A light blue silhouette map of Vietnam is positioned in the upper right quadrant of the slide, partially overlapping the main text.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 6 THÁNG CUỐI NĂM 2016

Yếu tố nào sẽ dẫn dắt thị trường đạt 700 điểm?

07/2016

VCSC RESEARCH

- **Tổng quan**
- **Tiêu điểm Vĩ mô và Thị trường**
- **Tiêu điểm ngành và Các cổ phiếu nổi bật**
 - Ngân hàng
 - Tiêu dùng
 - Bất động sản
 - Xi măng
 - Điện
 - Dầu khí
 - Logistics
- **Phụ lục**
 - Chỉ báo Vĩ mô
 - Khuyến nghị
 - Liên hệ

Tổng quan

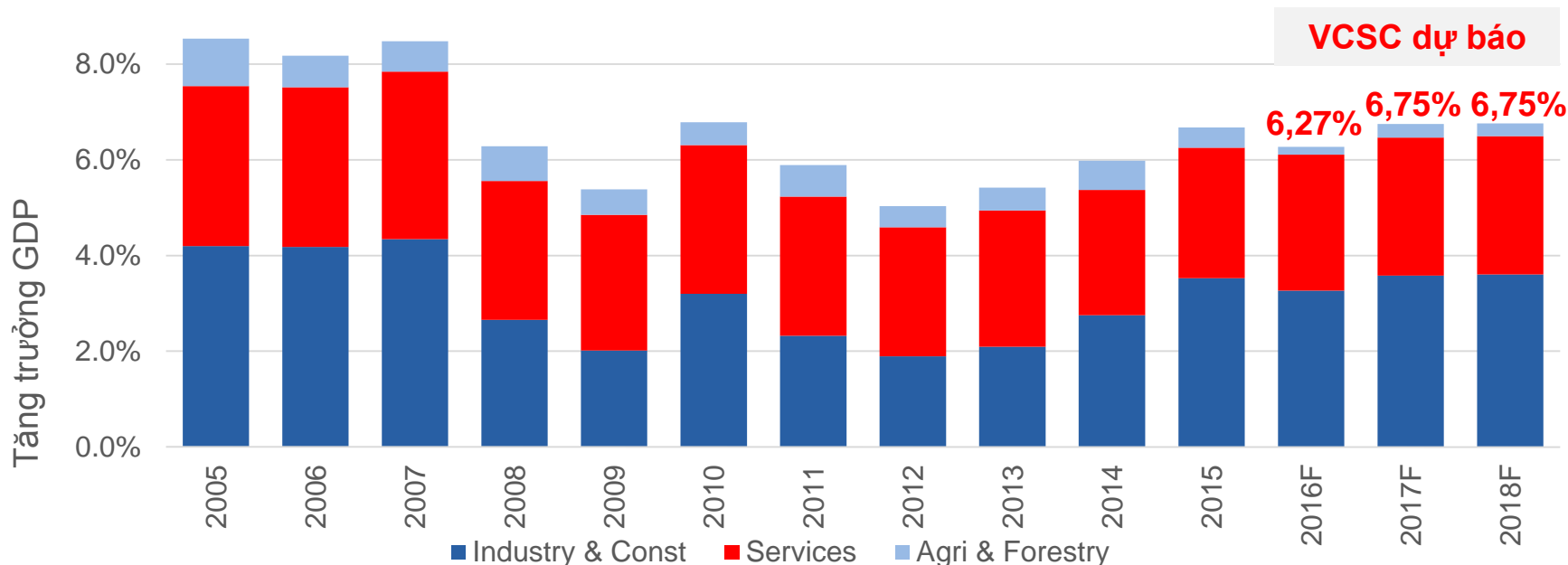
- Các diễn biến vĩ mô trong 6 tháng đầu năm 2016 rất tích cực
 - Tăng trưởng GDP thấp chủ yếu đến từ điều kiện thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng nông nghiệp.
 - Các số liệu tiêu dùng, đầu tư và thương mại đều rất tích cực.
 - Do đó chúng tôi đánh giá cao cơ hội đầu tư vào ngành tiêu dùng, logistics, điện và xi măng
- Chính phủ nên thận trọng khi cố gắng kích thích nền kinh tế đạt mục tiêu GDP
 - Các quan chức Chính phủ cho biết sẽ cần hành động để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7%.
 - Gia tăng tăng trưởng tín dụng khi GDP quý 1 khá thấp đã tác động đến một vài ngân hàng.
 - Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ lạm phát đã tăng nhẹ trở lại ở mức trung bình. Các biện pháp kích thích có thể khiến lạm phát tăng cao hơn mức trung bình
- Thị trường chứng khoán Việt Nam đã có diễn biến tích cực trong 6 tháng đầu năm
 - VN-Index đã tăng 9,2%, phù hợp với xu hướng tăng trưởng dài hạn.
 - Diễn biến thị trường là khá phù hợp với các quốc gia láng giềng và có vẻ như chịu ảnh hưởng khá lớn bởi các xu hướng toàn cầu so với các diễn biến trong nước
- Khi mốc 700 điểm là khá khả thi, xu hướng hiện tại có thể nâng thị trường vượt xa giá trị hợp lý.
 - Ở mức độ hiện tại, các hệ số định giá đã bắt đầu tỏ ra cao và giá cổ phiếu đang dần chạm giá mục tiêu của chúng tôi. Chúng tôi nhận định thị trường sẽ dự kiến tăng thêm 5% trong 6 tháng cuối năm trước khi thị trường “phản ánh đầy đủ giá trị thực tế”.
 - Xu hướng kỹ thuật và các thị trường thế giới có thể kéo thị trường Việt Nam vượt giá trị định giá hợp lý trong năm nay những cũng tạo ra một số rủi ro.

Tiêu điểm Vĩ mô và Thị trường

07/2016

VCSC RESEARCH

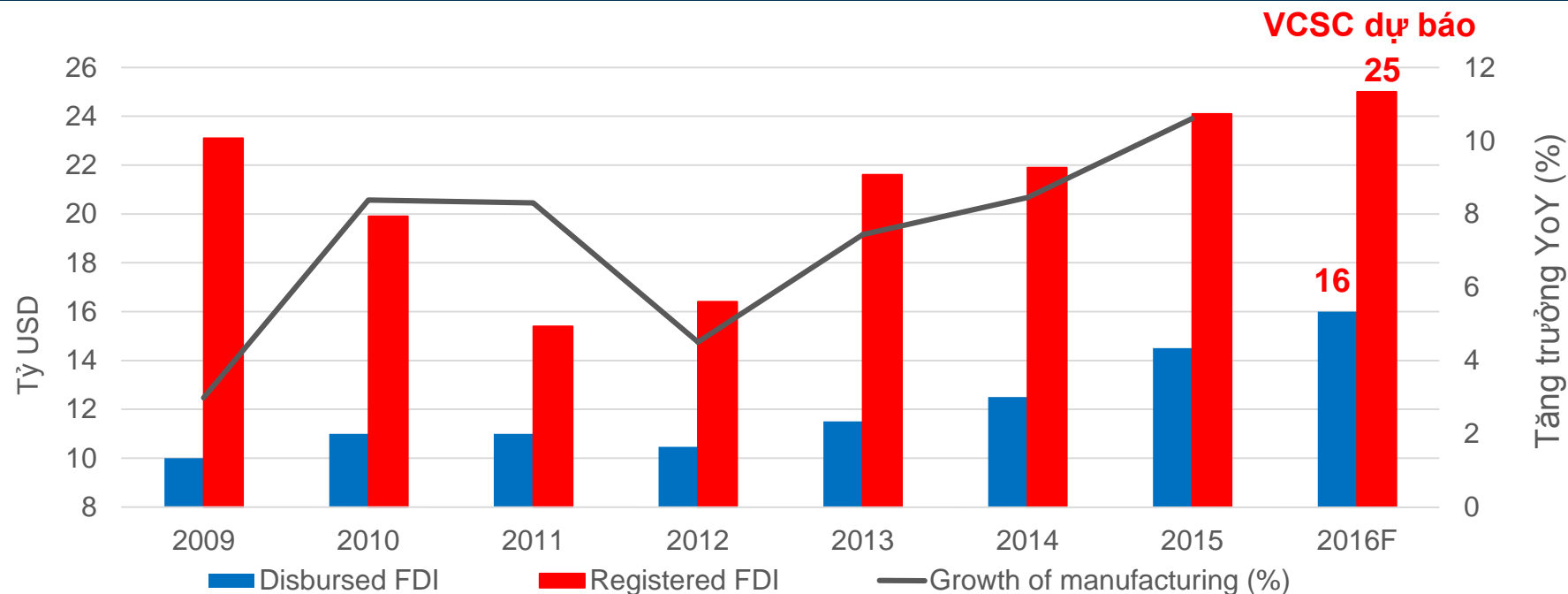
Mục tiêu GDP 6,7% của Chính phủ là khó có thể đạt được



Nguồn: Tổng Cục Thống kê (TCTK), VCSC dự báo

- Mức tăng trưởng âm của Nông, Lâm, Ngư nghiệp xuất phát từ đợt lạnh kỷ lục tại miền Bắc và hạn hán cũng như xâm nhập mặn tại đồng bằng sông Cửu Long trong 6 tháng đầu năm 2016. Điều này gây tác động đến tăng trưởng kinh tế của cả năm.
- Nhu cầu trong nước sẽ vẫn ở mức cao trong 6 tháng cuối năm do các doanh nghiệp gia tăng sản xuất và nhu cầu tiêu dùng cao hơn vào cuối năm, dẫn đến mức tăng trưởng cao của ngành dịch vụ.
- Mức tăng trưởng âm của ngành khai khoáng (-2,2%), chủ yếu đến từ mức sụt giảm giá hàng hóa toàn cầu, là nguyên nhân chính khiến ngành công nghiệp và xây dựng trong nửa đầu năm 2016 tăng trưởng âm so với cùng kỳ năm 2015. Biến động giá dầu thô toàn cầu và nhu cầu thấp hơn do sự chững lại của kinh tế thế giới, bao gồm các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam như Mỹ, EU, và Trung Quốc, được cho là sẽ mang lại các ảnh hưởng bất lợi cho ngành công nghiệp Việt Nam trong nửa cuối năm nay và thậm chí cả năm 2017.

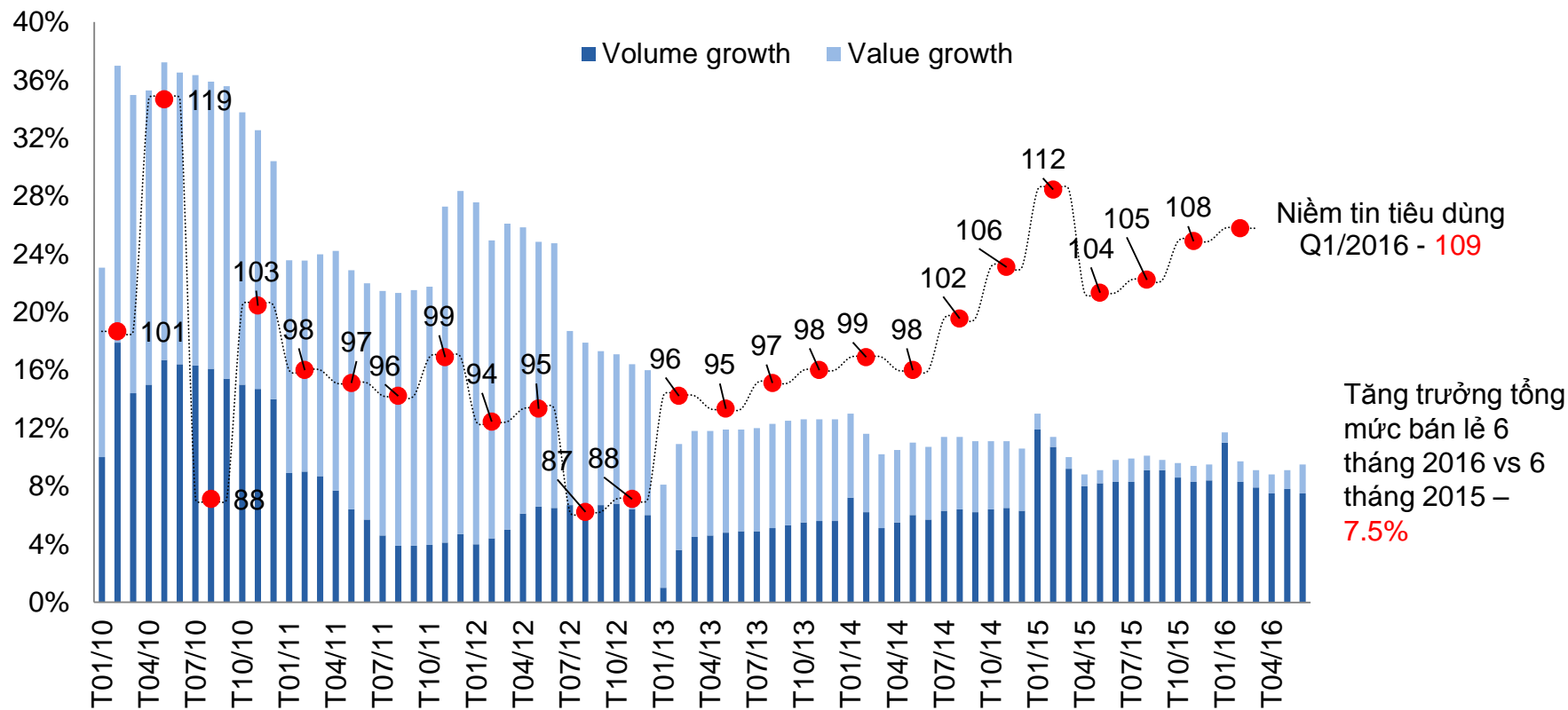
Dòng vốn FDI mạnh mẽ nhờ các Hiệp định Thương mại tự do



Nguồn: Cục Đầu tư Nước ngoài, TCTK

- Vốn FDI đạt kết quả ấn tượng trong nửa đầu năm 2016 khi vốn FDI giải ngân và đăng ký đạt lần lượt 7,25 tỷ USD (+15,1% so với 6 tháng 2015) và 11,3 tỷ USD (+105,4% so với 6 tháng 2015).
- Với nỗ lực của Chính phủ nhằm cải thiện điều kiện kinh doanh và lợi ích từ các hiệp định như TPP và FTA Việt Nam-EU, chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể đạt mục tiêu giải ngân FDI 16 tỷ USD và vốn FDI đăng ký 25 tỷ USD năm 2016.
- Sự thành lập của Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC) đầu năm 2016 là cột mốc quan trọng trong hội nhập kinh tế khu vực và cải thiện tính cạnh tranh nhằm thu hút đầu tư nước ngoài vào khu vực.
- Chi phí liên tục gia tăng tại Trung Quốc khiến dòng vốn đầu tư chuyển hướng sang các quốc gia Đông Nam Á, bao gồm Việt Nam.

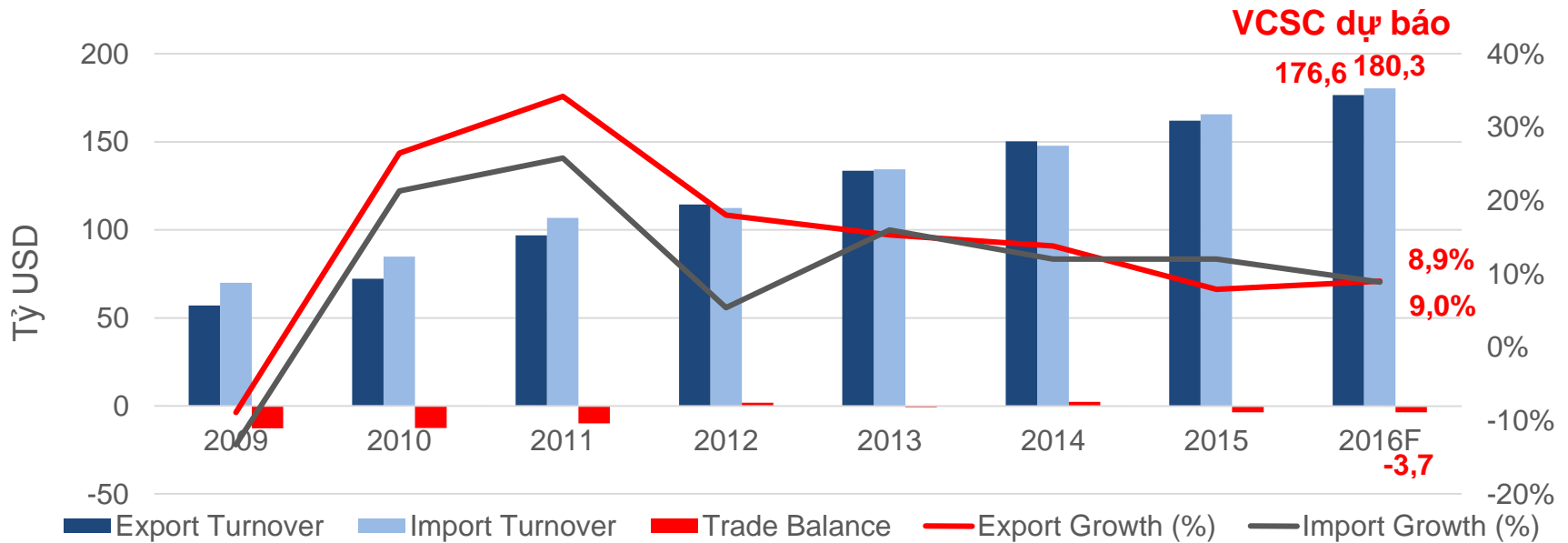
Tăng trưởng tổng mức bán lẻ thực giảm nhẹ nhưng niềm tin tiêu dùng gia tăng



Nguồn: TCTK, AC Nielsen

- Tổng mức bán lẻ 6 tháng đầu năm 2016 tăng 7,5% so với cùng kỳ năm 2015, thấp hơn mức tăng trưởng 8,3% ghi nhận cùng kỳ năm ngoái, cho thấy sức mua trong nước thấp hơn.
- Niềm tin tiêu dùng trong quý 1/2016 tăng một điểm so với quý 4/2015 đạt 109 điểm, mức cao nhất kể từ quý 2/2015. Niềm tin tiêu dùng của Việt Nam xếp thứ 5 toàn cầu trong 6 tháng đầu năm, cho thấy triển vọng tích cực của ngành tiêu dùng Việt Nam.

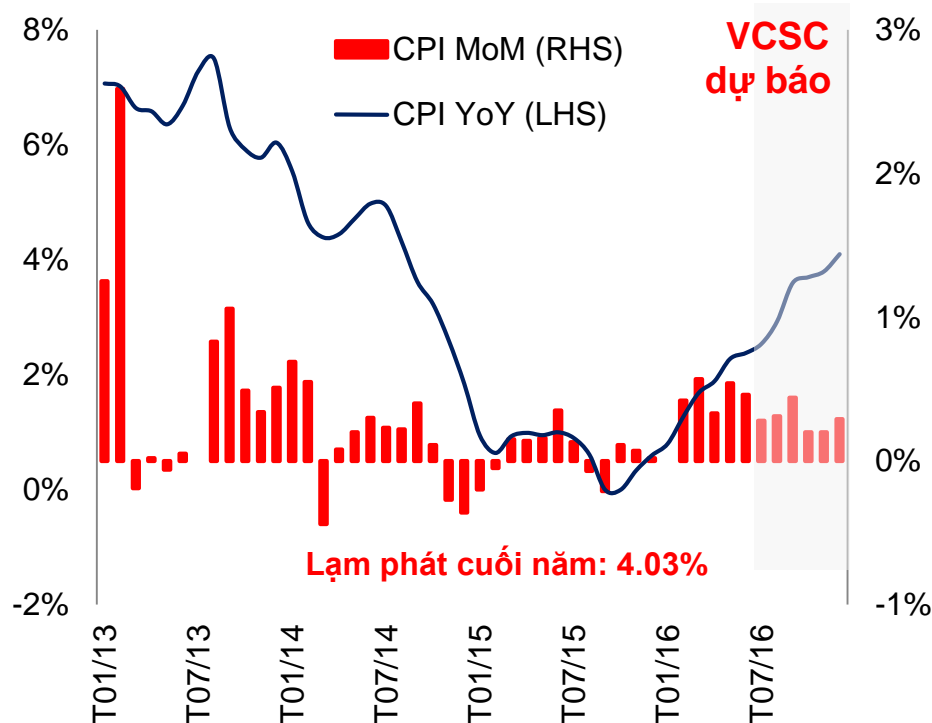
Dù đạt thặng dư thương mại trong 6 tháng đầu năm 2016, dự kiến sẽ có thâm hụt thương mại vào cuối năm khi tốc độ tăng trưởng xuất khẩu thấp hơn 10%



Nguồn: TCTK, AC Nielsen

- Trong nửa đầu năm 2016, kim ngạch xuất nhập khẩu ước tính đạt lần lượt 82,2 tỷ USD (+5,9% YoY) và 80,7 tỷ USD (-0,5% YoY). Do đó, thặng dư thương mại trong nửa đầu năm đạt 1,5 tỷ USD. Mức tăng trưởng xuất khẩu thấp hơn trong nửa đầu năm chủ yếu là do mức giảm xuất khẩu gạo và các sản phẩm khai khoáng (than đá và dầu thô). Tổng kim ngạch nhập khẩu có mức tăng trưởng âm với nhập khẩu từ Trung Quốc giảm 2,9% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Sự chững lại của tăng trưởng kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tiêu thụ thấp hơn từ các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam (Mỹ, EU và Trung Quốc). Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ là thách thức lớn đối với Việt Nam trong việc đạt được mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu 10% trong năm nay và do đó điều chỉnh giảm mục tiêu còn 9%.
- Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch nhập khẩu sẽ gia tăng 8,9% trong năm 2016 do lượng máy móc và vật liệu nhập khẩu cho xây dựng cơ sở hạ tầng tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm 2016. Tương ứng, thâm hụt thương mại dự kiến sẽ đạt 3,7 tỷ USD, tương ứng với 2% tổng kim ngạch xuất khẩu,

Chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ ở mức trung bình trong năm 2016

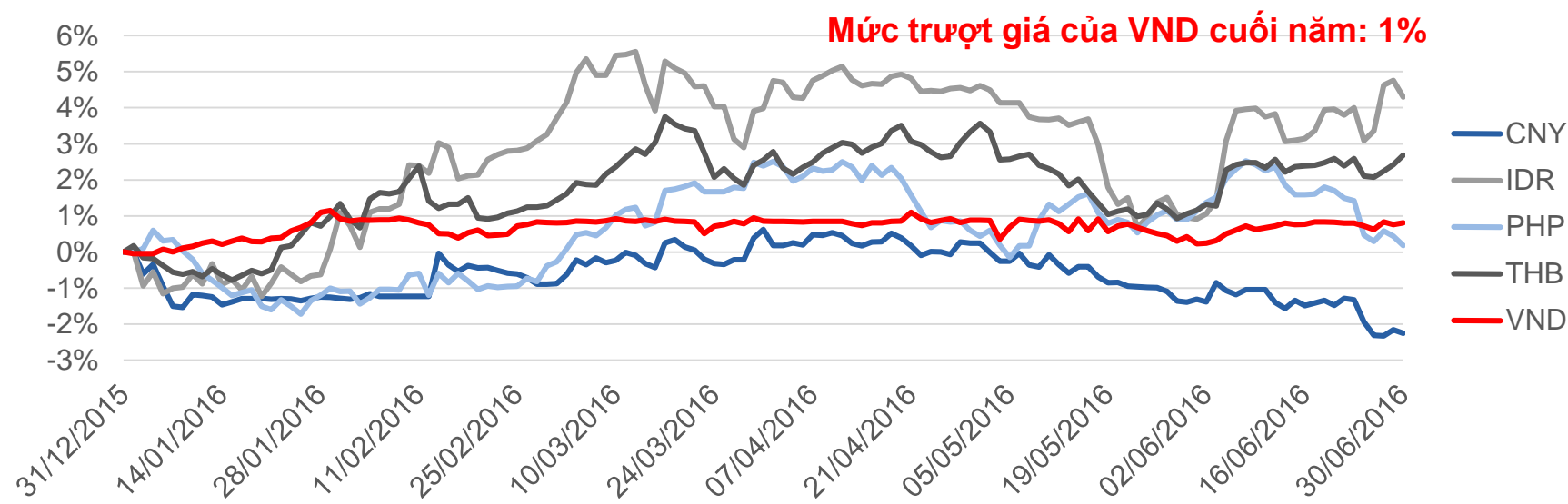


Nhóm	Tỷ trọng	CPI tính từ đầu năm (%)
Thực phẩm & DV ăn uống	36,12%	2,32%
Đồ uống & Thuốc lá	3,59%	1,46%
Dệt may, giày dép, nón	6,37%	0,78%
Nhà ở và VLXD	15,73%	2,03%
Đồ gia dụng	7,31%	0,58%
Thuốc & Chăm sóc sức khỏe	5,04%	25,37%
Giao thông	9,37%	-3,52%
Viễn thông	2,89%	-0,35%
Giáo dục	5,99%	2,27%
Văn hóa, thể thao, giải trí	4,29%	1,3%
Khác	3,30%	1,56%

Nguồn: TCTK, VCSC dự báo

- Kể từ đầu năm, CPI đã tăng 2,35%, chủ yếu do lạm phát cao hơn từ dịch vụ chăm sóc sức khỏe (+25,4% YTD) và nhóm lương thực, thực phẩm & dịch vụ ăn uống (+2,32% YTD).
- Lạm phát năm 2016 dự kiến đạt 4,03%, cao hơn dự báo trước đây của chúng tôi (3,5%), Yếu tố chính tạo nên áp lực đến lạm phát nửa cuối năm 2016 là gia tăng chi phí dịch vụ y tế và giáo dục khi năm học mới bắt đầu. Ngoài ra, giá thực phẩm gia tăng sẽ khiến CPI của nhóm lương thực, thực phẩm & dịch vụ ăn uống gia tăng, nhưng mức tăng sẽ ở mức độ thấp hơn so với nửa đầu năm 2016.

