

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018 – GỌI TÊN VIỆT NAM



MBS Market Strategy Research – Jan/2018



Phần I: Kinh tế thế giới và Việt Nam

- 1. Kinh tế thế giới 2017 và dự báo 2018**
- 2. Kinh tế Việt Nam 2017 và dự báo 2018**

Phần II: Thị trường chứng khoán thế giới và Việt Nam

- 1. Bối cảnh TTCK thế giới 2017 và triển vọng 2018**
- 2. Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam 2018**

Phần III: Ngành và cổ phiếu tiềm năng

- 1. Ngành tiềm năng tăng trưởng 2018**
- 2. Danh mục cổ phiếu khuyến nghị**

TRIỂN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI 2018:

- ❖ Kinh tế thế giới nhìn chung diễn biến khả quan nhờ đầu tàu kinh tế Mỹ và EU tiếp tục phục hồi, Kinh tế Trung Quốc ổn định.
- ❖ Xu hướng bình thường hóa chính sách tiền tệ của các Ngân hàng Trung Ương Mỹ và EU là tất yếu, kéo mặt bằng lãi suất toàn cầu tăng nhẹ.
- ❖ Xu hướng phục hồi của giá dầu khá rõ ràng nếu OPEC duy trì thỏa thuận cắt giảm sản lượng

KINH TẾ THẾ GIỚI TĂNG TRƯỞNG KHẢ QUAN HƠN

- Theo dự báo gần nhất của IMF, triển vọng kinh tế thế giới sẽ tiếp tục tăng trưởng lạc quan hơn với mức tăng trưởng GDP toàn cầu dự báo 3.6% trong năm 2017 và 3,7% trong 2018.
- Các nền kinh tế lớn như Mỹ, Nhật, Châu Âu vẫn là những động lực tăng trưởng kinh tế chính cho xu hướng hồi phục toàn cầu.

Bảng 1— Dự báo một số chỉ số kinh tế thế giới 2016-2017

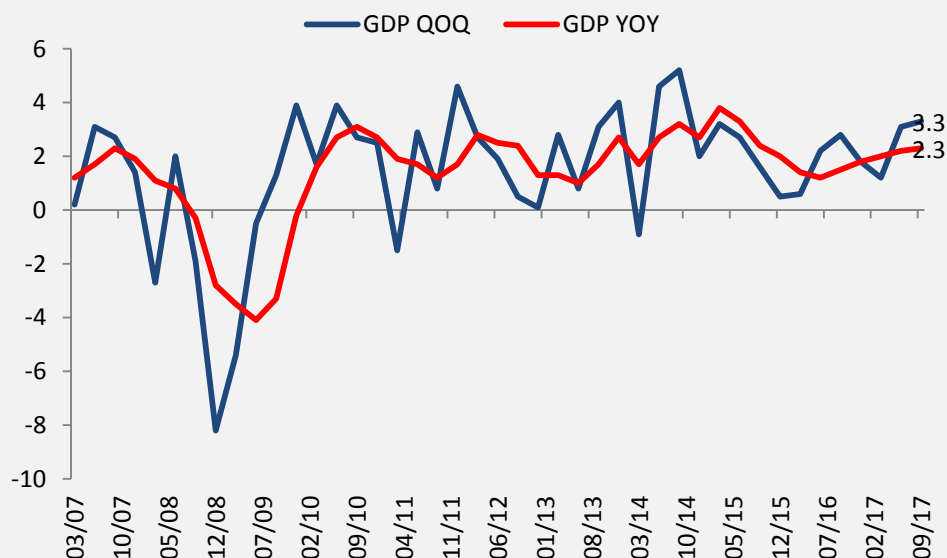
Tăng trưởng kinh tế	Dự báo				Thay đổi so với dự báo hồi tháng 7/2017	
	2015	2016	2017	2018F	2017	2018F
Thế giới	3.2	3.2	3.6	3.7	0.1	0.1
Các nước phát triển	2.1	1.7	2.2	2	0.2	0.1
Mỹ	2.6	1.5	2.2	2.3	0.1	0.2
Eurozone	2	1.8	2.1	1.9	0.2	0.2
Nhật	1.2	1	1.5	1.7	0.2	0.1
Các nền kinh tế đang phát triển	4.1	4.3	4.6	4.9	0	0.1
Trung quốc	6.9	6.7	6.8	6.5	0.1	0.1
ASEAN 5	4.8	4.9	5.2	5.2	0.1	0

Nguồn: IMF, MBS tổng hợp

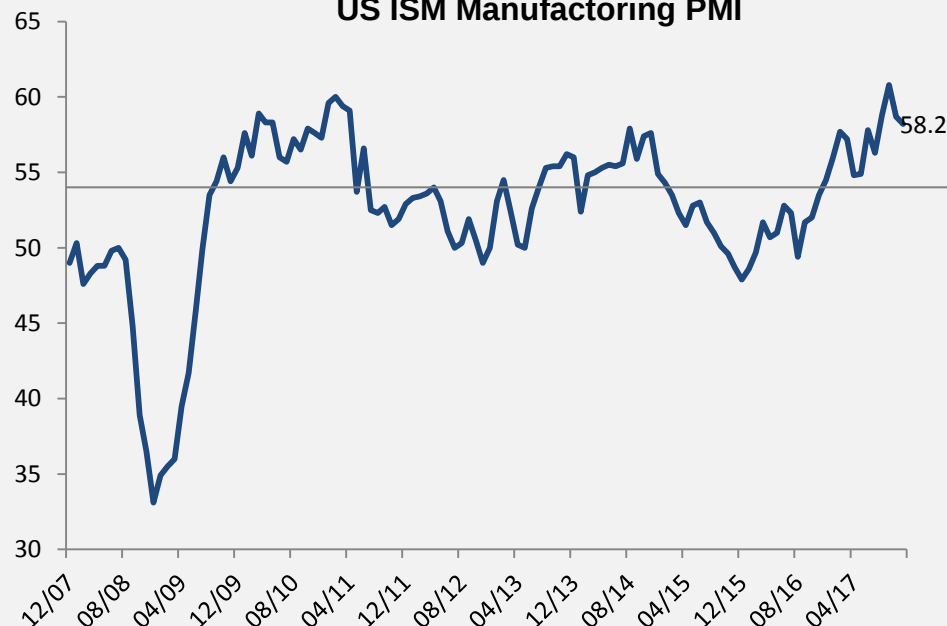
KINH TẾ MỸ TĂNG TRƯỞNG MẠNH HƠN DỰ BÁO

- Kinh tế Mỹ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất trong 3 năm với số liệu đã được điều chỉnh từ Bộ Thương Mại Mỹ. Theo đó, tăng trưởng **GDP theo quý lên mức 3.3% cao hơn số liệu dự báo trước đó là 3%**. Điều này đánh dấu mức tăng trưởng mạnh nhất kể từ năm 2014, khi đó kinh tế Mỹ ghi nhận mức 5.2% trong quý 3/2014. Trong đó, sự cải thiện trong xuất khẩu, hoạt động kinh doanh và chi tiêu tiêu dùng góp phần tạo nên đà tăng trưởng mạnh.
- Chỉ số sản xuất ISM Manufacturing PMI đo lường hoạt động của các doanh nghiệp trong khu vực sản xuất cũng đang ở mức 58.2. Mặc dù thấp hơn mức cao nhất 13 năm là 60.8 vào tháng 9 tuy nhiên PMI vẫn đang ở mức cao trong vòng 3 năm trở lại đây cho thấy sự phục hồi mạnh trong lĩnh vực sản xuất.

Tăng trưởng GDP Mỹ theo năm và qua các quý



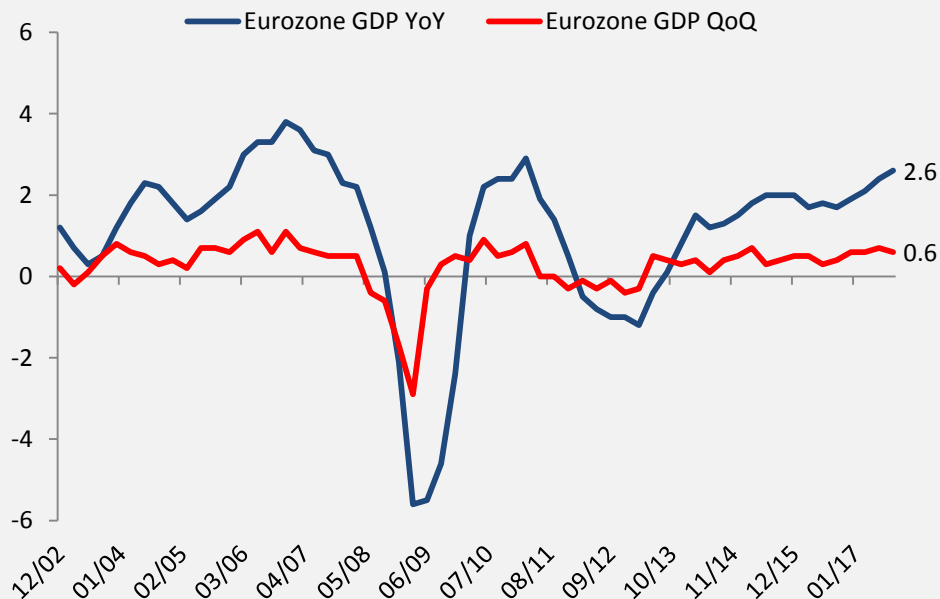
US ISM Manufacturing PMI



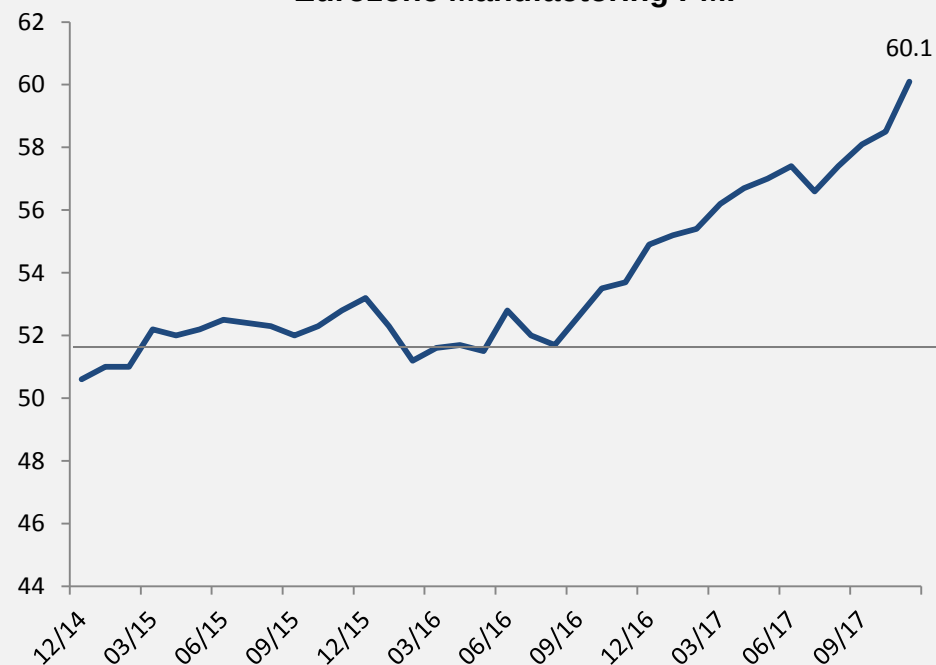
KINH TẾ CHÂU ÂU - TĂNG TRƯỞNG NHANH NHẤT TRONG 10 NĂM QUA

- Ủy ban Châu Âu(EC) vừa công bố báo cáo đánh giá triển vọng lạc quan về đà tăng trưởng kinh tế khu vực Châu Âu trong 2017. Theo đó, EC đã nâng dự báo tăng trưởng kinh tế khu vực đồng tiền chung lên mức 2,2% từ mức 1,7% theo ước tính trước đó đạt mức tăng trưởng nhanh nhất trong vòng 1 thập kỷ qua.
- GDP khu vực Eurozone QIII/2017 tăng trưởng 0,6% cao hơn mức tăng dự đoán(0,5%). GDP yoy khu vực Eurozone trong quý vừa qua tăng 2,6%, mức tăng cao nhất tính từ quý I/2011. Sự phục hồi của kinh tế Châu Âu là bước ngoặt quan trọng sau những ảnh hưởng từ khủng hoảng tài chính, nợ công, thất nghiệp, giảm phát và các ảnh hưởng hậu Brexit.

Tăng trưởng GDP Eurozone



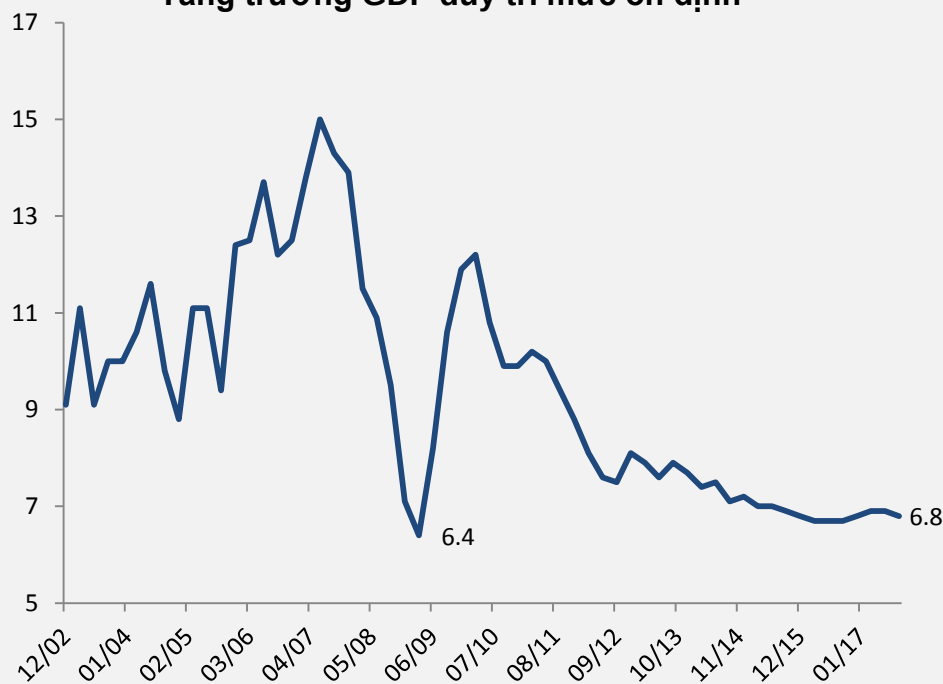
Eurozone Manufacturing PMI



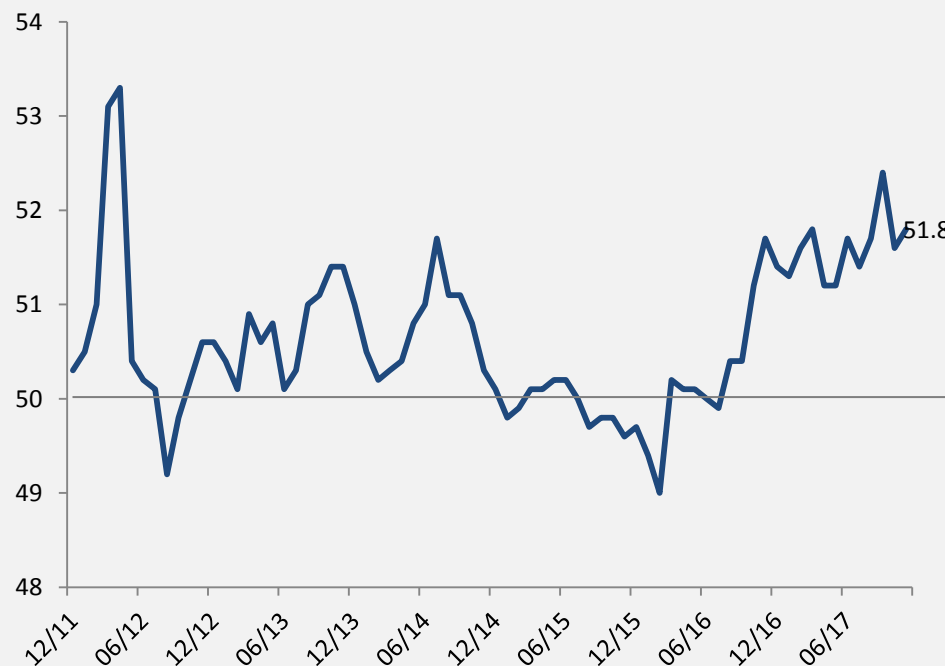
KINH TẾ TRUNG QUỐC DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

- Kinh tế Trung Quốc đang tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định trong 9 tháng đầu năm 2017 nhờ việc thực hiện những biện pháp cải cách quyết liệt. Trong đó, GDP tiếp tục tăng trưởng 6.8% trong Q3/2017 sau khi tăng trưởng 6.9% trong 2 quý trước đó.
- Đóng góp vào mức tăng trưởng GDP đến từ lĩnh vực sản xuất công nghiệp và bán lẻ tiếp tục phục hồi khá tốt. Sản lượng công nghiệp tăng 6.6% YoY, doanh thu bán lẻ tăng 10,3% YoY cùng với hoạt động xuất khẩu phục hồi là một trong những động lực hỗ trợ đà phục hồi kinh tế.

Tăng trưởng GDP duy trì mức ổn định



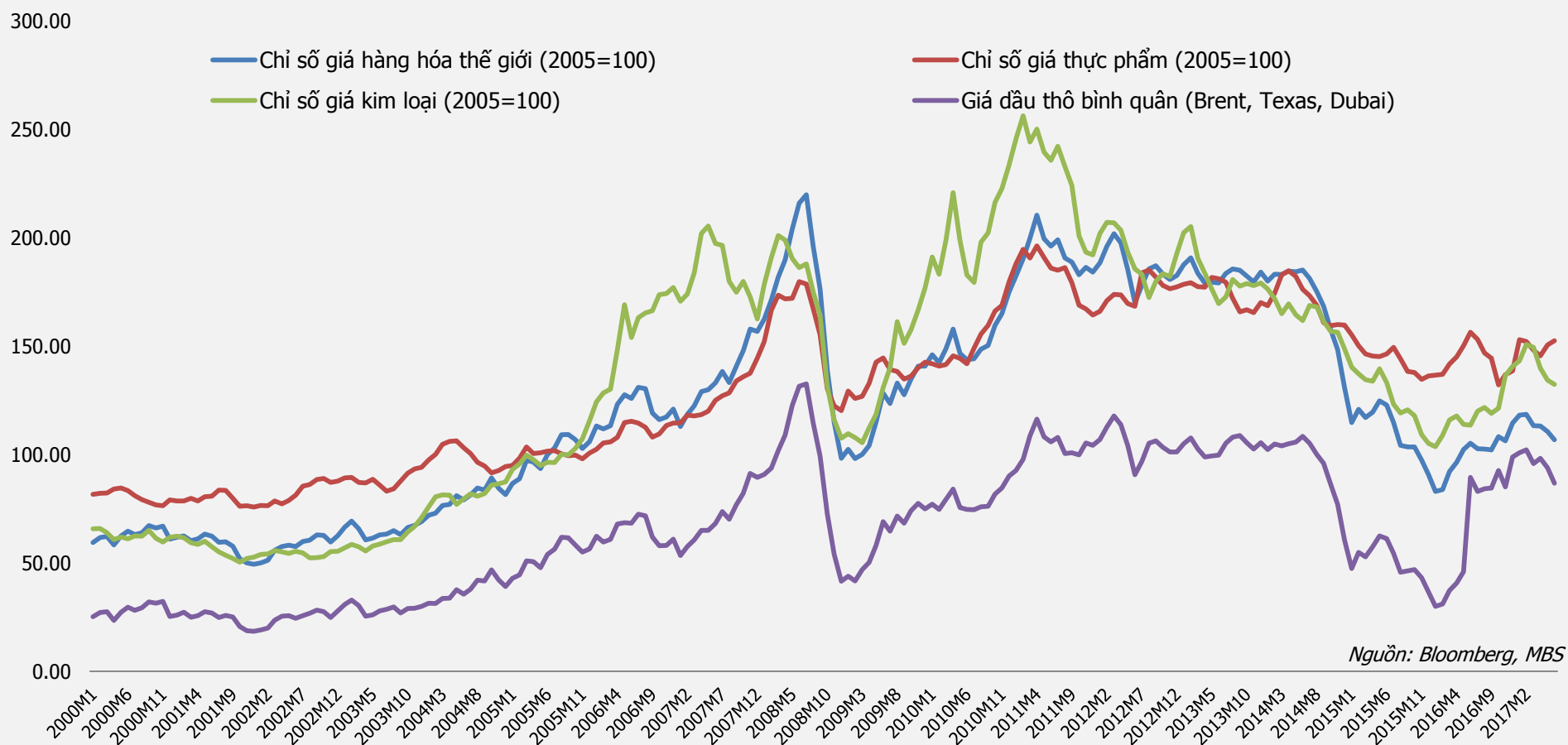
PMI lĩnh vực sản xuất của Trung Quốc



GIÁ CẢ HÀNG HÓA THẾ GIỚI

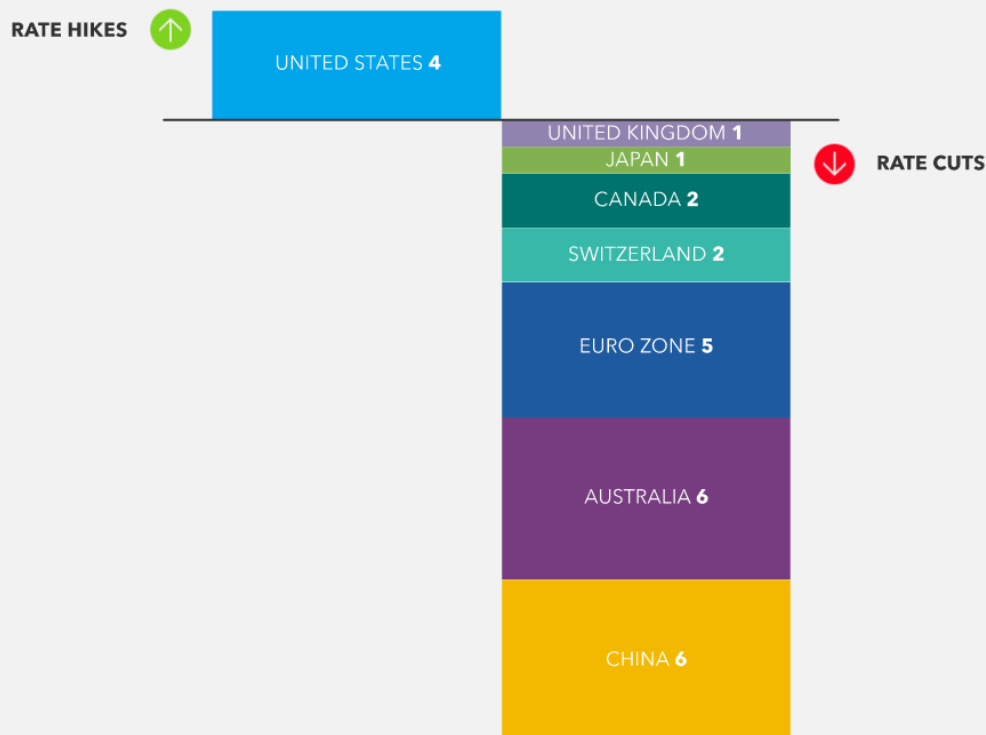
- Giá cả các hàng hóa cơ bản như Dầu thô, kim loại và thực phẩm đều hồi phục khá tốt trở lại

Giá cả hàng hóa thế giới



HÀNH ĐỘNG CỦA CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG TRÊN THẾ GIỚI

- FED dự kiến tăng lãi suất 3 lần vào năm 2018, tiếp tục bình thường hóa chính sách tiền tệ.
- BOJ Không đưa thêm các gói kích thích và nới lỏng định lượng, duy trì chính sách tiền tệ đã thực thi trong 2 năm qua.
- ECB Duy trì chính sách lãi suất âm. Giảm quy mô gói nới lỏng định lượng từ mức 60 tỷ EUR/tháng xuống mức 30 tỷ EUR/tháng.



Country		Forecast 2018			
		Q4/17	Q1/18	Q2/18	Q3/18
United States		1.5	1.5	1.75	1.75
Euro Area		0	0	0	0.25
China		4.35	4.35	4.1	4.1
Japan		-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Germany		0	0	0	0.25
United Kingdom		0.5	0.5	0.5	0.5
France		0	0	0	0.25
Brazil		7	6.5	6.5	6.5
Canada		1	1.25	1.25	1.5
South Korea		1.5	1.5	1.5	1.75
Russia		8	7.5	7	7

Nguồn: Bloomberg, MBS

TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM 2018:

- ❖ Kinh tế Việt Nam tiếp tục trong xu hướng tăng trưởng tích cực nhờ động lực chính là **tăng trưởng tiêu dùng và lĩnh vực sản xuất chế biến chế tạo định hướng cho xuất khẩu.**
- ❖ Dòng vốn FDI vào mạnh nhất trong vòng 10 năm trở lại đây là một trong những động lực duy trì và thúc đẩy tăng trưởng trong trung và dài hạn.
- ❖ Tỷ giá tiếp tục duy trì xu hướng ổn định nhờ thặng dư lớn từ đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và dự trữ ngoại hối gia tăng mạnh.
- ❖ Áp lực lạm phát vẫn ở mức thấp do lạm phát cơ bản ổn định và giá các dịch vụ y tế, giáo dục sẽ được điều chỉnh theo lộ trình hợp lý. Lạm phát lõi ổn định ở mức dưới 2%.
- ❖ Chính sách tiền tệ vẫn theo hướng nới lỏng hỗ trợ tăng trưởng khi lãi suất thực được duy trì ở mức thấp. Tín dụng tăng trưởng cao trong năm 2017 ở mức khoảng 20%. Dự báo tăng trưởng tín dụng 2018 vẫn sẽ duy trì ở mức 18%.

DỰ BÁO MỘT SỐ CHỈ TIÊU TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VIỆT NAM 2018

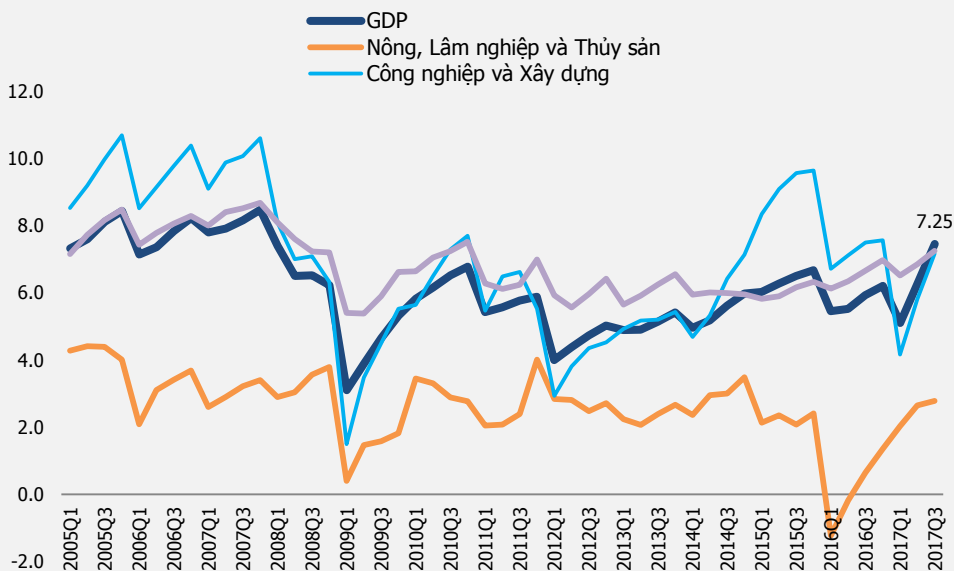
- Kinh tế Vĩ mô trong nước đạt mức tăng trưởng vượt mục tiêu khi ước tính tăng trưởng GDP năm 2017 đạt 6,81%. Trong đó đóng góp phần lớn đến từ lĩnh vực **công nghiệp và xây dựng tăng 8% đóng góp 2.77 điểm phần trăm, khu vực dịch vụ tăng 7.44% đóng góp 2.87 điểm phần trăm**. Với lãi suất duy trì ổn định ở mức thấp, lạm phát được kiểm chế, tăng trưởng tín dụng cao là một trong những yếu tố góp phần thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm 2018.

Năm	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tăng trưởng GDP	5.25%	5.42%	5.98%	6.68%	6.21%	6.81%	6.75%
Chỉ số CPI	6.80%	6.05%	1.84%	0.63%	4.50%	3.53%	4.00%
Cán cân thương mại	-9.27	-7.77	-0.60	-2.76	3.00	2.60	-1.20
Tỷ giá VND/USD	20,840	21,095	21,388	22,485	22,330	22,750	22,750
Tăng trưởng tín dụng	8.00%	12.50%	14.40%	17.30%	18.73%	19.00%	18.00%
Mặt bằng lãi suất cho vay	13.50%	12.00%	9.00%	8.00%	8.00%	8.50%	8.50%
Vốn FDI đăng ký	16.50	22.35	20.20	22.70	25.54	35.00	38.00
Vốn FDI giải ngân	10.50	11.50	12.35	14.50	15.95	17.54	19.25
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	25.60	25.90	36.00	30.50	42.00	51.50	54.00

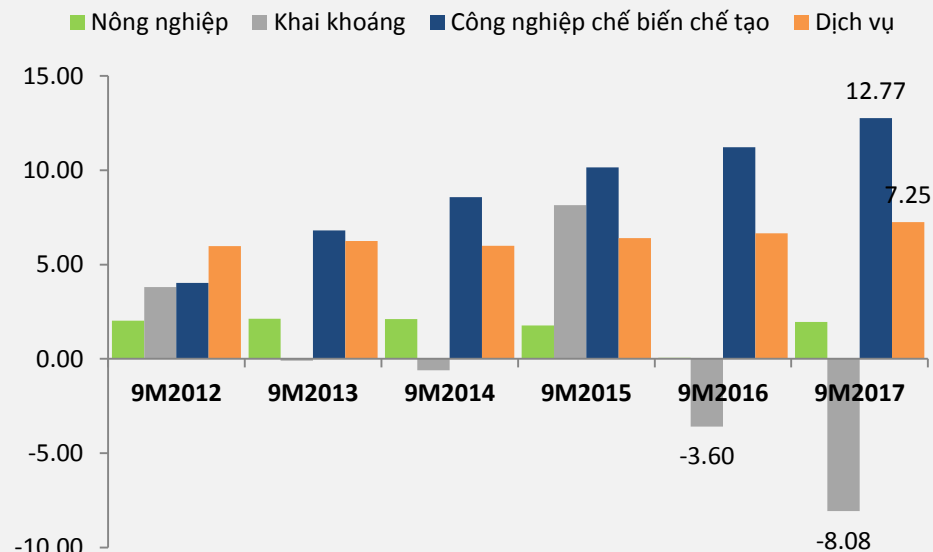
TĂNG TRƯỞNG GDP

- Tăng trưởng GDP 2017 ước tăng 6.81% so với cùng kỳ năm trước. Mức tăng năm nay vượt mục tiêu đề ra 6.7% nhờ sự phục hồi đáng kể của các khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản. **Tuy nhiên, động lực tăng trưởng kinh tế của Việt Nam vẫn đến từ sức cầu trong nước và nền sản xuất chế biến chế tạo định hướng cho xuất khẩu.**
- Lĩnh vực chế biến chế tạo tăng trưởng 14.4% cao hơn so với cùng kỳ 2016. Trong đó, sản phẩm sản phẩm điện tử, máy vi tính và sản phẩm quang học tăng 25.1% (tập trung ở điện thoại di động thông minh giá trị cao), đặc biệt tăng mạnh trong quý III với mức tăng 45,5% (cao hơn mức tăng 5,9% trong Q1 và 23.5% trong Q2)
- Ngành dịch vụ chiếm 42,67% GDP cũng có mức tăng trưởng nhanh nhất trong 5 năm trở lại đây với mức tăng 7.44% đóng góp 2.87 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP.

Tăng trưởng GDP Việt Nam (QoQ)



Tăng trưởng GDP theo các khu vực

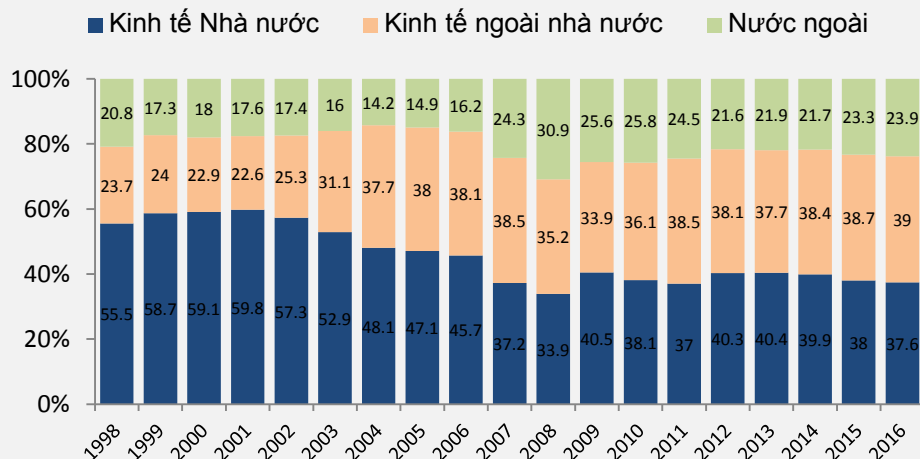


Nguồn: GSO, MBS tổng hợp

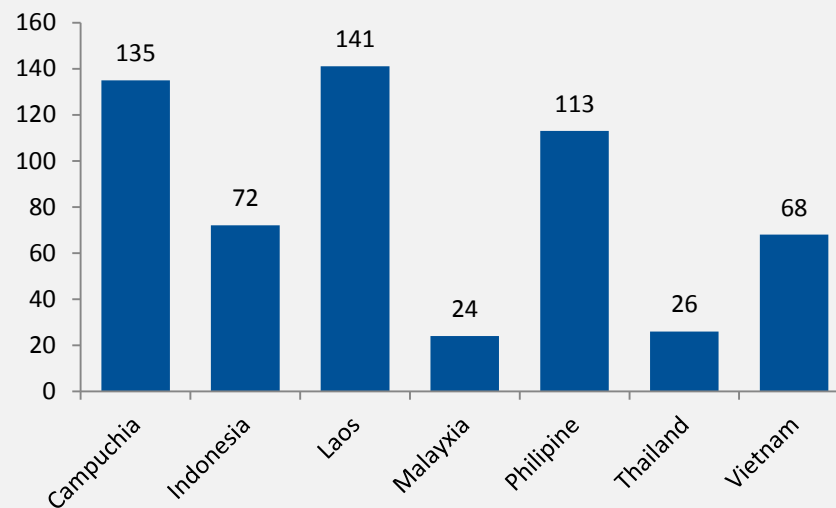
VIỆT NAM TĂNG CƯỜNG CẢI CÁCH KINH TẾ THEO HƯỚNG HIỆU QUẢ

Nguồn: GSO, MBS tổng hợp

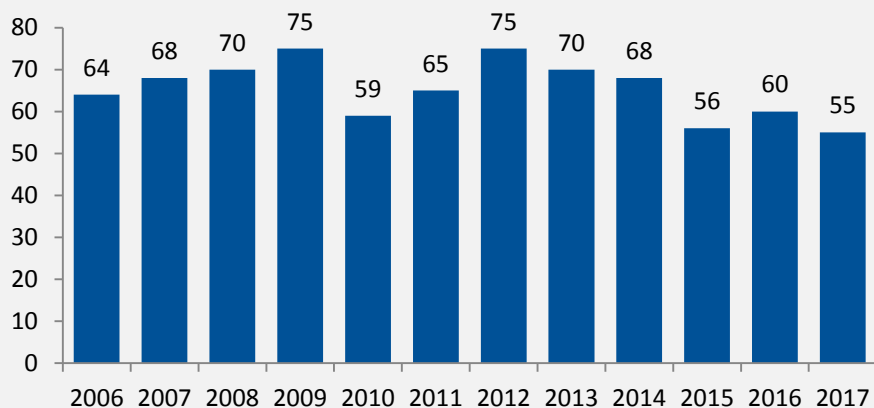
Chuyển dịch cơ cấu kinh tế (%)



Cải thiện môi trường kinh doanh



Nâng cao năng lực cạnh tranh



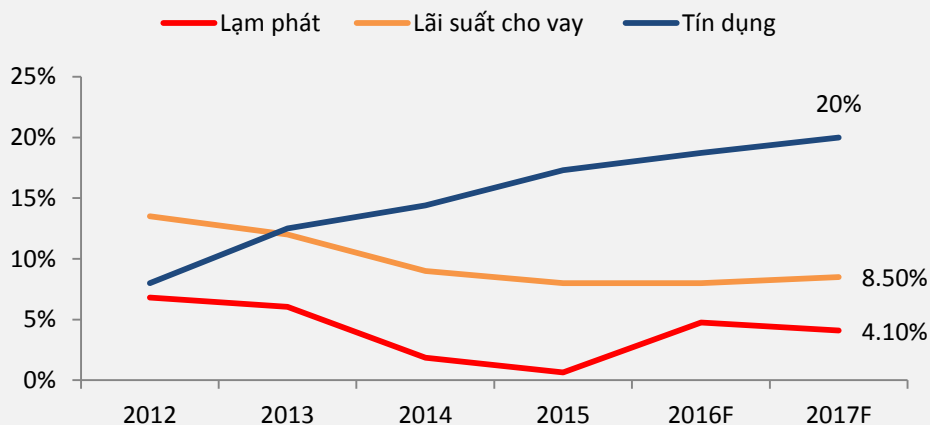
Đánh giá môi trường kinh doanh của Việt Nam

Lĩnh vực	2015	2016	2017
Thành lập doanh nghiệp	125	119	123
Cấp phép xây dựng	12	12	20
Tiếp cận điện năng	130	108	64
Đăng ký tài sản	58	58	63
Vay vốn	36	28	29
Bảo vệ nhà đầu tư	121	122	81
Nộp thuế	172	168	86
Giao thương quốc tế	98	99	94
Thực thi hợp đồng	74	74	66
Xử lý mất khả năng thanh toán	125	123	129

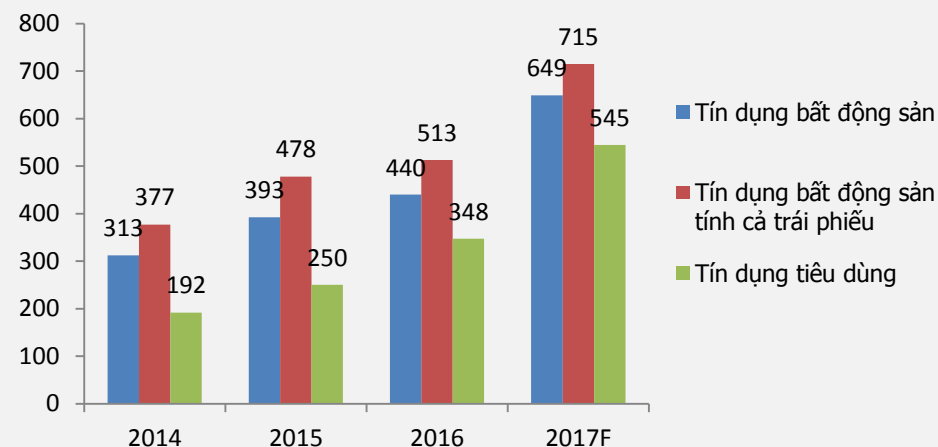
CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NƠI LÒNG, LẠM PHÁT VÀ TỶ GIÁ DUY TRÌ ỔN ĐỊNH

Nguồn: GSO, MBS tổng hợp

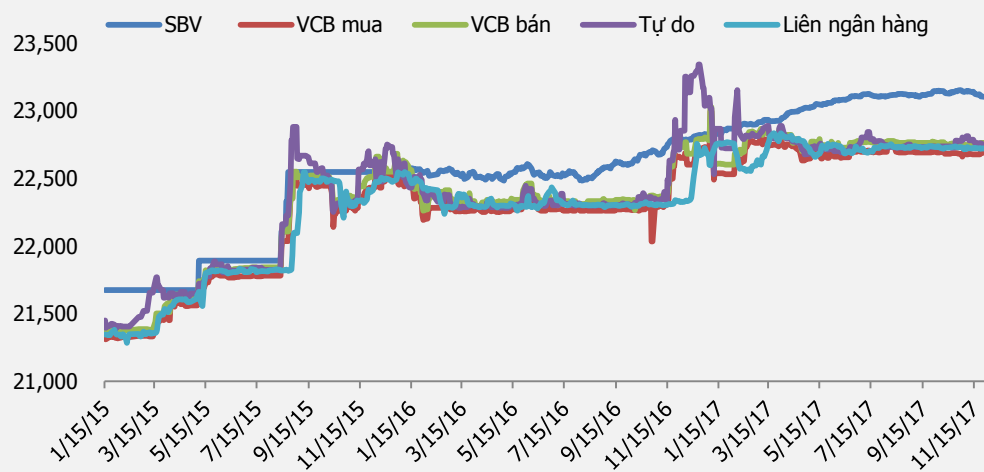
Tín dụng, lạm phát và lãi suất cho vay(%)



