3%	12,300	14,000
Đồ uống	SAB	30,860	4,811	7,100	28.2	3.3	33.4%	200,800	168,600
Xi măng	HT1	8,862	920	2,051	10.1	1.3	15.1%	20,800	26,845
	BCC	4,497	274	2,243	6.6	0.7	12.6%	14,700	22,874
	BTS	3,348	130	1,076	8.6	0.7	8.8%	9,300	11,902
Ô tô	SVC	10,000	150	6,006	7.7	1.1	14.0%	46,000	N/A
	TMT	4,200	120	3,254	4.3	1.3	31.0%	14,000	N/A
Nhựa	NTP	4,587	453	5,706	13.5	3.3	21.0%	77,700	96,400
	BMP	4,609	700	15,391	12.6	3.8	28.0%	191,780	215,000
	AAA	2,900	200	3468	6.9	1.4	22.0%	24,000	N/A
Mía đường	BHS	5,608	289	2,232	6.6	0.6	12.0%	14,650	22,023
	QNS ^(*)	7,288	1300	6,934	13.9	7.1	35.7%	96,200	115,041
	SBT	3,645	276	1,092	23.4	1.3	9.2%	25,500	N/A
	LSS	2,019	131	1,869	6.7	0.5	4.6%	12,450	N/A
	SLS	751	307	45,132	1.9	2.6	58.9%	86,000	N/A
Săm lốp	DRC	3,917	422	3,303	9,63x	2.17x	24.0%	31,800	33,800
	CSM	3,253	194	1,696	11.4	1.4	20.0%	19,400	20.1
Ngân hàng	VCB		9,578	2,332	15,26	2.7	12.0%	35,600	N/A
	MBB		3,386	1,872	7.1	0.9	13.5%	13,200	16,600
	ACB		1,466	1,487	11.6	1.2	9.6%	17,300	N/A
Dược	DHG	4,150	730	7,543	12.6	2.9	27.0%	94,800	110,000
	DBD	1,630	152	2,909	8.59	1.8	26%	25,000 (*)	42,800
	IMP	1200	120	2,818	19.6	1.6	13.0%	55,500	N/A
Vận tải biển	PVT	7,589	667	2,118	5.6	1.0	14.0%	11,900	16,000
	GSP	1,286	69	2,300	5.0	1.0	18.0%	11,550	15,200
	SKG	497	258	7,564	9.5	2.6	27.0%	71,700	75,000
	VTO	1312	120	1,521	5.2	0.4	8.0%	7,850	11
	VIP	655	110	1606	4.8	0.5	11.0%	7,750	N/A
Thủy sản	HVG	23,400	220	870	10.25	0.73	8.0%	8,920	N/A
	VHC	9,200	590	6370	8.8	1.8	15.0%	56,300	53,100
	FMC	2,800	83	2,470	7.8	1.15	20.0%	19,300	20,500

(*) Giá niêm yết
Nguồn: BSC dự báo

Ngành Xây dựng 2017 [Khả quan]

- Thị trường xây dựng dân dụng có thể tăng chậm lại vào nửa cuối năm do dòng vốn tín dụng bất động sản bị thắt chặt hơn Thông tư 06.
- Thị trường xây dựng cơ sở hạ tầng tăng trưởng ổn định. Thị trường xây dựng công nghiệp tăng trưởng tốt nhờ lượng vốn FDI vào Việt Nam vẫn đang trong xu hướng tăng.
- Khuyến nghị Theo dõi với CTD, HBC, Mua đối với FCN, HUT, CTI.

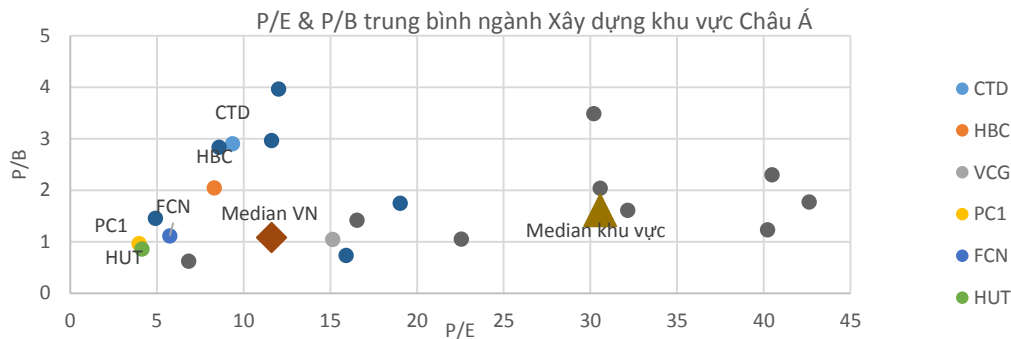
Thị trường xây dựng dân dụng nhiều khả năng tăng chậm lại vào nửa cuối năm do dòng vốn tín dụng bất động sản bị thắt chặt hơn Thông tư 06. Từ 1/1/2017, các quy định mới theo thông tư 06 sẽ chính thức có hiệu lực bao gồm: (1) Hệ số các khoản phải thu cho kinh doanh bất động sản tăng từ 150% lên 200% và (2) tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn sử dụng cho vay dài hạn giảm từ 60% xuống còn 50%. Chúng tôi lưu ý là tác động của lĩnh vực bất động sản đến mảng xây dựng dân dụng thường có độ trễ từ 3- 6 tháng. Do đó, các tác động của chính sách này lên hoạt động xây dựng dân dụng sẽ được phản ánh trong nửa cuối năm 2017. Tuy nhiên, tác động này sẽ là không nhiều đối với một số doanh nghiệp đầu ngành có lượng hợp đồng ký kết cho năm 2017 lớn như: **CTD, HBC**.

Thị trường xây dựng cơ sở hạ tầng tăng trưởng ổn định. Việc phát triển cơ sở hạ tầng là yêu cầu tất yếu để thúc đẩy tăng trưởng GDP và thu hút FDI vào Việt Nam. Trong giai đoạn 2017-2020, mỗi năm Việt Nam cần trung bình 200 nghìn tỷ đồng/năm để phát triển hạ tầng giao thông. Trước sự chậm trễ trong việc giải ngân vốn ODA trong năm 2016 do thiếu vốn đối ứng, chúng tôi kỳ vọng chính phủ sẽ có những chính sách ưu đãi đối với các dự án theo hình thức đối tác công – tư (PPP) có yêu cầu vốn đối ứng từ ngân sách nhà nước thấp hơn hoặc thậm chí không yêu cầu. Một số công ty có kinh nghiệm làm dự án BOT, BT đang niêm yết: **CII** (miền Nam), **HUT** (miền Bắc).

Thị trường xây dựng công nghiệp tăng trưởng tốt nhờ lượng vốn FDI vào Việt Nam vẫn đang trong xu hướng tăng. Trong trường hợp TPP không thành công, Việt Nam vẫn có các yếu tố vĩ mô thu hút dòng vốn FDI, bao gồm: nền kinh tế được dự báo tăng trưởng cao hơn năm 2016, kinh tế vĩ mô ổn định với lạm phát và lãi suất duy trì ở mức thấp cùng những lợi ích từ các hiệp định FTA mà Việt Nam tham gia ký kết. Trong năm 2017, lượng vốn FDI đăng ký và giải ngân được dự đoán đạt 24 tỷ (+9% YoY) và 15.5 tỷ USD (+4% YoY). Các dự án lớn đang trong quá trình hoàn tất thủ tục để được cấp giấy chứng nhận đầu tư và triển khai trong năm tới bao gồm: Dự án điện BOT Nghi Sơn (2.5 tỷ USD), Dự án Điện Vũng Áng (2.5 tỷ USD). Một số doanh nghiệp chuyên về xây dựng công nghiệp hiện đang niêm yết: **FCN, LCG, LM8, L10, SDT, SD5, C32**.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành Xây dựng dựa trên các yếu tố: (1) mặt bằng lãi suất được kỳ vọng giữ ổn định hoặc tăng nhẹ so với năm 2016 (2) các doanh nghiệp xây dựng dân dụng với lượng hợp đồng ký kết cho năm 2017 lớn chưa bị ảnh hưởng nhiều bởi Thông tư 06, (3) nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng tăng trưởng ổn định trong dài hạn và (4) lượng vốn FDI vào Việt Nam vẫn diễn biến khả quan. Theo dữ liệu thống kê từ Bloomberg, các doanh nghiệp Xây dựng tại Việt Nam đang được định giá tương đối hấp dẫn mức trung vị P/E và P/B của ngành lần lượt là = 11.6 và 1.08 so với mức 30.5 và 1.6 của khu vực. Chỉ có chỉ số P/B của 2 doanh nghiệp đầu ngành CTD (P/B=2.9) và HBC (P/B=2.04) là cao hơn so với trung vị của khu vực.



CTD – Theo dõi – Giá mục tiêu 195,000 đồng/cp – Upside 6.9%

CTD là doanh nghiệp xây dựng có quy mô lớn nhất cả về giá trị vốn hóa lẫn doanh thu trên thị trường chứng khoán. Hoạt động cốt lõi của CTD là xây dựng dân dụng và xây dựng công nghiệp đóng góp 94% tổng doanh thu. Đặc biệt là mảng xây dựng dân dụng khi CTD được coi là nhà thầu số 1 Việt Nam về năng lực, tốc độ thi công và là đối tác chính của những tập đoàn bất động sản lớn nhất như Vingroup, Tân Hoàng Minh. Thế mạnh của công ty đến từ năng lực thi công theo hình thức D&B (trọn gói từ thiết kế tới thi công) với tỷ trọng doanh thu từ D&B khoảng 40% (2016), dự kiến tăng lên 50% vào năm 2017.

Sau một năm 2016 thành công, chúng tôi dự báo công ty tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm tới nhờ: (1) giá trị backlog cho năm 2017 ước đạt 22,000 tỷ đồng, gấp khoảng 1.7 lần cùng kỳ năm trước và (2) biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện nhờ tăng tỷ lệ thi công D&B. Trong dài hạn, triển vọng chính của CTD tiếp tục đến từ mối quan hệ chặt chẽ với VIC khi gần đây Vingroup triển khai thương hiệu VinCity gồm 300,000 căn hộ bình dân, phân khúc còn rất nhiều tiềm năng để phát triển.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 đạt ~24,000 tỷ (+17% YoY), LNST đạt ~1,600 tỷ (+18.5% YoY), EPS 2017 ~19,727 đồng (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi 5%), P/E forward 2017 ~9.2x.

HBC – Khuyến nghị Theo dõi - Giá mục tiêu 30,000 đồng/cp – upside 2.9%

HBC là doanh nghiệp đầu ngành xây dựng với quy mô chỉ đứng thứ 2 sau CTD trong lĩnh vực xây dựng dân dụng. Trong 9T2016, HBC ghi nhận doanh thu tăng gấp đôi và lợi nhuận tăng gấp hơn 5 lần cùng kỳ năm trước nhờ: (1) doanh thu từ các dự án lớn, đáng kể là: Sài Gòn Center 3 (223 tỷ), Saigon South Office (177 tỷ) và mở rộng nhà ga quốc tế T2 Tân Sơn Nhất (281 tỷ), (2) tỷ trọng doanh thu từ thi công D&B tăng lên mức 15.6% giúp biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng tăng từ 5.5% (2015) lên mức 9.1% và (3) HBC ghi nhận doanh thu khoảng 310 tỷ với biên LNG cao (50%) từ việc cho thuê đất tại khu công nghiệp Nhì Thành.

Chúng tôi lưu ý rủi ro các khoản phải thu do HBC chọn cách ghi nhận doanh thu tích cực nên các khoản phải thu ngắn hạn tại thời điểm quý 3 tăng lên mức 5,871 tỷ đồng, chiếm 54% tổng tài sản của HBC. Dự báo HBC tiếp tục tăng trưởng nhưng với tốc độ chậm lại nhờ giá trị hợp đồng ký kết cho năm 2017 là 17,000 tỷ đồng. Doanh thu 2017 của HBC ước đạt 13,100 tỷ đồng (+24.7% YoY), LNST 2017 đạt 350 tỷ (-20.4% YoY) do phần còn lại của khu công nghiệp Nhì Thành dự kiến được HBC chuyển nhượng trong năm nay. Tương ứng EPS 2017 = 3,522 đồng (đã trừ 5% quỹ khen thưởng phúc lợi), EPS 2017 forward = 8.27x.

FCN: Khuyến nghị Mua – Giá mục tiêu 23,400/cp, upside 25.1%

FCN là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực thi công nền móng và xử lý nền đất yếu. Trong năm 2016, bên cạnh mảng thi công nền móng truyền thống, FCN dự kiến ghi nhận thêm 100 tỷ doanh thu từ mảng thi công công trình ngầm (dự án Metro Bến Thành – Suối Tiên) và 400 tỷ doanh thu từ mảng thi công hạ tầng giao

thông. Chúng tôi cũng lưu ý rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi: FCN hiện còn 460.4 tỷ trái phiếu chuyển đổi, tương đương gần 23.6 triệu cổ phiếu (pha loãng khoảng 49.4%), trong đó giá trị có thể chuyển đổi trong năm 2017 là 241.85 tỷ đồng. Tuy nhiên, với backlog cho 2017 là khoảng 1,000 tỷ cùng triển vọng khả quan từ các mảng hoạt động mới (công trình ngầm, cơ sở hạ tầng), chúng tôi cho rằng tăng trưởng EPS sẽ giúp trung hòa rủi ro pha loãng trái phiếu chuyển đổi.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của FCN đạt khoảng 2,650 tỷ đồng (+17.7% YoY), LNST đạt 190 tỷ đồng (+21% YoY), tương ứng với EPS 2017 pha loãng = 2,831 đồng (đã trừ 10% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2017 forward = 6.6x, tương đối hấp dẫn.

HUT: Khuyến nghị Mua – Giá mục tiêu 14,248 đồng/cp – upside 27.2%

Trong năm 2017, HUT sẽ ghi nhận khoảng 700 tỷ còn lại từ dự án Foresa Xuân Phương và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án Xuân Phương Residence (tổng DT ~ 1,500 tỷ). Động lực tăng trưởng còn đến từ (1) các trạm BOT mới bắt đầu thu phí: BOT QL39 (50 tỷ/năm), BOT Quán Toan (300 tỷ/năm, bắt đầu thu phí từ quý 4) và BOT QL32 (80 tỷ/năm, HUT sở hữu 30%), (2) dự án ETC bắt đầu trích doanh thu phí BOT từ các trạm được HUT triển khai công nghệ thu phí không dừng.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của HUT ước đạt 3,300 tỷ đồng (+17.7% YoY), LNST đạt 471.7 tỷ đồng (+17.9% YoY), tương ứng EPS pha loãng 2017 = 2,250 đồng (đã tính 5% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2017 forward = 4.44x, tương đối hấp dẫn

CTI: Khuyến nghị Mua – Giá mục tiêu 31,800 đồng/cp – upside 26.7%.

CTI là doanh nghiệp thực hiện đầu tư và khai thác một số dự án BOT trên địa bàn tỉnh Đồng Nai và các tỉnh, thành phố trực thuộc khu vực Đông Nam Bộ. Công ty hiện đang thực hiện dự án nút giao 319 và cao tốc TP-HCM – Long Thành (700 tỷ), dự án khu nhà ở xã hội phường Tam Hòa (325 tỷ) và một số dự án khác. Công ty hiện cũng đang sở hữu 3 mỏ đá lớn ở Đồng Nai với giá trị trữ lượng còn lại theo ước tính của chúng tôi rơi vào khoảng 4,709 tỷ đồng. Trong quý 4, trạm thu phí QL91B đi vào hoạt động, đóng góp thêm khoảng 22 tỷ đồng vào doanh thu quý 4.

Chúng tôi dự báo CTI tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2017 nhờ (1) hoàn thành dự án đường 319 nối dài, nút giao thông giữa đường 319 và cao tốc TP HCM – Long Thành - Dầu Giây và (2) hoàn thành dự án đường vận chuyển vật liệu xây dựng tại Biên Hòa để đưa vào thu phí. Chúng tôi lưu ý rủi ro pha loãng có thể xảy ra do công ty đang xây dựng phương án phát hành trái phiếu và cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để huy động 200 tỷ đồng cho dự án đường ven hồ Trị An.

Doanh thu 2017 của công ty ước đạt 1,397 tỷ đồng (+22.5% YoY), LNST đạt 140 tỷ đồng (+21.7% YoY), tương ứng EPS 2017 = 3,093 đồng (đã trừ 5% quỹ khen thưởng), P/E 2017 forward = 8.11x .

Mã CK	DT 2017	LNST 2017E	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá tại ngày 23/12/2016	Giá mục tiêu
CTD	24,000	1,600	19,727	9.2	2.6	36%	30% tiền	182,400	195,000
HBC	13,100	350	3,522	8.27	1.9	23%	15% tiền	29,150	N/A
FCN	2,650	190	2,831	6.6	1.1	23.5%	10% tiền	18,700	23,400
HUT	3,250	466	2,368	4.72	0.8	19%	12% tiền	11,200	14,700
CTI	1,397	140	3,093	8.11	1.5	16%	16% tiền	25,100	31,800
CTD	24,000	1,600	19,727	9.2	2.6	36%	30% tiền	182,400	195,000

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ 2017 [Khả quan]

- Doanh thu phí bảo hiểm gốc ước tính tăng trưởng 14%, tăng trưởng các mảng bán lẻ chững lại.
- Tỷ lệ bồi thường phụ thuộc vào các yếu tố khó kiểm soát như bão lũ, hỏa hoạn.
- Một số doanh nghiệp có các thương vụ bán cổ phần cho cổ đông chiến lược (PGI) hoặc SCIC thoái vốn (VNR, BMI).
- Lãi suất dự báo tăng, giúp nâng cao lợi nhuận hoạt động đầu tư.

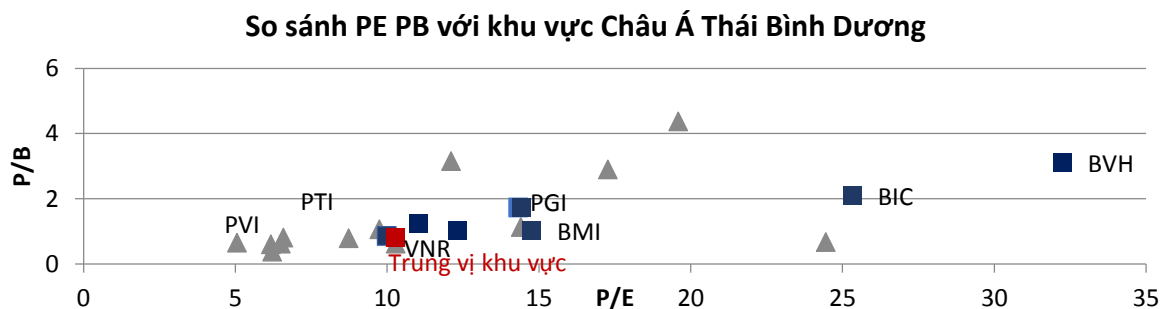
Chúng tôi nâng triển vọng của ngành bảo hiểm trong năm 2017 từ Trung lập lên **Khả quan**, với kỳ vọng lãi suất tăng lên sẽ giúp gia tăng lợi nhuận đầu tư. Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam đặt kế hoạch tăng trưởng 2017 của ngành bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam ở mức tối thiểu 14%, tương đương với mức tăng trưởng hiện nay. Động lực tăng trưởng đến từ tăng trưởng chung của nền kinh tế, cùng với các thay đổi nội tại của các doanh nghiệp bảo hiểm đầu ngành.

- **Tăng trưởng các mảng bán lẻ chững lại:** Thị trường bán lẻ ô tô mặc dù vẫn đạt mức tăng trưởng cao – đạt 243.6 nghìn xe cho 11T2016 (+32% yoy), nhưng đã thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 56.6% của cùng kỳ năm ngoái. Bên cạnh đó, sau một giai đoạn tăng nóng trong các sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới năm 2015, các công ty bảo hiểm đã có sự chọn lọc hơn trong đối tượng khách hàng bảo hiểm và dần tập trung hơn vào việc quản lý rủi ro. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng chú trọng quản lý rủi ro sẽ tiếp tục được duy trì trong các doanh nghiệp bảo hiểm đầu ngành trong năm 2016.
- **Tỷ lệ bồi thường khó kiểm soát:** Hiện nay, các doanh nghiệp bảo hiểm đã chi trả gần hết các chi phí bồi thường liên quan đến bạo động tháng 5/2014. Theo đó, tỷ lệ bồi thường chung của ngành trong năm 2017 sẽ phụ thuộc phần lớn vào các yếu tố ngoài tầm kiểm soát như bão lũ, hỏa hoạn.
- **Kỳ vọng từ các thương vụ thoái vốn SCIC trong 2017 ở các doanh nghiệp BMI và VNR.** Sự thay đổi về cơ cấu sở hữu được kỳ vọng sẽ đưa lại các định hướng khác biệt hơn cho các doanh nghiệp vốn rất kỳ cựu và có các yếu tố cơ bản tốt, vững vàng trong ngành bảo hiểm. Chúng tôi cũng lưu ý sự đột biến trong lợi nhuận đầu tư như BIC và PTI trong 2016 sẽ không còn tiếp diễn trong năm 2017, và sẽ phản ánh rõ nét hơn xu hướng mặt bằng lãi suất hiện tại. Ngược lại, PGI là doanh nghiệp cuối cùng chưa có cổ đông chiến lược nước ngoài, và nhiều khả năng sẽ được chính thức đợt bán cổ phần trong năm tới để thực hiện việc giảm sở hữu của công ty mẹ Petrolimex.
- **Mặt bằng lãi suất tăng trong 2017 được dự báo tăng:** Chúng tôi dự báo tỷ suất đầu tư trung bình đã tạo đáy trong năm 2016, khi các khoản đầu tư trước đây đã đáo hạn và phản ánh mức lãi suất thấp của thị trường hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng việc Fed tiếp tục tăng lãi suất sẽ gây áp lực tăng lên tỷ giá và lãi suất Việt Nam, qua đó góp phần cải thiện lợi nhuận đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm, đặc biệt với các doanh nghiệp đang có sự tăng mạnh trong tổng nguồn vốn đầu tư. Đối với các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, với 70% cơ cấu đầu tư vào tiền gửi, BSC ước tính, với mức tăng lãi suất 1% sẽ làm tăng lợi nhuận trước thuế ước tính vào khoảng 10-13%.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Trong năm 2017, BSC nâng quan điểm từ Trung lập lên **KHẢ QUAN** cho các cổ phiếu ngành bảo hiểm. Ngành bảo hiểm là ngành hiếm hoi sẽ có lợi khi lãi suất có xu hướng tăng, và sẽ có sự cải thiện đáng kể trong kết quả kinh doanh từ xu hướng này. Đây là nhóm ngành phù hợp với chủ đề đầu tư thoái vốn và mặt bằng nguyên liệu, lãi suất tăng.

Cổ phiếu bảo hiểm Việt Nam đang được định giá cao hơn so với khu vực. Giá trị trung vị các bội số định giá của ngành bảo hiểm Việt Nam lần lượt là P/E = 14.4 và P/B = 1.24, cao hơn mức định giá của các doanh nghiệp ở các quốc gia mới nổi thuộc khu vực Châu Á- Thái Bình Dương, với mức trung vị bội số lần lượt là 10.2 và 0.8. Mức premium 40% của các cổ phiếu Việt Nam một phần được đóng góp bởi kỳ vọng tăng trưởng cao hơn của thị trường bảo hiểm Việt Nam. Tăng trưởng bảo hiểm Việt Nam cho 2017 ước đạt 14%, so với mức trung bình 5% của khu vực. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng sau giai đoạn giá cổ phiếu bảo hiểm gia tăng 2015-2016, mức định giá cao đã phần nào phản ánh tiềm năng tăng trưởng cũng như những tin tức tốt về thoái vốn và phát hành cho cổ đông chiến lược. Chúng tôi cập nhật một số các cổ phiếu như sau:



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

PVI - Mua - Giá mục tiêu 30,000 VND/cp (upside 23.5%) – [Link báo cáo](#)

PVI là doanh nghiệp hiện đang có thị phần lớn nhất trong ngành bảo hiểm, đặc biệt ở mảng tài sản thiệt hại. Sự hỗ trợ của PVN là một trong những lợi thế lớn của PVI, nhưng đã ảnh hưởng đến công ty trong thời gian qua khi hoạt động của tập đoàn dầu khí giảm sút dưới ảnh hưởng của giá dầu. Trong năm 2016, PVI đã đạt 7,680 tỷ đồng doanh thu hợp nhất (+6.0% yoy) và 160 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Trong đó doanh thu từ mảng bán lẻ tăng mạnh 21%, bù trừ cho phần doanh thu từ tập đoàn dầu khí sụt giảm.

Chúng tôi kỳ vọng vào những diễn biến tích cực hơn của giá dầu sẽ thúc đẩy hoạt động của các công ty trong tập đoàn dầu khí, và sẽ mang lại kỳ vọng tăng trưởng cho PVI. Ngoài ra, công ty có nhiều hoạt động thoái vốn sẽ giúp cải thiện giá trị sổ sách của công ty bao gồm thương vụ thoái vốn PVI Sun Life trong Q3/2016 và dự kiến sẽ bán lại toà nhà PVI Tower trong năm 2017. Chúng tôi ước tính PVI sẽ ghi nhận 8,250 tỷ đồng doanh thu phí bảo hiểm (+7.8% yoy) và khoảng 500 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Với kỳ vọng giá trị sổ sách được cải thiện cùng những thuận lợi chung của ngành dầu khí, chúng tôi khuyến nghị Mua cho cổ phiếu PVI với mức giá khuyến nghị 30,000 VND/cp.

BMI – Mua – Giá mục tiêu 31,800 (upside 32%) – [Link báo cáo](#)

Cũng theo đuổi định hướng phát triển bền vững và chú trọng quản lý rủi ro, nhưng gần đây sự chuyển hướng sang mảng bán lẻ đã ảnh hưởng đến chi phí bồi thường và hiệu quả nghiệp vụ bảo hiểm của BMI. Trong năm 2016, công ty đã hoàn tất việc tái cơ cấu danh mục đầu tư, xử lý các hoạt động đầu tư không hiệu quả, và ghi nhận lãi từ một số các khoản đầu tư dài hạn. Các hoạt động tái cơ cấu đã giúp doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đầu tư đột biến trong 2016, qua đó tạo điều kiện để tổng công ty gia tăng việc trích lập dự phòng bồi thường, giúp giảm gánh nặng trích lập trong các năm tới. Trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng những thay đổi trong thương vụ thoái vốn của SCIC sẽ giúp Bảo Minh có những thay đổi trong chiến lược kinh doanh. Chúng tôi kỳ vọng tổng công ty sẽ ghi nhận 3,681 tỷ đồng doanh thu (+9.8% yoy) và 150.8 tỷ LNST (-11%). Lợi nhuận giảm xuống chủ yếu do những khoản lợi nhuận đầu tư đột biến trong 2016. Theo đó, EPS 2017 ước đạt 1,774 VND và BV 2017 ước đạt 29,100 VND, tương đương với mức P/E forward = 13.4 và P/B forward là 0.82x, tương đối thấp so với mức chấp nhận của thị trường Việt Nam. Do vậy, BSC khuyến nghị MUA với cổ phiếu BMI với giá mục tiêu 1 năm là 31,800 ([báo cáo](#))

VNR – MUA – Giá mục tiêu 25,000 (upside 19%) – [Link báo cáo](#)

Chúng tôi đánh giá cao VNR, với lợi thế là doanh nghiệp bảo hiểm duy nhất trong ngành có giao dịch với tất cả 30 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ. Theo đó, VNR sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự tăng trưởng tốt của ngành bảo hiểm phi nhân thọ nói chung. VNR theo đuổi định hướng tăng trưởng bền vững, và đã đư lại hiệu quả tích cực về hoạt động bảo hiểm trong 9T2016, với mức giảm tương đối ở các tỷ lệ bồi thường và hệ số kết hợp. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng vào những chuyển biến tích cực trong định hướng kinh doanh sau khi SCIC thoái vốn khỏi VNR trong năm tới. Trong năm 2017, BSC ước tính VNR có thể ghi nhận 1990.9 tỷ đồng doanh thu phí nhận tái (+8.6%) và 234 tỷ đồng LNST (+12% yoy). Tại ngày 21/12/2016, cổ phiếu VNR đang được giao dịch ở mức giá 21,000 VND, tương ứng với P/E forward = 12.5x và P/B forward là 0.85x, tương đối thấp so với ngành hiện tại. Nhà đầu tư có thể tham khảo thêm [báo cáo VNR](#) của BSC.

PGI – Theo dõi

Là doanh nghiệp có kết quả kinh doanh nghiệp vụ tốt nhất trong 9T2016. Định hướng phát triển bền vững và chú trọng quản lý rủi ro đã đưa lại nhiều kết quả khả quan cho tổng công ty trong 2016, với lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm tăng mạnh 15%. Chúng tôi lưu ý rằng trong 2016, PGI đã giảm mức trích lập dự phòng giao động lớn từ mức 3% trước đây về 2%, nhưng vẫn cao hơn mức 1% của các doanh nghiệp còn lại. Theo đó, mức lợi nhuận đang được giữ lại ở quỹ giao động lớn trong 2016 là xấp xỉ 15 tỷ đồng/năm (~ 12% tổng LNTT). Bên cạnh đó, trong năm 2016 PGI vẫn chưa hoàn thành thương vụ bán 20% cổ phần cho cổ đông chiến lược, và dự kiến sẽ đẩy lùi sang 2017. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của PGI cho 2017 là 2,706 tỷ đồng (+8% yoy), và 116.5 tỷ đồng (+21.8%/yoy), tương ứng với mức EPS 2016=1,979 và BV=13,068. Cổ phiếu PGI hiện đang giao dịch với PE forward = 10.9 và P/B forward = 1.66x, khá cao so với ngành.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2016)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu
BMI	3,681	150.8	1,774	13.4	0.82	6.1%	10%	23,900	31,800
PVI	8,250	500	2,247	10.4	0.84	8.0%	20%	24,300	30,000
VNR	1,990.9	234	1,762	12.5	0.85	6.8%	15%	21,900	25,000
PGI	3,278	149	1,862	10.9	1.66	15.2%	10%	21,190	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Công nghệ 2017 [Khả quan]

- Ứng dụng CNTT sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong hoạt động của cơ quan nhà nước và khối doanh nghiệp.
- Cuộc đua 4G ở Việt Nam đã bắt đầu.
- Hưởng lợi từ sự phục hồi của nền kinh tế.
- Chúng tôi lưu ý 2 mã cổ phiếu FPT và CMG do những thay đổi tích cực về hoạt động kinh doanh cốt lõi cũng như quá trình tái cấu trúc.

Chúng tôi đánh giá ngành CNTT Viễn thông sẽ tiếp tục Tăng trưởng tốt trong năm 2017 dựa trên những cơ hội sau:

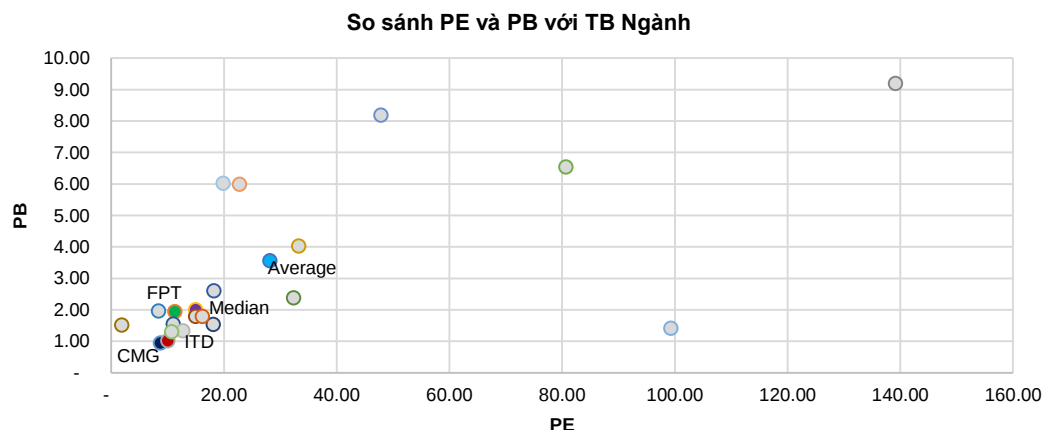
Ứng dụng CNTT sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong hoạt động của cơ quan nhà nước và khối doanh nghiệp: Giai đoạn 2016 – 2017, Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh cải cách hành chính gắn với tăng cường ứng dụng CNTT trong quản lý và cung cấp dịch vụ công trực tuyến, tiến tới hoàn thành mục tiêu xây dựng Chính phủ điện tử ở Việt Nam. Quá trình triển khai mục tiêu trên cũng cần lưu ý đến vấn đề bảo mật và an toàn thông tin sau những sự cố về bảo mật tại sân bay Nội Bài và Tân Sơn Nhất. Việc đẩy mạnh điện tử hóa và nâng cao bảo mật cho khối chính phủ cũng như doanh nghiệp sẽ tạo cơ hội phát triển cho ngành CNTT Viễn thông.