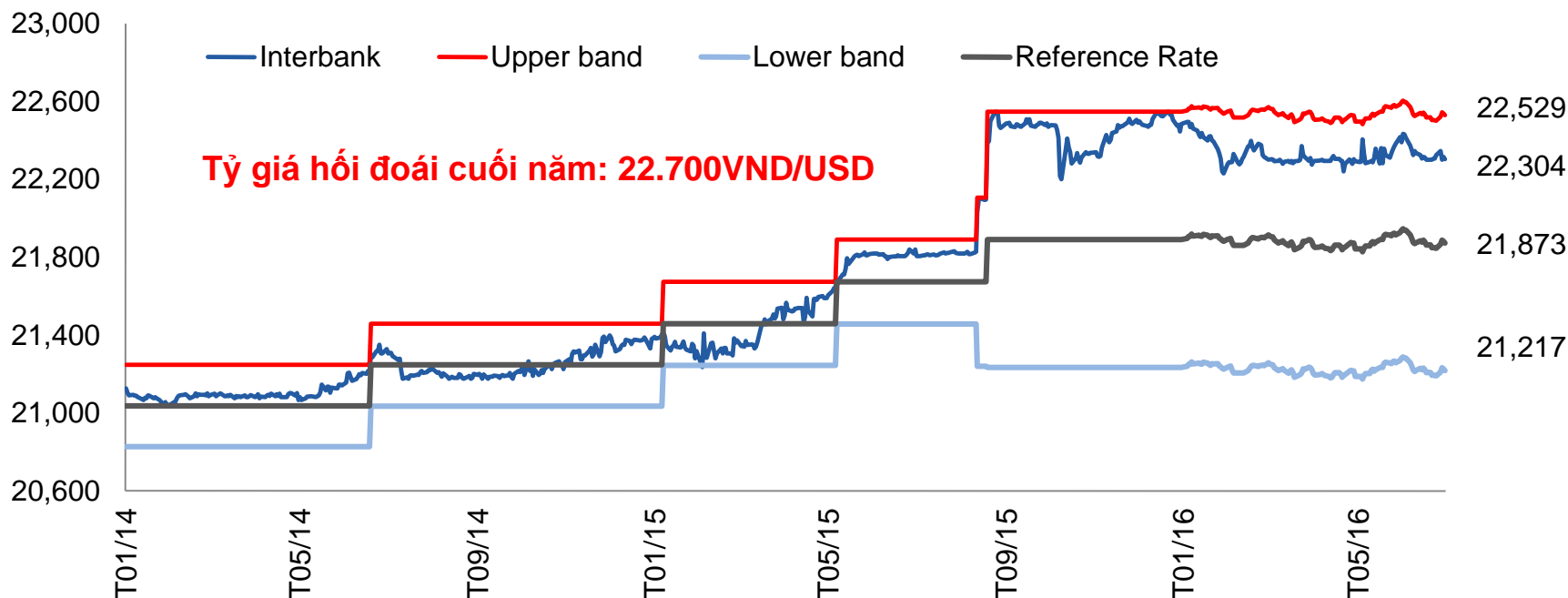
Tỷ giá: VND là đồng tiền ổn định nhất khu vực ASEAN



Nguồn: Bloomberg

- Giá trị của VND đã tăng 0,8% kể từ đầu năm 2016 và là đồng tiền ổn định nhất trong khu vực. Sự ổn định của VND trong khi đồng Nhân dân Tệ (CNY) liên tục giảm giá trong nửa đầu năm 2016 cho thấy VND đã giảm bớt độ nhạy đối với biến động của CNY.
- Thông tư 07/2016/TT-NHNN, cho phép các công ty xuất khẩu vay vốn ngắn hạn bằng USD, và tăng trưởng tín dụng cao hơn sẽ làm gia tăng nhu cầu cho đồng USD trong nửa cuối năm 2016. Ngoài ra, thâm hụt thương mại dự kiến vào cuối năm sẽ tạo ra thêm áp lực đối với VND.
- Dù có thêm nhiều áp lực giảm giá trong nửa cuối năm nay, chúng tôi kỳ vọng đồng VND sẽ chỉ trượt giá 1% trong năm 2016. Dòng vốn FDI mạnh mẽ, dự trữ ngoại hối cao (hiện đạt 38 tỷ USD), và dòng kiều hối dự kiến cao trong nửa cuối năm 2016 sẽ tạo ra nguồn cung ngoại tệ dồi dào. Ngoài ra, khả năng lớn Fed sẽ không tăng lãi suất cho đến năm sau và sự chững lại của kinh tế Mỹ làm giảm giá USD cũng góp phần củng cố cho dự báo của chúng tôi.

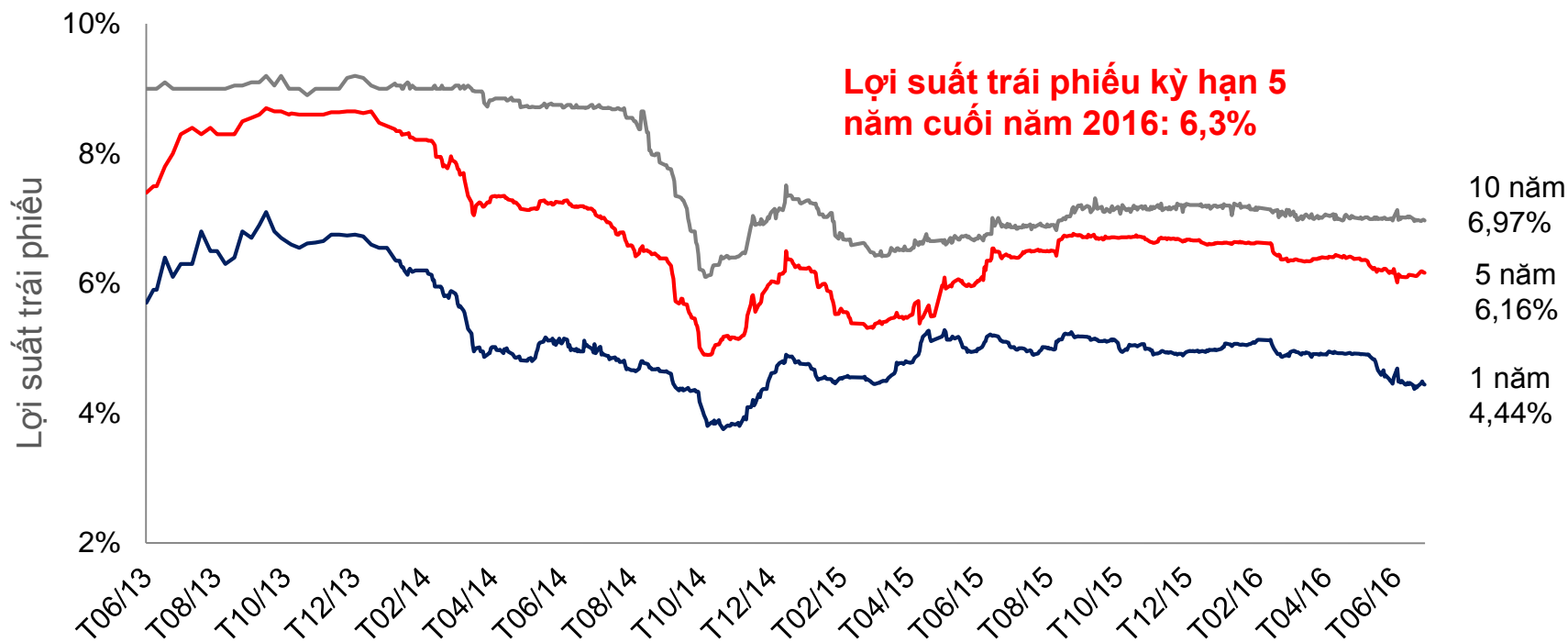
Tỷ giá: Động thái của NHNN giúp duy trì sự ổn định



Nguồn: Bloomberg

- Cơ chế tỷ giá mới của NHNN áp dụng từ tháng 01/2016 giúp thu hẹp độ biến động tỷ giá và do đó không gây ra tác động lớn khi thay đổi như trước đây.
- Hành động kịp thời của NHNN nhằm cân bằng cán cân cung cầu USD thông qua phát hành tín phiếu trên thị trường mở OMO cũng đóng vai trò quan trọng bình ổn hóa tỷ giá USD/VND trong thời gian vừa qua.

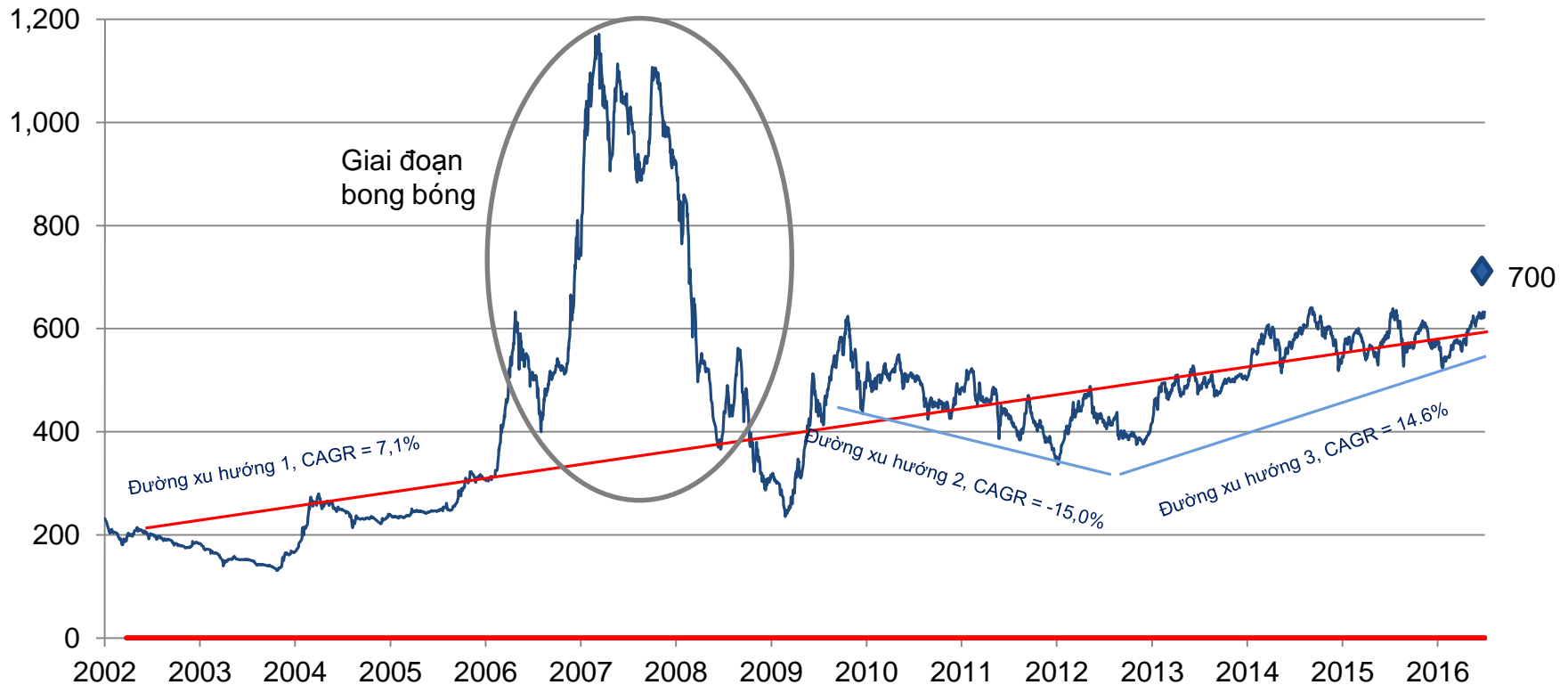
Lợi suất trái phiếu có đà tăng nhẹ 6 tháng cuối năm 2016



Nguồn: Bloomberg

- Lợi suất trái phiếu ở mức thấp trong nửa đầu năm 2016 chủ yếu là do thanh khoản cao của ngân hàng và nhu cầu cao đối với trái phiếu.
- Nguồn cung trái phiếu dự kiến sẽ thấp hơn trong nửa cuối năm 2016 khi Chính phủ đã hoàn thành trên 80% kế hoạch phát hành của năm nay. Nguồn cung thấp hơn sẽ làm giảm lợi suất trái phiếu trong vài tháng tới, nhưng thanh khoản chặt chẽ ở các ngân hàng vào thời điểm cuối năm sẽ làm tăng lợi suất.

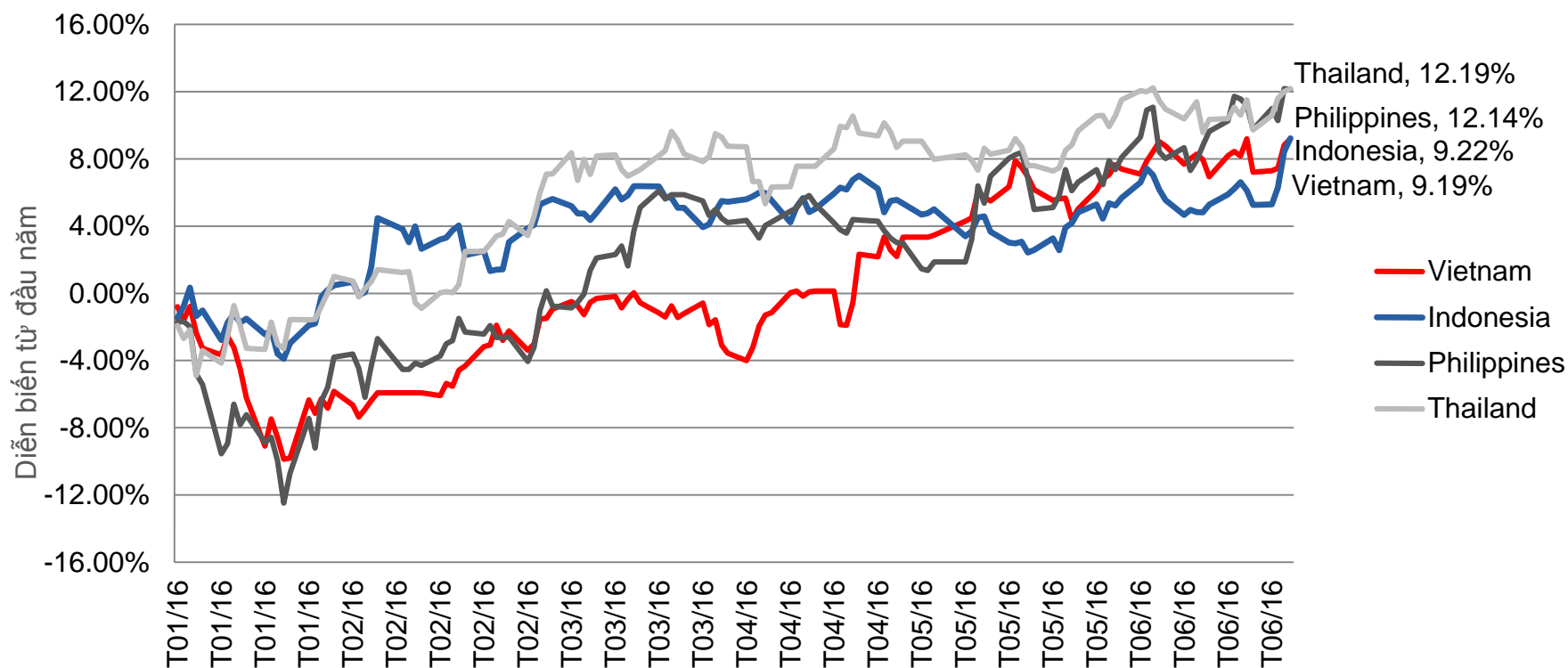
Đà tăng 6 tháng đầu năm không phải là hiện tượng bong bóng



Nguồn: Bloomberg

- Mức tăng nửa đầu năm 2016 của VN-Index phù hợp với xu hướng tăng dài hạn.
- Ở mốc 640 điểm, chỉ số vẫn không tỏ ra bị định giá cao, dù mức tăng gần đây đã kéo thị trường vượt lên trên đường xu hướng.
- Cán mốc 700 điểm vào cuối năm có thể đưa thị trường vượt lên trên đường xu hướng dài hạn.

Các thị trường ASEAN có vẻ đang di chuyển cùng chiều

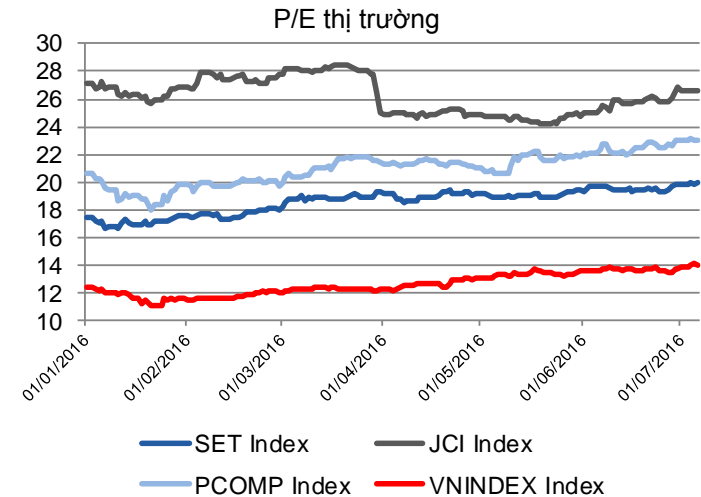


Nguồn: Bloomberg

- Trong khi các yếu tố trong nước tạo ra vài sự khác biệt, diễn biến tính từ đầu năm của VN-Index phù hợp với các nước khác.
- Việt Nam và Philippines đều bị ảnh hưởng nặng nề của biến động thị trường Trung Quốc trong tháng 1.
- Giá dầu thô, vốn giảm xuống dưới 30USD/thùng trong tháng 1, nhưng đã tăng đạt 50 USD, là yếu tố dẫn dắt cho cả 4 thị trường.

Mức gia tăng P/E của VN-Index phù hợp với xu hướng chung trong khu vực

(at June 30)	Thailand SET Index	Indonesia JCI Index	Philippines PCOMP Index	Vietnam Vnindex index
P/E	19.8	26.7	23.0	13.7
P/B	1.8	2.4	2.7	1.8
ROE	9.0	9.7	12.0	13.9
ROA	2.2	2.4	2.8	2.4
Market cap USDm	394,968	409,254	193,337	56,985
Foreign net inflow -YTD USDm	1,038	984	641	(79)
YTD CPI Increase	0.38%	3.45%	1.90%	2.40%
5 yr Govt bond yield	1.63%	7.19%	3.25%	6.09%

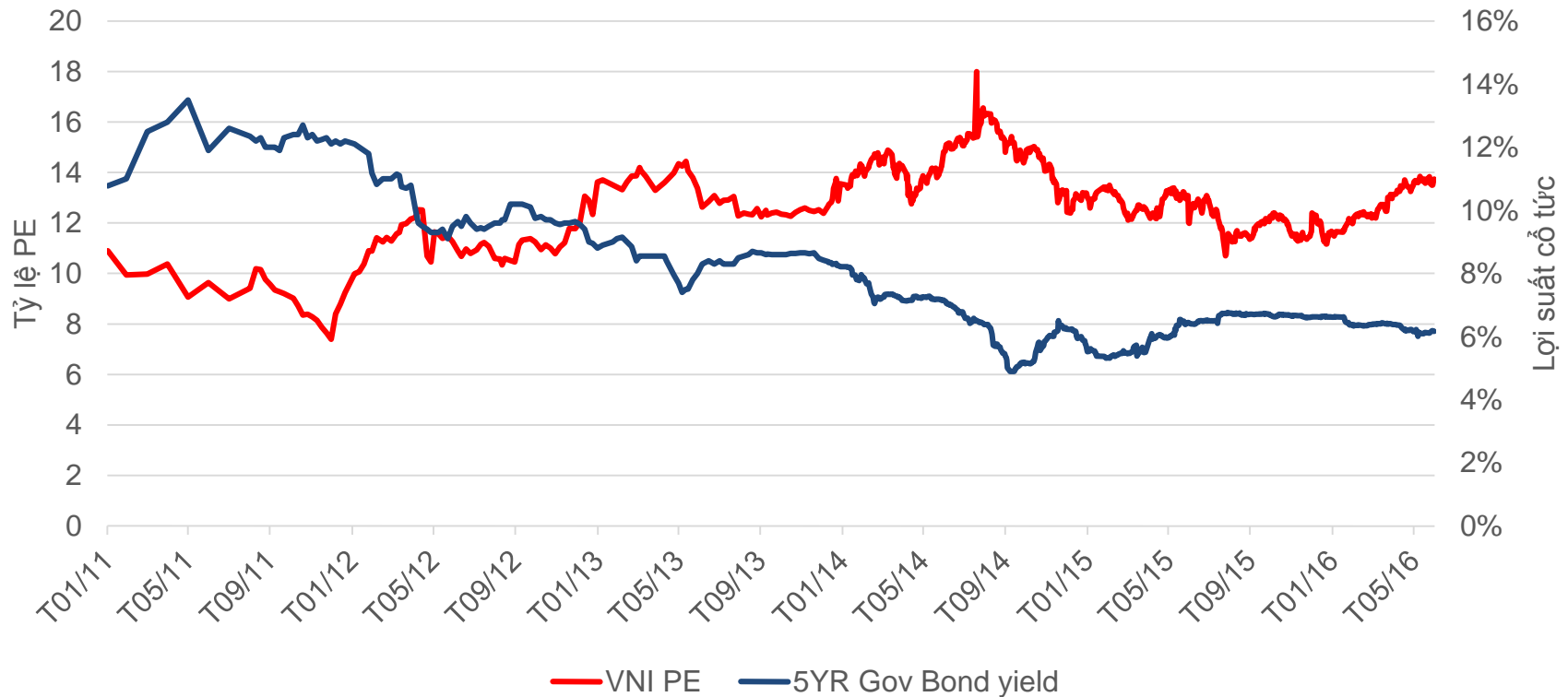


Ghi chú: Dòng vốn khối ngoại bao gồm cả 117 triệu USD cổ phiếu VIC được các NĐT nước ngoài bán ra sau khi chuyển đổi từ trái phiếu

Nguồn: Bloomberg

- Thị trường Việt Nam tiếp tục giao dịch với hệ số P/E thấp hơn các thị trường lân cận, dù có mức ROE và ROA cao. Điều này là do thanh khoản thấp hơn và lãi suất phi rủi ro cao hơn.
- Chênh lệch P/E giữa thị trường Việt Nam và các nước trong khu vực được giữ ổn định trong năm nay.
- Dù tỷ lệ P/E của thị trường VN-Index đang gia tăng và gần mức đỉnh lịch sử, nhưng diễn biến này vẫn phù hợp với các thị trường khác

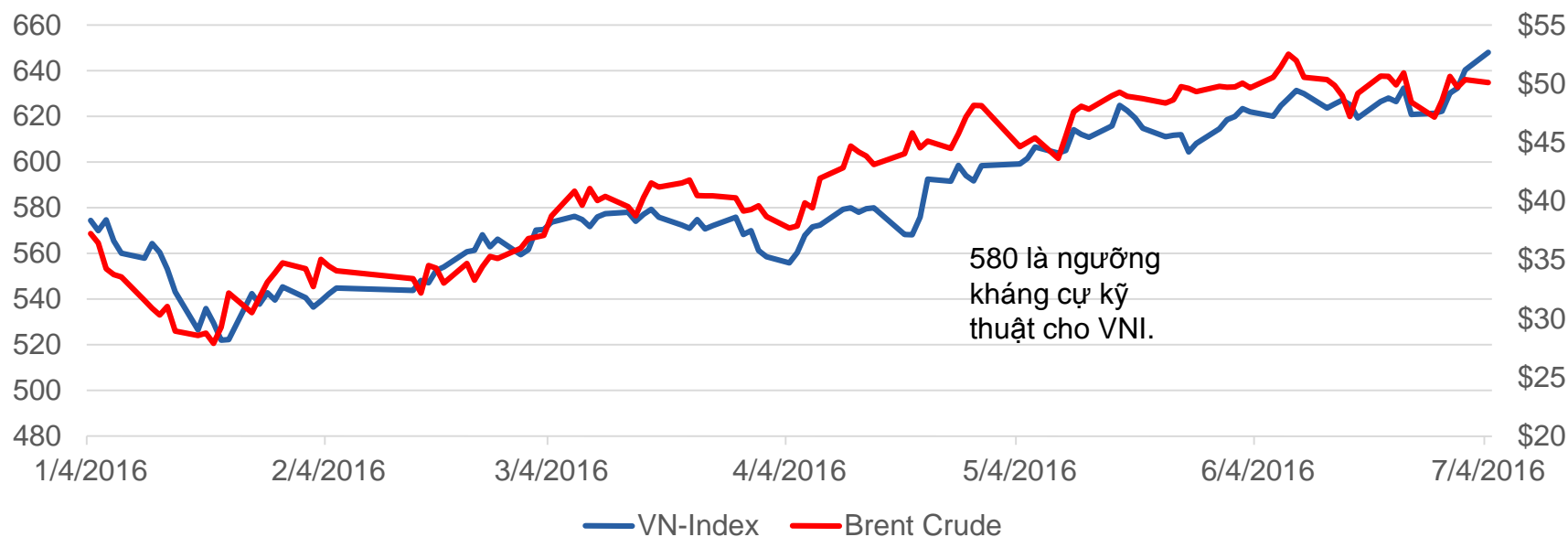
Tỷ lệ gia tăng P/E là phù hợp khi tính theo lợi suất trái phiếu chính phủ



Nguồn: Bloomberg

- Tỷ lệ P/E của VN-Index đã tăng đáng kể so với mức giảm khiêm tốn của lợi suất Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm.
- Chúng tôi sẽ tiếp tục dự báo mức gia tăng khiêm tốn của lợi suất trái phiếu và mức P/E cao hiện tại đồng nghĩa với việc nếu P/E tiếp tục tăng sẽ khiến giá cổ phiếu tiến vào vùng định giá cao so với giá trị.
- Tuy nhiên, có vẻ như tỷ lệ P/E được gia tăng bởi các yếu tố trong khu vực hơn là xu hướng trong nước.