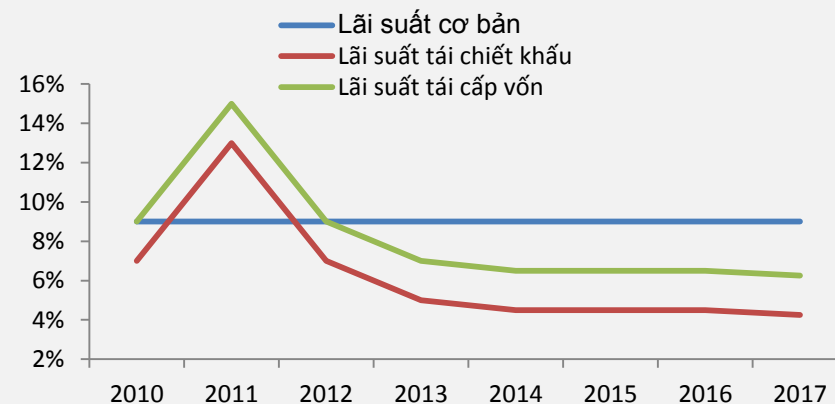
Tín dụng BDS và tín dụng tiêu dùng



Tỷ giá duy trì khá ổn định

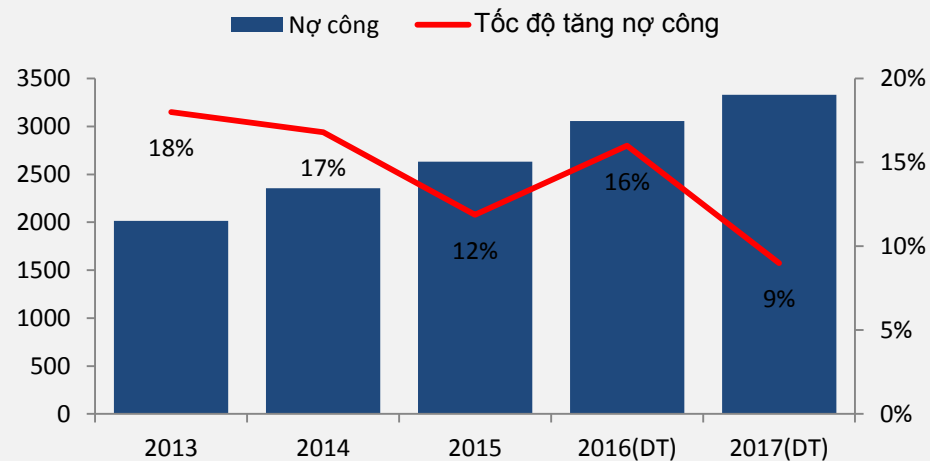
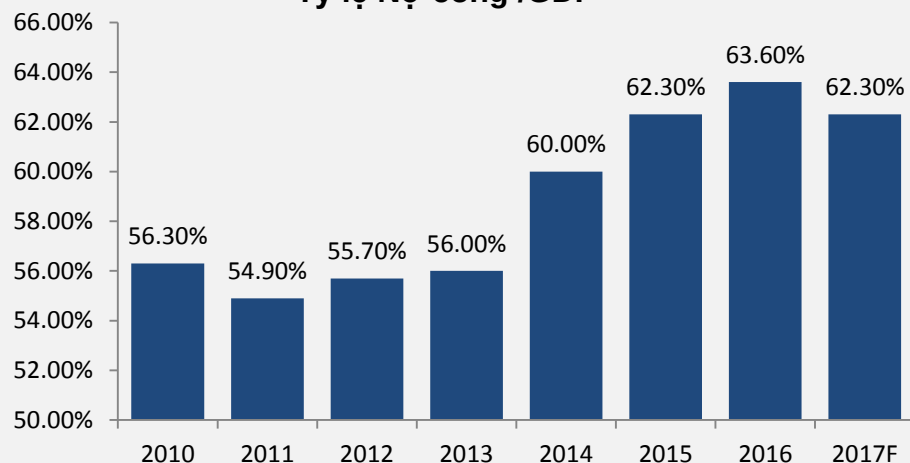


Các mức lãi suất điều hành



CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA THẮT CHẶT HƠN

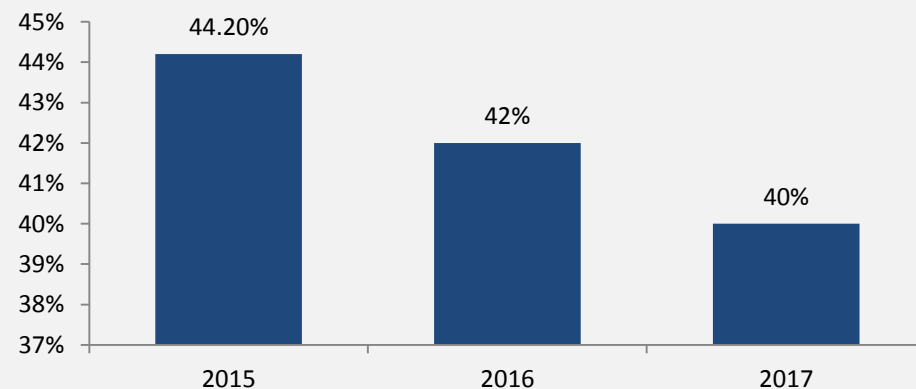
Tỷ lệ Nợ công /GDP



Nguồn: Chính phủ

Năm	2014	2015	2016	2017F
Tổng khoản vay dự kiến	367	436	452	407
Vay bù đắp bội chi	197	226	254	177
Phát hành trái phiếu cho đầu tư	100	85	60	60
Vay đảo nợ, vay để trả nợ gốc	70	125	95	144
Vay ưu đãi để cho vay lại	NA	NA	43	26

Nợ nước ngoài/nợ công

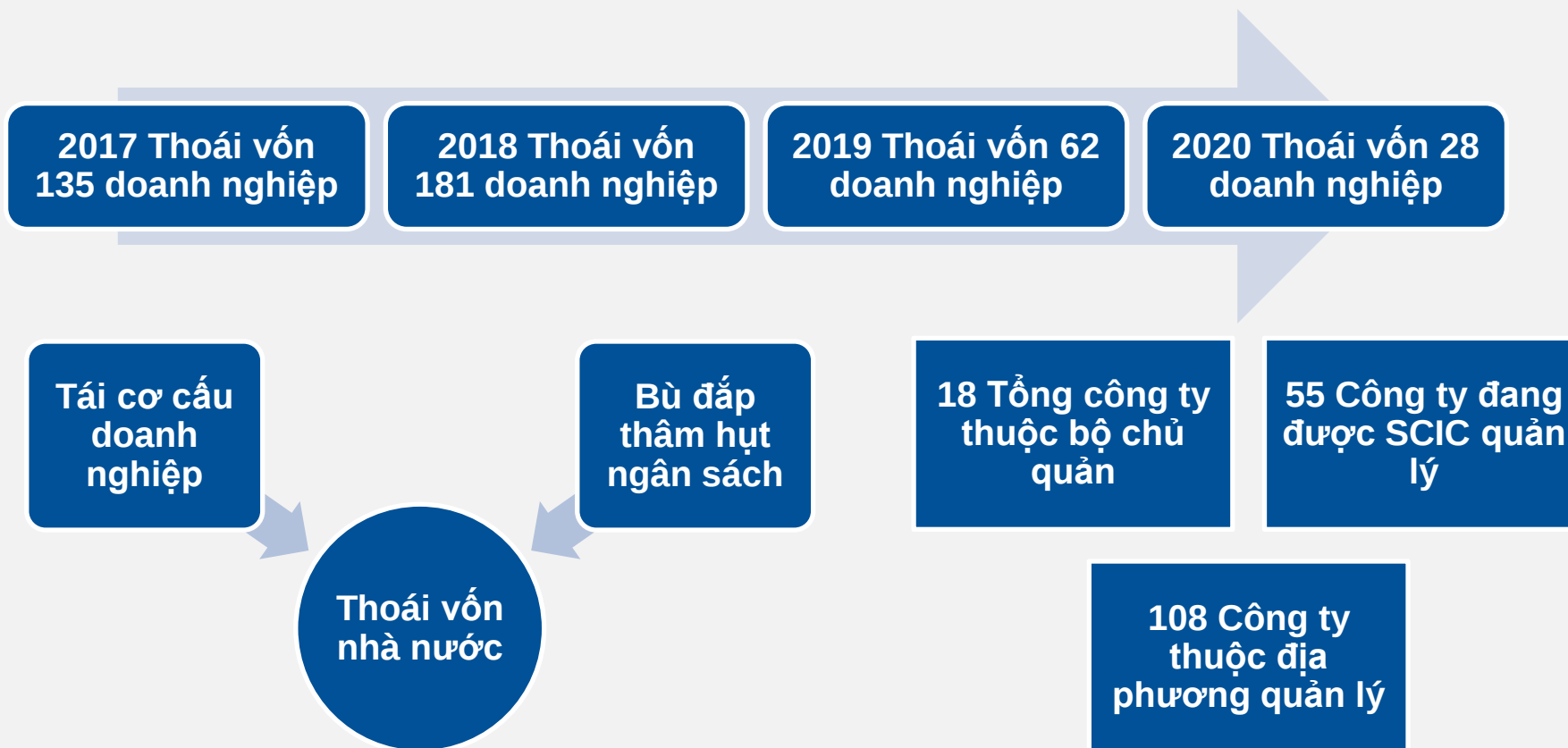


ĐỊNH HƯỚNG ĐIỀU HÀNH KINH TẾ TRONG 2018:

- ❖ Thoái vốn khỏi các doanh nghiệp nhà nước
- ❖ Tiếp tục tái cơ cấu hệ thống ngân hàng
- ❖ Chú trọng chất lượng tăng trưởng và ổn định vĩ mô

TIẾP TỤC THOÁI VỐN KHỎI CÁC DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

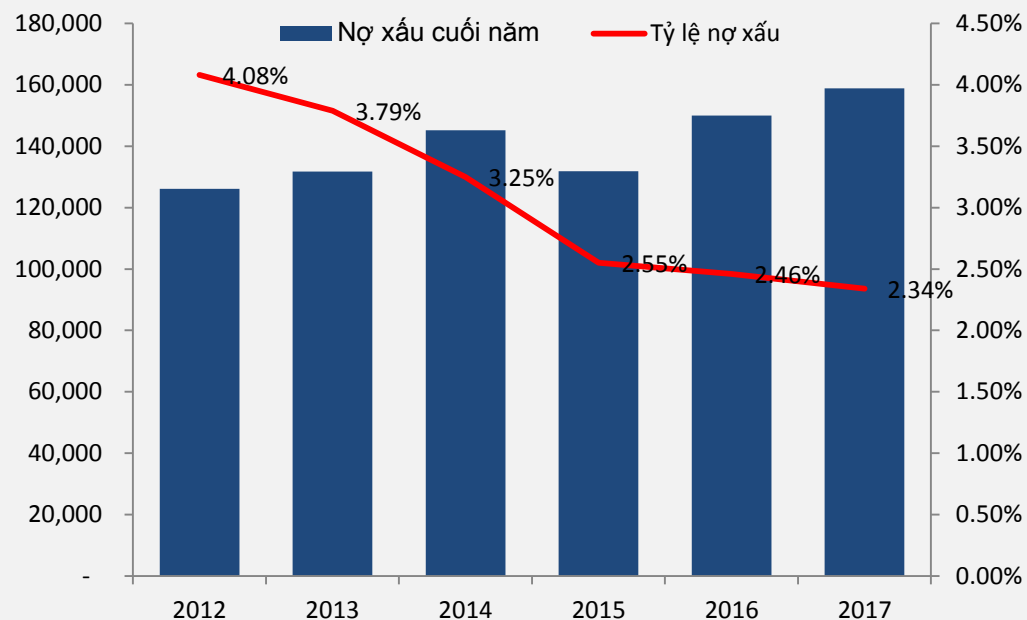
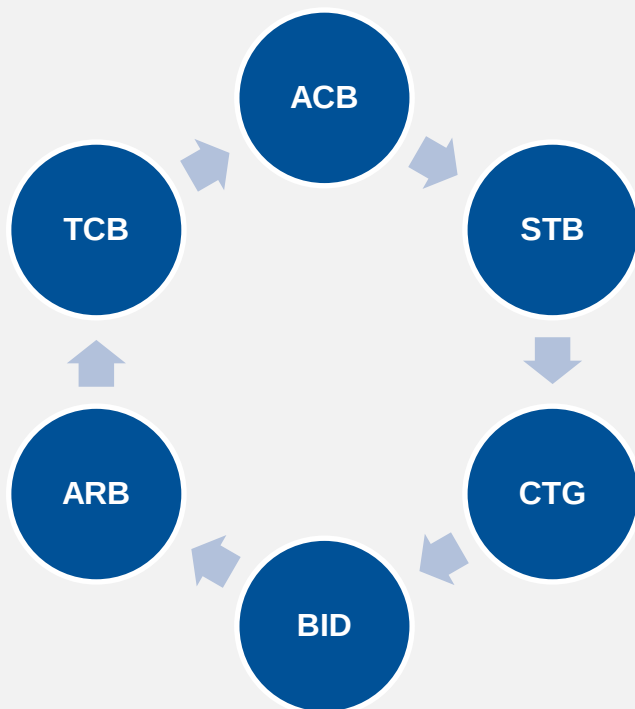
- Quá trình thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp là tất yếu để bù đắp thâm hụt ngân sách và tái cơ cấu doanh nghiệp. Tổng số vốn dự kiến thoái từ năm 2017- 2020 theo mệnh giá là 64.457 tỷ đồng.



THỰC THI NGHỊ QUYẾT XỬ LÝ NỢ XẤU

- Nợ xấu nội bảng đến cuối tháng 9/2017 là 158,9 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 2,34%. Tuy nhiên, nếu đánh giá một cách thận trọng, một số khoản nợ có thể tiềm ẩn trở thành nợ xấu cộng với nợ xấu nội bảng và nợ bán cho VAMC chưa xử lý được thì con số nợ xấu ước tính khoảng 558,0 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 8,62% tổng dư nợ tín dụng, giảm so với mức 10,08% của cuối năm 2016.

6 ngân hàng thí điểm xử lý nợ xấu theo nghị quyết 42/QH



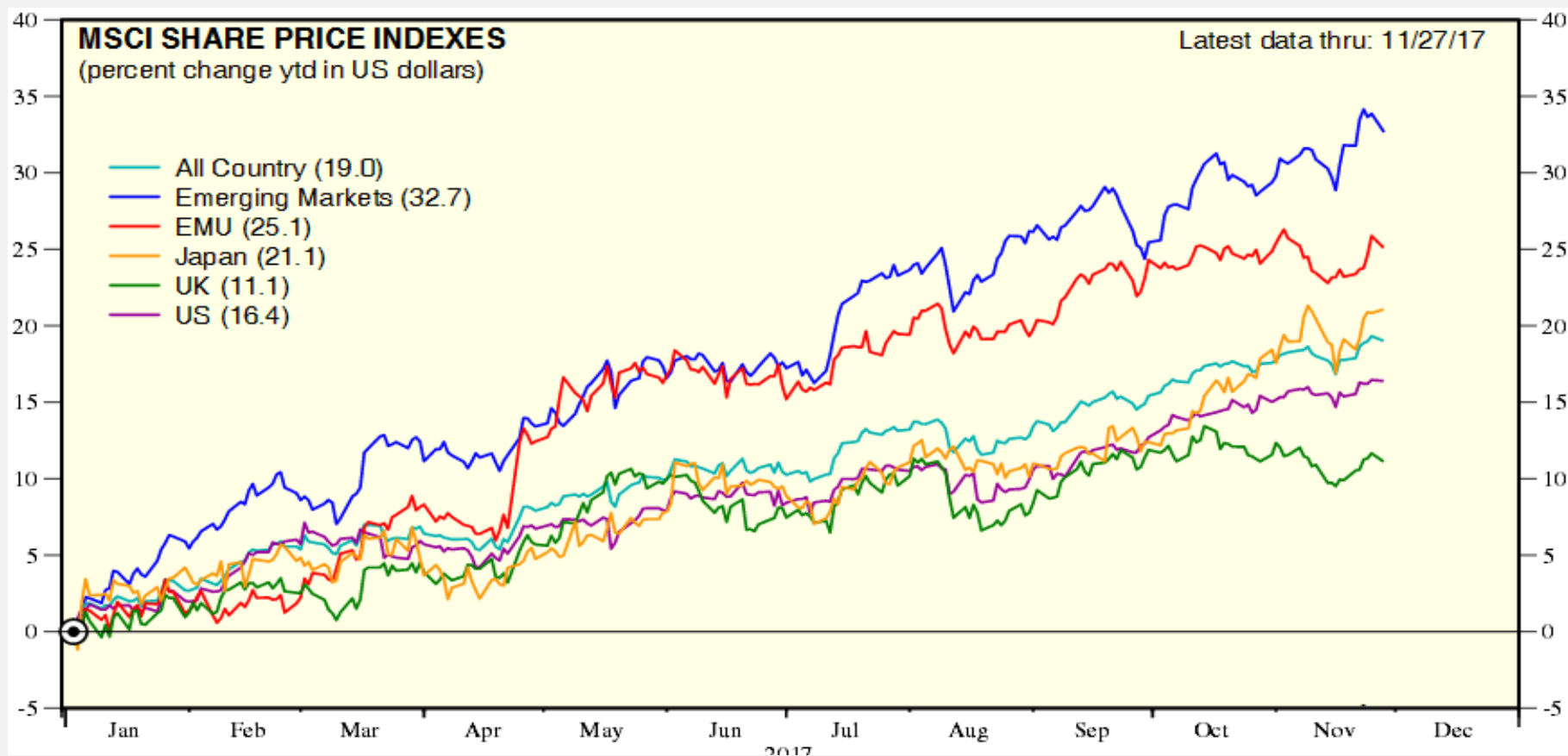
TTCK THẾ GIỚI & VIỆT NAM

TÁC ĐỘNG TỪ CHÍNH SÁCH KINH TẾ

- **Nhiệm kỳ Tổng thống Donald Trump với các quan điểm điều hành mới và kỳ vọng về chính sách thuế và đầu tư công giúp Dow Jones tăng 20% kể từ đầu năm.**
- **Kinh tế thế giới phục hồi vững chắc là nền tảng hỗ trợ các thị trường tài sản tăng trưởng.**
- **Chính sách của NHTW phù hợp lộ trình: FED tăng lãi suất chậm hơn dự báo, EU Nhật Bản & Trung Quốc tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ.**
- **Xu hướng dòng vốn đầu tư chuyển hướng mạnh sang mua cổ phiếu.**
- **Opec đạt được thỏa thuận cắt giảm sản lượng. Giá dầu & Giá cả hàng hóa thế giới có xu hướng phục hồi bền vững.**
- **Hội nghị APEC Việt Nam thành công - thúc đẩy các mối quan hệ quốc tế - hệ thống thương mại đa phương đem lại lợi ích chung cho các nền kinh tế.**

TTCK THẾ GIỚI TĂNG TRƯỞNG NHỜ ĐÀ PHỤC HỒI KINH TẾ

- Kinh tế thế giới tăng trưởng khởi sắc trong năm 2017 là một trong những động lực chính giúp TTCK toàn cầu hồi phục mạnh mẽ. Lợi nhuận doanh nghiệp cao, lạm phát thấp, kinh tế thế giới tăng trưởng đồng đều và đa số các ngân hàng trung ương duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ đã và đang nâng đỡ giá cổ phiếu trong năm 2017



THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI 2017

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



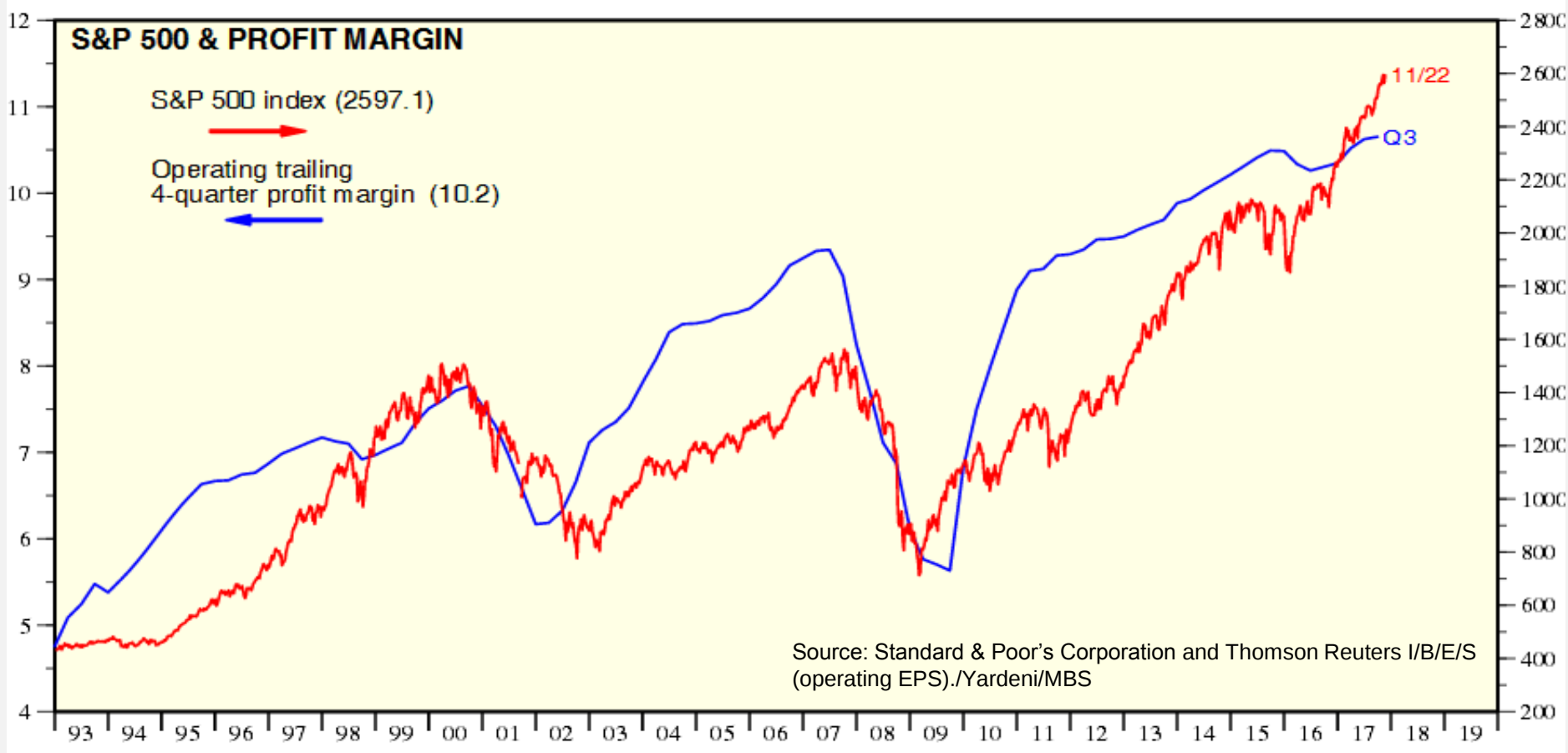
Việt Nam là một trong những thị trường chứng khoán có tốc độ tăng trưởng mạnh nhất trên thế giới với mức tăng hơn 40%

Security	Currency	Price Change	Total Return	Difference	Annual Eq
1) VNINDEX Index	VND	40.28%	44.09%	22.43%	50.34%
2) INDU Index	USD	19.04%	21.67%	--	24.47%
3) SPX Index	USD	16.00%	18.11%	-3.55%	20.42%
4) NKY Index	JPY	17.83%	19.85%	-1.81%	22.40%
5) SHCOMP Index	CNY	10.53%	12.81%	-8.86%	14.40%
6) SX5E Index	EUR	8.27%	11.63%	-10.03%	13.07%



TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN LÀ YẾU TỐ CỐT LÕI

- Chỉ số S&P 500 tăng hơn 15% trong năm 2017 nhờ lợi nhuận doanh nghiệp tăng vọt, kỳ vọng vào đợt cải cách thuế ở Mỹ và tình hình kinh tế toàn cầu liên tục được cải thiện. Chính sách tiền tệ vẫn là một trong những yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu kể từ cuộc khủng hoảng tài chính, vẫn đang được nới lỏng so với các chuẩn mực trong quá khứ.

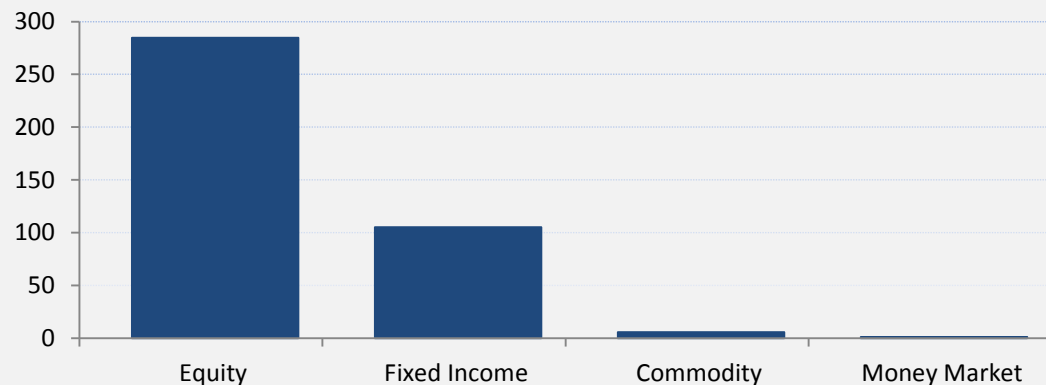


THẬN TRỌNG TRƯỚC QUÁ TRÌNH THU HẸP & RÚT CÁC GÓI QE

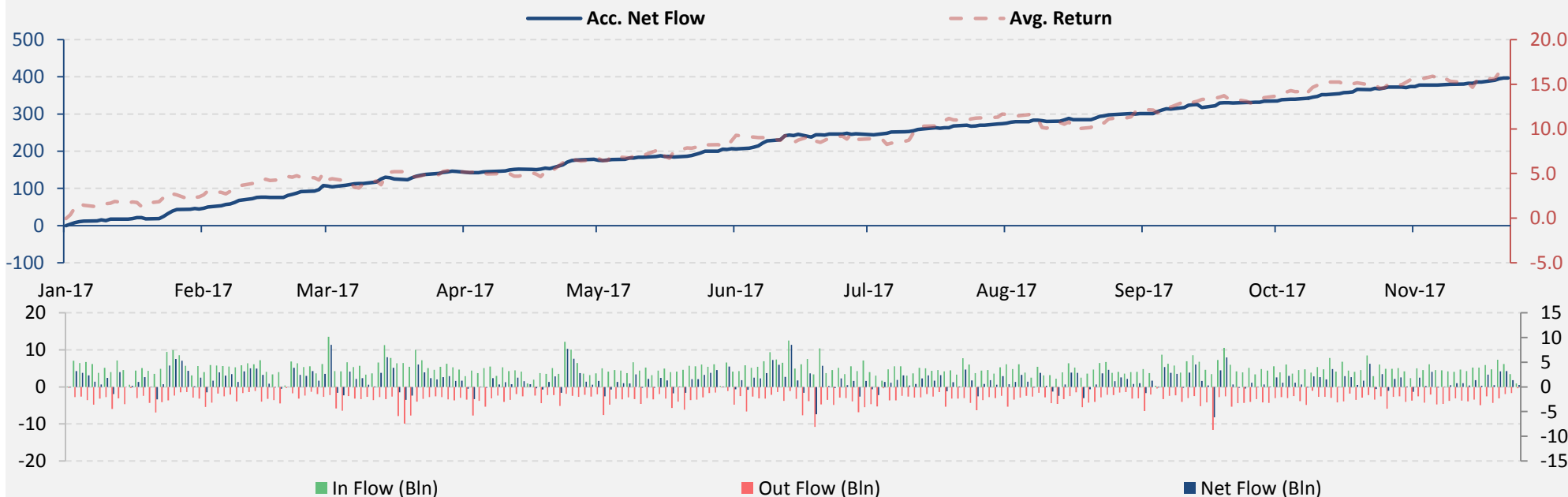
- Sau khi FED bơm vào thị trường hơn 4.500 tỷ USD qua 3 gói QE nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế sau khủng hoảng. ECB và BOJ tiếp tục bơm tiền vào thị trường nhằm đẩy mạnh quá trình phục hồi kinh tế tại Nhật Bản và Châu Âu. Tổng 3 gói QE lên tới 14 nghìn tỷ USD. Do đó, sự thu hẹp bản cân đối tài sản của FED và việc giảm dần quy mô gói QE của Nhật Bản và Châu Âu có thể sẽ khiến thị trường chứng khoán tăng chậm hơn trong năm 2018.



XU HƯỚNG DÒNG VỐN ĐẦU TƯ 2017 - 2018



Asset Class	Flow (BLN)	AUM (BLN)	% of AUM	Funds #
Equity	284.7	2,229.0	12.8%	287
Fixed Income	105.3	475.3	22.1%	83
Commodity	5.8	70.2	8.2%	12
Money Market	1.1	15.7	7.3%	3
Universe	396.9	2,790.2	14.2%	385



SO SÁNH ĐỊNH GIÁ GIỮA CÁC THỊ TRƯỜNG

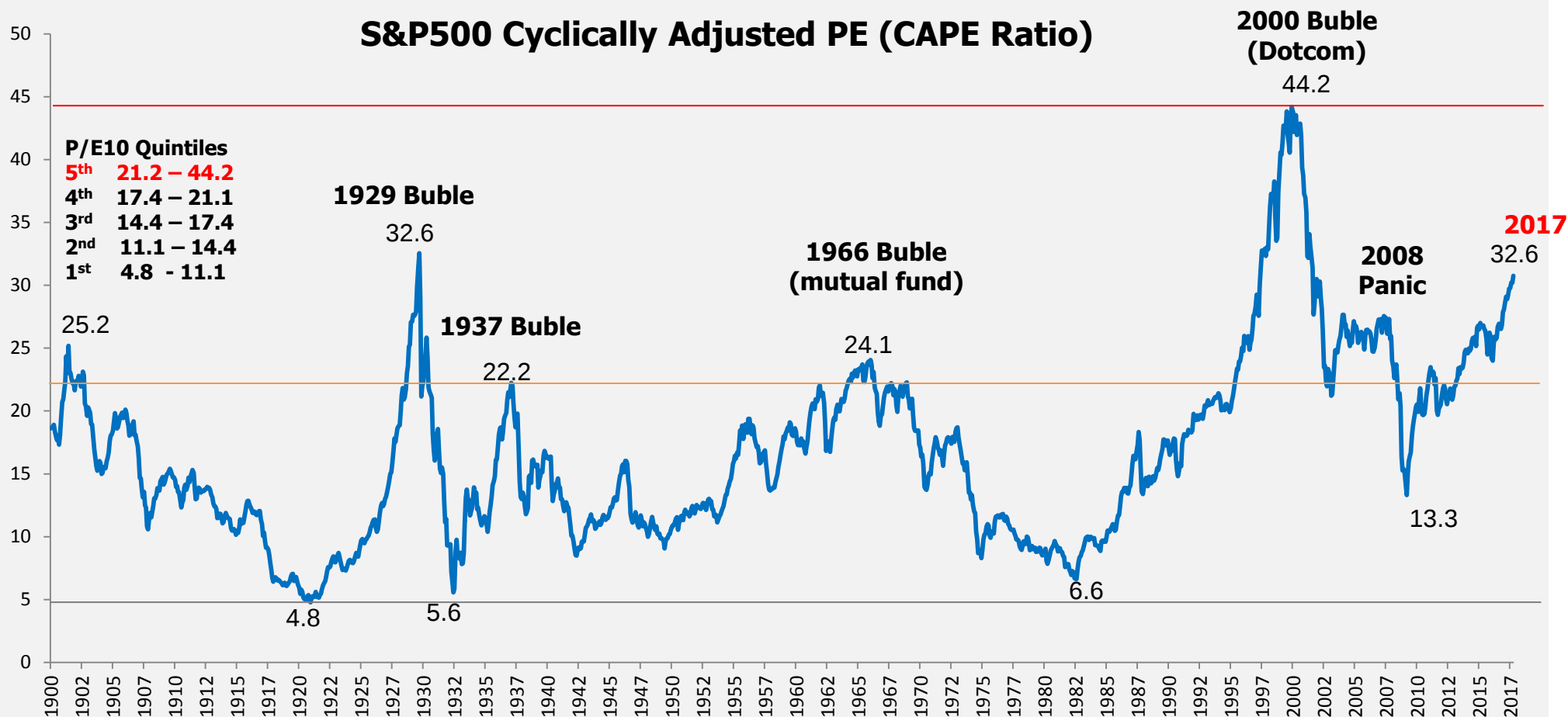
Index	P/E forward	Dividend yield	P/CF	ROE	ROA	P/B
Dow Jones	20.02	2.17	16.23	18.69	3.15	3.74
S&P 500	22.15	1.91	14.21	13.74	2.82	3.24
FTSE 100	22.22	4.24	12.38	9.64	1.07	1.93
DAX	19.15	2.51	8.52	10.5	1.24	1.87
Nikkei 225	24.93	1.63		14.35	6.42	2.84
Shanghai	16.73	1.88	5.73	10.98	1.43	1.79
Thailand	17.95	2.87	13.99	11.56	3.01	2.03
Maylaysia	16.26	3.28	7.64	10.69	1.91	1.65
Philippines	22.2	1.49	13.63	11.61	2.57	2.41
Indonesia	28.48	1.17	30.38	12.15	2.46	3.27
Viet Nam	18.61	2.42	25.1	14.85	2.45	2.72
Trung bình DNA	20.7	2.24	18.14	12.17	2.48	2.41

Source: Bloomberg

ĐỊNH GIÁ TTCK MỸ: MỨC PE ĐÃ VÀO VÙNG ĐẮT

- Chỉ số CAPE ratio (PE10) của S&P 500 đã vào vùng đắt đỏ. Giá trị PE được tính dựa trên thu nhập được điều chỉnh theo lạm phát trung bình từ 10 năm trước, được gọi là Hệ số PE điều chỉnh theo chu kỳ (CAPE Ratio), Shiller PE Ratio hoặc PE10

S&P500 Cyclically Adjusted PE (CAPE Ratio)



...TUY NHIÊN DỰ BÁO VẪN TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Dự báo thị trường 2018 (Credit Suisse)

Thị trường chứng khoán tiếp tục xu hướng tăng trưởng nhờ xu hướng tăng trưởng mạnh từ GDP, lạm phát ở mức vừa phải, thanh khoản dư thừa, lãi suất và tỷ giá sẽ tăng chậm.

Tuy nhiên mức tăng trưởng kỳ vọng của 2018 ở hầu hết các thị trường đều thấp hơn so với mức tăng trưởng ấn tượng của 2017

Equities*	2017 year-to-date performance on 02 November 2017	2018 expected total returns
US equities	17.22%	7.10%
EMU equities	17.34%	8.30%
Swiss equities	17.47%	10.00%
UK equities	9.30%	5.40%
Japanese equities	18.87%	11.70%
EM equities	29.41%	12.30%

Bond yields	Close on 02 November 2017	End-2018 forecast
10-year US Treasury yield	2.35%	2.70%
10-year German Bund yield	0.37%	1.00%
10-year Swiss Eidgenossen yield	-0.08%	0.30%

- ❖ Chính sách tiền tệ của các NHTW lớn(FED, BOJ, ECB, PBOC...) sẽ là tâm điểm chú ý trong năm sau, đặc biệt là quá trình bình thường hóa chính sách tiền tệ của FED và xu hướng giảm dần gói QE của ECB và BOJ
- ❖ Fed tăng lãi suất và giảm bảng cân đối tài sản có thể sẽ ảnh hưởng đến xu hướng dòng vốn quốc tế (FDI, FII...)
- ❖ Tỷ giá và câu chuyện của các thị trường mới nổi.
- ❖ Bầu cử tổng thống diễn ra tại Nga vào T3/2018.
- ❖ Căng thẳng trên Bán đảo Triều Tiên vẫn là tâm điểm chú ý giới đầu tư.
- ❖ TTCK Mỹ có thể xảy ra các nhịp điều chỉnh lớn?

- ❖ **TTCK Mỹ và thế giới vẫn sẽ tiếp tục trong xu hướng tăng trưởng trong trung hạn, tuy nhiên có thể xuất hiện các nhịp điều chỉnh mạnh vào 2018 có thể đến từ một số nguyên nhân:**
 - Về mặt định giá TTCK Mỹ đã vào vùng “tăng trưởng nóng” thể hiện ở các chỉ số như PE, P/EBITDA.
 - Ảnh hưởng có thể xảy ra nếu FED đồng thời tăng lãi suất và thực hiện hút bớt tiền về.
 - Các xung đột hoặc căng thẳng có thể xảy ra tại Bắc Triều Tiên, Trung Đông, Đông Âu.

TTCK VIỆT NAM

“ Ở GIỮA CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG ”

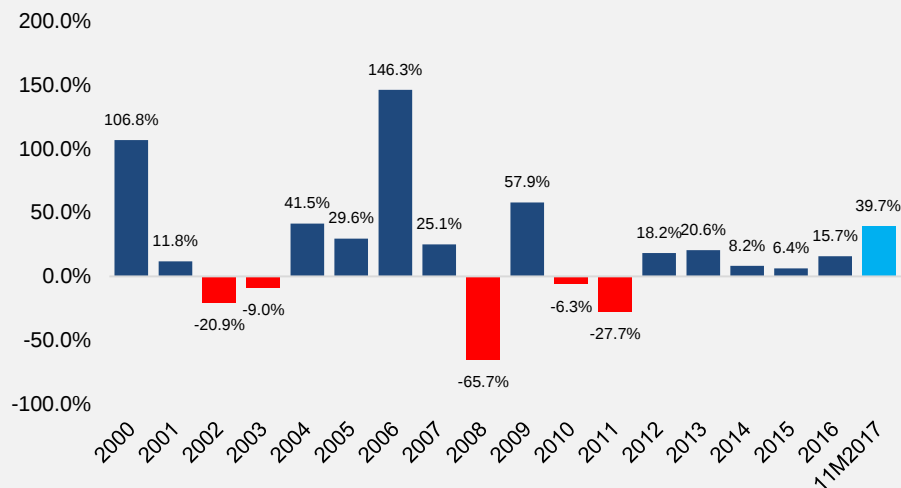
- ❖ Chu kỳ tăng trưởng kinh tế thúc đẩy kỳ vọng và dòng tiền vào TTCK: Tăng trưởng GDP – Tỷ giá – Tín dụng – Lãi suất - Lạm phát.
- ❖ Chính sách phát triển thị trường thúc đẩy quy mô vốn hóa (*Nới room, đẩy mạnh IPO, niêm yết mới...*) tạo điều kiện thu hút vốn ngoại.
- ❖ Việt Nam tạo được sức hút sau kỳ review vào Emerging Market.
- ❖ NDTNN mua ròng mạnh nhất trong những năm gần đây
- ❖ Giá dầu & Giá cả hàng hóa thế giới có xu hướng phục hồi bền vững hỗ trợ giá CP.

SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

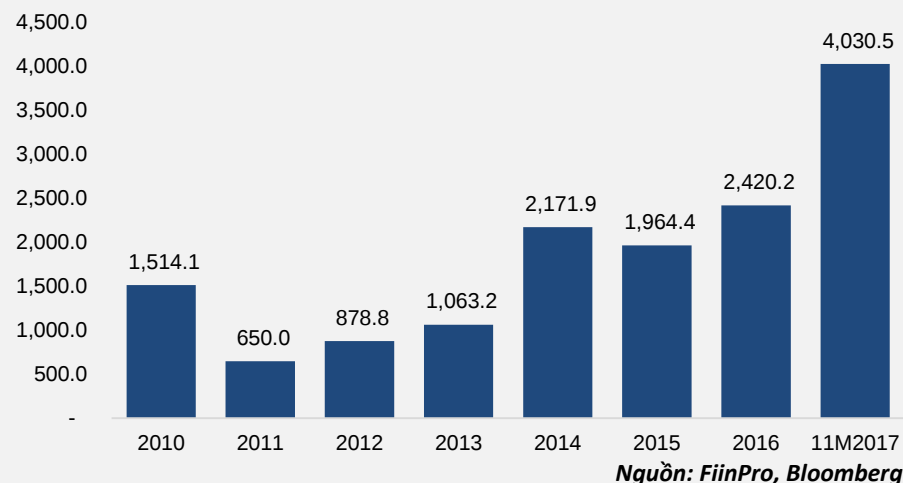
MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Tăng trưởng của thị trường giai đoạn 2000-2017

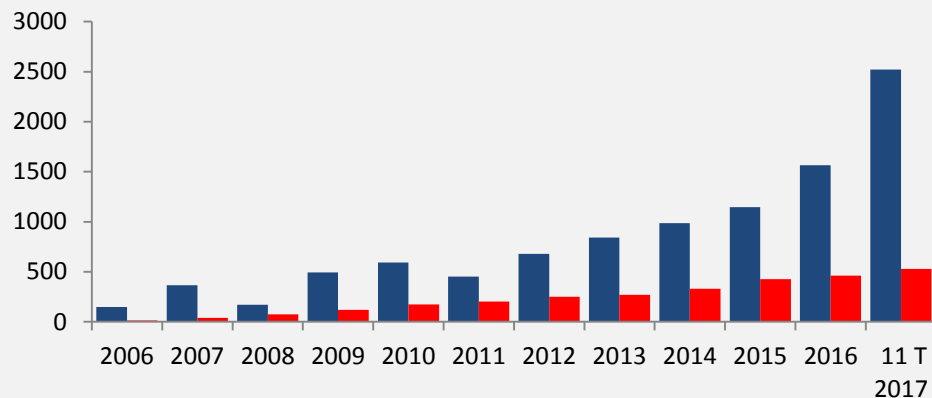


Giá trị giao dịch trung bình tăng mạnh



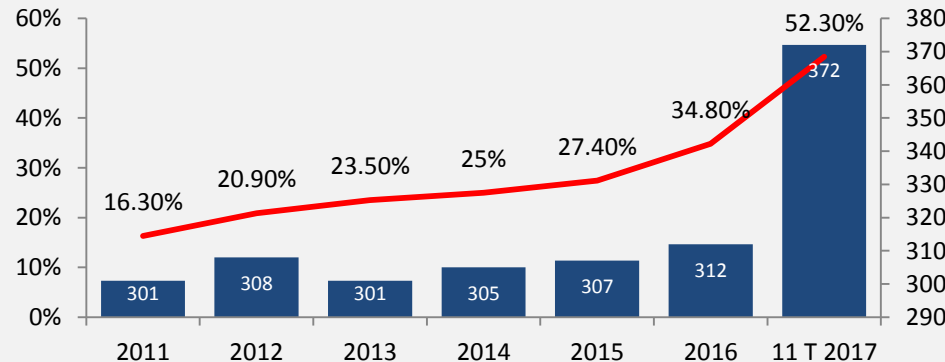
Vốn hóa và giá trị niêm yết trên thị trường

■ Market cap ■ Listed value



Số lượng công ty niêm yết & vốn hóa/GDP

■ Number of listed companies ■ Market cap/GDP

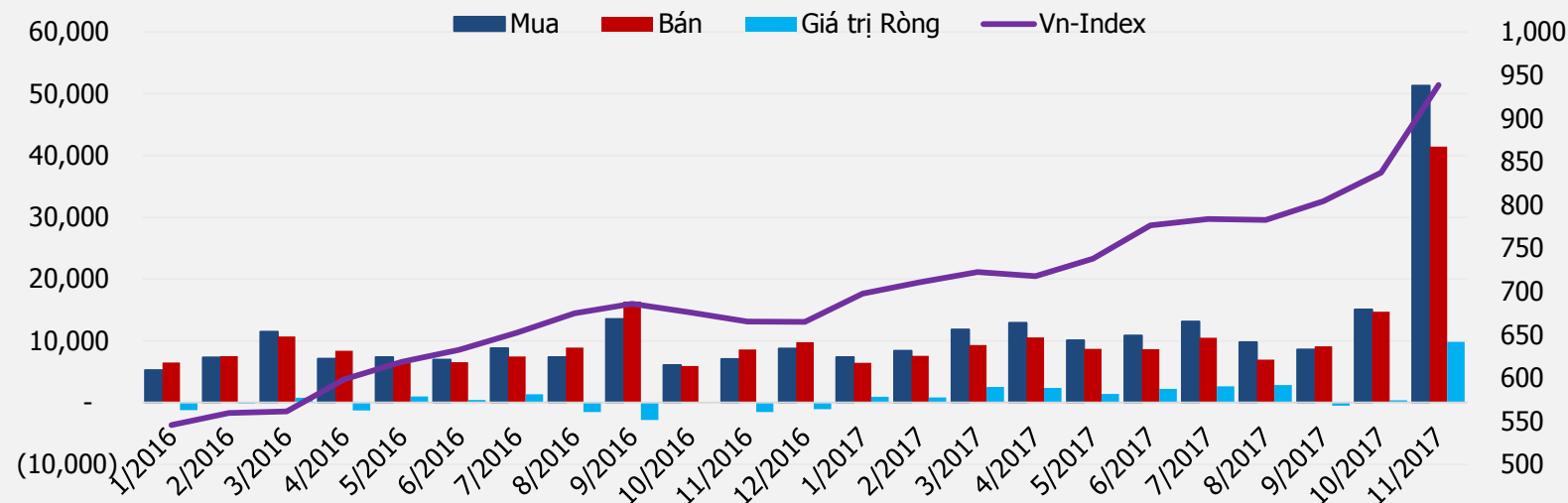


"2017 – NĂM GIAO DỊCH ẦN TƯỢNG CỦA NĐTNN"

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Giá trị GD NĐTNN so với VN-Index theo tháng (Tỷ VND)



Giá trị NĐTNN ròng lũy kế theo năm so với Vn-Index



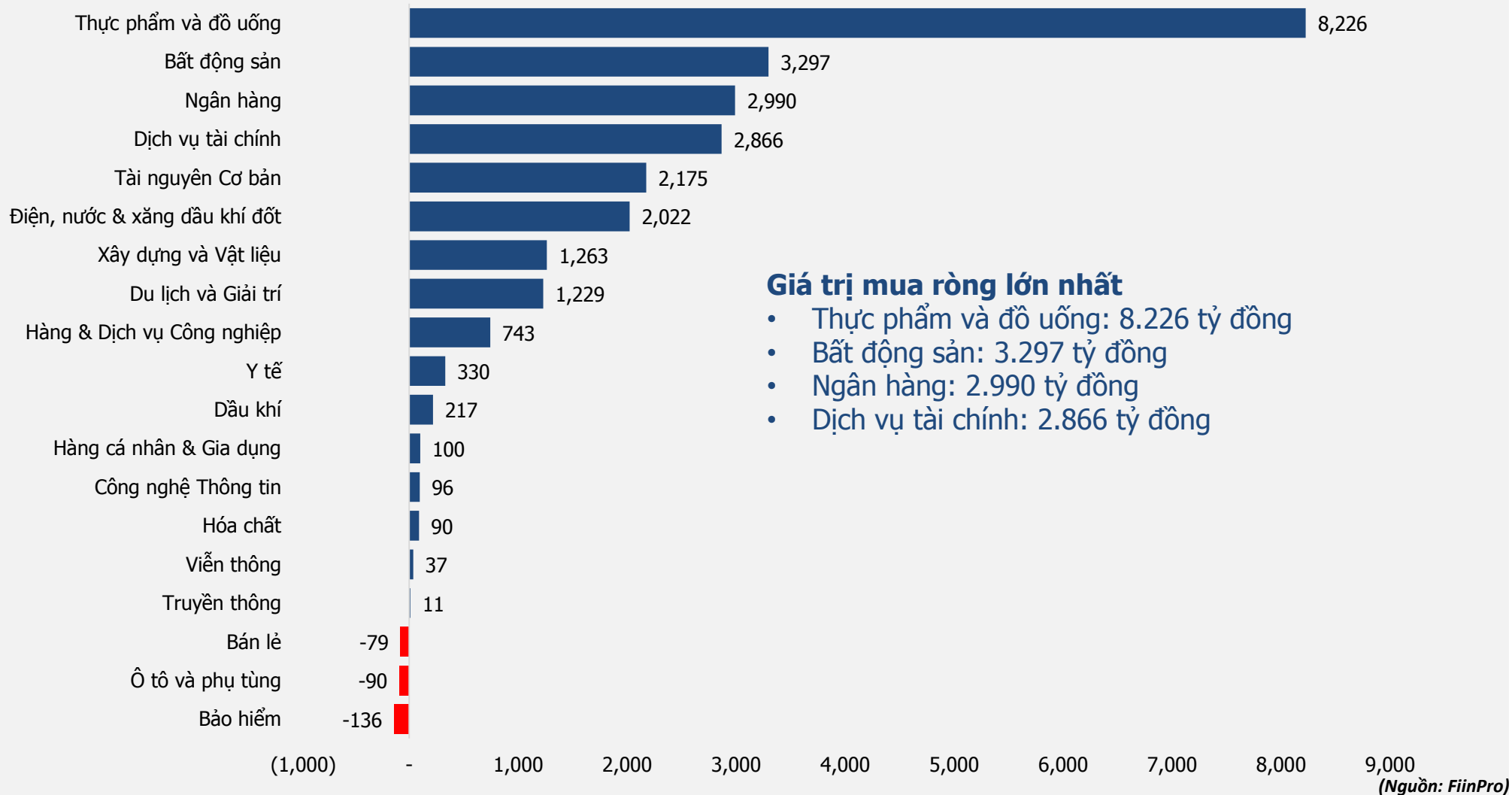
(Nguồn: FiinPro)

"2017 – NĂM GIAO DỊCH ẦN TƯỢNG CỦA NĐTNN"

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Các ngành dẫn đầu mua/bán ròng 11M2017



VIỆT NAM CẦN CÓ CÁC CẢI CÁCH MẠNH MỀ HƠN

- Việt Nam thỏa mãn các tiêu chí định lượng (nhóm B) theo yêu cầu của MSCI về vốn hóa, vốn hóa tự do lưu hành và thanh khoản. Về tiêu chí định tính, gồm 18 chỉ tiêu nhỏ hơn thì Việt Nam vẫn chưa đáp ứng được.

Trong những năm tới Việt Nam cần phải hoàn thiện các tiêu chí liên quan đến:

- Mức độ sở với sở hữu nước ngoài
- Mức độ tự do trên thị trường ngoại hối
- Hiệu quả của hệ thống vận hành: Mở TK, luồng thông tin

Kết quả đánh giá nâng hạng tháng 6/2017 MSCI

	Việt Nam	China A	Pakistan
Mức độ mở với sở hữu nước ngoài			
Yêu cầu về tư cách của nhà đầu tư	++	++	++
Giới hạn sở hữu nước ngoài	-/?	-/?	++
Room còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài	-/?	++	++
Quyền bình đẳng với nhà đầu tư nước ngoài	-/?	+	++
Mức độ dễ dàng luân chuyển dòng vốn vào/ra thị trường			
Qui định hạn chế dòng vốn luân chuyển	++	++	++
Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối	-/?	++	+
Hiệu quả của hệ thống vận hành			
Gia nhập thị trường			
Đăng ký đầu tư và mở tài khoản	-/?	++	+
Tổ chức thị trường			
Các quy định về thị trường	++	+	+
Luồng thông tin thị trường	-/?	++	++
Hạ tầng thị trường			
Thanh toán và bù trừ chứng khoán	-/?	++	+
Lưu giữ bảo quản	++	++	++
Đăng ký/ Lưu ký chứng khoán	++	++	++
Giao dịch	++	++	++
Khả năng chuyển nhượng	-/?	++	++
Cho vay chứng khoán	-/?	++	-/?
Bán khống	-/?	++	-/?
Môi trường cạnh tranh		++	
Tính ổn định chung của hệ thống	+	+	-/?

++: không có vấn đề; +: không có vấn đề lớn, có thể cải thiện; -/? : cần cải thiện/ đánh giá thêm

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Theo kết quả kinh doanh 9 tháng của hơn 687 doanh nghiệp niêm yết có đủ số liệu:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu 9M2017 tăng trưởng 17.2%, lợi nhuận ròng tăng 23.9% so với cùng kỳ năm trước.
- Trên đây là bảng tổng Hợp KQKD của 42 doanh nghiệp niêm yết tiêu biểu có tốc độ tăng trưởng tích cực trong 9M2017.

No	Ticker	Sàn	Ngành	Lợi nhuận 9M2017	Tăng trưởng LN 9M2017	Tăng trưởng LN 2016	Tăng trưởng LN 2015	Tăng trưởng LN 2014
1	MWG	HOSE	Bán lẻ	1,633.74	33.7%	47.2%	60.4%	161.4%
2	PVI	HNX	Bảo hiểm	393.26	68.6%	-10.1%	115.4%	-15.7%
3	VIC	HOSE	Bất động sản	2,108.46	22.7%	100.7%	-61.5%	-53.4%
4	DXG	HOSE	Bất động sản	459.52	219.1%	59.6%	100.6%	102.8%
5	KDH	HOSE	Bất động sản	373.64	37.9%	42.8%	155.0%	-182.0%
6	NLG	HOSE	Bất động sản	351.92	116.5%	67.4%	115.8%	351.4%
7	FPT	HOSE	Công nghệ Thông tin	1,507.23	13.4%	3.1%	18.3%	1.5%
8	SSI	HOSE	Dịch vụ tài chính	815.97	1.3%	4.6%	12.5%	78.2%
9	VND	HOSE	Dịch vụ tài chính	409.31	177.2%	2.5%	15.5%	26.5%
10	HCM	HOSE	Dịch vụ tài chính	367.87	60.8%	42.8%	-43.3%	33.3%
11	GAS	HOSE	Điện, nước & xăng dầu khí đốt	5,908.24	49.8%	-17.7%	-39.6%	14.9%
12	PPC	HOSE	Điện, nước & xăng dầu khí đốt	745.08	313.1%	-2.2%	-46.3%	-35.9%
13	VJC	HOSE	Du lịch và Giải trí	2,762.81	39.9%	113.3%	224.7%	1019.9%
14	REE	HOSE	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	1,038.79	112.5%	28.2%	-19.7%	8.8%
15	DVP	HOSE	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	224.41	1.9%	2.0%	23.3%	15.7%
16	PAC	HOSE	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	101.32	23.6%	107.5%	21.6%	21.2%
17	PNJ	HOSE	Hàng cá nhân & Gia dụng	503.76	41.6%	496.3%	-68.8%	48.6%
18	TCM	HOSE	Hàng cá nhân & Gia dụng	170.13	90.2%	-25.6%	-8.8%	36.3%
19	RAL	HOSE	Hàng cá nhân & Gia dụng	139.10	35.2%	56.7%	43.0%	-23.4%
20	DCM	HOSE	Hóa chất	599.95	58.0%	-27.2%	4.0%	54.9%
21	PHR	HOSE	Hóa chất	246.43	87.9%	3.9%	-19.8%	-29.0%
22	BFC	HOSE	Hóa chất	224.85	14.7%	21.0%	-0.1%	8.7%
23	AAA	HOSE	Hóa chất	158.05	57.0%	254.8%	-14.8%	-14.5%
24	LAS	HNX	Hóa chất	122.55	39.3%	-54.9%	-30.2%	-1.8%
25	VCB	HOSE	Ngân hàng	6,366.40	25.9%	28.6%	16.4%	4.8%
26	CTG	HOSE	Ngân hàng	5,854.78	13.0%	20.0%	-0.3%	-1.4%
27	VPB	HOSE	Ngân hàng	4,500.72	71.7%	64.2%	91.1%	23.2%
28	MBB	HOSE	Ngân hàng	3,159.09	39.7%	16.7%	0.8%	8.8%
29	ACB	HNX	Ngân hàng	1,526.91	53.2%	28.9%	8.0%	15.2%
30	HPG	HOSE	Tài nguyên Cơ bản	5,610.98	20.6%	89.4%	10.9%	60.9%
31	NKG	HOSE	Tài nguyên Cơ bản	556.97	22.7%	310.7%	64.5%	47.8%
32	VNM	HOSE	Thực phẩm và đồ uống	8,551.05	13.7%	20.3%	28.1%	-7.1%
33	CTD	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	1,190.55	23.8%	113.5%	103.5%	27.3%
34	VCS	HNX	Xây dựng và Vật liệu	844.75	80.6%	67.1%	90.8%	196.1%
35	HBC	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	615.81	92.4%	579.3%	17.7%	168.3%
36	VGC	HNX	Xây dựng và Vật liệu	536.51	48.0%	56.4%	11.1%	882.8%
37	NTP	HNX	Xây dựng và Vật liệu	363.02	27.6%	8.6%	12.6%	12.2%
38	PTB	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	219.61	28.2%	52.8%	55.5%	20.9%
39	CVT	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	127.84	44.7%	142.6%	23.6%	168.7%
40	FCN	HOSE	Xây dựng và Vật liệu	121.97	59.0%	9.2%	9.1%	27.3%
41	DHG	HOSE	Y tế	497.06	6.1%	20.6%	10.4%	-9.5%
42	DMC	HOSE	Y tế	157.92	23.6%	19.1%	7.0%	23.1%

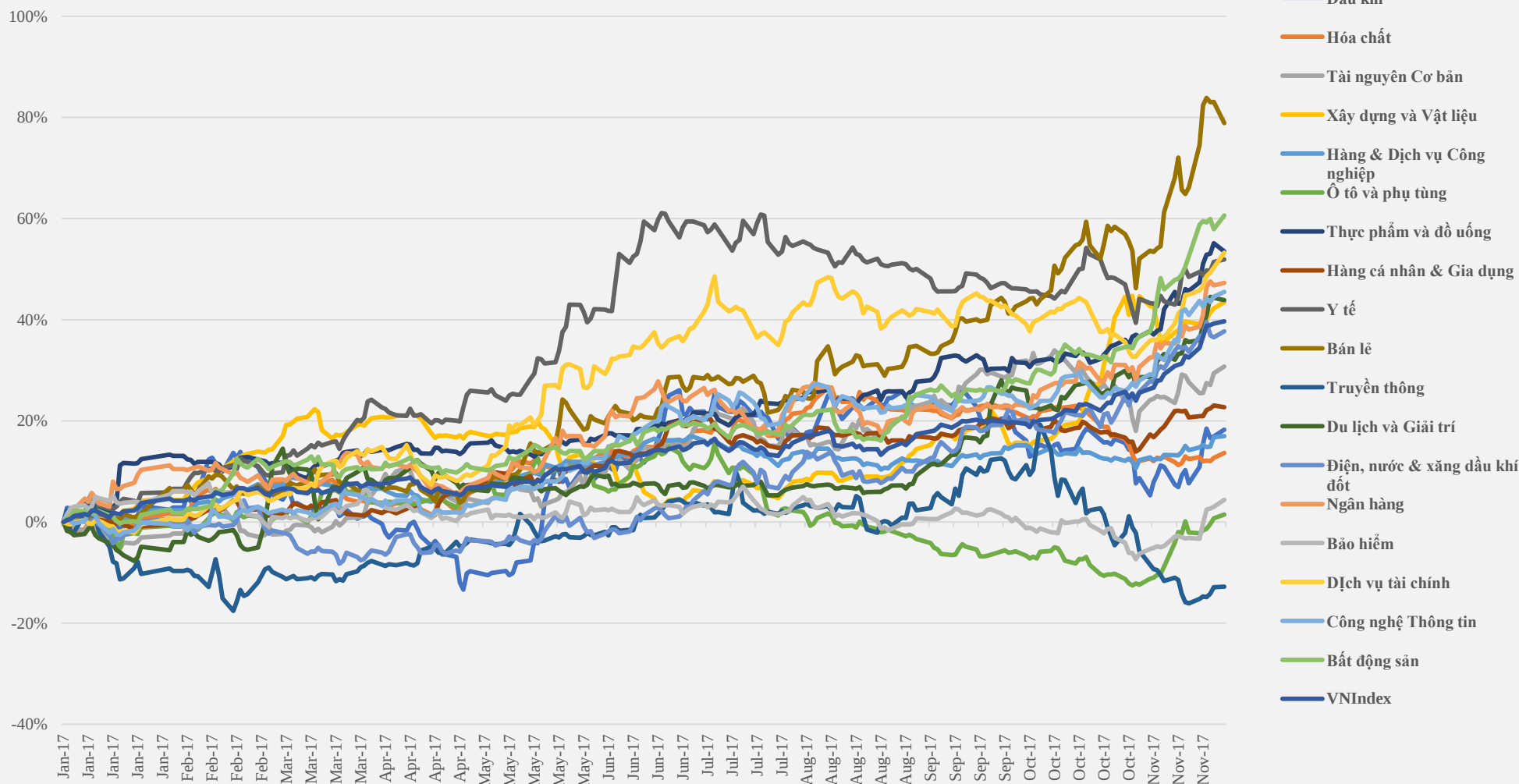
TĂNG TRƯỞNG CỦA CÁC NHÓM NGÀNH 2017

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Diễn biến Ngành (ICB Level 2) và VN-Index

(Nguồn: FiinPro)



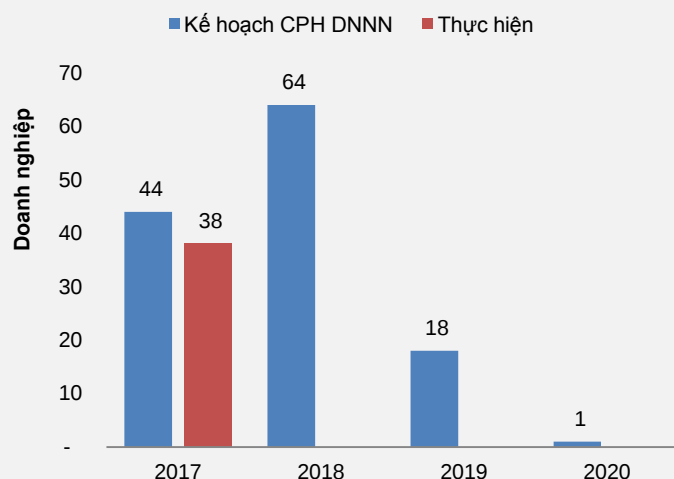
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2018

- ❖ Kinh tế thế giới tiếp tục trong xu hướng tăng trưởng tích cực tại các nền kinh tế lớn như Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc hỗ trợ tốt cho các thị trường tài sản đặc biệt là dòng vốn vào TTCK.
- ❖ Kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng GDP 6.81% trong 2017 và kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng 6.75% trong 2018.
- ❖ Hưởng lợi từ dòng vốn rẻ và chảy vào thị trường cổ phiếu, TTCK toàn cầu đều tăng mạnh trong năm qua. Thị trường Việt Nam cũng là một trong top các thị trường tăng trưởng vượt trội với tốc độ tăng trưởng trên 40%.
- ❖ Nhìn chung thị trường về mặt định giá không còn rẻ song khả năng tăng trưởng vẫn tiếp diễn nhờ động lực về nguồn vốn dồi dào.
- ❖ Cơ hội đầu tư nhắm đến các tiêu điểm: (1). Nhóm cổ phiếu mới chuẩn bị niêm yết; (2). Nhóm cổ phiếu DNNN cổ phần hóa; (3), Nhóm cổ phiếu thoái vốn Nhà nước; (4). Các cổ phiếu vốn hóa lớn, đầu ngành và có tốc độ tăng lợi nhuận cao.

TIẾN TRÌNH CỔ PHẦN HÓA TẠI CÁC DNNN

- Theo kế hoạch cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước giai đoạn 2017 – 2020, dự kiến sẽ có 127 doanh nghiệp nhà nước (DNNN) phải thực hiện cổ phần hóa (CPH), trong đó dự kiến từng năm như sau: **Năm 2017 CPH 44 doanh nghiệp, 2018 CPH 64 doanh nghiệp, 2019 CPH 18 doanh nghiệp, 2020 CPH 1 doanh nghiệp.**
- Tính chung cả năm 2017, dự kiến có thể thực hiện được CPH 38 DNNN trên tổng số 44 DNNN dự kiến cổ phần hóa trong năm 2017.
- Năm 2018 cũng là năm cao điểm trong kế hoạch cổ phần hóa DNNN với kế hoạch cổ phần hóa 64 doanh nghiệp, tính cả số DNNN chưa hoàn thành CPH năm 2017 là tổng cộng có 70 DNNN cần CPH.

Tiến trình cổ phần hóa DNNN giai đoạn 2017 - 2020



CÁC DOANH NGHIỆP LỚN TIÊU BIỂU DỰ KIẾN IPO TRONG NĂM 2018

Tên doanh nghiệp	VCSH	Tổng tài sản	Doanh thu	LNST	ROA	ROE	Tỷ lệ thoái vốn
TCT Dầu Việt Nam (PVOIL)	9,912	62,690	50,910	674	2.80%	6.40%	20% IPO và 44,9% cho đối tác chiến lược
Tập đoàn công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG)	45,569	70,137	15,694	2,808	3.60%	5.50%	13,12%
CT TNHH MTV Lọc - Hóa Dầu Bình Sơn (BSR)	32,573	62,690	73,686	4,436	7.30%	13.90%	4% IPO và 49% cho đối tác chiến lược
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (Pvpower)	26,797	69,732	28,212	1,517	1.50%	4.10%	20%
TCT Công nghiệp Xi măng VN	19,468	44,630	26,530	2,933	6.00%	13.00%	NA
TCT Phát điện 2 (Genco2)	17,482	64,060	21,061	(143)			NA
TCT Phát điện 1 (Genco1)	14,357	109,948		261	0.24%	1.82%	NA
TCT Phát điện 3 (Genco 3)	8,673	85,590	35,942	280	0.30%	2.80%	NA
TCT lương thực Miền Nam (VNF2)	4,123	11,013	22,766	(16)			NA

Tiến trình thoái vốn Nhà nước trong năm 2017

- Trong 9 tháng đầu 2017, hoạt động thoái vốn của nhà nước tại các doanh nghiệp ghi nhận những kết quả nhất định, cụ thể các đơn vị đã thoái được 3.838 tỷ đồng vốn nhà nước để thu về 15.998 tỷ đồng, trong đó bao gồm: (1) thoái vốn tại 5 lĩnh vực nhạy cảm là 105 tỷ đồng, (2) thoái vốn tại các doanh nghiệp khác ngoài 5 lĩnh vực nhạy cảm là 3.463 tỷ đồng, (3) thoái vốn ở SCIC tại 28 doanh nghiệp thu về 12.428 tỷ đồng (tính cả phần thoái vốn VNM cuối năm 2016 là 11.286 tỷ đồng).
- Tính đến cuối năm 2017, SCIC đã thoái vốn tại 40 doanh nghiệp với giá trị là 1.903 tỷ đồng, thu về 21.639 tỷ đồng (trong đó bao gồm cả số thoái của VNM trong năm 2016 và 2017)
- Trong đó, Bộ Công Thương cũng đã bán đấu giá thành công 343.662.578 CP (53.59% vốn điều lệ) của Sabeco với giá 320 nghìn đồng/CP thu về khoảng 109.972 tỷ đồng (tương đương 4,8 tỷ USD)

Trong danh mục thoái vốn của SCIC năm 2017 (cập nhật đến ngày 08/09/2017), SCIC còn phải thoái vốn tại 95 doanh nghiệp nữa với tổng giá trị vốn thoái ước tính 19.461 tỷ đồng.

Tên doanh nghiệp	Giá trị vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Tỷ lệ thoái vốn tối đa (%)	Giá trị phân vốn thoái (tỷ đồng)
Tổng CTCP XNK và xây dựng Vinaconex (VCG)	10.954	57,8%	6.330
CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong (NTP)	7.228	37,1%	2.682
CTCP Nhựa Bình Minh (BMP)	7.318	29,5%	2.160
CTCP FPT (FPT)	30.260	6,0%	1.803
TCT Cổ phần Bảo Minh (BMI)	3.106	50,7%	1.575
CTCP XNK Y tế DOMESCO (DMC)	4.376	34,7%	1.519

Nguồn: SCIC, MBS Research

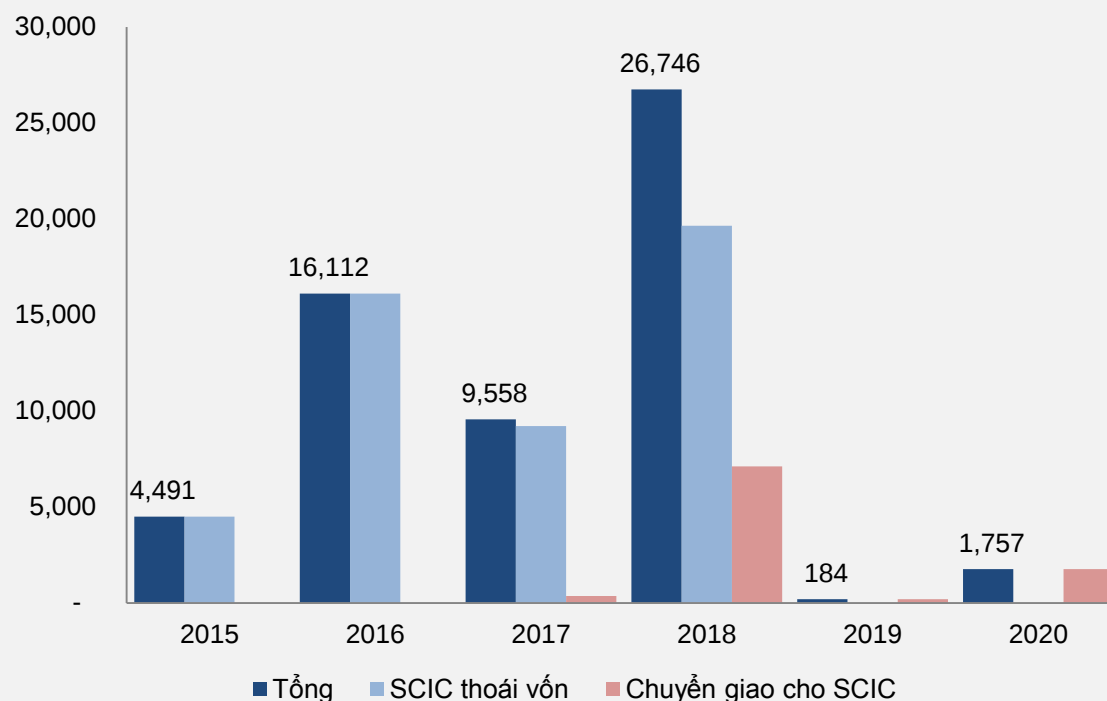
Tiến trình thoái vốn Nhà nước trong năm 2017

- Bên cạnh hoạt động thoái vốn, theo quyết định 1232/2016 của Chính phủ khoảng 62 DNNN (hiện đang thuộc sự quản lý của các cơ quan chính phủ hay chính quyền địa phương) cũng sẽ được chuyển giao cho SCIC thực hiện thoái vốn trong giai đoạn 2017-2020.

Các doanh nghiệp lớn chuyển giao cho SCIC thoái vốn:

- TCT Thép Việt Nam** (Bộ Công Thương): đợt 1 (2018) 57,9%, đợt 2 (2019) 36% cổ phần, tổng giá trị ước tính 4.584 tỷ đồng.
- Tập đoàn Dệt may Việt Nam** (Bộ Công Thương): thoái 53,5% cổ phần năm 2018, giá trị ước tính 2.995 tỷ đồng.
- TCT Licogi (LIC)**: thoái 40,71% cổ phần năm 2017, giá trị ước tính 355 tỷ đồng

Kết quả SCIC thoái vốn 2015-2016, lộ trình 2017-2020 (tỷ đồng)

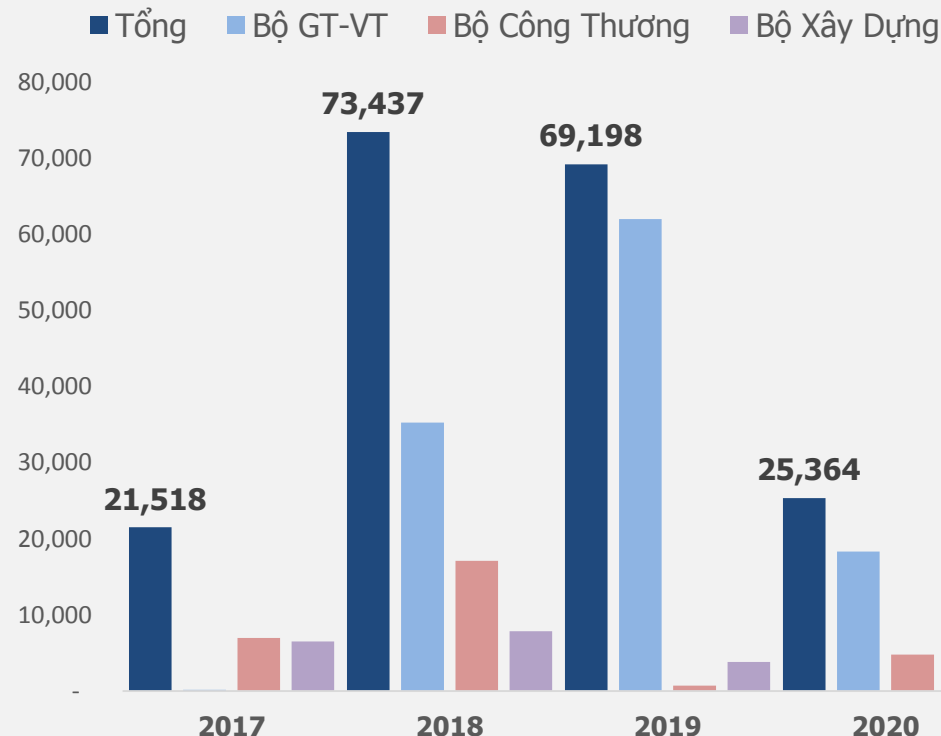


Nguồn: SCIC, QĐ 1232/QĐ-TTg, MBS Research

Tiến trình thoái vốn thuộc các Bộ và UBND các tỉnh

- Quyết định số 1232/QĐ-TTg ngày 17/08/2017 phê duyệt danh mục doanh nghiệp có vốn nhà nước thực hiện thoái vốn giai đoạn 2017 -2020.
- Sẽ tiến hành thoái vốn tại **349** doanh nghiệp trong đó không bao gồm việc thoái vốn tại các công ty nông, lâm nghiệp và các công ty con và công ty liên kết của tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước chưa thực hiện cổ phần hóa; doanh nghiệp thuộc: Bộ Quốc phòng, Bộ Công an, Ủy ban nhân dân Thành phố Hồ Chí Minh, Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước; Tổng công ty Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội.
- Giá trị thoái vốn được tính dựa trên giá trị vốn hóa thị trường đối với các doanh nghiệp đã niêm yết trên các sàn giao dịch hoặc vốn điều lệ doanh nghiệp.
- Tổng giá trị dự kiến thu về đạt 190 nghìn tỷ đồng.**

Giá trị các Bộ, UBND các tỉnh thoái vốn giai đoạn 2017 -2020 (tỷ đồng)



Nguồn: QĐ 1232/QĐ-TTg, MBS Research

Tiến trình thoái vốn thuộc các Bộ và UBND các tỉnh

- Đáng chú ý, Bộ Giao thông vận tải sẽ thoái 65,6% vốn góp tại TCT Cảng hàng không Việt Nam (ACV) với giá trị ước tính đạt 115,6 nghìn tỷ đồng.
- Ngoài ACV, còn có 4 đơn vị khác được thoái vốn tiến đến không nắm giữ cổ phần chi phối như VEAM, IDICO, Viglacera, và TCT Dược Việt Nam

Tên doanh nghiệp	Gt tính phần vốn dn (tỷ đồng)	2017		2018		2019		2020	
		Tỷ lệ vốn thoái (%)	Gt thoái vốn (tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn thoái (%)	Gt thoái vốn (tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn thoái (%)	Gt thoái vốn (tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn thoái (%)	Gt thoái vốn (tỷ đồng)
TCT Cảng hàng không Việt Nam (ACV)	176.351			20,0%	35.270	35,2%	62.005	10,4%	18.341
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX)	64.198			24,9%	15.960				
TCT Máy động lực và Máy nông nghiệp VN (VEAM)	13.288	52,5%	6.972					36,0%	4.784
TCT Đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp VN (IDICO)		63,4%	3.754	36,0%	2.131				
TCT Viglacera (VGC)	9.522			20,6%	1.963	36,0%	3.428		
TCT Đầu tư phát triển nhà và đô thị (HUD)	10.943	49,0%	5.362						
TCT Sông Đà	4.438	49,0%	2.175						
TCT Dược Việt Nam (DVN)	4.029	35,0%	1.410	30,0%	1.208				

Nguồn: QĐ 1232/QĐ-TTg, MBS Research

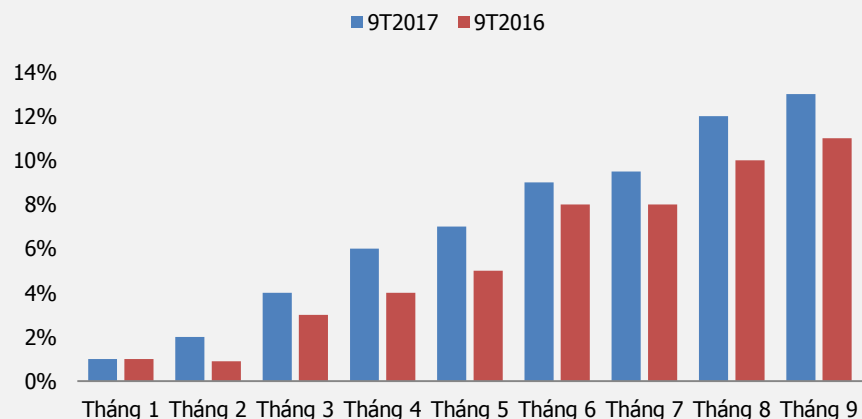
DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU DỰ KIẾN THOÁI VỐN TRONG 2018

STT	Ticker	ROE	ROA	EPS 4Q	P/E	P/B	Book value	KLGD 3 tháng	Tỷ lệ thoái vốn
1	ACV	21,79%	11,14%	2,208	23,1	4,6	11,159	71,175	20%
2	BHN	13,81%	7,97%	3,236	24,5	3,2	24,435	36,534	QĐ riêng
3	BMP	23,07%	20,70%	6,465	12,5	2,8	29,287	472,938	29,51%
4	CC1	25,23%	11,59%	5,943	9,2	2,3	24,096	203	40,53%
5	DVN	6,93%	2,77%	722	26,1	1,95	9,683	462,995	29,98%
6	FPT	21,79%	7,81%	3,899	12,4	2,6	18,838	1,417,486	5,96%
7	HAN	0	0	732	14,8	0,9	12,542	33	47,80%
8	HND	6,02%	1,60%	575	13,9	0,8	9,418	1,376	0.09
9	HVN	14,44%	2,21%	1,685	15,6	2,1	12,776	411,470	35,16%
10	KTL	18,55%	4,73%	3,062	5,6	1	17,272	4,454	66,05%
11	MTH	17,71%	12,02%	3,330	3,8	0,6	22,094	931	25,49%
12	NTP	22,92%	12,09%	4,571	14,9	3,1	21,580	36,968	37,10%
13	PLX	26,25%	8,47%	4,115	15,3	3,4	18,355	566,792	24,86%
14	QTP	0	0	-2,935	0	1,6	5,284	5,281	N/A
15	SEA	18,49%	13,99%	2,400	7,1	1,2	14,164	9,814	N/A
16	SGC	28,18%	22,08%	4,197	14,3	3,9	15,509	329	N/A
17	SNZ	3,10%	1,61%	484	24,8	0,8	14,708	2,401	34,54%
18	TVN	0,1137	0,0532	1,117	7,4	0,8	10,366	2,071	0,5792
19	VGC	14,85%	4,17%	1,843	10,6	1,5	12,875	534,266	20,62%
20	VGT	5,50%	1,68%	650	16,8	0,9	11,885	15,988	53,48%

Ngành Ngân Hàng

- **Tăng trưởng lợi nhuận là yếu tố cốt lõi:** lợi nhuận sau thuế toàn ngành ngân hàng đạt khoảng 47.000 tỷ đồng, tăng 39% so với cùng kỳ năm 2016. Nguyên nhân chủ yếu đến từ hoạt động tín dụng và hoạt động dịch vụ. Lãi thuần từ hoạt động tín dụng tăng mạnh (15,8%). Đồng thời, tỷ lệ thu nhập lãi thuần cận biên tăng lên mức 2,8%, trong khi cùng kỳ năm 2016 là 2,7%. Lợi nhuận trước trích lập Dự phòng rủi ro tăng khoảng 30,2% so với cùng kỳ năm 2016. Tỷ lệ chi phí Dự phòng rủi ro tín dụng/tổng lợi nhuận trước trích lập dự phòng khoảng 49%, giảm từ 53% cùng kỳ năm 2016. Hoạt động cho vay khách hàng tăng trưởng tích cực với tín dụng 9 tháng đầu năm ước tăng 11,5% so với cuối năm 2016. Nếu tính cả trái phiếu doanh nghiệp thì tăng trưởng tín dụng đạt 12,9% cao hơn mức 12,5% cùng kỳ năm 2016.
- **Quan điểm đầu tư:** Ngành ngân hàng tiếp tục duy trì triển vọng lạc quan vào 2018 nhờ: (1) Lợi nhuận duy trì tăng trưởng cao , (2) Tăng trưởng tín dụng có thể tiếp tục duy trì từ 18%-20%, (3) Chất lượng tài sản được cải thiện, (4) Nghị quyết về xử lý nợ xấu được thông qua có nhiều dư địa để xử lý nợ xấu. Mã quan tâm: **VCB, MBB, VPB, ACB**

Tăng trưởng tín dụng



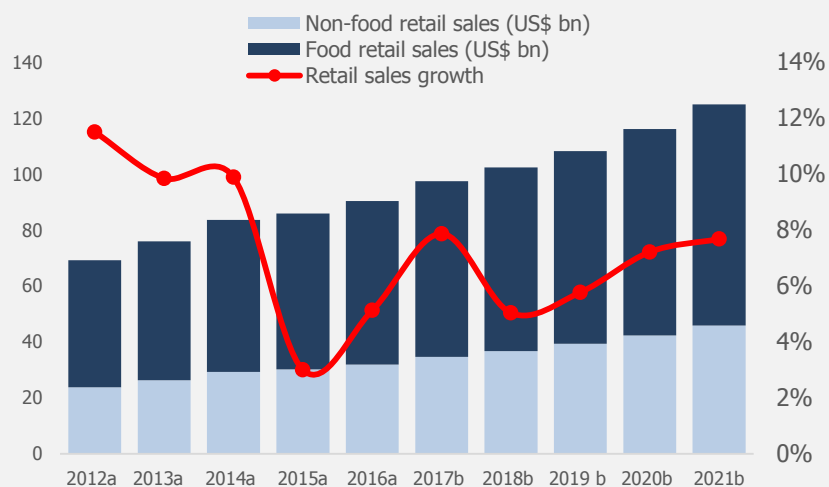
Mã	Thu nhập lãi			LNTT			LNST		
	9T2017	9T2016	+/-	9T2017	9T2016	+/-	9T2017	9T2016	+/-
BID	23,013	16,707	37.70%	5,555	5,758	-3.50%	4,309	4,684	-8.00%
CTG	19,917	17,203	15.80%	7,232	6,485	11.50%	5,873	5,194	13.10%
MBB	7,973	5,696	40.00%	4,002	2,788	43.50%	3,192	2,243	42.30%
VCB	16,161	13,646	18.40%	7,934	6,326	25.40%	6,379	5,071	25.80%
ACB	6,075	4,945	22.90%	2,004	1,244	61.10%	1,527	997	53.20%
STB	3,759	2,711	38.70%	1,026	208	393.30%	771	153	403.90%
SHB	2,823	2,375	18.90%	1,331	788	68.90%	1,072	628	70.70%
VPB	14,944	10,591	41.10%	5,635	3,146	79.10%	4,501	2,621	71.70%

Ngành Hàng tiêu dùng & Bán Lẻ: Room tăng trưởng rộng lớn

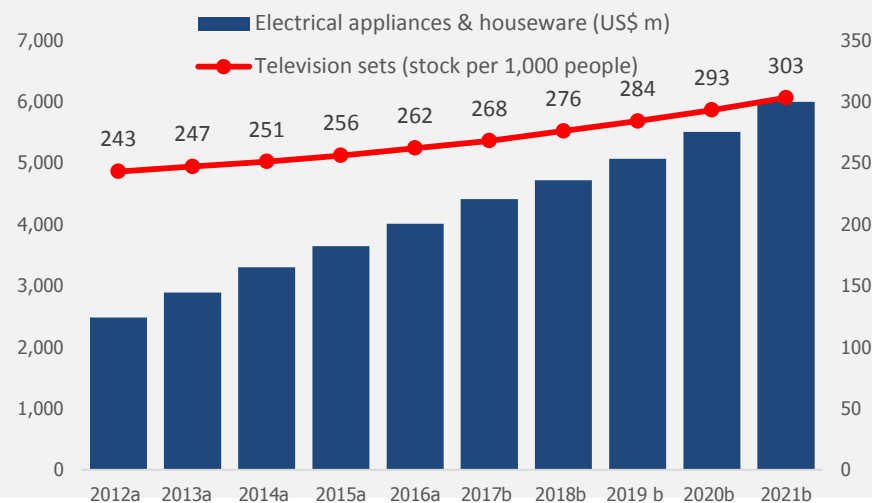
Hàng tiêu dùng:

- Ngành hàng hấp dẫn với tốc độ tăng trưởng nhanh hàng đầu trong khu vực và tiềm năng tăng trưởng cao do: **(1) Kinh tế tăng trưởng ổn định tạo điều kiện cho tăng trưởng tiêu dùng, (2) Dân số trẻ và thu nhập tăng trưởng nhanh, (3) Thị trường bán lẻ Việt Nam vẫn hấp dẫn khi quy mô thị trường vẫn còn nhỏ so với các thị trường trong khu vực.**
- Doanh số thị trường bán lẻ ước tính tăng 5% CAGR từ 17 – 21. Trong đó các sản phẩm phi thực phẩm sẽ ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn là 5.8% so với mức tăng trưởng 4.7% của thực phẩm. Doanh số bán lẻ/người của Việt Nam vẫn còn thấp so với khu vực. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng doanh thu bán lẻ ghi nhận mức cao thứ 2 trong khu vực (sau Trung Quốc)
- Quan điểm đầu tư:** Tập trung vào các doanh nghiệp: **(1) Đầu ngành có lợi thế về quy mô, chuỗi cung ứng, (2) Có tốc độ tăng trưởng cao hơn so với mặt bằng chung, (3) Có thương hiệu mạnh. Mã quan tâm: MWG, PNJ**

Doanh số thị trường bán lẻ ước tính tăng 5% CAGR từ '17 – '21.