Cuộc đua 4G ở Việt Nam đã bắt đầu: Cuộc đua 4G giữa các nhà mạng tại Việt Nam bắt đầu diễn ra vào năm 2016 khi Vinaphone và Viettel giới thiệu đến người dùng sim 4G với tốc độ cao. Đây là xu hướng tất yếu khi các nước phát triển đang chuyển sang sử dụng 5G. Theo ước tính, mỗi nhà mạng sẽ cần đầu tư khoảng 10.000 tỷ đồng để hoàn thiện cơ sở hạ tầng cho mạng 4G LTE. Cuộc đua về việc mở rộng băng thông viễn thông (sau 4G có thể là 5G vào 2020) sẽ tạo nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp công nghệ.

Hưởng lợi từ sự phục hồi của nền kinh tế. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong năm 2016, cả nước có 110.100 doanh nghiệp thành lập mới với số vốn đăng ký là 891.094 tỷ đồng, tăng 16,2% về số lượng doanh nghiệp và tăng 48,1% về số vốn đăng ký so với cùng kỳ năm 2015. Đây là số doanh nghiệp tăng cao kỷ lục từ trước đến nay và là lần đầu tiên Việt Nam có trên 100 nghìn doanh nghiệp thành lập trong một năm. Lượng doanh nghiệp thành lập mới tăng cao kéo theo tăng trưởng về lĩnh vực tích hợp hệ thống và cung cấp dịch vụ viễn thông internet cho khối khách hàng này.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Với đánh giá tích cực về triển vọng trong năm 2017, chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với Ngành CNTT – Viễn thông như trong các báo cáo trước của BSC. Chúng tôi lưu ý 2 mã cổ phiếu FPT và CMG do những thay đổi tích cực về hoạt động kinh doanh cốt lõi cũng như quá trình tái cấu trúc.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

CTCP FPT (FPT) – Mua – Giá mục tiêu 56.186 đồng/cp (+24% upside)

- **Tiếp tục kỳ vọng câu chuyện FPT mua lại phần vốn thoái của SCIC tại FPT Telecom:** Động thái đưa FPT Telecom lên sàn vào năm sau được cho là chuẩn bị cho việc SCIC sẽ thoái toàn bộ 50,16% vốn tại doanh nghiệp này. Tính đến T11/2015, doanh thu và LNTT của khối Viễn thông lần lượt chiếm đến 13,84% và 39,18% giá trị hợp nhất toàn Tập đoàn. Nếu FPT nâng tỷ lệ sở hữu tại FPT Telecom thì nhiều khả năng sẽ đưa doanh nghiệp này thành công ty con, vì thế doanh thu và lợi nhuận của FPT năm tới sẽ được cải thiện đáng kể nhờ hợp nhất với FPT Telecom.
- **FPT sẽ thoái vốn tại Khối Phân phối bán lẻ:** FPT đang nỗ lực hoàn tất thoái vốn tại FPT Retail vào cuối quý 1/2017, chậm hơn so với kế hoạch ban đầu là trong năm 2016. Trong 9T2016, LNTT của khối Phân phối bán lẻ chiếm 19.7% LNTT toàn tập đoàn, và việc thoái vốn này sẽ giúp FPT có thêm nguồn lực để phát triển hoạt động cốt lõi là CNTT – Viễn thông.

CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC (CMG) – Nắm giữ – Giá mục tiêu 15.668 đồng/cp (+5,2% upside)

- **KQKD tiếp tục tăng trưởng tốt:** Lũy kế Quý III/2016 doanh thu và LNTT lần lượt đạt 3125 tỷ đồng (+21% yoy) và 120 tỷ đồng (+32% yoy).
- **Cơ sở hạ tầng Viễn thông được cải thiện:** Tuyến cáp quang biển APG (CMG góp vốn 12,5% cùng Viettel, FPT) bắt đầu được CMG khai thác vào cuối năm 2016, tham gia cuộc đua sở hữu hạ tầng viễn thông để tiết kiệm chi phí thay vì đi thuê kênh như hiện nay. Bên cạnh đó, trong thời gian tới CMG sẽ triển khai thực hiện đường trục Bắc Nam với tổng vốn đầu tư 4 triệu USD (khấu hao 7 năm).

Mã CK	DT 2017	LNST 2017E	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá tại ngày 23/12/2016	Giá mục tiêu
FPT	32,079	2021.11	4,400	9.7	1.9	20%	10% tiền	42,650	56,186
CMG	4,700	170	2,566	5.8	0.9	15%	8% tiền	14,950	15,668

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Dầu khí 2017 [Khả quan]

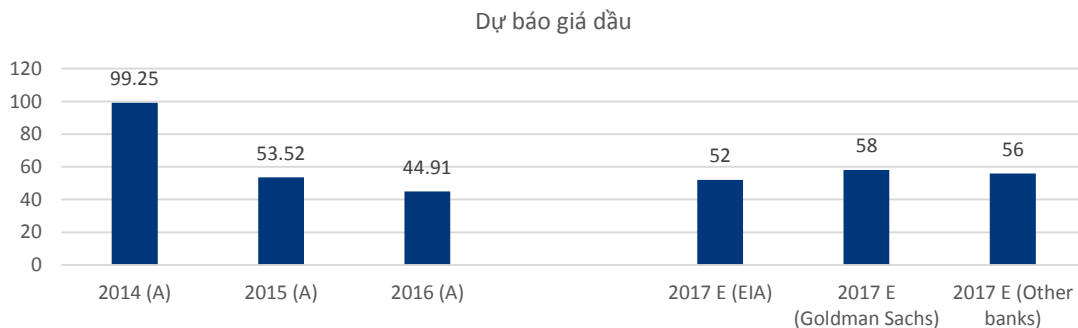
- Giá dầu được dự báo hồi phục trong 2017, mức dự báo trung bình tăng khoảng 23% yoy
- Nâng quan điểm đầu tư lên Khả quan cho 2017: các doanh nghiệp khí kỳ vọng từ hệ thống khách hàng mở mới và giá khí tăng theo giá dầu, trong khi các doanh nghiệp phục vụ xây lắp sẽ có kỳ vọng khả quan hơn cho nửa cuối 2017

Ngày 30/11/2016, OPEC lần đầu tiên kể từ 2008 đã đồng ý cắt giảm sản lượng dầu thô, ở mức 1.2 triệu thùng/ngày, tương đương với 3.5% sản lượng sản xuất hiện nay của khối OPEC. Ngoài ra, các quốc gia ngoài khối OPEC đã đồng ý cắt giảm 558,000 thùng/ngày. Theo đó, lượng dầu cắt giảm tương đương với khoảng 2% sản lượng toàn cầu. Quyết định này sẽ bắt đầu có hiệu lực từ 1/1/2017 và kéo dài trong 6 tháng.

Tuy nhiên, nguồn cung còn có thể chịu ảnh hưởng lớn từ Mỹ. Với chi phí break-even point của một số vùng chỉ quanh mức \$30/thùng, cùng với việc giá dầu tăng lên sẽ kéo theo số lượng giàn khoan quay lại hoạt động, một bù đắp sự cắt giảm nguồn cung từ các khu vực khác.

Trước quyết định cắt giảm sản lượng của OPEC cùng một số nước, các tổ chức lớn đều nâng mức dự báo giá dầu cho năm 2017.

- Tổ chức quản lý thông tin năng lượng EIA dự báo giá dầu Brent sẽ đạt mức trung bình 52\$/thùng cho năm 2017 trong báo cáo triển vọng ngành năng lượng¹, cao hơn \$1 so với dự báo trước đây. Mức dự báo này tương đương với giá dầu hiện tại, và cao hơn 15.8% so với mức giá trung bình cả năm 2016. Tổ chức này dự báo nhu cầu cho dầu mỏ chỉ tăng nhẹ trong 2017, nhưng việc cắt giảm sản lượng toàn cầu khoảng 2% sẽ dẫn đến tình trạng dư cầu và là động lực ngắn hạn cho giá dầu trong nửa đầu năm.
- Goldman Sachs nâng dự báo giá dầu cho 1H2017 từ mức \$56.5/ thùng lên \$59, và giá dầu sẽ ổn định quanh mức \$58/thùng vào nửa cuối năm.
- Cuộc khảo sát các ngân hàng lớn của Wall Street Journal đã cho dự báo giá dầu Brent sẽ đạt mức trung bình \$56/thùng trong năm 2017



¹ <http://www.eia.gov/outlooks/steo/>

Tuy vậy, vấn đề lớn nhất đối với diễn biến giá dầu thế giới vẫn là sự mất cân bằng cung cầu. Nguồn cung dự kiến vẫn sẽ tăng cao trong trường hợp giá dầu khôi phục, khi chi phí sản xuất của dầu đá phiến ở Mỹ giảm mạnh, cùng với đà tăng trong số lượng giàn khoan hiện nay. Theo đó, những dự báo dài hạn cho giá dầu vẫn duy trì ở mức dưới \$60/thùng.

Năm 2017, PVN tiếp tục tập trung xây dựng các dự án trên bờ. Với diễn biến giá dầu được dự báo vẫn chưa vượt qua mức hòa vốn của một số mỏ lớn ở Việt Nam, do đó, các dự án trên bờ vẫn sẽ là trọng tâm của PVN trong năm 2017. Nổi bật gồm có dự án nhà máy Nhiệt Điện Long Phú, Sông Hậu, dự án lọc hóa dầu Long Sơn, dự án Long Quát mở rộng, và dự án xử lý khí GPP Cà Mau. Các dự án đang được chú trọng là triển vọng cho các công ty xây lắp như PVS, PXS, PXT, PVE. Các dự án khai thác khí lớn lô B Ô Môn và Cá Voi Xanh vẫn đang trong quá trình đàm phán, và nhiều khả năng vẫn chưa đóng góp lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong năm 2017.

Tính cạnh tranh trên thị trường xăng dầu nội địa tăng cao: Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn sẽ chính thức vận hành thương mại trong năm 2017, làm thay đổi đáng kể cán cân xuất nhập khẩu dầu thô của Việt Nam. Tổng công suất thiết kế của nhà máy vào khoảng 10 triệu tấn dầu/năm, tương ứng với mức đáp ứng khoảng 50% nhu cầu xăng dầu trong nước. Theo đó, nguồn cung dồi dào từ nhà máy mới sẽ nâng cao tính cạnh tranh trong thị trường. Đối với nhà máy lọc dầu Dung Quất, Quyết định 1725/QĐ-TTg có hiệu lực từ 1/1/2017 đã bãi bỏ việc thu điều tiết đối với sản phẩm của nhà máy, chính thức cho phép công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn BSR được hoạt động bình đẳng theo cơ chế thị trường. Đây là lợi thế trong ngắn hạn của Dung Quất so với xăng dầu nhập khẩu, đồng thời cũng là bước đệm tốt chuẩn bị cho lộ trình giảm thuế về 0% theo các hiệp định FTAs đã ký kết.

Chúng tôi kỳ vọng chính phủ sẽ đẩy mạnh khai thác dầu khí trong năm 2017. Những áp lực về nợ công và ngân sách nhà nước, cùng với việc giá dầu đã hồi phục đáng kể so với cùng kỳ là các yếu tố chính cho kỳ vọng chính phủ sẽ gia tăng sản lượng khai thác trong năm 2017. Với kỳ vọng đó, chúng tôi cho rằng một số doanh nghiệp phục vụ xây lắp và khai thác dầu khí sẽ được hưởng lợi như PVS, PVC.

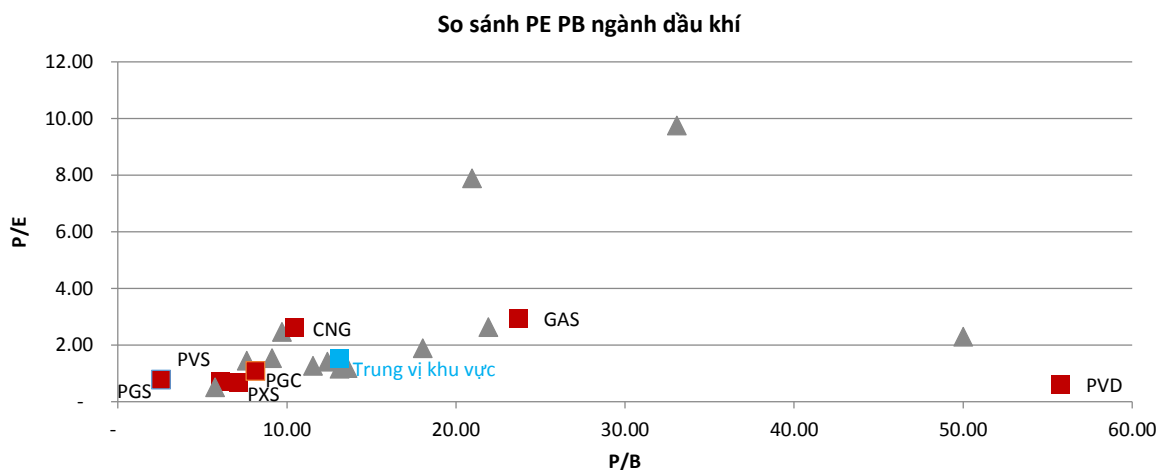
Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán sẽ có thêm một số tên tuổi lớn trong ngành. Quý 1/2017, Petrolimex sẽ chính thức được niêm yết trên sàn UPCOM, với mức vốn hóa ước tính khoảng 30,000 tỷ đồng, sẽ nằm trong top 15 những cổ phiếu có mức vốn hóa lớn nhất thị trường chứng khoán hiện nay. Ngoài ra, Công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) cũng dự kiến thực hiện cổ phần hóa trong năm 2017, hứa hẹn thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư. Các tên tuổi lớn được lên sàn niêm yết sẽ góp phần thu hút sự quan tâm của khối ngoại, và gia tăng tính minh bạch thông tin trong ngành.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi nâng quan điểm đầu tư lên **KHẢ QUAN** cho ngành dầu khí đối với triển vọng năm 2017. Chúng tôi lưu ý rằng, việc giá dầu hồi phục sẽ chưa được phản ánh trực tiếp lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây lắp trong nửa đầu 2017, đặc biệt khi các kế hoạch thăm dò và khai thác cho năm 2017 đã được chính phủ thông qua, và không có nhiều dự án mới được phê duyệt. Ngược lại, nửa cuối năm 2017 dự kiến sẽ có những diễn biến khả quan hơn trong ngành dầu khí, cùng với kỳ vọng gia tăng sản lượng khai thác.

Đối với các công ty khí, sự gia tăng của giá dầu kỳ vọng sẽ kéo theo những diễn biến khả quan hơn cho giá khí LPG và CNG, qua đó giúp gia tăng doanh thu các doanh nghiệp khí, mặc dù mức biên lợi nhuận vẫn sẽ được giữ ổn định. Chúng tôi lưu ý những dự án lớn sẽ đóng góp nhiều lên hoạt động các công ty xây lắp từ 2018, và có thể giúp cải thiện giá cổ phiếu xây lắp như PXS, PVS trong nửa cuối 2017.

Cổ phiếu ngành đang được định giá thấp hơn khu vực. Tại ngày 23/12/2016, cổ phiếu ngành dầu khí đang được giao dịch ở mức P/E trung vị là 8.3x và P/B trung vị là 0.87, thấp hơn so với mức trung vị của bội số khu vực lần lượt là 13.11x và 1.54x. Tuy nhiên, vẫn có một số cổ phiếu ngành dầu khí Việt Nam đang được đánh giá khá cao như PVD, GAS.



GAS – Theo dõi

Trong năm 2017, triển vọng của GAS là khả quan được kỳ vọng từ việc giá khí sẽ tăng theo giá dầu. Tổng công ty hiện đang có 50% giá khí mua đầu vào được fixed, trong khi 100% giá khí bán ra neo theo giá FO, do vậy, giá dầu cải thiện sẽ có tác động tích cực lên cả doanh thu lẫn biên lợi nhuận của tổng công ty. Bên cạnh đó, sản lượng khí bán ra của GAS được dự báo tăng trong năm 2017, nhờ vào tăng trưởng trong sản lượng vận chuyển của đường ống Nam Côn Sơn 2, chạy thử từ cuối 2015 và nghiệm thu vào T5/2016. Đồng thời năm 2016 có thực hiện bảo dưỡng một số hệ thống dẫn khí, gây ảnh hưởng lên sản lượng khí của năm.

Một số vấn đề đáng chú ý của GAS trong năm 2017: tổng công ty có thể ghi nhận khoản tiền hồi tố theo giá khí, liên theo công văn 12577/BCT-TCNL về cước phí vận chuyển Đường ống dẫn khí Phú Mỹ và Nhơn Trạch. Tổng số tiền nhận về vào khoảng 60 triệu USD. Ngoài ra, tổng công ty hiện đang có khoản chi phí dự phòng cho việc dỡ bỏ đường ống (decommission provision) phải trích lập trong nhiều năm, ước tính vào khoảng 100 – 150 triệu USD. Cách thức và thời gian trích lập chưa được tiết lộ, nhưng sẽ ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận nếu tổng công ty bắt đầu trích lập trong 2017.

PV GAS đặt kế hoạch doanh thu 54,751 tỷ đồng và LNST là 7,085 tỷ đồng cho năm 2016, với kịch bản giá dầu ở mức \$60/thùng. Do giá dầu thực tế có diễn biến thấp hơn dự kiến, chúng tôi ước tính tổng công ty sẽ chỉ

đạt hơn 80% kế hoạch lợi nhuận. Tại ngày 23/12/2016, cổ phiếu GAS đang được giao dịch ở mức 62,000, tương ứng với P/E trailing là 23.7x và P/B là 2.8x.

PVD – Theo dõi

Trong 9T2016, số lượng giàn khoan cho thuê trung bình của PVD là khoảng 2.3 giàn (1.3 giàn tự nâng và 1 giàn TAD), giảm khoảng 40-50% so với cùng kỳ năm ngoái, với mức giá thuê giàn giảm mạnh khoảng 40-50% so với cùng kỳ năm ngoái. Vào tháng 11/2016, giàn khoan TAD đã không được ký tiếp hợp đồng thuê giàn và hiện công ty chỉ có từ 1-2 giàn khoan hoạt động.

Lãnh đạo PVD cho rằng doanh nghiệp sẽ còn gặp khó khăn hơn trong năm 2017. Hiện nay nguồn cung giàn cho thuê trong khu vực vẫn đang cao gấp 2 lần so với nhu cầu, gây áp lực giảm lên đơn giá trong việc đấu thầu. Việc cho thuê giàn khoan phụ thuộc nhiều vào giá dầu, trong khi các nhà thầu sẽ chỉ trở lại nếu mức giá dầu duy trì trên \$65 trong khoảng thời gian đủ dài (khoảng 6 tháng). Giá dầu hiện đang có diễn biến khả quan nâng cao triển vọng của PVD, nhưng chúng tôi lưu ý rằng kế hoạch thăm dò và khoan thường phải được lên kế hoạch 6 tháng trước khi thực hiện, và kế hoạch cho nửa đầu 2017 đã được thông qua với không nhiều diễn biến tích cực so với 2016. Theo đó, sớm nhất là đến cuối 2017 mới có thể có những kỳ vọng tốt hơn trong KQKD của PVD.

Công ty kỳ vọng mức cho thuê trung bình 2017 ở mức 2.5 tàu, với mức giá cho thuê tiếp tục giảm sâu, và đặc biệt là mất đi sự đóng góp biên lợi nhuận cao từ PVD V. Trong năm 2016, công ty đặt kế hoạch 5,100 tỷ đồng doanh thu và 110 tỷ đồng LNST, tương ứng EPS 2016 đạt 287 VND/cp. Tại ngày 23/12/2016, PVD đang giao dịch tại mức giá 21,350, tương ứng P/E = 74x.

PVS – Theo dõi

Các mảng kinh doanh chính của PVS dự kiến sẽ vẫn tiếp tục gặp khó khăn trong nửa đầu 2017. Mảng xây lắp cơ khí đóng góp hơn 50% doanh thu và lợi nhuận, chỉ đang thực hiện một số dự án trên bờ như dự án Nhiệt Điện Long Phú, dự án Đạm Phú Mỹ, dự án DPP Cà Mau, Điện Nhơn Trạch. Các dự án này có biên lợi nhuận thấp hơn so với các dự án trên biển đã gây áp lực giảm lên lợi nhuận. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ có một số hợp đồng xây lắp lớn cho dự án Long Sơn vào nửa cuối 2017 và thực hiện trong 2018.

Lợi nhuận 2016 ước tính đạt 1000 -1050 tỷ, giảm 28% yoy, và cao hơn mức kế hoạch 960 tỷ. Mức lợi nhuận này tương ứng với EPS 2016 khoảng 2,230 VND/cp, và P/E forward ở mức 8.75x. Công ty nhận định năm 2017 dự kiến sẽ là năm đáy của doanh nghiệp, trước khi khởi sắc trong 2018 nhờ kỳ vọng từ các dự án dài hạn Lô B Ô Môn và Cá Voi Xanh.

PGS - MUA- Giá mục tiêu: 19,000 đồng/cổ phiếu (+15.2%)

Trong năm 2016, công ty ước tính ghi nhận 4,500 tỷ đồng doanh thu (+13% yoy) và 420 tỷ đồng LNTT(+3x). Loại trừ yếu tố đột biến việc thoái vốn CNG, lợi nhuận từ hoạt động thuần của công ty ước đạt 110 tỷ đồng (-% yoy). Sản lượng tiêu thụ LPG ước đạt 240 ngàn tấn (+2.1% yoy) và sản lượng tiêu thụ CNG vào khoảng 102 triệu tấn (+15%). Đối với năm 2017, sản lượng CNG có thể có mức tăng tương đối tốt nhờ 2 khách hàng lớn là Samsung và Thép Nam Kim tăng sản lượng tiêu thụ. Hai khách hàng lớn này ước tính sẽ đóng góp mức tăng trưởng 18% so với sản lượng CNG hiện tại. Giá bán LPG trong năm 2017 được kỳ vọng sẽ cải thiện cùng với

giá dầu, tuy nhiên biên lợi nhuận của PGS dự kiến sẽ ổn định do cả giá đầu ra và đầu vào đều biến động cùng chiều.

Ngày 23/12/2016, cổ phiếu PGS đang giao dịch ở mức 15,700 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing 8.9x. (BSC ước tính, đã loại trừ các yếu tố đột biến lợi nhuận và đóng góp của CNG Việt Nam trong kết quả kinh doanh)

CNG – MUA - Giá mục tiêu: 45,200 đồng/cổ phiếu (+9.6%)

Trong số các cổ phiếu ngành dầu khí, CNG duy trì được sự ổn định trong lợi nhuận nhờ cơ chế neo giá đầu ra và đầu vào theo giá dầu FO. Đây là một điểm mạnh của doanh nghiệp trong bối cảnh giá dầu có nhiều biến động và ở mức thấp. Trong năm 2016, BSC kỳ vọng CNG sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận do sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng lên nhờ sự hoạt động sản xuất của các công ty xây dựng (mảng khách hàng đóng góp hơn 70% sản lượng tiêu thụ của CNG). Triển vọng 2017 khả quan nhờ sự đóng góp từ khách hàng lớn Vigracera, tương ứng tăng trưởng khoảng 20% sản lượng. Ngày 23/9/2016, cổ phiếu CNG đang giao dịch ở mức 40,300 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing 9.2x và P/B là 2.8x.

Trong năm 2017, chúng tôi dự báo CNG ghi nhận 1,050 tỷ doanh thu (+15.3% yoy) và 140 tỷ đồng LNST (+13.8% yoy), tương ứng với EPS 2017 là 5,250.

PXS - Theo dõi

Dự kiến doanh thu và lợi nhuận PXS ghi nhận trong năm 2016 lần lượt là 1,550 tỷ đồng (-11% yoy) và 110 tỷ đồng (-22% yoy). Các dự án lớn chịu áp lực giảm giá do giá dầu giảm khiến chủ đầu tư gặp khó khăn. Biên lợi nhuận trước thuế của công ty duy trì khoảng 10%. Tiến độ thu tiền các dự án do PXS tương đối tốt, chủ yếu thanh toán tiền mặt. Tỷ lệ cổ tức 2016 là 13% bằng tiền mặt.

Kế hoạch doanh thu cho năm 2017 vào khoảng 1,216 tỷ đồng (-21.5% yoy), với đóng góp lớn từ các dự án DK của Bộ Quốc Phòng (700 tỷ), dự án Nhiệt Điện Sông Hậu (320 tỷ). Một số dự án lớn như Dự án Long Sơn, Kinh Ngư Trắng, NPK Cà Mau dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào hoạt động kinh doanh năm 2018. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi với cổ phiếu PXS với kỳ vọng dự án Long Sơn được khởi công vào quý 1/2017 và các dự án thầu với PXS sẽ bắt đầu thực hiện từ 2018. Theo đó, cổ phiếu PXS sẽ thu hút sự chú ý từ các nhà đầu tư từ nửa cuối 2017. Tại ngày 23/12/2016, cổ phiếu PXS đang được giao dịch tại mức giá 9,500 VND/cp, tương ứng với PE trailing 5.6x và P/B là 0.7x.

Mã CK	DT 2017	LNST 2017E	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá tại ngày 23/12/2016	Giá mục tiêu
PGS	5,175	107.5	2,150	7.3	0.77	10.5%	31% tiền	15,700	19,000
CNG	1,050	140	5,250	7.9	0.85	9.8%	30% tiền	41,450	45,000
PXS	1216	79.1	1,318	7.2x	0.7	9.6%	13% tiền	9,500	N.A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Cảng biển 2017 [Khả quan]

- Kỳ vọng 2017 kết quả cải thiện so với năm 2016. Nhu cầu kho bãi sẽ tiếp tục tăng trong năm 2017.
- Xu hướng upsize nhằm tiết kiệm chi phí của các hãng tàu giúp các cảng có mớn nước sâu hưởng lợi.
- Cơ sở hạ tầng cải thiện giúp tăng tốc độ lưu thông hàng hóa qua cảng và cải thiện hiệu quả hoạt động

Tăng trư kho bãi, thiện giúp tăng Trong năm 2016, k thin giúp tăng tốc độ lưu thông hàng hóa qua cảng và cải thiện hiệu quả hoạt động DK của Bộ Quốc Phòng (700 tỷ), dự án Nhiệt Điện Sông Hậu (. Khi các yếu tố này được loại bỏ, kết quả kinh doanh của năm 2017 so sánh với cùng kỳ 2016 sẽ có tăng trưởng tốt hơn nhờ sản lượng hàng hóa qua cảng dự báo tiếp tục tăng khá do mở cửa thị trường thông qua các hiệp định FTAs đã kí kết và đi vào hiệu lực và nguồn vốn FDI tiếp tục được đầu tư vào Việt Nam.

Các cảng có độ mớn nước sâu hưởng lợi từ xu hướng sát nhập của các hãng tàu thế giới. Trong năm 2016, ngoài Hanjin phá sản, các hãng tàu cũng thực hiện sáp nhập hoặc tham gia các liên minh hàng hải: sáp nhập hai hãng tàu lớn nhất Trung Quốc là COSCO và China Shipping, CMA-CGM mua lại APL và sáp nhập của Hapag-Lloyd với hãng tàu UASC. Đồng thời, các hãng tàu cũng tăng cường sử dụng các tàu có trọng tải lớn nhằm tối ưu hóa khả năng chuyên chở, giảm thiểu chi phí. Vì vậy, chúng tôi cho rằng trong năm 2017, nguồn hàng xuất nhập khẩu của các cảng nhỏ (độ mớn nước thấp, chiều dài cầu cảng ngắn) sẽ khó khăn và phải chuyển hướng sang khai tìm kiếm nguồn cầu từ nguồn hàng nội địa. Ngược lại, các cảng lớn, nằm tại vị trí thuận lợi có thể được hưởng lợi từ xu hướng này.

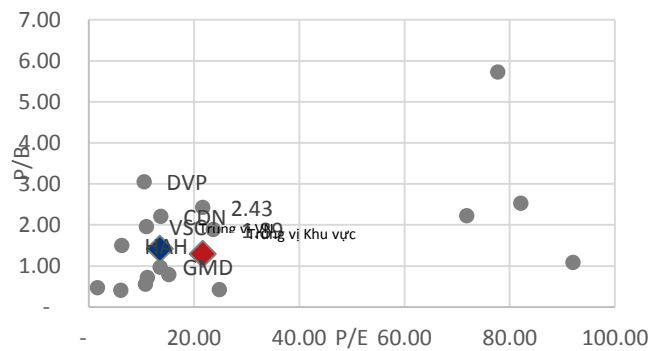
Nhu cầu về kho bãi tiếp tục tăng cao nhờ: (1) Ngành hàng tiêu dùng nhanh dự báo tiếp tục tăng trưởng khoảng 5% trong năm 2017. (2) Tăng trưởng thương mại điện tử. Công ty Nghiên cứu Thị trường eMarketer dự báo doanh thu thương mại điện tử bán lẻ ở Việt Nam năm 2017 đạt khoảng 2,08 tỉ USD, tốc độ tăng trưởng khoảng 20%/năm. (3) Sự cải thiện hệ thống giao thông kết nối giữa khu cảng Cái Mép với Tp. Hồ Chí Minh, Biên Hòa giúp kho bãi trong khu vực này hưởng lợi. Cụm cảng Cái Mép - Thị Vải hiện là cụm cảng duy nhất ở Việt Nam có các chuyến tàu mẹ chở container đi thẳng châu Âu, châu Mỹ mà không phải trung chuyển qua nước thứ ba. Hàng tuần, có 20 chuyến tàu mẹ tải trọng trên 80.000 DWT, trong đó có 2 chuyến có kích cỡ trên 160.000 DWT. Xuất khẩu trực tiếp qua hệ thống cảng biển của tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu tăng khoảng 16%/năm, trong đó hàng container tăng 17%/ năm (TB 5 năm).

Cầu Bạch Đằng- Hải Phòng sẽ hoàn thành cuối năm 2017, chậm hơn do với dự báo gần 6 tháng. Theo đánh giá, hiện tại dự án mới chỉ hoàn thành 50% tổng khối lượng các hạng mục. Bộ GTVT cho phép dẫn tiến độ các gói thầu đường dẫn và nút giao của cầu phải xong trước 30/4/2017. Đối với cầu chính Bạch Đằng ko muộn hơn 31/12/2017. Bên cạnh đó, cầu Tân Vũ- Lạch Huyện sẽ hoàn thành vào tháng 5/2017.

Cải thiện cơ sở hạ tầng giao thông kết nối. (1) Nâng cấp tuyến đường sắt Hải Phòng- Hà Nội- Lào Cai lên khổ 1,435m nhằm kết nối với các tuyến đường sắt của Trung Quốc. Dự án đang được nghiên cứu tiền khả thi, trong đó tuyến đường sắt Yên Viên - Lào Cai do ADB và Pháp tài trợ đã hoàn thành giai đoạn 1 khoảng 176km đường. (2) Kênh Quan Chánh Bó sẽ giúp việc vận chuyển hàng hóa tới cảng Cái Mép- Thị Vải, thay vì cảng Cát Lái như thông thường, trở lên dễ dàng với chi phí thấp hơn nhiều. Kênh Quan Chánh Bó cho phép tàu với trọng tải 20.000 Dwt vào sâu sông Hậu. Dự án được chia thành 2 giai đoạn, giai đoạn 1 đã hoàn thành tháng 4/2016, giai đoạn 2 sẽ hoàn thành cuối 2017.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Cảng Biển. Chúng tôi nhận định năm 2017, nhờ sản lượng hàng hóa qua cảng dự báo tiếp tục tăng cao cùng với xu hướng mở cửa nền kinh tế, tăng trưởng xuất nhập khẩu và đầu tư FDI. Các dự án cải thiện hạ tầng giao thông kết nối sẽ cải thiện mạnh tốc độ lưu chuyển hàng hóa qua cầu cảng đồng thời giúp hệ thống kho bãi, DCs hoạt động hiệu quả hơn. Về mã cổ phiếu khuyến nghị, chúng tôi khuyến nghị MUA với VSC, GMD, CDN và nắm giữ với PSP, PHP và HAH



Ngành cảng biển Việt Nam đang được định giá cao hơn so với trung bình trong khu vực. Tuy nhiên, xét một số doanh nghiệp đầu ngành, hiệu quả hoạt động tốt như GMD, VSC chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp đang có mức định giá khá hấp dẫn. Sự bi quan của NĐT với TPP lại là cơ hội bất đắy với CP Cảng biển.

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

GMD- Khuyến nghị Mua- giá mục tiêu 30.500 đồng/cổ phiếu.

Trong thời gian cuối năm, cùng với diễn biến khá tiêu cực của thị trường, giá cổ phiếu GMD đã giảm xuống mức khá hấp dẫn. Trong năm 2017, chúng tôi nhận định GMD còn có nhiều tiềm năng tăng trưởng: (1) Chậm nhất cuối quý 2, GMD sẽ bán 15% còn lại tại tòa nhà Gemadept Tower và có thể ghi nhận lợi nhuận khoảng 100 tỷ. (2) Trung tâm logistics Mê Kông đã đi vào hoạt động từ tháng 11/2016 với 1/9 công suất, dự báo đến cuối quý 1/2017 sẽ hoàn thành toàn bộ kho lạnh của dự án. Thủy sản Minh Phú sẽ đảm bảo khoảng 50% công suất của dự án (công suất 50,000 pallets/năm). Nhờ kênh Quan Chánh Bồ, chúng tôi cho rằng kho lạnh này của GMD sẽ là một trong những động lực tăng trưởng mảng logistics trong năm 2017. (3) Khoảng cuối năm 2017, GMD sẽ thực hiện cạo mũ rừng cao su. (4) Cuối năm 2016, GMD công bố đầu tư dự án cảng Nam Hải. Chúng tôi nhận thấy chưa có đủ cơ sở chắc chắn để đánh giá tiềm năng dự án này và sẽ cập nhật thường xuyên tới nhà đầu tư. Tuy nhiên, nếu dự án này đi vào hoạt động sẽ là động lực tăng trưởng mạnh của GMD trong dài hạn.