Tương quan với giá dầu thô cho thấy thị trường chịu ảnh hưởng của tác động thế giới



Nguồn: Bloomberg

- Chúng tôi đã sử dụng phép so sánh cho nhận định này. Dù thực tế, giá dầu Brent đã tăng 34% tính từ đầu năm so với 13% của VN-Index. Nhưng sự dịch chuyển tương đồng là khá dễ nhận thấy trong năm nay.
- Chúng tôi cũng không nhận định về yếu tố nguyên nhân và hệ quả, chỉ là sự tương quan. Lấy ví dụ, các yếu tố ảnh hưởng đến biến động giá dầu thô – như sản xuất ở Trung Quốc sụt giảm, Fed không gia tăng lãi suất hoặc Brexit – có có tác động đến thị trường Việt Nam.
- Sự tương quan này có thể được xem là kết quả của sự hội nhập của Việt Nam vào nền kinh tế toàn cầu, với sự phụ thuộc lớn vào thương mại và FDI.
- Nếu sự tương quan này được giữ nguyên cho đến hết năm 2016, khi giá dầu thô Brent đạt 60USD/thùng sẽ tương ứng với VN-Index đạt 680 điểm

Các ngưỡng kỹ thuật đã được vượt qua



Nguồn: Bloomberg


- Khi chúng ta tiến vào nửa cuối năm 2016, VN-Index có vẻ như đã vượt ngưỡng kháng cự dài hạn 640 điểm và không có ngưỡng kháng cự nào lớn cho đến mốc 690 điểm, do đó mức 680-700 điểm là khá khả thi.
- Các diễn biến quản lý tích cực, như giao dịch trong ngày và triển khai thị trường phái sinh, có thể giúp tâm lý tiếp tục cải thiện.
- Xu hướng toàn cầu có thể có ảnh hưởng lớn hơn. Các NĐT nước ngoài có thể ít quan tâm đến các rào cản kỹ thuật hơn các NĐT trong nước, củng cố sâu hơn quan điểm của chúng tôi về đợt tăng điểm sẽ có tính quốc tế nhiều hơn trong nước.

Danh mục cổ phiếu theo dõi cho thấy giá trị cơ bản ở mức 670

Ticker	Company	Sector	Mkt Cap	30D ADTV	Foreign	EPS	EPS	PE		Dividend	Div Yield	Upside to	Target	Rating
			USDm	USDm	Room					per share	(%) at	TP (%)	Price VND	
Updated 30/06/2016			Current	Current	Current	FY16	FY16	FY15	FY16	FY16	FY16			
ACB	Asia Commercial Bank	Banks	765	0.02	NA	1,348	15%	16.2	14.1	-	0.0%	14.7%	21,800	O-PF
BID	BIDV	Banks	2,688	0.51	27.9%	1,284	16%	15.8	13.6	-	0.0%	-2.9%	17,000	M-PF
CTG	Vietinbank	Banks	2,810	0.25	0.2%	1,358	-11%	11.0	12.4	-	0.0%	11.3%	18,700	M-PF
MBB	Military Bank	Banks	1,092	0.45	0.0%	1,437	-21%	8.2	10.4	500	3.4%	4.0%	15,500	M-PF
STB	Sacombank	Banks	916	0.26	19.1%	543	-58%	8.7	20.8	-	0.0%	-17.7%	9,300	SELL
VCB	Vietcombank	Banks	5,663	0.55	8.9%	2,302	35%	24.6	18.2	1,000	2.1%	-2.7%	46,000	M-PF
FPT	FPT Group	Consumer	863	0.65	0.0%	4,625	9%	9.9	9.0	2,300	5.5%	29.2%	54,000	BUY
MWVG	Mobile World	Consumer	810	0.69	0.0%	11,642	52%	16.1	10.6	1,500	1.2%	30.1%	160,000	BUY
VNM	Vinamilk	Consumer	7,603	1.90	0.0%	7,284	25%	24.2	19.4	4,900	3.5%	14.2%	161,000	BUY
MSN	Masan Group	Consumer	2,259	0.24	17.9%	2,563	30%	33.8	25.9	-	0.0%	38.3%	92,000	BUY
DQC	Dien Quang Lamp	Consumer	108	0.05	21.6%	6,524	2%	11.7	11.5	3,000	4.0%	8.0%	81,000	O-PF
DHG	Hau Giang Pharma	Healthcare	402	0.14	0.0%	6,873	15%	17.2	15.0	3,500	3.4%	-28.6%	73,500	M-PF
HPG	Hoa Phat Steel	Industrials	1,304	3.18	12.6%	4,543	-8%	8.0	8.7	2,000	5.1%	-5.8%	37,300	M-PF
HT1	Ha Tien 1 Cement	Industrials	417	0.02	38.0%	2,234	22%	13.4	13.9	-	0.0%	28.2%	36,300	BUY
NT2	Nhon Trach 2	Industrials	444	0.43	28.9%	4,466	7%	8.3	7.8	2,600	6.3%	15.5%	39,900	BUY
PPC	Pha Lai Thermal Power	Industrials	206	0.10	36.3%	3,292	-26%	4.3	4.4	1,700	11.8%	26.4%	18,200	O-PF
GMD	Gemadept Corporation	Logistic	233	0.20	0.0%	2,057	-20%	11.2	13.9	1,500	5.1%	8.4%	31,000	O-PF
DPM	PV Phu My Fertilizer	Oil&gas	487	0.17	24.8%	2,870	-13%	8.4	9.7	3,000	10.8%	9.0%	30,200	O-PF
GAS	PV Gas	Oil&gas	5,373	0.52	46.5%	3,196	-28%	14.0	19.6	3,000	4.8%	-24.8%	47,000	M-PF
PLC	PV Petrochemicals	Oil&gas	111	0.02	NA	3,979	4%	8.0	7.7	3,000	9.8%	12.1%	34,300	O-PF
PVD	PV Drilling	Oil&gas	485	1.53	12.7%	1,307	-68%	7.6	23.7	-	0.0%	-11.0%	27,600	U-PF
PVS	PV Tech Services	Oil&gas	365	0.45	NA	1,961	-34%	6.1	9.3	1,000	5.5%	9.3%	19,900	O-PF
CII	HCMC Infrastructure	Infrastructure	312	0.42	0.0%	2,822	-5%	8.9	9.3	2,000	7.6%	9.5%	28,800	BUY
DXG	Dat Xanh Group	Real estate	81	0.23	8.2%	2,186	-16%	5.9	7.0	-	0.0%	51.6%	23,200	BUY
KDH	Khang Dien House	Real estate	184	0.04	0.0%	2,303	28%	12.7	9.9	-	0.0%	8.8%	24,800	O-PF
VIC	VinGroup	Real estate	4,779	0.64	15.2%	2,070	60%	81.5	23.9	-	0.0%	6.3%	52,500	M-PF
SSI	Saigon Securities Inc	Securities	449	0.79	43.3%	1,312	-29%	10.8	18.7	1,000	4.8%	4.8%	21,800	M-PF
TCM	Thanh Cong Textile	Textile	56	0.25	0.0%	2,108	-4%	12.2	12.6	1,000	4.0%	7.6%	27,110	M-PF
DRC	Danang Rubber	Tires & Rubber	210	0.32	14.4%	3,363	5%	12.3	11.7	2,000	5.1%	-7.9%	36,300	M-PF
CSM	Casumina	Tires & Rubber	123	0.92	30.4%	2,974	-8%	8.2	8.9	1,500	5.7%	19.3%	31,500	M-PF

Nguồn: Bloomberg & VCSC

- Tỷ trọng tỷ lệ tăng trung bình đến giá mục tiêu là 4,7% tính đến ngày 30/06/2016. Áp dụng mức tăng này cho VN-Index sẽ tương ứng với mức 670 điểm, khiến mục tiêu 680-700 vào cuối năm của chúng tôi sẽ là thách thức đối với các giá trị cơ bản.
- Trong khi 700 là mốc khả thi trước thời điểm cuối năm, mức điểm này sẽ đưa VNI vượt giá trị cơ bản.

A light blue silhouette map of Vietnam is positioned in the upper right quadrant of the slide, set against a dark blue background.

Ngành Ngân hàng: Phân hóa rõ rệt dựa theo các giá trị cơ bản

07/2016

VCSC RESEARCH

Ngành Ngân hàng – Phân hóa rõ rệt dựa theo các giá trị cơ bản

TỔNG QUAN

- KQKD quý 1/2016 phân hóa: tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng và bằng cân đối kế toán lành mạnh tại VCB trong khi các ngân hàng khác nằm ở 2 nhóm “bị phân tâm nhưng đã tái cơ cấu được 50%” và “hoàn toàn đang trong quá trình tái cơ cấu”.
- Diễn biến chi phí dự phòng có tác động lớn đến lợi nhuận, nhưng các ngân hàng có dự phòng cao đang bắt đầu có khả năng giảm chi phí dự phòng
 - CTG: + Chi phí dự phòng quý 1/2016 giảm so với quý 1/2015
 - + Nhưng chi phí dự phòng trong năm 2016 sẽ cao hơn 2015 do gia tăng nợ xấu và tốc độ trích dự phòng cho VAMC chậm hơn dự kiến

Bảng: KQKD quý 1/2016

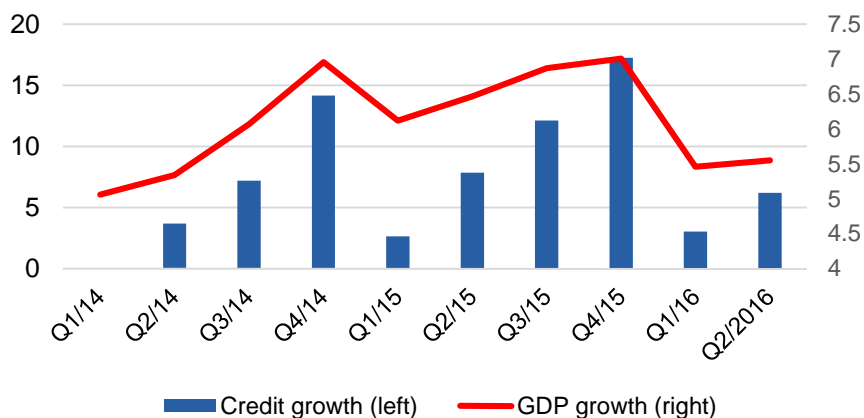
Tăng trưởng YoY	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB
LN trước dự phòng	21,2%	25,1%	25,1%	-28,1%	2,6%	-78,3%
Dự phòng	-14,0%	-4,6%	103,4%	-68,6%	5,7%	-85,0%
LNTT	58,0%	53,8%	-8,6%	10,7%	8,4%	-75,5%
LNST	62,3%	54,2%	-10,5%	13,8%	10,5%	-74,6%
Tổng dự phòng/tổng dư nợ	2,4%	1,0%	1,4%	1,7%	1,2%	1,2%

Nguồn: BCTC chưa kiểm toán Q1/2016

Ngành Ngân hàng – Phân hóa rõ rệt dựa theo các giá trị cơ bản

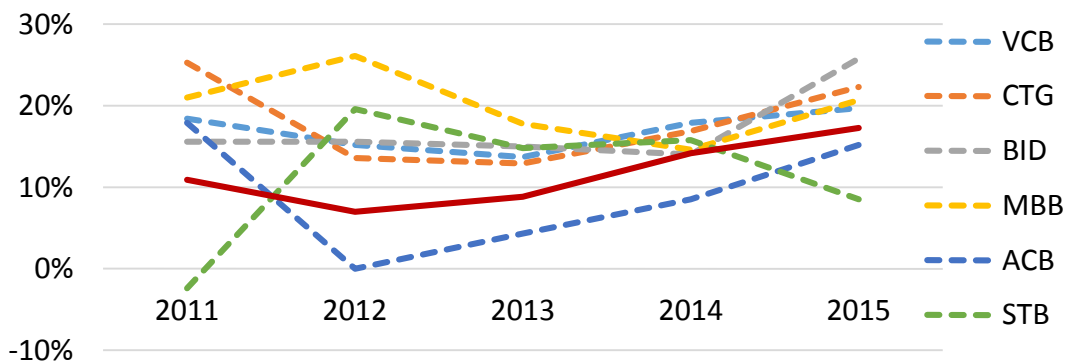
TỔNG QUAN (tiếp theo)

Tăng trưởng tín dụng so với tăng trưởng GDP



- Tăng trưởng GDP tương quan với tăng trưởng tín dụng. Dự nợ tín dụng hiện tại đạt khoảng 115% GDP vào cuối năm 2015
- Tăng trưởng tín dụng cùng tốc độ với năm 2015 (6,2% trong 6 tháng 2016 so với 6,3% trong 6 tháng 2015 – Nguồn:TCTK)
- Tăng trưởng tín dụng khác nhau giữa các ngân hàng, với VCB và ACB có mức tăng trưởng cao, BID nằm ở nhóm giữa trong khi CTG, MBB và STB là khá thấp

Tăng trưởng tín dụng



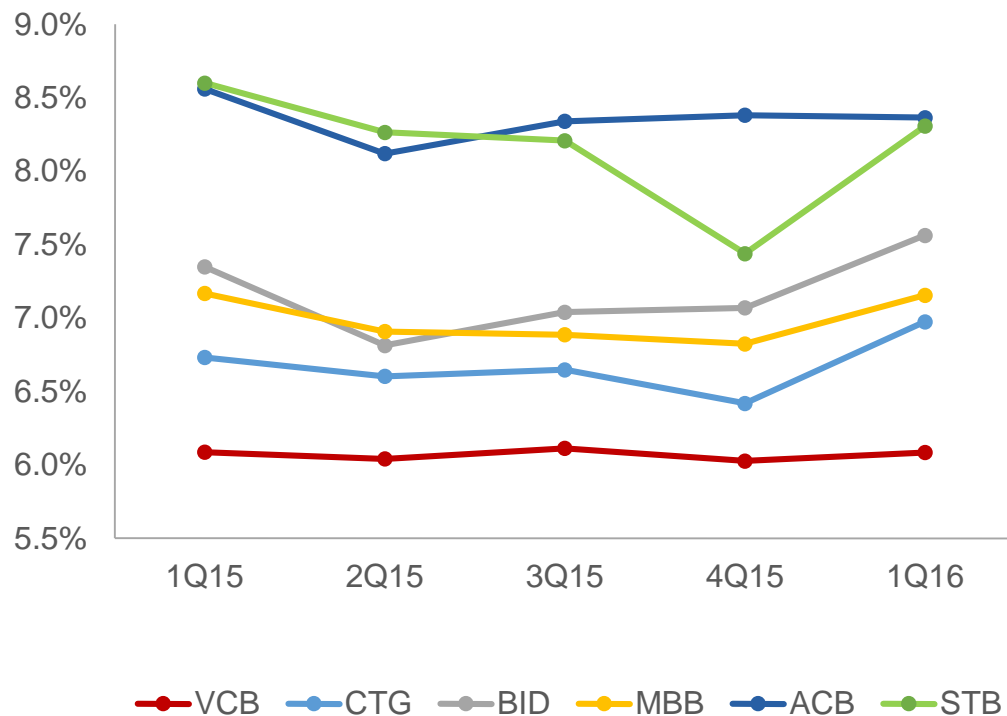
Tăng trưởng tín dụng	Q1/2016	Q2/2016
VCB	6,3%	10,7%
CTG	2,8%	7,7%
BID	4,2%	N/A
MBB	2,5%	N/A
ACB	7,6%	14,5%
STB	2,6%	N/A
Toàn ngành	3,0%	6,2%

Ngành Ngân hàng – Phân hóa rõ rệt dựa theo các giá trị cơ bản

TỔNG QUAN (Tiếp theo)

- Mở rộng sang cho vay bán lẻ cho thấy cải thiện tích cực đến lợi suất cho vay

Hình: Lợi suất cho vay



Hình: tăng trưởng cho vay bán lẻ năm 2015

Ngân hàng	Tăng trưởng cho vay bán lẻ
VCB	50%
CTG	52%
BID	72%
MBB	54%
ACB	25%
STB	N/A

Nguồn: VCSC ước tính

TỔNG QUAN (Tiếp theo)

- Vốn của các ngân hàng vẫn chưa đủ khi:
 - Không chia cổ tức tiền mặt tại 15/23 ngân hàng công bố tài liệu ĐHCĐ.
 - 9/23 ngân hàng này có kế hoạch phát hành cổ tức cổ phiếu/cổ phiếu thưởng/quyền mua.
 - Nhiều ngân hàng đang có kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu riêng lẻ
- Tiếp tục trì hoãn cải tổ ngân hàng: Basel II chưa chính thức áp dụng, TT 06/2016 điều chỉnh TT36/2014 bớt khắt khe hơn dự thảo trước đó

Ngành Ngân hàng – Phân hóa rõ rệt dựa theo các giá trị cơ bản

TRIỂN VỌNG

- Gia tăng cạnh tranh cho mảng ngân hàng bán lẻ: tạo áp lực lên biên LN và tăng trưởng thấp hơn.
- Tăng vốn là một thách thức khi vốn trong nước hạn chế và khẩu vị của NĐT nước ngoài với cổ phiếu ngân hàng giảm

Bảng: Các đợt đấu giá cổ phiếu ngân hàng gần đây và kết quả

Ngân hàng	Ngày đấu giá	Số cổ phiếu đấu giá (triệu)	Số cổ phiếu bán được (triệu)	Tỷ lệ thành công	Cổ đông nắm giữ	Giá trị mua (tỷ đồng)
Saigon Bank	27/04/2015	0,50	-	0%	Sabeco	
AB Bank	14/10/2015	81,58	40,0	49,0%	EVN; EVN Hà Nội	400,0
Maritime Bank	20/11/2015	71,50	-	0%	VNPT	
Saigon Bank	02/12/2015	10,00	-	0%	Saigon Tourist	
TP Bank	25/04/2016	14,29	8,7	61,2%	Mobiphone	77,7
SeABank	25/04/2016	33,40	-	0%	Mobiphone	
VietA Bank	12/05/2016	12,30	0,0003	0,002%	SJC	
Saigon Bank	24/06/2016	16,88	16,88	100%	VietinBank	210,9

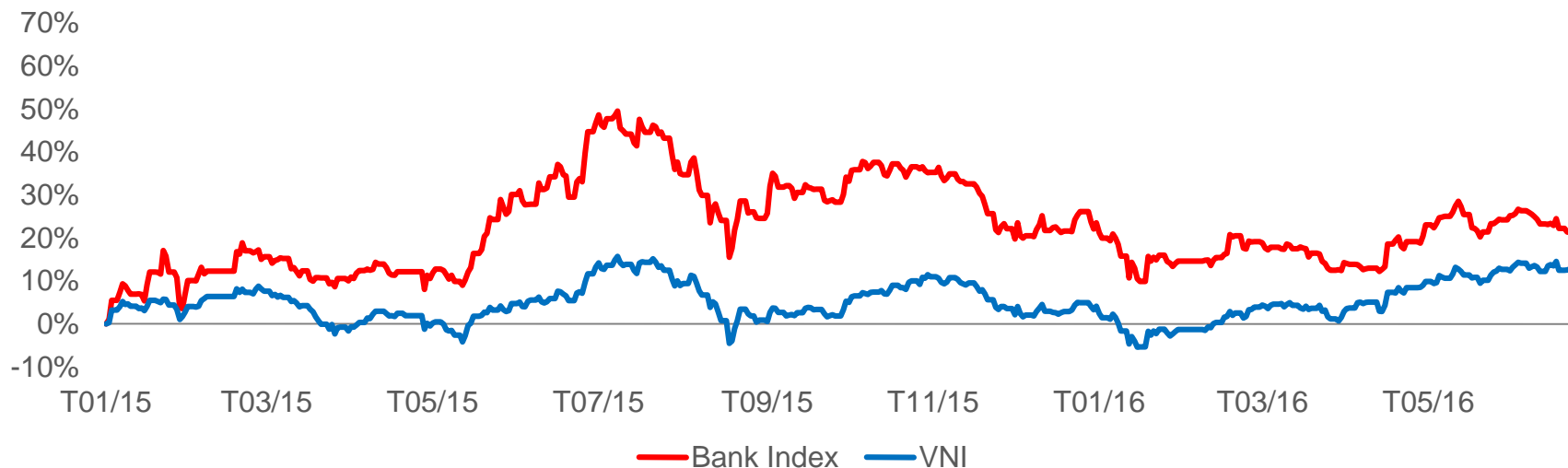
Nguồn: HNX; vietstock

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

- Cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao là VCB khi có sở hữu đặc tính dẫn đầu ngành và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tốt nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi.
- Chúng tôi khuyến nghị MBB do kỳ vọng giảm chi phí tín dụng và các thay đổi tích cực đang diễn ra ở ngân hàng này.

Ngành Ngân hàng – Phân hóa rõ rệt dựa theo các giá trị cơ bản

So sánh diễn biến chỉ số Ngân hàng và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg

Công ty	Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Room KN còn lại (triệu USD)	Giá mục tiêu VND / CP	Giá hiện tại VND / CP	TL tăng %	LS cổ tức theo giá hiện tại	TT EPS 2015 %	TT EPS 2016 %	TT EPS 2017 %	P/E 2016 (x)	P/B quý gần nhất (x)
ACB	ACB	KQ	797,0	0	21.800	19.000	14,7%	0,0%	9,4%	12,2%	14,2%	16,9	1,5
Vietcombank	VCB	PHTT	5.635,0	499,4	47.800	47.300	1,1%	1,5%	5,2%	76,1%	7,4%	16,4	2,7
VietinBank	CTG	KQ	2.796,3	4,4	18.700	16.800	11,3%	3,0%	20,9%	-11,3%	3,1%	12,4	1,1
Military Bank	MBB	PHTT	1.086,5	0	15.500	14.900	4,0%	3,4%	-4,7%	-20,7%	-2,9%	9,9	1,0
BIDV	BID	PHTT	2.674,5	745,4	17.000	17.500	-2,9%	0,0%	-1,0%	15,7%	7,9%	11,8	1,4
Sacombank (*)	STB	BÁN	911,9	174,4	8.100	11.300	-28,4%	0,0%	-54,6%	N/A	N/A	N/A	0,9

(*) BCTC chưa kiểm toán 2015 (BC kiểm toán chưa được công bố)

VCB – Quý 1/2016 đánh dấu khởi đầu cho một giai đoạn tích cực

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Cho vay chủ yếu đối với DN Nhà nước/Lớn và có tính chất tự do thương mại hơn so với 3 ngân hàng quốc doanh còn lại.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD quý 1/2016 ấn tượng; LNST tăng trưởng 62%; mức tăng trưởng cho vay cao thứ hai 6,3% và NIM tiếp tục xu hướng tăng từ quý 4/2014.
- Chi phí vốn thấp là lợi thế cạnh tranh của VCB khi có thể áp dụng lãi vay thấp và cho vay các khách hàng tốt.
- Dự phòng cao ổn định trong giai đoạn 2008-2016 giúp tăng tốc “dọn dẹp” nợ xấu.
- Vị thế hàng đầu trong giao dịch ngoại hối, thanh toán quốc tế và là ngân hàng duy nhất ở Việt Nam vận hành hệ thống thanh toán ngoại hối liên ngân hàng cho phép tiếp cận nhiều hơn đến vốn huy động không kỳ hạn.
- Gia tăng hoạt động cho vay/ tiền gửi ngoại tệ liên ngân hàng là một sản phẩm phụ đến từ vị thế thống trị hệ thống thanh toán liên ngân hàng và khả năng thu hút tiền gửi USD của VCB
- Dù VCB đang giao dịch gần mức giá mục tiêu của chúng tôi, chúng tôi vẫn khuyến nghị cổ phiếu này vì có đà tăng trưởng lợi nhuận cao nhất trong các ngân hàng và là DN hưởng lợi chính từ dòng chảy vốn nước ngoài vào lĩnh vực

ngân hàng

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG
Khuyến nghị	
Giá ngày 30/06	47.300
Giá mục tiêu, VND/CP	47.800
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	2,6%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	5.635,0
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	1,29
Room NN , triệu USD	499,4

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng LN trước dự phòng	23,4%	25,2%	17,0%
Tăng trưởng LNST	15,7%	59,8%	27,1%
Tăng trưởng EPS	5,2%	76,1%	7,4%
PER theo giá thị trường	28,9x	16,4x	15,3x
PBR theo giá thị trường	2,8x	2,2x	2,0x
ROE	12,0%	15,8%	16,4%
LS cổ tức theo giá thị trường	2,1%	1,5%	1,5%
NIMs	2,5%	2,7%	2,8%

MBB – Quý 1/2016 là quý chuyển giao

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Ngân hàng thường tập trung vào mảng bán buôn, chuyên phục vụ các tổ chức quốc phòng và công ty có liên quan đến quân đội

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Lợi thế chi phí vốn thấp.
- MBB là ngân hàng có dự phòng cao thứ hai trong danh mục theo dõi của chúng tôi, sau VCB
- Hệ thống phê duyệt tín dụng mới (CRA) mang lại hệ thống gần như tự động hóa và dự kiến mang lại chất lượng tín dụng cao hơn
- MBB là ngân hàng có tỷ lệ CAR cao nhất (12,8% năm 2015) trong ngành ngân hàng.
- Diễn biến giá của MBB sẽ cải thiện khi thị trường nhận thấy chi phí tín dụng giảm.

RỦI RO

- NIM đang trên đà giảm, nhưng sẽ phục hồi sau khi lượng TPCP lợi suất cao đáo hạn hết và lãi suất cho vay bán lẻ tăng sau giai đoạn ưu đãi lãi suất

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

	PHỤ HỢP THỊ TRƯỜNG
Khuyến nghị	
Giá ngày 30/06	14.900
Giá mục tiêu, VND/CP	15.500
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	7,4%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	1.086,5
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	0,68
Room NN , triệu USD	0

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng LN trước dự phòng	2,5%	2,6%	5,9%
Tăng trưởng LNST	0,8%	1,5%	2,9%
Tăng trưởng EPS	-4,7%	-20,7%	-2,9%
PER theo giá thị trường	7,8x	9,9x	10,2x
PBR theo giá thị trường	1,1x	1,0x	1,0x
ROE	12,7%	10,8%	10,3%
LS cổ tức theo giá thị trường	3,4%	3,4%	3,4%
NIMs	3,4%	3,1%	3,1%

A light blue silhouette map of Vietnam is positioned in the upper right quadrant of the slide, partially overlapping the main title text.