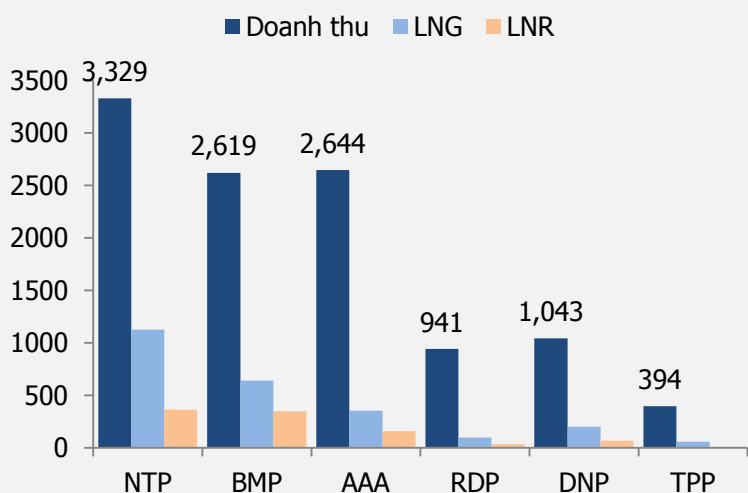


Tốc độ tăng trưởng các sản phẩm điện máy (trừ ti vi) ghi nhận mức tăng trưởng cao 13% giai đoạn 12 – 16 và ước tính tăng trưởng 8% trong giai đoạn 17 – 21.



Ngành Nhựa

- **Tăng trưởng lợi nhuận cao:** Chúng tôi thống kê 6 doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong ngành, tổng doanh thu 9T2017 đạt 10.971 tỷ đồng tăng 22% so với cùng kỳ. Trong đó, AAA và DNP là 2 doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất lần lượt tăng 79,1% và 50,8%.
- SCIC thoái vốn tiếp tục là động lực trong ngắn hạn cho BMP và NTP: Năm 2018, SCIC sẽ thoái toàn bộ 24,2 triệu cổ phiếu BMP (tương đương 29,5% vốn điều lệ) và 33,1 triệu cổ phiếu NTP (tương đương 37,1% vốn điều lệ). BMP và NTP đang được giao dịch tại các mức P/E kỳ vọng từ 16-18, giá cổ phiếu kỳ vọng sẽ tích cực nhờ KQKD và câu chuyện thoái vốn
- **Quan điểm đầu tư:** Tập trung vào doanh nghiệp: (1) Đầu ngành có tiềm năng tăng trưởng tốt, (2) Có câu chuyện thoái vốn trong 2018. Mã quan tâm: **NTP, BMP, AAA**

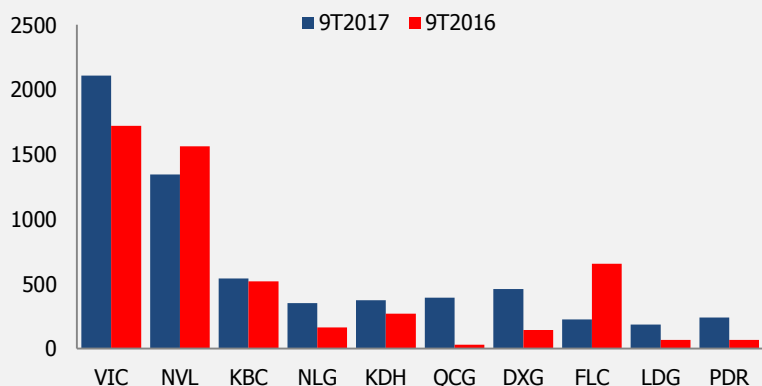


Mã	Doanh thu	Tăng trưởng	Lợi nhuận	Tăng trưởng	Biên LNG	Biên LNR	ROA	ROE
NTP	3,329	7.30%	363	27.60%	33.80%	10.90%	8.80%	17.40%
BMP	2,619	5.60%	348	-35.00%	24.40%	13.30%	12.00%	14.20%
AAA	2,644	79.10%	158	57.00%	13.40%	6.00%	4.20%	12.90%
RDP	941	5.70%	32	-0.20%	10.40%	3.40%	2.30%	7.20%
DNP	1,043	50.80%	66	50.20%	19.10%	6.40%	1.90%	6.70%
TPP	394	2.90%	2	-89.00%	14.40%	0.50%	0.40%	2.00%

Ngành Bất động sản

- **Lợi nhuận tăng trưởng khá tích cực nhưng phân hóa mạnh:** Chúng tôi thống kê 10 doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong ngành, tổng doanh thu 9T2017 đạt 76.871 tỷ đồng tăng 42% so với cùng kỳ. Tổng lợi nhuận ròng 9 tháng đầu năm của các doanh nghiệp kể trên là 6226 tỷ đồng tăng 19,7% so với cùng kỳ.
- **Giá trị hàng tồn kho tăng mạnh:** Theo thống kê 10 doanh nghiệp kể trên, giá trị hàng tồn kho đạt 112.740 tỷ đồng tăng 14,2% so với cùng kỳ. Hàng tồn kho chủ yếu tăng trưởng ở nhóm các đơn vị lớn mở rộng phát triển thêm dự án.
- **Đứng đầu về lợi nhuận đạt được trong 9 tháng đầu năm 2017 chính là Vingroup (VIC), bỏ khá xa các đơn vị khác trong ngành.** Cụ thể, doanh thu thuần VIC đạt trong kỳ này gần 57.166 tỷ đồng, tăng 65% so cùng kỳ và chiếm hơn 60% tổng doanh thu toàn ngành
- **Quan điểm đầu tư:** Chỉ tập trung vào các doanh nghiệp: (1) Có quỹ đất lớn với giá rẻ, (2) Khả năng bán hàng tốt, (3) Tăng trưởng lợi nhuận cao từ core kinh doanh. Mã quan tâm: **VIC, NLG, DXG**

Lợi nhuận ròng của Top 10 doanh nghiệp BĐS

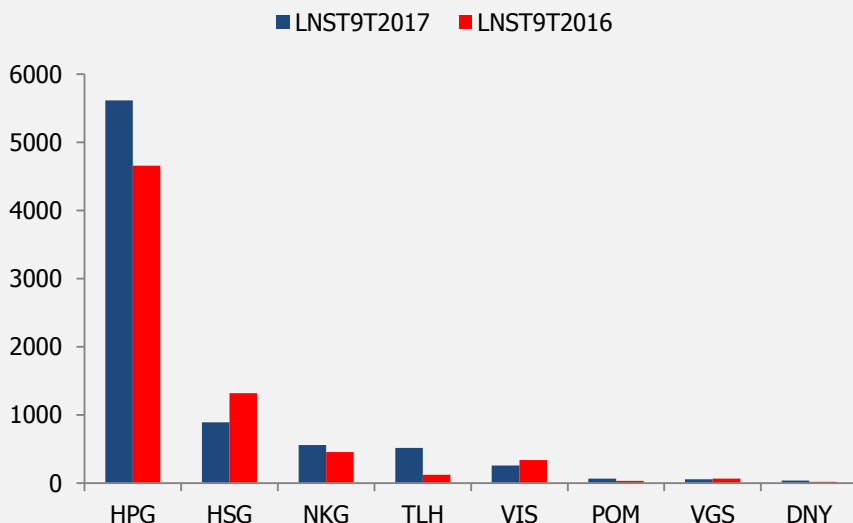


Mã	Doanh thu		Lợi nhuận ròng		Biên LNG		Biên LNR		ROA	ROE
	9T2017	Tăng trưởng	9T2017	Tăng trưởng						
VIC	57,166	65.0%	2,108	22.60%	67.90%	3.70%	1.00%	4.20%		
NVL	5,737	-20.1%	1,344	-13.90%	29.00%	23.40%	2.80%	10.80%		
KBC	1,010	-35.5%	543	4.40%	52.70%	53.80%	3.60%	3.70%		
NLG	1,637	-2.1%	352	116.00%	46.10%	21.50%	4.50%	9.80%		
KDH	2,424	45.8%	374	38.00%	32.70%	15.40%	4.30%	7.80%		
QCG	686	-19.4%	394	1137.40%	15.30%	57.40%	3.60%	9.60%		
DXG	1,676	26.9%	460	219.10%	62.40%	27.40%	4.80%	10.80%		
FLC	5,005	6.3%	225	-65.60%	14.80%	4.50%	1.10%	2.60%		
LDG	436	48.0%	186	172.50%	62.10%	42.60%	5.40%	6.60%		
PDR	1,094	384.1%	240	252.90%	37.80%	21.90%	2.40%	9.10%		

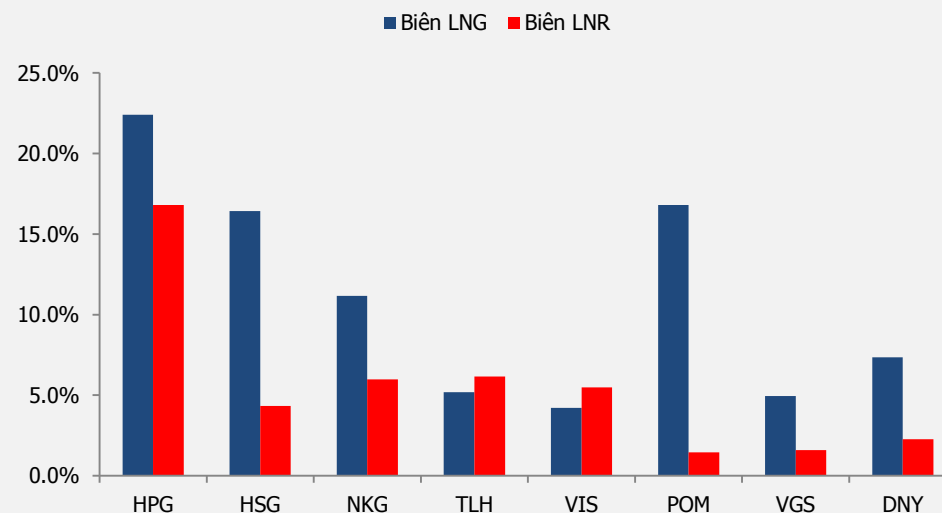
Ngành Thép

- Theo thống kê 9 tháng đầu năm, 8 doanh nghiệp ngành thép đạt tổng doanh thu gần 86.000 tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ năm trước. LNST có mức tăng thấp hơn, chỉ 14%, đạt gần 8.000 tỷ đồng. Cùng với tăng trưởng về kết quả kinh doanh, lượng hàng tồn kho trong 9 tháng của các doanh nghiệp cũng tăng 28%, đạt 28.330 tỷ đồng. Hòa Phát có mức tồn kho cao nhất với 11.120 tỷ đồng.
- Kết thúc 9 tháng, chỉ có thép Pomina vượt 29% kế hoạch cả năm về lợi nhuận, các doanh nghiệp khác cũng đã tiến gần hơn chỉ tiêu. Trong đó, Hòa Phát, thép Tiến Lên, thép Nam Kim đều thực hiện trên 90% kế hoạch lợi nhuận năm.
- Quan điểm đầu tư:** Chỉ tập trung vào các doanh nghiệp: (1) Đầu ngành có lợi thế về quy mô, công nghệ tốt, (2) Có thị phần cao, (3) Tăng trưởng lợi nhuận khả quan. **Mã quan tâm: HPG, NKG**

Lợi nhuận ròng của Top 8 doanh nghiệp SX Thép



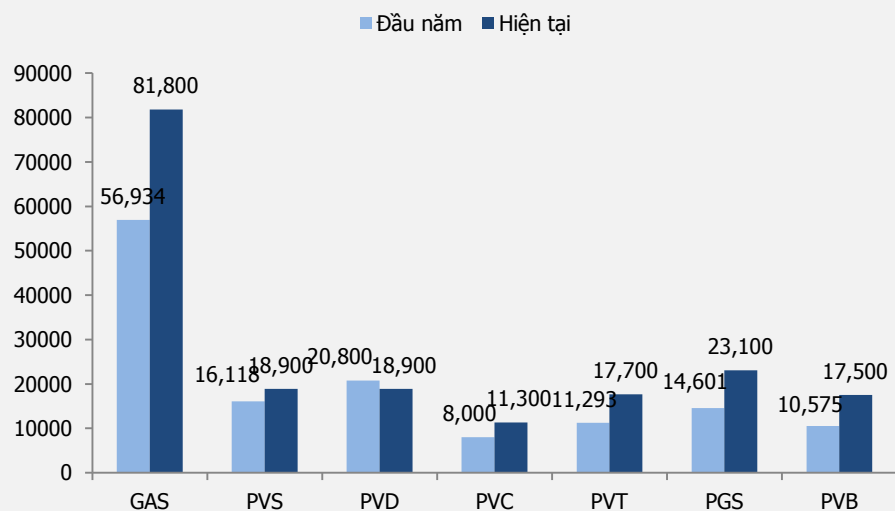
Biên lợi nhuận của Top 8 doanh nghiệp SX Thép



Ngành Dầu khí

- Giá dầu phục hồi hơn 10% trong năm qua cũng là yếu tố tác động rất tích cực đối với nhóm cổ phiếu dầu khí. Trong đó, mặc dù KQKD chưa thể cải thiện được ngay nhưng giá cổ phiếu đã có mức tăng trưởng khá nhờ kỳ vọng phục hồi chung của ngành. Về KQKD: Lũy kế 9 tháng doanh thu thuần 47,489 tỷ đồng, tăng 9% so cùng kỳ. Còn lợi nhuận sau thuế là 5.908 tỷ đồng, tăng 47% so cùng kỳ 2016. Đối với PVS, tuy kết quả lãi quý 3 sụt giảm 11% còn 110.6 tỷ đồng vì khoản lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát âm 39,5 tỷ đồng, nhưng chung quy lại 9 tháng, với kết quả 676 tỷ đồng lãi ròng, PVS đã vượt gần 21% kế hoạch năm. Với PVD, mặc dù vẫn thua lỗ nhưng 4/5 giàn khoan đã đưa vào khai thác phần nào cho thấy giai đoạn ảm đạm đang dần qua đi.
- Quan điểm đầu tư:** Chỉ tập trung vào các doanh nghiệp: (1) Dầu ngành có dòng tiền tốt, (2) Có khả năng phục hồi nhanh khi giá dầu tăng. **Mã quan tâm: GAS, PVS (Theo dõi với PVD)**

Diễn biến giá của nhóm cổ phiếu dầu khí



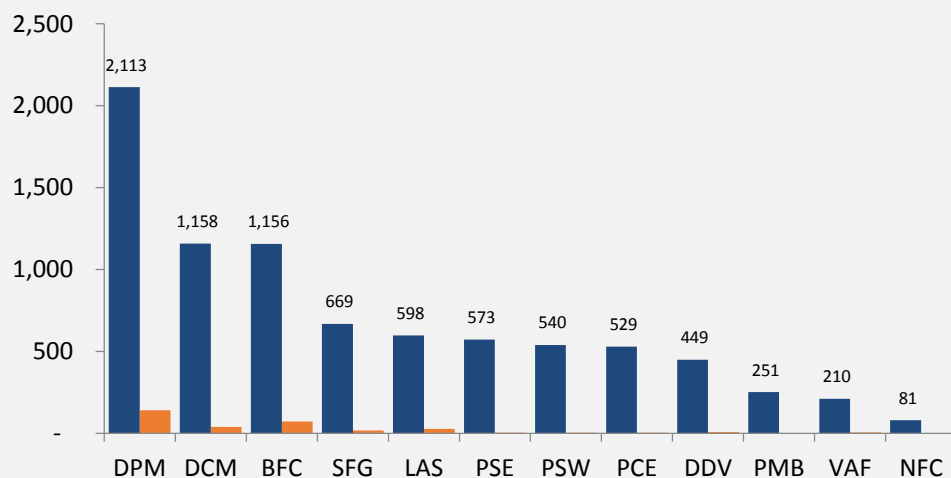
Mã	Doanh thu		Lợi nhuận ròng		Biên LNG	Biên LNR
	9T2017	Tăng trưởng	9T2017	Tăng trưởng		
GAS	47,489	9%	5,908.00	47%	20%	12%
PVS	10,873	-22%	676.00	-17%	7%	6%
PVB	74	1711%	17.67	-139%	-22%	24%
PVT	4,447	-9%	256.50	-15%	11%	6%
PXS	766	-40%	34.70	-58%	12%	5%
PVI	3,506	-3%	418.00	60%	12%	12%
PVE	1,159	85%	15.00	106%	10%	1%
PVC	2,717	19%	1.60	-103%	7%	0%
PET	7,667	9%	108.00	-9%	7%	1%

Ngành Phân bón

- Năm 2017, thị trường phân tăng trưởng về nhu cầu tiêu thụ khi tình hình thời tiết và thổ nhưỡng có nhiều điều kiện thuận lợi hơn. Theo báo cáo của Agrimonitor, tiêu thụ phân bón nội địa của Ure và NPK dự báo lần lượt tăng 2,15% và 5,33. Theo thống kê từ FAO, bình quân giá phân bón Ure thế giới đã tăng đến 10% so với mức đầu năm trong khi đó giá chào bán Ure hiện tăng bình quân khoảng 15% từ đầu năm. Bên cạnh đó, kỳ vọng về chính sách thuế VAT 0% đầu vào dẫn đến tiết giảm được chi phí sản xuất, từ đấy cải thiện được kết quả hoạt động kinh doanh.
- Theo thống kê của chúng tôi, trong quý III/2017, tổng doanh thu của 12 doanh nghiệp phân bón trên sàn đạt 8.327 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận ròng đạt gần 330 tỷ đồng, tăng trưởng 14%
- Quan điểm đầu tư:** Chỉ tập trung vào các doanh nghiệp: (1) Đầu ngành có năng lực sản xuất tốt, (2) Biên lợi nhuận cao có lợi thế cạnh tranh riêng. **Mã quan tâm: DCM, BFC, LAS, SFG (Theo dõi với DPM)**

Diễn biến Doanh thu, Lợi nhuận của CP Phân Bón

■ Doanh thu thuần 9M2017 ■ Lợi nhuận ròng 9M2017

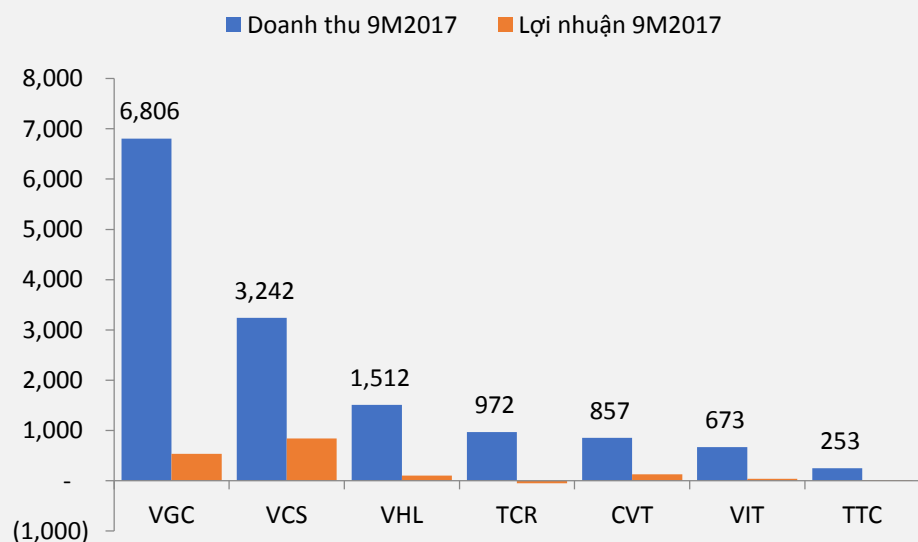


Mã	Doanh thu thuần 9T2017	Lãi ròng		Biên LNG		Biên LNR
		+/-	9T2017	+/-		
NFC	81	7%	2	47%	18%	4%
SFG	669	49%	18	21%	10%	4%
DCM	1,158	35%	39	16%	30%	14%
VAF	210	-12%	6	5%	25%	5%
LAS	598	-8%	28	4%	19%	4%
BFC	1,156	-21%	72	-13%	16%	6%
PMB	251	-14%	3	-26%	5%	1%
PSE	573	2%	4	-30%	4%	1%
DPM	2,113	16%	141	-33%	25%	9%
PCE	529	25%	3	-38%	4%	1%
PSW	540	14%	4	-59%	3%	1%
DDV	449	71%	8	-108%	-76%	-10%

Gạch ốp lát

- Nhóm gạch ốp lát được kì vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng trong năm tới khi những dự án mới xây dựng trong năm 2017-2018 đi vào hoàn thiện. Triển vọng ngành xây dựng dân dụng được dự báo sẽ tiếp tục khả quan nhờ (i) mức độ đô thị hóa tiếp tục được cải thiện, (ii) Thị trường bất động sản tăng trưởng mạnh với nhiều dự án đi vào hoàn thiện, (iii) Triển vọng thu hút dòng vốn FDI khả quan. Vì vậy, chúng tôi cho rằng ngành vật liệu xây dựng nói chung và gạch men nói riêng sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong thời gian tới.
- Theo thống kê của chúng tôi, trong quý III/2017, tổng doanh thu của 7 doanh nghiệp gạch ốp lát trên sàn đạt 14.316 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận ròng đạt gần 1.619 tỷ đồng, tăng trưởng 50%.
- Quan điểm đầu tư:** Chỉ tập trung vào các doanh nghiệp: (1) Đầu ngành có năng lực sản xuất tốt, (2) Biên lợi nhuận cao có lợi thế cạnh tranh riêng. **Mã quan tâm: VCS, VGC, CVT**

Diễn biến Doanh thu, Lợi nhuận của CP Gạch ốp lát



Ticker	Doanh thu 9M2017	Tăng trưởng DT 9M2017	Lợi nhuận 9M2017	Tăng trưởng LN 9M2017	ROE	EPS
TTC	253	-5%	15	-15%	17%	3,113
TCR	972	-14%	(49)	-392%	-5%	(690)
VIT	673	2%	39	5%	26%	3,676
CVT	857	18%	128	45%	44%	6,870
VCS	3,242	46%	845	81%	60%	13,163
VHL	1,512	15%	104	22%	23%	7,100
VGC	6,806	21%	537	48%	12%	1,901

Ngành tiềm năng	Key themes	Cổ phiếu lựa chọn
▪ Ngân Hàng	▪ Phục hồi sau giai đoạn tái cơ cấu. ▪ Tăng trưởng Doanh thu +LN cao trở lại	▪ VCB, MBB ▪ VPB, ACB
▪ Chứng khoán	▪ Hưởng lợi khi TTCK tăng trưởng về quy mô, vốn hóa, thanh khoản ▪ Lợi nhuận tăng trưởng tốt	▪ SSI, HCM ▪ MBS
▪ Bất động sản & Xây dựng	▪ Hưởng lợi từ chu kỳ kinh tế & ngành ▪ Dòng vốn đầu tư vào TT BDS ▪ KQKD phục hồi mạnh	▪ VIC ▪ DXG ▪ NLG ▪ CTD

Ngành tiềm năng	Key themes	Cổ phiếu lựa chọn
▪ Phân bón & Hóa chất	▪ Tăng trưởng nhờ nhu cầu nền kinh tế ▪ Hưởng lợi từ chính sách thuế	▪ BFC, ▪ DCM ▪ LAS, SFG
▪ Hàng tiêu dùng & Bán lẻ	▪ Bán lẻ, hàng tiêu dùng tăng trưởng theo nhu cầu kinh tế	▪ MWG ▪ PNJ ▪ DGW (Theo dõi)
▪ Công nghệ	▪ Phục hồi đà tăng trưởng theo nhu cầu kinh tế	▪ FPT
▪ Vật liệu xây dựng: Gạch ốp lát, đá xây dựng, thép, nhựa	▪ Phục hồi đà tăng trưởng theo nhu cầu kinh tế. ▪ Nhu cầu tăng trưởng từ thị trường BDS	▪ VCS, CVT, VGC ▪ HPG ▪ NTP, BMP, AAA

Ngành tiềm năng	Key themes	Cổ phiếu lựa chọn
Sản xuất điện & Xây lắp điện	- Phục hồi nhờ chu kỳ kinh tế - Giá điện cạnh tranh - Hưởng lợi từ La Nina	- REE - PC1 - FCN
Dầu khí	KDKD suy giảm nhưng kỳ vọng phục hồi nhờ triển vọng giá dầu	- GAS, PVS - PVT
Hàng không	Tăng trưởng theo nhu cầu vận tải du lịch hàng khách gia tăng mạnh	- VJC, HVN - SAS

Luận điểm đầu tư

Lợi nhuận ngân hàng MBB sẽ tiếp tục tăng trưởng đột phá trong năm 2018

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA MBB với giá mục tiêu 38.200 VND (tương đương target P/B 2,2x).

- Kết quả lợi nhuận ước tính 2017 của Ngân hàng (lợi nhuận trước thuế tăng trưởng >25%) củng cố quan điểm đánh giá tích cực của chúng tôi về triển vọng của MB. Chúng tôi dự phóng LNTT cả năm 2017 có thể đạt mức 4.576 tỷ đồng (tăng trưởng 25,37%), với tiềm năng tăng trưởng còn rộng mở phía trước. **Với chi phí trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC giảm**, cho năm 2018, chúng tôi dự phóng MBB có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao 30%, đạt mức LNTT khoảng 6.200 tỷ, tương đương mức EPS đạt 2.594 VND.

- **Định giá:** Với giá hiện tại 26.300 VND, MBB đang được giao dịch ở mức forward P/E và P/B lần lượt là 10,1x và 1,51x dựa trên mức EPS và BVPS ước tính 2018 lần lượt là 2.594 VND và 17.362 VND.

Key data 04.01.2018)	
Giá (VND)	26.300
Giá mục tiêu (12 tháng) (VND)	38.200
Upside	45%
Cổ tức	10%

VND bn	2016	2017E	2018E
LNTT	3.650	4.576	6.200
Tăng trưởng	13,35%	25,37%	35,48%
EPS (VND)	1.666	2.085	2.594
BVPS (VND)	15.072	15.768	17.362
P/E	n/a	12,6x	10,1x
P/B	n/a	1,67x	1,51x
ROAE	12,51%	13,51%	14,9%

Tổng hợp kết quả và chỉ số tài chính MB tại Q3.2017

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



	2013	2014	2015	2016	Q3.2016	Q3.2017
Khả năng sinh lời						
Tăng trưởng LN trước dự phòng- yoy	-4,0	5,7	2,5	6,7	-7.9	51.6
Tăng trưởng LNTT – yoy	-2,2	2,1	1,5	13,3	9.2	43.5
Chi phí/Thu nhập	35,9	37,5	39,3	42,4	42.4	40.7
NIM	4,0	4,0	3,7	3,6	3.14	3.71
ROE	16,3	15,8	12,8	11,59	12.44	16.31
ROA	1,3	1,3	1,2	1,2	1.27	1.56
Tăng trưởng tài sản						
Tăng trưởng tín dụng- ytd	17,8	14,6	20,7	24,2	20,0	16,9
Tăng trưởng tín dụng - yoy	2,8	11,0	10,2	15,9	28,0	21,1
Chất lượng tài sản						
Tỷ lệ nợ xấu	2,4	2,8	1,6	1,3	1,34	1,33
Chi phí dự phòng/Dư nợ	2,2	2,0	1,7	1,3	0,77	1,10
Tỷ lệ dự phòng tín dụng/ Nợ xấu	82,5	86,1	101,4	103,2	116,9	87,0
Dự phòng/Cho vay	2,0	1,9	1,6	1,3	1,57	1,16
LDR thuần	64,5	60,0	66,8	77,4	77,9	83,3
CAR	11,0	10,07	12,85	12,5	13,4	11,35

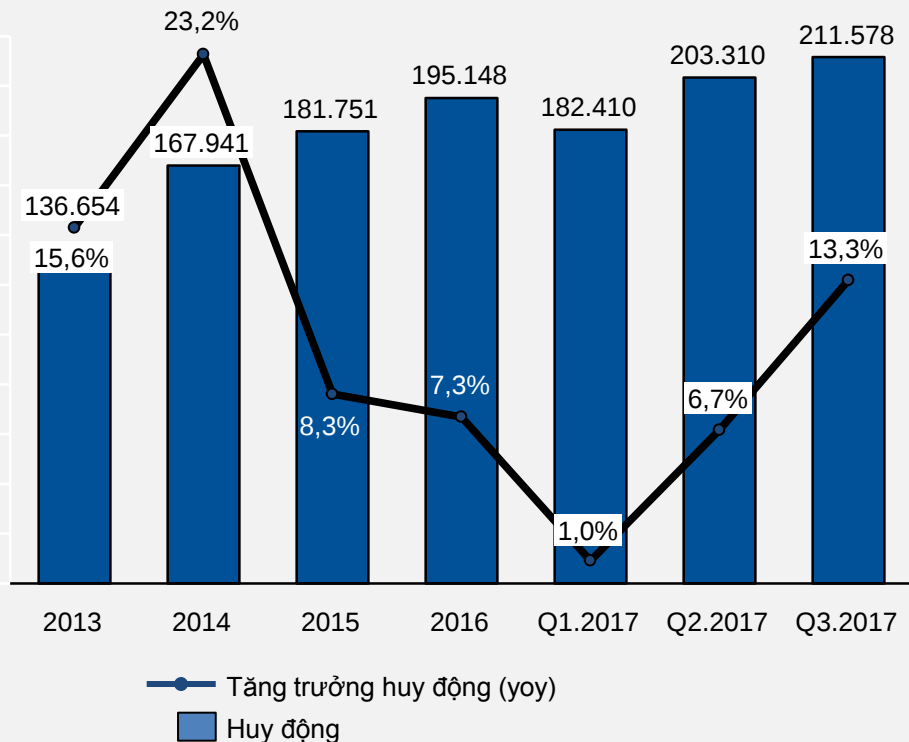
Nguồn vốn: Huy động được quản trị tốt với tỷ lệ CASA cao

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018

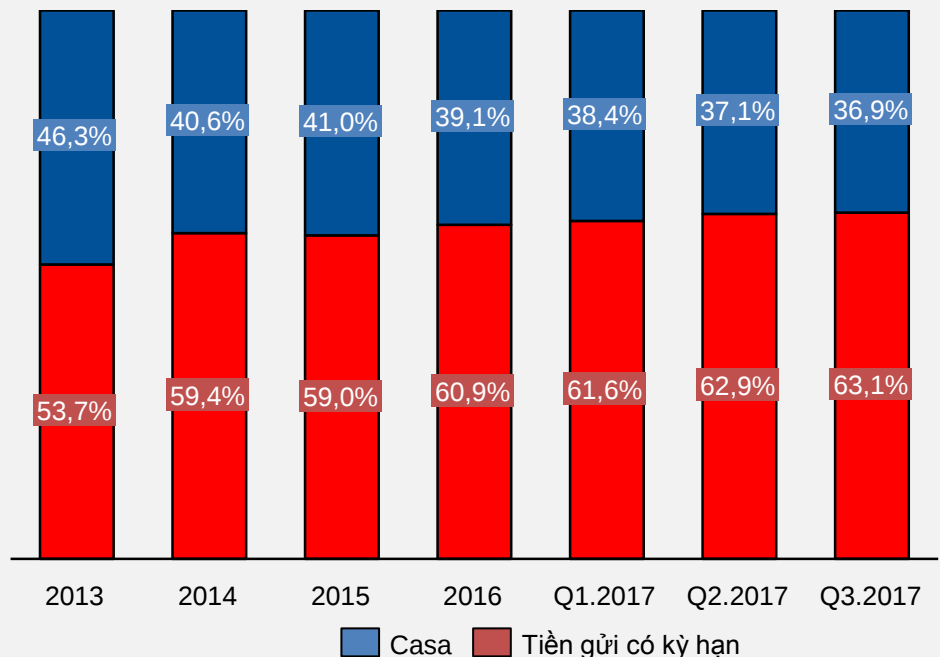


- Với thương hiệu tốt trên thị trường, MB không ưu tiên chiến lược thu hút huy động bằng mọi giá, mà cần tập trung nguồn vốn giá rẻ.
- Đồng thời, với room tín dụng được NHNN quản lý chặt chẽ, MB cũng chủ động cân đối đảm bảo hệ số LDR ở mức tối ưu nhất.

Huy động vốn (tỷ VND)



Tỷ lệ CASA

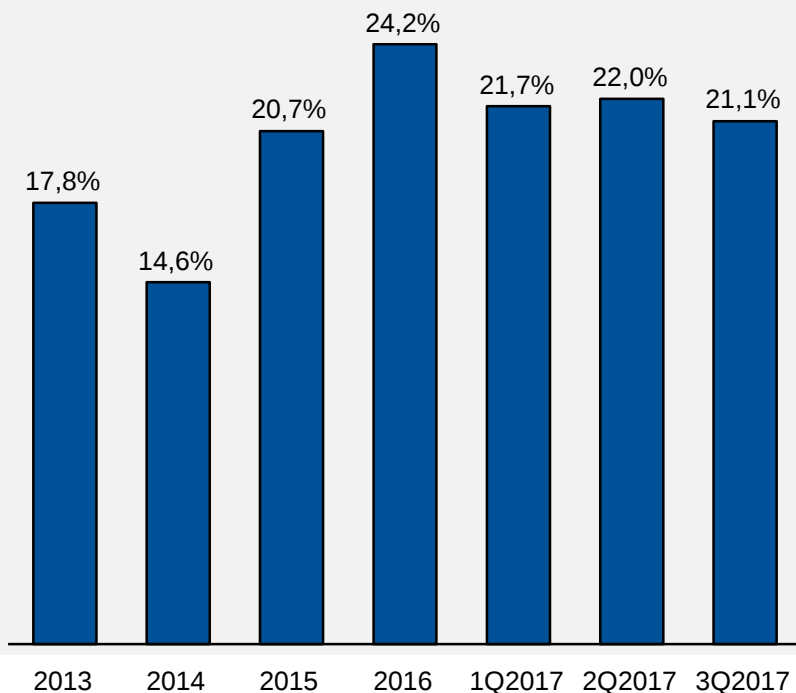


Bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng

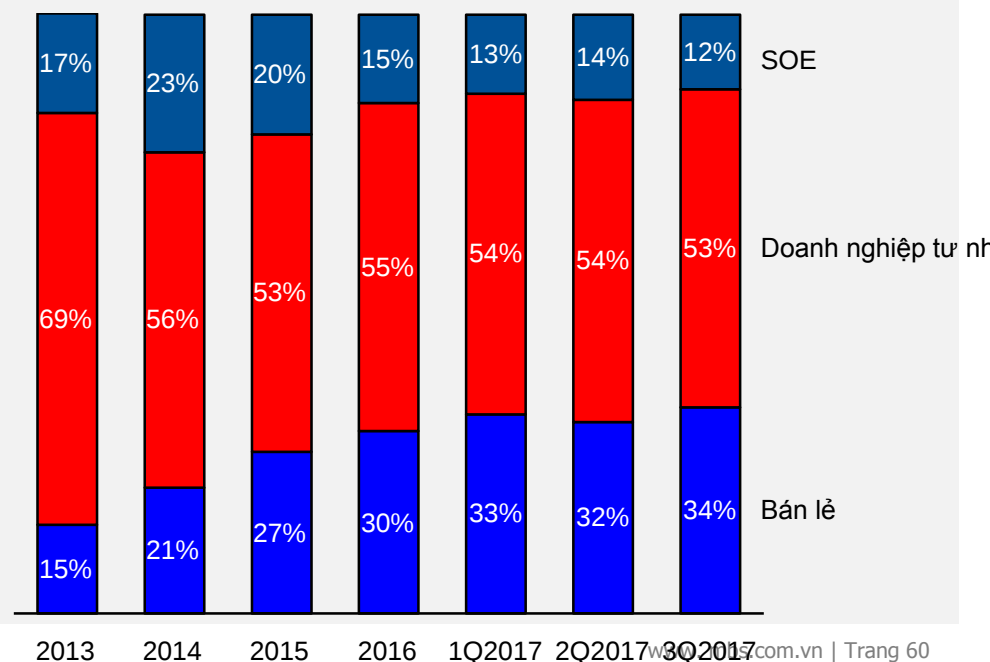
MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018

- Tính đến Q3.2017, cho vay tăng 21% so với cùng kỳ và 16,9% so với cuối năm 2016.
- Tăng trưởng chủ yếu tạo ra từ hoạt động bán lẻ và công ty tư nhân, do ngân hàng tập trung vào những khách hàng và phân khúc có hiệu quả cao, lĩnh vực chủ chốt của nền kinh tế.
- Trong những năm tới, MB sẽ tiếp tục mở rộng tín dụng cá nhân, tập trung vào khai thác các khách hàng sẵn có và khai thác bán chéo với các công ty con trong tập đoàn và với các đối tác chiến lược.