VSC- Khuyến nghị Mua-Giá mục tiêu 75,500 đồng/cổ phiếu.

Cầu cảng thứ 2 của cảng Vip-green đã đi vào hoạt động từ tháng 11/2016, tuy nhiên số khách hàng khai thác tại cảng mới vẫn chỉ gồm 3 khách là Evergreen, Cosco và OOCL với 6 chuyến tàu/tuần. Trong 9 tháng 2016, sản lượng qua cảng Vip-green đạt 240.000 TEUs, cảng Xanh đạt khoảng 250.000 TEUs (công suất cảng này khoảng 350.000 teu/năm). So sánh với cùng kì 2015, kết quả kinh doanh của VSC giảm sâu do các yếu tố: (1) Sản lượng container lạnh thấp hơn đáng kể so với năm 2015. (2) Chi phí khấu hao và lãi vay lớn cho cảng mới trong khi cảng này chưa hoạt động với công suất như kì vọng. Vì vậy, giá cổ phiếu VSC đã giảm xuống mức

khá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng. Chúng tôi nhận định năm 2017, kết quả của VSC sẽ tăng mạnh so với cùng kì 2016 nhờ cảng mới VIP-Green Port đi vào hoạt động đầy công suất và vị trí đắc địa của cảng này trên bán đảo Đình Vũ.

CDN-Khuyến nghị MUA- Giá mục tiêu 33,500 đồng/cổ phiếu

CDN là cảng nước sâu lớn nhất tại khu vực miền Trung, thực hiện quản lý khai thác cảng Tiên Sa, khai thác cả hàng container và hàng rời. Hiện tại cảng Tiên Sa đã hoạt động trên mức công suất thiết kế, vì vậy tiềm năng tăng trưởng phụ thuộc dự án Tiên Sa 2, với khả năng khai thác tàu trọng tải 70.000 dwt. Dự án dự kiến hoàn thành vào năm tháng 7-2018. Ngày 30/11/2016, CDN đã chuyển giao dịch từ sàn Upcom sang Hose. Chúng tôi lưu ý một số điểm với CDN: (1) tỷ lệ sở hữu nhà nước (Vinalines) hiện tại vẫn ở mức cao 75%. (2) Tiềm năng tăng trưởng của CDN từ giữa 2018.

Mã CK	DT2017	2017	EPS	P/E	P/B	ROE	Cổ tức 2016	Giá	Giá mục
GMD	4,354	579	2,774	9.51	0.93	11%	Cash:20%	26,400	30,500
PHP	2,529	504	1,432	12.08	1.65	11%	Cash:3%	17,300	22,980
VSC	1,402	312	6,412	7.98	1.76	20%	Cash:10%	51,200	75,500
HAH	548	88	3,498	10.95	0.96	16%	Cash: 30%	38,300	47,419
CDN	640	147	1,634	15.12	1.98	16%	Cash: 10%	24,700	33,500

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Điện 2017 [Khả quan]

- Khu vực phía Nam có thể thiếu 228 triệu kWh trong năm 2017
- Nguồn thủy điện dự báo sẽ phục hồi mạnh trong năm 2017 do La Nina có thể xảy ra với xác suất cao 60%
- Tăng tỷ trọng nhiệt điện kéo theo tăng nhu cầu nhập khẩu than, khoảng 4 triệu tấn năm 2017
- Giá khí, dầu có thể sẽ phục hồi so với năm 2016
- Tỷ giá vẫn là nhân tố quan trọng tác động tới lợi nhuận của các doanh nghiệp nhiệt điện (than, khí).

Nguồn điện có thể thiếu tại khu vực phía Nam. Theo Bộ Công Thương, năm 2017 sản lượng điện miền Nam thiếu hụt khoảng 228 triệu kWh (bằng 0,21% tổng nhu cầu toàn miền Nam). Năm 2018 thiếu 2,7 tỷ kWh. Tình trạng này diễn ra tất cả các tháng trong năm, đặc biệt là các tháng 3,4,5. Sang năm 2019, con số thiếu hụt là 1,1 tỷ kWh. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp điện hiện tại trong khu vực như NT2, BTP, SHP sẽ hưởng lợi từ xu hướng này, tăng sản lượng điện huy động, đặc biệt là sau khi mở Nam Côn Sơn đã hoàn thành sửa chữa định kì (5 năm) giúp đảm bảo nguồn cung nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện trong khu vực.

Nguồn thủy điện có thể phục hồi mạnh trong năm 2017. Trong năm 2015 và nửa đầu năm 2016, hiện tượng thời tiết tiêu cực El Nino đã tác động mạnh tới lượng nước về hồ của các doanh nghiệp thủy điện miền Trung và miền Nam. Hiện tượng này đã giảm trong cuối năm 2016. Vì vậy đến năm 2017, các doanh nghiệp thủy điện từ miền Trung trở vào (CHP, SBA, SHP, VSH, SJD) được dự báo sẽ tăng công suất phát điện. Điều này cũng sẽ làm giá trung bình trên thị trường phát điện cạnh tranh VCGM giảm trong năm 2017.

Dự báo diễn biến La Nina khu vực Châu Á- Thái Bình Dương

Tháng	La Nina	Trung tính	El Nino
Dec-16	63%	37%	0%
Jan-17	53%	47%	0%
Feb-17	42%	57%	1%
Mar-17	27%	71%	2%
Apr-17	16%	80%	4%
May-17	13%	77%	10%
Jun-17	16%	60%	24%
Jul-17	18%	52%	30%
Aug-17	20%	48%	32%

Nguồn: International Research Institute for Climate and Society báo cáo ngày 17/11/2016

Thuế môi trường rừng tăng 80% lên 36 đồng/kWh, hiệu lực từ ngày 1/1/2017. Theo Nghị định 147/2016 vừa được Chính phủ ban hành, mức chi trả tiền dịch vụ môi trường rừng đối với cơ sở sản xuất thủy điện tăng từ 20 đồng/kWh lên 36 đồng/kWh. Số tiền phải chi trả trong kỳ hạn thanh toán được xác định bằng sản lượng điện trong kỳ hạn thanh toán (kWh) nhân với mức chi trả tính trên 1kWh (36 đồng/kWh). Nhà đầu tư lưu ý, thuế môi trường rừng sẽ được tính vào giá bán điện cho EVN và giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp, vì

vậy có tác động không lớn tới lợi nhuận gộp. Tuy nhiên điều này có thể làm tăng giá mua điện bình quân của EVN.

Tỷ trọng nhiệt điện than dự báo tăng đến gần 50% tới năm 2020. Theo đề án phát triển nhiệt điện than VII (điều chỉnh), song song với việc phát triển năng lượng sạch, để đảm bảo an ninh năng lượng trong nước, nguồn nhiệt điện than có thể được tăng đến 49.3% năm 2020, 55% năm 2025 và 53.2% năm 2030.

	2015	2020	2025	2030
Số lượng nhà máy	19	31	47	52
Công suất MW	13,157	25,787	45,152	55,252
Tỷ trọng công suất nhiệt điện than trong tổng công suất lắp đặt	33.40%	42.70%	49.30%	42.60%
Tổng sản lượng điện sản xuất (triệu kWh)	56,400	130,932	220,165	304,478
Tỷ trọng trong tổng sản lượng điện sản xuất	34.30%	49.30%	55%	53.20%

Nguồn: Bộ công thương

Vì vậy lượng than nhập khẩu sẽ tăng mạnh, tác động mạnh tới giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp nhiệt điện than. Theo Bộ Công Thương, năm 2017 dự kiến sẽ phải nhập khẩu khoảng 4 triệu tấn than cho sản xuất điện và sẽ tăng dần lên khoảng 70 triệu tấn vào năm 2030. Goldman Sachs dự báo giá than thế giới năm 2017 có thể tăng 64% lên 135 đô/ tấn. Mặc dù giá than được tính vào giá bán cho EVN trong hợp đồng PPA, kết hợp với sự hồi phục của thủy điện sản lượng huy động từ nhiệt điện có thể bị ảnh hưởng.

Giá nguyên liệu đầu vào của các nhà máy tuabin khí và nhiệt điện dầu có thể tăng so với 2016. Nhiều tổ chức như WB, IMF, EIA đã dự báo giá dầu sẽ hồi phục trong năm 2017, tác động tiêu cực tới các doanh nghiệp nhiệt điện khí.

Tỷ giá vẫn là ẩn số lớn với các doanh nghiệp nhiệt điện. Tính tới thời điểm hiện tại, diễn biến tỷ giá EUR/VND và JPY/VND khá tích cực. Tuy nhiên việc dự báo tỷ giá khá rủi ro, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi sát diễn biến tỷ giá và có chiến lược đầu tư phù hợp.

	Dư nợ ngoại tệ 30/6/2016	% thay đổi tỷ giá 1/1-30/6/2016	Lỗ tỷ giá ghi nhận 1H2016- tỷ đồng
PPC	JPY 22,280,907,301 USD 112.124.152 và	16.070% USD: -0.089%,	677
NT2	EUR 101.648.905	EUR: -0.9%	15
BTP	KRW 28.737.470.820	3.95%	46

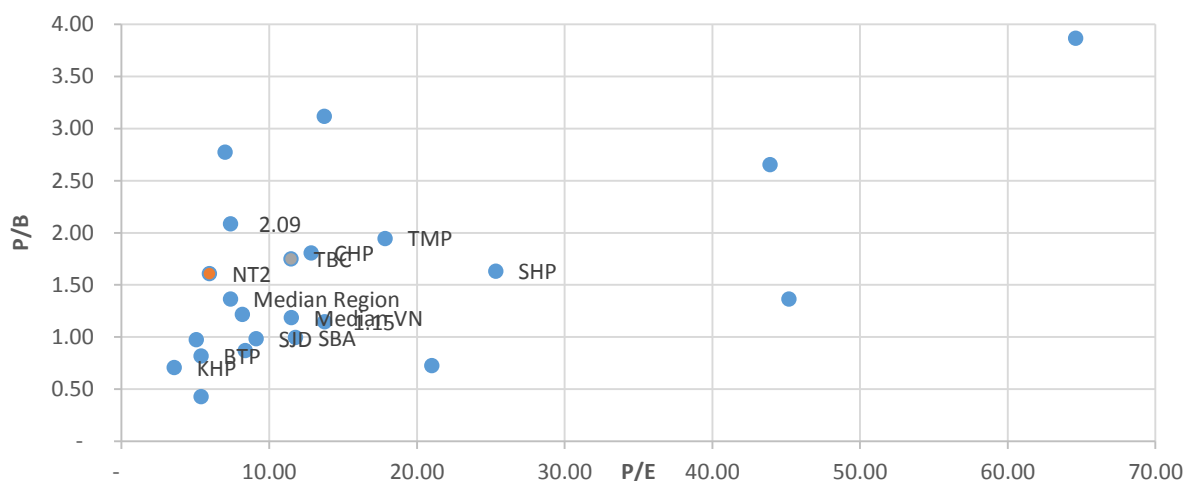
Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành điện. Chúng tôi nhận định ngành điện là ngành có tính phòng thủ khá cao (hoạt động kinh doanh chính ổn định, tỷ lệ chi trả cổ tức cao) vì vậy có thể là điểm đến khá an toàn của dòng tiền. Đối với các doanh nghiệp thủy điện, nhờ diễn biến thủy văn dự báo thuận lợi hơn năm 2016, sản lượng điện sản xuất và bán cho EVN dự báo tăng mạnh so với cùng kỳ. Với các doanh nghiệp nhiệt

điện, do giá nguyên liệu đầu vào dự báo có thể tăng trong năm 2017 nên doanh thu có thể cải thiện so với 2016. Các doanh nghiệp trong khu vực phía Nam dự báo tăng sản lượng phát điện nhờ mở Nam Côn Sơn hoàn thành sửa chữa định kì và hiện tại khu vực này vẫn đang có phụ tải lớn. Tuy nhiên do đặc điểm vay nợ ngoại tệ lớn (USD, EUR, JPY, KRW) diễn biến của tỷ giá có tác động rất lớn tới lợi nhuận của doanh nghiệp này.

Mặc dù có tốc độ tăng trưởng cao, khoảng gần gấp 2 lần GDP của nền kinh tế, ngành điện Việt Nam nói chung vẫn đang được định giá thấp hơn tương đối so với trung bình khu vực. Vì vậy, chúng tôi đánh giá, các doanh nghiệp trong ngành này vẫn có dự địa tăng trưởng cao trong năm 2017.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp.

NT2- MUA- Giá mục tiêu 36,807 đồng/cổ phiếu

Từ tháng 8/2015, giá khí đầu vào được xác định theo thị trường nên giá điện trung bình giảm khoảng 17% làm cho doanh thu bán điện giảm mặc dù sản lượng điện tăng gần 1% yoy đạt 4.02 tỷ kWh. Thêm vào đó do mở khí Nam Côn Sơn sửa chữa trong năm 2016, NT2 đã chủ động giảm sản lượng và chạy dầu DO trong quý 3/2016. Tính đến hết tháng 11/2016, NT2 hoàn thành 92.8% kế hoạch, sản xuất 4.8 triệu kWh đạt doanh thu 5.559 tỷ. Dự kiến cả năm 2016, NT2 sản xuất 5.266 tỷ kWh, kế hoạch tăng lên thành 5.5 tỷ kWh năm 2017 (cao hơn rất nhiều so với dự báo trước đó của chúng tôi ở mức 3.5 tỷ kWh). Trong tháng 6 và 7/2017, NT2 sẽ bảo trì 2 tuabin dự báo kéo dài khoảng 1 tháng cho mỗi tuabin. Dựa vào kế hoạch sản lượng 2017, giá khí bằng với giá khí tháng 11/2016, chúng tôi dự báo năm 2017, NT2 ghi nhận DT 7.299 tỷ (+20%yoy), LNST đạt 1.082 tỷ (-6%yoy) do dự báo không còn hưởng lợi lớn từ chênh lệch tỷ giá như trong năm 2016, EPS 2017=3,756 đồng/cp.

Trong dài hạn, NT2 đang nghiên cứu tiền khả thi (FS) dự án nhà máy Nhơn Trạch 2 mở rộng, dự kiến bổ sung thêm 2 nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp với tổng công suất 1,800MW trong đó giai đoạn 1 là 1 nhà máy

tuabin khí chu trình hỗn hợp có công suất 850MW, lớn hơn 100MW so với công suất nhà máy hiện tại. Nhà máy sẽ sử dụng khí LNG nhập khẩu và dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2021

PPC- Khuyến nghị Theo Dõi.

Tỷ giá JPY/VND tăng mạnh trong 9T2016, hợp đồng PPA chưa được ký cho PL1 trong 1H2016 khiến giá tạm tính cho lượng điện sản xuất tại nhà máy này thấp hơn nhiều so với giá trong PPA. Vào tháng 5/2016, PPC đã ký hợp đồng PPA cho nhà máy Phả Lại 1 với giá bán cố định là 261 đồng/kWh, thấp hơn 10 đồng so với giá trước đó. Sản lượng được ký là 595 triệu kWh trong 6 tháng cuối năm 2016. Ngoài ra, PPC đang xin hồi tố phần sản lượng Qc thiếu hụt trong 5T2016 của PL1, ước tính khoảng 230-250 tỷ. Chúng tôi cho rằng trong năm 2017, hoạt động kinh doanh chính của PPC sẽ ổn định hơn nhiều so với năm 2016 do các hợp đồng Qc đã được ký kết. Rủi ro lớn nhất của PPC là diễn biến tỷ giá JPY/VND trong thời gian tới. Hiện tại PPC còn dư nợ JPY khoảng JPY 22 tỷ, vì vậy 1% biến đổi của tỷ giá có thể làm PPC ghi nhận khoảng 48 tỷ lỗ/lãi.

VSH- Khuyến nghị MUA- giá mục tiêu 17,700 đồng/cp.

Trong năm 2015 và 9 tháng 2016, hoạt động kinh doanh chính chịu ảnh hưởng mạnh của El Nino, lượng nước trong khu vực chỉ vào khoảng 40-60% trung bình nhiều năm. Nhờ có hồ chứa điều tiết năm, lượng mua lớn trong quý 4/2016 sẽ được dự trữ đủ để đảm bảo hoạt động trong 2 quý đầu năm 2017. Thêm vào đó, La Nina dự báo với xác suất cao sẽ xảy ra trong năm 2017 sẽ giúp kết quả kinh doanh của VSH cải thiện đáng kể so với năm 2016. Cho tới thời điểm hiện tại, vụ kiện của VSH với nhà thầu Hoa Đông vẫn chưa có kết quả. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý nhà đầu tư, trong trường hợp xấu nhất VSH thua kiện, chi phí liên quan tới vụ kiện sẽ được tính vào tổng mức đầu tư của dự án Thượng Kon Tum và được dùng để tính giá điện trong hợp đồng PPA với EVN.

Trong năm 2017, chúng tôi dự báo VSH sẽ ghi nhận doanh thu 643 tỷ (+9%yoy), LNST đạt 386 tỷ tương đương EPS 2017 đạt 1.875 đồng/cp, EV/EBITDA (không tính giá trị tài sản dở dang của dự án Thượng Kon Tum) bằng 6x, khá hấp dẫn so với mức trung bình ngành ở mức 8.4x.

Mã CK	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	P/E fw	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá ngày 23/12/2016	Giá mục tiêu
NT2	7,299	1,082	3,756	7.32	1.62	23%	22% tiền, 7% cp	27,500	36,400
PPC	6,567	600	1,712	9.93	1.19	10.6%	12% tiền	17,000	N/A
SJD	468	225	4,531	5.52	1.01	17%	25% tiền	25,000	30,940
CHP	667	298	2,366	8.66	1.78	22%	9% tiền, 5% cp	20,500	23,200
VSH	643	386	1,875	8.32	1.16	12%		15,600	

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Thép 2017 [Khả quan]

- Giá quặng sắt sẽ giao động tương đối ổn định
- Tiêu thụ thép trong nước dự kiến tăng trưởng tốt nhờ tăng đầu tư hạ tầng, khu công nghiệp
- Chính sách bảo hộ tiếp tục phát huy tác dụng

Thị trường quặng sắt năm 2017 nhìn chung tương đối khả quan do (1) Tiêu thụ thép Trung Quốc vẫn khả quan, mặc dù đầu tư vào lĩnh vực bất động sản được dự báo giảm nhẹ trong năm 2017, nhưng hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng và sản xuất máy công nghiệp nặng vẫn được giữ vững, (2) Tốc độ tăng trưởng nguồn cung quặng sắt bị chậm lại do ảnh hưởng của vốn đầu tư và những vấn đề khó khăn trong hoạt động, (3) Dòng vốn đầu cơ tiếp tục chảy vào thị trường hàng hóa (quặng sắt) sẽ là động lực hỗ trợ mặt bằng giá.

Dự báo giá quặng sắt năm 2017 giao động tương đối ổn định. Theo dự báo của Goldman Sachs, trong nửa đầu năm 2017, cung và cầu quặng sắt sẽ tương đối cân bằng, giá sẽ giao động trên 60 USD/tấn; tuy nhiên sang nửa sau của năm 2017, dự báo nguồn cung sẽ tăng lên nhanh chóng do hai nước là Úc và Brazil tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu, dẫn đến giá quặng sắt giảm xuống còn 55 USD/tấn. Dự báo này cũng trùng với mức dự báo trung vị của nhiều đơn vị nghiên cứu độc lập theo tổng hợp của Bloomberg.

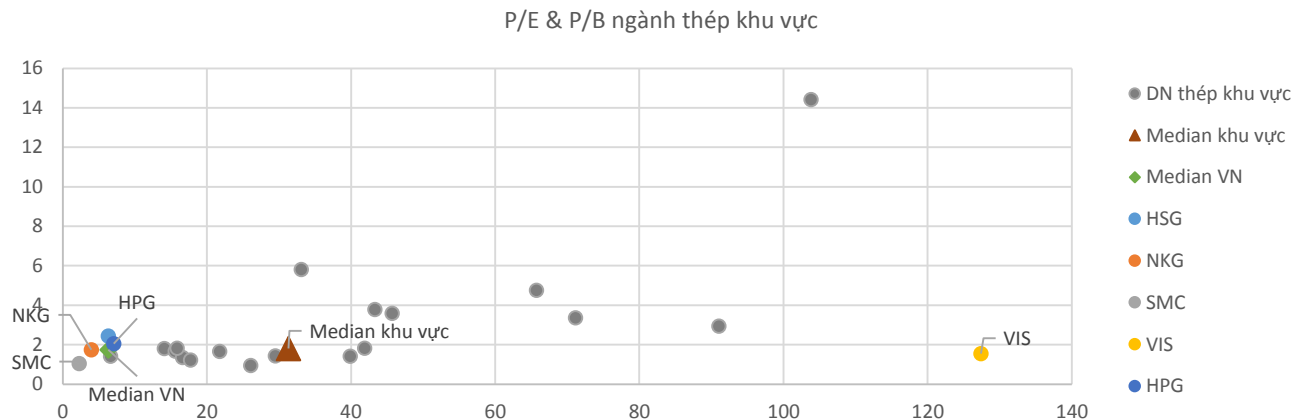
Tiêu thụ thép trong nước sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt. Theo HH thép Việt Nam, ngành thép được kỳ vọng tăng trưởng 10 – 12% trong năm 2017, đáng chú ý trong giai đoạn 2016 – 2017 có khoảng 10 dự án thép được đưa vào hoạt động, góp phần đem lại tăng trưởng cho ngành. Đối với ngành thép, động lực tăng trưởng chính đến từ lĩnh vực Xây dựng. Năm 2017, phân khúc xây dựng công nghiệp sẽ có nhiều triển vọng tăng trưởng nhờ lượng vốn FDI vào Việt Nam vẫn đang có xu hướng tăng, bên cạnh đó, xây dựng hạ tầng cũng khả quan do đẩy mạnh xây dựng và hoàn thiện cơ sở hạ tầng là điều tất yếu để thu hút vốn đầu tư, phát triển kinh tế. Tuy nhiên, BSC cũng lưu ý tăng trưởng của thị trường xây dựng dân dụng nhiều khả năng sẽ chậm lại vào nửa cuối năm do ảnh hưởng của thông tư 06 (ngành xây dựng có độ trễ từ 3 – 6 tháng so với ngành BĐS).

Chính sách bảo hộ của Chính phủ sẽ tiếp tục phát huy tác dụng. Trong năm 2016, Bộ Công thương đã chính thức ban hành Quyết định 2968/QĐ-BCT về việc áp dụng biện pháp tự vệ chính thức với mặt hàng phôi thép và thép dài nhập khẩu. Mức thuế nhập khẩu bổ sung áp dụng cho năm 2017 là 21.3% - 23.3% cho phôi thép và 13.9 – 15.4% với thép dài. Bên cạnh đó, với sản phẩm thép mạ, Quyết định 3584/QĐ-BCT về biện pháp chống bán phá giá tạm thời sẽ hết hạn vào 13/01/2017, BSC cho rằng quyết định chính thức sẽ được áp dụng sau đó, tùy từng nhà sản xuất sẽ bị áp mức thuế khác nhau, mức cao nhất là 38.34%. Với sản phẩm thép mạ màu nhập khẩu, BCT vừa ban hành quyết định gia hạn thêm 2 tháng điều tra trước khi đưa ra quyết định cuối cùng, chúng tôi cho rằng biện pháp áp thuế tự vệ cũng sẽ được áp dụng, dự kiến khoảng tháng 3/2017.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

BSC đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với Ngành thép trong nửa đầu năm 2017 do hưởng lợi từ thông tin áp thuế tự vệ, xu hướng giá quặng khó giảm sâu và thị trường xây dựng hạ tầng, xây dựng công nghiệp trong nước sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt. chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** cho nửa cuối năm 2017 nhưng lưu ý rủi ro giá quặng có thể điều chỉnh giảm khi các nước xuất khẩu quặng lớn là Australia và Brazil đẩy mạnh

nguồn cung xuất khẩu, thị trường BĐS của Trung Quốc có thể không tăng trưởng tốt như năm 2016 và thị trường Xây dựng dân dụng Việt Nam có thể bị co hẹp do ảnh hưởng của TT06. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm Mua Trung và Dài hạn với HPG, HSG và NKG. Năm 2017, Ngành thép khó có thể duy trì tăng trưởng với tốc độ như 2016.



HPG – Mua – Giá mục tiêu 53,866 đồng/cp

Cập nhật sản lượng tiêu thụ. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong 11T2016 đạt 1.58 triệu tấn (+24.85%yoy), tiếp tục đứng số 1 với 21.8% thị phần. Tiêu thụ ống thép trong 11T2016 đạt 432,500 tấn (+45.77%yoy) củng cố vị trí số 1 với khoảng 25.58% thị phần cả nước. Do đó chúng tôi cho rằng, tiêu thụ thép xây dựng cả năm của HPG có thể đạt hơn 1.7 triệu tấn, vượt so với kế hoạch 1.6 triệu tấn của năm 2016. (Công suất thiết kế thép xây dựng của HPG khoảng 1.9 triệu tấn). Bên cạnh các sản phẩm chính là thép xây dựng và ống thép, HPG cũng mới ra mắt sản phẩm thép cuộn rút dây (cung cấp khoảng 30,000 tấn trong tháng 11,12) và thép làm lõi que hàn, hiện nay những sản phẩm này chỉ mới chiếm một phần rất nhỏ, trong cơ cấu DT, LN của mảng thép.

Lợi thuế giá nguyên liệu rẻ trong Q1/2017. Chính sách hàng tồn kho của HPG là dự trữ quặng từ 4 – 6 tháng, tùy tình hình giá quặng lên cao có thể điều chỉnh giảm còn 3 tháng để dò xét tình hình, do đó lượng nguyên liệu dùng cho Q1/2017 đã được chuẩn bị, giá mua chỉ ở mức 55 – 60 USD/tấn, tùy tỷ lệ phối trộn các lô quặng, sẽ có giá vốn khác nhau. Chúng tôi cho rằng, triển vọng Q4/2016 và Q1/2017 của HPG tương đối khả quan nhờ diễn biến giá quặng. Giá bán thép được điều chỉnh tăng tương đối trong tháng 12, hiện tại là 10.6 – 10.7 triệu đồng/tấn thép xây dựng.

HPG đang đề xuất BCT dự án thép tại Quảng Ngãi. Dự án gồm 2 giai đoạn, từ 2017 – 2019 sẽ sản xuất 2 triệu tấn thép dài bao gồm 1 triệu tấn thép dài xây dựng và 1 triệu tấn thép dài chất lượng cao. Giai đoạn từ 2020 – 2022, sẽ mở rộng sản xuất 2 triệu tấn thép dẹt cán nóng. Dự kiến tổng vốn đầu tư là 60,000 tỷ đồng, giai đoạn 1 khoảng hơn 30,000 tỷ (vốn cố định khoảng 2/3, vốn lưu động 1/3).

Tiến độ bán hàng tại Mandarin 2. Hiện đã bán được 60%, tổng số căn hộ là 640 căn, giá bán từ 2 – 3 tỷ đồng/căn. Dự kiến cuối năm 2017 HPG sẽ bàn giao khoảng 20% số căn hộ.

Tiến độ các dự án thức ăn chăn nuôi. Hiện tại có nhà máy tại Hưng Yên đã đi vào hoạt động (cs 300,000 tấn), nhà máy Đồng Nai (cs 300,000 tấn) sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2017. Hai dự án dự kiến thực hiện tại Phú Thọ và Đồng bằng SCL chưa được triển khai.

HSG – Mua – Giá mục tiêu 66,386 đồng/cp

Cập nhật KQKD: Tổng sản lượng tiêu thụ năm tài chính 2015 – 2016 đạt 1.32 triệu tấn (+22%yoy), trong đó thành phẩm là 1.24 triệu tấn (+22%yoy). DTT 2015 – 2016 đạt 17.894 tỷ đồng (+2%yoy), LNST đạt 1.504 tỷ đồng (+130%yoy).

Năm tài chính 2016 – 2017, HSG đặt mục tiêu tổng sản lượng 1.58 triệu tấn (+20%yoy), trong đó thành phẩm là 1.49 triệu tấn (+20%yoy), DTT đạt 23,000 tỷ đồng (+29%yoy) và LNST là 1,650 tỷ đồng (+10%yoy). Chúng tôi cho rằng đây là kế hoạch kinh doanh tương đối thận trọng, khi từ tháng 5/2017 HSG sẽ đưa vào vận hành dây chuyền cán nguội công suất 400,000 tấn/năm (hiện tại công suất cán nguội là 980,000 tấn/năm) qua đó giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp, đồng thời kế hoạch được xây dựng dựa trên mức giá HRC là 400 USD/tấn, đây là mức tương đối thận trọng.

Về các dự án lớn đang triển khai: HSG đang hoàn thiện đề án thép Cà Ná để trình Bộ Công Thương phê duyệt. Các dự án BĐS là Hoa Sen Yên Bái và Hoa Sen Quy Nhơn vẫn sẽ được giải ngân số vốn nhỏ để thực hiện, nhưng HSG vẫn ưu tiên về mặt hàng thép. **Cổ tức dự kiến:** tỷ lệ thực hiện tối đa là 85% trong đó chi trả cổ tức bằng tiền mặt tối đa 10% và phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ tối đa 75% (trong đó phát hành cổ tức bằng cổ phiếu – tỷ lệ tối đa 55% và phát hành cổ phiếu để tăng vốn điều lệ từ thặng dư vốn cổ phần – tối đa 20%).

NKG – Mua – Giá mục tiêu 47,680 đồng/cp

Cập nhật về năng lực sản xuất: Dự kiến dây chuyền cán nguội công suất 450,000 tấn/năm (công suất hiện tại là 400,000 tấn/năm) sẽ hoàn thiện và đi vào hoạt động từ tháng 2/2017 (sau tết nguyên đán), giúp NKG giảm bớt tỷ lệ thuê gia công và mua ngoài, tăng biên LNG.

Năng lực sản xuất của NKG sẽ gồm cán nguội khoảng 850,000 tấn/năm, mạ kẽm 270,000 tấn/năm, mạ lạnh khoảng 570,000 tấn/năm, gần như dây chuyền cán nguội đủ đáp ứng cho sản xuất. Dây chuyền phụ là mạ màu 290,000 tấn/năm, Ống thép 120,000 tấn/năm. **Tồn kho tương đối an toàn:** Nhu cầu hiện tại của NKG vào khoảng 50 nghìn tấn HRC/tháng, doanh nghiệp đang dự trữ hàng tồn kho khoảng 3 tháng sản xuất, tương đương 150 nghìn tấn HRC. Hàng tồn kho còn lại khoảng 50,000 tấn là thành phẩm.

Về xuất khẩu: do thị trường Mỹ đang tiến hành điều tra áp thuế CBPG, NKG hiện không có giao dịch nào với đối tác Mỹ, dự kiến tháng 2 – 3/2017 NKG sẽ lại xuất khẩu sang Mỹ, cam kết nhập nguyên liệu từ Ấn Độ, Nga để sản xuất hàng đi Mỹ. Giá HRC nguồn Trung Quốc hiện chào là 550 USD/ tấn, giá nguồn Ấn Độ khoảng 530 USD/tấn, chất lượng cũng khá hơn hàng Trung Quốc. Indonesia đang là thị trường xuất khẩu chính với tỷ trọng khoảng 50% sản lượng xuất khẩu.

Mã CK	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	P/E fw	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá ngày 23/12/2016	Giá mục tiêu
HPG	32,701	6,083	7,213	5.95	1.48	24.63%	N/A	42,950	53,866
HSG	22,367	1,919	9,763	5.25	1.72	32.79%	85%	51,300	66,386
NKG	12,093	711	10,768	3.26	1.19	36.64%	N/A	35,100	47,680

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Cao su tự nhiên 2017 [Khả quan]

- Nguồn cung – ảnh hưởng từ lũ lụt ở Thái Lan.
- Giá cao su được dự báo tăng nhẹ khoảng 5% trong 2017.
- Giá cao su trong nước chịu ảnh hưởng lớn bởi các biến động giá cả cao su trên thế giới, và nhu cầu từ các nước xuất khẩu trực tiếp.

Theo dự báo của International Rubber Study Group (IRSG), nhu cầu cho cao su tự nhiên được dự báo có mức tăng 3.2% trong 2017, và đạt mức trung bình 3% hằng năm cho giai đoạn 2017-2025. Nguồn cung được dự báo sẽ đạt mức cân bằng so với nguồn cầu, cụ thể:

- **Nguồn cung – ảnh hưởng từ lũ lụt ở Thái Lan:** Tháng 1/2017, Thái Lan chịu ảnh hưởng lũ lụt ở miền Nam, là khu vực trồng cây cao su và có ảnh hưởng lớn đến nguồn cung cũng như giá bán cao su. Theo ước tính của ANRPC, lũ lụt lần này sẽ làm nguồn cung giảm 5% trong năm 2017, dẫn đến chênh lệch cung cầu. Các khu vực còn lại được dự báo sẽ duy trì mức tăng khoảng 0.9% trong sản lượng sản xuất.
- **Nguồn cầu – tập trung ở khu vực Đông Nam Á:** Nguồn cầu phụ thuộc nhiều vào các chính sách của quốc gia tiêu thụ lớn nhất là Trung Quốc (~ 38% nguồn cầu). Tuy nhiên trong giai đoạn 2017-2020, sản lượng tiêu thụ ở Trung Quốc đang có nguy cơ suy giảm, khi chính phủ nước này đã hạn chế việc sản xuất lốp xe, và áp dụng các yêu cầu khắt khe hơn về tiêu chuẩn sản xuất dưới ảnh hưởng của các yếu tố môi trường. Ngược lại, tăng trưởng tiêu thụ cao su được dự báo sẽ tập trung ở các quốc gia đang phát triển châu Á – Thái Bình Dương như Thái Lan, Malaysia và Ấn Độ, cùng với nhu cầu sản xuất ô tô tăng cao.