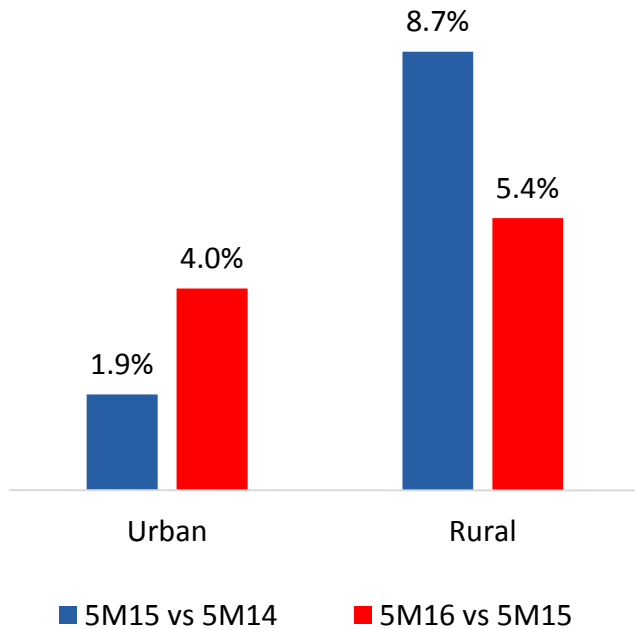
Ngành Tiêu dùng: Phản ánh đúng tiềm năng

07/2016

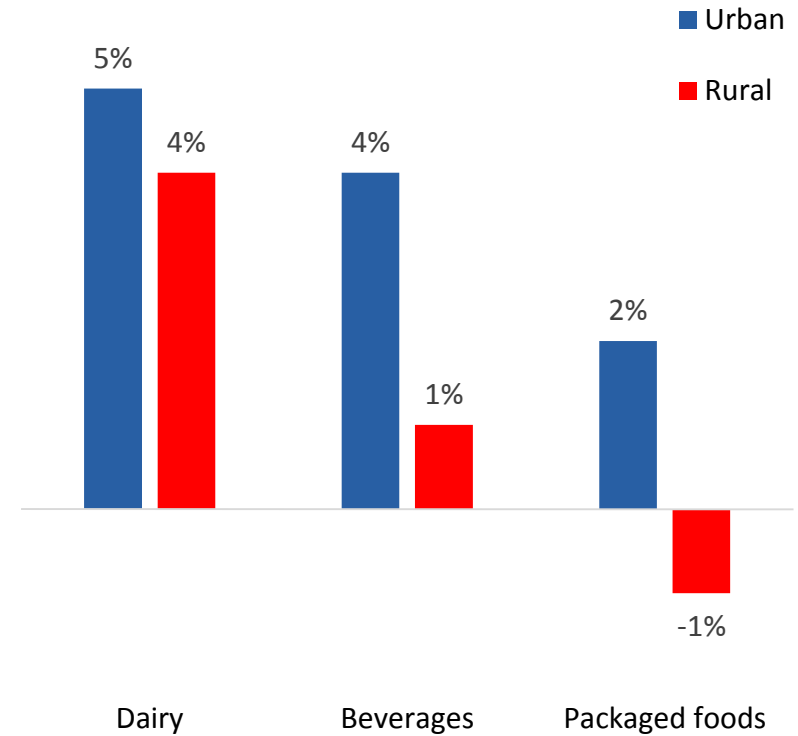
VCSC RESEARCH

Ngành FMCG – Khu vực thành thị cải thiện, bù đắp cho vùng nông thôn bị ảnh hưởng từ hạn hán

Tăng trưởng tiêu dung FMCG tính theo giá trị



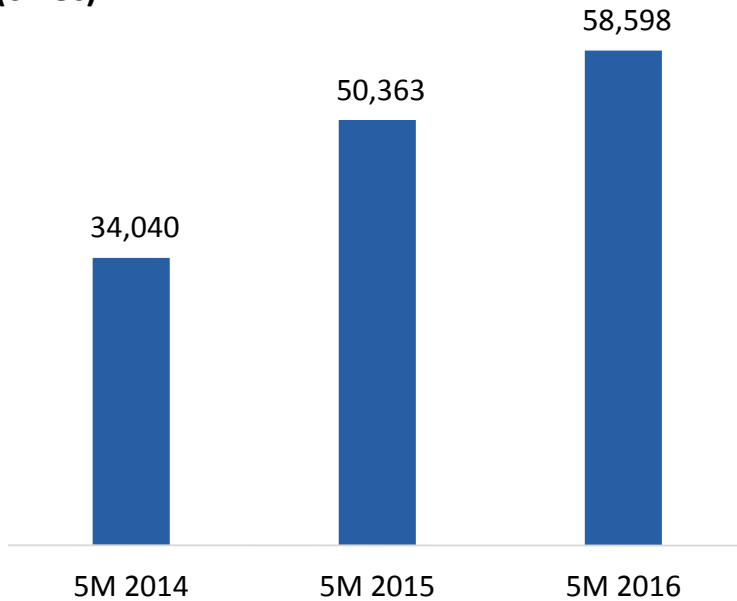
Tăng trưởng khối lượng 5 tháng 2016 so với 5 tháng 2015 tính theo ngành



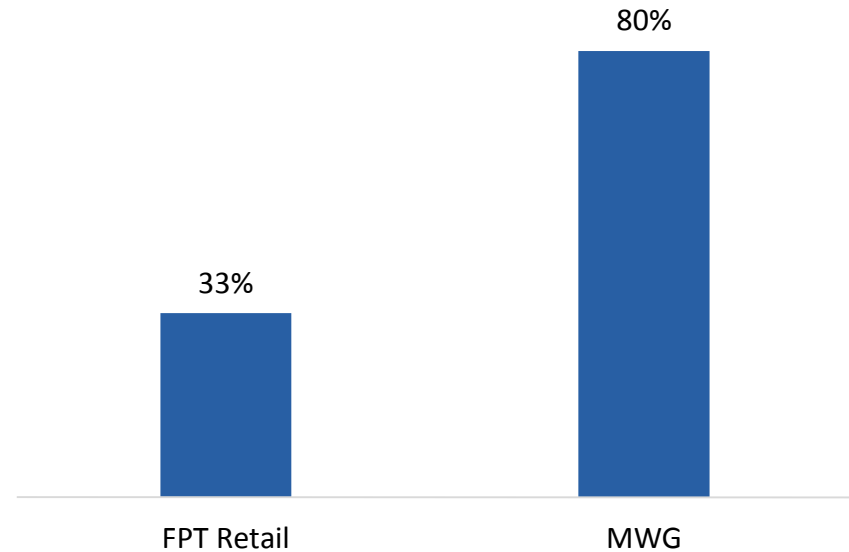
Nguồn: Kantar Worldpanel

Chi tiêu tăng mạnh đối với các sản phẩm không thiết yếu là bằng chứng cho niềm tin tiêu dùng cao

Số lượng xe ô tô thương mại bán ra ở Việt Nam (chiếc)



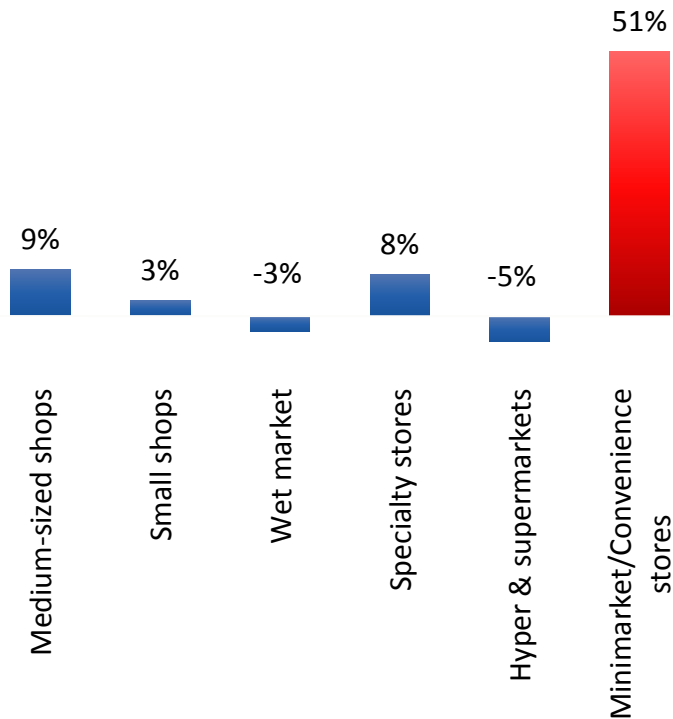
Tăng trưởng doanh thu của các nhà bán lẻ ĐTDD và hàng điện tử hàng đầu trong 5 tháng 2016 so với cùng kỳ 2015



Nguồn: VAMA, thông tin từ các công ty

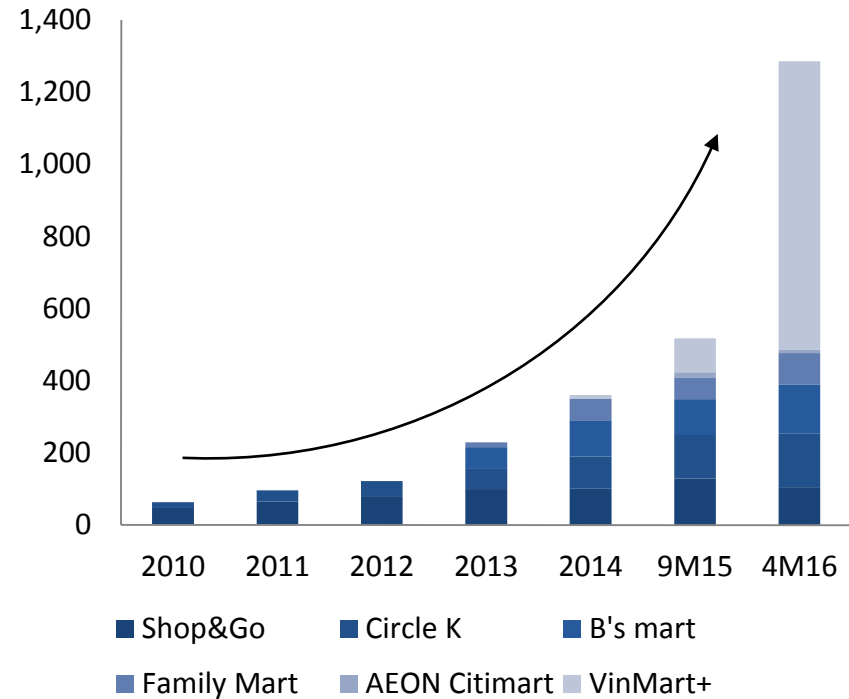
Kênh bán lẻ hiện đại cho thấy đây là phân khúc đáng chú ý trong tương lai trong thời gian tới trong tương lai

Tăng trưởng FMCG (giá trị) trong 5 tháng 2016 so với 5 tháng 2015 tính theo kênh bán hàng



Nguồn: Kantar Worldpanel

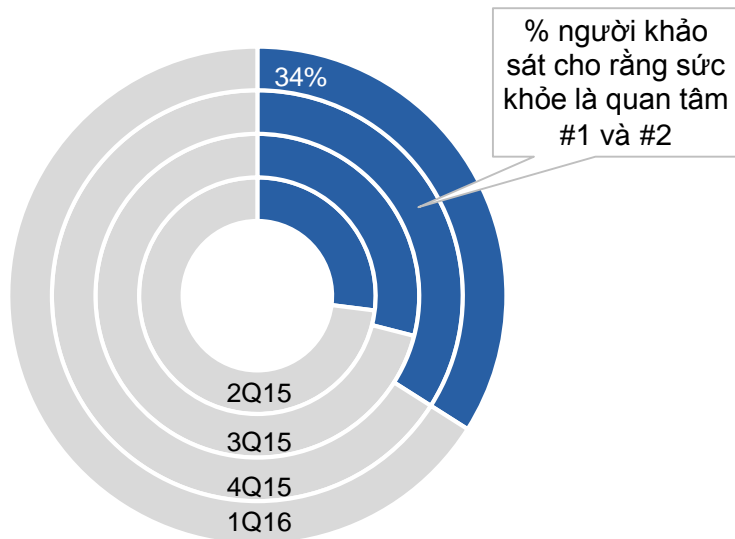
Số lượng cửa hàng tiện lợi/siêu thị mini ở Việt Nam



Nguồn: VCSC thu thập

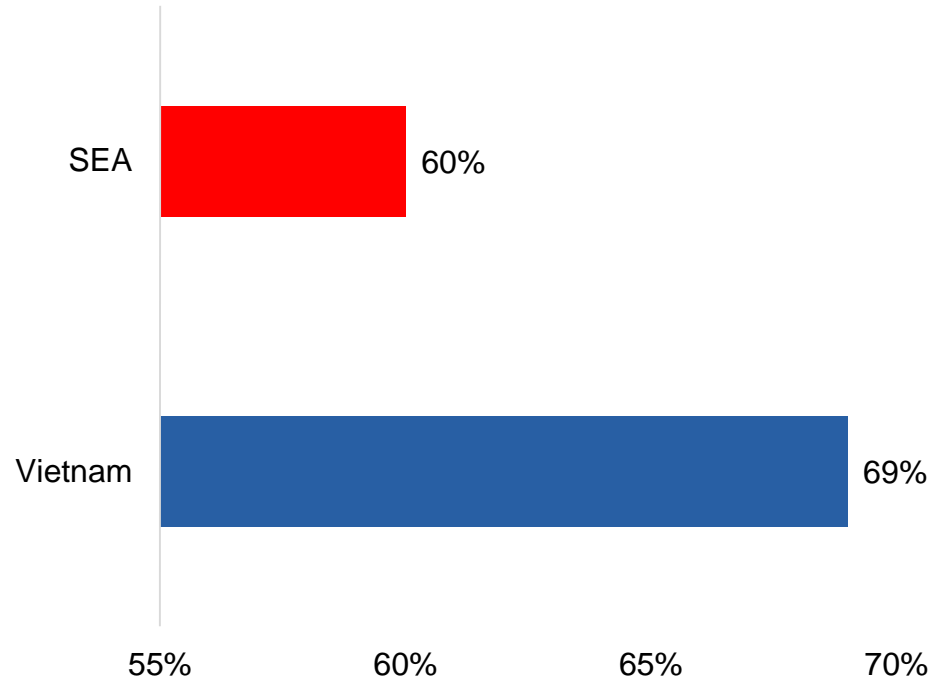
Các thương hiệu trong nước đang có cơ hội và cần định vị sản phẩm hợp lý

Các sản phẩm tiêu dùng cần chú trọng đến sức khỏe



Nguồn: Nielsen

% người tiêu dùng cho rằng công ty trong nước sẽ thích hợp với nhu cầu và khẩu vị người tiêu dùng hơn



Nguồn: Nielsen

Chiến lược đầu tư

- Đầu tư vào **nền tảng, hệ thống quản lý và việc thực hiện bài bản nhất** trong mảng bán lẻ còn kém phát triển ở Việt Nam.



- Công ty trong nước với **thương hiệu lớn** và sản phẩm chú trọng đến **nhận thức sức khỏe** của người tiêu dùng



- Các công ty chú trọng đến **định vị thương hiệu và chất lượng** thay vì **cạnh tranh giá cả** cho tăng trưởng bền vững



MWG – Định giá lại công ty bán lẻ hàng đầu Việt Nam

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Dẫn đầu mảng bán lẻ ĐTDĐ và hàng điện tử tiêu dùng
- Sẽ triển khai chuỗi siêu thị mini trong năm 2017

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Có hệ thống quản lý và nền tảng tốt nhất trong ngành bán lẻ hiện đại còn kém phát triển ở Việt Nam.
- Phương châm lấy khách hàng làm trung tâm, hệ thống ERP hiện đại, khả năng mở rộng chuỗi cửa hàng không có đối thủ và dẫn đầu kênh thương mại điện tử là các lợi thế cạnh tranh.
- TL tăng tiềm năng từ chuỗi siêu thị mini, có khả năng gia tăng quy mô từ năm 2017. Giai đoạn thử nghiệm đã mang lại kết quả tích cực với doanh thu hàng tháng 31.000USD/cửa hàng trong tháng 5. Format cửa hàng đã được xác định với sản phẩm tươi sống là mặt hàng quan trọng.
- KQKD tích cực 5 tháng 2016 với doanh thu tăng 80% và LNST tăng 86%, xuất phát từ mức tăng SSSG 15%, mở cửa hàng mới và doanh số trực tuyến tăng gấp đôi.
- Định giá hấp dẫn với P/E 10,6 lần, hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng của MWG.

RỦI RO

- Thử nghiệm chuỗi siêu thị mini thất bại dẫn đến mức tăng trưởng thấp hơn trong năm 2017 – khả năng thấp.
- Thách thức trong vấn đề logistics của siêu thị mini.

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	MUA
Giá ngày 30/06	123.000
Giá mục tiêu, VND/CP	160.000
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	31,3%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	703
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	1,0
Room NN , triệu USD	0.0

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	60,3%	60,4%	32,9%
Tăng trưởng LN trước thuế	59,6%	54,0%	33,8%
TT LNST trừ lợi ích CĐT S	60,4%	59,3%	33,8%
Tăng trưởng EPS	52,8%	52,0%	31,2%
PER theo giá thị trường	16,1	10,6	8,1
PBR theo giá thị trường	7,3	4,6	3,1
ROE	54,2%	52,7%	45,3%
LS cổ tức theo giá thị trường	1,2%	1,2%	1,2%
Nợ/Vốn CSH	82,6%	69,9%	46,1%

FPT – Kỳ vọng giai đoạn 6 tháng cuối năm tích cực hơn

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Đứng đầu trong mảng Xuất khẩu phần mềm (XKPM), thứ hai ở mảng băng thông rộng và thứ hai trong bán lẻ ĐTDĐ ở Việt Nam.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- EPS 5 tháng 2016 giảm 2% nhưng chúng tôi cho rằng 6 tháng cuối năm 2016 sẽ tích cực hơn khi chi phí quang hóa hoàn tất sẽ làm tăng biên LN mảng Viễn thông trong khi nhiều dự án IT sẽ hoàn thành và ghi nhận trong 6 tháng cuối năm.
- Doanh thu Viễn thông tăng 26% so với 5 tháng 2016 cho thấy tăng trưởng lợi nhuận đáng kể sau khi kết thúc chi phí đầu cuối vào cuối tháng 6 ở Hà Nội và TPHCM.
- XKPM: Doanh thu tăng 38% trong khi LNTT tăng 26% trong 5 tháng 2016 so với 5 tháng 2015 với biên LN cải thiện trong tháng 4-5. Nhật Bản tiếp tục là thị trường lớn nhất.
- Doanh số mất đi trong mảng Phân phối (LNTT giảm 40% so với 5 tháng 2015) khiến LN 5 tháng đầu năm giảm dù Bán lẻ (LNTT tăng 37% so với cùng kỳ 2015) một phần bù đắp nhờ việc mở cửa hàng mới.
- Yếu tố tích cực từ việc bán mảng Phân phối và Bán lẻ ICT (có thể hoàn tất trong quý 4/2016).
- Định giá thấp với mức P/E 9 lần, thấp hơn 18-50% các DN cùng ngành trong khu vực.

RỦI RO

- Thiếu nhân sự hỗ trợ cho tăng trưởng mảng XKPM – Đại học FPT đáp ứng 30-40% nhu cầu của mảng XKPM.

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	MUA
Giá ngày 30/06	41.800
Giá mục tiêu, VND/CP	54.000
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	34,7%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	830
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	1,6
Room NN , triệu USD	0,0

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	16,2%	3,0%	11,8%
Tăng trưởng LN trước thuế	15,9%	9,4%	15,2%
TT LNST trừ lợi ích CĐT S	17,8%	9,9%	15,3%
Tăng trưởng EPS	17,8%	9,4%	15,3%
PER theo giá thị trường	9,9	9,0	7,8
PBR theo giá thị trường	2,2	2,0	1,8
ROE	23,4%	23,3%	23,8%
LS cổ tức theo giá thị trường	4,8%	5,5%	6,0%
Nợ/Vốn CSH	86,5%	73,8%	62,8%

VNM – Giữ vững vị thế, VNM xứng đáng có mức định giá cao hơn

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Dẫn đầu thị trường sữa Việt Nam với >50% thị phần.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt khi tỷ lệ tiêu thụ sữa/đầu người ở Việt Nam chỉ đạt ¼ của Châu Á Thái Bình Dương.
- Có hệ thống phân phối rộng khắp ở các khu vực nông thôn để tận dụng tăng trưởng tiêu dùng ở các khu vực này.
- Định giá có thể tiếp tục tăng từ mức P/E 2016 19,3 lần, so với 24 lần của công ty cùng ngành trong khu vực, khi VNM đã đạt quy mô tầm khu vực tính theo lợi nhuận và vốn hóa.
- Tăng trưởng EPS ước tính 25% năm 2016 so với 2015, xuất phát từ tăng trưởng sản lượng và biên LN gộp nhờ chi phí bột sữa đầu vào thấp.
- KQKD quý 1/2016 ấn tượng với LNST tăng 39% so với quý 1/2015, củng cố dự báo khả quan của chúng tôi. Tăng trưởng khối lượng trong thị trường trong nước cho thấy đà tăng mạnh 18% trong khi xuất khẩu tăng 20%.

RỦI RO

- Biến động giá bột sữa – VNM đang mở rộng trang trại bò sữa để gia tăng công suất tự cung cấp.

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

	KHẢ QUAN
Khuyến nghị	
Giá ngày 30/06	141.000
Giá mục tiêu, VND/CP	161.000
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	17,7%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	7.524
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	4,2
Room NN , triệu USD	0

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015F	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	14.6%	15.5%	12.9%
Tăng trưởng LN trước thuế	23.0%	25.1%	8.7%
TT LNST trừ lợi ích CĐT S	28.1%	25.0%	8.0%
Tăng trưởng EPS	28.1%	25.0%	8.0%
PER theo giá thị trường	24.2	19.3	17.9
PBR theo giá thị trường	8.2	7.2	6.3
ROE	38.5%	43.9%	41.7%
LS cổ tức theo giá thị trường	3.8%	3.5%	3.7%
Nợ/Vốn CSH	8.8%	1.5%	1.4%

DQC – Kỳ nguyên mới của ngành chiếu sáng Việt Nam, kỳ nguyên tăng trưởng mới của DQC

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Dẫn đầu ngành chiếu sáng ở Việt Nam.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Ngành chiếu sáng Việt Nam dự báo tăng trưởng >10% với mảng đèn LED tăng trưởng >30% mỗi năm.
- DQC đang hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng chuyển hóa từ đèn truyền thống sang đèn LED, thông qua:
- Cam kết sản phẩm và dịch vụ chất lượng là công thức thành công
- Một trong những thương hiệu nổi tiếng nhất Việt Nam với sự hỗ trợ của mạng lưới phân phối toàn quốc.
- Tích cực triển khai sản phẩm LED, giới thiệu đến khách hàng thông qua hệ thống showroom.
- Thu hồi hết nợ xấu vào cuối năm 2016, tạo ra nền tảng tài chính mạnh cho tăng trưởng công suất.
- VCSC dự báo CAGR doanh thu và EBIT 13% trong vòng 5 năm tới theo quan điểm thận trọng.

RỦI RO

- Cạnh tranh giá cả với các công ty quy mô nhỏ, chuyên lắp ráp trong nước ảnh hưởng đến biên LN.
- Xuất khẩu sẽ tiếp tục gặp khó khăn khi DQC phải chứng tỏ sản phẩm LED với đối tác trong khi vẫn phải giảm chi phí.

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG
Khuyến nghị	
Giá ngày 30/06	75.500
Giá mục tiêu, VND/CP	73.500
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	1,3%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	107,3
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	0,1
Room NN , triệu USD	21,2

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	-11,5%	13,7%	14,5%
Tăng trưởng LN trước thuế	-12,9%	-0,2%	22,4%
TT LNST trừ lợi ích CĐTS	-12,9%	2,0%	28,4%
Tăng trưởng EPS	-12,8%	2,0%	26,2%
PER theo giá thị trường	11,7x	11,6x	9,1x
PBR theo giá thị trường	2,0x	1,8x	1,6x
ROE	20,0%	18,5%	21,2%
LS cổ tức theo giá thị trường	3,9%	3,9%	3,9%
Nợ/Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%

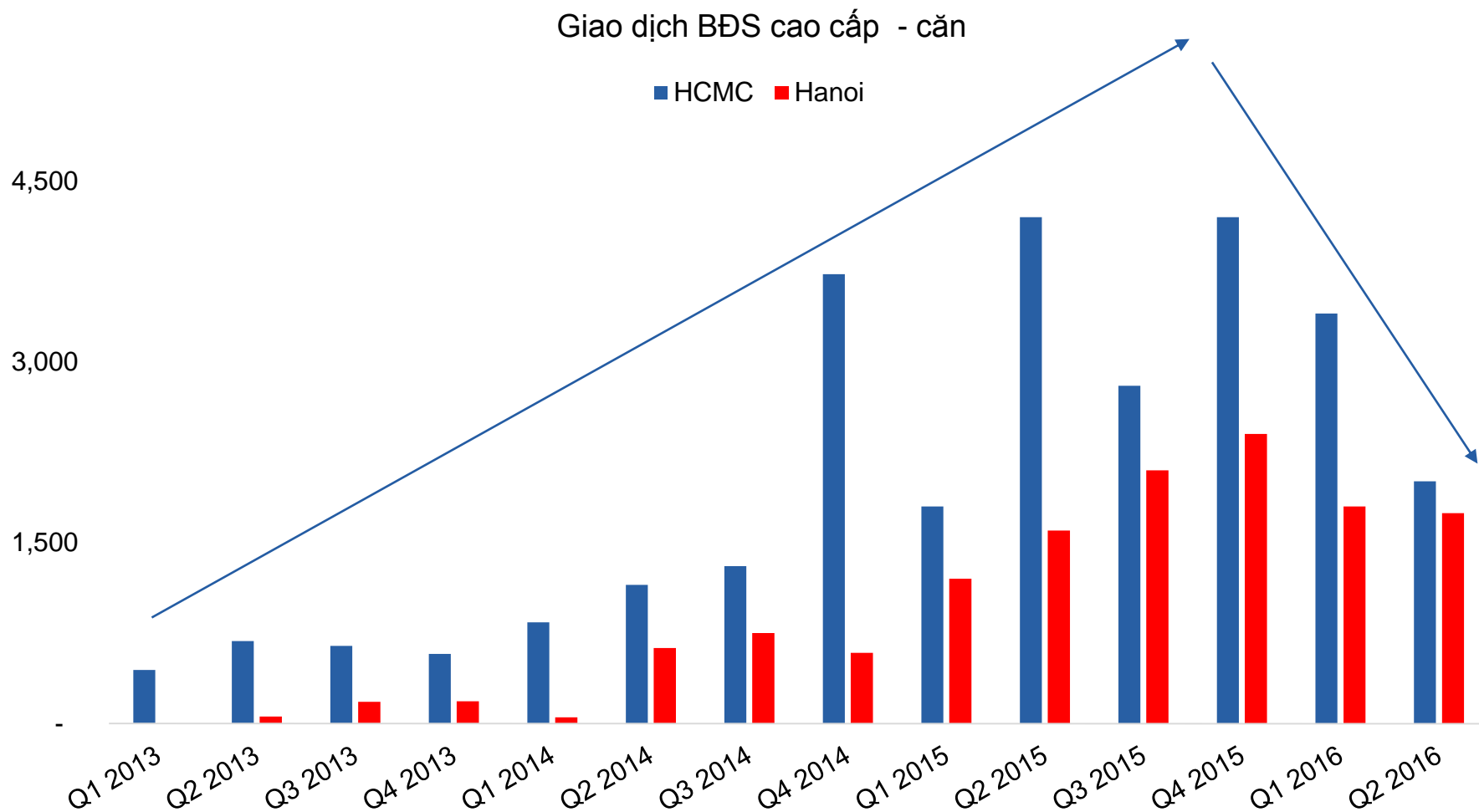
A light blue silhouette map of Vietnam is positioned in the upper right quadrant of the slide, partially overlapping the title text.