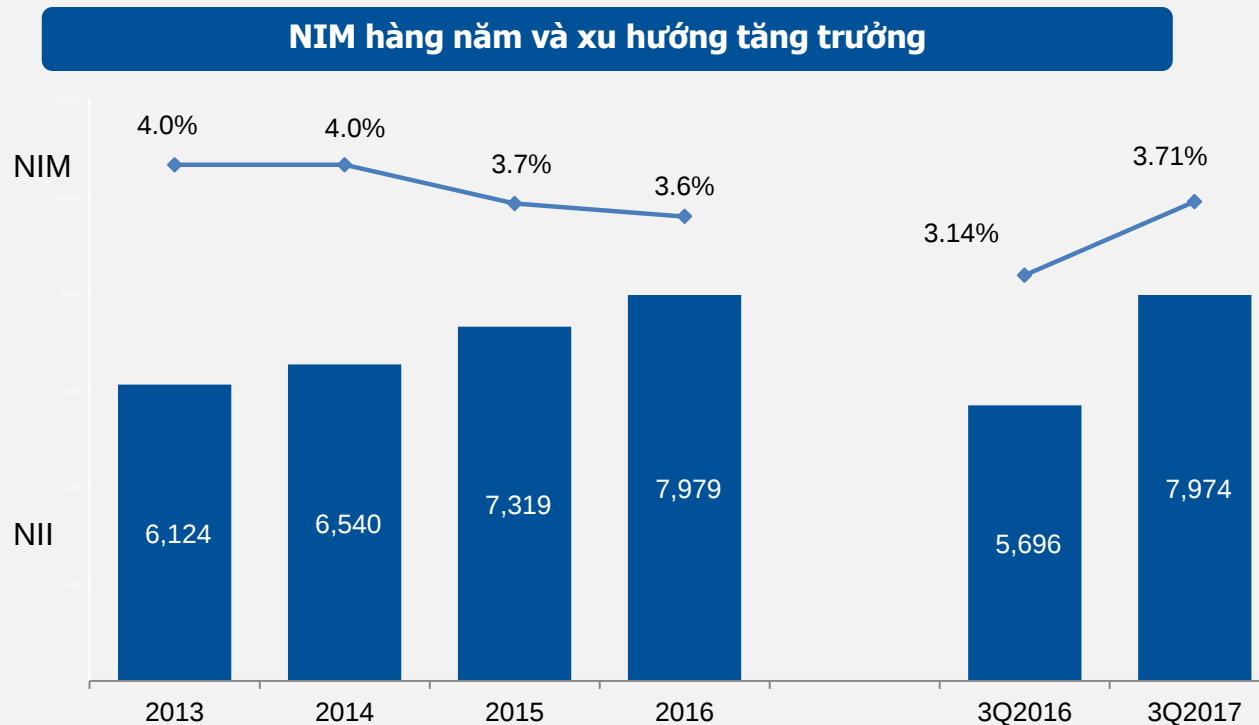
Tăng trưởng tín dụng (tỷ VND)



Cơ cấu theo đối tượng khách hàng (triệu VND)

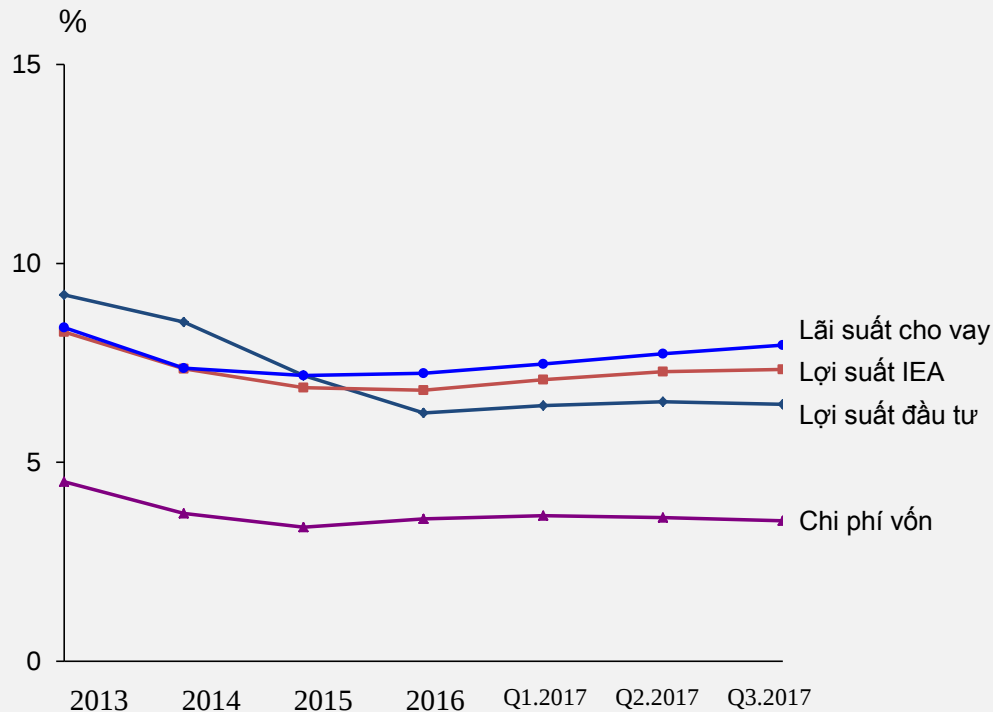


- Thu nhập lãi thuần (NII) lũy kế 6T2017 đã đạt **64,4%** so với thực hiện cả năm 2016 và bằng **142%** cùng kỳ năm 2016.
- Thực tế, việc tái cơ cấu danh mục cho vay và danh mục đầu tư đang được thực hiện tốt và NIM đã bắt đầu tăng trở lại kể từ đầu năm 2017. NIM 9 tháng đầu năm 2017 đã gia tăng 0,1 điểm phần trăm so với cả năm 2016, tăng 0,6 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm 2016.

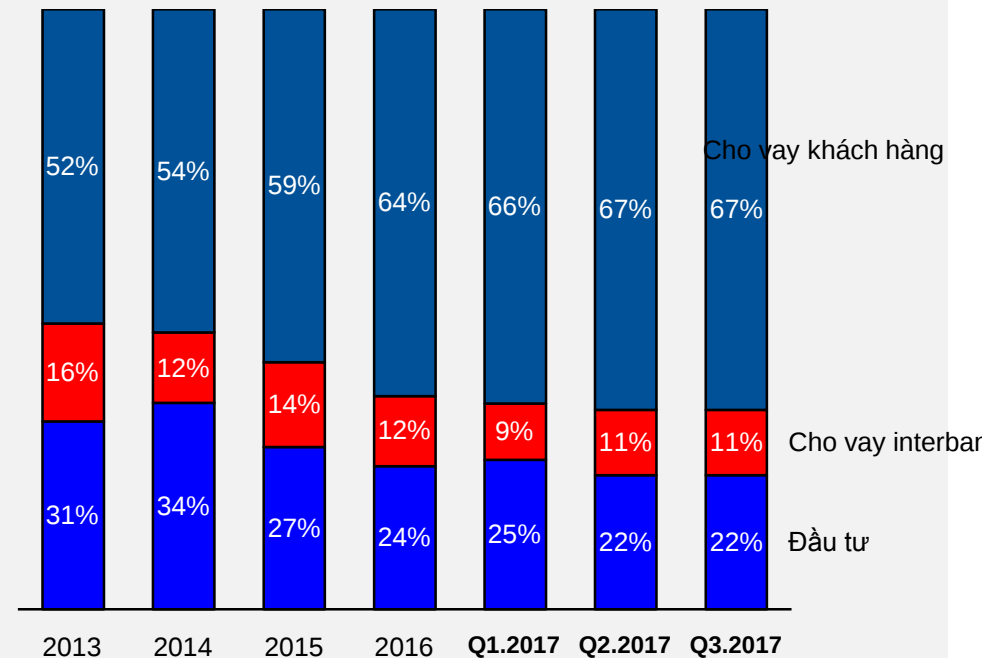


- NIM sẽ cải thiện tốt trong năm 2017 nhờ cả 03 yếu tố: lợi suất trái phiếu cải thiện, lãi suất cho vay tăng lên và cơ cấu tài sản sinh lời dịch chuyển sang danh mục có hiệu quả hơn.
- Tăng trưởng huy động vốn sẽ ở mức hợp lý và tập trung huy động những nguồn vốn có giá rẻ (CASA), chi phí vốn bình quân sẽ duy trì ổn định.

Lợi suất tài sản và chi phí vốn



Phân bổ tài sản sinh lời



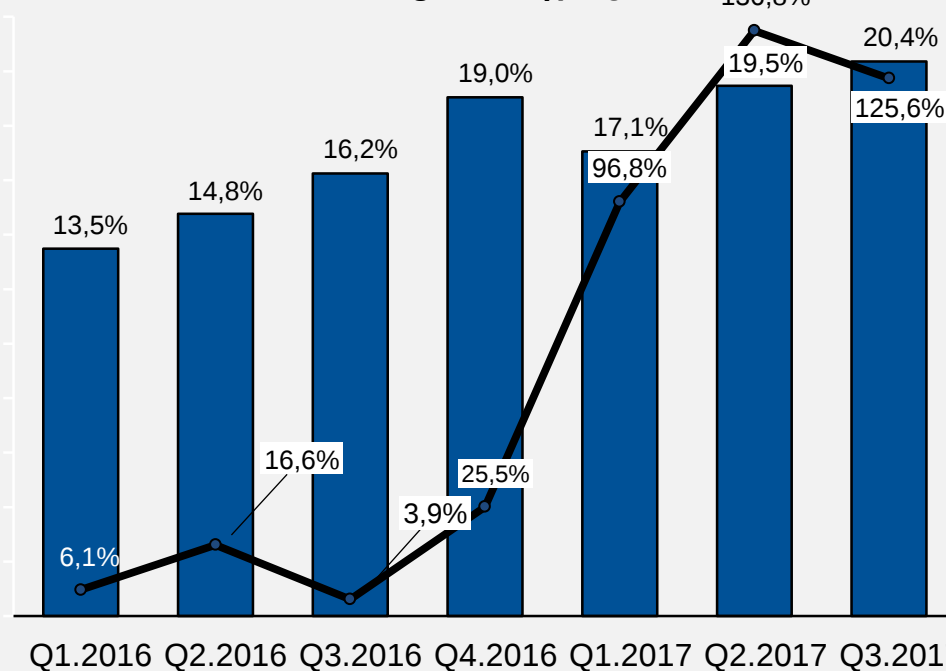
Thu nhập ngoài lãi tăng tích cực

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



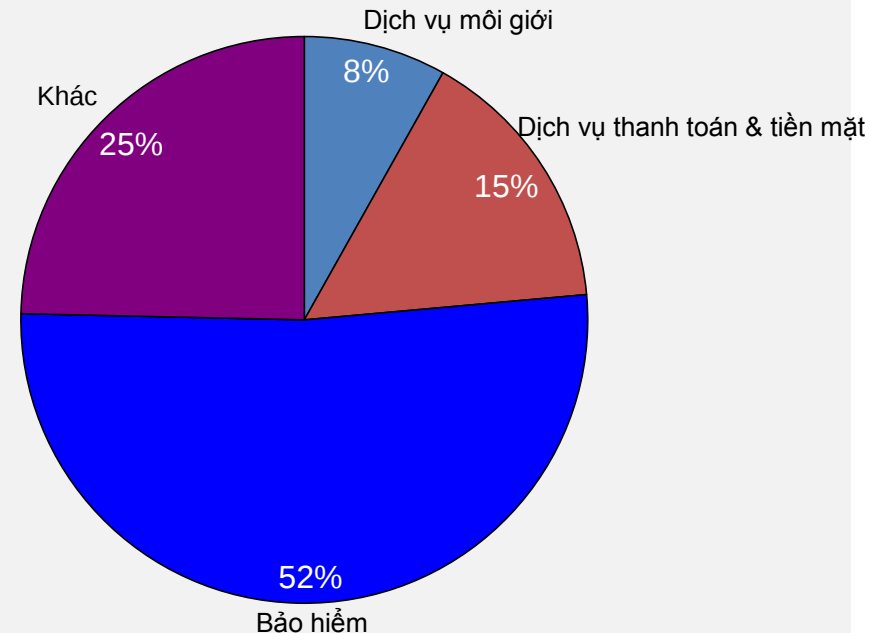
- Thu nhập từ phí thuần gia tăng mạnh mẽ trong 9 tháng đầu năm 2017, tăng trưởng 126% so với cùng kỳ 2016. MB đặt mục tiêu thu ngoài lãi/tổng thu nhập: >20% trong năm 2017 và thực tế 9 tháng đầu năm 2017 đã đạt mục tiêu
- Tính riêng ngân hàng (không gồm công ty con) thì Thu phí dịch vụ (ngoại trừ Bảo lãnh) tăng trưởng 29% so với cùng kỳ, đạt 382 tỷ đồng 9T2017. Các nguồn chính bao gồm dịch vụ thanh toán, thẻ,... MB còn rất nhiều tiềm năng để tăng thu nhập từ phí từ dịch vụ bancassurance, dịch vụ thẻ, ngân hàng số và ngân hàng giao dịch,...

Xu hướng thu nhập ngoài lãi



—●— Tăng trưởng thu từ phí (y/y) ■ Thu ngoại lãi/Tổng thu nhập

Thu nhập từ phí 9T2017 (bao gồm cả công ty con)

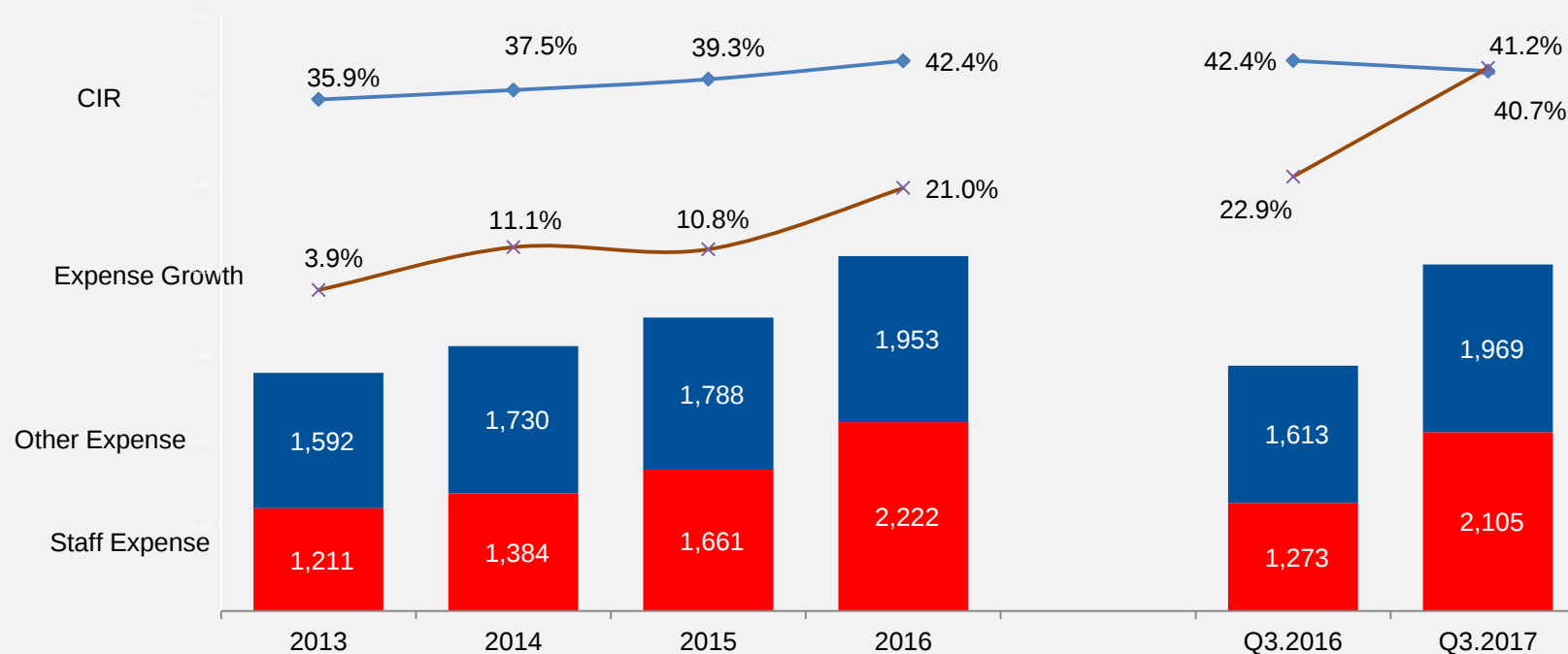


Hiệu quả sử dụng chi phí được cải thiện

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018

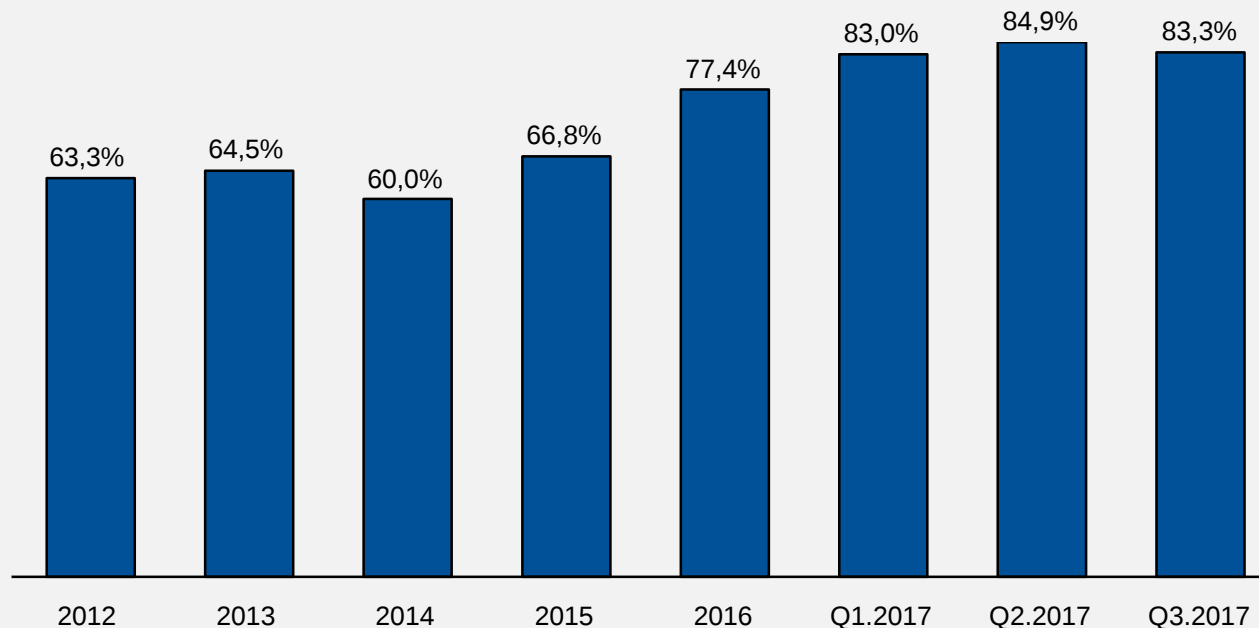
- Hệ số chi phí/thu nhập đã giảm về dưới 40% và thời gian tới sẽ được kiểm soát xoay quanh mức hiện tại.
- Chi phí trong 6 tháng đầu năm 2017 tăng 41% so với cùng kỳ năm 2016 chủ yếu do chi phí nhân viên tăng lên.
- Về chi phí tài sản: Tốc độ mở rộng các điểm giao dịch sẽ chậm lại và về dài hạn MB sẽ hợp tác với Tập đoàn Viettel để khai thác các điểm giao dịch của Viettel, giúp giảm chi phí.

Hệ số Chi phí/Thu nhập và Chi phí hoạt động



- Ngân hàng cân đối giữa cho vay và huy động đảm bảo hiệu quả cao nhất mà vẫn đảm bảo khoảng đệm thanh khoản an toàn. Mục tiêu mà Ngân hàng hướng tới là đảm bảo Tỷ lệ Cho vay/Huy động ở mức tiêu chuẩn nhằm tăng cường hiệu quả hoạt động của ngân hàng.
- Ngoài hệ số LDR, Ngân hàng đã mạnh mẽ cơ cấu lại tài sản, tập trung vào các phân khúc cho vay có hiệu quả nhằm đảm bảo tối ưu cho ngân hàng

Tỷ lệ Cho vay/Huy động thuần

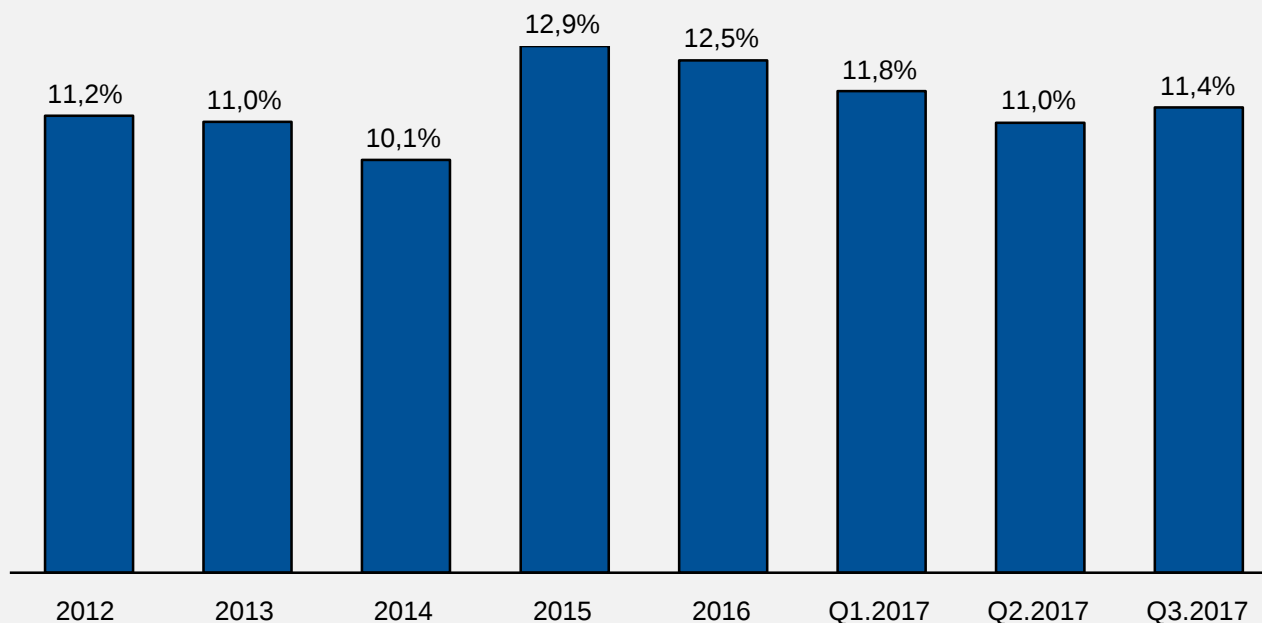


CAR: Đảm bảo an toàn vốn và hiệu quả cao

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018

- Ngân hàng cân đối giữa cho vay và huy động đảm bảo hiệu quả cao nhất mà vẫn đảm bảo khoảng đệm thanh khoản an toàn. Mục tiêu mà Ngân hàng hướng tới là đảm bảo Tỷ lệ Cho vay/Huy động ở mức tiêu chuẩn nhằm tăng cường hiệu quả hoạt động của ngân hàng.
- Ngoài hệ số LDR, Ngân hàng đã mạnh mẽ cơ cấu lại tài sản, tập trung vào các phân khúc cho vay có hiệu quả nhằm đảm bảo tối ưu cho ngân hàng

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)



Theo phương pháp P/B

- Forward P/B dựa trên giá hiện tại: 1,5x
- Mức P/B hợp lý (base case): 2,2x
- FY17 BVPS: 17.362 VND

**-> Giá mục tiêu (12 months): ~ VND 38.200
(up side 45%)**

Độ nhạy theo giá mục tiêu

P/B	Giá mục tiêu (VND)
2.5x	43.400
2.4x	41.600
2.3x	39.900
2,2x	38.200
2.0x	34.700
1.8x	31.200
1.6x	27.800

CƠ HỘI ĐẦU TƯ



Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB trên cơ sở:

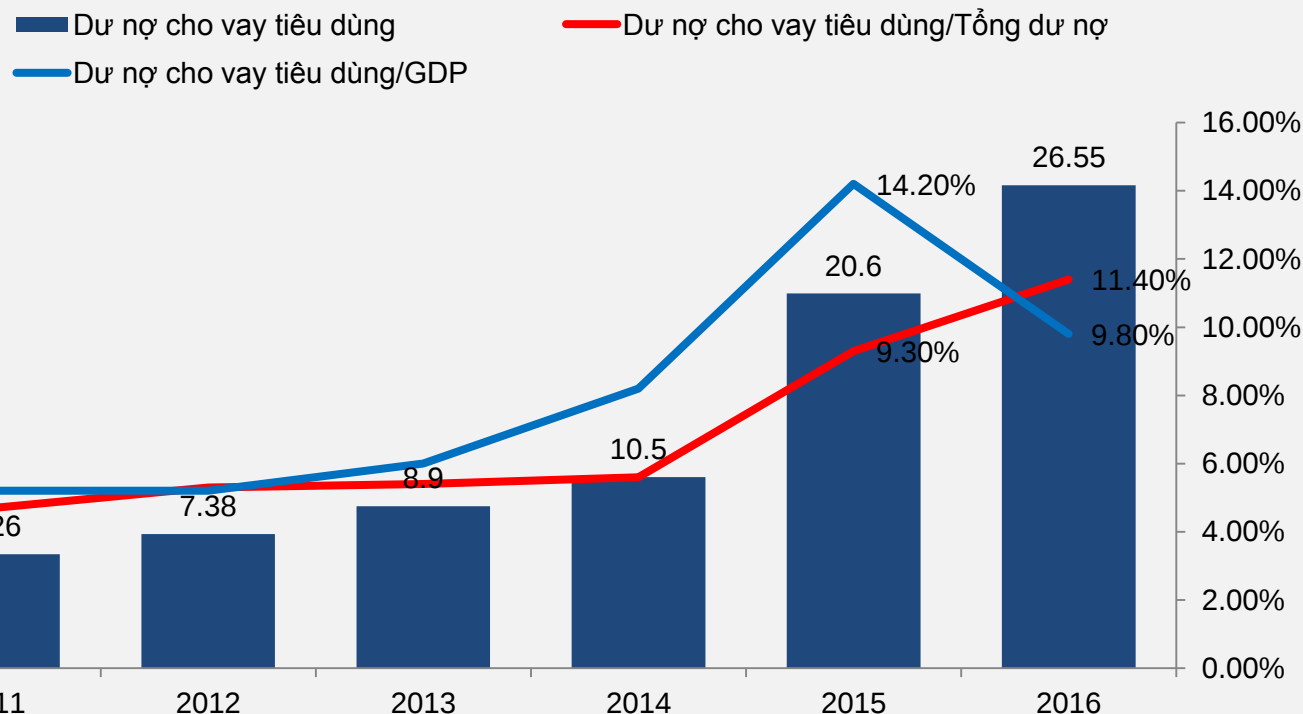
- **VPB là cổ phiếu ngân hàng có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong hệ thống** khi dẫn đầu và tăng trưởng nhanh trong thị trường tín dụng tiêu dùng đầy tiềm năng.
- Thu nhập lãi đứng thứ 4 trong ngành tuy nhiên lợi nhuận 9 tháng 2017 đã vượt BID đứng thứ 3 toàn ngành nhờ đóng góp lớn từ FE Credit.
- **Thị phần tài chính tiêu dùng duy trì vị thế dẫn đầu khi chiếm tới 48% thị phần** với tổng dư nợ đạt 1.41 tỷ USD. Với tốc độ tăng trưởng ngành 30%/năm, FE Credit là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng trong chiến lược phát triển của VPB.
- Về hiệu quả hoạt động, VPB đạt mức tăng trưởng tín dụng, thu nhập lãi và lợi nhuận duy trì ở mức cao. Các chỉ tiêu như NIM, ROE cũng đạt mức cao nhất ngành ngân hàng. Trong khi tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) ở mức thấp nhất ngành.
- Tuy nhiên, thách thức với VPB là tỷ lệ nợ xấu đang có xu hướng tăng cao, áp lực trích lập dự phòng và huy động vốn sẽ là yếu tố cần chú ý.

Key data (12.12.2017)	Đồng
Giá hiện tại	38.500
Giá mục tiêu 12 tháng	50.600
Tiềm năng tăng giá	30%
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	41.468
Sở hữu nước ngoài (%)	22,38%
Room nước ngoài còn lại (cổ phiếu)	26,62%

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2016	2017F	2018F
Thu nhập lãi thuần	15,168	20,597	26,357
<i>Tăng trưởng</i>	-	36%	28%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	853	1,426	1,717
Tổng thu nhập hoạt động	16,864	23,174	29,324
Chi phí quản lý DN	(6,621)	(8,608)	(9,899)
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(5,313)	(7,332)	(9,532)
LN trước thuế	4,929	7,234	9,893
Lợi nhuận thuần	3,935	5,787	7,914
<i>Tăng trưởng</i>	-	47%	37%
EPS	4,286	4,276	4,593

Quy mô & tốc độ tăng trưởng của thị trường tài chính tiêu dùng

- Thị trường tài chính tiêu dùng Việt Nam tiếp tục phát triển mạnh trong năm 2016, với dư nợ cho vay đạt 26,55 tỷ USD theo số liệu mới nhất từ StoxPlus.
- Tổng dư nợ cho vay tiêu dùng mới chiếm 11,4% trong tổng dư nợ của nền kinh tế cùng với tỷ trọng vẫn còn thấp so với GDP (9,8%) so với các nước trong khu vực cho thấy thị trường tài chính tiêu dùng vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng trong thời gian tới



26.55 tỷ USD

Dư nợ cho vay tiêu dùng:

- Tổng dư nợ nền kinh tế: 242 tỷ USD
- Tín dụng tiêu dùng chiếm 11.4% trong tổng dư nợ.

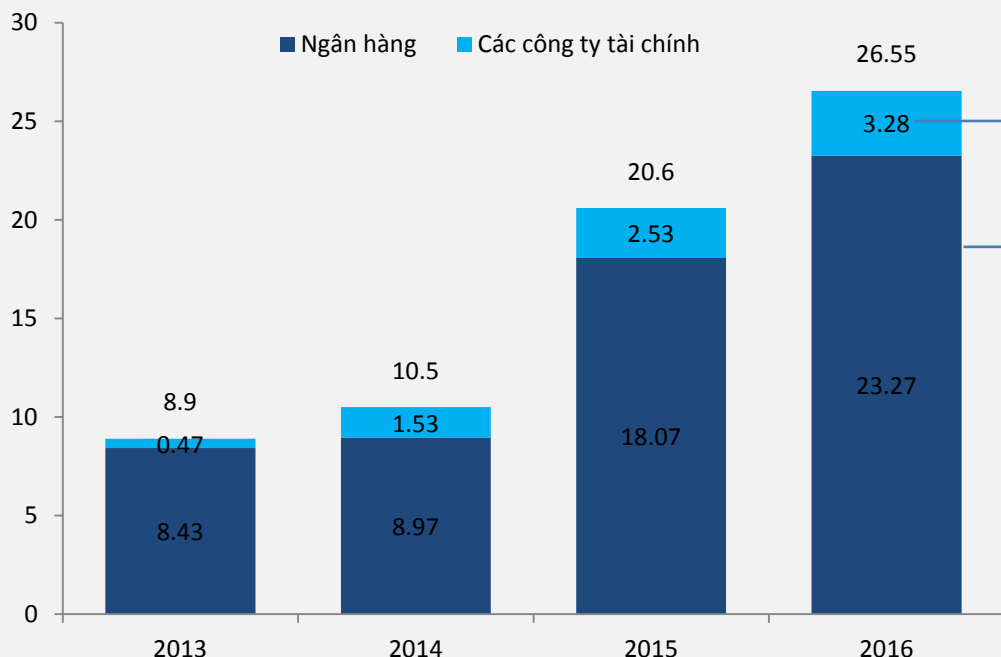
CAGR=25%
2010-2016

Nguồn: Stoxplus. MBS tổng hợp

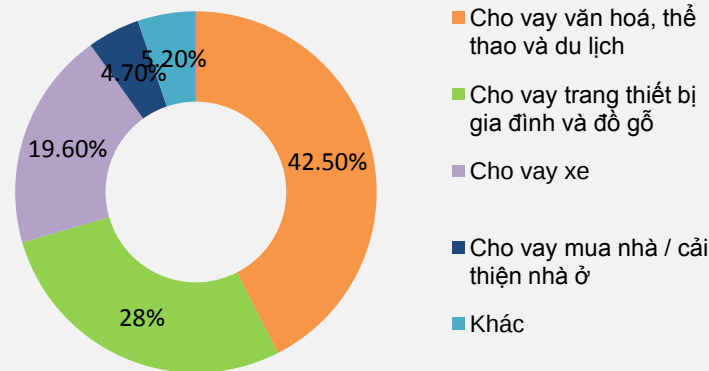
Quy mô & tốc độ tăng trưởng của thị trường tài chính tiêu dùng

- Thị trường tài chính tiêu dùng nhìn về “thực chất” vẫn còn rất nhỏ với quy mô vào khoảng 3.28 tỷ USD. Do đó, dư địa tăng trưởng còn rất tiềm năng.

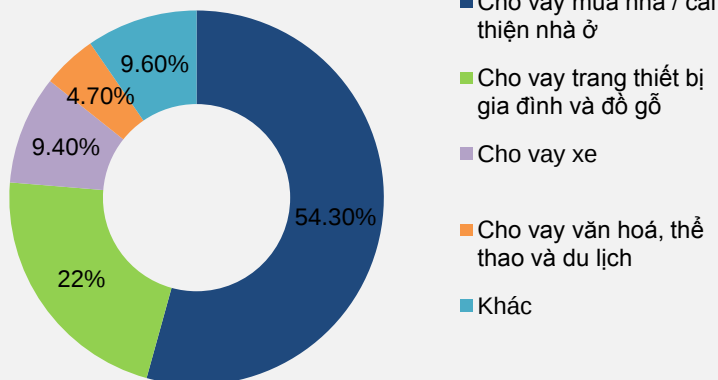
Thị phần tài chính tiêu dùng giữa ngân hàng và các công ty tài chính



Công ty tài chính tiêu dùng



Ngân hàng thương mại

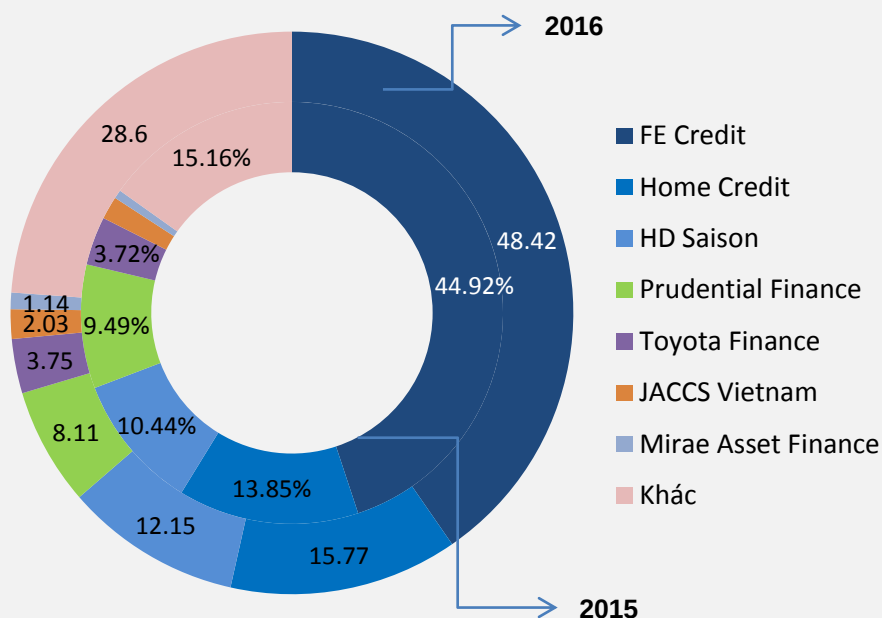


Nguồn: Stoxplus. MBS tổng hợp

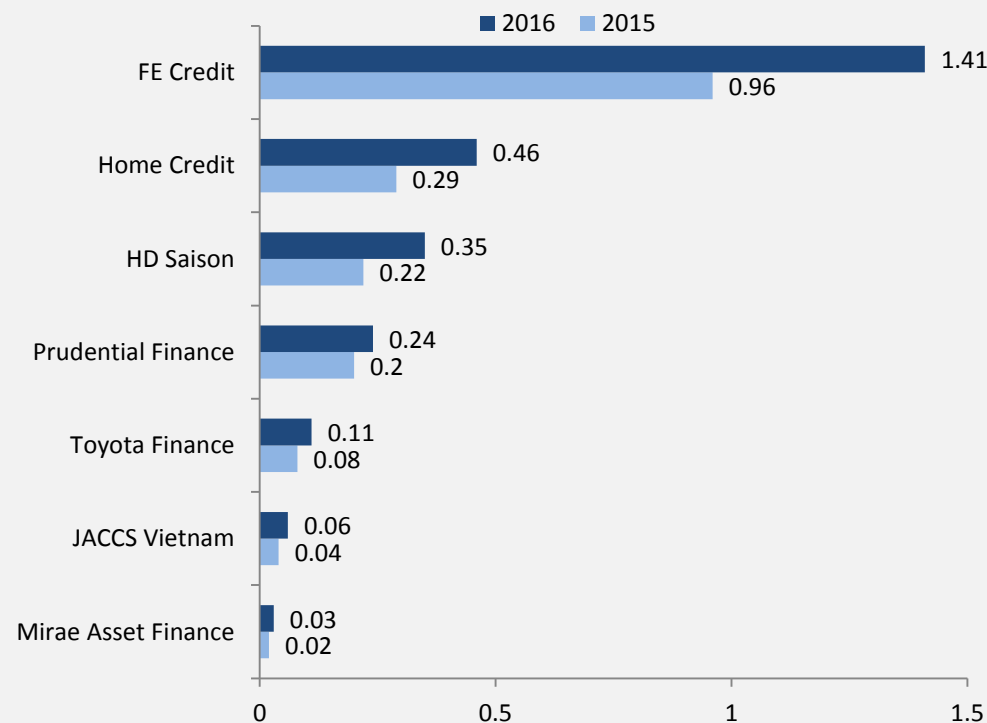
FE Credit duy trì vị thế dẫn đầu thị phần tài chính tiêu dùng

- Theo số liệu 2016, FE Credit hiện tại đang dẫn đầu khi chiếm 48.42% thị phần với tổng dư nợ đạt 1.41 tỷ USD. Công ty đã phát triển hơn 8.000 điểm bán hàng (POS) trên toàn quốc với hơn 14.600 nhân viên, đang phục vụ khoảng 3 triệu khách hàng. Tổng dư nợ tăng vượt bậc, gấp 3 lần doanh nghiệp đứng thứ 2 thị trường mặc dù gia nhập sau đối thủ 3 năm.

Thị phần tài chính tiêu dùng của các công ty tài chính



Dư nợ tài chính tiêu dùng của các công ty tài chính

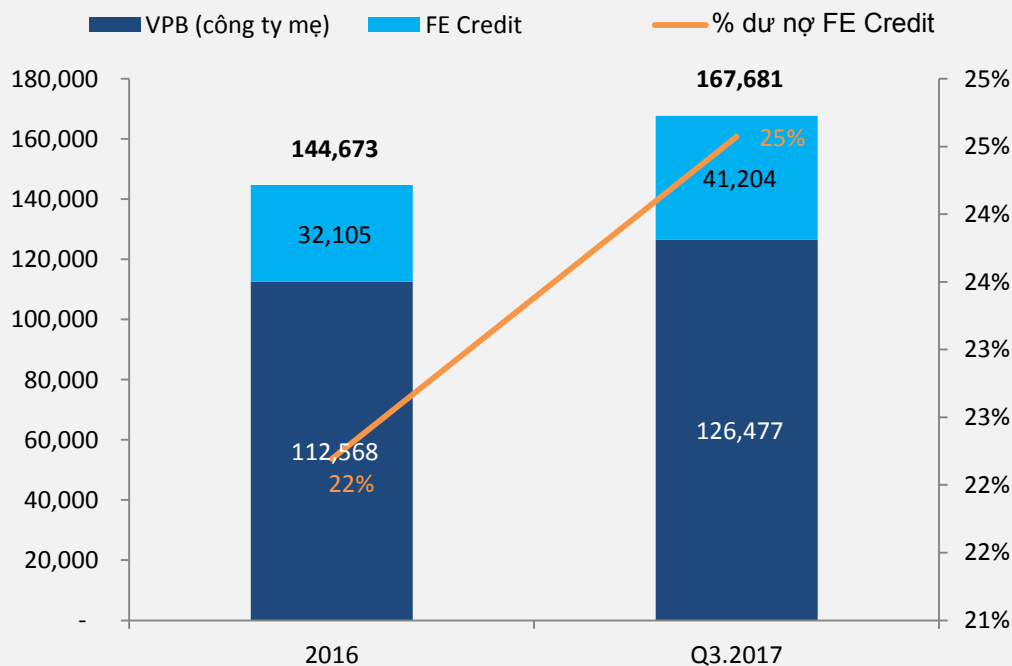


Nguồn: Stoxplus, MBS tổng hợp

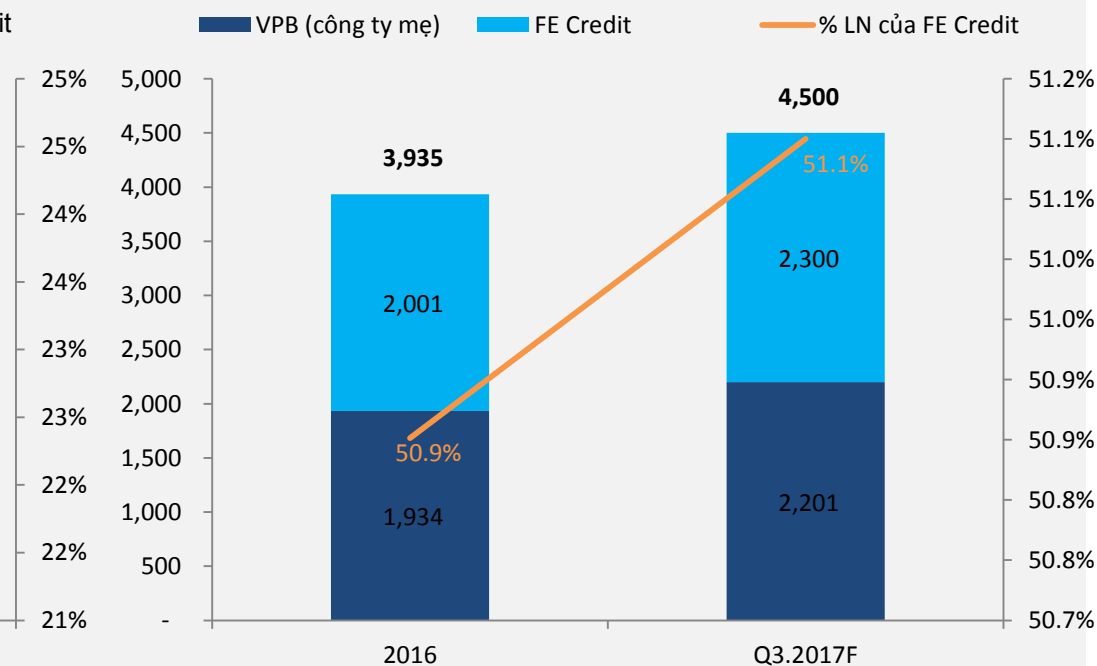
FE Credit là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng của VPB

- Mặc dù chỉ chiếm 22% trong tổng dư nợ trong báo cáo hợp nhất, nhưng FE Credit chiếm tới 50.9% lợi nhuận sau thuế năm 2016 của VP Bank. Điều này cho thấy FE Credit đóng một vai trò rất quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận cũng như tốc độ tăng trưởng tương lai của VPB.
- Lãi lớn từ mảng cho vay tiêu dùng nên VPB đã đẩy mạnh tăng vốn thêm gần 1.700 tỷ (74 triệu USD) vào tháng 8/2017 nâng vốn điều lệ hiện tại của công ty lên mức 4.474 tỷ đồng vượt xa các CTTC khác. Trước đó, tháng 12/2016 FE Credit cũng đã hoàn tất thủ tục vay 100 triệu USD với Credit Suisse, tháng 11/2017 tiếp tục vay thêm 100 triệu USD từ ngân hàng Deutsche Bank.