Bên cạnh đó, giá cao su có thể sẽ chịu ảnh hưởng lớn từ các yếu tố thị trường như giá dầu và diễn biến tỷ giá. Giá dầu hiện đang được các tổ chức lớn dự báo sẽ có mức tăng tương đối trong năm 2017, là một điểm hỗ trợ cho giá cao su.

Giá cao su được dự báo tăng nhẹ. Trong báo cáo giá hàng hóa vào tháng 10/2016, World Bank dự báo giá cao su Malaysia sẽ đạt mức trung bình \$1.57/kg, tăng 5% so với giá cao su trung bình trong 2016. Tương tự, Economic Intelligence Unit cũng dự báo giá cao su thế giới có thể tăng nhẹ trong 3 năm tới, nhưng chưa thể vượt mốc 1.7 USD/kg. Chúng tôi lưu ý các dự báo này được đưa ra trước khi có yếu tố lũ lụt mạnh ở Thái Lan vào đầu 2017.

Giá cao su trong nước chịu ảnh hưởng lớn bởi các biến động giá cả cao su trên thế giới, và nhu cầu từ các nước xuất khẩu trực tiếp. Giá bán cao su trong nước thường có độ trễ 1-2 tháng so với giá cao su quốc tế, như đã phân tích trong báo cáo ngành cao su của chúng tôi. Ngoài ra, thị trường Việt Nam chịu ảnh hưởng trực tiếp từ tình hình tiêu thụ của các nước nhập khẩu lớn như Trung Quốc và Ấn Độ. Do đó, thị trường cao su trong nước gặp khó khăn hơn so với quốc tế khi Trung Quốc đang cắt giảm sản xuất sắm lốp. Bên cạnh đó, Ấn Độ đang có kế hoạch áp thuế phòng vệ để bảo vệ thị trường sản xuất cao su trong nước, vốn đã giảm sút mạnh các năm qua khi giá cao su xuống thấp.

Đối với các doanh nghiệp Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh năm 2017 khả quan, mặc dù không có sự đột biến như 2H2016. Kỳ vọng về mặt bằng giá cao su tốt hơn sẽ dẫn đến việc mở rộng quỹ lương cho người lao động, vốn đóng góp hơn 50% cơ cấu chi phí sản xuất cao su. Đồng thời, các doanh nghiệp nhiều khả

năng sẽ gỡ bỏ dần các biện pháp cắt giảm chi phí trong giai đoạn trước đây, để hồi phục khả năng sản xuất tốt hơn. Theo đó, tùy thuộc vào mức tăng của giá cao su, lợi nhuận trên mỗi kg cao su được kỳ vọng tăng trong 2017, nhưng sẽ không có mức đột biến như trong Q3/2016.

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Dựa trên diễn biến và triển vọng giá cao su, chúng tôi nâng quan điểm cho ngành cao su lên **KHẢ QUAN** trong năm 2017. Tại thời điểm 23/12/2016, cổ phiếu ngành cao su đang được giao dịch với mức PB trung vị là 0.6x và PE trung vị là 11x. Giá cao su đã có sự phục hồi mạnh mẽ trong quý 3, phản ánh những thông tin tích cực về kết quả kinh doanh, cũng như những kỳ vọng từ giá cao su tiếp tục đi lên, và các cổ phiếu đầu ngành đã đạt mức giá khuyến nghị của chúng tôi trong báo cáo cập nhật ngành cao su vào tháng 10/2016. Do ngành cao su đã tạo đáy thành công sau giai đoạn 5 năm liên tục đi xuống, BSC cho rằng cổ phiếu ngành cao su vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong năm 2017.

PHR – MUA – Giá mục tiêu 31,200 VND/cp – upside 16.8%

PHR có vị thế tốt là doanh nghiệp đầu ngành về quy mô, và là một trong những doanh nghiệp duy trì được hiệu quả sản xuất. Đồng thời, công ty đang có dự án Kamthong Pong ở Campuchia đã bắt đầu thu hoạch sẽ đóng góp sản lượng gia tăng của công ty, bắt kịp với xu hướng giá cao su hồi phục. Chúng tôi cũng lưu ý khả năng cổ tức được tăng lên cùng với lợi nhuận, sau khi trích lập các quỹ. Với giả định giá cao su tăng 5% trong năm 2017 và chi phí nhân công tăng khoảng 10%, chúng tôi ước tính PHR sẽ ghi nhận 1,405.5 tỷ đồng doanh thu (+8.5% yoy) và 296.7 tỷ lợi nhuận sau thuế (+12.7%). KQKD tương ứng với mức EPS 2017 là 2,978. Tại ngày 22/12/2016, cổ phiếu PHR đang giao dịch với mức P/E forward là 8.9x, khá thấp so với ngành.

TRC - MUA – Giá mục tiêu 30,500 – upside 16%

CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) là doanh nghiệp có yếu tố cơ bản tốt, cùng các biện pháp quản lý chi phí hiệu quả. Công ty có năng suất dẫn đầu ngành, cơ cấu vườn cây trẻ, cùng với 65% sản phẩm là Latex và CV 50,60 có giá bán cao và không phụ thuộc vào tình hình sản xuất sẫm lớp. Do đó, cổ phiếu TRC đã có mức tăng lợi nhuận tốt nhất so với các doanh nghiệp trong ngành khi giá cao su hồi phục mạnh trong Q3/2016. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng về quy mô của doanh nghiệp là hạn chế, do dự án Tây Ninh Siêm Riệp sẽ chưa đi vào khai thác cho tới năm 2019. Chúng tôi ước tính năm 2017, TRC sẽ ghi nhận 369 tỷ đồng doanh thu (+14.1%) và 83.9 tỷ đồng LNST (+14% yoy), tương ứng với EPS 2017 là 2,305 VND/cp. Tại ngày 23/12/2016, cổ phiếu TRC đang được giao dịch ở mức giá 26,300 VND/cp, tương ứng P/E forward là 11.1x.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2016)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu
PHR	1,405	296.7	2,978	8.9	0.85	9.6%	10%	25,300	31,200
TRC	352	76.9	2,021	13.3	0.52	3.9%	15%	26,300	30,500

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Phân bón 2017 [Khả quan]

- Giá phân bón thế giới được dự báo tăng nhẹ trong 2017, tăng 5% cho DAP và 4% cho phân Ure.
- Nhu cầu phân bón có thể tăng nhờ thời tiết bất thường
- Nguồn cung tăng từ cả nhập khẩu lẫn sản xuất nội địa
- Giá đầu vào được dự báo tăng nhanh hơn giá đầu ra
- Kỳ vọng liên quan đến thay đổi thuế VAT

Giá phân bón thế giới được dự báo tăng nhẹ: Theo dự báo của World Bank, giá phân bón thế giới sẽ tăng nhẹ trong năm 2017, với mức tăng 5% cho DAP, và 4% cho phân Ure.

Nhu cầu phân bón Việt Nam có thể có tăng trưởng nhờ thời tiết bất thường: Theo dự báo của Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn Trung ương, khu vực ĐBSCL cho mùa khô 2016-2017 sẽ chịu thiếu hụt dòng chảy so với trung bình nhiều năm khoảng 15-30%. Tình trạng hạn hán, xâm ngập mặn có khả năng xâm nhập sớm và kéo dài, nhưng mức độ ít nghiêm trọng hơn so với mùa khô 2015-2016. Cùng với đó, Q1/2017 được dự báo có nhiệt độ cao hơn so với mức trung bình nhiều năm khoảng 1 độ, nhưng thấp hơn so với năm 2016, là điều kiện thuận lợi cho tiêu thụ phân lân trong mùa vụ Đông Xuân ở khu vực Bắc Bộ. Theo đó, nhu cầu cho tiêu thụ phân bón được dự báo có cải thiện so với năm ngoái.

Ngày 19/12/2016, Thủ tướng đã quyết định dành gói tín dụng 50-60 nghìn tỷ để phát triển ngành nông nghiệp công nghệ cao. Sự chú trọng vào sự phát triển nông nghiệp sẽ thúc đẩy sự tham gia nông nghiệp và gián tiếp nâng cao nguồn cầu cho ngành phân bón.

Nguồn cung phân bón tăng lên:

- Ngày 23/12/2016, Trung Quốc thông báo giảm thuế xuất khẩu phân bón, sẽ không áp dụng thuế xuất khẩu với các mặt hàng Ure, DAP và TSP. Đối với NPK, thuế xuất khẩu giảm mạnh từ 30% xuống còn 20%. Sự giảm thuế xuất khẩu sẽ tác động đáng kể lên nguồn cung và mặt bằng giá của thị trường nội địa, khi Trung Quốc hiện đang là thị trường trọng yếu của Việt Nam, với sản lượng nhập khẩu từ quốc gia này chiếm tới 46% lượng phân bón nhập khẩu trong 10T2016.
- Thuế nhập khẩu phân bón giảm cho các nước trong hiệp định thương mại Việt Nam – Liên Minh kinh tế Á-Âu (EAEU). Theo đó, có hiệu lực từ ngày 3/10/2016, các quốc gia thuộc liên minh sẽ được giảm thuế nhập khẩu từ 5% về 0% đối với DAP, và từ 6% về 4.9% từ 3/10/2016 và về 4.4% từ 2017. Trong số các quốc gia thuộc liên minh, Nga và Belarus là hai nước xuất khẩu phân bón lớn thứ 2 và thứ 3 sang Việt Nam, cùng nhau đóng góp 16% tổng sản lượng phân bón. Tính riêng mặt hàng Kali và NPK, tỷ trọng nhập khẩu từ khu vực này ở mức 20% trong năm 2016, theo đó sẽ có tác động đáng kể lên nguồn cung của mặt hàng này.
- Tổng công suất thiết kế nội địa đã tăng mạnh ở tất cả các mặt hàng phân bón từ năm 2015, trong khi sản lượng sản xuất chưa tăng trong năm 2016.

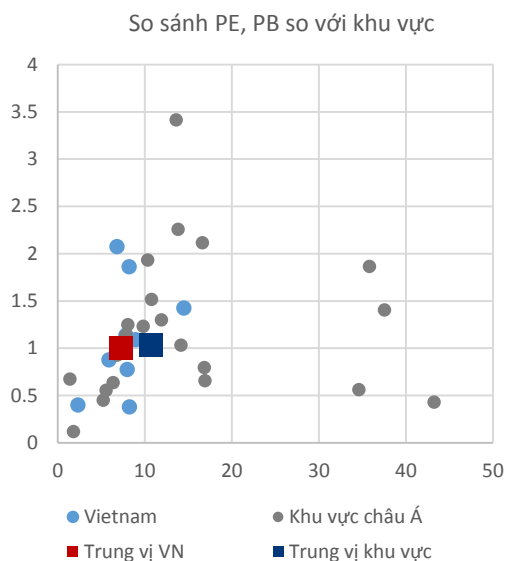
Giá đầu vào được dự báo tăng. Giá dầu FO được dự báo tăng mạnh 20% trong năm 2017, ảnh hưởng trực tiếp lên lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất phân đạm từ khí, đồng thời giá than cũng được dự báo tăng nhẹ 3%. Đối với các doanh nghiệp sản xuất phân lân, giá photpho được dự báo sẽ ổn định ở mức hiện tại.

Kỳ vọng liên quan đến vấn đề thuế VAT: từ ngày 1/1/2015, các mặt hàng phân bón đã thuộc đối tượng không chịu thuế GTGT thay vì chịu thuế suất thuế GTGT 5% như trước. Việc miễn thuế này đã gây khó khăn cho các

doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón vì không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào của các chi phí như điện, than, phụ gia, vỏ bao, chi phí quản lý, bán hàng... Trong Q4/2016, hiệp hội phân bón Việt Nam và Bộ công thương đã có đề xuất lên chính phủ để sửa đổi mặt hàng phân bón từ đối tượng không chịu thuế GTGT thành mức thuế suất 0%. Nếu được chấp thuận, mức thuế được khấu trừ vào khoảng gần 100 tỷ ở LAS và 300 tỷ ở DPM.

Tỷ giá USD/VND tăng lên giúp tăng tính cạnh tranh của các sản phẩm phân bón trong nước: việc Fed tăng lãi suất và sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ khiến đồng USD tăng mạnh và tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tăng lên trong năm 2017. Điều này giúp giá bán của các sản phẩm phân bón trong nước có thể cạnh tranh bán phân bón nhập khẩu.

Quan điểm đầu tư – Khả quan



Chúng tôi nâng quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm cổ phiếu ngành phân bón. Các doanh nghiệp phân bón có thể tiếp tục đối mặt với khó khăn do cạnh tranh cao, giá bán giảm. Điểm sáng là sản lượng tiêu thụ phân bón kỳ vọng tăng sau nhờ các yếu tố thời tiết bớt gay gắt hơn so với năm 2016; công với khả năng Chính phủ xin nhắc điều chỉnh chính sách VAT. Các doanh nghiệp phân đạm dự kiến gặp khó khăn hơn với kỳ vọng giá khí mua vào sẽ tăng mạnh theo giá dầu, trong khi các doanh nghiệp sản xuất phân lân có thể giữ được mức biên lợi nhuận ổn định. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu phân bón đã về vùng hấp dẫn sau thời gian dài suy giảm. Các doanh nghiệp phân bón trong nước hiện được giao dịch tại mức P/E và P/B trung vị lần lượt là 7.33x và 1.0x, tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp phân bón trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương lần lượt là 10.8x và 1.03x.

Nguồn: Bloomberg & BSC tổng hợp

LAS - Mua - Giá khuyến nghị 14,000 - Upside 13.8% ([link](#))

LAS là doanh nghiệp có thị phần chi phối ở khu vực phía Bắc, ước tính khoảng 80%, với uy tín và thương hiệu lâu năm. Công ty hiện đang có 4 dây chuyền sản xuất NPK, với tổng công suất 800,000 tấn, 2 dây chuyền sản xuất phân lân 700,000 tấn/năm, và 01 dây chuyền sản xuất phân lân nung chảy 300.000 tấn/năm. Các nhà máy của LAS đều đã gần hết chi phí khấu hao.

Hoạt động kinh doanh năm 2017 của LAS chịu áp lực cạnh tranh cao từ cả phân bón Trung Quốc, lẫn các nhà máy sản xuất NPK mới như phân bón Bình Điền (200 nghìn tấn/năm) và phân bón Đức Giang, Lào Cai (160 nghìn tấn/năm), làm tăng tổng công suất của thị trường phía Bắc lên 70%. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện trong kết quả kinh doanh nhờ sản lượng bán hàng dự kiến tăng trưởng trở lại sau năm 2016 thời tiết bất lợi. Thời tiết lạnh ở khu vực phía Bắc sẽ nâng cao nhu cầu phân lân cho mùa vụ Đông Xuân. Chúng tôi kỳ

vọng LAS sẽ ghi nhận khoảng 4,800 tỷ đồng doanh thu (+11%) và 178.1 tỷ đồng LNST, tương đương với EPS 2017 vào khoảng 1,579 VND/cp. Tại ngày 23/12/2016, cổ phiếu LAS đang được giao dịch ở mức giá 12,300 VND, tương đương với P/E forward 7.8x.

BFC – Mua - giá khuyến nghị 33,000 (upside 11%)

Là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường phân bón NPK Việt Nam với năng lực sản xuất vượt trội, đạt 925.000 tấn/năm, chiếm lĩnh 28% thị trường miền Nam, 10% tại miền Bắc và 10% tại miền Trung. Công ty đã xây dựng thành công thương hiệu và chất lượng ở thị trường phía Nam, và có mức giá bán cao hơn đáng kể so với mặt bằng giá phân NPK của thị trường. Kết quả kinh doanh 2017 được kỳ vọng cải thiện với định hướng gia tăng tỷ trọng tiêu thụ NPK có chất lượng cao. Nhà máy Bình Điền Ninh Bình đi vào hoạt động từ cuối năm 2015 giúp tiết giảm chi phí vận chuyển và chi phí thuế TNDN, ước tính đóng góp thêm khoảng 33 tỷ đồng cho công ty mẹ BFC trong năm 2016 (12% lợi nhuận của công ty). Việc mở rộng công suất (kỳ vọng tăng thêm 250.000 tấn/năm) giúp công ty tiếp cận sâu rộng hơn thị trường miền Bắc, và mở rộng các thị trường xuất khẩu. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2016 đạt lần lượt là 6.050 tỷ đồng và 267 tỷ đồng (+17% yoy). Trong năm 2017, BSC ước tính doanh thu và lợi nhuận của BFC lần lượt đạt 6,153.5 tỷ (+1.71%) và 267.9 tỷ LNST (+0.3% yoy), tương ứng với EPS 2017 đạt 4,219 VND/cp. Tại ngày 23/9/2016, cổ phiếu BFC đang được giao dịch tại mức giá 30,000 VND/cp, tương ứng mức P/E forward là 7.1x và P/B là 1.83x.

DPM – Theo dõi - Giá khuyến nghị 23,085 VND/cp

Là doanh nghiệp đầu ngành phân đạm, với công suất 800.000 tấn/năm. Sản lượng tiêu thụ được kỳ vọng tăng, với tốc độ giảm giá đầu ra chậm lại do nhà máy đạm Ninh Bình và Hà Bắc gặp khó khăn. Chúng tôi dự báo trong năm 2016 DTT và LNST của công ty đạt lần lượt là 9.016 tỷ đồng (-8% yoy) và 1,231 tỷ đồng (-17% yoy). Trong năm 2017, do hiện đã chạy 100% trong khi dự án NH3 vẫn chưa hoàn thành, sản lượng ure dự kiến tăng nhẹ 1%, và giá khí tăng cao gây khó khăn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, khấu hao nhà máy ure đã hết sẽ hỗ trợ lợi nhuận. BSC dự báo doanh thu 2017 đạt 9,321 tỷ đồng (+3.3%) với kỳ vọng giá ure tăng theo giá thế giới. LNST ước đạt 1,205 tỷ đồng (-2.1%), tương ứng mức EPS đạt 3,078 VND/cp. Tại ngày 23/12/2016, cổ phiếu DPM đang được giao dịch ở mức 22,750 VND/cp, tương ứng P/E forward là 7.38x, tương đương với trung bình ngành.

Lưu ý, triển vọng dài hạn của công ty còn phụ thuộc vào: (1) Hiệu quả hoạt động của nhà máy NPK chất lượng cao, dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2018. Với công suất dự kiến là 250.000 tấn, tổng vốn đầu tư lên tới 5000 tỷ đồng, tương đương suất đầu tư khoảng 20 triệu đồng/tấn, cao hơn 20x so với nhà máy NPK của BFC tại Ninh Bình. Trong khi đó, thị trường NPK vẫn đang dư cung. (2) Sản lượng tiêu thụ UFC 85 thấp và không đạt kỳ vọng nếu Đạm Ninh Bình và đạm Hà Bắc dừng hoạt động. (3) Khoản trả thay PVTEX trị giá khoảng 57 triệu USD từ 2017-2029 có thể phải trích lập dự phòng hàng năm.

Mã CK	DT 2017E	LNST 2017E	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2016	Dividend	Giá tại ngày 23/09/2016	Giá mục tiêu	Link
BFC	6,153	267.9	4,219	7.1	1.83	25.7%	20% cp thường 20% tiền mặt	30,000	33,000	Link
DPM	9,321	1,205	3,078	7.38	1.0	13.5%	35% tiền mặt	22,750	23,085	Link
LAS	4,800	178.1	1,589	7.8	1.07	12%	20% tiền mặt 45% cổ phiếu	12,300	14,000	

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Bất động sản 2017 [Trung lập]

- Thị trường vẫn đang trong giai đoạn phát triển nhanh và chưa có dấu hiệu bong bóng
- Nguy cơ bong bóng bất động sản sẽ chưa xảy ra trong năm 2017, thậm chí 2018
- Cơ sở hạ tầng đang tiếp tục được cải thiện, gián tiếp tạo giá trị gia tăng cho BĐS
- Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN về ngành bất động sản và khuyến nghị các mã: VIC, DXG, KDH.

BSC nhận định triển vọng ngành bất động sản trong năm 2017 phụ thuộc vào các yếu tố sau:

Thị trường vẫn đang trong giai đoạn phát triển nhanh: Lượng giao dịch từng quý vẫn tăng trưởng đều 8%/quý tại thị trường HCM và có dấu hiệu chững lại tại thị trường Hà Nội. Giá bán chỉ tăng nhẹ 3-5% ở một số dự án cho thấy lượng cầu ảo chưa nhiều, những người mua nhà đa phần là khách hàng có nhu cầu thực. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ vẫn rất thấp, chỉ đạt 19% ở HCM và 33% ở Hà Nội, cho thấy sự lệch pha phân khúc vẫn đang tạo một khoảng trống trong thị trường.

Nguy cơ bong bóng bất động sản sẽ chưa xảy ra trong năm 2017, thậm chí 2018: Để xảy ra bong bóng BĐS cần có một số yếu tố cấu thành như (1) nền kinh tế tăng trưởng nóng, (2) tín dụng chảy vào BĐS tăng mạnh, (3) giá nhà đất tăng cao, (4) lệch pha phân khúc và (5) giới đầu cơ nhà đất hoạt động mạnh. Trong số các yếu tố trên, mới chỉ xảy ra yếu tố về lệch pha phân khúc, các yếu tố còn lại chưa bộc lộ rõ ràng. Để khắc phục tình trạng lệch pha trên, một số doanh nghiệp lớn đã bắt đầu phát triển các dự án nhà ở giá rẻ như dự án Vinhomes 700 triệu của VIC hay dự án ... của Novaland. Chúng tôi cho rằng việc NHNN điều tiết tốt lượng vốn chảy vào BĐS đang phát huy tác dụng tích cực khi hạn chế tình trạng đầu cơ và ngăn chặn sự tăng giá mạnh của nhà đất, tránh rủi ro bong bóng BĐS như giai đoạn 2010.

Cơ sở hạ tầng đang tiếp tục được cải thiện tại hai thành phố lớn là Hà Nội và Tp.HCM gián tiếp giúp thị trường BĐS phát triển tích cực hơn, cụ thể như sau:

- **Tại Hà Nội:** khu vực phía Tây Hà Nội đang là nơi thu hút nhiều nhà đầu tư BĐS nhờ chủ trương tập trung phát triển hạ tầng cũng như quy hoạch nhiều khu đô thị mới. Cơ sở hạ tầng đang được cải thiện nhằm giúp việc di chuyển đến khu vực trung tâm dễ dàng hơn, ví dụ: tuyến Metro Nhổn – Ga Hà Nội, đại lộ Thăng Long, quốc lộ 32,... Các doanh nghiệp có dự án tại khu vực này: SJS, NTL, VIC, HDG.
- **Tại Tp.HCM:** Khu vực phía Đông và phía Nam đang được thành phố tập trung quy hoạch và phát triển đầy mạnh đầu tư hạ tầng nhằm kết nối với khu vực trung tâm cũng như với các tỉnh lân cận: Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Long An, cụ thể: tuyến metro Bến Thành – Suối Tiên, đường vành đai 2,3, cao tốc Tp HCM – Long Thành – Dầu Giây,... Các doanh nghiệp có dự án ở các khu vực này: VIC, KDH, SCR, DXG.

BĐS khu công nghiệp vẫn được hưởng lợi từ nguồn vốn FDI: Mặc dù vốn FDI đăng ký năm 2016 đạt 20 tỷ USD, giảm 10% so với năm ngoái, nhưng vốn FDI giải ngân đạt 16 – 16.5 tỷ USD (+10% yoy). Trong bối cảnh tăng trưởng GDP Việt Nam đang thấp hơn năm trước và dòng vốn ngoại có xu hướng quay trở lại Mỹ do Fed tăng lãi suất, tăng trưởng vốn FDI giải ngân cho thấy khối ngoại vẫn đang đánh giá tích cực vào triển vọng của Việt Nam, nhờ đó gián tiếp tăng nhu cầu về thuê đất tại các khu công nghiệp. Các doanh nghiệp trên sàn có quỹ đất lớn và còn diện tích để mở rộng cho thuê là KBC, LHG và VGC.

Giai đoạn 2017-2018 sẽ là thời điểm tăng trưởng mạnh về KQKD: Do độ trễ trong việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận nên nhiều doanh nghiệp mặc dù có tốc độ bán hàng tốt nhưng chưa phản ánh vào KQKD 2016. KQKD của nhiều doanh nghiệp sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2017-2018 khi các doanh nghiệp tiến hành bàn giao nhà như VIC, DXG, CEO, SCR.

Quan điểm đầu tư - Trung lập

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** về ngành bất động sản. Năm 2017-2018, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS có khả năng cải thiện do chu kỳ ghi nhận doanh thu, tuy nhiên NĐT sẽ quan tâm nhiều cả đến tiến độ bán hàng mới. Chúng tôi và khuyến nghị các mã: **VIC, DXG, KDH**.

VIC – Mua – Giá mục tiêu 47.800 đồng (+13%)

Vingroup là chủ đầu tư BĐS lớn nhất Việt Nam với quỹ đất gần 8.600 ha. VIC đầu tư và vận hành toàn bộ chuỗi giá trị BĐS như nhà ở, văn phòng cho thuê, và khách sạn. Ngoài ra, doanh nghiệp còn tham gia phân khúc bán lẻ với thương hiệu Vinmart và thương mại điện tử. Cơ cấu doanh thu đang dịch chuyển theo hướng tăng tỷ trọng của mảng cho thuê bất động sản và dịch vụ du lịch - những mảng kinh doanh có tính ổn định cao. Với mảng bất động sản, doanh thu dự kiến 2017 có thể đạt 25.000 tỷ đồng (+18% yoy) do VIC vẫn đang triển khai và ghi nhận doanh thu dự án trọng điểm như Vincom Central Park, Park Hill, Vincom Nguyễn Chí Thanh. Bên cạnh đó, doanh nghiệp bắt đầu thâm nhập vào phân khúc nhà giá rẻ với thương hiệu Vincity, mục tiêu tạo ra những căn hộ có giá 700 triệu/m². Đối với mảng cho thuê TTMM, nhiều trung tâm mua sắm tại các tỉnh như Hậu Giang, Trà Vinh, Hà Tĩnh, và Kiên Giang sẽ được khai trương. Tổng diện tích cho thuê lên đến gần 115 nghìn m² (+15% yoy), doanh thu đạt 3.864 tỷ đồng (+23% yoy). Về mảng bán lẻ, công ty dự kiến sẽ tiếp tục tích cực mở rộng mạng lưới trong các năm tới, với việc dự kiến mở thêm 300 – 400 Vinmart+. Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 đạt 70.000 tỷ (+30% yoy), LNST ~ 3.850 tỷ (+13.2% yoy), EPS 2017 = 1,308 đồng.

DXG – Mua – Giá mục tiêu 13,300 đồng (+12.2%)

DXG là một công ty môi giới có uy tín với thị phần cả nước lên đến 20%. Công ty hiện đang nhanh chóng trở thành một chủ đầu tư, tập trung vào phân khúc trung cấp nhằm tận dụng kinh nghiệm của mảng môi giới và vị trí thu hút của các dự án. Với xuất phát điểm là một doanh nghiệp môi giới bất động sản, DXG có lợi thế trong việc nắm bắt nhu cầu của người mua cũng như lựa chọn được đúng dự án để tiến hành M&A. Công ty hiện có 12 dự án BĐS ở thành phố Hồ Chí Minh. KQKD của DXG năm 2017 được cải thiện nhờ các dự án Luxcity và Opal Riverside đạt tiến độ bán hàng tích cực và tiếp tục ghi nhận vào năm 2017. Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 đạt 2.000 tỷ (+43% yoy), LNST 500 tỷ (+12% yoy), EPS 2017 = 1,976 đồng.

KDH – Mua – Giá mục tiêu 23.330 đồng (+15.5%)

Quỹ đất hiện tại của KDH tại Tp. HCM là 750 ha trong đó diện tích đất sạch là 450 ha, tăng đáng kể do việc hợp nhất với BCI. Doanh nghiệp dự kiến sẽ triển khai các dự án của BCI trong năm 2018 sau khi hoàn tất quá trình tái cơ cấu. Các dự án của KDH tập trung vào phân khúc nhà phố tại khu vực phía Đông đang rất hút khách khi lượng giao dịch 9T2016 đã tăng 109% so với cùng kỳ năm ngoái, theo Savills. Doanh nghiệp dự kiến sẽ đa dạng hóa sản phẩm khi triển khai các dự án trung cấp vào năm 2017 – 2018 tại khu vực quận 9, nơi có nhiều công trình hạ tầng quan trọng như Hàm Chui vòng xoay Mỹ Thủy Q2, cao tốc Long Thành- Dầu Giây. Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 đạt 3.500 tỷ (+60% yoy), LNST 560 tỷ (+40% yoy), EPS 2017 = 2.393 đồng.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu
VIC	70,000	3,850	1,038	40.6	2.7	9%	11% CP	42,100	47,800
DXG	2,000	500	1,976	6.0	1.7	28%	CP 20:3	11,850	13,300
KDH	3,500	560	2,939	6.9	1.1	13%	10% Tiền 30% CP	20,200	23,330

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Gạch men 2017 [Trung lập]

- Năm 2017, tiêu thụ gạch men dự tính tăng tốt hơn 2016
- Công nghệ cải thiện, chính sách bảo hộ sẽ giúp các doanh nghiệp trong nước cạnh tranh tốt hơn.
- Giá than dự kiến đi ngang trong 2017.

Năm 2017, tiêu thụ gạch men sẽ tăng tốt trở lại. Triển vọng ngành gạch men phụ thuộc rất lớn vào diễn biến của ngành bất động sản và xây dựng. Các công trình xây dựng dân dụng ở Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh khởi công năm 2016 phần lớn sẽ hoàn thiện vào năm 2017. Theo số liệu BSC tổng hợp, trong 9 tháng đầu năm 2016, chỉ riêng tại Hà Nội có hơn 50.600 căn chung cư được mở bán, bằng 88% cả năm 2015 và vượt xa số liệu của cả năm 2014. Năm 2017, khi các chung cư đi vào quá trình hoàn thiện, nhu cầu gạch men dự kiến sẽ tăng tốt.

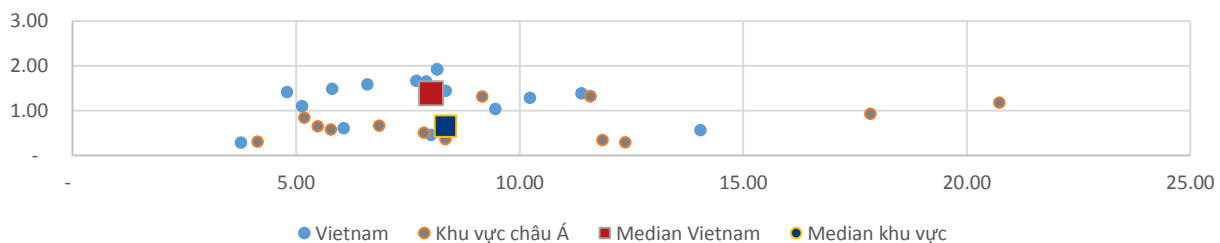
Theo dự báo của Bộ Xây dựng, nhu cầu gạch granite của Việt Nam năm 2020 đạt khoảng 140 triệu m²/năm (xuất khẩu 42 triệu m²). Theo đó, với công suất hiện tại, trong những năm tới, công suất gạch granite của Việt Nam cần tăng với tốc độ 20%/năm để đảm bảo nhu cầu tiêu thụ.

Công nghệ cải thiện giúp các doanh nghiệp trong nước cạnh tranh tốt hơn. Các sản phẩm gạch men nhập khẩu hiện nay vẫn chịu mức thuế suất rất cao, dẫn tới giảm tính cạnh tranh đối với sản phẩm nội địa. Bên cạnh đó, việc các doanh nghiệp trong nước đầu tư cải tiến công nghệ (dùng khí tự nhiên thay cho than, sản xuất các sản phẩm mới như granite thấm muối tan, ngói tráng men,...) giúp cho chất lượng gạch men nội địa được cải thiện. Hiện tại, một số doanh nghiệp đã chuyển sang dùng khí tự nhiên tại các nhà máy của mình như Viglacera Tiên Sơn, Thạch Bàn.

Hầu hết các doanh nghiệp hiện tại đều đang chạy hết công suất thiết kế, vì thế trong những năm tới, nhu cầu mở rộng nhà máy và tăng công suất sẽ giúp cho các doanh nghiệp nội địa đón đầu được nhu cầu thị trường, nâng cao thị phần và cạnh tranh được với các doanh nghiệp ngoại. Mặc dù vậy, chúng tôi lưu ý sự cạnh tranh mạnh vẫn được duy trì gây sức ép lên giá bán.

Giá than được EIA dự báo sẽ chỉ tăng nhẹ 3% trong năm 2017 so với mức giá trung bình năm 2016. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào sẽ ổn định trong năm 2017, và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sẽ vẫn co hẹp so với 2016.