Ngành BĐS: Bước vào giai đoạn giảm của chu kỳ

07/2016

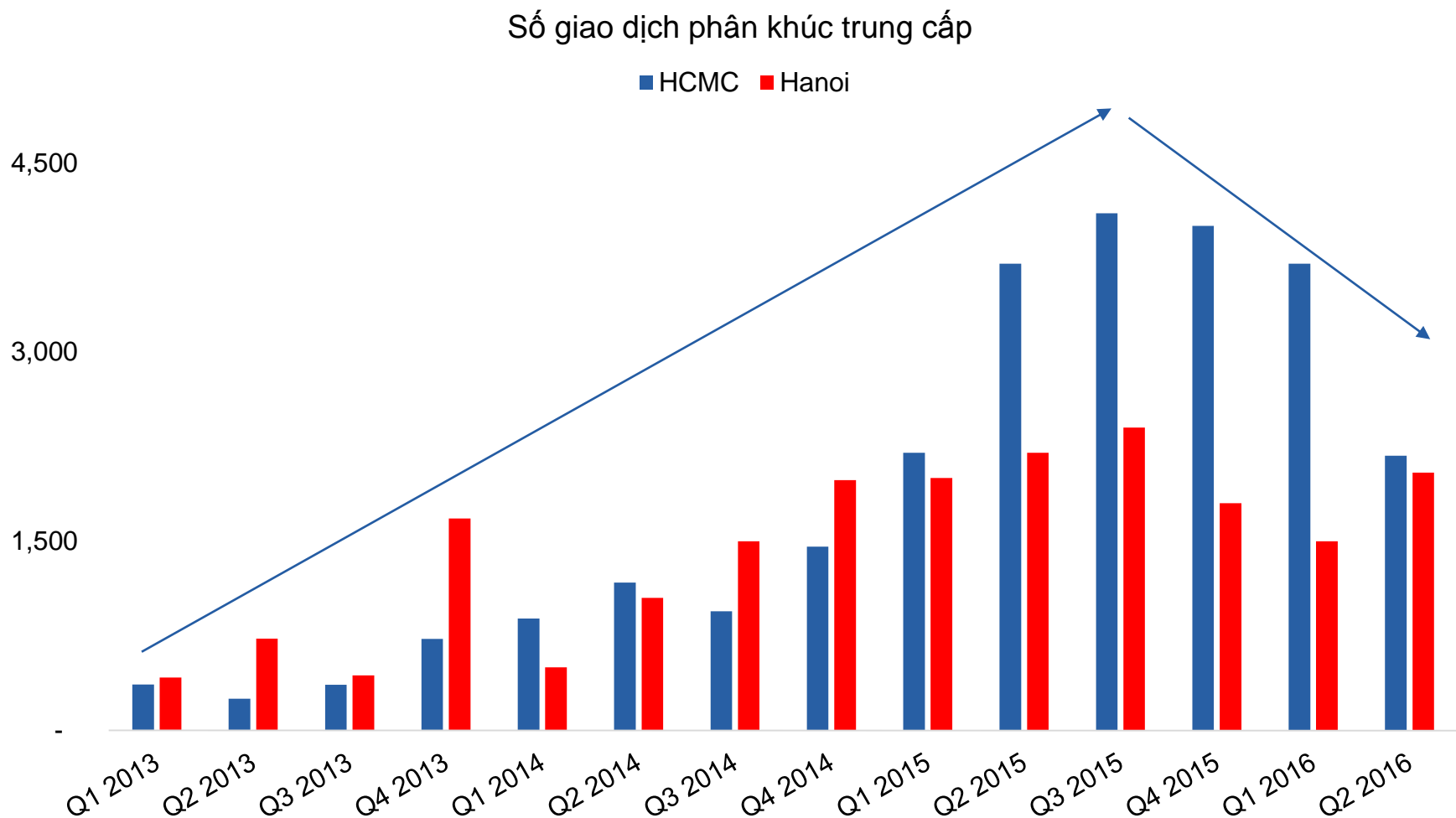
VCSC RESEARCH

BDS cao cấp: Triển vọng không chắc chắn với các yếu tố chủ chốt biến động ngược chiều



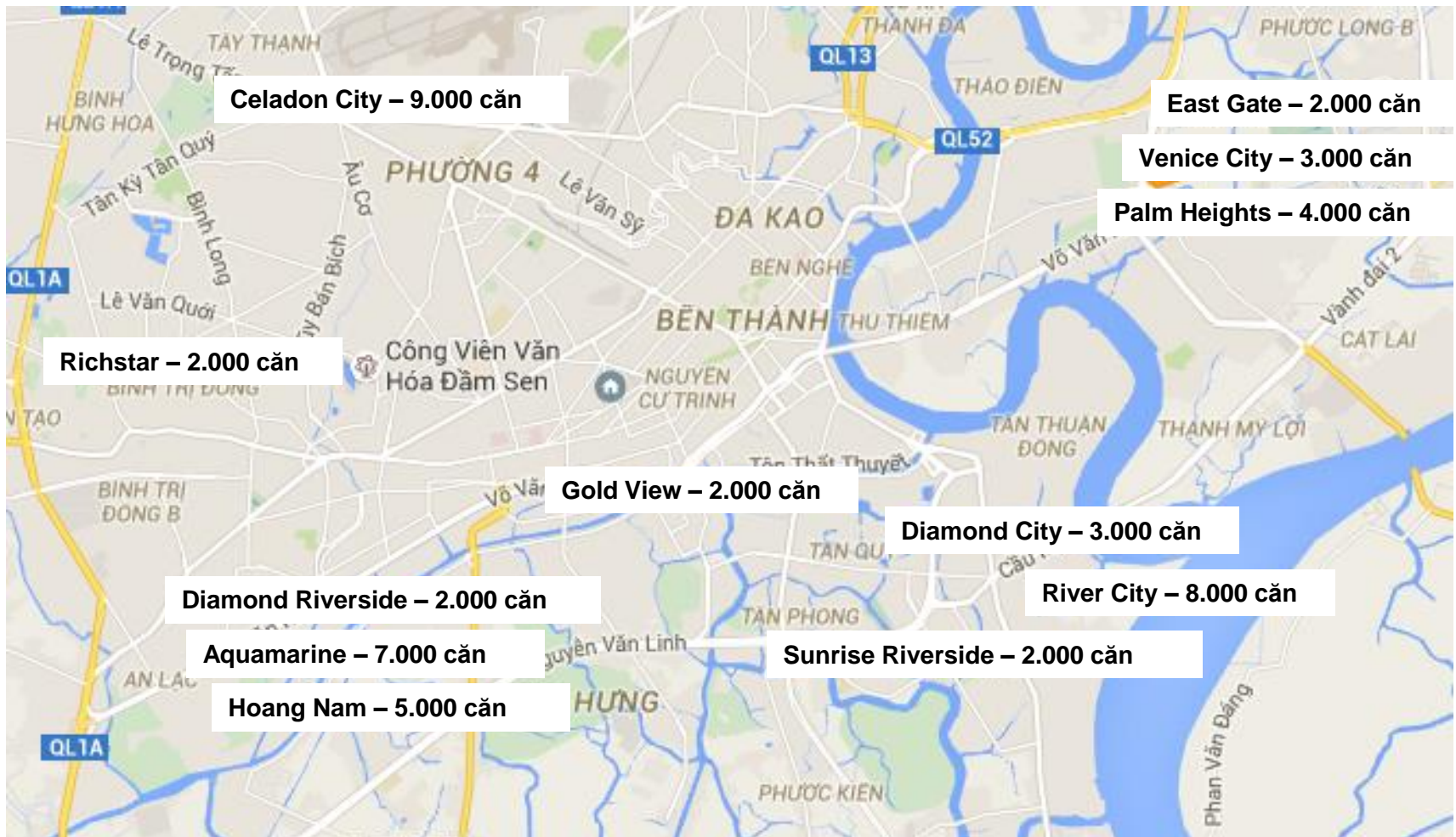
Nguồn: CBRE, VCSC

Trung cấp: Số giao dịch dự báo sẽ tăng trong 6 tháng cuối năm 2016 nhờ nhu cầu ổn định và lãi suất thấp



Nguồn: CBRE, VCSC

Phân khúc trung cấp: Bắt đầu một giai đoạn phát triển mới với số dự án quy mô lớn tăng đột biến

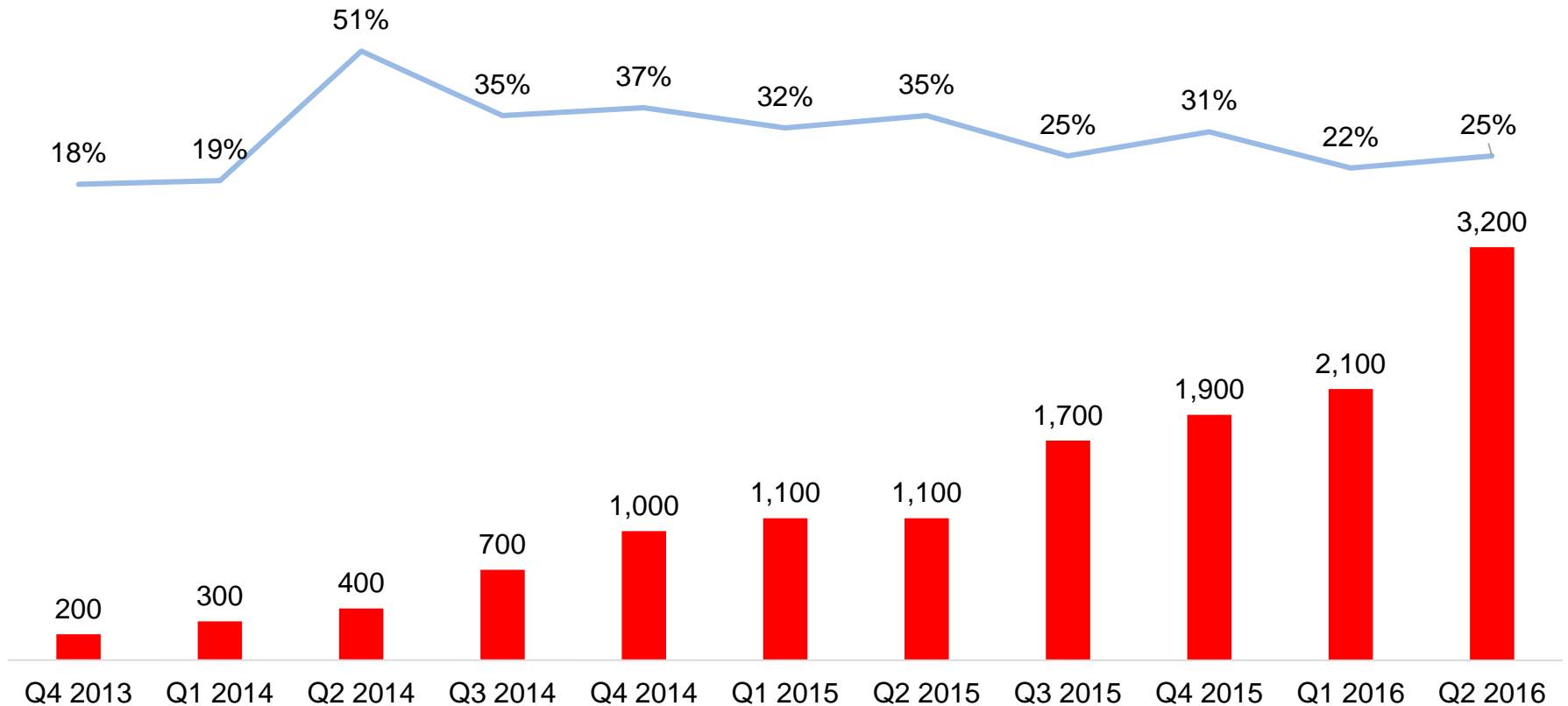


Nguồn: VCSC tổng hợp, thị trường TP. HCM

Nhà phố/biệt thự: Cầu lớn nhưng cung tăng mạnh ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thu

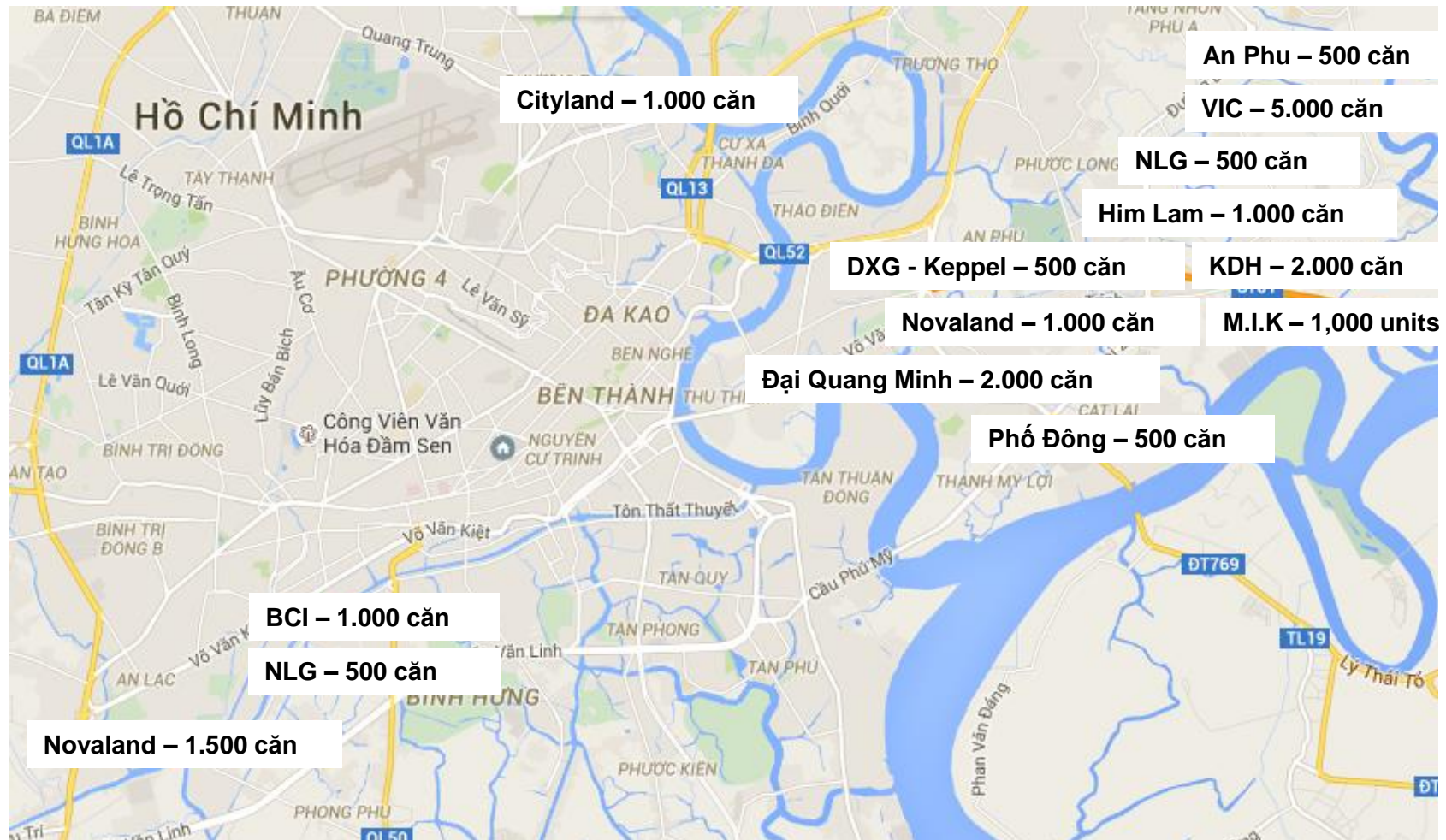
Cung nhà phố/biệt thự tại TP. HCM - căn

Supply Absorption rate



Nguồn: Savills – thị trường TP. HCMC

Nhà phố/biệt thự: Nhiều căn mới sẽ được tung ra thị trường từ 2016-2018. Tình hình các dự án có giá phải chăng (130.000-200.000 USD/căn) sẽ tiếp tục khả quan.



Nguồn: Savills, VCSC tổng hợp và ước tính các dự án quy mô lớn tại TP. HCM

BDS: Bước vào giai đoạn giảm của chu kỳ

So sánh diễn biến chỉ số BDS và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg

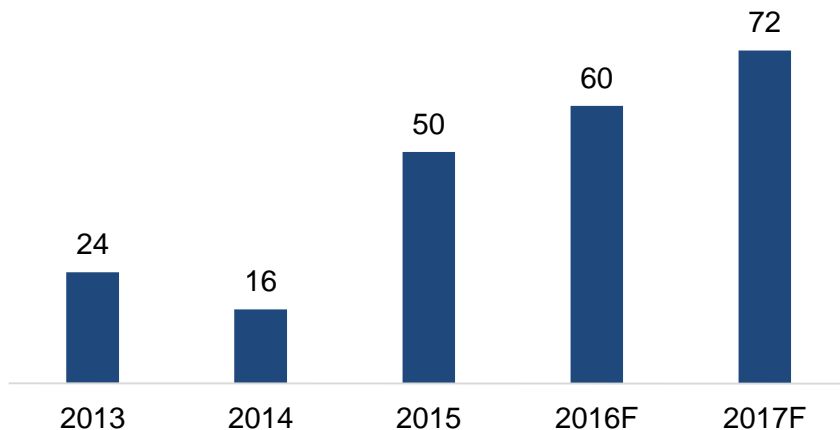
Công ty	Mã cp	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	Room NN còn lại (triệu USD)	Giá mục tiêu (đ/cp)	Giá hiện tại (đ/cp)	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	% tăng trưởng EPS 2015	% tăng trưởng EPS 2016	% tăng trưởng EPS 2017	P/E 2016 (x)	P/B trượt (x)
Vingroup	VIC	PHTT	4.404	720	47.300	49.400	-4,3%	0,0%	-65,4%	60,0%	189,7%	50,9	3,9
Đất Xanh	DXG	MUA	80	7	23.200	15.300	37,9%	0,0%	43,5%	-15,6%	-25,6%	7,0	0,9
Khang Điền	KDH	KQ	183	0	24.800	22.800	11,8%	3,1%	49,1%	26,6%	76,2%	9,9	1,2

VIC – Chủ đầu tư hàng đầu nhưng giá cổ phiếu hợp lý trên cơ sở lợi nhuận điều chỉnh theo rủi ro

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Chủ đầu tư dự án cao cấp lớn nhất** với nhiều thành tích xây dựng các dự án lớn.
- **Hưởng lợi nhờ danh mục sản phẩm đa dạng** trên cả nước nên giảm rủi ro thanh khoản.
- **Nhưng giá cổ phiếu hợp lý** trong khi rủi ro ngày càng cao.
- **Rủi ro chính:** Tình trạng dư cung có thể ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của VIC trong khi lĩnh vực bán lẻ hàng tiêu dùng tiếp tục lỗ lớn.

VIC's residential contract sales – VND'000bn



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	KQ
Giá ngày 30/06, đ/cp	49.400
Giá mục tiêu, đ/cp	47.300
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	-4,3%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	4.404
GTGD TB 30 ngày, triệu USD	1,5
Room NN, triệu USD	720

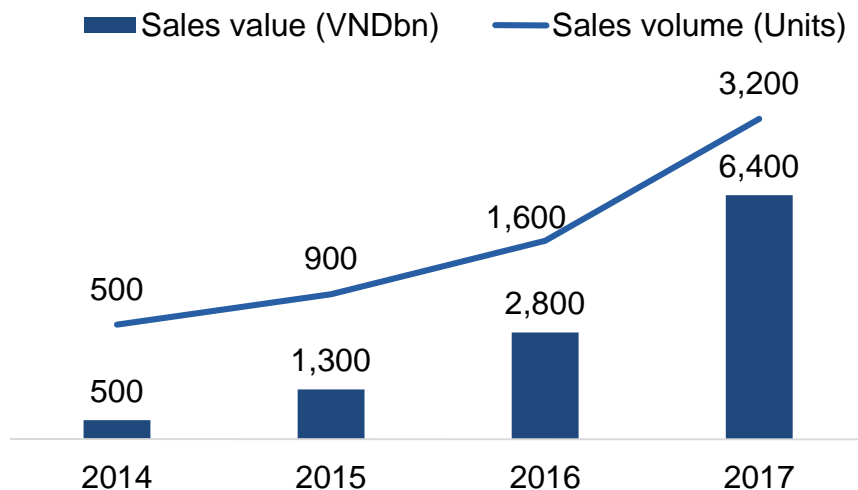
CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	22,8%	45,9%	63,1%
Tăng trưởng LN trước thuế	-47,3%	40,3%	189,7%
Tăng trưởng LN ròng	-61,5%	60,0%	189,7%
Tăng trưởng EPS	-65,4%	60,0%	189,7%
PER theo giá thị trường	81,4x	50,9x	17,6x
PBR theo giá thị trường	4,3x	3,9x	3,2x
ROE	5,6%	8,1%	20,2%
LS cổ tức theo giá thị trường	0,0%	0%	0%

DXG – Am hiểu thị trường nên lựa chọn đúng phân khúc và chiến lược phát triển

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Lựa chọn chiến lược sáng suốt** khi mở rộng vào phân khúc thấp-trung cấp, giá dưới 25 triệu đồng/m².
- **Đã khẳng định khả năng bán hàng** với thị phần môi giới cả nước 20%.
- **Tình hình tài chính lành mạnh** với 30% vốn CSH là tiền mặt, hỗ trợ chiến lược mua lại dự án
- **Rủi ro chính:** Chưa khẳng định được khả năng quản lý nhiều dự án cùng một lúc. Áp lực dư cung tại phân khúc trung cấp.



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	MUA
Giá ngày 30/06, đ/cp	15.300
Giá mục tiêu, đ/cp	23.200
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức*	37,9%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	80
GTGD TB 30 ngày, triệu USD	0,4
Room NN, triệu USD	7

CHỈ SỐ CHÍNH

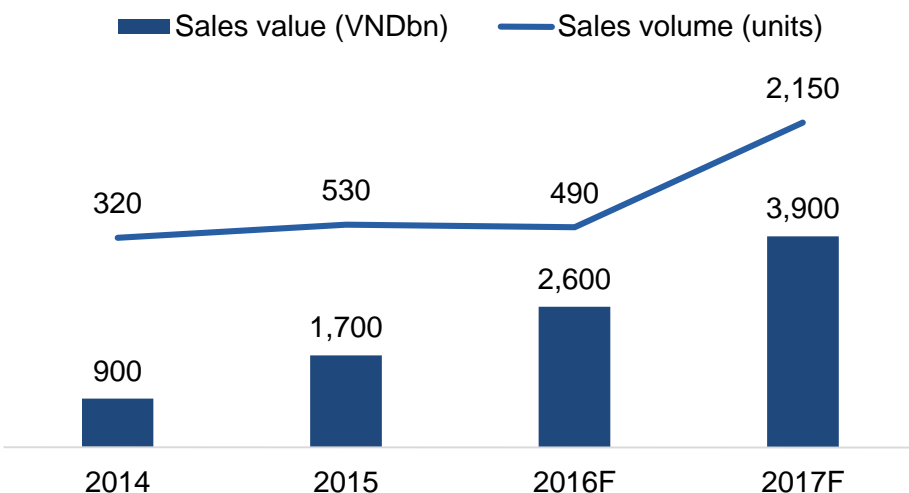
	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	175,5%	58,2%	-2,7%
Tăng trưởng LN trước thuế	102,9%	25,5%	3,8%
Tăng trưởng LN ròng	100,6%	32,5%	2,9%
Tăng trưởng EPS	43,5%	-15,6%	-25,6%
PER theo giá thị trường*	5,9x	7,0x	9,4x
PBR theo giá thị trường*	0,9x	0,9x	0,7x
ROE	19,0%	12,8%	11,3%
LS cổ tức theo giá thị trường	0,0%	0,0%	0,0%

* Adjusted for the upcoming 1:1 rights issue

KDH – Triển vọng dài hạn tích cực nhưng thiếu yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Chủ đầu tư nhà phố uy tín nhất TP. HCM** với khả năng thi công đã được khẳng định và sản phẩm hấp dẫn.
- **Dự báo tăng trưởng mạnh 2016-2020 nhưng giá cổ phiếu hợp lý trong vòng 1 năm tới.**
- **Triển vọng dài hạn tích cực** với quỹ đất mới 400ha nhờ mua lại BCI nhưng quá trình tái cơ cấu có thể kéo dài.
- **Rủi ro chính:** Cung tăng mạnh cả thành phố có thể ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của KDH.



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	KQ
Giá ngày 30/06, đ/cp	22.800
Giá mục tiêu, đ/cp	24.800
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	11,8%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	183
GTGD TB 30 ngày, triệu USD	0,1
Room NN, triệu USD	0

CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	69,1%	101,9%	80,1%
Tăng trưởng LN trước thuế	209,1%	81,8%	69,2%
Tăng trưởng LN ròng	155,0%	59,2%	76,2%
Tăng trưởng EPS	49,1%	26,6%	76,2%
PER theo giá thị trường	12,5x	9,9x	5,6x
PBR theo giá thị trường	1,3x	1,2x	1,0x
ROE	8,0%	11,7%	17,1%
LS cổ tức theo giá thị trường	3,5%	3,1%	6,6%

CII – BĐS là động lực tăng trưởng mới

TỔNG QUAN CÔNG TY

- CII là công ty tư nhân lớn và có uy tín nhất trong lĩnh vực phát triển cơ sở hạ tầng tại Việt Nam.
- Tập trung vào bốn mảng kinh doanh chính: cầu đường, nước, xây dựng, và BĐS.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Uy tín với cơ quan nhà nước và mô hình liên kết dọc hỗ trợ CII thực hiện các dự án với chi phí cạnh tranh. Cơ cấu tài chính giúp gia tăng IRR dự án và cải thiện dòng tiền.
- Chúng tôi tin rằng các dự án BĐS tại Khu đô thị mới Thủ Thiêm, Quận 2, TP. HCM sẽ mang đến lợi nhuận cao cho CII do chi phí ở mức thấp và vị trí đắc địa.
- Không còn rủi ro pha loãng và cổ tức bằng tiền mặt cao.
- Chúng tôi dự báo KQLN cả năm sẽ khả quan hơn so với kết quả quý 1 ở mức thấp. Lợi nhuận ròng năm 2016 dự báo tăng trưởng 21%.