Cơ cấu dư nợ tín dụng của VPB



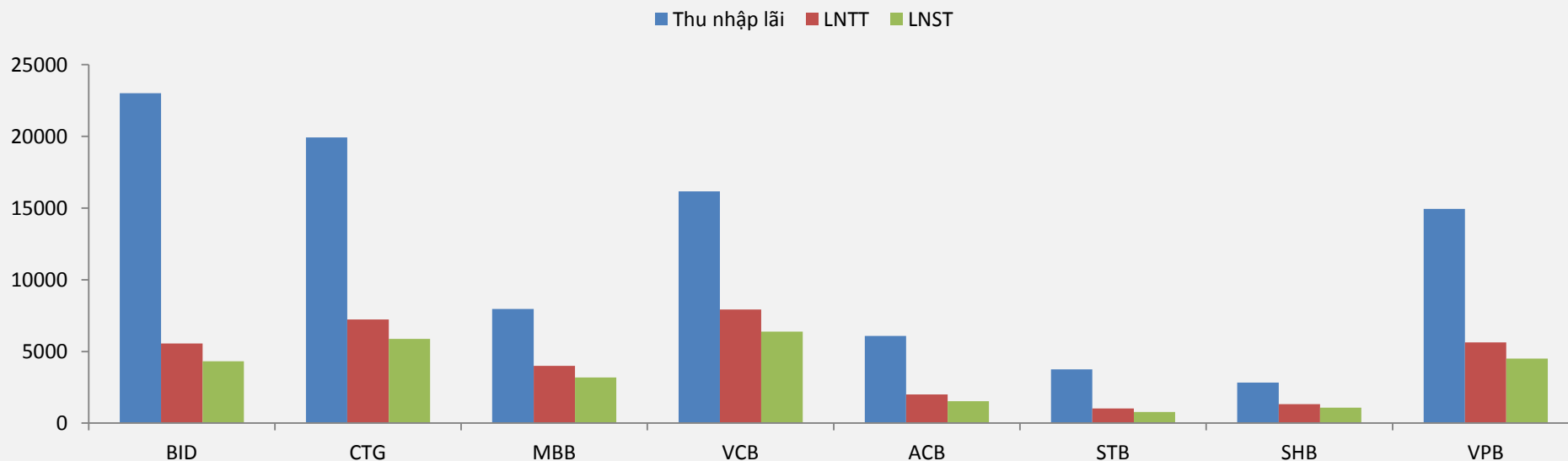
Cơ cấu lợi nhuận ròng của VPB



Nguồn: Stoxplus. MBS tổng hợp

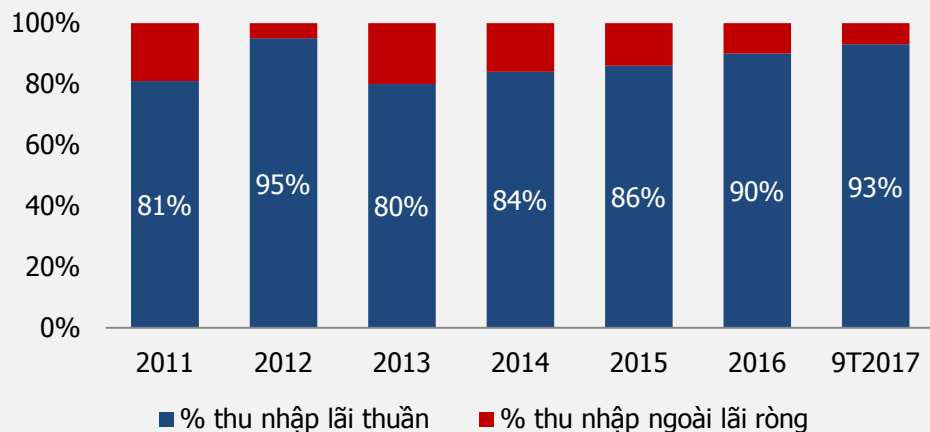
LNTT 9 tháng vượt BID đứng thứ 3 toàn ngành

	THU NHẬP LÃI			LNTT			LNST		
	9T2017	9T2016	+/-	9T2017	9T2016	+/-	9T2017	9T2016	+/-
VCB	16,161	13,646	18.40%	7,934	6,326	25.40%	6,379	5,071	25.80%
CTG	19,917	17,203	15.80%	7,232	6,485	11.50%	5,873	5,194	13.10%
VPB	14,944	10,591	41.10%	5,635	3,146	79.10%	4,501	2,621	71.70%
BID	23,013	16,707	37.70%	5,555	5,758	-3.50%	4,309	4,684	-8.00%
MBB	7,973	5,696	40.00%	4,002	2,788	43.50%	3,192	2,243	42.30%
ACB	6,075	4,945	22.90%	2,004	1,244	61.10%	1,527	997	53.20%
SHB	2,823	2,375	18.90%	1,331	788	68.90%	1,072	628	70.70%
STB	3,759	2,711	38.70%	1,026	208	393.30%	771	153	403.90%

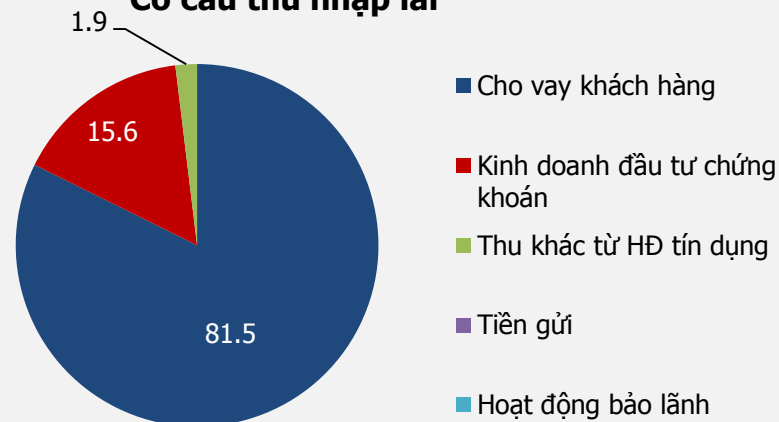


Phân tích tình hình hoạt động kinh doanh

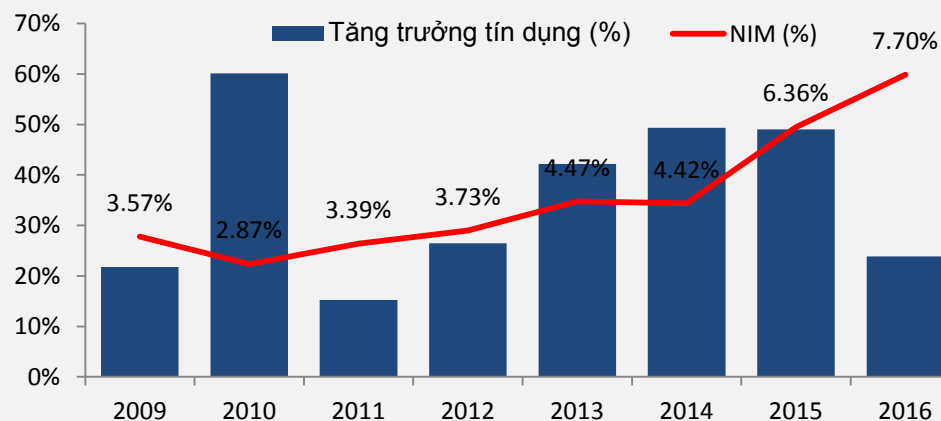
Cơ cấu thu nhập qua các năm



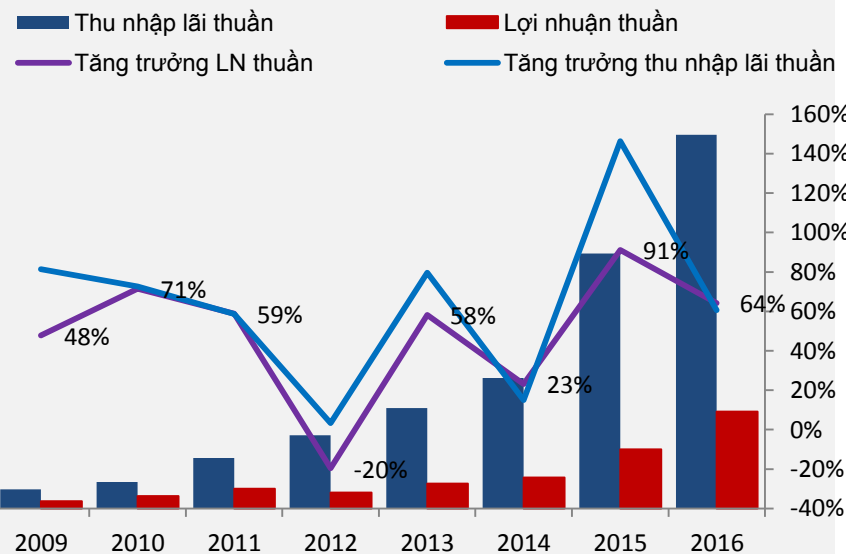
Cơ cấu thu nhập lãi



Tăng trưởng tín dụng & NIM

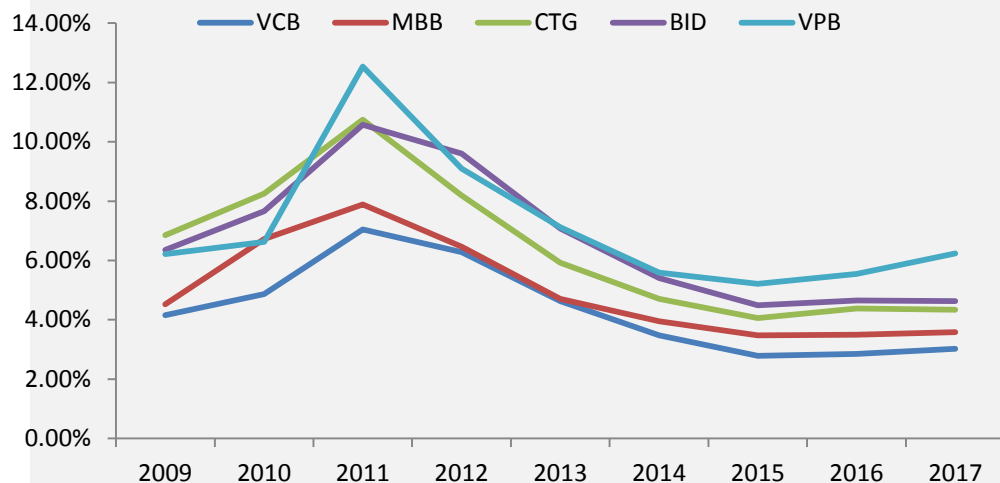


Thu nhập lãi & lợi nhuận tăng trưởng mạnh

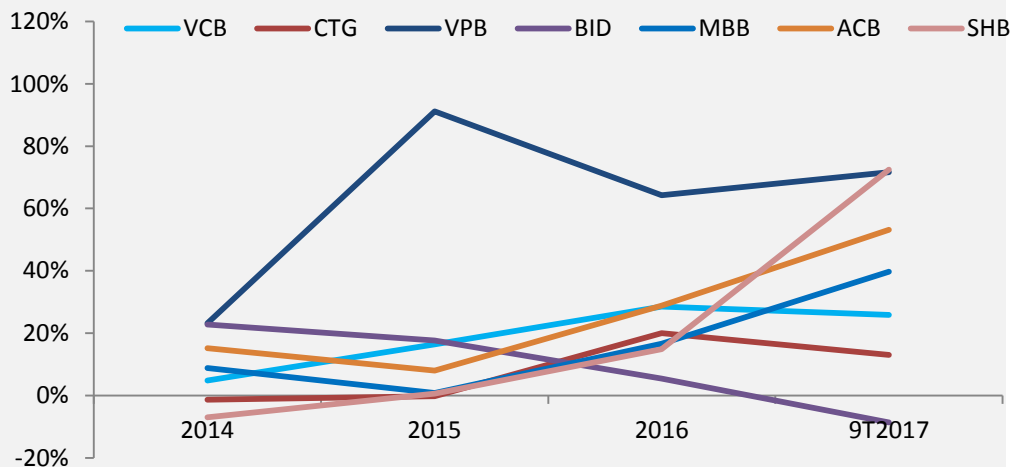


Hoạt động kinh doanh của VPB rất hiệu quả

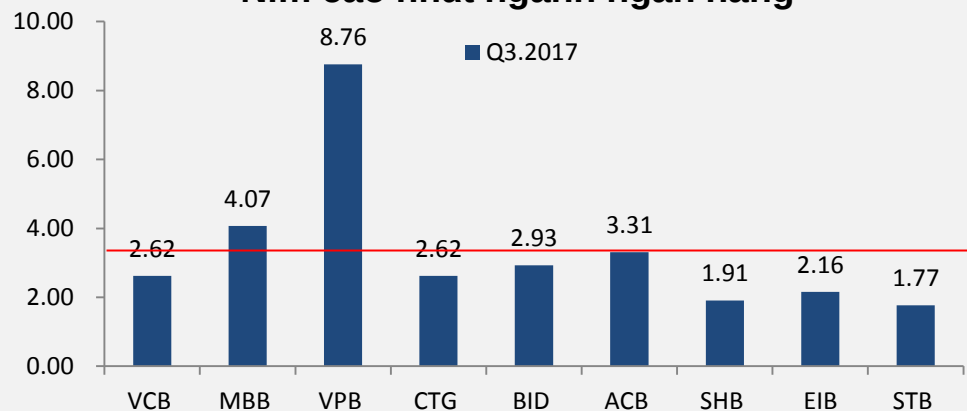
Chi phí vốn cao hơn các NH đầu ngành



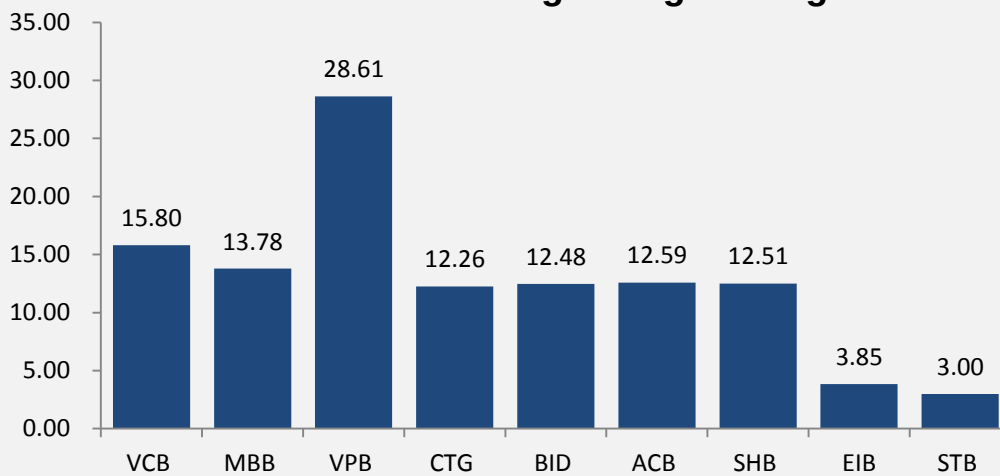
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao nhất ngành



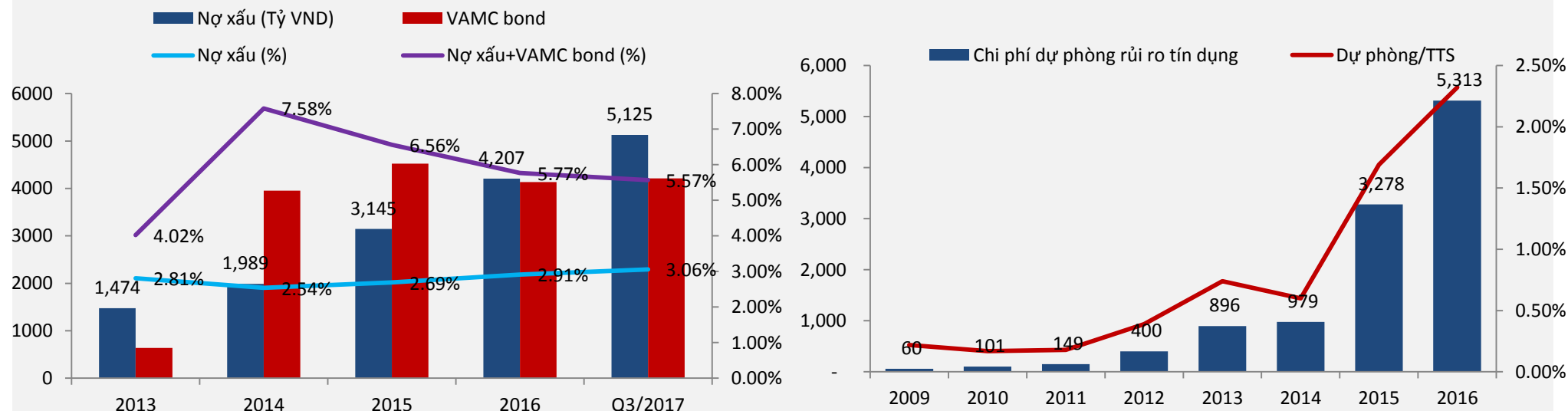
Nim cao nhất ngành ngân hàng



ROE cao nhất ngành ngân hàng

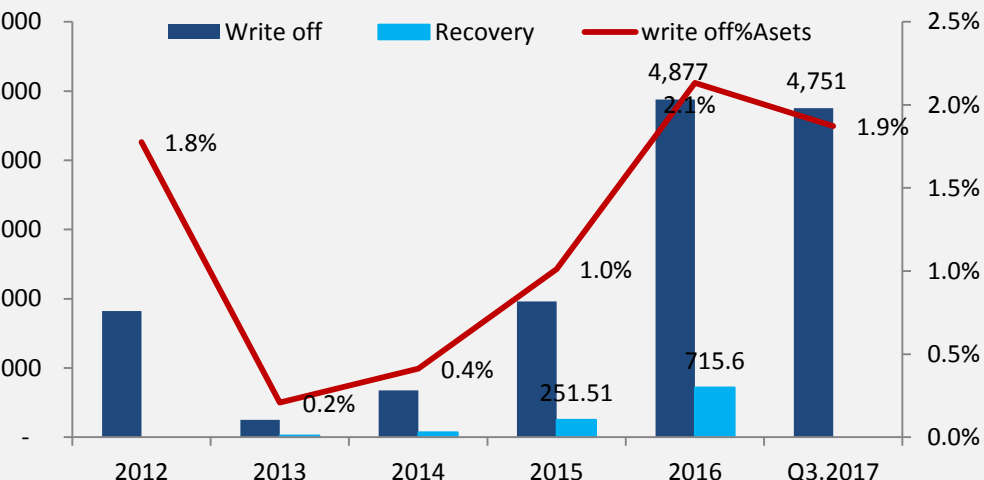
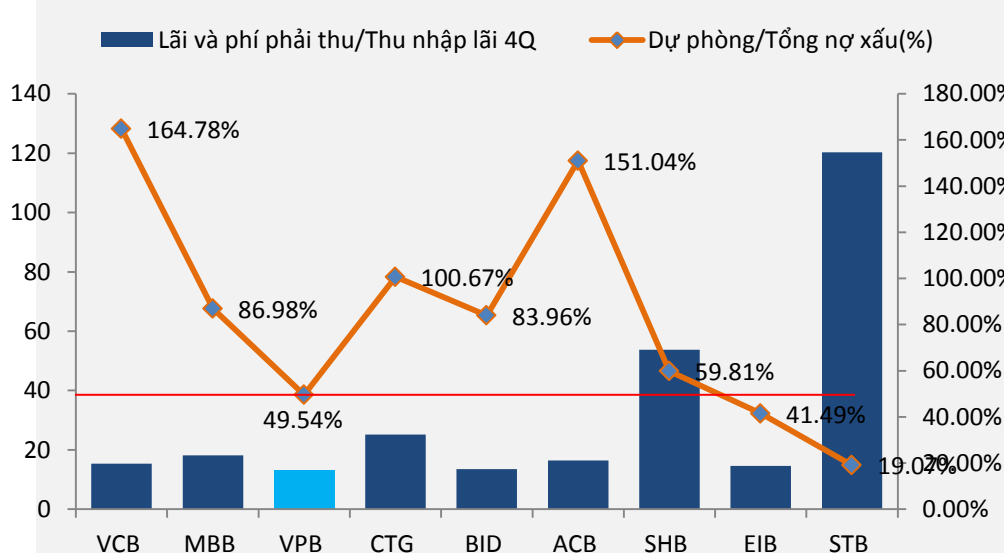


Nợ xấu tăng gây áp lực trích lập dự phòng

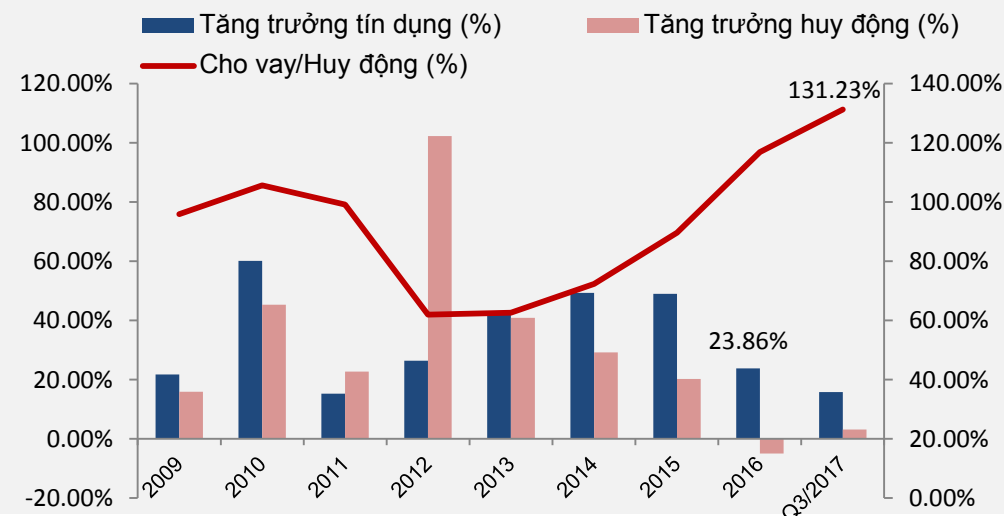


- Nợ xấu là vấn đề cần quan tâm nhất của VPB khi tỷ lệ nợ xấu duy trì mức khá cao so với trung bình các NHTM đầu ngành. Nợ xấu theo BCTC Q3.2017 là 3.06% tuy nhiên nếu tính cả VAMC bond có thể lên đến 5.57%.
- Ngoài ra còn khoảng 2.000 tỷ trái phiếu HAGL
- Tỷ lệ Dự phòng/TTS của VPB liên tục gia tăng trong những năm gần đây nhằm khắc phục yếu điểm này. Do đó, áp lực trích lập dự phòng sẽ là yếu tố kìm hãm đà tăng trưởng lợi nhuận của VPB trong thời gian tới.

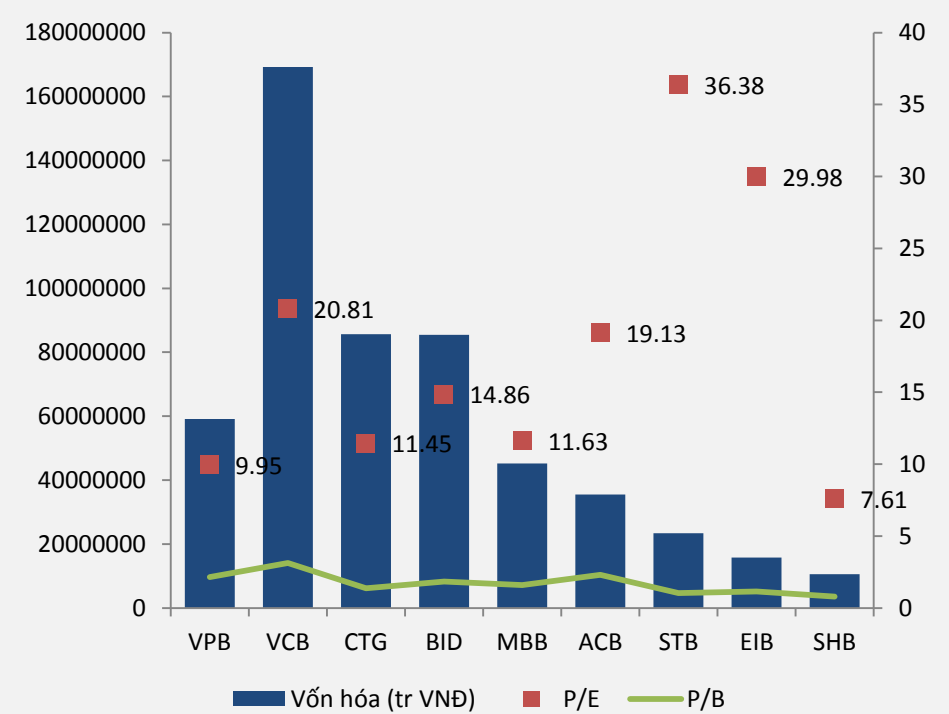
Nợ xấu tăng gây áp lực trích lập dự phòng



- Dư nợ của VPB có đến 62% là cá nhân với đa phần là vay tín chấp do đó khi nợ xấu phát sinh khả năng thu hồi khá thấp. Tuy nhiên, **VPB cũng khá mạnh tay trích lập và xóa bỏ (write off) 4.751 nghìn tỷ nợ xấu trong 9T.2017 và con số này gần bằng thực hiện 2016 nhưng gấp đôi so với 2015.**
- Tỷ lệ Dự phòng/Nợ xấu khá thấp so với mặt bằng chung(49.54%) tuy nhiên **chỉ tiêu Lãi và phí phải thu/Thu nhập lãi 4Q thấp cho thấy nợ xấu vẫn đang được kiểm soát khá tốt.**
- Điểm trừ là tỷ lệ LDR đã lên mức 131% cao nhất ngành tạo áp lực lên huy động tăng chi phí vốn đầu vào và việc lãi suất đầu ra và nợ xấu có thể tiếp tục phát sinh.



P/E ở mức thấp so với TB ngành (17,98 lần)



Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tr VNĐ)	P/E	P/B
VPB	59.147.435	9.95	2.14
VCB	169.275.011	20.81	3.12
CTG	85.638.305	11.45	1.38
BID	85.467.883	14.86	1.84
MBB	45.206.084	11.63	1.59
ACB	35.492.446	19.13	2.3
STB	23.357.312	36.38	1.03
EIB	15.736.741	29.98	1.14
SHB	10.520.413	7.61	0.79
Trung bình	58.871.292	17.98	1.70

Mô hình dự phóng lợi nhuận

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
Thu nhập lãi và các khoản tương tự	10,341	11,125	12,404	18,759	25,631	32,808	41,010
Chi phí lãi và các khoản tương tự	(7,374)	(7,043)	(7,113)	(8,405)	(10,463)	(12,211)	(14,653)
Thu nhập lãi thuần	2,967	4,083	5,291	10,353	15,168	20,597	26,357
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	672	880	960	1,597	2,115	3,067	3,686
Chi phí hoạt động dịch vụ	(401)	(276)	(353)	(713)	(1,262)	(1,640)	(1,969)
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	271	604	607	885	853	1,426	1,717
Kinh doanh ngoại hối và vàng	(117)	(21)	(90)	(290)	(319)	(128)	(139)
Chứng khoán kinh doanh	74	118	(5)	45	(149)	(164)	(184)
Chứng khoán đầu tư	(176)	186	466	28	92	101	110
Hoạt động khác	98	108	(7)	875	1,219	1,340	1,461
Cổ tức đã nhận	17	12	9	171	1	1	1
Tổng thu nhập hoạt động	3,133	5,089	6,271	12,066	16,864	23,174	29,324
Chi phí quản lý DN	(1,881)	(2,838)	(3,683)	(5,692)	(6,621)	(8,608)	(9,899)
LN từ HĐKD trước CF dự phòng	1,253	2,251	2,588	6,374	10,242	14,566	19,425
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(400)	(896)	(979)	(3,278)	(5,313)	(7,332)	(9,532)
LN trước thuế	853	1,355	1,609	3,096	4,929	7,234	9,893
Thuế TNDN	(209)	(337)	(355)	(700)	(994)	(1,447)	(1,979)
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	643	1,018	1,254	2,396	3,935	5,787	7,914
EPS	1,115	1,764	1,975	2,974	4,286	4,276	4,593

Dự phóng và định giá

VPB đang là một trong những ngân hàng hoạt động hiệu quả nhất Việt Nam, với LNST duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ trong thị trường tín dụng tiêu dùng đầy tiềm năng. Chúng tôi dự phóng Dự phóng cho 2018, tăng trưởng thu nhập lãi thuần đạt mức 28%yoy, tăng trưởng thu nhập ngoài lãi 20%yoy, dự phóng tăng 30%yoy, và lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 37%yoy. Lợi nhuận thuần 2018 đạt 7.914 tỷ, EPS dự kiến 4.593 đồng/CP, BVPS đạt 19.973 đồng. Dự phóng dựa trên các giả định sau:

- Tín dụng kỳ vọng tăng trưởng tương đương so với năm 2016 nhờ vào diễn biến tích cực của thị trường cho vay tiêu dùng, FE Credit vẫn là động lực chính với tỷ lệ đóng góp trên 50% thu nhập lãi thuần. Bên cạnh đó, các hoạt động ngân hàng cốt lõi cũng bắt đầu được đẩy mạnh.
- NIM tiếp tục mở rộng và duy trì ở mức cao nhất hệ thống ngân hàng với 8.76% nhờ sự đóng góp của FE Credit. Bên cạnh đó, NIM của mảng hoạt động cho vay cốt lõi cũng đạt mức cao với 3,9%. Lãi suất cho vay bình quân ước tính khoảng 19%.
- Thu nhập ngoài lãi cải thiện mạnh mẽ nhờ đẩy mạnh phát triển dịch vụ ngân hàng số với sự ra đời của thương hiệu Timo. Chúng tôi đánh giá cao khả năng đóng góp của mảng dịch vụ này vào tổng thu nhập trong tương lai.
- VPB vừa hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ 164,7 triệu cổ phiếu và thu về hơn 6.400 tỷ đồng. Qua đó, vốn điều lệ đạt 15.706 tỷ đồng cùng với số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại là 1.497.403.415 cổ phiếu. Dự phóng mức độ pha loãng dự kiến trong năm 2018 khoảng +20%yoy

Kết hợp 2 phương pháp định giá là P/E và P/B với mỗi phương pháp là 50%, chúng tôi định giá VPB ở mức 50.678 đồng cho năm 2018, cao hơn giá thị trường hiện tại 30%. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với VPB

Phương pháp	Năm 2018
BVPS	19.973
P/B mục tiêu	2.2x
Định giá	43.940
EPS	4.593
P/E mục tiêu	12.5x
Định giá	57.417
Tổng hợp định giá	50.678

[NGÀNH CHỨNG KHOÁN: MBS]

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 12 tháng là 18.673 VND (+32.4% upside) Dựa trên quan điểm sau:

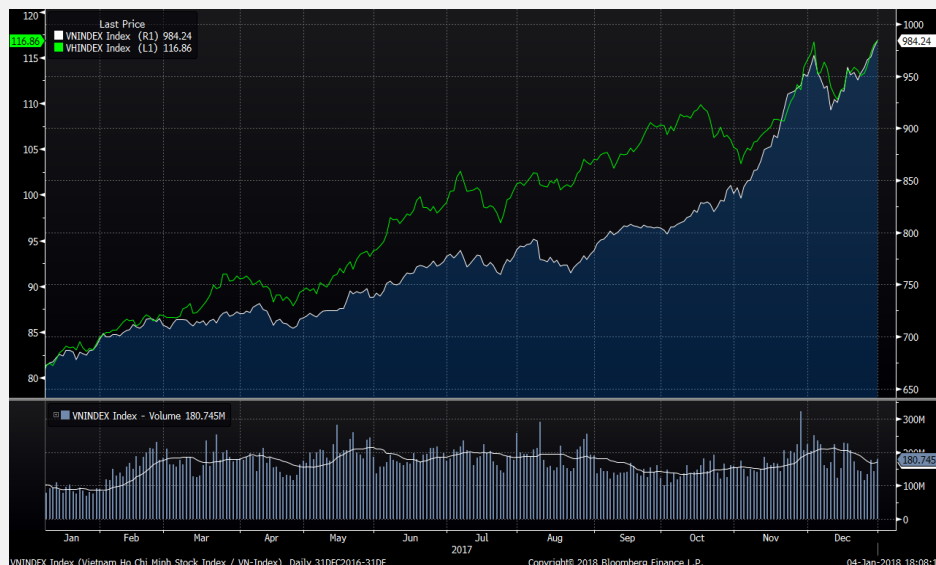
- Thị trường chứng khoán trong năm 2017 đang có diễn biến thuận lợi cho hoạt động kinh doanh các công ty chứng khoán. Chỉ số VNIndex tăng trưởng, thanh khoản ở mức cao
- Các công ty chứng khoán lớn trong top 5 bao gồm SSI, HSC, VCSC, VND, MBS vẫn giữ vững vị thế của mình và liên tục gia tăng thị phần. Trong Quý 3, MBS tiếp tục gia tăng thị phần của mình lên 6,33% ở HSX và 7,92% ở HNX.
- Kết quả kinh doanh Quý 3 của MBS tương đối khả quan. Doanh thu 9 tháng 2017 tăng trưởng 53,5% yoy, LNTT tăng 16,0% yoy. Nổi bật là hoạt động môi giới với mức tăng trưởng doanh thu 85,8% yoy. MBS nằm trong top 3 công ty có hoạt động môi giới tăng trưởng mạnh nhất.
- MBS tiếp tục mạnh tay trích lập dự phòng cho khoản nợ xấu khó đòi từ trước. Trong 9 tháng đầu năm, công ty đã trích lập khoảng hơn 80 tỷ cho khoản này. Việc trích lập này đã khiến Biên lợi nhuận gộp của MBS thấp hơn so với các công ty cùng ngành. Dự kiến đến cuối năm 2017, MBS sẽ hoàn thành việc trích lập cho các khoản tồn đọng nợ dịch vụ tài chính giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp, gia tăng lợi nhuận
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ năm 2018 trở đi sẽ tăng trưởng mạnh sau khi hoàn thành nghĩa vụ trích lập nợ xấu cũ. ROE của công ty sẽ trở lại mức 15%. Lợi nhuận năm 2018 được dự phóng ở mức 158 tỷ.

Key data (28.11.2017)	VND
Giá	14.200
Giá mục tiêu	18.673
Upside	32,4%
Cổ tức tiền	200
Tỷ lệ cổ tức	3,5%
Vốn hóa (Tỷ VND)	1.746
Foreign owned (%)	0,32%
Current foreign room	49%

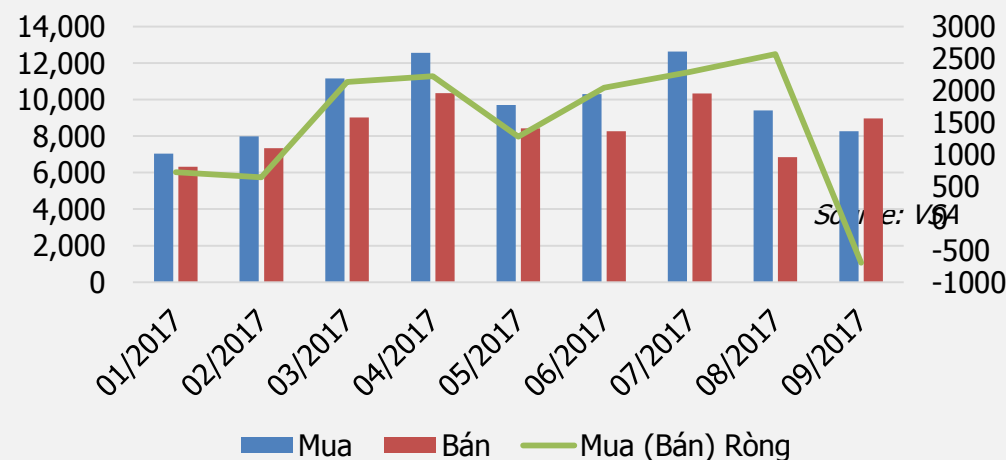
	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	512	755	944	1.133
LNST	17	27	158	232
EPS (VND)	0	220	1.294	1.900
BVPS (VND)	10.716	10.936	12.231	14.131
PE (lần)		59,0	10,0	6,8
PB (Lần)		1,19	1,06	0,92
ROE		2%	11%	14%

Thị trường chứng khoán năm 2017 – Tăng trưởng mạnh

- Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2017 đang có một năm diễn biến thuận lợi. Chỉ số VNINDEX kết thúc năm 2017 đạt 984,24 điểm, tăng 46,5% so với đầu năm. Chỉ số HNX cũng đạt 116,86 tăng 43,5% so với đầu năm
- Thanh khoản cũng được cải thiện mạnh. Trong 9 tháng đầu năm 2017, thanh khoản trung bình của HOSE đạt 3.714 tỷ VND, tăng 54,8% so với trung bình năm 2016. Thanh khoản gia tăng giúp cho hoạt động của các công ty chứng khoán tăng trưởng mạnh.
- Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cũng rất tốt. Tổng cộng 9 tháng đầu năm 2017, các nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng 13.199 tỷ VND. Số tài khoản nhà đầu tư nước ngoài cũng đạt 21.066 tài khoản, tăng 8,8% so với cuối năm 2016.



Tỷ VND Giá trị mua bán nhà đầu tư nước ngoài 9T - 2017



Đơn vị : Tỷ VND.