So sánh PE PB với khu vực châu Á



Quan điểm đầu tư – Trung lập

BSC cho rằng các doanh nghiệp có các dự án tăng công suất năm 2017 sẽ có nhiều lợi thế. Áp lực cạnh tranh cao gây sức ép giảm lên giá bán ra, đồng thời giá nhiên liệu dự kiến sẽ duy trì ở mức cao so với năm 2016. Theo đó, biên lợi nhuận các doanh nghiệp gạch dự kiến co hẹp, trong khi sản lượng tiêu thụ không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng với các doanh nghiệp đã chạy 100% công suất như CVT, VIT, TLT, VHL chúng tôi hạ quan điểm đối với triển vọng ngành gạch men Việt Nam từ Khả quan về mức **TRUNG LẬP** trong năm 2017. Cổ phiếu ngành gạch đang được giao dịch ở mức P/E trung vị 8.02x và P/B trung vị 1.4x, trong khi khu vực đang

được giao dịch tại bội số lần lượt là 8.4x và 0.7x. Chúng tôi lưu ý một số cổ phiếu đang có các dự án mở rộng công suất, có thể ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận.

CVT – Mua – Giá mục tiêu 43,900 VND/cp – Upside 11.7%

Sau khi đưa nhà máy CMC2-2 (sản xuất gạch granite) vào hoạt động trong Q1/2016, CSTK nhà máy tăng 50% lên mức 15 triệu m²/năm và hiện đã hoạt động 100% công suất. Doanh thu thuần cả năm 2016 của CVT ước đạt 1.017 tỷ đồng, LNST đạt 107.7 tỷ đồng, tương đương với EPS năm 2016 là 6.131 VND.

Trong năm tới, dự án mở rộng nhà máy CMC2-2, sản xuất Granite thẩm thấu muối tan với công suất 3 triệu m³/năm. Dự án dự kiến hoàn thành trong Q3/2017, và sẽ có đóng góp sản lượng từ quý 4. Theo đó, chúng tôi ước tính công ty sẽ ghi nhận 1,245 tỷ đồng doanh thu, và 123 tỷ đồng LNST (+14.6% yoy), tương ứng với EPS 2016 đạt 6,432 VND/cp. Theo đó, giá khuyến nghị 1 năm cho cổ phiếu CVT là 43,900 VND/cp. Với mức giá đóng cửa ngày 23/12/2016 là 39.300 đồng, PE fw = 6.41, đây là mức PE hấp dẫn đối với ngành.

VHL – MUA – Giá mục tiêu 59,500 – Upside 17%

VHL là doanh nghiệp đầu ngành trong mảng gạch ngói và gạch cotto. Gạch ngói là mảng sản phẩm có ít cạnh tranh hơn và còn nhiều dư địa tăng trưởng giúp triển vọng ngắn hạn của VHL khả quan so với các doanh nghiệp gạch men. Q3/2016, VHL đã hoàn thành dây chuyền gạch clicker giai đoạn 2 vào Q3/2016 với công suất 2 triệu m³/năm, nâng tổng công suất lên 7.5 triệu/năm, do vậy sẽ đóng góp đáng kể lên tăng trưởng sản lượng năm 2017. Chúng tôi lưu ý về ảnh hưởng của giá than lên kết quả kinh doanh của VHL đã làm biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp giảm mạnh từ 24% trong 1H2016 về mức 18% trong Q3/2016. Dự kiến trong 2017, biên lợi nhuận của doanh nghiệp tiếp tục chịu ảnh hưởng do giá than được dự báo tăng nhẹ.

Chúng tôi ước tính doanh thu 2016 của VHL có thể đạt 1,750 tỷ đồng (+ 12.1% yoy) và LNST ước đạt 109.5 tỷ đồng (+8.9% yoy). Trong năm 2017, VHL ước đạt 1,997 tỷ đồng doanh thu (+14.1% yoy) và 123.5 tỷ đồng LNST (+12.8% yoy), tương ứng với EPS 2017 ước đạt 7,719 VND/cp. Tại ngày 23/12/2016, cổ phiếu VHL đang được giao dịch với mức giá 50,000 VND/cp, tương ứng với P/E forward là 6.47x, khá hấp dẫn so với ngành. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu VHL với giá mục tiêu 1 năm là 58,500 VND/cp.

VGC – Theo dõi

Ngày 22/12/2016, hơn 65 triệu cổ phiếu VGC của Tổng công ty Viglacera chính thức niêm yết trên sàn HNX. VGC là doanh nghiệp sản xuất VLXD đa dạng (kính xây dựng, gạch ngói đất sét nung, gạch ốp lát, sứ vệ sinh – sen vòi) và sở hữu quỹ đất rộng lớn trong lĩnh vực BĐS – Khu công nghiệp. VGC chiếm 40% thị phần kính, 50% thị phần gạch ngói đất sét nung. Chất lượng sản phẩm của VGC cũng vượt trội so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Chưa tính đến hoạt động cho thuê KCN, và BĐS còn nhiều tiềm năng.

VGC đang có kế hoạch xây dựng nhà máy gạch ốp cao cấp, công suất 6 triệu m²/năm tại Phú Thọ, tổng mức đầu tư dự kiến là 300 tỷ đồng, triển khai vào năm 2017. Tổng công ty đặt kế hoạch 18,200 tỷ đồng doanh thu trong năm 2017 (+13.7% yoy) và 677 tỷ đồng LNTT (+23.7% yoy), tương ứng với EPS 2017 ước đạt 1,764 VND/cp. Tại ngày 23/12/2016, cổ phiếu VGC đang được giao dịch ở mức 16,000 VND/cp, tương ứng với P/E forward đạt 9.07x

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2016)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu
CVT	1,245	123	6,432	6.41	2.3	33%	25% tiền	39,300	43,900
VIT	1,997	123.5	7,719	6.47	1.56	24%	20% tiền	50,000	58,500
VGC	9,684	541.6	1,764	9.07	1.25	13.8%	4% tiền	16,000	N.A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Dệt may 2017 [Trung lập]

- Trong trường hợp TPP không được thông qua, chúng tôi đánh giá tăng trưởng ngành dệt may tuy thấp hơn kỳ vọng nhưng không quá đáng lo ngại.
- Triển vọng tới từ Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU, thị trường xuất khẩu dệt may lớn thứ 2 của Việt Nam.
- Hiệp định thương mại tự do RCEP (ASEAN +6) được kỳ vọng giảm chi phí nhập khẩu nguyên liệu Dệt may Việt Nam.
- Tăng chi phí lao động do mức lương tối thiểu vùng tăng trung bình 7% YoY.
- Giá bông được dự báo sẽ tăng chậm lại.

Trong trường hợp TPP không được thông qua, chúng tôi đánh giá tăng trưởng ngành dệt may tuy thấp hơn kỳ vọng nhưng không quá đáng lo ngại. Thực tế, Việt Nam vẫn đang trên khuynh hướng khai thác và mở rộng vào Mỹ dù chưa có TPP do hiện tại Việt Nam mới chỉ chiếm khoảng 9% tỷ trọng nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ. Bên cạnh đó, Hiệp định Thương mại tự do với Liên minh Kinh tế Á Âu vừa chính thức có hiệu lực vào 5/10/2016 sẽ mở cánh cửa cho sản phẩm dệt may của Việt Nam (được cắt giảm thuế tới gần 90%) sang thị trường 183 triệu dân của các nước Nga, Armenia, Belarus, Kazakhstan và Kyrgyzstan.

Triển vọng tới từ Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU, thị trường xuất khẩu dệt may lớn thứ 2 của Việt Nam. Cả hai bên đã hoàn tất đàm phán từ tháng 12/2015 và hiện đang chuẩn bị ký kết vào tháng 12/2016 hoặc chậm nhất vào đầu năm 2017. Hiệp định dự kiến có hiệu lực vào 2018 với các quy định thuận lợi cho ngành dệt may: quy định xuất xứ “từ vải trở đi” dễ dàng hơn so với TPP, thuế suất cũng được giảm dần từ 12% về 0% trong vòng 7 năm.

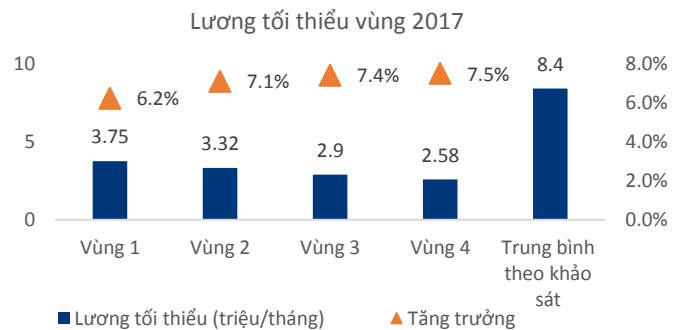
Hiệp định thương mại tự do RCEP (ASEAN +6) được kỳ vọng giảm chi phí nhập khẩu nguyên liệu Dệt may Việt Nam. RCEP đã đi tới vòng đàm phán thứ 15, được kỳ vọng kết thúc vào vào giữa năm 2017. Các nước trong RCEP chiếm hơn 69% giá trị nhập khẩu nguyên liệu của Việt Nam. Nếu thuế suất nhập khẩu được giảm dần về 0% sẽ tiết giảm đáng kể chi phí nguyên liệu đầu vào cho các doanh nghiệp sản xuất Dệt may Việt Nam. Bên cạnh đó, xuất khẩu sang thị trường lớn thứ 3 là Nhật Bản cũng được kỳ vọng tăng trưởng tốt do nước này cũng tham gia Hiệp định.

Giá bông được dự báo sẽ tăng chậm lại. Sản lượng bông thế giới được dự báo sẽ tăng 8% lên mức 22.9 triệu tấn trong năm 2017 do giá bông tăng trong nửa cuối năm vừa rồi đã khuyến khích người nông dân canh tác trở lại. Bên cạnh đó, thời tiết cũng tỏ ra thuận lợi hơn cho việc trồng trọt so với mùa vụ trước. Trong khi đó, tiêu thụ bông được dự báo sẽ được giữ ổn định ở mức 23.9 triệu tấn do Trung Quốc, nước tiêu thụ lớn nhất dự báo sẽ giảm lượng 3% lượng tiêu thụ xuống còn 7.1 triệu tấn. Nhu cầu tại Trung Quốc giảm do giá polyester, sản phẩm thay thế bông trong công nghiệp sản xuất dệt mốt, đang ở mức thấp so với bông tự nhiên.

Tăng chi phí lao động do mức lương tối thiểu vùng tăng trung bình 7% YoY. Theo phương án 2017 mà Chính phủ đã thông qua, bình quân lương tối thiểu vùng năm 2017 sẽ tăng bình quân là 7.3% với mức cao nhất cho vùng 1 là 3.75 triệu đồng/tháng. Tuy nhiên, trên thực tế theo Jobstreet khảo sát, mức lương thực nhận trung

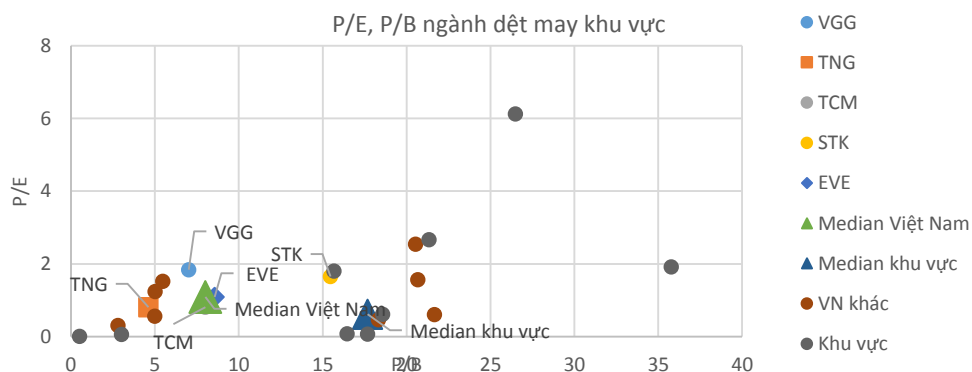
bình của công nhân dệt may bao gồm các khoản phụ cấp và hỗ trợ đạt trên 8 triệu đồng, cao hơn đáng kể so với mức lương tối thiểu quý định. Vì vậy, phần tăng thêm sẽ là ở các khoản phí phải đóng như bảo hiểm xã hội, kinh phí công đoàn... với mức tăng thêm ước tính khoảng 1.5% quỹ lương hiện tại.

Nguồn: Bộ Công Thương & Jobstreet Việt Nam



Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** cho triển vọng cổ phiếu ngành Dệt may trong năm 2017 dựa trên các yếu tố: (1) ưu đãi từ các hiệp định thương mại tự do mới hoặc sắp có hiệu lực giúp bù lại một phần việc giá nhân công cao hơn các đối thủ chính là Bangladesh, Myanmar và Campuchia, tuy nhiên, (2) tổng cầu dệt may thế giới trong năm 2017 được dự báo tiếp tục tăng trưởng chậm và (3) giá bông dù tăng chậm lại nhưng vẫn ở mức cao nên tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến các doanh nghiệp sợi như TCM, STK. Theo thống kê của Bloomberg về chỉ số P/E và P/B của ngành dệt may Việt Nam và một số nước ở khu vực lân cận, nhóm doanh nghiệp Việt Nam hiện được định giá P/E tương đối thấp so với khu vực phản ánh đánh giá của thị trường đối với triển vọng của ngành dệt may Việt Nam trong những năm tới là thiếu tích cực.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

VGG – Khuyến nghị - Mua – Giá mục tiêu: 70,333 VND/cp

Sau khi được niêm yết chính thức trên sàn Upcom từ 3/2016, VGG trở thành doanh nghiệp dệt may có quy mô lớn nhất về vốn hóa (2,520 tỷ) và doanh thu (6,411 tỷ). Khác với các doanh nghiệp may gia công xuất khẩu đơn thuần khác, VGG sở hữu thương hiệu riêng (áo quần công sở Việt Tiến) có vị trí vững chắc tại thị trường nội địa, đóng góp 20% vào tổng doanh thu của công ty. Nhờ vậy, công ty có thể linh hoạt hơn trong chiến lược kinh doanh khi việc xuất khẩu dệt may gặp khó khăn. Do đó, chúng tôi đánh giá VGG sẽ tăng trưởng ổn định trong năm 2017.

Một điểm mạnh khác của công ty là tình hình tài chính lành mạnh khi hoàn toàn không có vay dài hạn, vay ngắn hạn chỉ tương đương 1/10 vốn chủ sở hữu của công ty. Tuy nhiên, biên LNG của công ty ở mức thấp (khoảng 11.5%) do công ty sử dụng nguyên vật liệu từ các nhà cung cấp nội địa là thành viên của Vinatex có giá cao hơn so với nguyên vật liệu nhập từ Trung Quốc. Chúng tôi dự báo DT2017 của VGG đạt 8,097 tỷ đồng (+13% YoY), LNST ước đạt 403.8 tỷ đồng (+16.4% YoY), tương ứng EPS 2017 = 9,615 đồng/cp, P/E forward 2017 = 6.24x tương đối hấp dẫn.

VGT – Nắm giữ - Giá mục tiêu: 13,619 đồng/ cổ phiếu

Tập đoàn dệt may Việt Nam (Vinatex) là đơn vị dẫn đầu và là đại diện cho ngành dệt may Việt Nam. VGT hoạt động theo mô hình Holdings, nắm giữ nhiều đơn vị mạnh, đầu ngành dệt may như Dệt 8/3, Dệt may Huế, Dệt may Hòa Thọ, May Việt Tiến... Trong đó giá trị của nhiều công ty thành viên trong nhóm đã vượt xa giá trị ghi sổ của các khoản đầu tư. Tập đoàn Vinatex dẫn đầu về tỷ lệ nội địa hóa (52%), tiên phong chuyển dịch sản xuất lên các phương thức FOB, ODM với giá trị gia tăng cao hơn. Với quy mô lớn, bề dày hoạt động trong lĩnh vực dệt may, Tập đoàn Vinatex sẽ là một trong những đơn vị hưởng lợi nhiều nhất từ sự tăng trưởng và các xu hướng chuyển dịch trong ngành. Cổ phiếu Vinatex sẽ chính thức niêm yết trên sàn Upcom vào ngày 3/1/2017 tới đây với giá tham chiếu là 13,500 đồng/ cổ phiếu.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của Vinatex đạt 15,640 tỷ đồng (+3% YoY), LNST đạt 310 tỷ đồng, tương đương với EPS = 570 đồng/ cổ phiếu.

TCM – Theo dõi

TCM là doanh nghiệp hiếm hoi đầu tư xây dựng chuỗi sản xuất khép kín nhằm đón đầu nguyên tắc xuất xứ từ sợi trở đi của TPP. Bên cạnh đó, TCM còn mở rộng sản xuất thông qua việc đưa vào hoạt động nhà máy Vĩnh Long làm tăng 64% năng lực sản xuất. Tuy nhiên, công ty đã có một năm khó khăn do (1) giá bông nguyên liệu tăng làm biên lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh (2) lượng đơn hàng từ khách hàng, đồng thời là cổ đông lớn nhất, E-land (chiếm 30-35% tổng đơn hàng dệt may của TCM) giảm do thị trường bán lẻ dệt may tại Trung Quốc đi xuống. Chúng tôi cũng đánh giá triển vọng năm 2017 của TCM là rất khó khăn, đặc biệt trong trường hợp TPP không trở thành hiện thực.

Ước tính DT 2017 của TCM đạt 3,165 tỷ đồng (+7.03%YoY), LNST ước đạt 120.5 tỷ đồng (+4.8%YoY), tương ứng với EPS2017 = 1,834 đồng/cp (đã trừ đi 5% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E forward 2017 = 7.94x.

EVE – Theo dõi

EVE có nền tảng kinh doanh vững mạnh nhờ sở hữu thị phần dẫn đầu trong mảng chăn – ga – gối – đệm (26%) và bông tắm (29%), với lượng khách hàng truyền thống chiếm 80-90%. Tuy nhiên, DT 9T2016 của EVE giảm - 2.7%YoY còn 615.2 tỷ đồng chủ yếu do một số yếu tố bất lợi trong quý 1: (1) doanh thu mảng chăn-ga-gối-đệm bị ảnh hưởng do Tết âm lịch 2016 đến sớm và (2) giá bông polyester thấp theo giá dầu thế giới khiến các đại lý phân phối giảm tích trữ tồn kho sản phẩm bông tắm của EVE. Mặc dù vậy, LNST 9T2016 vẫn tăng 7% YoY lên 74.5 tỷ đồng nhờ biên LNG tăng lên 34.1% so với 33.3% cùng kỳ năm trước (do giá bông polyester giảm) và việc cắt giảm chi phí bán hàng & chi phí quản lý doanh nghiệp.

Ước tính DT 2017 của EVE đạt 985 tỷ đồng (+7.8% YoY), LNST ước đạt 121 tỷ đồng +6.7% YoY, tương ứng với EPS 2017 = 2,738 đồng (đã trừ đi 5% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E forward 2017 = 8.69x.

TNG – Khuyến nghị Theo dõi

TNG là doanh nghiệp may hoạt động trên địa bàn tỉnh Thái Nguyên với quy mô gồm 10 chi nhánh may có năng lực sản xuất 12 triệu sản phẩm áo Jacket và 9 triệu quần Chino một năm. Công ty chủ yếu gia công cho các hãng thời trang tại Hoa Kỳ, EU và Mexico (chiếm 83% tổng kim ngạch xuất khẩu của TNG). Trong giai đoạn 2010-2015, TNG tăng trưởng mạnh mẽ từ một công ty nhỏ trở thành doanh nghiệp may hàng đầu ngành nhờ CAGR của doanh thu lên tới 25.2%. Tuy nhiên, trong khó khăn chung của ngành dệt may, doanh thu 9T2016 của TNG chỉ tăng 1.9%YoY, LNST tăng 18.6% YoY lên mức 70 tỷ nhờ cắt giảm chi phí bán hàng và chi phí quản lý.

Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi đối với TNG do gần đây TNG liên tục mở rộng sản xuất, đặc biệt là tại nhà máy Đại Từ (chiếm 15-16% tổng công suất) với 35 chuyền may dự kiến được lắp đặt xong toàn bộ vào năm 2017. Trong khi đó, doanh số của công ty đang có dấu hiệu chững lại nên chúng tôi lo ngại chi phí khấu hao cũng như lãi vay tăng nhanh hơn so với doanh thu sẽ làm giảm lợi nhuận của công ty.

Ước tính doanh thu 2017 của TNG đạt 2,130 tỷ đồng (+5.4%YoY), LNST đạt 93 tỷ đồng (+6.6%YoY), tương ứng với EPS 2017 = 2,242 đồng/cp (đã trừ đi 10% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E trailing = 4.81x.

Mã CK	DT 2017 (tỷ đồng)	LN 2017 (tỷ đồng)	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu
VGG	8,097	403.8	9,615	6.24	1.8	28.5%	30% tiền	60,000	70,333
VGT	15,640	310	570	23.6	1.14	4.8%	N/A	13,500(*)	13,619
TCM	3,165	120.5	1,837	7.94	0.78	13.5%	10% cash	14,460	N/A
EVE	985	121	2,738	8.69	0.98	12.8%	n/a	23,800	N/A
TNG	2,130	93	2,442	4.81	0.81	17.9%	16%	12,200	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Đồ uống 2017 [Trung lập]

- Dư địa phát triển cho ngành đồ uống tại Việt Nam còn lớn.
- Tầng lớp trung lưu và giàu có của Việt Nam sẽ tăng gấp đôi lên 33 triệu người.
- Tiềm năng tiêu dùng lớn từ thị trường nông thôn.
- Tiêu thụ đồ uống theo đầu người còn nhiều khiêm tốn.

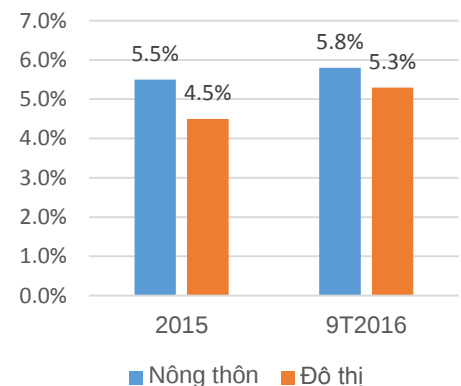
Dư địa phát triển cho ngành đồ uống tại Việt Nam còn lớn. Nhận định dựa trên ba xu hướng chính:

(1) **Tầng lớp trung lưu và giàu có của Việt Nam sẽ tăng gấp đôi lên 33 triệu người** vào năm 2020 (theo Boston Consulting Group) dẫn tới nhu cầu tiêu dùng sẽ dịch chuyển lên nhóm hàng thực phẩm cao cấp hơn, hứa hẹn cơ hội cho những dòng sản phẩm cao cấp có biên lợi nhuận gộp cao.

(2) **Tiềm năng tiêu dùng lớn từ thị trường nông thôn:** Hiện tại, Việt Nam có khoảng 60 triệu dân cư sống ở nông thôn nhưng khu vực này mới chỉ chiếm 20% tổng doanh số bán lẻ cả nước. Doanh thu mảng bán lẻ tại khu vực nông thôn đang cho thấy sự tăng trưởng nhanh hơn với mức tăng 5.8% YoY so với 5.3% YoY cho khu vực đô thị trong 9T2016. Làn sóng đô thị hóa được kỳ vọng sẽ giúp cải thiện thu nhập và gia tăng mức tiêu dùng của khối dân cư này.

(3) **Tiêu thụ đồ uống theo đầu người còn nhiều khiêm tốn:** tiêu thụ sữa bình quân đầu người được dự báo tăng trưởng với CAGR = 5.1% từ 21 lit vào năm 2015 lên mức 27 lit vào năm 2020. Trong khi đó, sản lượng bia tiêu thụ trên đầu người của Việt Nam (tính cho nhóm dân số 15-64 tuổi) hiện ở mức 57 lit/ người, tuy đứng thứ 3 tại khu vực châu Á nhưng vẫn thấp hơn nhiều mức trung bình 92.07 lit của nhóm 25 nước tiêu thụ bia lớn nhất thế giới.

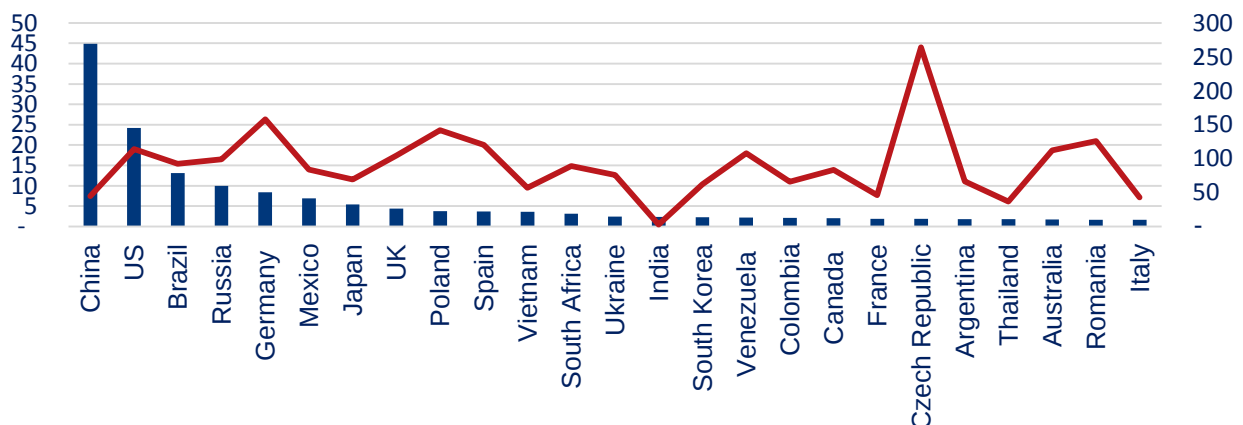
Tăng trưởng doanh thu bán lẻ



Top 25 nước tiêu thụ bia lớn nhất Thế giới

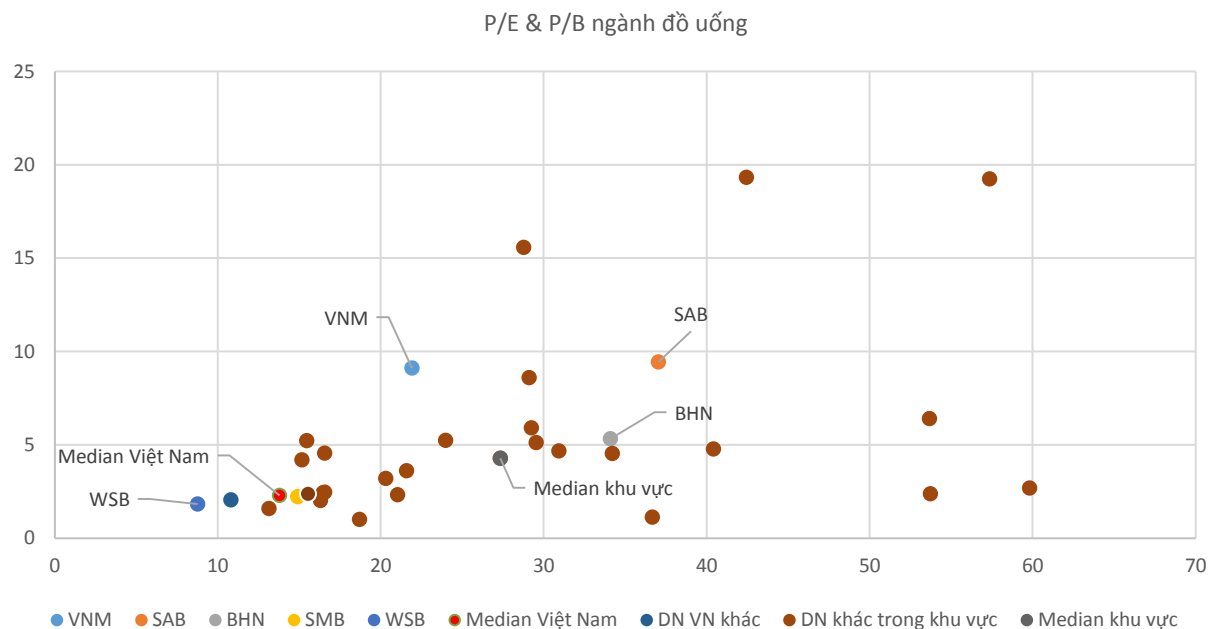
trục trái (cột) sản lượng tiêu thụ (tỷ lít bia)

trục phải (đường) số lít bia tiêu thụ trên đầu người (lít bia)



Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Đồ uống do (1) giá cổ phiếu các doanh nghiệp đầu ngành Bia đang ở mức cao do triển vọng kinh doanh đã được phản ánh vào cũng như “sóng Bia” tới từ sự kiện Sabeco được niêm yết chính thức trên sàn HOSE ([báo cáo BSC](#)) (2) tăng trưởng trong quý 4 của ngành Sữa đang có dấu hiệu chậm lại trong khi giá nguyên liệu sữa cho nửa đầu năm 2017 tăng mạnh. Theo dữ liệu thống kê của Bloomberg, ngành đồ uống Việt Nam nhìn chung có định giá khá hấp dẫn với Trung vị P/E và P/B lần lượt là 13.8 và 2.2, thấp hơn nhiều so với chỉ số của khu vực lần lượt là 27.3 và 4.2. Tuy nhiên, các doanh nghiệp đầu ngành đã được định giá ở mức tương đối cao so với khu vực: SAB (37; 9.4), BHN (34.1; 5.3) và VNM (21.9; 9.1).



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

SAB – Theo dõi ([link](#))

Sabeco là doanh nghiệp đầu ngành, sở hữu lợi thế chuỗi nhà máy trải dọc đất nước. Chiếm 40.59% thị phần tiêu thụ bia tại Việt Nam, Sabeco là doanh nghiệp bia duy nhất sở hữu hệ thống 23 nhà máy sản xuất cũng như hệ thống phân phối phủ dọc từ Bắc tới Nam, giúp doanh nghiệp tối ưu hóa vận chuyển và có lợi thế trong việc chiếm lĩnh địa bàn kinh doanh. SAB được kỳ vọng sẽ hoạt động hiệu quả hơn trong năm 2017 sau khi được niêm yết và thoái vốn, trong đó biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện từ mức 27.56% hiện tại lên mức 28.2%, gần hơn với mức trung bình ngành (34.8%).

Hiện tại, về mặt cơ cấu cổ đông, Bộ Công Thương nắm 89.59%, Heineken nắm khoảng 5%, còn lại 5.41% thuộc cổ đông khác. Dự kiến Nhà nước sẽ thoái vốn tại Sabeco trong 2 đợt, đợt 1 bán 53.39% vốn điều lệ, tương đương 24,000 tỷ đồng trong năm 2016, đợt 2 bán 36% vốn điều lệ còn lại, tương đương 16,000 tỷ đồng trong năm 2017.

Chúng tôi thận trọng dự báo DTT Hợp nhất 2017 của SAB đạt 30,860 tỷ đồng (+5.1% YoY), LNST đạt 4,811 tỷ đồng (+1.9% YoY) do trong năm 2016 có một khoản doanh thu tài chính 360 tỷ ghi nhận từ việc thoái vốn tại SHP nên LNST 2016 tăng trưởng đột biến. Mức lợi nhuận này tương ứng với EPS 2017 = 7,100 (đã trừ đi 6% quỹ khen thưởng phúc lợi); cổ phiếu SAB hiện đang được giao dịch ở mức giá 200,000/cp, tương ứng P/E forward = 28.2x, cao hơn một chút so với mức trung vị ngành bia mà chúng tôi khảo sát là 27.36x.

VNM – Theo dõi

VNM là doanh nghiệp sản xuất sữa lớn nhất và đồng thời có giá trị vốn hóa lớn nhất tại Việt Nam. Công ty hiện đang nắm giữ 49% thị phần của thị trường sữa Việt Nam và thống trị trong các phân khúc: Sữa tươi (53%), sữa đặc (80%) và Sữa chua (84%). Sau 3 quý đầu năm 2016, công ty bắt đầu cho thấy dấu hiệu tăng trưởng chậm lại với DTT 4Q2016 giảm 0.6% YoY, LNST giảm 6.5% YoY. Tuy nhiên, xét cả năm 2016 công ty vẫn tăng trưởng tốt nhờ kết quả khả quan của 3 quý đầu năm với DTT 2016 ước đạt 46,200 tỷ đồng (+14.86% YoY), LNST ước đạt 9,310 tỷ đồng (+19.77% YoY), tương ứng với EPS 2016 = 6,416 đồng, P/E trailing = 19.57x.

Năm 2017, chúng tôi đánh giá rủi ro lớn nhất của VNM đến từ giá sữa nguyên liệu đầu vào (chiếm 38-40% giá vốn). Theo như trao đổi với lãnh đạo công ty, giá sữa nguyên liệu cho nửa đầu năm 2017 tăng mạnh với mức tăng cao nhất lên tới 25% YoY theo diễn biến giá sữa trên thị trường thế giới. Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi với VNM.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của VNM đạt 52,631 tỷ đồng (+13.9% YoY), LNST đạt 10,215 tỷ (+9.7% YoY), tương đương với EPS 2017 = 6,353 đồng (đã trừ đi 10% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2017 forward = 19.88x.