RỦI RO

- Thiếu kinh nghiệm trong việc phát triển dự án BĐS
- Tỷ lệ đòn bẩy cao nên sự biến động của lãi suất sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	MUA
Giá ngày 30/06, đ/cp	26.300
Giá mục tiêu, đ/cp	28.800
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	17,1%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	308,6
GTGD TB 30 ngày, triệu USD	1,0
Room NN, triệu USD	0,0

CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	-32,8%	8,1%	186,6%
Tăng trưởng LN trước thuế	56,0%	1,2%	53,1%
Tăng trưởng LN ròng	60,9%	21,1%	27,9%
Tăng trưởng EPS	-11,8%	-4,6%	24,2%
PER theo giá thị trường	8,9x	9,3x	7,5x
PBR theo giá thị trường	1,8x	1,6x	1,4x
ROE	21,2%	20,8%	22,3%
LS cổ tức theo giá thị trường	6,1%	7,6%	6,1%

A light blue silhouette map of Vietnam is positioned on the right side of the slide, extending from the top right towards the bottom right. The map shows the country's geographical outline, including its coastline and major islands.

Ngành xi măng: Xây dựng công nghiệp sẽ kích thích sản lượng bán ra

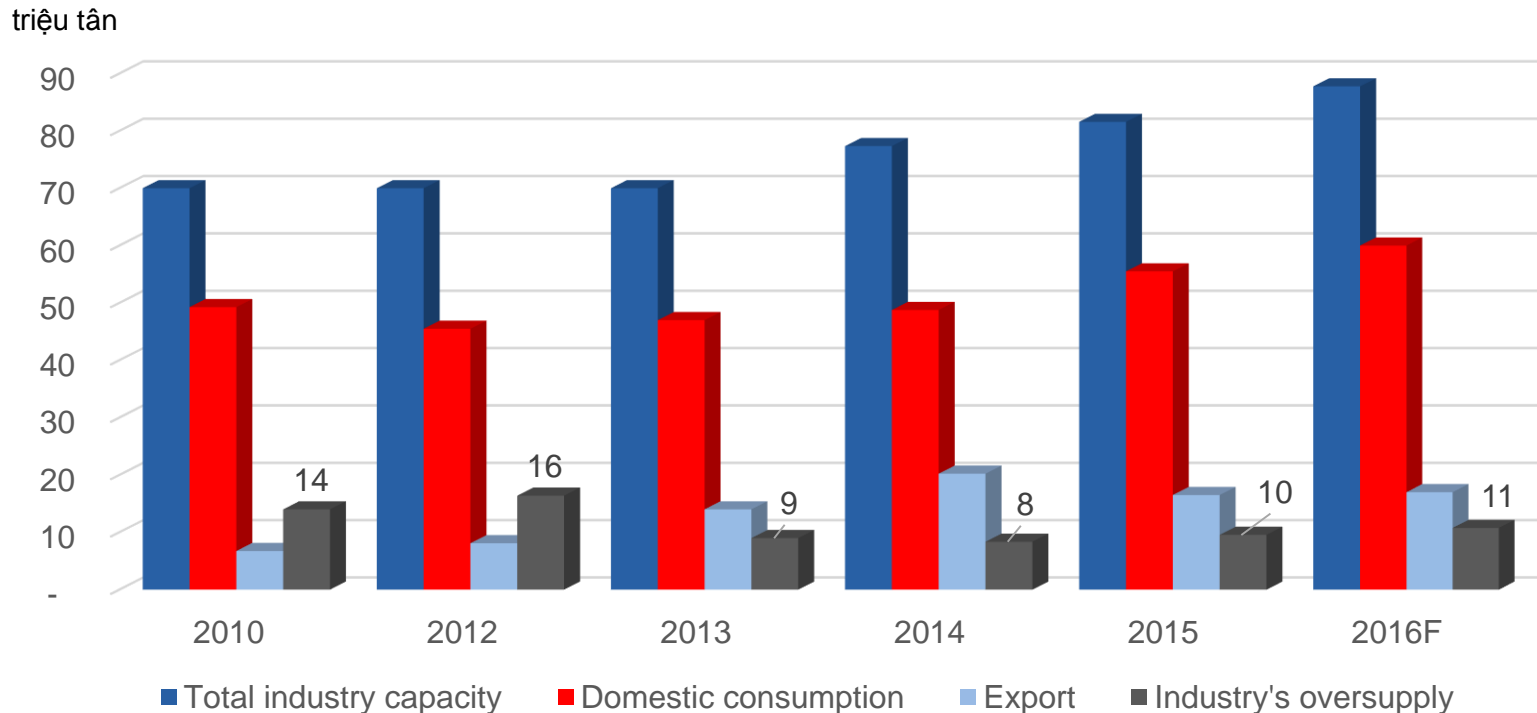
07/2016

VCSC RESEARCH

Xi măng – Xây dựng công nghiệp sẽ kích thích sản lượng bán ra

TỔNG QUAN

- Tiêu thụ xi măng đang phục hồi mạnh song song với sự bùng nổ của các hoạt động xây dựng. Tiêu thụ xi măng đạt mức tăng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái 17% trong 5 tháng đầu năm 2016, so với mức 1% trong 5 tháng đầu năm 2015.
- Tăng trưởng tại miền Nam cao hơn vì các dự án xây dựng tập trung tại đây (VD: metro). Thị trường miền Bắc vẫn yếu, trong đó tình trạng dư cung vẫn kéo dài.
- Công suất tăng, chủ yếu tập trung tại miền Bắc, khiến tình trạng dư cung tại khu vực này sẽ trầm trọng hơn trong tương lai.

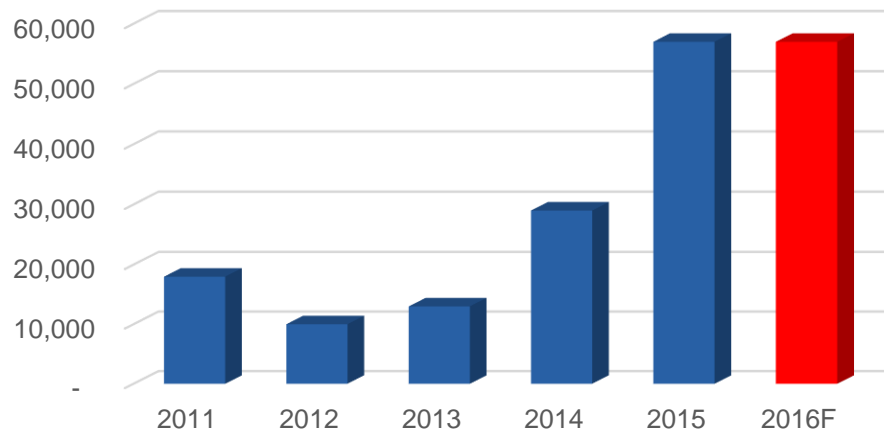


Nguồn: VNCA

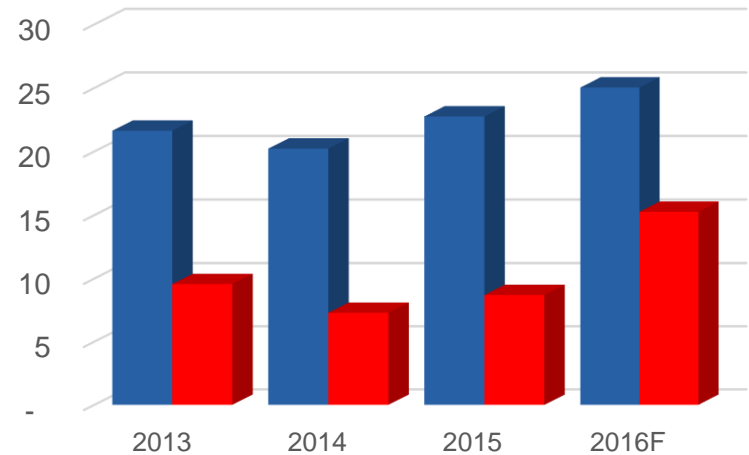
Xi măng – Xây dựng công nghiệp sẽ kích thích sản lượng bán ra

TRIỂN VỌNG

- VICEM có thể sẽ thực hiện IPO năm 2016, nhưng nhiều khả năng năm 2017.
- Trong 6 tháng cuối năm, công suất có thể tăng 6 triệu tấn, nhưng tập trung ở miền Bắc.
- Dòng vốn FDI chảy vào ngành xây dựng Việt Nam sẽ kích thích hoạt động xây dựng nhà máy.
- Thị trường BĐS tích cực sẽ kích thích tiêu thụ xi măng trong nước.
- Nhà nước đã phân bổ vốn để xây dựng cơ sở hạ tầng tiện ích công cộng.



Successful property transactions
in Ha Noi and Ho Chi Minh



■ FDI into Viet Nam(USD billion)

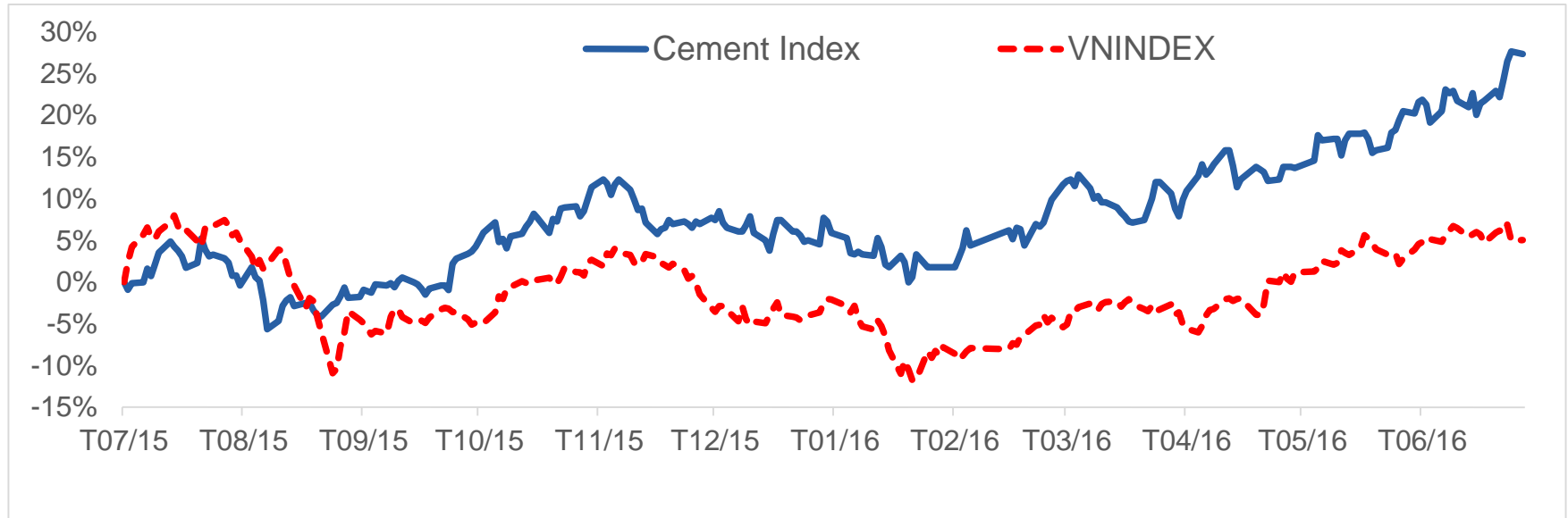
■ Government's development capital expenditure (USD billion)

CHIẾN LƯỢC

- Chúng tôi đánh giá các công ty xi măng tại miền Nam cao hơn nhờ tình hình cung cầu tại thị trường này lành mạnh và các cơ hội tăng trưởng lớn nhờ có nhiều dự án xây dựng.
- HT1 dẫn đầu thị trường này với thị phần 28,5% và có thể hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng này với các nỗ lực tăng cường bán hàng để giành thị phần trong năm nay.

Xi măng – Xây dựng công nghiệp sẽ kích thích sản lượng bán ra

So sánh diễn biến chỉ số Xi măng và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg – bao gồm HT1, BCC, BTS, HOM và VTV

Công ty	Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Room KN còn lại (triệu USD)	Giá mục tiêu VND / CP	Giá hiện tại VND / CP	TL tăng %	LS cổ tức theo giá hiện tại	TT EPS 2015 %	TT EPS 2016 %	TT EPS 2017 %	P/E 2016 (x)	P/B quý gần nhất (x)
Hà Tiên 1	HT1	MUA	371	39	36.300	29.900	21,4%	0%	138,6%	15,4%	22,2%	14,3x	2,1x

HT1 – Tận dụng đà xây dựng bùng nổ

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- HT1 là nhà sản xuất xi măng hàng đầu miền Nam với thị phần 28,5% tại khu vực này và 9% trên thị trường cả nước.
- Trong năm 2016, công ty sẽ hoạt động với công suất tối đa 6 triệu tấn, và có thể tự đáp ứng 100% nhu cầu clinker.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Vị thế vững chắc tại thị trường miền Nam, là nơi có cân bằng cung-cầu lạnh mạnh hơn và nhu cầu tăng mạnh hơn so với thị trường miền Bắc, hiện đang bị dư cung.
- KQLN Quý 1/2016 đầy ấn tượng với sản lượng xi măng bán ra cao hơn so với dự kiến, tăng 20,3% so với cùng kỳ năm ngoái và HT1 nỗ lực mở rộng thị phần trong năm 2016, dự kiến sản lượng bán ra sẽ tăng 31,6%.
- Tác động của tỷ giá đối với KQLN của HT1 sẽ giảm trong khi công ty sẽ thanh toán toàn bộ nợ bằng euro trong 5 năm tới. Đồng euro hiện đang yếu nên có lợi cho HT1.
- Định giá vẫn hấp dẫn: PER mục tiêu 2016 là 15,1 lần, dự báo EPS 2.413VND. EV/EBITDA tương ứng là 7,3 lần, so với của các công ty trong khu vực là 11 lần.


THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	MUA
Giá	29.200
Giá mục tiêu, VND/CP	36.300
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	24,3%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	371
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	0,1
Room NN , triệu USD	39

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	12,6%	25,3%	15,3%
Tăng trưởng LN trước thuế	140,1%	12,1%	22,2%
TT LNST trừ lợi ích CĐTS	142,3%	15,4%	22,2%
Tăng trưởng EPS	138,6%	15,4%	22,2%
PER theo giá thị trường	14,0x	12,1x	9,9x
PBR theo giá thị trường	2,1x	1,7x	1,7x
ROE	18,1%	17,2%	19,0%
LS cổ tức theo giá thị trường	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn CSH	1,3	0,9	0,8

(*) EPS được điều chỉnh theo các đợt tăng vốn cổ phần không gây pha loãng như trả cổ tức bằng cổ phiếu, và phát hành quyền mua, nếu có.

A light blue silhouette map of Vietnam is positioned in the upper right quadrant of the slide, partially overlapping the title text.

Ngành điện: Kỳ vọng đà phục hồi của thủy điện và việc mở rộng công suất điện khí

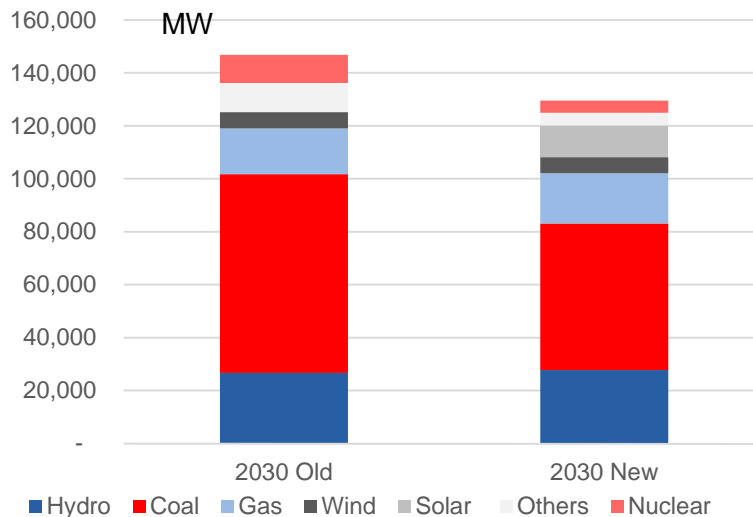
07/2016

VCSC RESEARCH

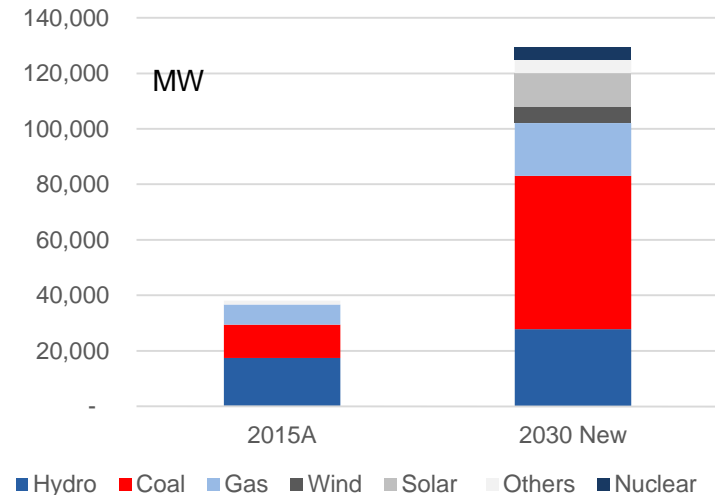
Ngành điện – Quy hoạch điện mới dự kiến công suất điện khí đến năm 2030 sẽ tăng gấp ba lần

- Tiêu thụ điện/đầu người của Việt Nam bằng 1/5 mức trung bình khu vực Châu Á – Thái Bình Dương; trong khi giá điện thấp hơn 50% so với các nước khác tại khu vực này.
- Quy hoạch điện 7 điều chỉnh được thông qua trong tháng 04/2016, qua đó giảm mục tiêu công suất 12% chủ yếu do giảm công suất điện than và điện nguyên tử. Công suất điện khí và mặt trời tăng 10% vì Chính phủ ưu tiên năng lượng sạch.
- Theo kế hoạch mới, công suất điện khí đến năm 2030 dự kiến tăng gần gấp ba lần.

Cơ cấu sản lượng điện theo kế hoạch
(trước đây và hiện nay)



Triển vọng sản lượng

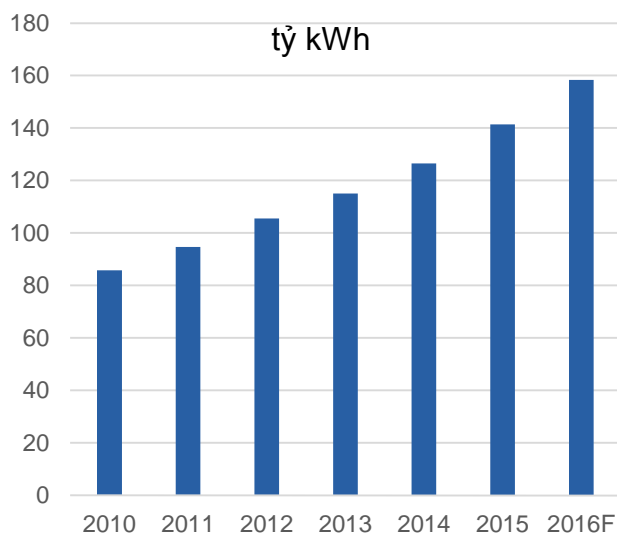


Nguồn: Bộ Công Thương, EVN và VCSC

Ngành điện – Hạn hán nghiêm trọng 6 tháng đầu năm

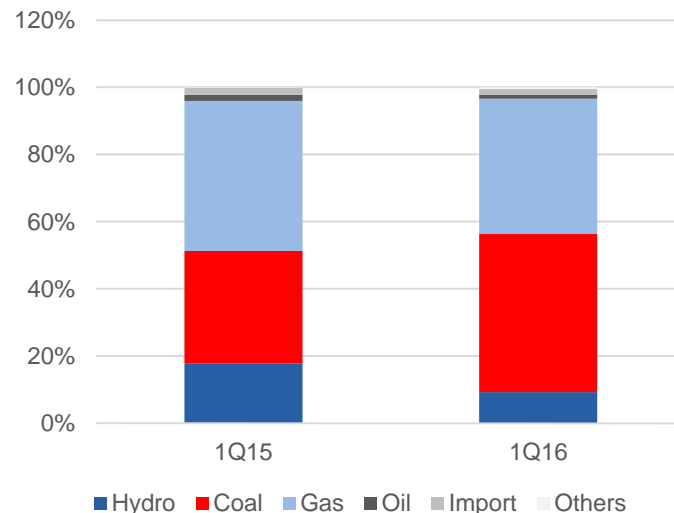
- **Tình hình 6 tháng đầu năm:** Cầu mạnh: Tiêu thụ điện cả nước 5 tháng đầu năm tăng 12,3%. Tiêu thụ điện tại miền Nam tăng 13,3% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ sản xuất công nghiệp. Nguồn cung yếu: Không có nhiều nhà máy điện, thủy điện giảm do hạn hán.
- Thị trường phát điện cạnh tranh: Giá điện tại miền Nam cao, tại miền Bắc thấp trong 6 tháng đầu năm.
- Chính phủ đề ra mục tiêu không tăng giá điện bán lẻ trong năm 2016.
- **Triển vọng dài hạn:** Cầu vẫn tăng trưởng mạnh 10%-12%/năm, dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng cao hơn so với mức cung (tăng trưởng chưa đến 10%) trong hai năm tới
- Dự kiến miền Nam sẽ khan hiếm điện nghiêm trọng, với tiến độ các nhà máy điện than Long Phú và Sông Hậu còn chậm.
- Thị trường phát điện cạnh tranh bán buôn hiện đang trong giai đoạn thử nghiệm và dự kiến sẽ chính thức đi vào hoạt động năm 2019.

Tiêu thụ điện của Việt Nam



Nguồn: EVN và VCSC

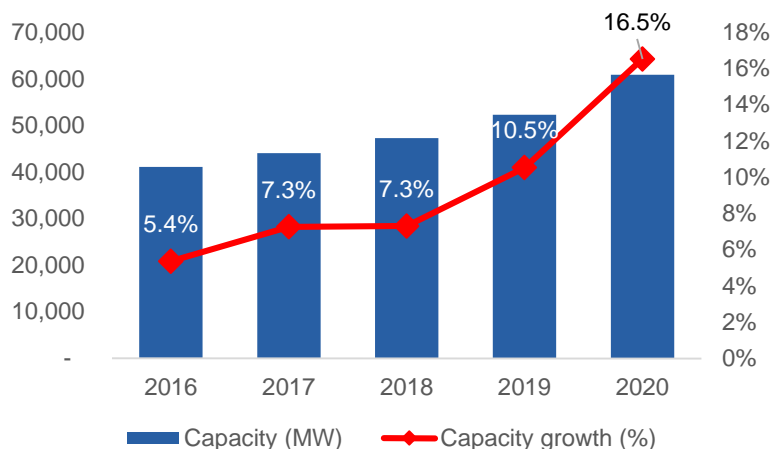
Cơ cấu sản lượng điện Quý 1/2016



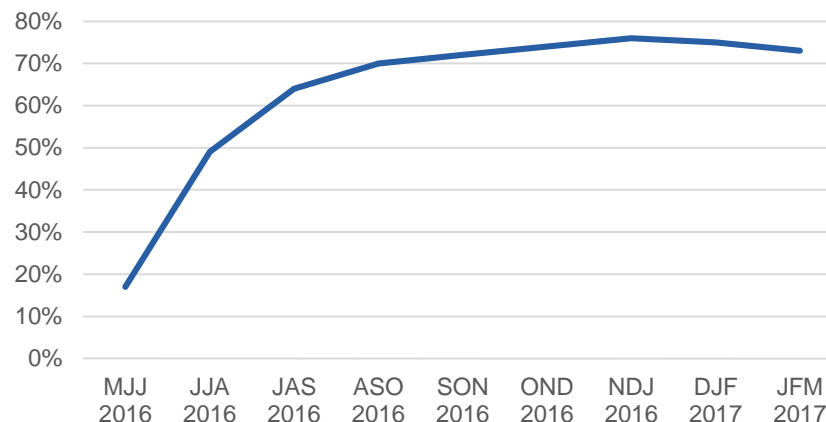
Nguồn: EVN và VCSC

Ngành điện – Nhiều khả năng La Nina sẽ giúp thủy điện phục hồi mạnh

Triển vọng sản lượng điện của Việt Nam



Xác suất hiện tượng La Nina xảy ra



Nguồn: EVN và VCSC

CHIẾN LƯỢC

- Lựa chọn các cổ phiếu thủy điện tốt, vẫn chưa được đánh giá xứng đáng như SJD, VSH, và SHP vì hiện hạn hán đã chấm dứt và hiện tượng La Nina nhiều khả năng sẽ xảy ra.
- Chúng tôi đánh giá cao các nhà máy nhiệt điện vận hành tốt, vẫn hưởng lợi từ tình trạng khan hiếm điện tại miền Nam bất chấp La Nina, chưa được định giá xứng đáng, và có kế hoạch mở rộng công suất cụ thể. VD: NT2, dự kiến đến năm 2021 sẽ tăng gấp đôi công suất.
- Xem xét tham gia vào đợt IPO của Genco 3, PV Power.
- Xem xét các công ty tư vấn và xây dựng như TV2 và VNE vì các công ty này sẽ hưởng lợi nhờ hàng loạt các nhà máy điện mới.