Thanh khoản/ phiên sàn HSX

2015

1.965

2016

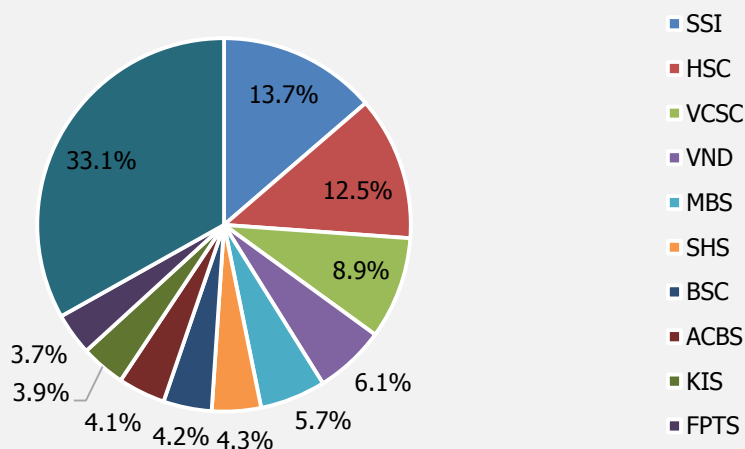
2.398

9T2017

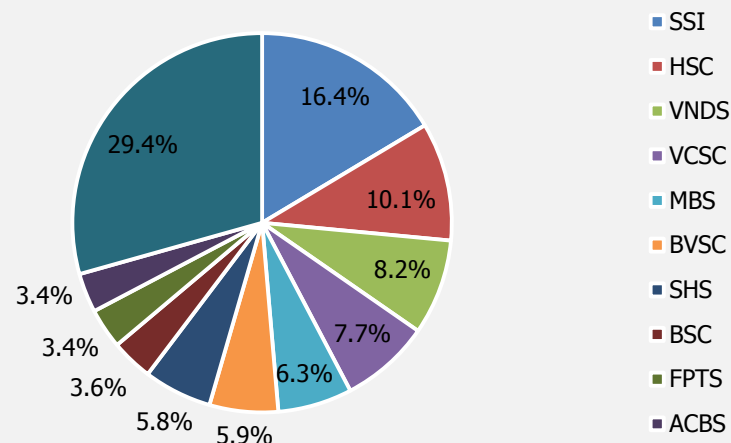
3.714

MBS tiếp tục gia tăng và củng cố thị phần của mình trong top 5

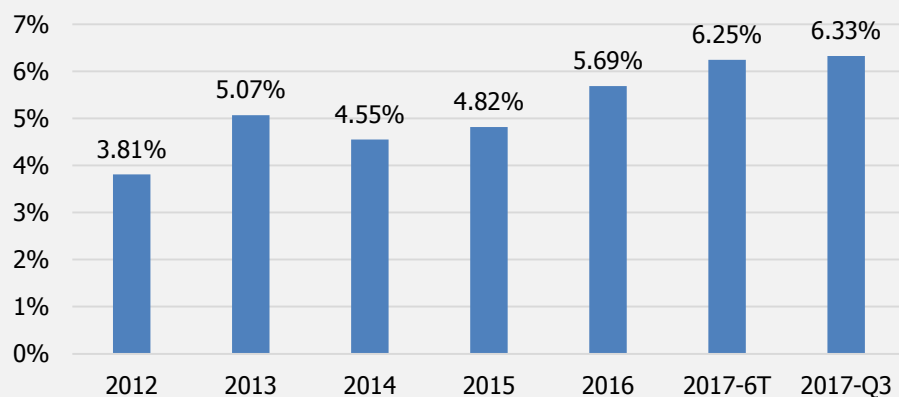
Thị phần Hose 2016



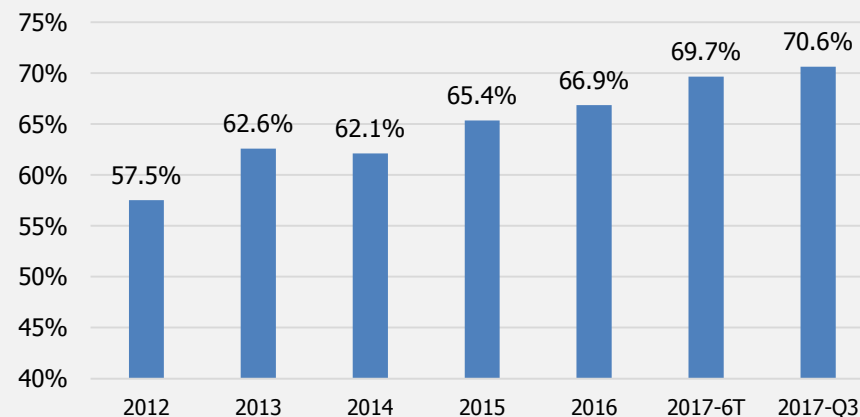
Thị phần Hose - Q3-2017



Thị phần MBS



Tổng thị phần top 10 - HSX

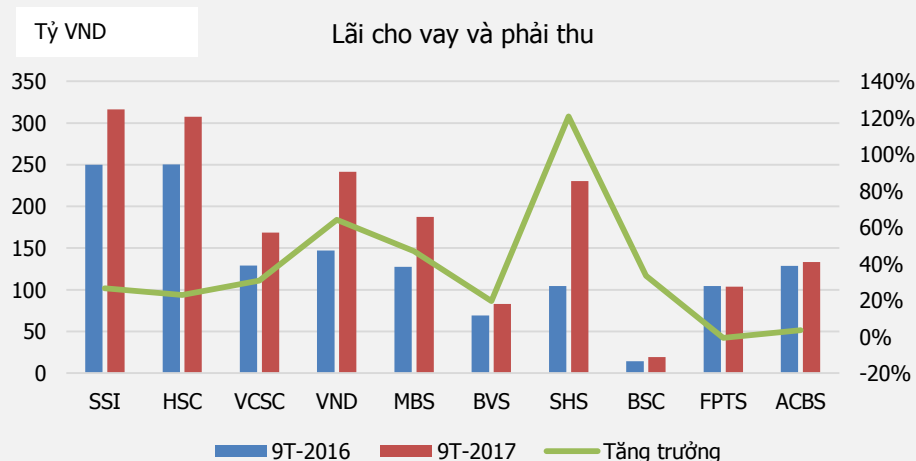
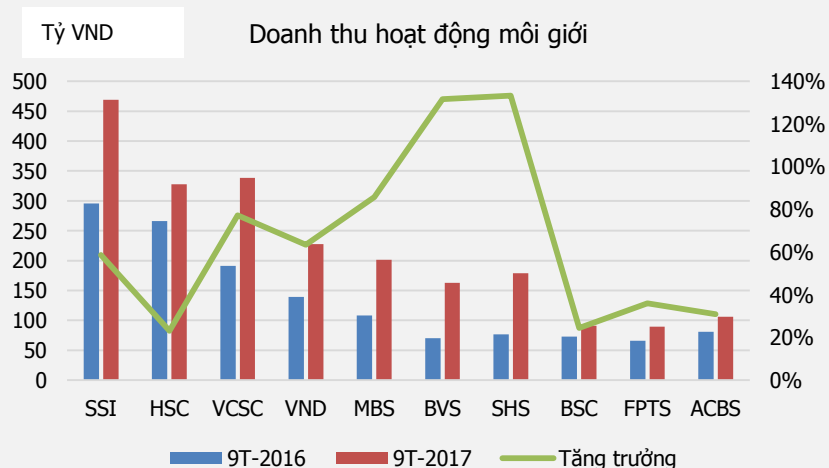
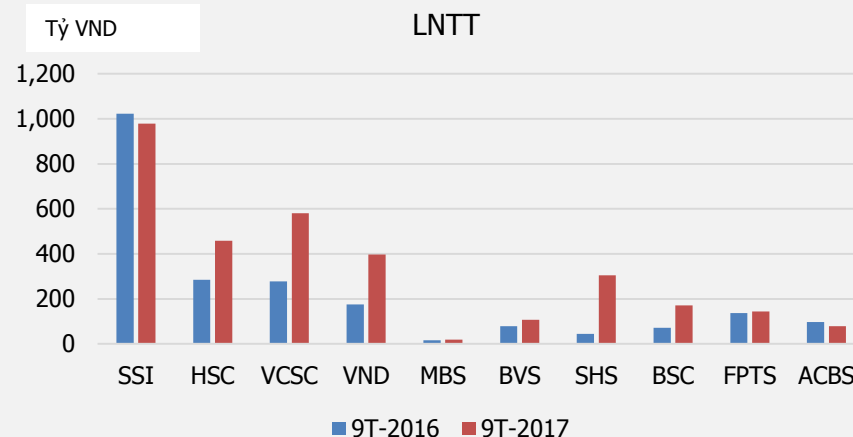
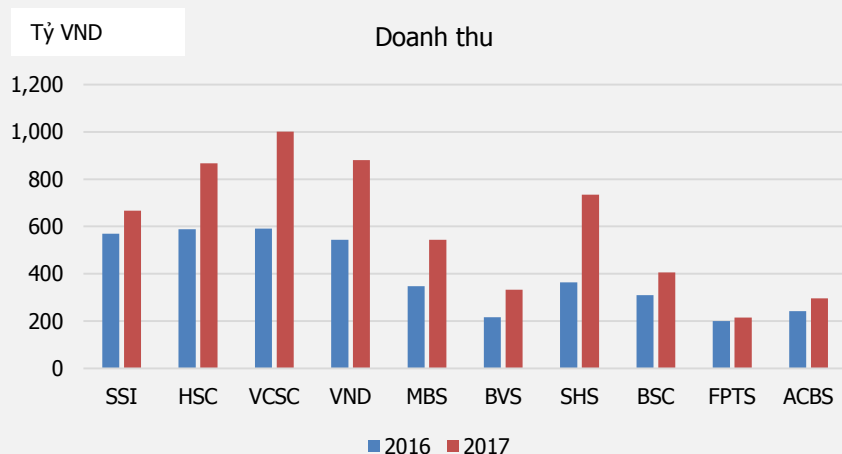


MUA– CTCP Chứng khoán MB (MBS–18.673VND)

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Thị trường thuận lợi giúp doanh thu và lợi nhuận của CTCK tăng mạnh.

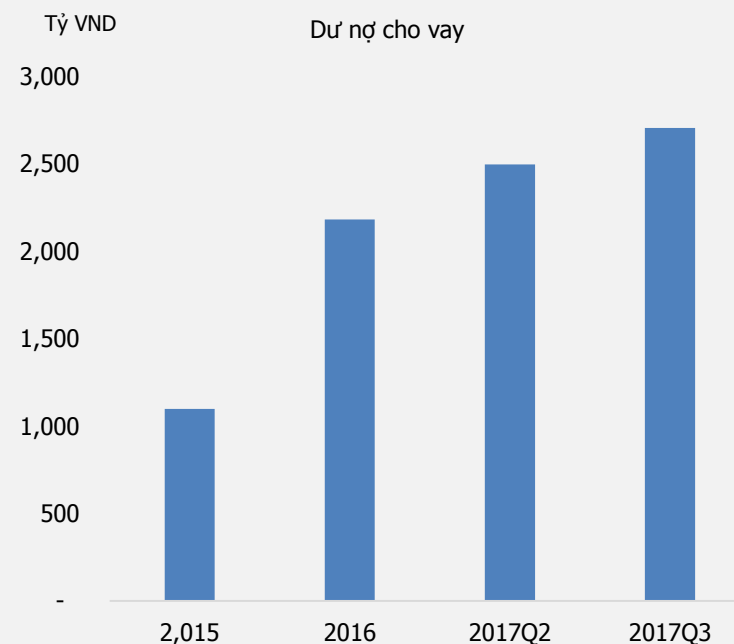


Source: MBS research

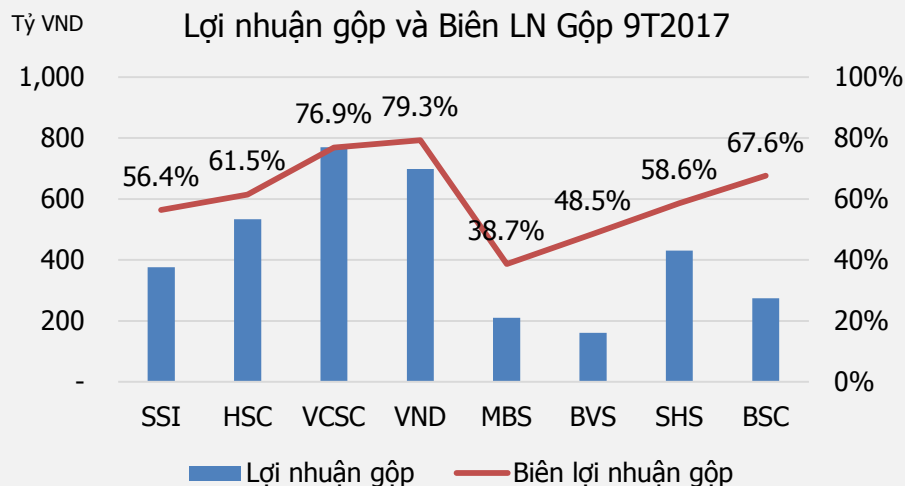
Kết quả kinh doanh của MBS khả quan

- Doanh thu quý 3 đạt 198 tỷ, tăng trưởng 32,4% yoy. Lũy kế 9 tháng, MBS đạt doanh thu 534 tỷ, tăng 53,5% yoy. Đóng góp vào tăng trưởng là từ ba hoạt động chính là hoạt động môi giới, hoạt động cho vay và tư vấn tài chính với mức tăng trưởng ấn tượng
- Hoạt động môi giới là hoạt động cốt lõi của MBS, chiếm 37,7% doanh thu của MBS trong 9 tháng – 2017. Hoạt động này tăng trưởng 85,8% yoy trong 9 tháng đầu năm và là một trong những công ty tăng trưởng mạnh nhất trong 9 tháng đầu năm 2017.
- Dự nợ cho vay cũng tăng mạnh so với đầu năm. Đến cuối năm 2017, dư nợ của MBS khoảng 3.000 tỷ. Hệ thống quản trị rủi ro tốt giúp không phát sinh nợ xấu trong năm. MBS đã xây dựng hệ thống quản trị rủi ro bài bản theo quản trị tập đoàn và phù hợp với thông lệ quốc tế. Chính sách quản trị rủi ro luôn được thực thi triệt để

Đơn vị: Tỷ VND	Q3-2016	Q3-2017	9T-2016	9T-2017	Tăng trưởng Quý 3	Tăng trưởng 9T2017
Lãi từ TSTC ghi nhận thông qua lãi/lỗ	10,7	9,3	32,2	32,5	-13.0%	0.9%
Lãi từ đầu tư nắm giữ đến đáo hạn	-	6,6	-	6,6		
Lãi từ cho vay và phải thu	49,8	70,3	127,6	187,5	41.1%	47.0%
Lãi từ tài sản tài chính sẵn sàng để bán	-	10,0	6,2	13,2		112.6%
Doanh thu môi giới	45,9	63,9	108,3	201,3	39.5%	85.8%
Doanh thu bảo lãnh phát hành	9	-	1,0	-		
Doanh thu lưu ký	1,9	2,4	5,3	7,8	28.8%	45.9%
Doanh thu tư vấn tài chính	8,0	26,3	29,7	48,7	229.4%	64.2%
Thu nhập khác	33,5	9,3	37,6	26,5	-72.2%	-29.6%
Doanh thu hoạt động	149,6	198,0	347,9	534,0	32.4%	53.5%



Triển vọng tươi sáng sau trích lập



Đơn vị: Tỷ VND.	2015	2016	2017Q3
Phải thu hợp tác kinh doanh	363	341	332
Dự phòng	(13)	(52)	(138)
Còn lại	349	289	194

- So sánh với các công ty top đầu cùng ngày, biên lợi nhuận gộp của MBS đang ở mức thấp hơn so với trung bình các công ty trong ngành. Nguyên nhân là hiện tại, MBS vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu và trích lập các khoản cho vay nợ xấu cũ.
- Trogn 9 tháng đầu năm 2017, theo báo cáo tài chính của MBS, MBS đã trích lập khoảng hơn 80 tỷ trong tổng số 332 tỷ phải thu khó đòi từ hợp đồng hợp tác kinh doanh. Đây là các khoản nợ xấu từ xưa cần phải trích lập của MBS khiến cho lợi nhuận MBS thấp. Nếu không phải trích lập các khoản này, biên lợi nhuận gộp của MBS ở mức 55%, khá tương đương với các công ty cùng ngành.
- Kỳ vọng năm 2017, MBS sẽ hoàn thành việc trích lập cho các khoản tồn đọng tài chính trong quá khứ của mình. Lợi nhuận dự kiến sẽ tăng mạnh từ năm 2018.

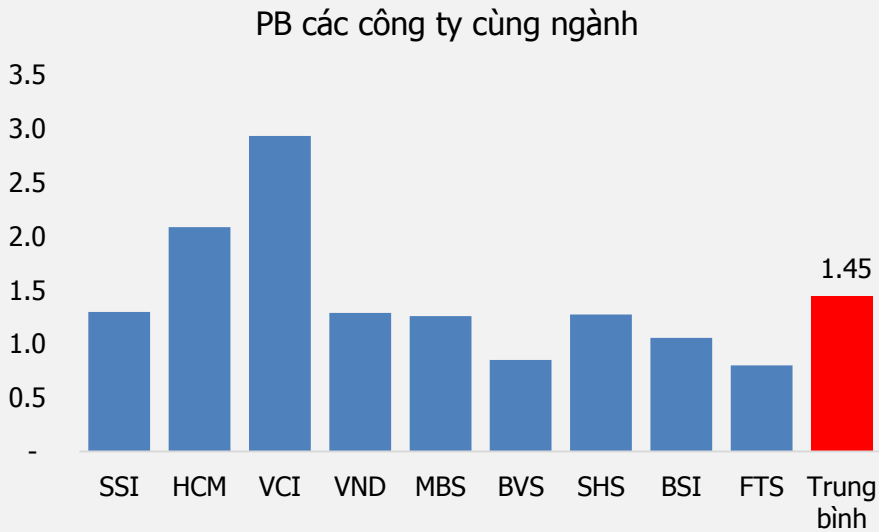
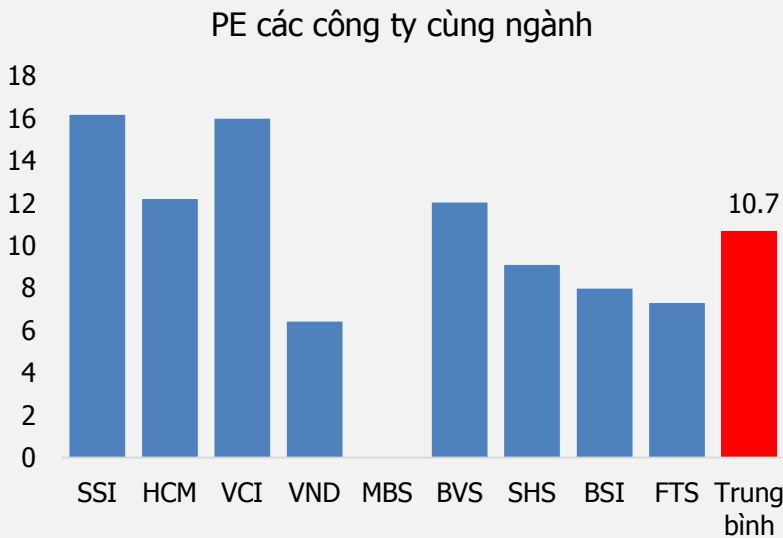
Dự phóng kết quả kinh doanh

- Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng mạnh từ năm 2018 trở đi khi kết thúc trích lập năm 2017. Dự kiến ROE của MBS sẽ đạt mức trung bình 15%.

P&L	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	390	512	755	944	1.133	1.302
Lợi nhuận gộp	140	195	287	486	623	716
Tỷ xuất lợi nhuận gộp	35,8%	38,1%	38,0%	51,5%	55,0%	55,0%
Chi phí bán hàng và QLDN	45	60	83	104	125	143
% Chi phí quản lý DN / DT	11,6%	11,7%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Doanh thu tài chính	1	2	3	3	3	3
Chi phí tài chính	86	120	184	199	211	224
Lợi nhuận khác	1	0	4	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	9	17	27	186	290	352
Lợi nhuận sau thuế	8	17	27	158	232	281
EPS (VND/cp)			220	1.294	1.900	2.304
BVPS (VND/cp)	2.182	10.716	10.936	12.231	14.131	16.435
ROE			2,0%	11,2%	14,4%	15,1%

Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Giá Cổ phiếu	Tỷ trọng	Tổng hợp
So sánh PB	17.734	50%	8.867
So sánh PE	19.611	50%	9.806
Tổng hợp			18.673



Source: MBS research

[VẬT LIỆU XÂY DỰNG]

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu VGC với mức định giá trên cơ sở thận trọng 34.500 đồng/cp trên cơ sở:

- KQKD tăng trưởng ấn tượng trong 10 tháng đầu năm, lãi trước thuế đạt 855 tỷ đồng hoàn thành kế hoạch cả năm 2017.
- VGC là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực vật liệu xây dựng
- Mạng kính xây dựng được kỳ vọng tiếp tục khả quan trong năm 2018
- Dự án Yên Phong mở rộng và Đồng Văn 4 sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng Bất động sản khu công nghiệp.
- Bộ xây dựng thoái vốn tại VGC vào đầu năm 2018, đây là catalyst hấp dẫn đối với cổ phiếu VGC trong thời gian tới.
- Hiện tại, cổ phiếu VGC đang giao dịch ở mức P/E là 14,28 lần thấp hơn P/E trung bình các doanh nghiệp cùng ngành (17 lần) và P/E thị trường là (18,x lần). Mức P/E hợp lý đối với một doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao như VGC là 16 lần. Giá cổ phiếu VGC năm 2017 là 34.500 đồng/cp.

Key data (03.01.2018)	Đồng
Giá hiện tại	27.400
Giá mục tiêu 12 tháng	34.500
Tiềm năng tăng giá	18%
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	427.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	11.699
Sở hữu nước ngoài (%)	36,27%

Chỉ tiêu	2015	2016	2017F	2018F
DTT (tỷ VNĐ)	7.820	8.139	9.360	11.232
% tăng trưởng	78,1%	4,1%	15,0%	20%
LNG (tỷ VNĐ)	1.717	1.979	2.274	2,729
% tăng trưởng	85,8%	15,3%	14,9%	20,0%
LNR (tỷ VNĐ)	328	514	763	921
% tăng trưởng	55,5%	56,7%	48,4%	20,7%
Biên LNG (%)	22,0%	24,3%	24,3%	24,50%
Biên LNR (%)	4,2%	6,3%	8,2%	8,20%
EPS (VNĐ)	1.239	1.826	1.786	2.157

VGC là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực vật liệu xây dựng

- Tổng công ty Viglacera - CTCP là đơn vị hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất vật liệu xây dựng tại Việt Nam cả về năng lực sản xuất, loại hình, mẫu mã và chất lượng sản phẩm đáp ứng được nhiều phân khúc thị trường từ bình dân đến cao cấp. Sản phẩm của Tổng công ty đóng góp 20 triệu USD kim ngạch xuất khẩu/năm của ngành xây dựng, hiện có mặt tại trên 40 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới.
- Mảng VLXD chiếm 70% Doanh thu, và LNTT ~ 460-470 tỷ đồng/năm, bao gồm:
- **Sản phẩm chính của công ty:**

Kính xây dựng

- Sản phẩm chiếm 40% tổng công suất thiết kế toàn ngành với cơ sở hạ tầng công nghệ hiện đại, trong đó nhiều sản phẩm lần đầu tiên được đưa ra thị trường như sản phẩm kính đạt chất lượng Châu Âu: EN 572-2:2004 đáp ứng tiêu chuẩn chất lượng phôi kính sản xuất kính tiết kiệm năng lượng (Low-E)... LNTT mảng này đạt khoảng 200 tỷ đồng/năm. Thị trường tiêu thụ có độ cạnh tranh thấp.

Sứ vệ sinh

- Sản phẩm đáp ứng nhu cầu của đại đa số người dân Việt Nam và tiếp cận đến thị trường cao cấp, năng lực sản xuất sản phẩm sứ tương đương với 10% năng lực sản xuất toàn ngành. Sen vòi là sản phẩm phụ trợ và được đồng bộ hóa cùng với nhóm sứ vệ sinh truyền thống và tạo nên giá trị gia tăng cho các sản phẩm sứ vệ sinh. Công suất 1,2 tr. m3, 10% công suất toàn ngành. LNTT mảng này đạt 60-70 tỷ/năm, cạnh tranh với sứ vệ sinh ngoại.

Sản phẩm gạch ceramic và granite

- Tổng công suất khoảng 20 triệu m2/năm, gạch ceramic 14 triệu m2/năm tương đương 6% năng lực sản xuất ngành, gạch granite 6 triệu m2/năm tương đương 11% năng lực sản xuất ngành. LNTT khoảng 150 tỷ.

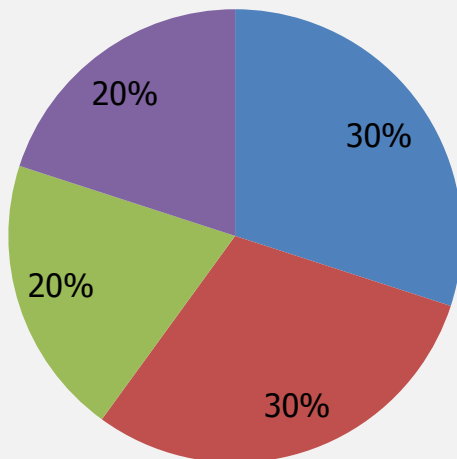
Sản phẩm đất nung

- Tổng sản lượng sản xuất gạch xây, ngói lợp, gạch chế đạt trên 1,4 tỷ viên QTC/năm chiếm 3% năng lực ngành. Gạch cotto đạt 6,6 triệu m2/năm, khoảng 50% năng lực ngành. LNTT khoảng 120- 140 tỷ/năm.

10 tháng đầu năm, lãi trước thuế đạt 855 tỷ đồng hoàn thành kế hoạch cả năm 2017.

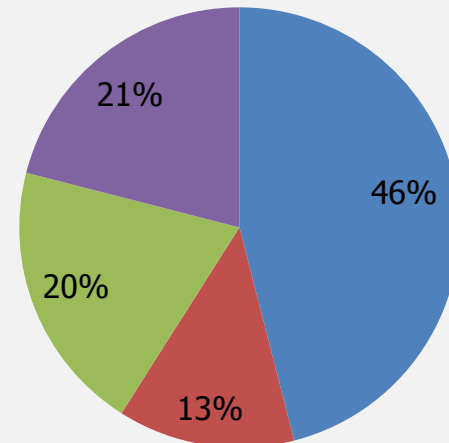
- Trong 10 tháng, VGC ghi nhận doanh thu hợp nhất 6.452 tỷ, tăng 12% so với cùng kỳ năm trước và tương đương 80% kế hoạch năm, động lực chính đến từ mảng bất động sản – khu công nghiệp.
- Lợi nhuận trước thuế 10 tháng của VGC đạt 855 tỷ đồng, tăng trưởng 59,4% và vượt nhẹ kế hoạch 2017. Biên lợi nhuận trước thuế cải thiện ở mức 13,25% nhờ đóng góp tích cực từ mảng kính và bất động sản.

Cơ cấu LNTT 10T2017



■ Kính ■ BĐS-KCN ■ Gạch ốp-sứ VS ■ Gạch ngói

Cơ cấu LNTT 10T2016



■ Kính ■ BĐS-KCN ■ Gạch ốp-sứ VS ■ Gạch ngói

Source: MBS Research

Mảng kính xây dựng được kỳ vọng tiếp tục khả quan trong năm 2018

10 tháng đầu năm, mảng kính xây dựng lãi 270 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp của mảng kính xây dựng tăng chủ yếu do:

- (1) *Giá bán kính tăng 15% so với cùng kỳ*
 - (2) *Vận hành hoạt động hiệu quả hơn sau 2 năm sửa chữa nguội tại nhà máy VFG ở Bắc Ninh*
 - (3) *Dự án nhà máy kính tiết kiệm năng lượng tại Bình Dương (công suất 2,3 triệu m²/năm) sẽ đóng góp lợi nhuận ổn định, dự kiến vận hành khoảng 60% công suất, dần nâng lên 80% vào năm 2018 và 100% kể từ 2019.*
- Tiến độ dự án kính nổi siêu trắng tại KCN Phú Mỹ (công suất thiết kế GD1 đạt 600 tấn/ngày, tương đương khoảng 38 triệu m² tiêu chuẩn) vừa được khởi công từ T7/2017, dự kiến sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ cuối năm 2018.
 - Dự án kính cán siêu trắng công suất 250 nghìn tấn/ngày tại Đập Cầu đang được xem xét dự án đầu tư.
 - Các đơn vị kính xây dựng của VGC đều làm ăn có hiệu quả trừ CTCP Đập Cầu đang phải tái cơ cấu.
 - VGC cho biết sẽ cố gắng duy trì mức biên lợi nhuận gộp khoảng 30% cho các năm sau. Tổng công suất kính nổi và kính e-low của VGC đang chiếm khoảng 22% thị phần cả nước.



Dự án kính nổi siêu trắng đầu tiên tại Việt nam

Dự án trọng điểm là KCN Yên Phong mở rộng và Đồng Văn 4, là động lực tăng trưởng cho mảng Bất động sản-KCN

- Mảng bất động sản, 10 tháng đầu năm lãi trước thuế 267 tỷ đồng tăng 167 tỷ đồng so với cùng kỳ năm 2016.
- Trong năm 2017 tổng diện tích cho thuê của VGC tăng lên khoảng 95 ha, trong đó chưa bao gồm diện tích thuê đất đăng ký mới của Samsung. Toàn bộ tiền thuê diện tích đất này sẽ được ghi nhận một lần trong năm 2017, dự kiến sẽ giúp doanh thu từ cho thuê hạ tầng KCN tăng lên khoảng 1.000 tỷ đồng.
- Trong năm 2018, diện tích cho thuê được VGC ước tính có thể đạt 120-130 ha, tập trung tại KCN Yên Phong (MR), KCN Đồng Văn IV, KCN Phú Hà và KCN Tiên Hải.
- VGC đang tập trung các dự án trọng điểm là KCN Yên Phong mở rộng và Đồng Văn 4, là nguồn thu duy trì cho mảng khu công nghiệp. Khu CN Yên Phong mở rộng, Samsung dự kiến sẽ đem lại cho VGC khoảng 1,000 tỷ doanh thu, dự kiến sẽ ghi nhận trong giai đoạn 2018-2019.
- Chuẩn bị đầu tư các dự án nhà ở gồm nhà ở công nhân Yên Phong (Bắc Ninh), nhà ở xã hội Kim Chung (Đông Anh- HN), nhà ở công nhân KCN Đồng Văn 4, nhà ở thương mại Yên Phong. Hoàn thiện và bàn giao nhà các dự án: Ngã 6 Bắc Ninh, 671 Hoàng Hoa Thám (HN), BT4 KĐT Đặng Xá 2, Nhà A2,3 Yên Phong.
- VGC đang trình UBND Quảng Ninh phê duyệt dự án Khu du lịch sinh thái Vân Hải 76ha, dự kiến khởi công 12/2017.

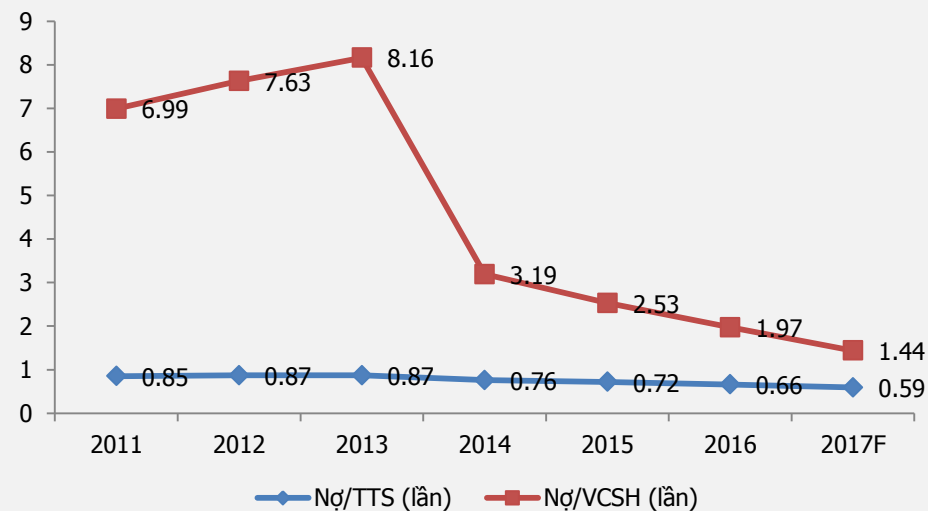
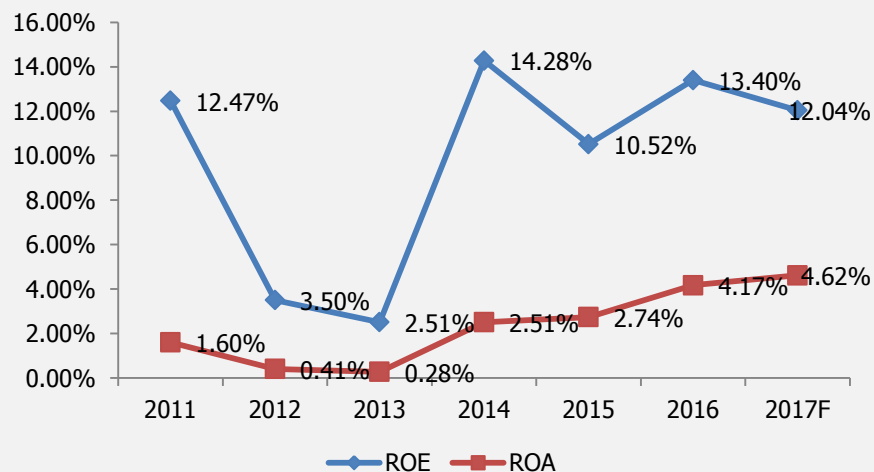
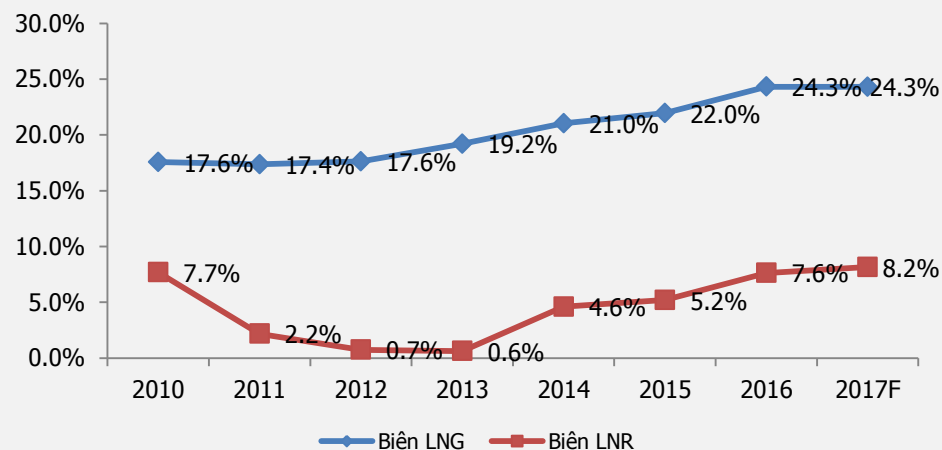
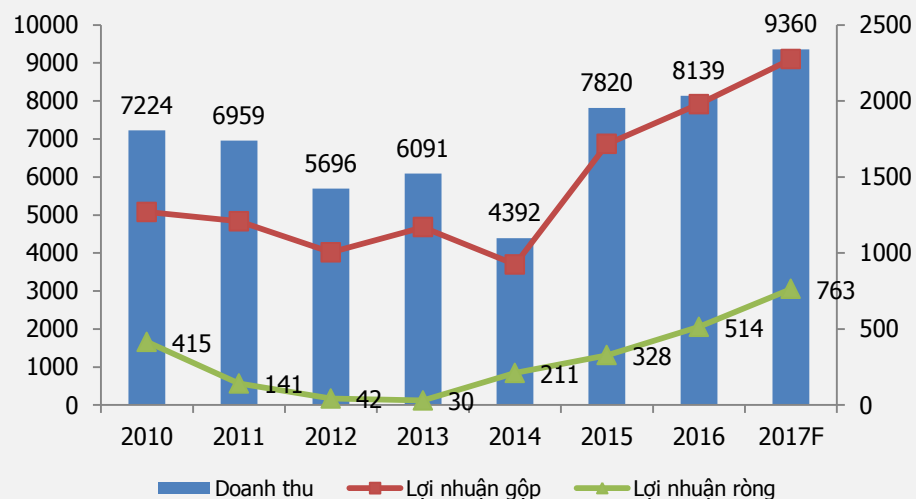


MUA – Tổng công ty Viglacera (VGC)

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Tình hình tài chính trong giai đoạn 2010-2017



Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2017

- Trong năm 2017, VGC đặt kế hoạch thận trọng với kế hoạch doanh thu đạt 8.058 tỷ đồng và kế hoạch LNTT đạt 844 tỷ đồng.
- Chúng tôi cho rằng với KQKD tăng trưởng ấn tượng trong 9 tháng đầu năm, mảng kinh doanh VLXD tiếp tục tăng trưởng tốt, mảng KCN vẫn ổn định và dòng tiền từ các khoản đầu tư vào công ty con, công ty liên kết sẽ giúp VGC hoàn thành vượt kế hoạch kinh doanh với DT dự kiến đạt 9.360 tỷ đồng và LNST đạt 763 tỷ đồng tăng lần lượt 15% và 48,4% so với thực hiện năm 2016, tương đương EPS đạt 1.786 đồng/cp (tính trên phần vốn mới 4.270 tỷ đồng).
- Năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận đạt 11.232 tỷ đồng và 921 tỷ đồng tăng lần lượt 20% và 20,7%, EPS forward 2018 đạt 2.157 đồng/cp.

Định giá cổ phiếu:

- Hiện tại, cổ phiếu VGC đang giao dịch ở mức P/E là 14,28 lần thấp hơn P/E trung bình các doanh nghiệp cùng ngành (17 lần) và P/E thị trường là (18,x lần). Mức P/E hợp lý đối với một doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao như VGC là 16 lần. Giá cổ phiếu VGC năm 2017 là 34.500 đồng/cp.
- Đánh giá khả quan dựa trên những động thái tái cơ cấu tích cực của VGC.

Phương pháp P/E	Năm 2018
EPS forward (đồng)	2.157
P/E forward (lần)	16
Giá mục tiêu (đồng)	34.500

[NGÀNH NHỰA]

Luận điểm đầu tư

AAA là một trong những doanh nghiệp sản xuất nhựa bao bì hàng đầu Việt Nam với quy mô sản xuất lớn và hệ thống nhà xưởng, máy móc hiện đại. Hơn 95% sản phẩm của AAA được dành cho xuất khẩu sang các thị trường Châu Âu, Mỹ, Nhật Bản,...

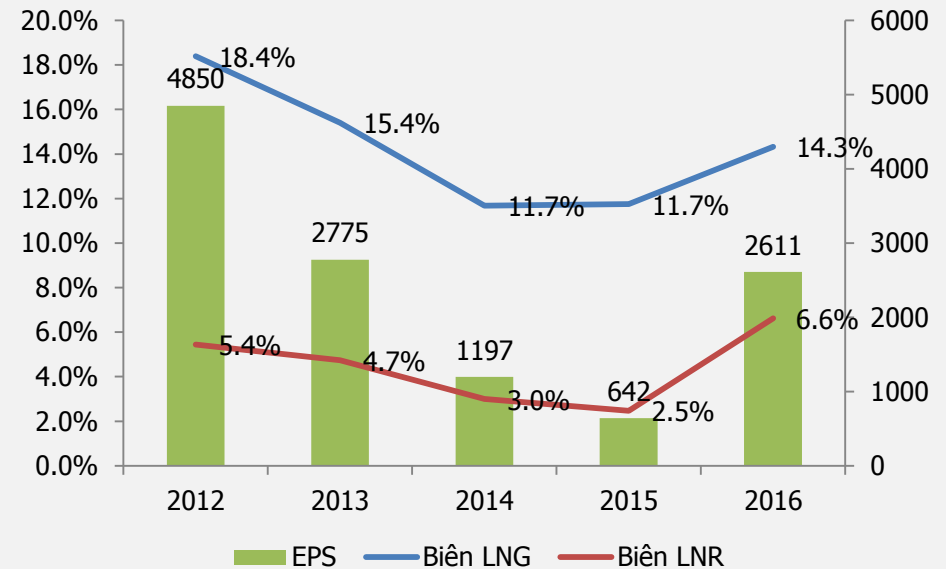
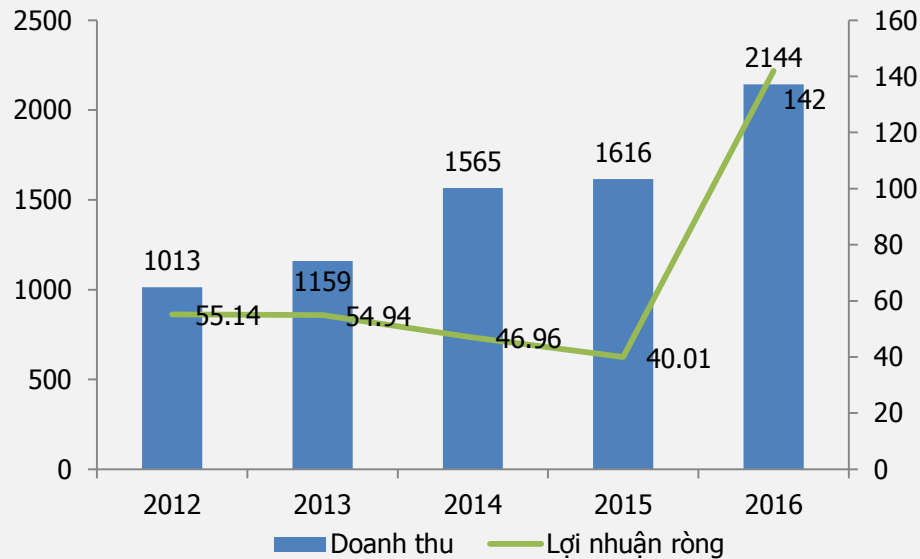
Sản phẩm của AAA đã tạo dựng được chỗ đứng trên thị trường xuất khẩu. Bao bì nhựa tự phân hủy còn là xu hướng trong tương lai nên công ty có lợi thế ở yếu tố đầu ra. Do vậy, tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của AAA rất khả quan. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ được ghi nhận trong những năm sắp tới khi các nhà máy mới đi vào hoạt động, trong khi các nhà máy cũ gần hết khấu hao.

Chúng tôi khuyên nghị Mua đối với cổ phiếu AAA với mức định giá trên cơ sở thận trọng 44.500 đồng/cp trên cơ sở:

- An Phát là DN sản xuất bao bì mỏng hàng đầu Việt Nam với nhiều năm kinh nghiệm.
- Hoạt động kinh doanh sẽ tăng trưởng mạnh khi 2 nhà máy mới đi vào hoạt động.
- Triển vọng tích cực từ thị trường xuất khẩu EU và Nhật Bản.
- 9T2017 lãi 158 tỷ đồng tăng 57% so với cùng kỳ
- Tỷ lệ chia cổ tức hấp dẫn với dự kiến 20-30% bằng tiền trong năm 2017.

Chi tiêu	2016	2017F	2018F	2019F
DTT (tỷ VNĐ)	2.144	3.300	3.500	4.000
% tăng trưởng	32,7%	53,9%	20,7%	14,3%
LNG (tỷ VNĐ)	307,04	399,15	478,98	550,83
% tăng trưởng	61,8%	30,0%	20,0%	15,0%
LNR (tỷ VNĐ)	142	220	290	330
% tăng trưởng	254,9%	54,9%	38,1%	13,8%
Biên LNG (%)	14,3%	12,1%	13,7%	13,8%
Biên LNR (%)	6,6%	6,7%	8,3%	8,3%
EPS (VNĐ)	2.611	3.713	3.469	3.759

Kết quả kinh doanh đang cải thiện rõ rệt



Sự khởi sắc của AAA đến chủ yếu từ:

- + Sự tăng trưởng mạnh mẽ trong việc xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản nhờ lợi thế cạnh tranh về chi phí so với các đối thủ Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia...
- + Nâng cao hiệu quả vận hành máy móc, đảm bảo các nhà máy hoạt động ổn định, chạy full công suất, đưa vào vận hành giai đoạn 1 của nhà máy số 6 giúp tăng sản lượng, đáp ứng nguồn đơn hàng ngày càng tăng.