BHN – Theo dõi

BHN là công ty bia có thị phần lớn thứ 3 tại Việt Nam (19.64%) sau hai gã khổng lồ là Sabeco và Heineken Việt Nam. Năm 2015, sản lượng bia sản xuất của BHN đạt 515 triệu lit trên tổng công suất là 800 triệu lit/năm. Về cơ cấu cổ đông, BHN có cơ cấu cổ đông cô đặc, bộ Công Thương nắm 81.79%, Carlsberg 17.23%, và 0.98% thuộc các cổ đông khác. Việc thoái vốn Nhà nước tại Habeco có thể gặp khó khăn do từ trước đã ký với Carlsberg thỏa thuận chiến lược mà theo đó Carlsberg được quyền ưu tiên tăng vốn sở hữu khi Nhà nước thoái vốn khỏi Habeco. Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của BHN đạt 9,542 tỷ đồng (+3.71% YoY), LNST đạt 967 bn (+5.1% YoY), tương đương với EPS 2017 = 3,935 đồng (đã trừ đi 6% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2017 forward = 33.75x.

WSB – Theo dõi ([link](#))

WSB là công ty con thuộc khối sản xuất của Sabeco (Sabeco nắm 51% cổ phần). WSB hiện đang có 2 nhà máy sản xuất tại Cần Thơ và Sóc Trăng, mỗi nhà máy có công suất 50 triệu lit/năm nhưng thực tế công suất hoạt động có thể vượt khoảng 20% nếu hoạt động trong toàn bộ 365 ngày. Do sản phẩm bia lon chỉ tiêu thụ tốt trong các dịp lễ tết nên Q4 và Q1 là mùa cao điểm về sản xuất và ghi nhận lợi nhuận của doanh nghiệp. Trong năm 2017, WSB dự kiến sẽ đầu tư khoảng 10 tỷ đồng nhằm nâng công suất tại nhà máy Cần Thơ lên 10 triệu lit bia/năm, dự kiến cho ra sản phẩm từ 4Q2017.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của WSB đạt 983 tỷ (+9.8% YoY), LNST đạt 113 tỷ (+8.7% YoY), tương đương với EPS 2017 = 6,780 đồng (đã trừ đi 13% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2017 forward = 8.61x.

SMB – Theo dõi ([link](#))

SMB là công ty liên kết của Sabeco (Sabeco nắm 32%) phục vụ chủ yếu cho thị trường bia tại miền Trung và Tây Nguyên. Hoạt động chính của công ty là sản xuất kinh doanh các sản phẩm: Bia hợp tác sản xuất (Bia chai Sài Gòn 355ml, Bia chai Sài Gòn 450ml), Bia tự sản xuất (Bia chai Lowen Pils 330ml, Bia chai Quy nhơn 330ml và Bia hơi), và Sản phẩm khác (nước uống đóng chai, gia công nước ngọt Pepsi). Sản lượng tiêu thụ năm 2015 của công ty đạt 148.3 triệu lít, trong đó bia chai Sài Gòn là 107.7 triệu lít, bia khác 29.6 triệu lít, nước uống đóng chai 6.9 triệu lít và Gia công cho Pepsi là 4.1 triệu lít. Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của SMB đạt 1,017 tỷ (+10.5% YoY), LNST đạt 115 tỷ (+16% YoY), tương đương với EPS 2017 = 3,237 đồng (đã trừ đi 16% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2017 forward = 9.27x.

Mã CK	DT 2017 (tỷ đồng)	LN 2017 (tỷ đồng)	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu
SAB	30,860	4,811	7,100	28.2	3.3	33.4%	30% tiền	200,800	168,600
VNM	52,631	10,215	6,353	19.88	8.4	45%	R2: N/A	126,000	N/A
BHN	9,542	967	3,935	33.75	5.1	16.7%	15% tiền	132,800	N/A
WSB	895	113	6,780	8.61	1.7	21.6%	25% tiền	58,400	N/A
SMB	1,017	115	3,237	9.27x	2.1	24%	15% tiền	30,000	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Xi măng 2017 [Trung lập]

- Triển vọng từ IPO Vicem
- Cầu nội địa tăng nhờ tăng đầu tư hạ tầng, xuất khẩu có thể khả quan hơn
- Dư thừa nguồn cung - vấn đề dài hạn.
- Chi phí sản xuất dự báo tăng, áp lực lên giá xuất khẩu.
- Xu hướng M&A giải quyết dư cung

Triển vọng từ IPO Vicem. Vicem thuộc nhóm các tổng công ty lớn của ngành Xây dựng, kế hoạch IPO Vicem dự kiến sẽ được diễn ra khoảng nửa đầu năm 2017 do thực hiện tái cơ cấu một số nhà máy xi măng (tiếp nhận thêm xi măng Hạ Long và xi măng Sông Thao). Theo kế hoạch IPO, nhà nước sẽ giảm tỷ lệ nắm giữ tại Vicem có thể xuống mức 51%, do đó đây sẽ là sự kiện thay đổi về cơ cấu tổ chức và hoạt động của ngành xi măng Việt Nam.

Cầu nội địa tăng nhờ tăng đầu tư hạ tầng, xuất khẩu có thể khả quan hơn. Thị trường xây dựng dân dụng năm 2017 được dự báo sẽ khó khăn hơn do ảnh hưởng của thông tư 06, lực cầu xi măng có thể sẽ đến từ lĩnh vực xây dựng hạ tầng, phục vụ dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào Việt Nam. Trong khi đó, lượng xi măng dư thừa của Trung Quốc còn rất lớn với lợi thế về giá sẽ tiếp tục gây bất lợi cho xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên BSC cho rằng Trung Quốc đang đi những bước đi thận trọng, bên cạnh việc cắt giảm sản lượng thép và than, Trung Quốc sẽ tiếp tục cắt giảm công suất dư thừa với ngành xi măng, là tín hiệu tích cực.

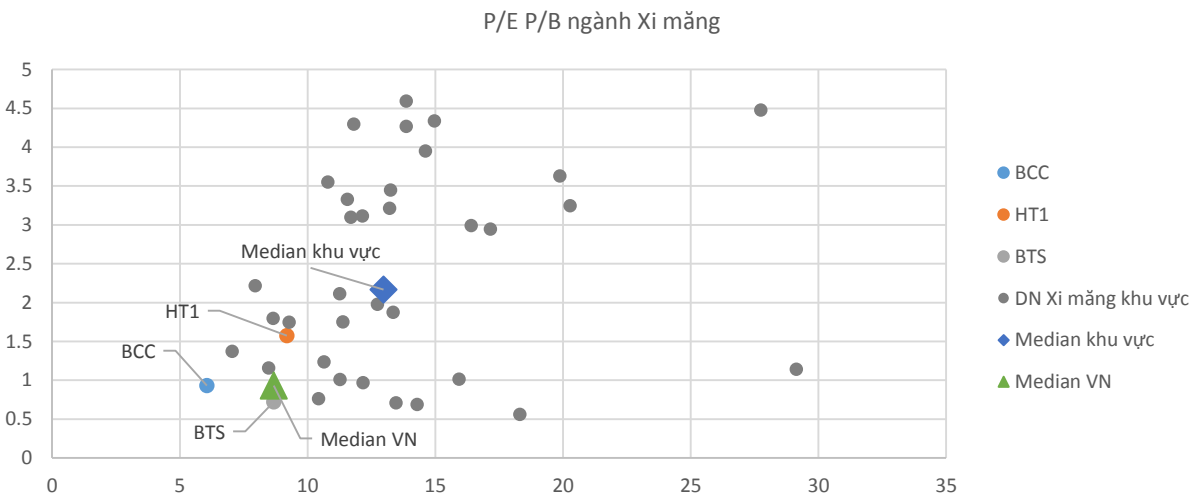
Dư thừa nguồn cung - vấn đề dài hạn. Đến năm 2018, công suất ngành xi măng sẽ tiếp tục tăng khi có thêm 3 nhà máy đi vào hoạt động với tổng công suất thiết kế là 6.9 triệu tấn/năm, nâng công suất cả nước lên 93 triệu/tấn. Theo StoxPlus, dù nhu cầu trong nước tăng mạnh và Việt Nam nỗ lực xuất khẩu clinker và xi măng, thị trường xi măng Việt Nam sẽ tiếp tục chứng kiến dư cung trong vòng 10 năm tới. Thực tế, tiêu thụ xi măng trong nước sẽ không tăng đột biến, cung vượt quá cầu, giá bán xi măng thấp.

Chi phí sản xuất dự báo tăng, áp lực lên giá xuất khẩu. Mặc dù giá bán điện được duy trì ổn định suốt năm 2016 giúp giá bán xi măng cơ bản không biến động, nhưng có khả năng điều chỉnh tăng trong năm 2017 khi thời gian qua nhà nước thay đổi một số chính sách với ngành thủy điện, tác động tiêu cực đến chi phí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất xi măng. Ngoài ra, chi phí xuất khẩu tăng từ việc áp thuế xuất khẩu 5% của Chính phủ chưa có dấu hiệu điều chỉnh lại nên càng tạo áp lực lên giá xuất khẩu xi măng/ clinker của các doanh nghiệp trong bối cảnh dư thừa nguồn cung thế giới lẫn nội địa.

Xu hướng M&A giải quyết dư cung. Trong 100 nhà máy hiện có ở Việt Nam (bao gồm nhà máy khép kín và các trạm nghiền xi măng), có đến 60% nhà máy có mức công suất nhỏ hơn 1 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 1/3 tổng công suất thiết kế xi măng cả nước, hiện đối mặt với thách thức về thương hiệu và cạnh tranh gay gắt. Trong khi, chi phí đầu tư mới cho mỗi đơn vị trong ngành xi măng Việt Nam vào khoảng 170 - 180 USD/tấn, so sánh với định giá theo tấn của các thương vụ M&A trong ngành thấp hơn nhiều khoảng 105 USD/tấn. Do đó, M&A sẽ là cơ hội tốt cho nhà đầu tư dài hạn thâm nhập vào thị trường Việt Nam.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Đến biến giá cổ phiếu xi măng sẽ được hỗ trợ tích cực bởi thông tin về KQKD cũng như lộ trình IPO của Vicem trong năm 2017. Tuy nhiên, tăng trưởng tiêu thụ nội địa vẫn còn là một ẩn số khi xây dựng dân dụng được dự báo sẽ co hẹp, đồng thời rủi ro từ xi măng Trung Quốc vẫn còn hiện hữu, do đó chúng tôi duy trì nhận định **TRUNG LẬP** với ngành Xi măng trong năm 2017. Tuy nhiên do định giá hấp dẫn và các yếu tố tỷ giá có khả năng thuận lợi, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu Xi măng có thể thu hút sự chú ý của NĐT trong năm 2017.



HT1 – Mua – Giá mục tiêu 26,845

KQKD khả quan: Sản lượng tiêu thụ xi măng năm 2016 ước đạt khoảng 6.5 triệu tấn xi măng (+7%yoy), trong đó khoảng 700,000 tấn là xi măng gia công từ trạm nghiền Hạ Long. Hiện nay HT1 vẫn còn dư địa tăng trưởng do công suất nghiền của HT1 có thể đạt 6 – 7 triệu tấn/năm, Hạ Long có thể nghiền khoảng 1.4 triệu tấn/năm.

Kết quả kinh doanh cải thiện trong Q3/2016 nhờ tăng lượng than nhập khẩu đưa vào sản xuất (HT1 sử dụng than Úc, giá thấp hơn 10 – 15% so với giá bán trong nước). Dự kiến trong Q4 và năm 2017 HT1 sẽ tăng tỷ lệ sử dụng than nhập khẩu (hiện chiếm tỷ lệ phối trộn 20 – 30% lượng than sử dụng), ngoài ra sẽ tăng lượng dầu điều sử dụng, giảm lượng than tiêu thụ, qua đó giúp giảm giá thành.

Về dư nợ ngoại tệ, ước tính đến 31/12/2016, HT1 còn dư nợ khoảng 53 triệu EUR và 19 triệu USD. Tạm tính theo tỷ giá bán của VCB ngày 30/12/2016, trong năm 2016, HT1 sẽ được hưởng lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện từ khoản vay EUR và lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện từ khoản vay USD, tổng cộng HT1 lãi tỷ giá chưa thực hiện khoảng 23 tỷ đồng trong cả năm 2016.

BCC – Mua – Giá mục tiêu 22,874

Về dư nợ ngoại tệ - Trả trước kỳ tháng 3/2017. Trong tháng 12 BCC sẽ trả trước 9.81 triệu EUR của kỳ tháng 3/2017. Như vậy tại 31/12/2016, vay dài hạn đến hạn phải trả là 9.81 triệu EUR và vay dài hạn là 0 EUR. Dự kiến đến tháng 9/2017, BCC sẽ trả hết nợ ngoại tệ. BSC ước lãi tỷ giá chưa thực hiện (theo tỷ giá bán của VCB tính từ 31/12/2015 – 30/12/2016) là 5.16 tỷ đồng.

Vấn đề tại trạm nghiên miền Trung hiện vẫn chưa giải quyết được, trạm vẫn đang ngừng hoạt động do yếu tố khách quan. Kết quả BCTC hợp nhất 2016 sẽ tùy vào đánh giá của kiểm toán, tạm ước tính LNTT hợp nhất Q4 sẽ thấp hơn LNTT BCC mẹ Q4 khoảng 15 tỷ đồng.

Cập nhật KQKD. Theo BCC, tiêu thụ xi măng trong tháng 10 khoảng 300,000 tấn hoàn toàn là tiêu thụ nội địa, tăng khoảng 50,000 tấn so với cùng kỳ 2015 (tháng 10/2015, sản lượng tiêu thụ là 350,000 tấn, trong đó 100,000 tấn là xi măng xuất khẩu). LNTT BCC mẹ ước tháng 10 khoảng 40 tỷ đồng. Tháng 11 do chi phí giá vốn tăng cao, LNTT tháng 11 ước khoảng hơn 30 tỷ đồng. BCC dự kiến LNTT hoạt động cốt lõi khoảng 110 tỷ đồng (LNTT hợp nhất Q4/2015 là 100.12 tỷ đồng). BSC ước tính LNTT cả năm 2016 của BCC là 328.6 tỷ đồng (+27.49%yoy, chủ yếu do giảm dư nợ, giảm chi phí lãi vay), PAT 2016 là 262.88 tỷ đồng, EPS 2016 = 2,151 đồng (sau khi trích 10% cho quỹ khen thưởng phúc lợi).

Mã	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	PE 2017	PB 2017	ROE 2017	Div	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu
HT1	8,862	920	2,051	10.14	1.31	15.14%	N/A	20,800	26,845
BCC	4,497	274	2,243	6.55	0.74	12.55%	N/A	14,700	22,874
BTS	3,348	130	1,076	8.64	0.68	8.78%	N/A	9,300	11,902

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Ô tô 2017 [Trung lập]

- Thị trường ô tô Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng
- Tiêu thụ xe tải sẽ tiếp tục chững lại trong năm 2017
- Ô tô lắp ráp trong nước, đặc biệt là xe con, đối mặt với thử thách lớn vào năm 2018

BSC cho rằng ngành ô tô sẽ diễn biến phức tạp trong giai đoạn 2017 – 2018 khi thời điểm thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc từ ASEAN về mức 0% vào năm 2018, và các chính sách mới của Chính phủ sẽ được đưa ra nếu muốn tiếp tục bảo hộ cho ngành ô tô trong thời gian tới. Chúng tôi nhận định triển vọng Trung lập cho ngành ô tô trong năm 2017 nhờ một số yếu tố sau:

- **Thị trường ô tô Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng:** So với các nước khác trong khu vực, Malaysia và Thái Lan hiện đang có tỷ lệ 400 xe/1000 dân và 250 xe/1000 dân và đang ở giai đoạn bão hòa, trong khi Indonesia trên 50 xe/1.000 dân và Philippines cùng Việt Nam thì sắp ở ngưỡng 50 xe/1.000 dân, cho thấy thị trường Việt Nam còn rất nhiều tiềm năng để phát triển.
- **Tiêu thụ xe tải sẽ tiếp tục chững lại trong năm 2017** do (1) Nhu cầu xe tải để đáp ứng quy định siết chặt tải trọng dần đi vào cân bằng, (2) Bộ Tài chính chính thức nâng thuế nhập khẩu đối với xe tải Trung Quốc lên mức 50% với các xe có tổng trọng lượng tải từ 10 – 24 tấn, làm giá xe nhập khẩu không còn hấp dẫn. Động lực cho sức tiêu thụ xe tải trong năm 2016 sẽ đến từ nhu cầu thay xe hết niên hạn sử dụng. Theo Cục đăng kiểm Việt Nam, có 20.000 xe tải sẽ hết niên hạn sử dụng trong năm 2017, tăng 5.3% so với năm 2016.
- **Ô tô lắp ráp trong nước, đặc biệt là xe con, đối mặt với thử thách lớn vào năm 2018:** Theo cam kết, thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc từ ASEAN sẽ về 0% vào năm 2018, theo đó giá xe lắp ráp trong nước sẽ cao hơn khoảng 20% so với nhập khẩu nguyên chiếc. Chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ có biện pháp để giảm thuế nhập khẩu linh kiện từ mức 20% hiện nay xuống mức 0% để giảm giá xe lắp ráp xe trong nước. Tuy vậy, bài toán về gia tăng tỷ lệ nội địa hóa sẽ gặp khó khăn vì nếu giảm thuế nhập khẩu linh kiện về mức 0% thì ngành công nghiệp phụ trợ trong nước sẽ chịu áp lực cạnh tranh từ linh kiện giá rẻ của Trung Quốc.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi nhận định triển vọng **TRUNG LẬP** với nhóm cổ phiếu ngành ô tô. Các cổ phiếu ngành ô tô hiện đang được giao dịch với mức P/B trung bình là 3.2 và mức P/E trung bình 7.5 – thấp hơn đáng kể so với thị trường chung. BSC khuyến nghị các mã cổ phiếu có hưởng lợi từ các chính sách thuế và từ xu hướng tiêu thụ ô tô trong năm 2016, bao gồm SVC và TMT. Truwognf hợp Cổ phiếu Ô tô tiếp tục điều chỉnh thì cơ hội thị trường có thể xuất hiện.

SVC – Trung lập

SVC là nhà phân phối ô tô hàng đầu tại Việt Nam với các nhãn hiệu lớn như Toyota, Ford, Hyundai. Ngoài ra, công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực phân phối xe máy, cung cấp dịch vụ sửa chữa bảo hành. Hiện tại, SVC có dự định phát triển chuỗi trạm dịch vụ mang thương hiệu riêng của công ty, đồng thời nâng cao công nghệ, kết hợp đào tạo tại chỗ với đào tạo từ nhà sản xuất cho đội ngũ nhân viên để nâng cao chất lượng dịch vụ

khách hàng. Đồng thời sẽ co gọn lại phân khúc bất động sản qua việc thoái vốn hoặc hợp tác đầu tư. Trong trường hợp thuế nhập khẩu về mức 0% vào năm 2018 và xe nhập khẩu được nhập nhiều về VN, SVC sẽ phải cạnh tranh trực tiếp với các nhà nhập khẩu của những hãng ô tô khác.

TMT – Trung lập

TMT là doanh nghiệp lắp ráp và phân phối xe tải Cửu Long, cạnh tranh lớn các doanh nghiệp nhập khẩu xe tải khác trong nước. Chúng tôi cho rằng KQKD của doanh nghiệp trong giai đoạn 2017-2018 sẽ biến động mạnh do đây là giai đoạn chuyển giao về chính sách liên quan đến thuế nhập khẩu và thuế TTĐB. Vì thế, chúng tôi khuyến nghị Trung lập với TMT do những vấn đề về chính sách vẫn chưa rõ ràng.

Mã CK	DT 2017 (tỷ đồng)	LNST 2017E (tỷ đồng)	EPS 2017	P/E FW	P/B	ROE 2017	Dividend 2016	Giá tại ngày 23/12/2016	Giá mục tiêu
SVC	10,000	150	6,006	7.7	1.1	14%	14% tiền	46,000	N/A
TMT	4,200	120	3,254	4.3	1.3	31%	10% cp	14,000	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Nhựa 2017 [Trung lập]

- Xuất khẩu túi nhựa có thể tăng trưởng chậm lại.
- Nhu cầu sản phẩm nhựa trong nước được dự báo duy trì tăng nhanh
- Giá hạt nhựa có thể phục hồi trong năm 2017
- Thuế nhập khẩu hạt nhựa PP tăng từ 1% lên tới 3% từ 1/1/2017.

Xuất khẩu túi nhựa có thể chậm lại tại các thị trường EU, Mỹ. (1) Nhu cầu sử dụng túi nhựa giảm ở hầu hết các quốc gia phát triển, đặc biệt là các nước châu Âu. Từ năm 2015, EU đã thống nhất thông qua điều luật hạn chế sử dụng túi nylon nhẹ hơn 50 microns, không sử dụng loại nhẹ hơn 15 microns, đồng thời khuyến khích sử dụng các loại bao bì thân thiện với môi trường. Thêm vào đó, diễn biến bất lợi của đồng EUR có thể làm giảm nhu cầu tiêu thụ của thị trường này khi giá nhập khẩu tăng tương đối so với đồng VND. (2) Hoa Kỳ tiếp tục áp thuế chống bán phá giá đối với túi nhựa Việt Nam, mức thuế áp dụng là 5,28%-52,56%².

Tiêu thụ nhựa tại thị trường Châu Á có thể tăng trưởng mạnh. Sự nổi lên của Alibaba và các hãng thương mại điện tử trong khu vực châu Á giúp tăng nhu cầu các sản phẩm từ nhựa trong vòng ít nhất 2 năm tới. Viện nghiên cứu IHS cũng nhận định, thương mại điện tử sẽ mở ra nhu cầu cho các sản phẩm làm từ polyethylene (loại nhựa chủ yếu được sử dụng làm vật liệu đóng gói hàng hóa, các loại túi). Nhu cầu về polyethylene tại khu vực châu Á dự kiến sẽ đạt 41 triệu tấn trong năm 2017, tăng 5,1% từ năm 2016

Nhu cầu trong nước được dự báo tăng. (1) Ngành xây dựng dân dụng dự báo tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2017, kéo theo tăng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm nhựa xây dựng, tuy nhiên nhu cầu có thể chậm lại vào cuối năm. (2) Chi tiêu nhựa bình quân đầu người vẫn ở mức thấp. VPA dự báo tới năm 2020, nhu cầu sẽ đạt 45 kg/người/năm tương đương với mức tăng CAGR là 4%/năm. (3) Tăng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI giúp tăng nguồn cầu phân khúc nhựa kỹ thuật.

Giá nhựa có thể phục hồi trong năm 2017. Giá dầu Brent được nhiều tổ chức dự báo lớn trên thế giới như WB, IMF, EIU sẽ phục hồi mạnh, trung bình khoảng 20% trong năm 2017. Tuy nhiên, công suất sản xuất hạt nhựa tăng từ 20-25% ở khu vực Bắc Mỹ có thể giúp giá hạt nhựa tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2017.

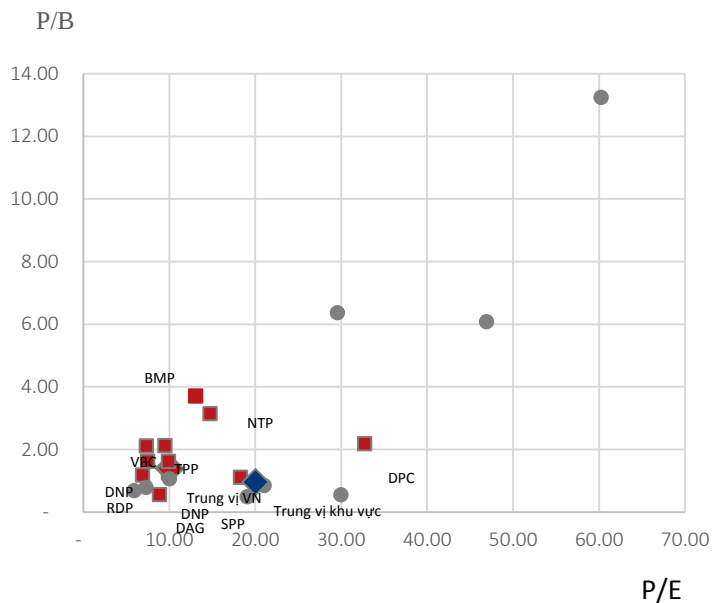
Thuế nhập khẩu nguyên liệu PP tăng từ 1% lên thành 3%, hiệu lực từ ngày 1/1/2017. Điều này tạo khó khăn lớn cho các doanh nghiệp về nguồn nguyên liệu, đặc biệt là các doanh nghiệp bao bì thực phẩm và bao bì xây dựng. Theo VPA, nếu tăng thuế nhập khẩu lên 3% thì chi phí phát sinh cho các doanh nghiệp nội địa năm 2017 là 1.870 tỷ đồng.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** với ngành Nhựa. Nhu cầu tiêu thụ có thể tăng nhẹ trong năm 2017, tuy nhiên do chính sách thuế mới áp dụng, giá nguyên liệu có phục hồi cùng với xu hướng của giá dầu khiến cho các doanh nghiệp ngành nhựa có thể không duy trì được tốc độ tăng trưởng như trong năm 2016. Xu

² Phổ biến là 5,28%

hướng M&A và kỳ vọng thoái vốn của SCIC được kỳ vọng tiếp tục mang lại diễn biến tích cho nhóm cổ phiếu ngành nhựa. Chúng tôi khuyến nghị mua đối với cổ phiếu NTP, BMP và theo dõi đối với cổ phiếu AAA.



So với các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm nhựa trong khu vực, các doanh nghiệp Việt Nam đang được giao dịch tại mức P/E tương đối thấp (P/E là 9,94x) thấp hơn so với trung vị khu vực là 20.06x

NTP- MUA- Giá mục tiêu 96,400, upside 24%

Là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa lớn nhất cả nước, công suất thiết kế lên tới 120.000 tấn/năm, cung ứng chủ yếu tại thị trường miền Bắc với hơn 57% thị phần. Công ty được hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của thị trường bất động sản và ưu đãi thuế đối với nhà máy NTP miền Trung. Sản lượng tiêu thụ liên tục tăng cao, tăng 21% trong năm 2014, 20% trong năm 2015 và tiếp tục tăng 21% trong 6T2016, đạt 60.000 tấn. Năm 2016, NTP thực hiện rút ngắn thời gian khấu hao tài sản cố định làm chi phí khấu hao ước tính tăng thêm 53 tỷ đồng, (tương đương 12% lợi nhuận trước thuế). Lưu ý, so với doanh nghiệp cùng ngành là BMP, mức chiết khấu của NTP dành cho nhà phân phối cao hơn nhiều, tối đa lên tới 65%, trung bình khoảng 25%-30%, trong khi đó, mức chiết khấu phổ biến của BMP khoảng 15%. 6 tháng đầu năm 2016, chi phí cho nhà phân phối của NTP tăng 93 tỷ đồng (tương đương 42% lợi nhuận trước thuế). Do vậy, biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của NTP thấp hơn của BMP, chỉ đạt 11% trong khi ở BMP là 27%. Chúng tôi kỳ vọng, chênh lệch này sẽ được co hẹp, hiệu quả sản xuất kinh tăng mạnh sau khi SCIC thoái vốn, cơ cấu lại hoạt động của doanh nghiệp. LNST năm 2017 được dự báo đạt 453 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 5,706 đ/cp.

BMP- MUA- Giá mục tiêu 215,000 đ/cp, upside 11%

BMP vẫn là cổ phiếu yêu thích của chúng tôi với KQKD được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng cao, trên 20% trong năm 2016 và năm 2017, giá hạt nhựa thấp, hiệu quả sản xuất kinh doanh vượt trội, tài chính lành mạnh, cổ tức cao, quản trị minh bạch. Ngoài ra, cổ phiếu BMP còn thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư nhờ kế hoạch nới room lên 100% cho nhà đầu tư nước ngoài và kế hoạch thoái vốn của

SCIC trong năm 2017. BSC kỳ vọng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BMP đạt lần lượt là 4.609 tỷ đồng và 700 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 15.391 đồng/cp.

AAA- Theo Dõi.

Năm 2016, AAA ước tính doanh thu và LNST đạt lần lượt 2.000 tỷ và 143 tỷ, tăng trưởng lần lượt 24% và 3.6 lần so với năm 2015. Năm 2017, AAA sau khi hoàn tất nâng gấp đôi công suất sản xuất túi nhựa lên 8.000 tấn/tháng (đi vào hoạt động nhà máy số 6 và số 7), sản lượng xuất khẩu đi Nhật Bản và Hoa Kỳ tăng mạnh, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của công ty. Đồng thời, kế hoạch nâng công suất nhà máy Yên Bái lên 2 lần và có thể thoái vốn tại VBC với lợi nhuận ước tính khoảng 70 tỷ đồng. Công ty đặt kế hoạch doanh thu và LNST đạt lần lượt 2.900 tỷ và 200 tỷ, tương ứng với mức tăng trưởng lần lượt là 45% và 40% so với cùng kì 2016.

Đầu năm 2017, 5 triệu cổ phiếu được chuyển đổi vào cuối năm 2016 sẽ được niêm yết làm cổ phiếu AAA bị pha loãng khoảng 10%. Chúng tôi lưu ý, việc tiếp tục thực hiện chuyển đổi hơn 300 tỷ trái phiếu (giá chuyển đổi 11.500 đ/cp) có thể khiến EPS của cổ phiếu bị pha loãng.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá 23/12/2016	Giá mục tiêu	Link
NTP	4,587	453	5,706	13.49	3.31	21%	35% cash div. 20% bonus share	77,700	96,400	Link
BMP	4,609	700	15,391	12.59	3.83	28%	45% cash div	193,800	215,000	Link
AAA	2,900	200	3,468	6.9	1.39	22%	7% cash div	24,000		Link

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Mía đường 2016/2017 [Trung lập]

- Thị trường đường thế giới: Cầu tăng mạnh hơn cung, dự trữ đường thế giới sẽ xuống thấp nhất 5 năm vào cuối vụ 2016/2017.
- Thị trường đường trong nước: Vụ 2016/2017, cung cầu mía đường căng thẳng.
- Giá đường trong nước dự báo tăng nhẹ khoảng 5-8% so với niên vụ 2015/2016
- Giá thu mua mía đang ở mức khá tốt nhờ giá đường đang cao
- WTO và các Hiệp định thương mại - Thách thức lớn nếu cung nội địa cứ mãi tiếp sụt giảm

Thị trường đường thế giới

Cầu tăng mạnh hơn cung, dự trữ đường thế giới sẽ xuống thấp nhất 5 năm vào cuối vụ 2016/2017. Theo USDA, tiêu dùng đường sẽ đạt kỷ lục 174 triệu tấn (+0.87% yoy), trong khi sản lượng sản xuất toàn cầu khoảng 170.9 triệu tấn (+3.1% yoy). Tồn kho đường cuối vụ sẽ giảm 7.2 triệu tấn, xuống mức 30.78 triệu tấn. Nguyên nhân chính do tình hình khả quan từ thời tiết thuận lợi kèm theo xu hướng dùng nhiều mía sản xuất đường hơn ethanol ở Brazil; sản lượng đường từ củ cải của EU sẽ tăng 1,9 triệu tấn, lên mức 16,2 triệu tấn nhờ mở rộng diện tích trồng sẽ tạo nguồn cung lớn, bù đắp phần sụt giảm từ Ấn Độ, Thái Lan do hạn hán. Với mức thâm hụt như trên, chúng tôi cho rằng giá đường toàn cầu vẫn có thể tăng nhẹ trong vụ này.

Thị trường đường trong nước

Vụ 2016/2017, cung cầu mía đường căng thẳng. Theo Bộ Nông nghiệp, tổng cung mía đường vụ này ước khoảng 1.87 triệu tấn (+1.63% yoy), bao gồm tồn kho chuyển vụ 0.231 triệu tấn; sản xuất nội địa 1.52 triệu tấn (+22.88% yoy), gồm 0.8 triệu tấn đường tinh luyện (+14.29% yoy); nhập khẩu năm 2017 khoảng 0.119 triệu tấn (-44.65% yoy) (gồm 89,000 tấn theo cam kết WTO và 30,000 tấn nhập từ Lào). Tuy nhiên, theo Cục chế biến nông lâm thủy sản và nghề muối, hiện tượng El Nino, xâm nhập mặn dự báo sẽ gây thiệt hại trầm trọng hơn đến diện tích và năng suất mía, đặc biệt vùng ĐBSCL, trong khi năng lực cạnh tranh, trình độ công nghệ vẫn còn yếu kém, nên khả năng sản lượng bị sụt giảm so với vụ trước rất cao. Nhu cầu tiêu thụ trong nước ước tính duy trì 1.6 triệu tấn đường.

Giá đường dự báo tăng nhẹ khoảng 5-8% so với niên vụ 2015/2016. Với mức tăng ấn tượng về giá đường và KQKD các nhà máy niên vụ qua, chúng tôi cho rằng trong niên vụ mới 2016/2017, xu hướng giá tăng vẫn sẽ tiếp tục do cung nội địa vẫn thấp hơn tổng cầu trong nước (1.52 triệu tấn < 1.6 triệu tấn), và diễn biến giá thế giới kỳ vọng vẫn ở mức cao trong suốt vụ này. Tính đến giữa T11/2016, giá bán buôn đường kính ~ 17.000 đ/kg, cao hơn so với mức 14.000-15.000 đ/kg cùng kỳ năm ngoái.