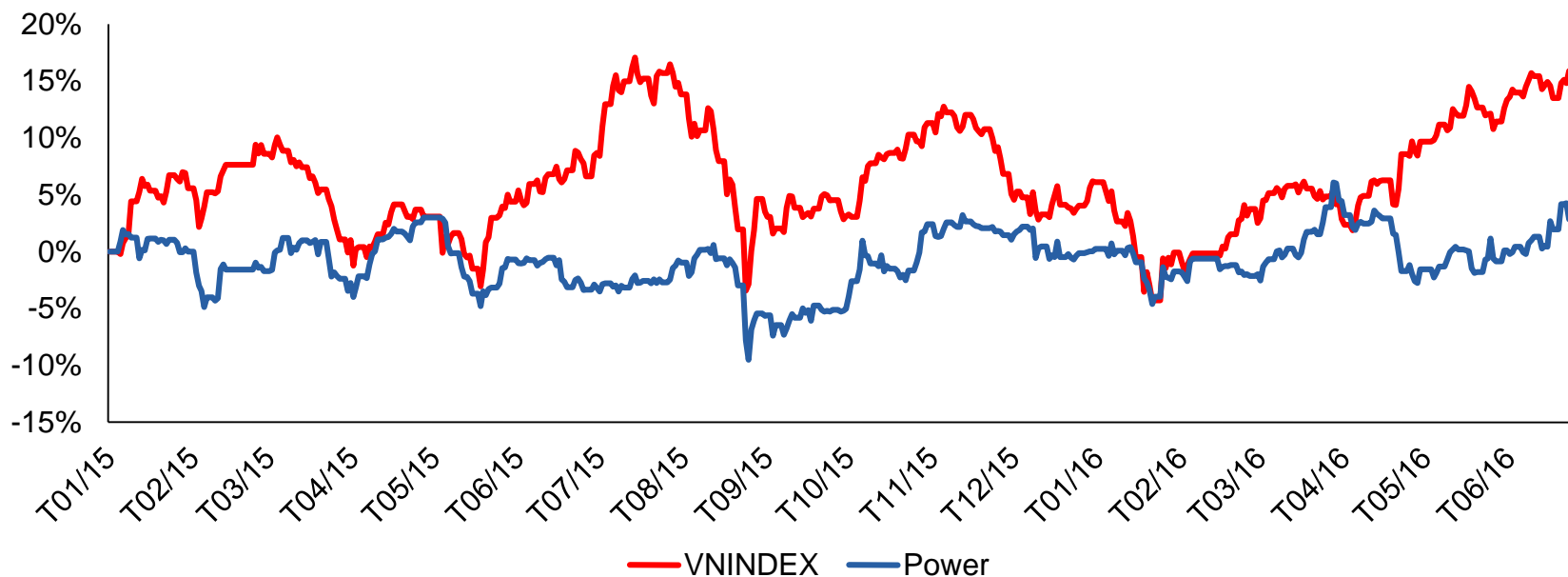
RỦI RO

- Lỗ do chênh lệch tỷ giá liên quan đến các khoản nợ bằng đồng JPY và USD.
- Cơ chế khí đầu vào tiếp tục thay đổi và giá dầu tiếp tục tăng có thể ảnh hưởng đến các nhà máy điện khí.

Nguồn: International Research institute for Climate & Society

Điện – Thủy điện kém, ảnh hưởng đến kết quả toàn ngành

So sánh diễn biến chỉ số Điện và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Room KN còn lại (triệu USD)	Giá mục tiêu VND / CP	Giá hiện tại VND / CP	TL tăng %	LS cổ tức theo giá hiện tại	TT EPS 2015 %	TT EPS 2016 %	TT EPS 2017 %	P/E 2016 (x)	P/B quý gần nhất (x)
NT2	KQ	417,8	121,1	39.900	34.700	15,0%	7,5%	57,0%	5,1%	-13,1%	7,5	1,9
PPC	KQ	258,0	92,1	15.600	14.400	8,3%	9,7%	59,7%	-7,8%	-8,4%	9,7	0,8

Các mã không đánh giá: Một số cổ phiếu thủy điện hiện tỏ ra hấp dẫn

- SJD: lợi suất ổn định, P/E thấp nhất
- VSH: Dự án Thượng Kon Tum dự kiến đến cuối năm 2018 sẽ được hoàn tất. Quý 3 là giai đoạn thấp điểm của VSH, cho thấy đây có thể là thời điểm phù hợp để mua vào.
- SHP: Yếu tố chính cần theo dõi là sản lượng nhà máy Da M'ri.

Mã	Công ty	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	Lợi suất cổ tức (%)	ROE (%)	P/B (x)	TTM P/E (x)	GTGD 30 ngày (nghìn USD)
VSH	VĨNH SƠN – SÔNG HÌNH	138	7,1	8,3	1,1	13,2	8.614
CHP	THỦY ĐIỆN MIỀN TRUNG	115	7,8	20,5	1,6	8,2	7.963
SHP	THỦY ĐIỆN MIỀN NAM	84	7,5	9,9	1,6	16,0	3.521
TMP	THỦY ĐIỆN THÁC MỜ	82	9,6	13,6	1,7	12,5	459
TBC	THỦY ĐIỆN THÁC BÀ	68	7,6	12,0	1,7	13,7	604
SJD	THỦY ĐIỆN CẢN ĐƠN	57	9,1	15,6	1,2	7,8	7.405
KHP	THỦY ĐIỆN KHÁNH HÒA	18	10,0	15,6	0,7	4,5	4.826
SBA	SÔNG BA	26	10,3	6,5	0,9	13,3	2.053

Một số ý tưởng khác để đầu tư vào cổ phiếu: Tham gia các đợt IPO hoặc đầu tư vào các nhà cung cấp dịch vụ tư vấn, xây lắp ngành điện

IPO của Genco 3:

- Một trong ba trụ cột sản xuất điện của EVN, công suất gần 8.000MW (20% công suất lắp đặt ngành điện Việt Nam).
- Dự kiến IPO vào tháng 08/2016.
- Sẽ chào bán 49% cổ phần.
- Vốn cổ phần có thể đạt 1 tỷ USD.
- Định giá doanh nghiệp đã được thực hiện xong, chờ Thủ tướng thông qua kế hoạch cổ phần hóa.
- Sẽ hưởng lợi nhờ thị trường phát điện cạnh tranh bán buôn.

IPO của PV Power:

- Là đơn vị sản xuất điện của PetroVietnam Group.
- Dự kiến sẽ IPO trong tháng 10/2016.
- Sẽ chào bán 49% cổ phần.
- Vốn cổ phần hiện tại: Khoảng 1 tỷ USD.
- Đang thực hiện định giá doanh nghiệp.
- PV Power đang thương lượng với Tohoku (Nhật Bản), SK, Kospo (Hàn Quốc), và Tan Power.
- Sẽ hưởng lợi nhờ thị trường phát điện cạnh tranh bán buôn.

- **TV2** (CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2): Sẽ hưởng lợi nhờ công suất điện cả nước tăng gấp ba lần trong 15 năm tới, vì PECC1234 có thị phần lập kế hoạch, khảo sát mặt bằng, và nghiên cứu tiền khả thi lên đến 85%.
- **VNE** (Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam) & **SJE** (CTCPSông Đà 11): Các công ty xây dựng đường truyền này sẽ hưởng lợi nhờ nhu cầu đường truyền và mở rộng trạm biến áp trị giá 10 tỷ USD trong 5 năm tới. VNE có thị phần 35%-40% và cạnh tranh với Power Construction JSC No 1, 2, 4.
- **L10** (CTCP Lilama 10) & **LM8** (CTCP Lilama 18): Các công ty xây dựng nhà máy điện này sẽ hưởng lợi nhờ việc mở rộng công suất điện than 4 lần và điện khí 3 lần.

NT2 – Định giá tăng nhờ triển vọng nhà máy thứ hai và khả năng xây dựng nhà máy thứ ba

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- NT2 là một trong những nhà máy điện khí mới nhất, hiện đại nhất miền Nam, cung cấp trung bình 4,5 tỷ kWh điện/năm và đóng góp 4,5% tổng nguồn cung điện cả nước.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tài sản tốt. Nhà máy điện khí hiện đại nhất Việt Nam. Hiệu suất cao nhất. Vốn đầu tư thấp nhất, chỉ 0,9 triệu USD/MW.
- Hợp đồng mua bán điện lý tưởng. Hợp đồng mua bán điện 10 năm cố định 80%-90% sản lượng với chi phí đầu vào lớn nhất (khí) được chuyển 100% sang EVN.
- Với việc áp dụng giá sàn, NT2 vẫn cạnh tranh mạnh so với các nhà máy điện than, đạt KQLN Quý 2 tích cực, trong đó LNST cốt lõi tăng trưởng 19% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Nhà máy Nhơn Trạch 3 nhiều khả năng sẽ được cấp phép cuối năm nay và việc cấp phép sẽ hỗ trợ mạnh giá cổ phiếu.
- Thị trường cạnh tranh bán buôn đi vào hoạt động và khả năng xây dựng nhà máy Nhơn Trạch 4 là các yếu tố hỗ trợ khác trong dài hạn.

RỦI RO

- Tình hình kinh tế và khí hậu. Sản lượng bán ra thay đổi 5% sẽ khiến giá mục tiêu thay đổi 14%.
- Lỗ từ chênh lệch tỷ giá liên quan đến nợ bằng đồng euro và USD nhưng công ty đang thanh toán dần nợ.

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	KQ
Giá ngày 30/06/2016	34.700
Giá mục tiêu, VND/CP	39.900
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	22,5%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	417,6
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	0,8
Room NN , triệu USD	120,4

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	-4,7%	-3,0%	-1,3%
Tăng trưởng LN trước thuế	-24,5%	6,1%	-4,8%
TT LNST trừ lợi ích CĐTS (*)	57,0%	5,1%	-13,1%
Tăng trưởng EPS (*)	57,0%	5,1%	-13,1%
Nợ gộp/CSH	1,2	0,9	0,7
PER theo giá thị trường	7,8x	7,4x	8,6x
PBR theo giá thị trường	1,9x	1,7x	1,5x
ROE	25,3%	24,1%	19,1%
LS cổ tức theo giá thị trường	6,3%	7,5%	6,3%

(*) LNST và EPS được điều chỉnh theo lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá

A light blue silhouette map of Vietnam is positioned in the upper right quadrant of the slide, partially overlapping the title text.

Dầu khí: Đầu tư vào các yếu tố có thể dự báo hơn là giá dầu

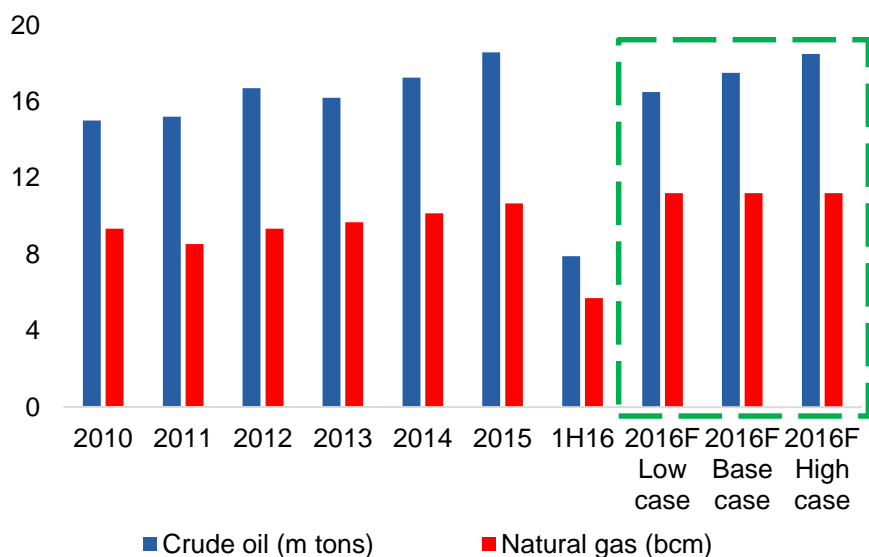
07/2016

VCSC RESEARCH

Dầu khí – Giá dầu thấp ảnh hưởng mạnh đến hoạt động thăm dò và khai thác 6 tháng đầu năm

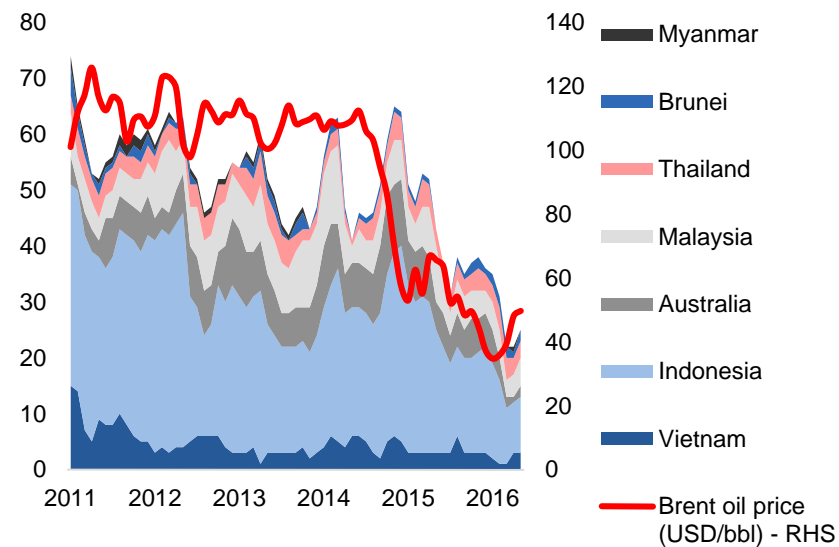
- Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng dầu thô của PVN giảm 6,1% xuống 7,9 triệu tấn vì giá dầu thấp hơn so với chi phí sản xuất trung bình tại Việt Nam. Tuy nhiên, sản lượng khí tự nhiên tăng 5,9% lên 5,7 tỷ m³.
- Hoạt động khai thác và phát triển (trừ nước sâu) bị tạm ngưng, khiến nhiều giàn khoan không hoạt động, cắt giảm lượng và nhân viên.
- Sản lượng dầu thô dự kiến sẽ phần nào phục hồi trong 6 tháng cuối năm nhờ giá dầu phục hồi trong thời gian gần đây cũng như mục tiêu tăng trưởng của Chính Phủ.

Sản lượng dầu khí của Việt Nam



Nguồn: Bộ Công Thương, ước tính của VCSC

Số giàn khoan một số nước trong khu vực và giá dầu

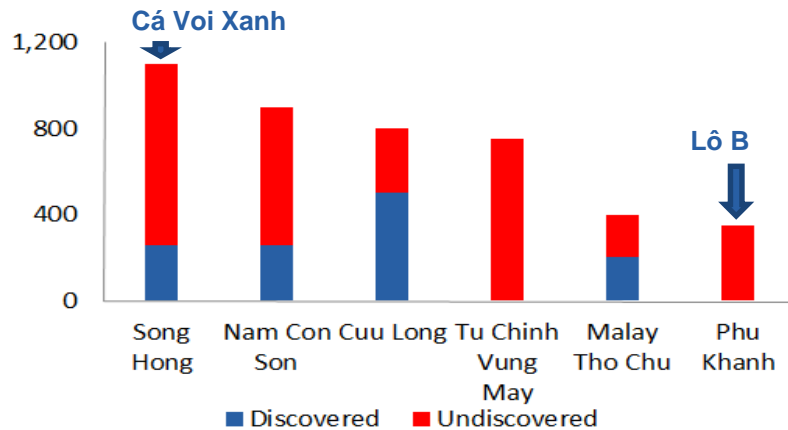


Nguồn: Bloomberg

Dầu khí - Tuy nhiên, các dự án Lô B và Cá Voi Xanh sẽ tiếp tục được triển khai

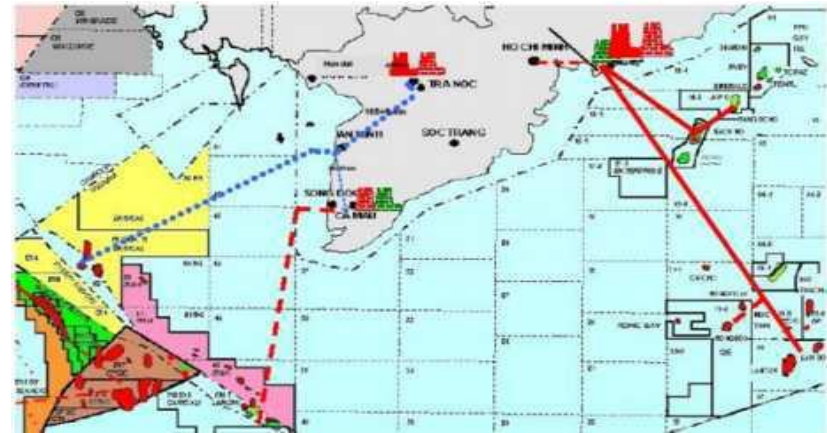
- PVN đã công bố khởi công trở lại dự án Lô B hồi tháng 04/2016. Kế hoạch phát triển mỏ đã được hoàn tất và hiện đang xin giấy phép. Dự án mang tầm quan trọng chiến lược trong việc đáp ứng nhu cầu khí của Việt Nam nên khó có bị ảnh hưởng tiến độ dù trong trường hợp giá dầu giảm.
- Dự án Cá Voi Xanh đã được đẩy mạnh trong chuyến thăm Việt Nam gần đây của Tổng thống Obama. Dự án hiện đang trong giai đoạn đàm phán giá khí và lập kế hoạch phát triển mỏ, và PVN và Exxon Mobil dự kiến sẽ bắt đầu khai thác khí từ năm 2021.
- Lọc dầu: Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn (công suất 10 triệu tấn, gấp 1,5 lần Nhà máy Lọc dầu Dung Quất) hiện đã được hoàn tất 80% và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Quý 2/2017. Gazprom Neft đã hủy kế hoạch mua lại 49% cổ phần Dung Quất. PTT Thailand và Saudi Aramco cũng tạm hoãn dự án lọc dầu trị giá 22 tỷ USD.

Trữ lượng bể khí Việt Nam năm 2014 (triệu m3 dầu quy đổi)



Nguồn: VCSC.

Các đường ống dẫn khí hiện nay (đỏ) và đường ống dẫn khí Lô B (chấm xanh)

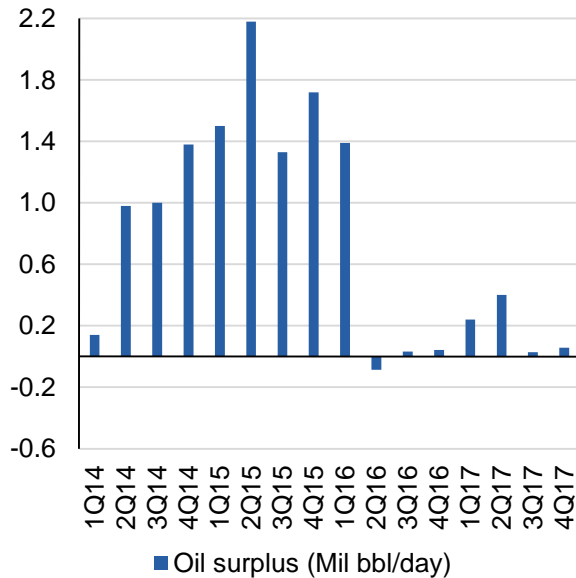


Nguồn: PVN & VCSC

Dầu khí – Các chuyên gia dự báo giá dầu sẽ phục hồi nhưng rủi ro vẫn còn tồn tại

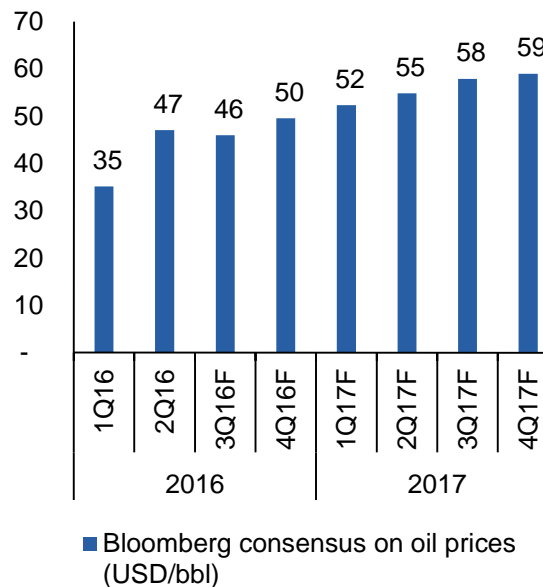
- Các doanh nghiệp điều hành dầu khí Việt Nam đang chờ giá dầu đạt 60-65USD/thùng để bắt đầu phát triển các mỏ mới và có thể cả các hoạt động thăm dò.
- Trên cơ sở ước tính của các chuyên gia, chúng tôi đưa ra giả định giá dầu trong kịch bản cơ sở là 45USD/thùng cho năm 2016, tăng 10USD/thùng mỗi năm và đi ngang tại mức 65USD/thùng năm 2018.
- Việc giải quyết tình trạng nguồn cung bị gián đoạn tạm thời (khủng bố tại Nigeria, cháy rừng tại Canada) và kết quả Brexit làm tăng thêm sự không ổn định và gây trở ngại cho việc phục hồi của giá dầu.

Goldman dự báo thiếu hụt dầu từ Quý 2/2016



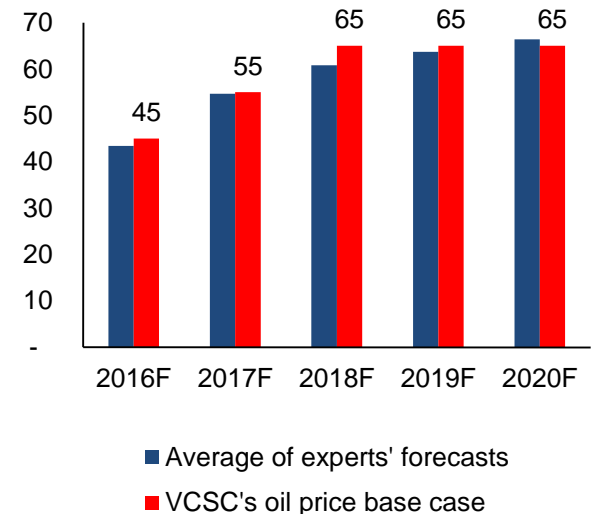
Nguồn: Goldman Sachs

Dự báo giá dầu Brent hàng quý



Nguồn: Bloomberg

Dự báo giá dầu Brent



Nguồn: GS, Bloomberg, EIA, Moody's, Reuters, VCSC

Dầu khí – Chúng tôi cho rằng nên dựa vào các yếu tố có thể dự báo hơn là giá dầu

CHIẾN LƯỢC

- Nếu lạc quan về giá dầu và tin tưởng giá dầu sẽ tiếp tục phục hồi, nhà đầu tư hãy đặt cược vào PVD, vì hoạt động công ty và giá cổ phiếu rất nhạy cảm đối với giá dầu. Tuy nhiên, định giá của PVD hiện theo chúng tôi là quá cao do trong thời gian qua giá cổ phiếu đã tăng và rủi ro điều chỉnh giá gia tăng. Giá dầu trung bình năm 2016 phải đạt khoảng 60USD/thùng thì mới có thể dẫn đến khuyến nghị MUA cho PVD.
- Theo chúng tôi, để giảm bớt rủi ro, nhà đầu tư có thể dựa vào các yếu tố có thể dự báo như dự án Lô B và Cá Voi Xanh, hiện gần như chắc chắn sẽ được khởi công và sẽ có lợi cho các công ty dịch vụ dầu khí.
- Nếu nhà đầu tư cho rằng giá dầu sẽ phục hồi chậm, chúng tôi khuyến nghị PVS: Đây sẽ là công ty đầu tiên hưởng lợi nhờ giành được hợp đồng liên quan đến Lô B (dự kiến năm 2016 và 2017) và phần nào tránh được ảnh hưởng của biến động giá dầu nhờ ký được nhiều hợp đồng Cơ khí dầu khí và các hợp đồng dài hạn FPSO/FSO. Định giá hấp dẫn.

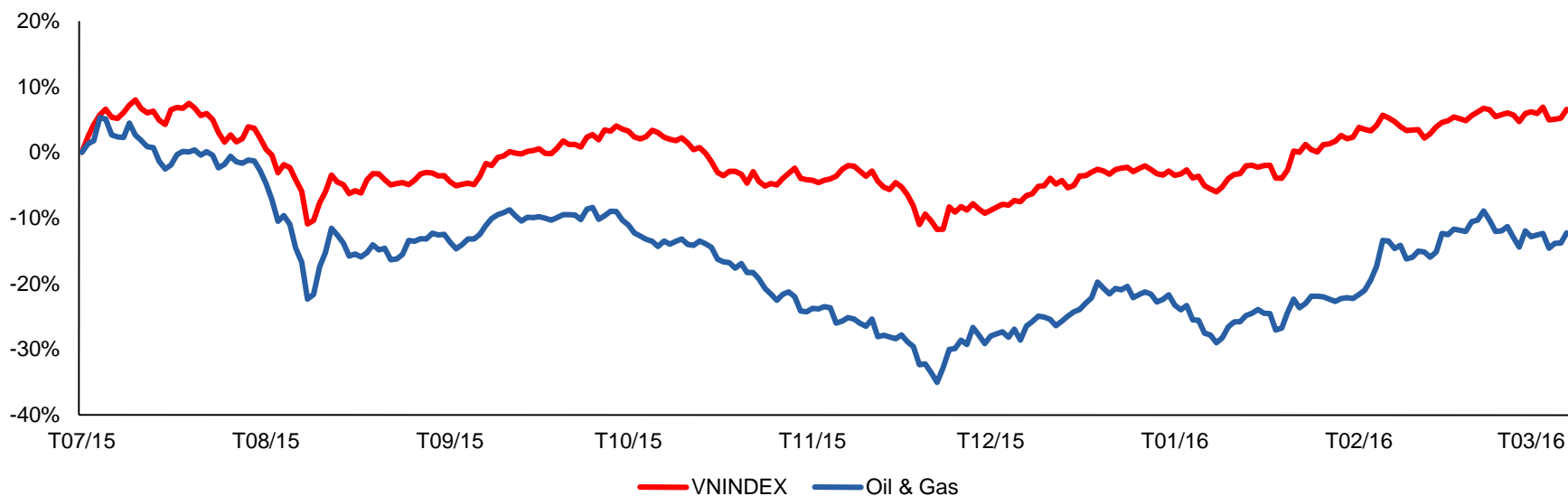
2016** Oil price (USD/bbl)	35	45	55
PVS	PHTT	KQ	MUA
DPM	KQ	KQ	KQ
PLC*	KQ	KQ	PHTT
GAS*	KKQ	PHTT	KQ
PVD	BÁN	KKQ	KQ

Nguồn: Dự báo của VCSC

(*) Dự kiến sẽ thay đổi trong báo cáo cập nhật sắp tới của chúng tôi, ** chúng tôi dự báo giá dầu sẽ tăng 10 USD/thùng mỗi năm đến 2018, bắt đầu từ giả định giá dầu 2016 của chúng tôi theo từng kịch bản.