Giá thu mua mía đang ở mức khá tốt nhờ giá đường đang cao. Tính đến T11/2016, do mưa lũ ở ĐBSCL biến động thất thường, một số nhà máy vào vụ trễ. Các nhà máy khu vực này đang mua mía với giá tại ruộng là 1,040 đ/kg (10 CCS), cao hơn khoảng 80-90 đ/kg so với đầu vụ 2015/2016, xấp xỉ bằng mức giá lúc cao nhất của cả niên vụ ấy (950-1.050 đ/kg). Với kỳ vọng giá đường trong nước tăng, giá mua mía tại ruộng ước tính sẽ vẫn trì mức trên 1,000 đ/kg, mức giá đảm bảo người nông dân chuyên tâm trồng mía, ổn định vùng nguyên liệu cho các nhà máy.

WTO và các Hiệp định thương mại - Thách thức lớn nếu cung nội địa tiếp tục giảm. Mía đường là một trong những ngành nghề được bảo hộ nhiều nhất ở Việt Nam, với các mức thuế suất nhập khẩu ngoài hạn ngạch được áp lên mặt hàng này là rất cao, từ 80-100% tùy loại đường. Niên vụ 2015/2016 Bộ Nông nghiệp đã thống nhất với Bộ Công Thương công bố hạn ngạch thuế quan nhập khẩu đường trong năm 2016 tăng thêm 100.000 tấn, lên 185.000 tấn nhằm gỡ rối cơ chế thiếu cung đường do sản lượng nội địa sụt giảm. Tuy nhiên, đối với đường trong hạn ngạch, mức thuế suất đã được giảm đi nhiều theo cam kết của các hiệp định song phương và đa phương như:

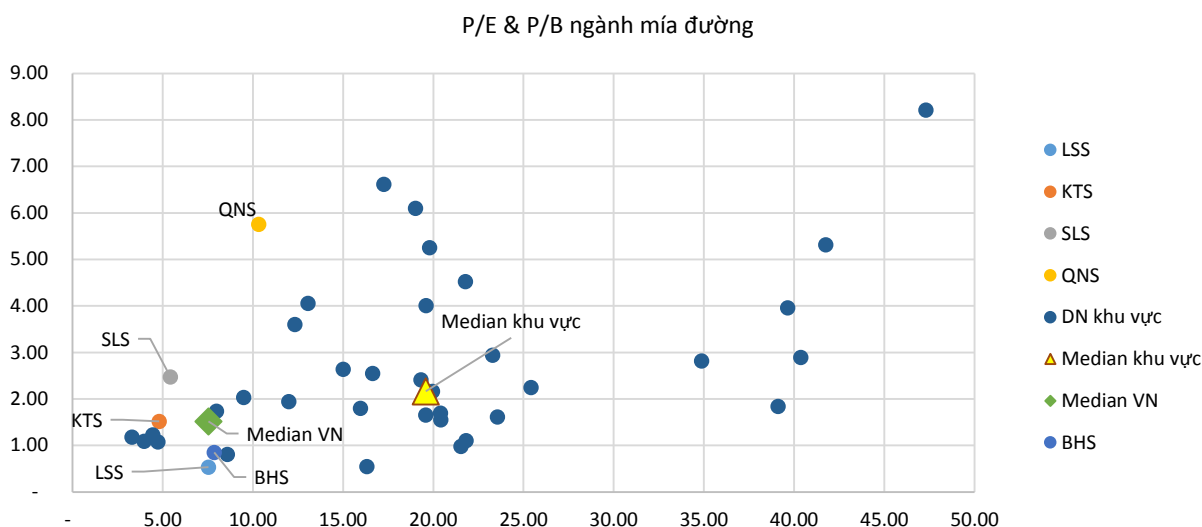
Sản phẩm	Ngoài hạn ngạch		Việt Nam – ASEAN (ATIGA)		Trong hạn ngạch				
	2017	2016	2017	2018	WTO 2015	Việt Nam - Lào 2016	ASEAN – Trung Quốc (ACFTA)		
							2016	2017	2018
Đường thô									
Đường củ cải	25%	5%	5%	0%	50%	2.5%	20%	20%	20%
Đường mía	25%	5%	5%	5%	25%	2.5%	*	*	50%
Đường thô đã pha thêm hương liệu hoặc chất màu	40%	5%	5%	5%	60%	2.5%	*	*	50%
Đường đã tinh luyện									
Đường trắng	40%	5%	5%	5%	60%	2.5%	*	*	50%
Loại khác	40%	5%	5%	5%	60%	2.5%	*	*	50%

Nguồn: BSC tổng hợp

Qua đó, chỉ còn 1 năm nữa, đường từ Thái Lan, nước xuất khẩu đường lớn thứ hai thế giới sau Brazil, sẽ có cơ hội nhập ồ ạt vào Việt Nam, cạnh tranh trực tiếp với đường trong nước. Cụ thể: **(1)** Mức thuế suất thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch thuế quan được điều chỉnh giảm mạnh, có hiệu lực từ T9/2016. **(2)** Theo ATIGA, Việt Nam sẽ cho phép nhập đường từ các nước trong ASEAN với thuế suất 5% không giới hạn hạn ngạch, bắt đầu từ 2018. Khi đó đường nội địa sẽ đối mặt với đường nhập Thái Lan có lợi thế về giá trên chính sân nhà, trong khi Việt Nam vẫn chưa có giải pháp đáng kể nào để nâng cao năng lực cạnh tranh khi gia nhập AEC. **(3)** Từ năm 2011, Việt Nam dành cho Lào ưu đãi thuế suất thuế nhập khẩu 2.5% đối với đường xuất xứ từ Lào nằm trong hạn ngạch chung theo cam kết trong WTO qua biên giới hai nước. Năm 2016, đường của HAGL nhập Lào được ưu đãi mức thuế 0%, có thể áp lực ngược với doanh nghiệp trong nước. **(4)** Theo ACFTA, Việt Nam sẽ giảm mức thuế nhập khẩu từ Trung Quốc, thị trường xuất khẩu đường lớn nhất của Việt Nam, vừa là cơ hội giúp tự do dòng vốn xuất khẩu sang khu vực này hơn, vừa là thách thức đường Trung Quốc tràn lan trong nước.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Thời điểm này năm trước, chúng tôi đã nâng quan điểm về ngành Đường từ Kém khả quan lên **TRUNG LẬP**, cũng như dự báo giá đường trong nước và KQKD các DN mía đường sẽ có chuyển biến tích cực. Sau 1 năm nhìn lại, những diễn biến của ngành Đường nói chung và giá cổ phiếu Mía đường đã tăng trưởng rất mạnh mẽ đúng như kì vọng của chúng tôi (Link báo cáo). Thời điểm hiện tại, ngoại trừ BHS chưa có chuyển biến lớn và còn tương đối hấp dẫn, giá của các cổ phiếu còn lại trong ngành (SBT, LSS, SLS, KTS) đã phản ánh tăng trưởng KQKD trong 1 năm vừa qua. Thêm vào đó, trong niên vụ mới 2016/2017, chúng tôi kì vọng tăng trưởng trong ngành sẽ không còn mạnh mẽ như vậy nữa.



Một điều đáng lưu ý, xu hướng M&A trong ngành mía đường dự báo sẽ tiếp tục diễn ra, nhất là với một số DN niêm yết, mức định giá DN theo đó cũng sẽ có ảnh hưởng. Tuy nhiên, giá trị phát triển bền vững của ngành đường nội địa vẫn chưa được cải thiện đáng kể. Do vậy, chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành Mía đường và khuyến nghị **MUA** với BHS, QNS, **THEO DÕI** với SBT, LSS, SLS, KTS.

QNS Mua ([link](#))

Hiện tại QNS có 2 nhà máy đang sản xuất sữa đậu nành là: • Vinasoy Quảng Nam (công suất 120 tr lít/năm) • Vinasoy Bắc Ninh (công suất 180 tr lít/năm, trước đó là 90 tr lít/năm, tháng 5/2015 chính thức tăng công suất thêm 90 tr lít/năm) Hai nhà máy này hiện đang hoạt động ~ 100% công suất thiết kế, sản lượng 2016 ước tính là 300 triệu lít. Hiện tại QNS có 2 nhà máy đang sản xuất sữa đậu nành là: • Vinasoy Quảng Nam (công suất 120 tr lít/năm) • Vinasoy Bắc Ninh (công suất 180 tr lít/năm, trước đó là 90 tr lít/năm, tháng 5/2015 chính thức tăng công suất thêm 90 tr lít/năm) Hai nhà máy này hiện đang hoạt động ~ 100% công suất thiết kế, sản lượng 2016 ước tính là 300 triệu lít.

Ticker	DT 2017	LNST 2017	EPS 2017	P/E fw	P/B	ROE 2017	Dividend 2017	Giá ngày 23/12/2016	Giá mục tiêu
BHS	5,608	289	2,232	6.56	0.57	11.96%	N/A	14,650	22,023
QNS ⁽ⁱ⁾	7,288	1,300	6,934	13.87	7.07	35.67%	N/A	96,200	115,041
SBT	3,645	276	1,092	23.36	1.32	9.17%	N/A	25,500	N/A
LSS	2,019	131	1,869	6.66	0.54	4.63%	N/A	12,450	N/A
SLS	751	307	45,132	1.91	2.55	58.89%	N/A	86,000	N/A

(i): Năm tài chính QNS là 01/01/2017-31/12/2017. (Các công ty còn lại, năm tài chính từ 01/07/2016-30/06/2017. Số liệu dự báo tại cuối năm tài chính)

Nguồn: BCTC, BSC Research

Chú thích: đơn vị của DT và LN - tỷ đồng

Ngành Săm lốp 2017 [Trung lập]

- Nhu cầu tiêu thụ săm lốp ô tô cả nước được dự báo tăng 13% yoy
- Cạnh tranh cao và gay gắt khiến giá bán lốp đầu ra tiếp tục duy trì ở mức thấp
- Giá cao su được dự báo tăng nhẹ khoảng 5% (WB)
- Kết quả kinh doanh được dự báo kém khả quan.

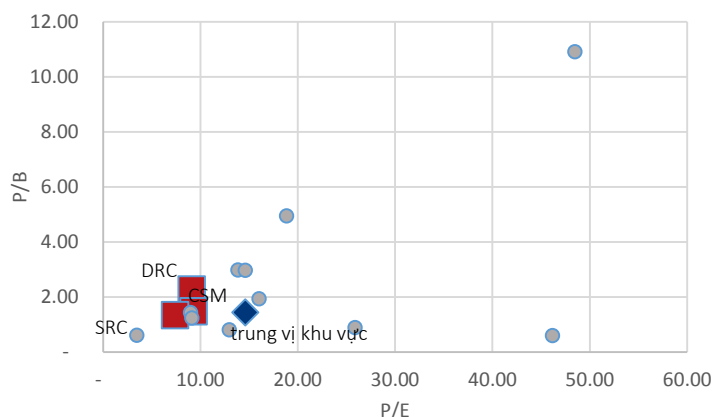
Nhu cầu tiêu thụ săm lốp toàn ngành được dự báo tiếp tục tăng trưởng BSC ước tính, tổng nhu cầu tiêu thụ săm lốp xe đạp, xe máy tăng trưởng chậm do thị trường tiêu thụ 2 loại phương tiện này đã bão hòa. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ săm lốp ô tô tại Việt Nam được dự báo đạt khoảng 7.418 nghìn lốp vào năm 2017, tăng 13% yoy. Dự báo của chúng tôi dựa trên (1) khoảng 75% nhu cầu tiêu thụ lốp đến từ thay thế; sản lượng tiêu thụ ô tô tiếp tục tăng trưởng cao, tăng 26% trong 11T2016, đạt 271.113 xe; (2) sản lượng tiêu thụ xe lắp ráp trong nước tăng đến 33% trong 11T2016, đạt 205.355 chiếc. Trong dài hạn, nhu cầu tiêu thụ săm lốp được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao nhờ tăng trưởng doanh số bán xe ô tô.

Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp săm lốp có thể tiếp tục co hẹp. (1) Giá bán săm lốp tiếp tục duy trì ở mức thấp, do cạnh tranh cao và chưa có dấu hiệu dừng lại. (2) Sản lượng tiêu thụ lốp Radial còn thấp; (3) Giá cao su được dự báo tăng nhẹ. Cả WB và Economic Intelligence Unit đồng thuận khi cho rằng giá cao su sẽ tăng nhẹ trong các năm tới. WB dự báo giá cao su Malaysia tăng khoảng 5% so với giá trung bình năm 2016, trong khi, Economic Intelligence Unit tin rằng đà tăng của giá cao su sẽ kéo dài trong 3 năm tới, tuy nhiên, giá cao su chưa thể vượt mốc 1.7 USD/kg. Ở chiều ngược lại, việc tăng công suất nhà máy Radial lên 600.000 lốp với tổng mức đầu tư thấp hơn (đầu tư 705 tỷ đồng) của DRC, và việc mở rộng đầu tư nhà máy Radial bán thép của CSM trên hệ thống nhà xưởng Radial hiện có (tiết kiệm 400 tỷ đồng trên tổng mức đầu tư cần thiết khoảng 600 tỷ đồng), nếu tiêu thụ tốt, sẽ tiết kiệm đáng kể chi phí khấu hao và điểm hòa vốn cho 2 dự án Radial nói trên và qua đó, cải thiện hiệu quả hoạt động cho 2 doanh nghiệp này.

Kết quả kinh doanh năm 2017 có thể tiếp tục kém khả quan. (1) Tiêu thụ sản phẩm tăng trưởng chậm do cạnh tranh cao; (2) Biên lợi nhuận co hẹp. (3) Áp lực chi phí lãi vay không còn được vốn hóa và lãi suất tăng khi các dự án mới đi vào hoạt động. Các doanh nghiệp săm lốp thường tài trợ các dự án mới bằng 70% vốn vay. Tổng chi phí lãi ước tính năm 2017 là 64 tỷ đồng với DRC và 63 tỷ đồng đối với CSM. Việc triển khai nhà máy Radial giai đoạn 2 của DRC và nhà máy lốp bán thép của CSM, nếu tiêu thụ tốt, được kỳ vọng cải thiện kết quả kinh doanh cho các công ty. Nhà đầu tư cần lưu ý tốc độ tiêu thụ sản phẩm, tiến độ các nhà máy, diễn biến giá cao su nguyên liệu và thực trạng tiêu thụ lốp Trung Quốc.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm cổ phiếu săm lốp. Kết quả kinh doanh được dự báo kém khả quan do lo ngại cạnh tranh và giá cao su tăng. Tuy nhiên, với vị trí đầu ngành, tài chính lành mạnh, tỷ lệ chi trả cổ tức cao và mức định giá tương đối thấp so với các công ty sản xuất săm lốp trong khu vực, cổ phiếu săm lốp tương đối hấp dẫn cho mục đích đầu tư trung và dài hạn.



Xét theo khu vực châu Á – Thái Bình Dương, mức định giá P/E, P/B của các doanh nghiệp sản phẩm lốp trong nước tương đối thấp. Mức định giá P/B của nhóm cổ phiếu sản phẩm lốp nội địa là 1,47x, tương đồng với khu vực (1,44x), trong khi đó, P/E trung vị của các công ty sản xuất sản phẩm lốp trong nước lần lượt là 9,14x thấp hơn so với khu vực (14,61x).

DRC – Theo dõi – Giá mục tiêu 33.800 đồng/cp

DRC là doanh nghiệp đầu ngành sản phẩm lốp, với năng lực bán hàng tốt. Công ty có nhiều khách hàng tổ chức là các nhà lắp ráp ô tô trong nước. Sản lượng lắp ráp ô tô trong nước được kỳ vọng tăng cùng với nhu cầu tiêu thụ ô tô cao. Việc đưa vào hoạt động giai đoạn 2 nhà máy Radial cùng với việc tăng sản lượng tiêu thụ, sẽ giảm chi phí giá thành trên một sản phẩm cho DRC, và cải thiện kết quả kinh doanh của công ty. Tỷ lệ chi trả cổ tức cao, đạt 45% tiền mặt và 30% cổ phiếu thưởng trong năm 2016. Ngày 23/12/2016, cổ phiếu DRC được giao dịch tại mức giá 31.800 đồng/cp, tương đương P/E, P/B lần lượt là 9.63x và 2.17x, tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi lưu ý, nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ diễn biến giá cao su và tình hình tiêu thụ lốp Radial của DRC.

CSM – Theo dõi – Giá mục tiêu 20.100 đồng/cp.

Cùng với DRC, CSM là một trong hai nhà sản xuất sản phẩm lốp lớn nhất tại thị trường Việt Nam có lợi thế trong phân khúc lốp xe máy và lốp ô tô con. Tình hình tài chính lành mạnh, cổ tức cao (30% tiền mặt và 40% cổ phiếu thưởng). Tuy nhiên, tình trạng cạnh tranh cao, sản lượng tiêu thụ lốp Radial chậm và giá cao su tăng nhẹ khiến triển vọng lợi nhuận 2016 kém khả quan. BSC dự báo, doanh thu của CSM đạt 3,294 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 234 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 2.085 đồng/cp. Nếu CSM vận hành hiệu quả và tiêu thụ tốt 500.000 lốp bán thép, hiệu quả của toàn công ty sẽ được cải thiện do tiết kiệm chi phí khấu hao đối với nhà máy lốp Radial và tăng sản lượng tiêu thụ lốp ô tô. Chúng tôi lưu ý, nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ diễn biến giá cao su và tiến độ dự án và tình hình tiêu thụ lốp Radial của CSM.

Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu	Link
DRC	3,917	422	3,303	9.63x	2.17x	24%	45% tiền 30% CP	31,800	33,800	link
CSM	3,253	194	2,085	9.30x	1.4x	20%	30% tiền 40% CP	19,400	20.100	link

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Ngân hàng 2017 [Trung lập]

- Tăng trưởng tín dụng có thể chậm lại tại một số ngân hàng.
- Nhu cầu tăng vốn, nới room sở hữu nước ngoài đáp ứng yêu cầu của Basel II.
- Tốc độ xử lý nợ xấu có thể chưa khởi sắc trong năm 2017.
- Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết, bao gồm: VPbank, Techcombank, VIB, Kienlong Bank, OCB.
- Kết quả kinh doanh của các ngân hàng tiếp tục có sự phân hóa mạnh.

Tăng trưởng tín dụng có thể chậm lại. Do (1) Áp lực đảm bảo an tỷ lệ an toàn vốn theo yêu cầu của hiệp ước vốn Basel II trong khi vốn chủ sở hữu tăng chậm, dư địa tăng vốn qua phát hành trái phiếu dài hạn không còn nhiều (như BID, ACB, Techcombank,...) khiến các ngân hàng buộc phải giảm tăng trưởng tín dụng, đặc biệt cho vay, đầu tư vào các ngành nghề có mức độ rủi ro cao. (2) Siết chặt cho vay kinh doanh bất động sản. (3) Tỷ lệ cho vay/tiền gửi của nhiều ngân hàng ở mức cao, như CTG (100%), BID (95%), SHB (90%). Do đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng của một số ngân hàng như BID, CTG, SHB, STB, EIB, NVB,... có thể chậm lại.

Mặt bằng lãi suất được dự báo tăng. Như chúng tôi có đề cập trong báo cáo vĩ mô và thị trường chứng khoán, áp lực lạm phát cao hơn (dự báo đạt khoảng 4.5-6% yoy trong năm 2017), cùng với việc đồng USD được dự báo tăng giá, FED tăng lãi suất USD sẽ gây áp lực làm tăng lãi suất ngân hàng. Tuy nhiên, để đảm bảo tăng trưởng kinh tế, lãi suất cho vay có thể tăng chậm hơn huy động, điều này, sẽ tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng.

Nhu cầu tăng vốn, nới room sở hữu nước ngoài đáp ứng yêu cầu của Basel II. Theo lộ trình quy định tại Dự thảo Thông tư lần thứ 4 về tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR), 10 ngân hàng thí điểm (bao gồm BIDV, VietinBank, Vietcombank, Techcombank, ACB, VPBank, MB, Maritime Bank, Sacombank và VIB) sẽ tuân thủ Basel II theo Phương pháp chuẩn hóa cho các loại rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường và rủi ro hoạt động trước tháng 9/2017 và sẽ tiến tới tuân thủ phương pháp nâng cao vào cuối năm 2018. Tất cả các ngân hàng còn lại sẽ áp dụng Basel II vào 1/1/2019. Như đã đề cập trong các [báo cáo triển vọng ngành](#) trước đây, hiệp ước Basel II xây dựng các yêu cầu về vốn, quản trị rủi ro chặt chẽ hơn so với hiệp ước Basel I và làm tăng tổng tài sản có rủi ro (mẫu số) của các ngân hàng. Theo ước tính của VCB, hệ số CAR của ngân hàng sẽ giảm 2% còn khoảng 8,74%³. Do vậy, để đảm bảo hệ số CAR đạt tối thiểu 9%, các ngân hàng đứng trước 2 áp lực: (1) Tăng vốn chủ sở hữu, vốn dài hạn: (2) hoặc giảm các tài sản có rủi ro. Trong khi tăng vốn thông qua phát hành trái phiếu dài hạn chỉ có thể giải quyết tình thế tạm thời cho các ngân hàng thương mại, nhu cầu tăng vốn thông qua phát hành thêm, đặc biệt là thông qua bán vốn cho cổ đông nước ngoài trở nên cấp thiết đối với các ngân hàng thương mại. Nhiều ngân hàng như CTG, VCB, ABBank, SCB ...đề xuất nới room cho khối ngoại. Trong chuyến thăm Hồng Kong, Trung Quốc, Thủ tướng Chính phủ cũng đã đề cập đến vấn đề nâng tỷ lệ sở hữu của khối ngoại trong các ngân hàng nội địa có thể được nâng lên trên 30%.

Xử lý nợ xấu tiếp tục là nhiệm vụ trọng tâm trong năm 2017, tuy nhiên, tiến độ xử lý nợ xấu có thể chưa có nhiều khởi sắc. Với quy mô nợ xấu và các tài sản có tiềm ẩn rủi ro tín dụng cao và có xu hướng tăng, như đã đề cập trong phần thực trạng ngành Ngân hàng 2016, chúng tôi cho rằng, để hoàn thành kế hoạch tái cơ cấu

³ Sau khi phát hành thêm 8.000 tỷ trái phiếu dài hạn

hệ thống Ngân hàng giai đoạn 2016-2020 của Bộ Kế hoạch và Đầu tư các ngân hàng cần tiếp tục đẩy mạnh việc xử lý nợ xấu. Chúng tôi chưa nhận thấy tín hiệu khả quan trong tiến độ xử lý nợ xấu của các NHTM. (1) Quy định về tài sản đảm bảo (TSDB). Theo SBV, tỷ lệ nợ xấu được đảm bảo bằng tài sản lên tới 90%, do vậy, quá trình xử lý TSDB có tác động mạnh đến tiến độ xử lý nợ xấu của các TCTD. Ngoài các khó khăn về thời gian xử lý TSDB kéo dài (có thể lên tới 2 năm), giá trị TSDB giảm sút, từ 1/1/2017, theo luật Dân sự 2015, các Ngân hàng sẽ không còn quyền thu giữ TSDB nếu người đi vay không đồng ý, càng gây nhiều bất lợi cho các Ngân hàng trong quá trình xử lý nợ xấu. (2) Nguồn lực từ VAMC và ngân sách Nhà nước cho xử lý nợ xấu còn hạn chế; (3) Chưa có cơ chế mua bán nợ xấu theo giá trị thị trường ...

Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo có sự phân hóa giữa các nhóm ngân hàng. Chi phí dự phòng nợ xấu toàn ngành được dự báo tăng trong năm 2017, trong đó, (1) chi phí phòng rủi ro trái phiếu VAMC ước tính khoảng 45 tỷ đồng trong năm 2017⁴; (2) Tăng dự phòng rủi ro nợ xấu và các tài sản tiềm ẩn rủi ro. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo giảm ở nhóm các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt, dự phòng rủi ro chặt chẽ như VCB, MBB, ACB. Tuy nhiên, ở nhóm các ngân hàng còn lại, chi phí dự phòng có thể tiếp tục tăng.

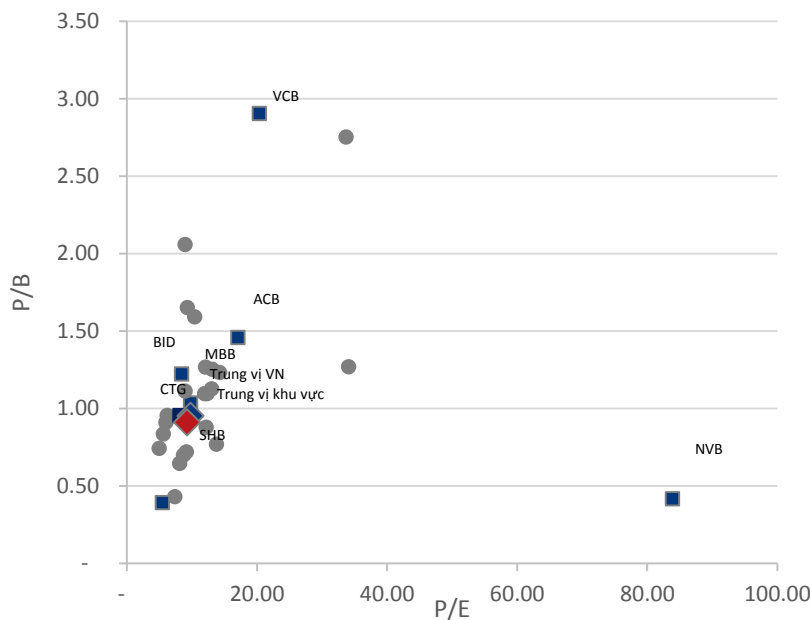
Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết trong năm 2017, gồm Techcombank, TPBank, VIB (lên sàn ngày 9/1/2016 với giá niêm yết 17.000 đồng/cp), VPbank, Kienlong Bank, OCB. Đây cũng là một trong những điều kiện cần thiết để các ngân hàng đáp ứng tiêu chí minh bạch thông tin theo hiệp ước Basel II. Điều này sẽ tăng mạnh vốn hóa cho nhóm cổ phiếu ngành ngân hàng và thêm nhiều lựa chọn cho nhà đầu tư.

Kết quả kinh doanh của các ngân hàng được dự báo tiếp tục phân hóa. Như đã đề cập ở trên, việc phân hóa trong tốc độ tăng trưởng tín dụng, chi phí trích lập dự phòng rủi ro kéo theo sự phân hóa mạnh trong kết quả kinh doanh của các ngân hàng trong năm 2017. Một số ngân hàng được dự báo có kết quả kinh doanh khả quan, bao gồm: VCB, ACB, MBB nhờ duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, chi phí dự phòng rủi ro giảm. Nhóm các ngân hàng còn lại, kết quả kinh doanh có thể chưa khởi sắc hoặc tiếp tục gặp khó khăn.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng. Hoạt động của các ngân hàng gắn chặt và được hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng kinh tế, hội nhập quốc tế,... Như đã đề cập ở trên, kết quả kinh doanh của các ngân hàng được dự báo phân hóa mạnh, một số ngân hàng có kết quả kinh doanh khả quan trong năm tới bao gồm: VCB, ACB và MBB. Chúng tôi cho rằng thông tin mở room cho nhà đầu tư nước ngoài, nếu thành hiện thực, việc giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước sẽ tạo nên hiệu ứng tích cực đối với nhóm cổ phiếu kín room ngân hàng như VCB, CTG, MBB. Như vậy sự đan xen của các thông tin hỗ trợ và tiêu cực cũng khiến ngành ngân hàng có thể có nhiều biến động về mặt bằng giá cổ phiếu trong năm 2017. Sau một năm dài đa số cổ phiếu ngân hàng có điều chỉnh giảm mạnh thì sự phục hồi về mặt bằng giá cổ phiếu đi kèm với phân hóa nhóm cũng không phải không khả thi.

⁴ Giả sử tỷ lệ trích lập là 20% trên mệnh giá trái phiếu đặc biệt



Tại thời điểm cuối năm 2016, mức định giá P/E và P/B của các ngân hàng Việt Nam tương đối ngang bằng so với các cổ phiếu ngân hàng trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương (P/E và P/B trung vị tại Việt Nam lần lượt là 9,81x và 0,95x, P/E và P/B trung vị trong khu vực lần lượt là 9,27x và 0,91x)

VCB – MUA – Giá mục tiêu 42.000 đồng/cp, upside 18%

Với vị thế dẫn đầu toàn ngành, VCB tiếp tục được hưởng lợi từ sự phục hồi của nền kinh tế cũng như xu hướng hội nhập hóa. Thanh khoản tốt, tỷ lệ LDR trong ngưỡng cho phép của TT 06 (80%) cho phép ngân hàng đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới. Tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn cao tạo ra mặt bằng lãi suất huy động bình quân thấp hơn các ngân hàng khác, cùng với danh mục gồm 2 khoản đầu tư trái phiếu Chính phủ trị giá 1 tỷ USD/khoản mang lại khả năng sinh lời (NIM) cao hơn cho VCB. Đồng thời, chất lượng tín dụng tốt, tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro trên tổng nợ xấu cao, xử lý nợ nhanh nhất trong hệ thống ngân hàng (năm 2016, ngân hàng thu hồi được 2.267 tỷ đồng và mua lại hầu hết nợ xấu đã bán cho VAMC về tự xử lý), do vậy, chi phí trích lập dự phòng rủi ro của ngân hàng được kỳ vọng giảm mạnh trong thời gian tới. LNST của ngân hàng được kỳ vọng đạt 9.578 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 2,332 đồng/cp và tiếp tục tăng trưởng nhanh trong các năm tới.

MBB – Mua – Giá mục tiêu 16.600 đồng/cp, upside 26%.

MBB là một trong những ngân hàng dẫn đầu về hiệu quả hoạt động tại thị trường Việt Nam, kết quả kinh doanh được kỳ vọng cải thiện. (1) Ngân hàng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng tín dụng do tỷ lệ cho vay/tiền gửi khách hàng thấp, đạt 78% trong 9T2016. (2) Nguồn vốn giá rẻ chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu nguồn vốn huy động, chiếm 29% trong năm 2015 mang lại lợi thế về chi phí và giúp ngân hàng duy trì tỷ lệ NIM cao. (3) Dự phòng rủi ro chặt chẽ với tỷ lệ bao nợ xấu cao, đạt 117%, tỷ lệ lãi thực thu/thu nhập lãi đạt 97%, các khoản lãi, phí phải thu giảm mạnh. Chúng tôi cho rằng, chi phí trích lập dự phòng rủi ro của MBB sẽ có xu hướng giảm trong thời gian tới. Lưu ý, một số trái phiếu trong danh mục trái phiếu lãi suất cao do MBB nắm giữ giai đoạn trước đã đáo hạn, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến NIM và thu nhập lãi của MBB trong năm 2016. Đồng thời, việc sáp nhập SDFC có thể làm tăng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của MBB, tuy nhiên, mức độ

ảnh hưởng không lớn so với quy mô của MBB ([tham khảo báo cáo thăm doanh nghiệp](#)). Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt 3,386 tỷ đồng, tương đương EPS là 1,872 đồng/cp.

ACB – MUA – Giá mục tiêu 20.800 đồng/cp, upside 20%

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo triển vọng ngành 2016, từ năm 2012-nay, ACB đã tích cực trong vấn đề xử lý các tồn đọng, rủi ro phát sinh trong năm 2012. Điểm tích cực trong năm 2016 là ACB đã xử lý tốt 1 trong 2 rủi ro đã được BSC nêu trong báo cáo triển vọng ngành 2016. Về cơ bản, ngân hàng đã hoàn tất xử lý rủi ro đối với nhóm tiền gửi liên ngân hàng. ACB đã (1) xử lý rủi ro và thoái lãi dự thu đối với 695 tỷ đồng tiền gửi tại Vietinbank; (2) thoái lãi dự thu (126 tỷ đồng) đối với 772 tỷ đồng tiền gửi tại GPbank, nhận lại 500 tỷ đồng nợ của GPBank với lãi suất 9,2%/năm để cản trừ nợ; (3) mua lại 600 tỷ đồng trái phiếu do một công ty trong nhóm G6 phát hành để cản trừ khoản cho vay ngân hàng “D”, đồng thời, thoái toàn bộ 117 tỷ đồng tiền lãi; (4) điều chỉnh kỳ hạn thu hồi 400 tỷ đồng tiền gửi tại VNCB đến năm 2020, lãi suất 2%/năm, ACB thể ghi nhận 176 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng đối với VNCB khi ngân hàng này bắt đầu trả nợ. Mặc dù chất lượng tài sản của ACB đã được cải thiện, tuy nhiên, chi phí trích lập dự phòng rủi ro vẫn có thể cao do ACB cần tiếp tục xử lý nợ của nhóm G6. Lộ trình thu hồi nợ của nhóm G6 đã được NHNN phê duyệt kéo dài từ 2015 -2018. Trong năm 2015, ngân hàng đã phải trích lập 751 tỷ đồng cho số nợ không thu hồi được theo lộ trình trong năm 2015. Mục tiêu năm 2016, ACB thu hồi được 2.000 tỷ đồng, trích lập dự phòng tối đa cho nhóm này là 1.000 tỷ đồng. 9T2016, ngân hàng đã thu hồi 731 tỷ đồng, trích lập dự phòng hơn 800 tỷ đồng đối với nhóm nợ này. Nhà đầu tư cần cần theo dõi quá trình thu hồi, trích lập và xử lý đối với các khoản nợ của nhóm G6. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của ACB tiếp tục khả quan trong năm 2017, 2018 và tăng trưởng nhanh từ năm 2019, khi đã hoàn tất xử lý nợ của nhóm G6. LNST năm 2017 được dự báo đạt 1.466 tỷ đồng, tương đương EPS là 1.487 đ/cp.