Dầu khí: Dự báo sẽ phục hồi

So sánh diễn biến chỉ số dầu khí và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg

Công ty	Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Room KN còn lại (triệu USD)	Giá mục tiêu VND / CP	Giá hiện tại VND / CP	TL tăng %	LS cổ tức theo giá hiện tại	TT EPS 2015 %	TT EPS 2016 %	TT EPS 2017 %	P/E 2016 (x)	P/B quý gần nhất (x)
DẦU KHÍ (1)									-8,6%	-27,5%	18,0%	13,5	1,5
DVKT Dầu khí Việt Nam	PVS	KQ	357	76	19.900	18.000	10,6%	5,6%	-23,2%	-34,4%	6,0%	9,2	0,8
Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM	KQ	482	120	30.200	27.700	9,0%	10,8%	30,1%	-14,3%	-1,3%	9,7	1,2
Hóa dầu Petrolimex	PLC	KQ	106	45	34.300	29.500	16,3%	10,2%	24,9%	4,2%	12,2%	7,4	2,0
Tổng Công ty Khí Việt Nam	GAS	PHTT	5.102	2.369	47.800	60.000	-20,3%	5,0%	-39,6%	-23,9%	13,0%	17,9	2,8
Khoan và DV Khoan Dầu khí	PVD	KKQ	469	59	27.600	30.300	-8,9%	0,0%	-35,1%	-69,1%	60,3%	23,2	0,8

Quan điểm đầu tư các mã không đánh giá:

- Hưởng lợi từ Lô B: PVC, PXS, và PVB. Giá trị hợp đồng lần lượt bằng hai, và ba năm doanh thu.
- Hưởng lợi từ nhu cầu khí cao từ các KCN: PGD, CNG, PVG, và PGS.
- Hưởng lợi từ việc Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn hoàn thành: PVT (độc quyền vận chuyển dầu thô và các sản phẩm từ dầu, vận chuyển than cho nhà máy nhiệt điện Vũng Áng).

Mã	Công ty	GTVH (triệu USD)	Lợi suất cổ tức (%)	Nợ/Vốn CSH (x)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)
PVC	Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí	33,0	8,2	1,5	16,3	11,4	0,7
PXS	Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí	33,6	10,2	45,2	14,7	6,6	0,9
PVB	Bọc ống Dầu khí Việt Nam	19,6	9,9	(2,7)	25,0	9,0	0,9
PGD	Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam	184,0	2,8	0,2	19,0	30,1	3,3
CNG	CNG Việt Nam	47,3	7,7	(35,9)	35,1	9,2	2,8
PGS	Khí hóa lỏng Miền Nam	37,9	18,3	(22,4)	20,4	3,5	0,8
PVG	Khí hóa lỏng Miền Bắc	9,7	7,7	78,0	11,4	9,4	0,5
PVT	Vận tải Dầu khí	148,0	2,8	18,4	5,6	8,8	0,9

Nguồn: Bloomberg

PVS – Cổ phiếu an toàn và hưởng lợi từ dự án Lô B

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Nhà cung cấp hàng đầu dịch vụ kỹ thuật dầu khí từ thượng đến hạ nguồn, bao gồm Khảo sát địa chấn, Cơ khí dầu khí, Vận hành và Bảo dưỡng, Tàu kỹ thuật dầu khí, Cảng dầu khí, và Kho nổi (FSO/FPSO).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Không bị ảnh hưởng bởi giá dầu nhiều như PVD, hoạt động FPSO/FSO ổn định với giá thuê ngày ổn định nhờ hợp đồng 10 năm dù có thể có rủi ro giá thuê ngày FPSO Lam Sơn giảm nhẹ.
- Các đơn hàng chưa thực hiện Cơ khí dầu khí với doanh thu lên đến 1,1 tỷ USD, còn có thể tăng gấp đôi với hợp đồng Lô B.
- Lĩnh vực Khảo sát địa chấn, vốn phụ thuộc vào giá dầu, có tín hiệu cải thiện nhờ ký thêm hợp đồng và dự kiến sẽ giảm lỗ trong năm 2016.
- Giao dịch tại mức PER dự phóng 1 năm là 9,3 lần và thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu có tiềm năng tăng nhờ: (1) Triển vọng kinh doanh cải thiện nhờ giá dầu phục hồi; (2) Tiềm năng từ Lô B chưa được phản ánh; và (3) Lợi suất cổ tức hấp dẫn 5,5%.

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	KQ
Giá ngày 30/06/2016	18.200
Giá mục tiêu	19.900
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	14,8%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	357
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	1,0
Room NN , triệu USD	84

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	-26,3%	-20,0%	-1,3%
Tăng trưởng LN trước thuế	-20,8%	-34,0%	6,0%
TT LNST trừ lợi ích CĐTĐ	-23,2%	-34,4%	6,0%
Tăng trưởng EPS % chuẩn hóa	-23,2%	-34,4%	6,0%
Nợ/Vốn CSH (gộp)	21,9%	19,6%	17,0%
PER theo giá thị trường	6,1	9,3	8,8
PBR theo giá thị trường	0,8	0,8	0,7
ROE	13,3%	8,2%	8,3%
LS cổ tức theo giá thị trường	6,6%	5,5%	5,5%

(*) Tăng trưởng EPS chuẩn hóa được tính trên cơ sở EPS chuẩn hóa (khấu trừ các khoản mục bất thường và khoản trích vào quỹ khen thưởng, phúc lợi theo TT200).

DPM – Duy trì triển vọng dài hạn tích cực dù giá urea sụt giảm trong ngắn hạn

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Công ty sản xuất u-rê hàng đầu với thị phần 48% và kinh doanh các loại phân bón khác (NPK, SA, DAP).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tình hình từ đầu năm đến nay khó khăn do giá u-rê giảm dù công ty vẫn được hưởng lợi từ cơ chế giá dầu vào tính theo giá dầu.
- Khả năng áp dụng giá sàn đối khí dầu vào không phải là rủi ro lớn vì sẽ không xảy ra trước năm 2017 và sẽ chỉ cao hơn một chút so với giá định giá dầu của chúng tôi trong kịch bản cơ sở đối với năm 2017.
- Khả năng giá u-rê phục hồi, hạn hán chấm dứt, và Nhà máy Ninh Bình tiếp tục tạm ngưng hoạt động sẽ giúp khắc phục tình trạng dư cung trong nước và hỗ trợ giá.
- Nhà máy NH₃-NPK mới sẽ giúp DPM đa dạng hóa danh mục sản phẩm và tránh được biến động thất thường của giá u-rê trong tương lai.
- Chúng tôi cho rằng rủi ro giá u-rê giảm và việc áp dụng giá sàn đối với khí dầu vào hiện đã được phản ánh vì DPM hiện đang giao dịch tại PER trượt 12 tháng 8,3 lần, thấp hơn đến 40% so với các công ty phân đạm khác.
- Lợi suất cổ tức lên đến 10,8% và ROE lên đến 17%.

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	KQ
Price@ June 30, 2016	27.700
Target	30.200
Total Return incl. Div	19,8%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	482
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	0,5
Room NN , triệu USD	119

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	2,3%	-7,5%	11,2%
Tăng trưởng LN trước thuế	45,3%	-12,1%	-1,3%
TT LNST trừ lợi ích CĐTS	34,6%	-11,7%	-1,3%
Tăng trưởng EPS % chuẩn hóa	30,1%	-14,3%	-1,3%
Nợ/Vốn CSH (gộp)	2,8%	16,6%	30,1%
PER theo giá thị trường	8,3	9,7	9,8
PBR theo giá thị trường	1,3	1,3	1,2
ROE	17,0%	15,2%	14,6%
LS cổ tức theo giá thị trường	14,3%	10,8%	10,8%

(*) Tăng trưởng EPS chuẩn hóa được tính trên cơ sở EPS chuẩn hóa (khấu trừ các khoản mục bất thường và khoản trích vào quỹ khen thưởng, phúc lợi theo TT200).

A light blue silhouette map of Vietnam is positioned in the upper right quadrant of the slide. The map shows the country's geographical outline, including its coastline and major islands.

Logistics: Đầu tư vào các doanh nghiệp dẫn đầu và việc mở rộng công suất

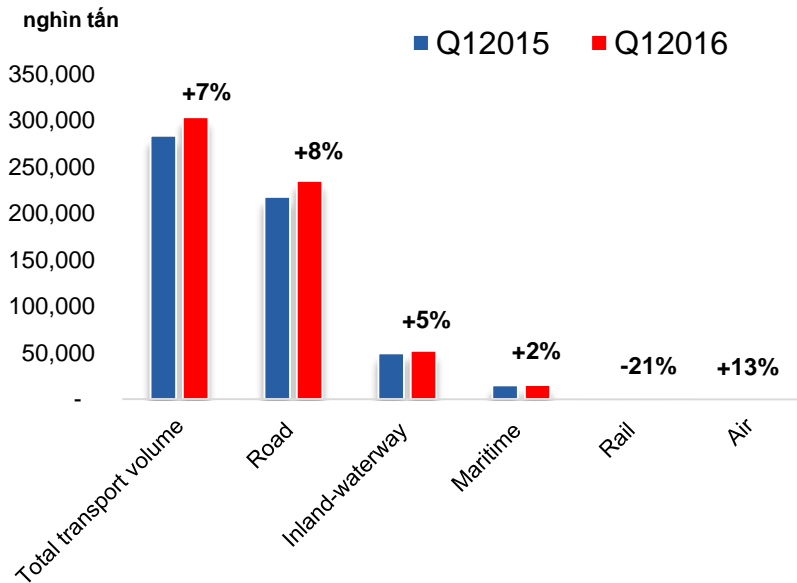
07/2016

VCSC RESEARCH

Logistics - Tăng trưởng tại cụm cảng Hải Phòng chứng lại dù cả nước tăng trưởng mạnh

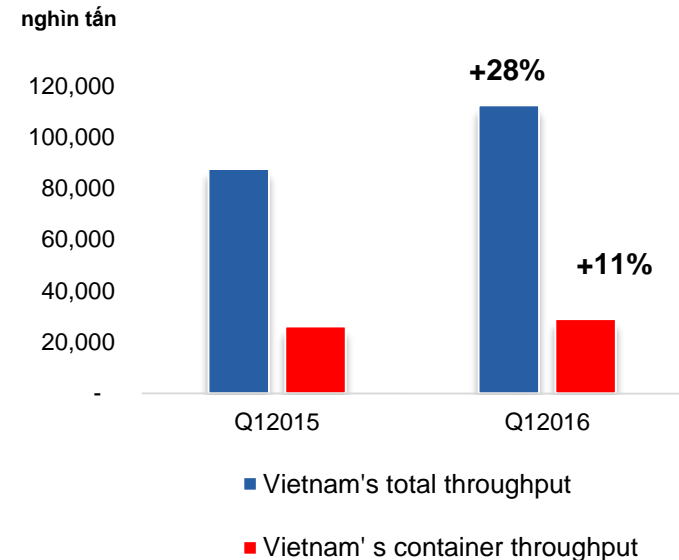
- Cảng biển: Trong Quý 1/2016, tổng lượng hàng hóa vận chuyển qua các cảng tại Việt Nam tăng mạnh 28% so với cùng kỳ năm ngoái lên 112.382 tấn, trong đó sản lượng hàng hóa container đạt 28.957 tấn, tăng 16%.
- Vận chuyển: Lượng hàng hóa vận chuyển trong Quý 1/2016 tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái. Vận chuyển bằng đường sắt giảm mạnh 21% trong khi đường hàng không và đường bộ tăng mạnh, lần lượt 13% và 8%.
- Tuy lượng hàng hóa vận chuyển qua các cảng toàn hệ thống tăng mạnh, lượng hàng hóa vận chuyển qua cụm cảng Hải Phòng vẫn không tăng trưởng vì Tết Âm lịch rơi vào tháng hai, thường là giai đoạn sôi động nhất Quý 1 của hoạt động điều hành cảng khu vực này.

Lượng hàng hóa vận chuyển tại Việt Nam trong Q1/2016



Nguồn: TCTK

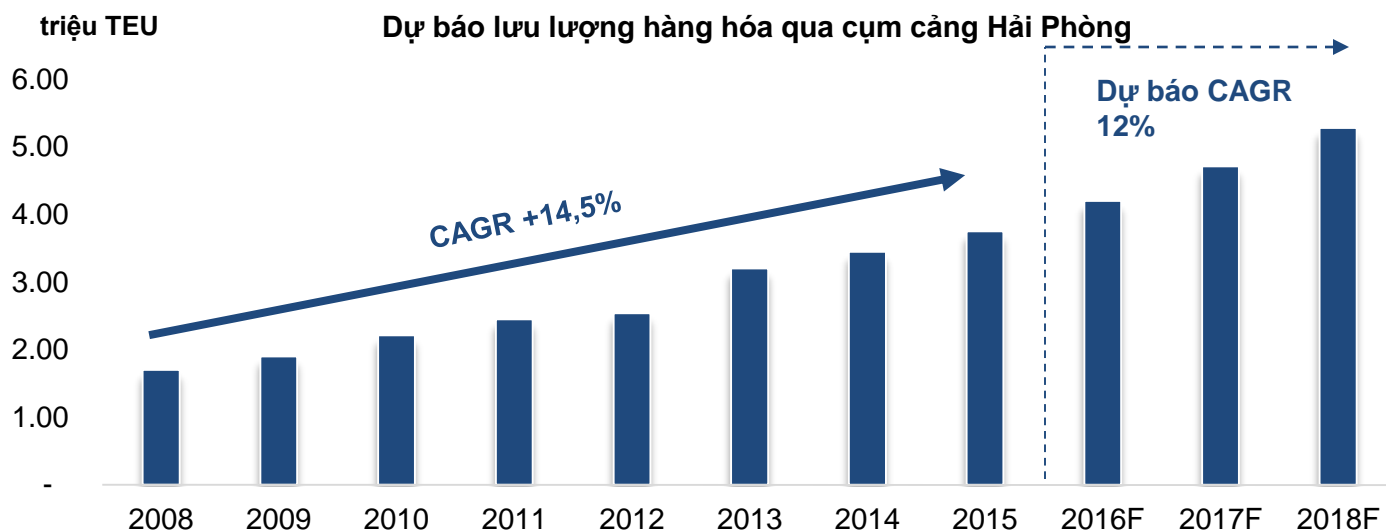
Tổng lượng hàng hóa qua các cảng Việt Nam Q1/2016



Nguồn: TCTK

Logistics – Chúng tôi cho rằng tất cả các lĩnh vực sẽ đạt kết quả cao trong 6 tháng cuối năm

- Cụm cảng Hải Phòng dự kiến sẽ tăng trưởng lưu lượng hàng hóa 12%-13% trong 6 tháng cuối năm nhờ thương mại tăng và công suất mở rộng. Tất cả các doanh nghiệp logistics chính trong khu vực này như GMD, VSC, và PHP đều có dự án mở rộng công suất hiện đang thi công và sẽ đi vào hoạt động giữa Quý 2 và Quý 3.
- Vận chuyển đường hàng không dự báo sẽ giữ được tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong cả năm 2016 nhờ các hoạt động kinh doanh hàng điện tử, máy móc, và linh kiện tăng mạnh 10% trong Quý 1. Nhà máy đầu tiêu của Samsung tiếp tục được hoạt động thử nghiệm và nhà máy thứ hai đang được thi công dự kiến sẽ là yếu tố hỗ trợ mạnh.
- Kho bãi sẽ tiếp tục đạt kết quả cao trong 6 tháng đầu năm 2016 nhờ tăng trưởng tổng mức bán lẻ mạnh hơn, và giải ngân FDI vào xây dựng tăng.



Nguồn: TCTK, dự báo của VCSC

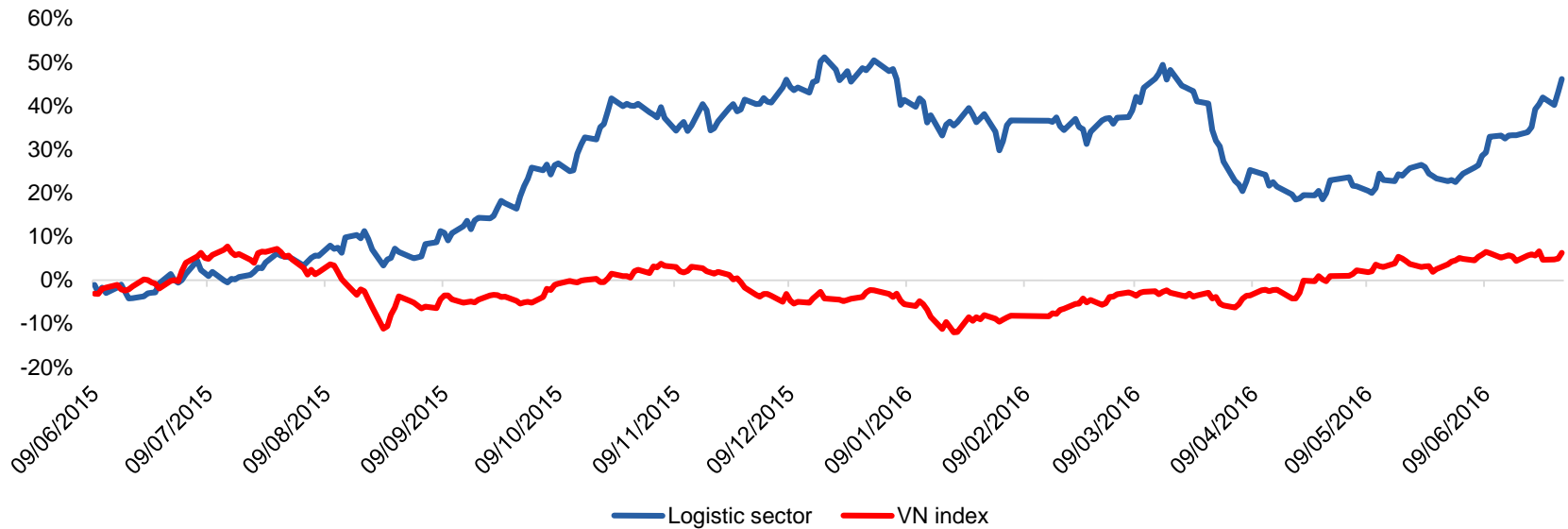
CHIẾN LƯỢC

- Lựa chọn các công ty điều hành cảng và kho bãi có dự án mở rộng công suất đi vào hoạt động trong 6 tháng cuối năm, như GMD, VSC, và TMS.
- Lựa chọn các công ty điều hành cảng khu vực hạ nguồn sông Cẩm tại Hải Phòng như GMD và VSC, xa cầu Bạch Đằng.
- Lựa chọn các công ty logistics có hoạt động đa dạng và khép kín, hưởng lợi lớn nhờ tăng trưởng kinh tế, FDI, và thương mại như GMD.

RỦI RO

- Nền kinh tế Trung Quốc gặp khó khăn gây ra một số rủi ro đối với thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc, qua đó gián tiếp ảnh hưởng đến cụm cảng Hải Phòng, vì từ đây hàng hóa được xuất khẩu bằng container sang Trung Quốc.
- Thương mại thế giới tiếp tục chững lại, hoặc FDI chảy vào Việt Nam nếu bị yếu đi có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu, dù điều này có thể phần nào bù đắp nhờ thị phần xuất khẩu của Việt Nam ngày càng lớn.

So sánh diễn biến chỉ số logistics và chỉ số VNI



Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Room KN còn lại (triệu USD)	Giá mục tiêu VND / CP	Giá hiện tại VND / CP	TL tăng %	LS cổ tức theo giá hiện tại	TT EPS 2015 %	TT EPS 2016 %	TT EPS 2017 %	P/E 2016 (x)	P/B quý gần nhất (x)
GMD	MUA	213	0,0	31.000	26.900	15,2%	5,7%	741,0%	14,4%	20,9%	10,2	1,0

GMD – 2016 tiếp tục là một năm thành công khi mở rộng công suất cảng NHDV

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

- Trong suốt 25 năm kể từ ngày thành lập, GMD không ngừng phát triển và trở thành một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất của Việt Nam và là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi giá trị logistics và nhiều tài sản logistics đa dạng như cảng, trung tâm phân phối, depot, và ICD.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Hoạt động cảng đạt công suất tối đa vào cuối Quý 1/2016, nhưng NH-ĐV mở rộng công suất vào Quý 2 sẽ là một trong những yếu tố chính hỗ trợ tăng trưởng cả năm.
- Việc khởi công một hoạt động trung tâm phân phối đã giúp chuỗi giá trị logistics của GMD được hợp nhất, qua đó hỗ trợ các hoạt động như vận chuyển bằng xe tải, phà, và logistics bên thứ ba.
- Nhà ga hàng hóa Hàng không SCSC là nhà ga hàng hóa hàng không phát triển nhanh nhất Việt Nam.
- Việc hợp tác với MPC có thể là bước ngoặt đối với việc dẫn đầu thị trường logistics của GMD và đánh dấu việc thâm nhập mảng chuỗi lạnh đầy tiềm năng.

RỦI RO

- Khả năng lỗ do chênh lệch tỷ giá do nợ bằng USD nếu đồng VND mất giá so với đồng USD.
- Rủi ro pha loãng liên quan đến trái phiếu chuyển đổi VIG có thể không được thị trường phản ánh hoàn toàn (tuy nhiên, đã được chúng tôi phản ánh vào giá mục tiêu).
- Tiếp tục đầu tư vào đồn điền cao su.

THÔNG TIN VỀ CỔ PHIẾU

Khuyến nghị	MUA
Giá ngày 30/06	26.900
Giá mục tiêu, VND/CP	31.000
Tổng mức sinh lời, gồm cổ tức	20,9%
Giá trị vốn hóa, triệu USD	213,0
GTGD trung bình (30 ngày), tr USD	0,3
Room NN , triệu USD	0,0

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	19,0%	11,0%	13,0%
Tăng trưởng LN trước thuế	-28,7%	36,8%	4,6%
TT LNST trừ lợi ích CĐTTS (adj)	741,0%	14,4%	20,9%
Tăng trưởng EPS (adj)	741,0%	14,4%	20,9%
PER theo giá thị trường	11,8x	10,2x	9,7x
PBR theo giá thị trường	1,0x	0,9x	0,9x
D/E	0,38	0,34	0,30
ROE	9,3%	12,0%	11,9%
LS cổ tức theo giá thị trường	5,7%	5,7%	5,7%

(*) LNST và tăng trưởng EPS được điều chỉnh theo lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá, cổ tức bằng cổ phiếu, và các khoản mục bất thường như lãi nhờ thanh lý tài sản; EPS trên đây được tính với giá định nợ VIG được chuyển đổi hoàn toàn.

PHỤ LỤC



07/2016

VCSC RESEARCH

Phụ lục: Tình hình vĩ mô

CHỈ BÁO VĨ MÔ	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 trước đây	2016 hiện nay	Đơn vị	Nguồn
Tăng trưởng GDP (thực tế)	5,4	6,4	6,2	5,2	5,4	6,0	6,7	6,8	6,27	% YoY	TCTK
Tăng trưởng xuất khẩu	(8,9)	26,5	34,2	18,2	15,4	13,8	8,1	10,0	9,0	% YoY	TCHQ, TCTK
Tăng trưởng nhập khẩu	(13,3)	21,3	25,8	6,6	16,0	12,0	12,1	11,0	8,9	% YoY	TCHQ, TCTK
Lạm phát (cuối năm)	6,5	11,7	18,1	6,8	6,0	1,8	0,6	3,5	4,0	% YoY	TCTK
Tỷ lệ thất nghiệp	3,2	2,7	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,2	2,2	% YoY	TCTK
VND trượt giá	(5,7)	(5,5)	(7,9)	0,9	(1,2)	(1,4)	(5,1)	(5,4)	(1,0)	%	Bloomberg
Lãi suất cho vay	16,4	20,5	20,0	14,0	10,5	8,5	8,5	9,5	9,5	%	NHNN
Tăng trưởng M2	29,0	33,3	13,1	21,0	18,8	17,7	18,2	19,0	19,0	% YoY	NHNN
Tăng trưởng tín dụng	37,7	29,8	10,9	8,9	12,5	14,2	17,1	18,0	18,0	% YoY	NHNN
Lợi suất trái phiếu 5 năm	11,7	11,5	12,6	9,8	8,5	6,2	6,6	7,2	6,3	%	Bloomberg
GDP danh nghĩa	97,2	106,4	123,5	141,7	170,0	186,2	191,3	200,0	204,2	USD bn	TCTK
Giải ngân FDI	10,0	10,0	11,0	10,5	11,5	12,5	14,5	16,0	16,0	USD bn	Cục ĐTNN
Dự trữ ngoại hối	16,8	12,9	14,0	26,1	26,3	34,6	30,5	28,0	35,0	USD bn	NHNN
Cán cân thương mại hàng hóa	(12,9)	(12,6)	(9,8)	0,7	(0,8)	2,0	(3,2)	(5,2)	(3,7)	USD bn	TCHQ, TCTK
Kim ngạch xuất khẩu	53,8	62,1	70,8	73,4	78,8	80,6	85,0	89,3	86,5	% of GDP	TCHQ, TCTK
Giải ngân FDI	9,4	8,6	8,1	6,7	6,8	6,7	7,6	7,8	7,8	% of GDP	Cục ĐTNN
Dự trữ ngoại hối	15,3	10,7	6,6	14,8	20,6	21,5	20,0	14,0	17,1	% of GDP	NHNN
Thâm hụt ngân sách	(6,9)	(5,8)	(4,9)	(4,8)	(6,6)	(5,7)	(5,4)	(5,4)	(5,3)	% of GDP	Bộ Tài chính
Nợ Chính phủ	41,9	44,6	43,2	39,4	42,3	43,2	48,9	50,4	49,4	% of GDP	Bộ Tài chính
Nợ công	52,6	56,3	54,9	50,8	54,2	53,7	61,3	63,2	63,0	% of GDP	Bộ Tài chính
Nợ nước ngoài	39,0	42,2	41,5	37,4	37,3	39,9	41,5	44,7	43,7	% of GDP	Bộ Tài chính

Phụ lục: Khuyến nghị

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Barry Weisblatt, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) Định giá dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) Mô hình chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

(84) 3914 3588 ext. 105

Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri

anirban.lahiri@vcsc.com.vn

(84) 3914 3588 ext. 130

Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long

long.ngo@vcsc.com.vn

(84) 3914 3588 ext. 145

Phòng GDCK khách hàng tổ chức

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.

michel.tosto@vcsc.com.vn

(84) 3914 3588 ext. 102

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

dung.nguyen@vcsc.com.vn

(84) 3914 3588 ext. 136

Trưởng phòng – Quan hệ Doanh nghiệp

Cao Thị Ngọc Quỳnh

quynh.cao@vcsc.com.vn

(84) 3914 3588 ext. 148