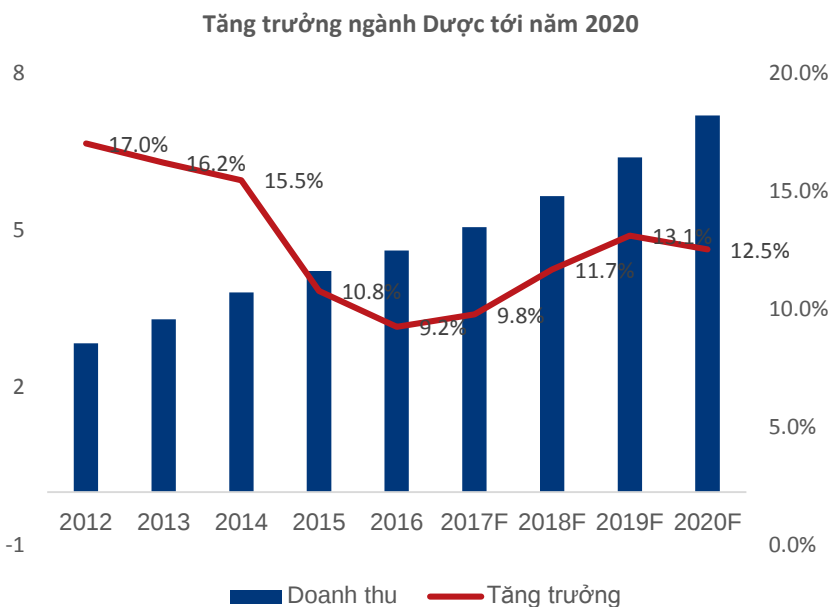
Mã CK	DT2017 E (tỷ đ)	LN2017 E (tỷ đ)	EPS 2017 (VND/cp)	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE (2017)	Dividend 2016	Giá đóng cửa 23/12/2016	Giá mục tiêu	Link
VCB		9,578	2,332	15.26	2.69	11.99%	10% tiền 35% CP	35,600	42,000	link
MBB		3,386	1,872	7.05	0.92	13.54%	5% CP	13,200	16,600	link
ACB		1,466	1,487	11.64	1.16	9.63%	10% CP	17,300	20,800	

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Dược 2017 [Trung lập]

- Duy trì mức tăng trưởng cao.
- Luật Dược sửa đổi (dự kiến có hiệu lực chính thức vào đầu năm 2017) được kỳ vọng mở ra nhiều cơ hội cho ngành Dược.
- Tiềm năng lớn từ thị trường Đông dược.
- Khuyến nghị Mua đối với DHG, Theo dõi đối với IMP.

Duy trì mức tăng trưởng cao. Ngành Dược được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao và ổn định trong những năm tới chủ yếu nhờ sự gia tăng tầng lớp thu nhập cao và sự mở rộng Bảo hiểm Y tế (BHYT) toàn dân. Theo Boston Consulting Group, tầng lớp trung lưu và giàu có của Việt Nam sẽ tăng gấp đôi lên 33 triệu người vào năm 2020 dẫn tới nhu cầu sử dụng dịch vụ y tế cao cấp sẽ tăng trưởng mạnh. Trong khi đó, BHYT toàn dân là một chủ trương quan trọng về mặt xã hội được chính phủ Việt Nam tập trung đẩy mạnh từ tỷ lệ bao phủ hiện tại là 77.1% (tương đương 71.1 triệu người) lên mức 80% (tương đương 78.5 triệu người) vào năm 2020. Việc gia tăng tỷ lệ sử dụng dịch vụ BHYT được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu các loại dược phẩm nằm trong danh mục thanh toán thuốc bảo hiểm y tế.



Luật Dược sửa đổi (dự kiến có hiệu lực chính thức vào đầu năm 2017) được kỳ vọng mở ra nhiều cơ hội cho ngành Dược. Trong đó, đáng chú ý là việc ưu tiên trong hoạt động đấu thầu đối với nguồn nguyên dược liệu và sản phẩm trong nước nếu đáp ứng được các yêu cầu về điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp. Bên cạnh đó, luật mới cho phép nộp hồ sơ đăng ký thuốc generic sớm trước khi biệt dược gốc hết hạn quyền sở hữu công nghiệp. Bên cạnh đó, luật mới còn hỗ trợ phát triển nuôi trồng dược liệu,

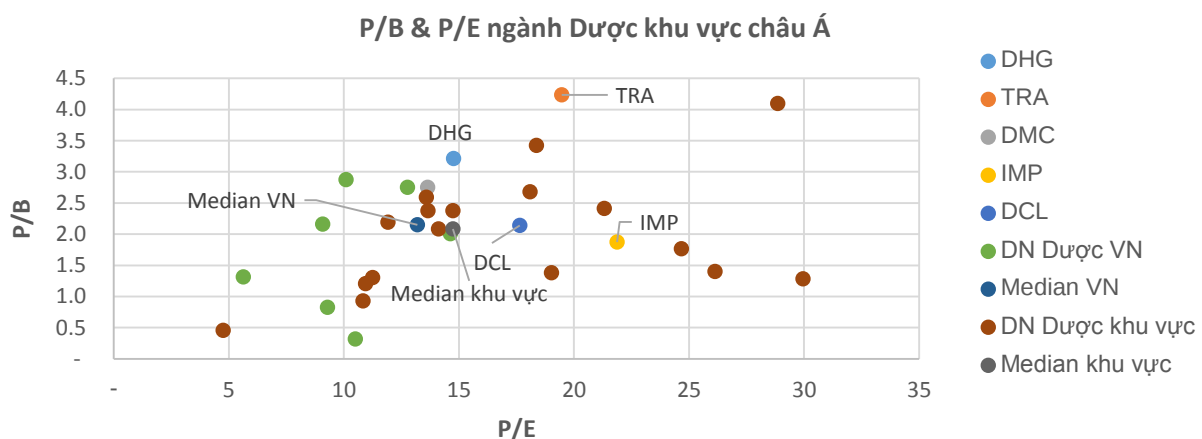
qua đó thúc đẩy năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp nội địa, giảm dần sự phụ thuộc từ dược phẩm và dược liệu nhập khẩu.

Tiềm năng lớn từ thị trường Đông dược. Theo dự báo của Bộ Y tế, tỷ trọng doanh thu thị trường thuốc đông dược sẽ tăng mạnh từ 1-1.5% hiện tại lên mức 30% trong 5 tới nhờ sự bùng nổ về tiêu thụ Thực phẩm chức năng (TPCN) có nguồn gốc Đông dược do nhu cầu giảm thiểu tác hại từ nhịp sống gấp gáp và môi trường đang ngày càng ô nhiễm. Lợi thế của các doanh nghiệp trong nước sản xuất TPCN có nguồn gốc đông dược đến từ:

(1) nguồn nguyên dược liệu phong phú với khoảng 4,000 loại thảo dược cùng kinh nghiệm truyền thống về đông y, (2) thuế nhập khẩu đối với TPCN hiện nay ở mức tương đối cao (15%) nên các sản phẩm TPCN đông dược nội địa như Boganic, Hoạt huyết dưỡng não hầu như chiếm lĩnh phân khúc bình dân.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Dược. Các cổ phiếu ngành Dược đã tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2016 trước khi điều chỉnh giảm ở giai đoạn cuối năm nhờ: (1) hiệu ứng tích cực từ thông tin thoái vốn và M&A bởi các nhà đầu tư nước ngoài, việc nâng room cho nhà đầu tư nước ngoài và (2) kết quả kinh doanh khả quan đến từ tăng trưởng doanh số và việc kiểm soát tốt các chi phí sản xuất giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Mặc dù vậy, các cổ phiếu của ngành hiện đang được giao dịch ở mức tương đối cao (trung vị P/E = 13.2, P/B = 2.15) ở gần với mức trung vị của khu vực (P/E= 14.7, P/B = 2.1). Các cổ phiếu ngành Dược có tính phòng thủ cao, thích hợp cho đầu tư Trung và Dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với DHG, **Theo dõi** đối với cổ phiếu IMP.



DHG – Mua – Giá mục tiêu 110,000 đồng/cp, upside 16%.

DHG là doanh nghiệp dẫn đầu trong số các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cả về quy mô vốn hóa, doanh thu lẫn hệ thống sản xuất và phân phối thuốc. Sản phẩm chủ lực của DHG là thuốc giảm đau – hạ sốt Hapacol, đóng góp tới 23% vào doanh thu của DHG. Hiện tại, sản phẩm này đang chiếm tới 12% thị phần thuốc giảm đau hạ sốt (sau Panadol và Efferalgan) và được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 10% trong những năm tới.

Trong khi đó, hai sản phẩm thuốc kháng sinh truyền thống của DHG là Klamantin và Haginat đang có dấu hiệu tăng trưởng chững lại do mặt hàng này bị cạnh tranh mạnh bởi các đối thủ trong nước. Do đó, DHG xác định hướng đi trong những năm tới là TPCN có nguồn gốc đông dược (chiếm khoảng 10% doanh thu) thông qua việc hợp tác chiến lược với Taisho, công ty Dược hàng đầu của Nhật Bản. Trong giai đoạn tới, Cục an toàn thực phẩm sẽ bắt buộc các doanh nghiệp sản xuất TPCN đáp ứng tiêu chuẩn GMP TPCN (GMP HS), qua đó giảm bớt tình trạng lộn xộn trên thị trường TPCN, tạo thuận lợi cho những TPCN chất lượng của DHG.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của DHG đạt 4,150 tỷ (+10.6% YoY), LNST tăng trưởng nhanh hơn (12% YoY), ước đạt 730 tỷ nhờ ưu đãi về thuế tại các nhà máy mới. Tương ứng EPS 2017 = 7,543 đồng (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi 10%), P/E forward 2017 = 12.6x.

IMP – Theo dõi

Khác với hầu hết các doanh nghiệp Dược nội địa tập trung vào phân khúc thuốc giá rẻ, IMP lựa chọn sản xuất thuốc chất lượng cao với giá hợp lý so với thuốc nhập khẩu. Bên cạnh đó, IMP cũng đi tiên phong trong việc xây dựng dây chuyền đạt chuẩn EU – GMP với việc 3 dây chuyền tại Bình Dương được cấp giấy chứng nhận trong tháng 9 vừa qua. Công ty đồng thời tiến hành xin Visa xuất khẩu vào các nước tham gia ICH cho một số sản phẩm để có thể tham gia đấu thầu vào các gói thầu số 1, số 2, phân khúc mà giá thuốc của IMP thấp hơn sản phẩm ngoại cùng loại 30%. Công ty hiện đang xây dựng và dự kiến hoàn thành nhà máy thuốc đặc trị công nghệ cao theo tiêu chuẩn EU – GMP tại Bình Dương vào cuối năm 2017 và dự kiến triển khai nhà máy kháng sinh công nghệ cao tại khu công nghiệp Vĩnh Lộc. Nhà đầu tư cần theo dõi tiến độ của các nhà máy mới và kết quả trúng thầu thuốc của IMP.

Chúng tôi dự báo IMP sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2017 nhờ đóng góp từ các dây chuyền đạt chuẩn EU – GMP. Doanh thu 2017 ước đạt khoảng 1,200 tỷ đồng (+24.3% YoY), LNST ước đạt 120 tỷ đồng (=35% YoY), tương ứng với EPS = 2,818 đồng (đã trừ 12% quỹ khen thưởng phúc lợi), P/E 2017 forward = 19.6x.

DBD – Mua – Giá mục tiêu 42,800 VND

Ngày 16 tháng 1 năm 2017, 52.400.000 cổ phiếu của Bidiphar sẽ được niêm yết trên sàn Upcom với giá tham chiếu 25.000 đồng / cổ phiếu, tương đương với vốn hóa thị trường 1.309 tỷ đồng (58,6 triệu USD). Ở mức giá đó DBD được giao dịch ở mức P / E trailing của là 7,7x và P / B của 1.68x (thấp hơn nhiều so với trung bình P/E và P/B của ngành, của 13.2x và 2.15x, tương ứng).

Bidiphar là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành dược Việt Nam về chất lượng sản phẩm, công nghệ sản xuất, danh mục thuốc đa dạng và có tiềm năng tăng trưởng cao. Kết quả kinh doanh được kỳ vọng cải thiện mạnh nhờ tăng trưởng tiêu thụ và đóng góp từ nhà máy mới xây dựng theo tiêu chuẩn PICs. Chúng tôi khuyến nghị mua DBD giá mục tiêu VND 42.800 / cổ phiếu, tăng 71%.

Công ty ước tính năm 2016 doanh thu đạt 1500 tỷ đồng (+ 22% yoy) và lợi nhuận trước thuế trên 170 tỷ đồng, ước tính EPS 2016 của DBD đạt 2,596 đồng /cổ phiếu.

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt lần lượt là 1.630 tỷ đồng (+9% yoy) và 152 tỷ đồng (+12% yoy), tương đương EPS 2017 là 2,909 đồng/cp, P/E forward = 8.59x, tương đối hấp dẫn.

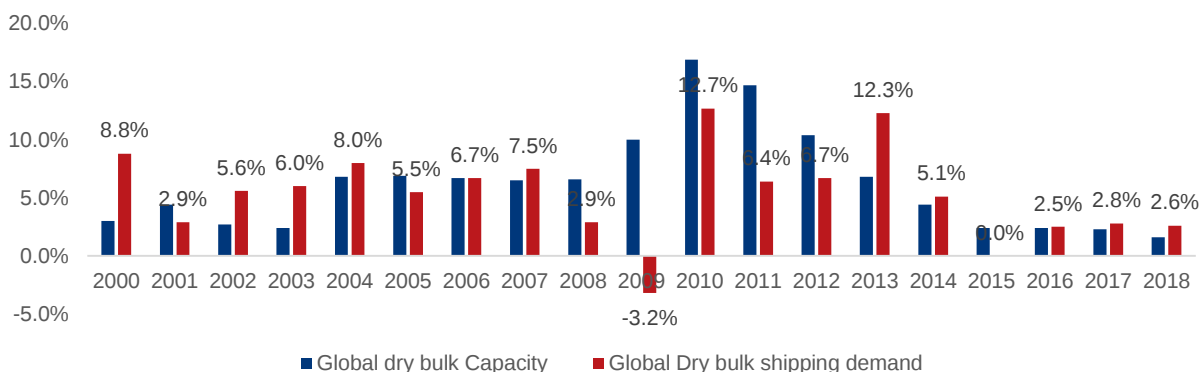
Mã CK	DT 2017F (tỷ đồng)	LN 2017F (tỷ đồng)	EPS 2017F	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE 2017F	Dividend 2017	Giá 23/12/2016	Giá mục tiêu
DHG	4,150	730	7,543	12.6	2.9	27%	30% tiền	94,800	110,000
IMP	1,200	120	2,818	19.6	1.6	13%	18% tiền	55,500	n/a
DBD	1,630	152	2,909	8.59	1.8	26%	N/A	25,000	42,800

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Vận tải biển 2017 [Trung lập]

- Khoảng cách cung cầu vận tải biển thế giới dự báo giảm, tuy nhiên cước vận tải vẫn khó phục hồi mạnh năm 2017.
- Cầu vận tải hàng rời trong nước tăng từ nhu cầu nhập khẩu than phục vụ các nhà máy nhiệt điện.
- Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động chính thức từ giữa năm 2017, trong khi đó nhà máy Dung Quất bảo dưỡng định kỳ 2 tháng trong quý 2/2017.

Khoảng cách cung cầu vận chuyển sẽ được thu hẹp lại và cầu có thể vượt cung từ năm 2017. Do khó khăn của vận tải biển quốc tế kéo dài từ năm 2012 tới nay, số lượng đơn đặt hàng tàu đóng mới đã giảm đáng kể, chỉ vào khoảng 2.4% trong năm 2015, trong khi đó con số này vào năm 2012 là 10.4%. Theo dự báo của J.P Morgan, lượng orderbook vào năm 2017 có thể tăng khoảng 2.8% trong khi lượng cung vận chuyển sẽ chỉ tăng khoảng 2.3%.

Tương quan giữa tăng trưởng cung tàu và cầu vận chuyển

Nguồn: Clarksons, J.P morgan dự báo

Tuy vậy cước vận tải hàng rời vẫn khó hồi phục năm 2017. Moody cho dự báo, giá cước sẽ vẫn ở mức thấp do nhu cầu thấp, nhưng giao tàu chậm, hủy bỏ và phá dỡ tàu sẽ giúp kiềm chế tăng trưởng công suất thực.

Nguồn cầu vận tải hàng rời trong nước dự báo tăng. Trong 9 tháng 2016, nhập khẩu than đá tăng mạnh 147.6% về lượng và 82.1% về giá trị. Nguồn nhập khẩu chủ yếu đến từ Úc, Nga và Trung Quốc và sử dụng chủ yếu cho các nhà máy nhiệt điện. Hiện nay Việt Nam có 19 nhà máy nhiệt điện than, và sẽ tăng lên 52 nhà máy vào năm 2030 với tổng lượng than nhập khẩu ước tính khoảng 85 triệu tấn/ năm. Bộ Công thương cũng ước tính nhu cầu nhập khẩu than của Việt Nam năm 2017 khoảng 4 triệu tấn, đến năm 2020 khoảng 35 triệu tấn, 2025 khoảng 80 triệu tấn và năm 2030 khoảng 135 triệu tấn. Đây được đánh giá sẽ trở thành nguồn cầu vận chuyển quan trọng cho đội thuyền hàng rời nội địa.

Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động chính thức từ tháng 6/2017. Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ đi vào hoạt động thử nghiệm từ đầu năm 2017 và hoạt động chính thức từ giữa năm 2017. Sản lượng dầu thô tiêu thụ khoảng 10 triệu tấn dầu thô/năm, nhập khẩu chủ yếu từ thị trường Trung Đông. Kết hợp với nhà máy lọc dầu Dung Quất, Việt Nam có thể tự chủ dầu thành phẩm khoảng 50-60%. Nghi Sơn đi vào hoạt động, theo quan điểm của chúng tôi, sẽ tác động trái chiều lên các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng trong nước: (1) Với các công ty vận tải dầu thô (PVT), nhu cầu vận tải sẽ tăng mạnh (PVN góp 25% vốn nhà máy Nghi Sơn). (2) Với các doanh nghiệp vận tải dầu thành phẩm nhập khẩu như VIP, VTO chúng tôi nhận định cầu vận chuyển sẽ

giảm, tuy nhiên hiệu ứng sẽ không mạnh trong năm 2017 khi Nghi Sơn chưa hoạt động đầy công suất. **Dung Quất đi vào sửa chữa định kì 2 tháng trong năm 2017.** Đây là lần bảo dưỡng thứ 3 của nhà máy, dự kiến kéo dài khoảng 55 ngày trong quý 2/2017.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Do nguồn cầu từ thị trường chính là Trung Quốc vẫn ở mức thấp, nguồn cầu nội địa vẫn còn yếu và khó có thể giúp các doanh nghiệp vận tải hàng rời thoát khỏi khó khăn, tuy nhiên, với các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng trong nước như PVT, VTO, PJT, VIP, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh tiếp tục duy trì ổn định. Vì vậy chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành vận tải biển nói chung.

PVT- Khuyến nghị MUA- giá mục tiêu 16,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi cho rằng PVT trong thời gian cuối năm đã rơi về mức giá khá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Trong năm 2017, tiềm năng tăng trưởng của PVT đến từ: (1) Tăng nguồn cầu vận chuyển dầu thô từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn. Dự kiến PVT đảm nhận khoảng 25% nhu cầu dầu thô của nhà máy. (2) Yếu tố tỷ giá không có tác động lớn tới LN của PVT khi 6T2016 chỉ còn 80 triệu USD dư nợ. (3) Trong năm 2018, khi hoàn thành kí hợp đồng vận chuyển định hạn nhà máy Nghi Sơn, PVT kế hoạch hợp tác cổ đông chiến lược mua tàu VLCC và giảm phần vốn góp của PVN từ 51% xuống còn 36%.

Trong năm 2017, khi nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào sửa chữa định kì, PVT kế hoạch docking 1 tàu vận tải dầu thô trong thời gian này. Vì vậy có thể doanh thu từ mảng vận tải có thể giảm khi lượng cầu từ Nghi Sơn vẫn chưa đủ lớn.

VTO- Khuyến nghị MUA- giá mục tiêu 11.400 đồng/cổ phiếu.

Trong khoảng tháng 8/2016, VTO đã thực hiện mua tàu trọng tải 20.000 dwt phục vụ chở tàu thành phẩm Petrolimex từ thị trường Singapore, thay thế cho 1 tàu VTO thuê trước đó. Hiện tại, lượng hàng vận chuyển của tàu mới này vẫn khá đều nhờ tổng công ty mẹ tăng cường nhập khẩu dầu thành phẩm, tận dụng thuế nhập khẩu giảm khi AEC đi vào hiệu lực. Vì vậy chúng tôi cho rằng triển vọng đến hết quý 2/2017 của VTO vẫn khá khả quan. Tuy nhiên từ giữa năm 2017, VTO có thể phải đưa tàu ra chạy chuyển ở thị trường ngoài sau khi NMLD Nghi Sơn đi vào hoạt động (dự kiến chạy toàn dụng vào cuối năm 2017) với hiệu quả thấp hơn hẳn so với cho thuê tàu định hạn với tổng mẹ Petrolimex.

GSP- Khuyến nghị Theo Dõi.

Vào cuối tháng 8/2016, GSP thay đổi kết quả kinh doanh 2016 theo hướng tăng doanh thu lên 1.135 tỷ (kế hoạch trước đó là 620 tỷ) do tách CTCP vận tải Nhật Việt và kinh doanh thêm thương mại LPG và vận tải LPG bằng xe bồn, LNST tăng lên thành 43.8 tỷ (trước đó là 40 tỷ). Triển vọng quý 2017 của GSP chúng tôi cho rằng vẫn ổn định nhờ thị phần chở khí LPG nội địa cao, ở mức khoảng 90% (GSP chủ yếu vận tải khí LPG cho NMLD Dung Quất (40%) và PV Gas (60%)). Trong năm 2017, GSP đầu thầu là đầu mới vận chuyển LPG cho GPP Cà Mau, sản lượng khoảng 30,000 tấn/tháng. GSP dự kiến ghi nhận doanh thu từ GPP Cà Mau vào tháng 4/2017.

Mã CK	DT 2017(tỷ)	LNST 2017(tỷ)	EPS F 2017	P/E F 2017	P/B F 2017	ROE F 2017	Cổ tức 2016	Giá 23/12/2016	Giá mục tiêu
PVT	7,589	667	2,118	5.62	0.96	14%	N/A	11,900	16,000
GSP	1,286	69	2,300	5.02	0.95	18%	Tiền 12%	11,550	15,200
SKG	497	258	7,564	9.48	2.56	27%	Tiền 30%	71,700	75,000
VTO	1,312	120	1,521	5.16	0.41	8%	Tiền 8%	7,850	11.400
VIP	655	110	1,606	4.82	0.53	N/A	Tiền: 8%	7,750	N/A

Nguồn: BSC dự báo

Ngành Thủy sản 2017 [Kém khả quan]

- Thuế chống bán phá giá tiếp tục làm khó các doanh nghiệp xuất khẩu.
- Thị trường Mỹ dự báo khó khăn hơn trong năm 2017, Trung Quốc dự báo tăng trưởng mạnh khoảng 40%, thị trường Á-Âu hưởng lợi từ FTA
- Thiếu hụt cá tra nguyên liệu có thể kéo dài hết quý 1/2017
- Chính sách miễn kiểm tra với nguyên liệu nhập khẩu phục vụ chế biến hàng hóa xuất khẩu giúp giảm chi phí lưu kho, bãi cho các doanh nghiệp thủy sản.

Xuất khẩu tôm sẽ gặp khó khăn lớn do tăng thuế chống bán phá giá từ 0.91% lên đến 4.78%. Cụ thể, tất cả các lô hàng tôm đông lạnh nhập khẩu vào Mỹ từ ngày 1/2/2014 đến 31/1/2015 sẽ phải chịu mức thuế chống bán phá giá là 4,78%, trong khi mức thuế lần gần nhất là 0,91%. Mức thuế này nếu được thực thi sẽ khiến các doanh nghiệp tôm Việt Nam khó cạnh tranh xuất khẩu vào Mỹ vì các đối thủ như Thái Lan, Ấn Độ hiện chịu mức thuế chống bán phá giá thấp hơn Việt Nam từ 2-3 lần.

Xuất khẩu vào thị trường Mỹ năm 2017 có thể khó khăn hơn 2016. Hoa Kỳ đang là thị trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam và tăng trưởng mạnh từ đầu năm. Tuy nhiên, trong thời gian tới, chương trình thanh tra cá da trơn của Bộ Nông nghiệp Mỹ và thuế chống bán phá giá cao sẽ là rào cản khiến xuất khẩu cá tra sang Mỹ gặp khó. VASEP dự báo trong năm 2017, xuất khẩu sang thị trường này sẽ còn khó khăn hơn và giá trị xuất khẩu sẽ không tăng trưởng mạnh như năm 2016.

Nguồn cầu tăng từ mở cửa thị trường liên minh kinh tế Á- Âu. Tháng 10/2016, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - Liên minh kinh tế Á-Âu chính thức có hiệu lực sau hơn 2 năm đàm phán. Thủy sản sẽ là ngành có lợi thế nhiều nhất. Mức thuế suất thuế nhập khẩu thủy sản từ Việt Nam sẽ giảm từ 10% xuống còn 0%; trong đó, có nhóm hàng thủy sản chế biến. Việt Nam cũng đã đạt được quy tắc xuất xứ linh hoạt đối với một số sản phẩm thủy sản chế biến, đóng hộp như cá ngừ, tôm.

Xuất khẩu thủy sản sang thị trường Trung Quốc dự báo tăng trưởng mạnh năm 2017. Theo Vasep, đến khoảng quý 1 năm 2017, xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc có thể tăng từ 15% đến 30% so với cùng kì năm 2016. Trung Quốc là thị trường dễ tính hơn so với các thị trường lớn khác như Mỹ hay EU, tuy nhiên giá trị gia tăng của thị trường này thấp hơn hẳn. Vì vậy chúng tôi không cho rằng đây là một xu hướng tốt với thủy sản Việt Nam. Hiện tại Vasep cũng đang cố gắng để kiểm soát sản lượng xuất khẩu sang thị trường này, khống chế kim ngạch xuất khẩu ở mức chiếm khoảng 20% tỷ trọng toàn ngành.

Nguyên liệu cá tra có thể thiếu hụt 40% để cung ứng chế biến và xuất khẩu. (1) Thời tiết tại Đồng Bằng Sông Cửu Long thay đổi bất thường, lạnh về sớm hơn làm cá thịt chậm lớn và bệnh kéo dài. (2) Số lượng con giống giảm mạnh từ cuối năm 2016. Điều này cũng có thể làm giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong quý 1/2017.

Miễn kiểm tra nhà nước đối với nguyên liệu thực phẩm, phụ gia thực phẩm để sản xuất hàng xuất khẩu. Ngày 5.12.2016, trong đó thống nhất cho phép doanh nghiệp được miễn kiểm tra nhà nước về an toàn thực phẩm, công bố hợp quy và công bố phù hợp quy định an toàn thực phẩm, miễn ghi nhãn tiếng Việt đối với thực phẩm, nguyên liệu thực phẩm, phụ gia thực phẩm, chất hỗ trợ chế biến thực phẩm, dụng cụ, vật liệu bao gói, chứa đựng thực phẩm nhập khẩu vào VN chỉ được dùng để sản xuất, gia công hàng xuất khẩu, không tiêu thụ tại thị trường trong nước.

Quan điểm đầu tư – Kém khả quan

Trong 2016, nhận thấy cơ hội trading ngắn hạn với một số cổ phiếu đầu ngành thủy sản, chúng tôi đã phát hành báo cáo sector insights và khuyến nghị với FMC và VHC. Tuy nhiên xét cả năm 2017, chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** với ngành thủy sản. Các rào cản kỹ thuật tại các thị trường xuất khẩu chính, giá trị gia tăng cao như Nhật Bản, Mỹ, EU sẽ hạn chế lớn tiềm năng tăng trưởng của ngành. Thêm vào đó, xu hướng tăng cường xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc- Hồng Kông theo chúng tôi đánh giá mang theo nhiều rủi ro do đây là thị trường có giá trị gia tăng thấp hơn hẳn so với các thị trường khác. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **Theo Dõi** với một số mã đầu ngành như HVG, FMC, VHC nhờ kế hoạch mở rộng sản xuất đáp ứng nhu cầu xuất khẩu, tự chủ nguồn nguyên liệu và chất lượng sản phẩm tốt, được thị trường tiêu thụ đánh giá cao.

HVG- khuyến nghị Theo Dõi.

Lợi nhuận cao đột biến từ chênh lệch giá đầu nài nhập- xuất sẽ khó duy trì trong năm 2017, vì vậy chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của HVG trong năm tài chính 2016-2017 sẽ không còn cao như năm 2015-2016. Trong kì HVG đã nhập 900 lợn cụ kĩ nhằm chuyển hướng mở rộng kinh doanh sang mảng chăn nuôi gia súc. Chúng tôi đánh giá ngành này có khá nhiều tiềm năng tăng trưởng trong tương lai, tuy nhiên chưa thể hiện thực hóa trong năm 2017. HVG đang thuê tư vấn của E&Y tái cấu trúc công ty theo hướng: Cty mẹ hiện tại sẽ trở thành công ty Holding, tập trung vào 05 nhóm kinh doanh bao gồm (1) Cá; (2) Tôm; (3): Chăn nuôi (lợn); (4) Thức ăn chăn nuôi; (5) Kho lạnh.

VHC- Khuyến nghị Theo Dõi.

Trong các quý đầu năm 2016, thị trường Mĩ là điểm sáng của VHC khi nhập khẩu thủy sản của nước này tăng 21% yoy, đạt 87 triệu USD. Ngoài ra, Trung Quốc cũng là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng khi tăng 159% yoy, đạt 7 triệu USD. Trong tháng 9, nhà máy Vạn Tiền Đức Giang đi vào hoạt động tập trung vào sản phẩm cá nẫu sẵn Teriyaki với giá trị gia tăng cao, công suất khoảng 150 triệu tấn/năm, giúp VHC tăng 25% công suất. Ngoài ra, do các nhà máy gặp khó trong việc xuất khẩu vào thị trường khó tính như Mỹ, EU, VHC có cơ hội mua nguyên liệu với giá thấp hơn khoảng 7% so với cùng kì 2015. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của VHC đã được phản ánh trong giá hiện tại, vì vậy khuyến nghị nhà đầu tư Theo dõi với VHC.

FMC- Khuyến nghị Theo Dõi.

FMC là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất niêm yết. Mỹ và Nhật Bản vẫn là thị trường xuất khẩu chính của FMC. Mặc dù nhu cầu tiêu thụ tôm dự báo có thể tăng trong năm 2017 tại các thị trường này, chúng tôi nhận định tiềm năng của FMC chưa sáng, khi thuế CBPG tôm tăng lên 4.78% và nguồn cung tăng mạnh từ các nước đối thủ khi dịch bệnh EMS đã được kiểm soát. Chúng tôi lưu ý nhà đầu tư từ năm 2017, năm tài chính của FMC sẽ thay đổi: kết thúc vào tháng 9 hàng năm, nhằm hợp nhất báo cáo với công ty mẹ HVG.

Ngành	Mã CK	DT 2017(tỷ)	LNST 2017(tỷ)	EPS 2017	P/E 2017F	P/B 2017F	ROE 2017F	Cổ tức 2017	Giá 23/12/2016	Giá mục tiêu
Thủy sản	HVG	23,400	220	870	10.25	0.73	8%	N/A	8,920	N/A
	VHC	9,200	590	6,370	8.84	1.79	15%	N/A	56,300	53,100
	FMC	2,800	83	2,470	7.81	1.15	20%	N/A	19,300	20,500

Nguồn: BSC dự báo

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

Lê Thị Hải Đường
Trưởng phòng TVĐT Hội sở
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Trần Thăng Long
Trưởng Phòng Phân tích
Tel: 0439352722 (118)
longtt@bsc.com.vn

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Lương Thu Hương
Chiến lược, Thép, Xi măng
huonglt@bsc.com.vn
Nguyễn Trần Trí
Dược phẩm, Xây dựng, Đồ uống
trint@bsc.com.vn

Trần Thị Hồng Tươi
Ngân hàng, Nhựa, Săm lốp
tuoith@bsc.com.vn
Chu Tuấn Phong
Cảng biển, Vận tải biển, Thủy sản,
Điện
phongct@bsc.com.vn

Nguyễn Bảo Hoàng Lê
Dầu khí, Cao su, Bảo hiểm
lenbh@bsc.com.vn
Nguyễn Quốc Trường
BDS, Ô tô, CNTT
truongnq@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
facebook: www.Facebook.com/BIDVSecurities



BIDV SECURITIES COMPANY

HEADQUARTER

10th - 11th Floor, BIDV Tower, 35 Hang Voi, Hanoi
Tel: (04) 3935 2722 - Fax: (04) 2220 0669

BRANCH

9th Floor , 146 Nguyen Cong Tru, Distric 1, Ho Chi Minh City
Tel: (08) 3821 8505 Fax: (08) 3821 8510