Hai nhà máy mới đi vào hoạt động có thể đảm bảo tăng trưởng doanh thu bình quân 23,41%/năm trong giai đoạn 2017-2019

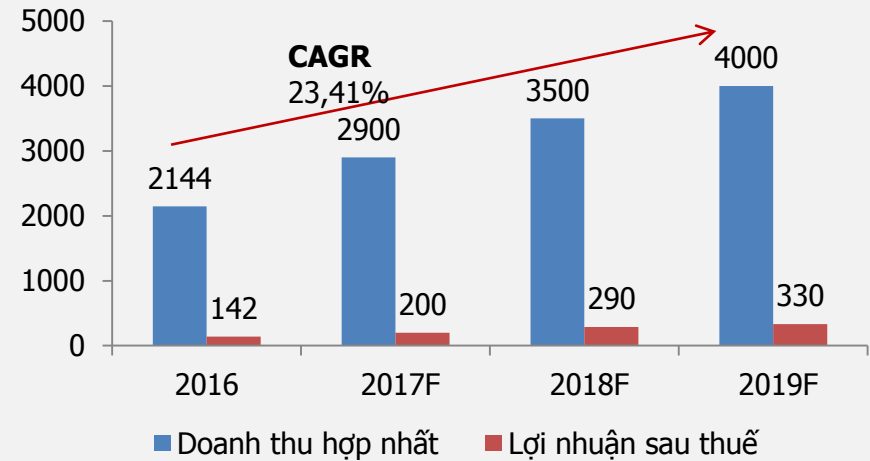
Với các dự án đang có thì AAA ước tính doanh thu năm 2017 sẽ đạt 2.900 tỷ đồng, năm 2018 đạt 3.500 tỷ đồng và năm 2019 sẽ cán mốc 4.000 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận sau thuế ước tăng trưởng bình quân 33,21%/năm, lần lượt đạt 200 tỷ đồng, 290 tỷ đồng và 330 tỷ đồng trong từng năm.

Năm 2017: Các nhà máy 1;2;3;4;5 hoạt động full công suất. Nhà máy 6A hoạt động full công suất, vận hành một phần nhà máy số 7 (5.900 tấn/tháng)

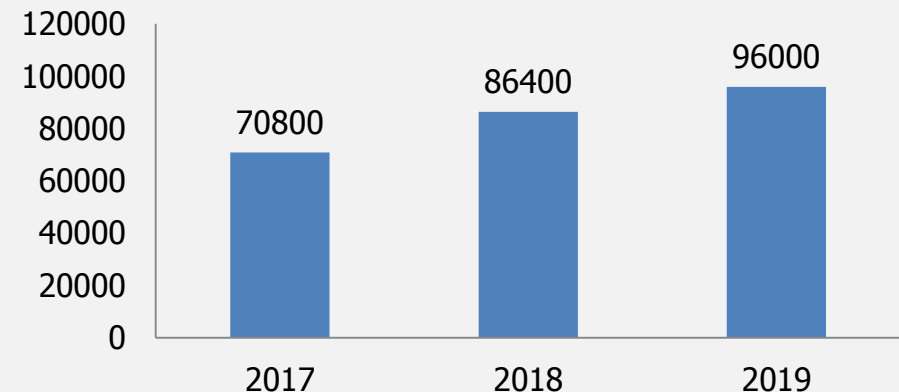
Năm 2018: Các nhà máy hoạt động full công suất. Nhà máy 6B hoạt động một phần (7.200 tấn/tháng).

Năm 2019: Các nhà máy hoạt động full công suất (8.000 tấn/tháng).

Năm 2017, AAA sẽ đầu tư 300 tỷ đồng để xây dựng nhà máy 8 phục vụ cho việc sản xuất bao bì màng phức với công suất lên đến 100 triệu mét dài/năm. Đây sẽ là bước tiến lớn của AAA trong việc mở rộng thị trường bởi nhà máy hoạt động tạo điều kiện để Công ty thâm nhập và chiếm lĩnh thị trường tiêu thụ màng phức nội địa vốn đang phụ thuộc vào các nhà máy cung cấp nước ngoài. Trong thời gian tới, Công ty lên kế hoạch xây dựng nhà máy số 9 có tổng vốn đầu tư 500 tỷ đồng, nhà máy sản xuất các loại bao bì tự hủy công suất 30.000 tấn/năm.



Kế hoạch sản lượng trong giai đoạn 2017-2019



Định giá và khuyến nghị.

Cập nhật KQKD 9T/2017:

Chỉ tiêu	9T2017	9T2016	Tăng/giảm
Doanh thu	2644,14	1476,23	79%
Giá vốn hàng bán	2290,44	1267,98	81%
Lợi nhuận gộp	353,7	208,25	70%
Doanh thu TC	22,51	20,83	8%
Chi phí tài chính	64,66	27,47	135%
Chi phí bán hàng	43,82	42,35	3%
CPQLDN	55,74	47	19%
LNTT	236,97	112,66	110%
LNST	158,05	100,69	57%

Tiềm năng tăng trưởng trong năm 2017 của AAA rất khả quan. Tăng trưởng DT và LN của công ty sẽ được ghi nhận khi các nhà máy mới đi vào hoạt động, trong khi các nhà máy cũ gần hết khấu hao. Chúng tôi dự phóng AAA sẽ hoàn thành kế hoạch đề ra với DT đạt 3.300 tỷ đồng và LNST đạt 220 tỷ đồng, tương đương EPS năm 2017 đạt 3.713 đồng/cp.

Hiện tại AAA đang giao dịch với mức P/E là 8,92 lần thấp hơn P/E các DN cùng ngành (12,22 lần) và P/E sàn HSX (hơn 17 lần). Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để định giá cổ phiếu AAA với P/E forward năm 2017 là 12 lần, giá hợp lý đối với cổ phiếu AAA là 44.500 đồng/cp. **Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua cổ phiếu AAA tại vùng giá hiện tại.**

Luận điểm đầu tư

CTCP Nhựa Bình Minh Là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành nhựa Việt Nam, có doanh thu đứng thứ 2 và lợi nhuận đứng số 1 trong ngành. BMP hiện chiếm thị phần hơn 50% thị trường miền Nam và gần 28% thị phần cả nước. Trong chiến lược phát triển của mình BMP đang thực hiện mở rộng thị trường ra miền Bắc và miền Trung với việc đầu tư nhà máy lớn tại Hưng Yên và sở hữu 30% vốn tại CTCP Nhựa Đà Nẵng.

Chúng tôi khuyến nghị Mua với cổ phiếu BMP với mức định giá 114.000 đồng/cp với mục tiêu 12 tháng trên cơ sở:

- BMP có năng lực sản xuất lớn và đang trong quá trình mở rộng.
- Tăng trưởng lợi nhuận và doanh thu nhờ nhu cầu cao từ sự phục hồi của lĩnh vực Bất động sản, cơ sở hạ tầng.
- Duy trì được thị phần lớn nhờ tận dụng được lợi thế chất lượng sản phẩm cao
- Khả năng tạo dòng tiền mạnh với tỷ lệ chi phí thấp và ít vay nợ.
- BMP duy trì trả cổ tức bằng tiền ở mức cao, từ 30%-60%/năm
- Triển vọng từ hoạt động thoái vốn của SCIC

Chỉ tiêu	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	2.792	3.309	3.800	4.180
% tăng trưởng	15,6%	18,5%	14,8%	10,0%
Lợi nhuận gộp	889,73	1.061	1.300	1.379
% tăng trưởng	33,0%	19,2%	22,5%	6,1%
Lợi nhuận ròng	519	627	560	585,2
% tăng trưởng	37,7%	20,8%	-10,7%	4,5%
Biên LNG	31,9%	32,1%	34,2%	33,0%
Biên LNR	18,6%	18,9%	14,7%	14,0%
EPS	11.412	13.787	6.841	7.149
Vốn điều lệ	454,78	454,78	818,6	818,6

Luận điểm đầu tư

□BMP Có năng lực sản xuất lớn và đang trong quá trình mở rộng:

Tổng công suất của BMP đã được tăng thêm 10.000 tấn/năm lên mức 130.000 tấn/năm nhờ các dây chuyền sản xuất mới tại ba nhà máy. Theo đó, với công suất hoạt động ước tính 70%, BMP đặt mục tiêu tiêu thụ 90.000 tấn ống nhựa vào năm 2017, tăng 14% so với năm trước. BMP cho biết có thể mở rộng tại nhà máy Long An và các dây chuyền ống nhựa chỉ mất khoảng 6 tháng để lắp đặt, cho phép doanh nghiệp tăng công suất nhanh chóng. Với nguồn tiền mặt dồi dào và không có nợ vay sẽ giúp BMP nhanh chóng tăng sản lượng một cách hiệu quả.

□Duy trì được thị phần lớn nhờ tận dụng được lợi thế chất lượng sản phẩm cao:

Một điều đáng chú ý là mặc dù nguyên liệu biến động khá mạnh trong 3 năm qua nhưng biên lợi nhuận gộp của BMP khá ổn định ở mức cao, duy trì thị phần lớn trong ngành cho thấy công ty có vị trí vững chắc nhờ khả năng bán hàng dự án tốt từ ưu thế chất lượng sản phẩm cao.

□Khả năng tạo dòng tiền mạnh với tỷ lệ chi phí thấp và ít vay nợ.

BMP có dòng tiền từ kinh doanh từ 400-500 tỷ đồng/ năm nhờ biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức cao do vị trí chi phối thị phần ống nhựa đặc biệt ở khu vực phía Nam; khả năng quản lý hàng tồn kho, quản lý các khoản phải thu tốt, chi phí quản lý thấp và đặc biệt là chi phí bán hàng được quản lý tốt vượt trội so với các đối thủ trong ngành (chi phí bán hàng của BMP là 5% so với mức 13%-15% của NTP). Tất cả những yếu tố trên giúp hoạt động kinh doanh của BMP ổn định, kéo theo chi phí vay vốn thấp và rủi ro đầu tư thấp, phù hợp với nhà đầu tư tổ chức, nhà đầu tư dài hạn.

□BMP duy trì trả cổ tức bằng tiền ở mức cao, từ 30%- 60%/năm.

Hiện nay, xét tới thị giá khá cao của cổ phiếu và vốn chủ sở hữu 2.455 tỷ đồng trên vốn điều lệ 818,6 tỷ đồng, công ty hoàn toàn đủ khả năng để thực hiện chi trả cổ phiếu thưởng trong thời gian tới. Tỷ lệ cổ tức đợt 1 năm 2017, BMP chia cổ tức tiền mặt 15%.

□Sở hữu cổ phần tại CTCP Nhựa Đà Nẵng (HNX- DPC) sẽ giúp BMP mở rộng sang khu vực miền Trung.

Việc kết hợp với đối tác cùng ngành sẽ giúp BMP có mặt bằng kinh doanh tại khu vực miền Trung. Bên cạnh đó, theo BMP, DPC đã hoạt động ổn định và xây dựng được mối quan hệ với khách hàng địa phương. Hai doanh nghiệp này từng có kế hoạch hoán đổi cổ phiếu tuy nhiên đã bị huỷ bỏ và BMP cho biết đang tìm phương án khác để M&A với DPC với mục tiêu kết hợp lâu dài với doanh nghiệp miền Trung này

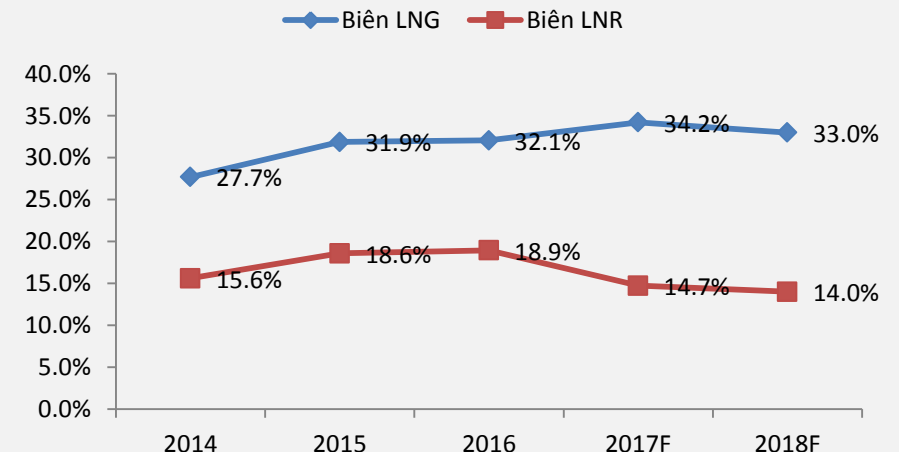
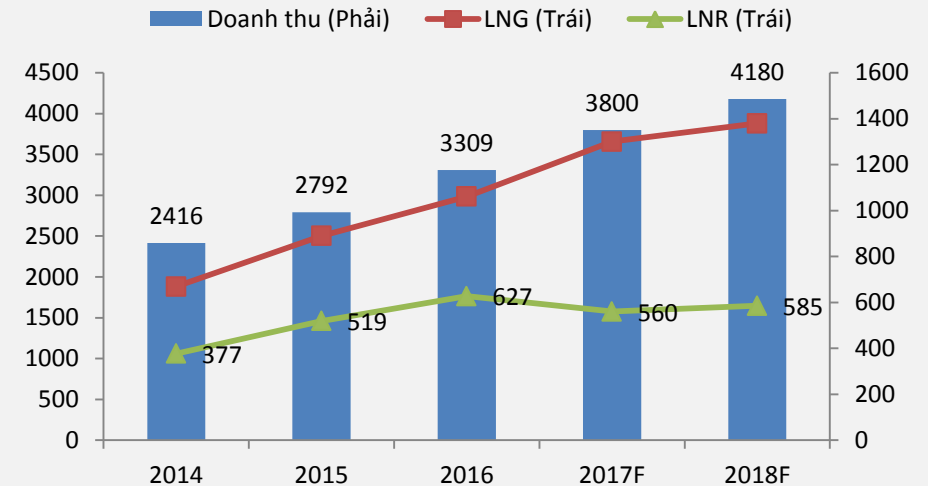
Phân tích tình hình kinh doanh

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 9T2017 lần lượt đạt 2.619 tỷ đồng (5,6% yoy) và 348 tỷ đồng (-36% yoy). KQKD 2017 suy giảm do giá hạt nhựa tăng 8,5% so với giá bình quân 2016, mức chiết khấu phổ thông tăng thêm 4%.

❖**Sản lượng tiêu thụ tăng 8% yoy, đạt 64.500 tấn.** Trong đó phụ tùng ống chiếm 15%, còn lại là ống chiếm 84%, bình xịt 1%. 9T2017 BMP bán trực tiếp cho công trình khoảng 9% tổng sản lượng ống và phụ tùng (các năm trước tỷ lệ này là 11 – 12%), nhóm công trình trong năm nay chủ yếu là dự án cấp thoát nước của Bình Dương và Vũng Tàu, giảm mạnh ở nhóm công trình căn hộ (chỉ cung cấp một lượng nhỏ cho Thuận Việt và Sala). BMP ước tính khoảng 70% sản lượng là bán cho dân dụng do đường kính nhóm này thường nhỏ hơn 200mm.

❖**Tăng chiết khấu 4% từ quý 2/2017.** Mức chiết khấu nền là 15%, tổng mức chiết khấu phổ biến là 21%-23%. Nhân dịp kỷ niệm 40 năm thành lập công ty, BMP tăng chiết khấu thêm 4% nữa (áp dụng từ 9/10 đến 16/11/2017).

❖**9T2017, giá hạt nhựa tăng 8,5% so với trung bình giá năm 2016.** Giá trong Q4 vẫn đi ngang ở mức cao từ thời điểm Q3, do đó trung bình cả năm sẽ cao hơn 8,5% so với 2016. Năm 2018, nhiều tổ chức lớn nghiên cứu chuyên sâu về đầu mỏ dự báo giá dầu Brent trung bình dao động từ 60-65 USD/thùng, cao hơn mức trung bình cả năm 2017 (55 USD/thùng). Do đó, giá PVC có thể tiếp tục duy trì ở mức cao. Điều này có thể tiếp tục tác động tiêu cực đến lợi nhuận của BMP.



Phân tích tình hình kinh doanh

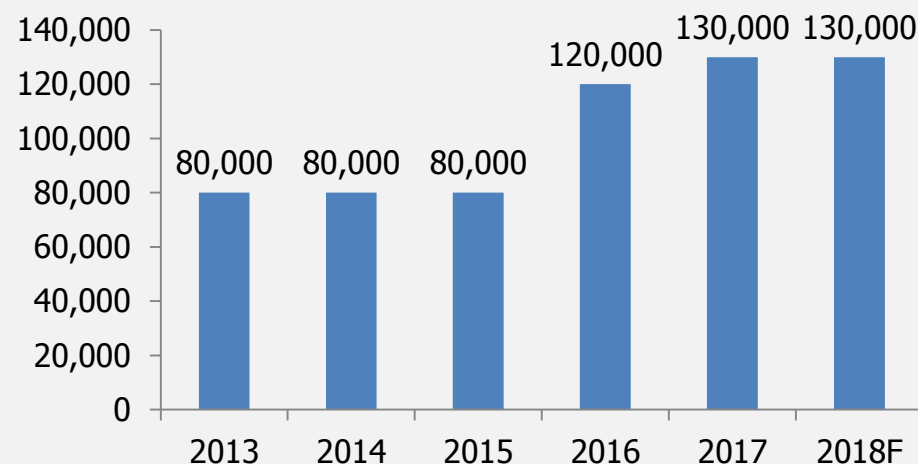
Tổng công suất của BMP đã được tăng thêm 10.000 tấn/năm lên mức 130.000 tấn/năm nhờ các dây chuyền sản xuất mới tại ba nhà máy. Theo đó, với công suất hoạt động ước tính 70%, BMP đặt mục tiêu tiêu thụ 90.000 tấn ống nhựa vào năm 2017, tăng 14% so với năm trước.

Sự phục hồi của giá dầu đã dẫn đến tăng giá nhựa PVC và HDPE, xu hướng này được dự báo tiếp tục trong năm 2018.

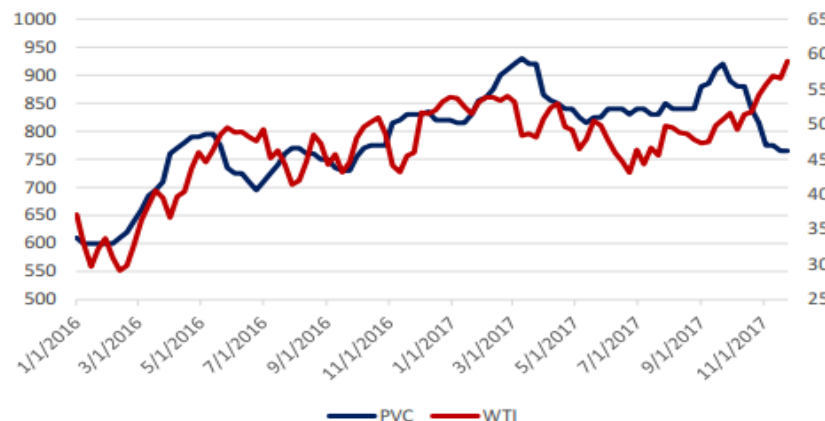
Giá đầu vào của BMP đã tăng 10% so với cùng kỳ năm trước. Điều này ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của BMP.

Tỷ suất lợi nhuận gộp hàng năm của BMP đã dao động quanh mức 30% kể từ năm 2012 nhưng gần đây đã giảm xuống dưới 25% trong 9T2017 và chúng tôi dự phóng tình trạng này sẽ kéo dài trong những năm tiếp theo.

Công suất thiết kế nhà máy (tấn/năm)



Diễn biến giá hạt nhựa PVC và giá dầu trong 11T2017



Dự phóng KQKD năm 2017 và năm 2018

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt lần lượt là 3.800 tỷ đồng (+5% yoy) và 560 tỷ đồng (-10,7% yoy) với các giả định:

- ❖ Tổng sản lượng tiêu thụ cả năm đạt khoảng 90 nghìn tấn (+10% yoy)
- ❖ Giá bán sản phẩm đầu ra không đổi. Tăng chiết khấu bổ sung 4% so với quý trước, do chạy chương trình khuyến mại
- ❖ Giá vốn hạt nhựa trong quý 4/2017 tương đương quý 3/2017. Biên LN thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh giảm còn 14%.

Dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt lần lượt là 4.180 tỷ đồng (+10% yoy) và 585 tỷ đồng (+4,5% yoy). EPS 2018 được dự báo đạt 7.149 đồng/cp. Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định:

- ❖ Sản lượng tiêu thụ năm 2018 đạt 110 nghìn tấn (+10% yoy). Giá bán sản phẩm không đổi, mức chiết khấu ở mức 15%
- ❖ Giá vốn hạt nhựa năm 2018 tăng 8% yoy làm giảm mạnh biên lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty xuống còn 14% (trung bình 2017 là 15%)

Khuyến nghị

- Ở mức giá hiện tại, BMP đang giao dịch ở mức P/E là 16 lần, một mức tương đối phù hợp với cơ bản của doanh nghiệp. Giá hợp lý đối với cổ phiếu cho năm 2018 là 114.000 đồng/cp
- Do đó, chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu BMP tại vùng giá hiện tại và chờ thời điểm công bố hoàn tất thoái vốn nhà nước, khi đó giá cổ phiếu có thể được cải thiện so với mức hiện tại.

Phương pháp P/E	Năm 2018
EPS forward (đồng)	7.149
P/E forward (lần)	16
Giá cổ phiếu (đồng)	114.000

Luận điểm đầu tư

Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (NTP) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành Nhựa Việt Nam (đứng số 1 về doanh thu và thứ 2 về lợi nhuận sau thuế). Với sản phẩm chính là ống nhựa và phụ kiện ống NTP đang chiếm khoảng 30% thị phần cả nước, tính riêng miền Bắc thì thị phần này là 70%, thực tế này cho thấy nền tảng vững chắc của doanh nghiệp trước khi thực hiện chiến lược mở rộng thị trường vào miền Trung và miền Nam.

Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ đôi với cổ phiếu NTP trên cơ sở:

- Xu hướng tăng trưởng của ngành nhựa vẫn sẽ tiếp diễn trong năm tới.
- NTP là doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn và tiếp tục có chiến lược mở rộng vào thị trường miền Trung và miền Nam
- Sản phẩm chất lượng cao, đa dạng chủng loại đáp ứng đa dạng nhu cầu
- SCIC thoái vốn sẽ giúp cổ phiếu NTP tăng tính thanh khoản trên thị trường
- Triển vọng kinh doanh khả quan trong năm 2017-2019

Chỉ tiêu	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	3556	4354	4500	4950
% tăng trưởng	18.6%	22.4%	3.4%	10%
Lợi nhuận gộp	1266	1570	1691	1782
% tăng trưởng	36.7%	24.0%	7.7%	5.4%
Lợi nhuận ròng	366	398	410	470
% tăng trưởng	12.6%	8.7%	3.0%	14.7%
Biên LNG	35,6%	36,1%	36%	36%
Biên LNR	10,3%	9,1%	9,1%	9.50%
EPS	6.284	5.83	4.589	5269
Vốn điều lệ	619,73	743,67	892.4	892.4

Luận điểm đầu tư

Xu hướng tăng trưởng của ngành nhựa vẫn sẽ tiếp diễn trong năm tới.

Ngành Nhựa là một trong những ngành công nghiệp có tăng trưởng cao nhất Việt Nam với mức tăng hàng năm từ 16% – 18%/năm. Sự tăng trưởng đó xuất phát từ thị trường rộng, tiềm năng lớn và đặc biệt là ngành nhựa Việt Nam mới chỉ ở bước đầu của sự phát triển so với thế giới. Ngoài ra, thị trường bất động sản và ngành xây dựng tiếp tục phục hồi là cơ hội tốt cho các doanh nghiệp ngành nhựa xây dựng tăng trưởng.

NTP là doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn và tiếp tục có chiến lược mở rộng vào thị trường miền Trung và miền Nam

Sở hữu 4 nhà máy với năng lực sản xuất hơn 120.000 tấn SP nhựa/năm, trong năm 2016 NTP đã tiêu thụ hơn 86.000 tấn SP nhựa đạt hiệu suất 70% năm lực sản xuất hiện có. Trong thời gian vừa qua NTP đã thực hiện di chuyển nhà máy tại Hải Phòng sang vị trí mới cũng tại Hải Phòng nhưng với diện tích lớn gấp 4 lần nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng năng lực sản xuất của DN. Dự kiến trong 3 năm tới công suất của NTP có thể tăng thêm 30% khi các kế hoạch mở rộng hoàn thành. Một ưu điểm nữa là NTP được hưởng ưu đãi thuế lớn khi mở nhà máy mới tại Nghệ An và các nhà máy dự kiến mở rộng sau này.

Hiện tại NTP đang nắm 70% thị phần ống nhựa phía Bắc, và chiếm khoảng 30% thị phần cả nước. Trong thời gian qua NTP đã dần thực hiện chiến lược mở rộng thị trường vào Miền Trung và Miền Nam với việc đưa vào vận hành nhà máy mới tại Nghệ An (100% vốn tại Công ty TNHH Nhựa Thiếu niên Tiền Phong Miền Trung và Bình Dương (37,8% CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong Miền Nam) và nhà máy Nhựa tại Lào (51% Công ty TNHH Liên doanh Nhựa Tiền Phong – SMP).

Sản phẩm chất lượng cao, đa dạng chủng loại đáp ứng đa dạng nhu cầu

Sản phẩm của công ty luôn đáp ứng tốt những yêu cầu của thị trường, nhất là phục vụ cho lĩnh vực cấp thoát nước trong các công trình công nghiệp, nông nghiệp, ngư nghiệp, giao thông vận tải, dầu khí, dân dụng. Các dòng sản phẩm chủ yếu hiện nay bao gồm: ống u.PVC và phụ tùng u.PVC, ống PPR và phụ tùng PPR, ống HDPE và phụ tùng HDPE, ống và phụ tùng luồn dây điện,...

Luận điểm đầu tư

SCIC thoái vốn sẽ giúp cổ phiếu NTP tăng tính thanh khoản trên thị trường

- NTP là doanh nghiệp nằm trong nhóm thoái vốn của SCIC. Hiện tại SCIC đang nắm giữ 37,1% vốn tại NTP và theo kế hoạch thoái vốn nhà nước thì đơn vị này sẽ thoái phần vốn này trong thời gian tới. SCIC thoái vốn sẽ giúp cổ phiếu NTP tăng tính thanh khoản trên thị trường và trong dài hạn kỳ vọng sẽ giúp thay đổi phương pháp quản trị doanh nghiệp của NTP. Ngoài ra trong các doanh nghiệp nằm trong lộ trình thoái vốn của SCIC, NTP đang có mức định giá tương đối hấp dẫn.

Triển vọng khả quan trong năm 2017-2019

- Trong năm 2017, mảng nhựa tiếp tục là lĩnh vực đóng góp doanh thu và lợi nhuận chính cho NTP. Trong khi đó, lĩnh vực bất động sản chưa thể đóng góp cho doanh thu và lợi nhuận của công ty. Theo kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2017 của NTP, công ty đặt ra kế hoạch tiêu thụ 95.000 tấn sản phẩm các loại, doanh thu đạt 4.880 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 455 tỷ đồng.
- Để phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng, hiện nay tại phía Bắc Việt Nam, Công ty đã xây dựng nhà xưởng và chuyển đổi dần địa điểm sản xuất từ số 2 An Đà, Tp. Hải Phòng sang phường Hưng Đạo quận Dương Kinh, thành phố Hải Phòng trên diện tích sản xuất mới rộng 13,6 ha, gấp hơn 4 lần diện tích sản xuất cũ. Cùng với việc đầu tư mở rộng nhà xưởng một cách quy mô, hệ thống thiết bị của Nhựa Tiền Phong cũng được đầu tư thêm đáp ứng quy mô sản xuất tăng lên. Toàn bộ khu nhà xưởng mới cùng với hệ thống thiết bị đầu tư mở rộng sẽ đạt giá trị hàng chục triệu USD. Mục tiêu đầu tư của Nhựa Tiền Phong nhằm đáp ứng cho chiến lược phát triển cao về quy mô và sản lượng sản xuất, tăng sức cạnh tranh trên thị trường sản phẩm tại Việt Nam và các nước trong khu vực.
- Trên cơ sở KQKD khả quan trong 9 tháng đầu năm cũng như việc luôn hoàn thành kế hoạch kinh doanh trong những năm trước đây, chúng tôi dự phóng NTP có thể đạt hơn 4.500 tỷ đồng doanh thu và 410 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tương đương EPS forward 2017 dự kiến đạt 4.589 đồng/cp, duy trì biên lợi nhuận ròng hơn 9,1% trong năm 2017, chúng tôi dự kiến mức tăng trưởng của NTP sẽ cao hơn trong các năm tiếp theo khi các kế hoạch mở rộng sản xuất hoàn thành, có thể đạt tốc độ 10% - 20% trong giai đoạn 2018 – 2019. Lợi nhuận sau thuế năm 2018 dự phóng đạt 470 tỷ đồng, EPS năm 2018 đạt 5.269 đồng/cp.

Định giá và khuyến nghị năm giữ cổ phiếu

- Trong các doanh nghiệp nằm trong lộ trình thoái vốn của SCIC, NTP đang có mức định giá tương đối hấp dẫn. Với vị thế hàng đầu trong ngành nhựa, chúng tôi cho rằng mức P/E của NTP hiện tại vẫn đang ở mức tương đối hấp dẫn so với trung bình các doanh nghiệp cùng khu vực (18,95 lần), trong khi ngành nhựa vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Theo đó, với EPS ước tính năm 2018 là 5.269 đồng/cp, giá hợp lý của NTP khoảng 78.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E là 15 lần.

Mã	Tên doanh nghiệp	P/E	P/B
INTP IJ Equity	INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA	30,28	3,00
SMGR IJ Equity	SEMEN INDONESIA PERSERO TBK	17,63	2,28
BRPT IJ Equity	BARITO PACIFIC TBK PT	13,52	2,21
WSBP IJ Equity	WASKITA BETON PRECAST TBK PT	10,64	1,28
BMP VN Equity	BINH MINH PLASTICS JSC	12,57	2,74
NTP VN Equity	TIEN PHONG PLASTIC JSC	15,90	3,32
WTON IJ Equity	WIJAYA KARYA BETON TBK PT	18,03	1,97
DSNG IJ Equity	DHARMA SATYA NUSANTARA PT	9,12	1,57
TOTO IJ Equity	SURYA TOTO INDONESIA PT	30,22	2,65
6367 JP Equity	DAIKIN INDUSTRIES LTD	22,42	2,98
ARNA IJ Equity	ARWANA CITRAMULIA TBK PT	28,70	3,22
AMFG IJ Equity	ASAHIMAS FLAT GLASS TBK PT	18,35	0,79
Trung bình		18,95	2,33

Rủi ro đối với doanh nghiệp.

- Công ty gặp phải sự cạnh tranh ngày càng khốc liệt từ các đối thủ, không chỉ là các doanh nghiệp trong nước mà các doanh nghiệp nước ngoài cũng đang tìm cách tiếp cận thị trường Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp của Thái Lan.
- Nguồn cung nguyên liệu của Công ty vẫn còn phụ thuộc nhiều vào nước ngoài, vì vậy rủi ro đến từ tỷ giá là không thể tránh khỏi. Công ty phải dự trữ một lượng lớn nhựa nguyên liệu cho việc dự phòng biến động về giá và chính sách thuế quan. Giá vốn hàng bán vẫn duy trì ở mức cao so với doanh thu.

[NGÀNH PHÂN BÓN]

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ NGÀNH PHÂN BÓN 2018

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Tổng quan ngành Phân bón:

- Định hướng ưu đãi phát triển nông nghiệp của Chính phủ (thuế, lãi vay, gói hỗ trợ tín dụng 60.000 tỷ đồng)
- Nhu cầu phân bón tăng cao cả trong và ngoài nước
- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm
- Hưởng lợi từ chính sách mới: giảm thuế GTGT

Top pick

BFC: Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng tốt từ nhu cầu phân bón chất lượng tăng cao cả trong nước và các thị trường xuất khẩu. Hiệu quả kinh doanh cao trên quy mô vốn vừa phải, thị phần ngày càng gia tăng nhờ có chiến lược đầu tư hợp lý.

Một số doanh nghiệp sản xuất NPK chính

Doanh nghiệp	Công suất
Supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao (LAS)	750.000 tấn/năm
Phân bón Bình Điền	600.000 tấn/năm
Phân bón miền Nam	800.000 tấn/năm
Phân bón Việt Nhật	350.000 tấn/năm
Phân bón hóa chất Cần Thơ	300.000 tấn/năm
Phân lân nung chảy Ninh Bình (NFC)	150.000 tấn/năm
Phân lân nung chảy Văn Điển (VAF)	150.000 tấn/năm

Danh sách nhà máy sản xuất urea

Nhà máy	Công suất	Năm hoạt động
Đạm Phú Mỹ	800,000	2003
Đạm Cà Mau	800,000	2012
Đạm Hà Bắc	500,000	1965 (mở rộng 2015)
Đạm Ninh Bình	560,000	2012

Các doanh nghiệp sản xuất phân lân

Doanh nghiệp	Công suất
Supe lân	
Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao (LAS)	750.000 tấn/năm
Phân bón miền Nam (SFG)	200.000 tấn/năm
Supe Lân Apromaco Lào Cai	200.000 tấn/năm
Phân lân nung chảy	
Phân lân nung chảy Văn Điển (VAF)	300.000 tấn/năm
Phân lân nung chảy Ninh Bình (NFC)	300.000 tấn/năm
Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao (LAS)	300.000 tấn/năm

Luận điểm đầu tư

BFC là doanh nghiệp chiếm thị phần hàng đầu Việt Nam về phân bón hỗn hợp NPK, đặc biệt là khu vực miền Nam (28%), thị phần miền Trung và miền Bắc đều khoảng 10%.. Trong đó, nổi tiếng nhất là thương hiệu phân bón Thương hiệu Đầu Trâu đã gắn bó với người nông dân trong suốt thời gian dài. Các sản phẩm của Công ty được phân phối rộng rãi khắp cả nước và còn xuất khẩu sang một số nước trong khu vực: Lào, Campuchia, Myanmar...

Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ đối với cổ phiếu BFC của Công ty Cổ phần Phân bón Bình Điền với mức định giá trên cơ sở thận trọng 40.600 đồng/cp trên cơ sở:

- BFC là doanh nghiệp phân bón NPK hàng đầu Việt Nam với thương hiệu nổi tiếng phân bón Đầu Trâu.
- Thị trường khu vực miền Bắc và thị trường xuất khẩu đang phát triển khá tốt.
- Nhà máy Bình Điền - Ninh Bình đi vào hoạt động tạo nền tảng cho BFC mở rộng thị phần tại KV Miền Bắc.
- 9T2017 lãi ròng 280 tỷ đồng, tăng 9,6% so với cùng kỳ, hoàn thành 99% kế hoạch
- BFC luôn duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao trong những năm gần đây.

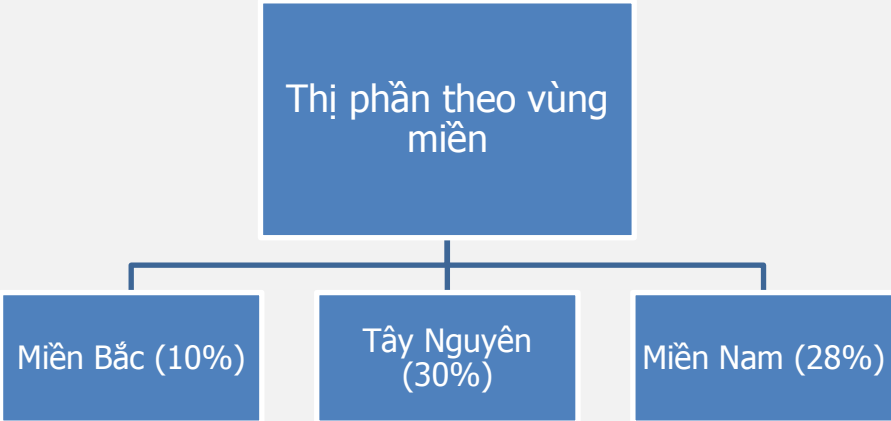
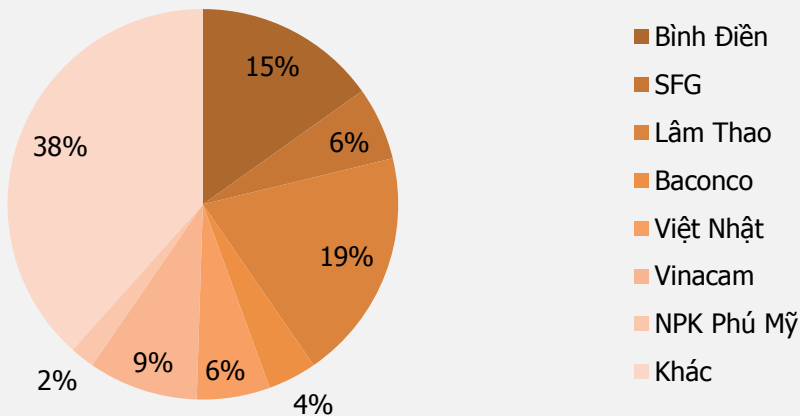


Chỉ tiêu	2015	2016	2017F	2018F
DTT (tỷ VNĐ)	6.037	5.943	6.800	7.820
% tăng trưởng	-5,3%	-1,56%	14,42%	15%
LNG (tỷ VNĐ)	759,5	904	990	1.189
% tăng trưởng	11,6%	19,03%	9,51%	20,1%
LNR (tỷ VNĐ)	229	277	320	387
% tăng trưởng	0,0%	20,96%	15,52%	21,0%
Biên LNG (%)	12,6%	15,21%	14,56%	15,20%
Biên LNR (%)	3,8%	4,66%	4,71%	4,95%
EPS (VNĐ)	4.326	4.845	5.087	6.771
Cổ tức tiền mặt	3.000	3.000	2.500	

Vị thế vững chắc trong ngành phân bón NPK

- Trong số các doanh nghiệp cùng ngành, BFC có vị thế vững chắc và thị phần ổn định nhờ lịch sử hoạt động lâu năm. Sản phẩm NPK hàm lượng cao mang thương hiệu “Đầu Trâu” được doanh nghiệp đầu tư và phát triển thương hiệu trong thời gian dài, đã trở thành hạt nhân chính cho hoạt động phát triển kinh doanh giai đoạn sau này.

Thị phần NPK của các công ty trong nước



- Với lợi thế hoạt động lâu năm ở khu vực phía Nam và Tây Nguyên, Bình Điền sở hữu lần lượt 28% và 30% thị phần tại hai thị trường chủ lực này. Thị trường miền Bắc, do điều kiện vận chuyển và phân phối sản phẩm không thuận lợi, công ty hiện chỉ chiếm 10% thị phần NPK. Tuy nhiên, với việc nhà máy sản xuất Phân bón Bình Điền- Ninh Bình có công suất 400.000 tấn/năm được đưa vào hoạt động sẽ giúp BFC có thể phục vụ cho cả thị trường rộng lớn phía Bắc.

Bước đi chiến lược vào thị trường miền Bắc...

- Việc đưa vào hoạt động của nhà máy Bình Điền Ninh Bình giai đoạn 1 (vào tháng 10/2015) đánh dấu bước đi quan trọng trong chiến lược vào thị trường này của BFC. Nhà máy Bình Điền Ninh Bình còn giúp BFC giảm bớt chi phí vận chuyển và chi phí thuế TNDN do trong 2 năm đầu, nhà máy này được miễn hoàn toàn thuế TNDN, và trong 2 năm tiếp theo được giảm 50% thuế TNDN.

Hình ảnh nhà máy Bình Điền Ninh Bình



Sản phẩm đạm Đầu Trâu

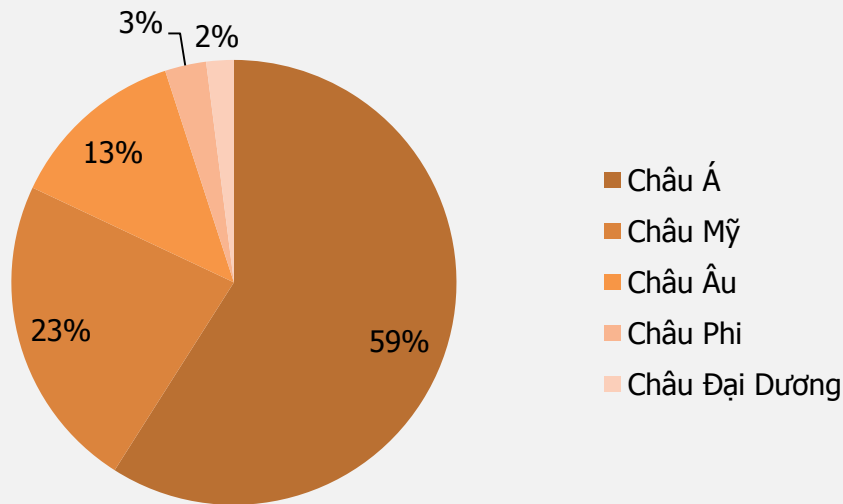


- Nhà máy có công suất thiết kế là 400.000 tấn/năm với tổng vốn đầu tư vào khoảng 500 tỷ.
 - + **Giai đoạn 1:** Thực hiện xây dựng nhà máy sản xuất phân bón NPK và phân trộn, công suất 200.000 tấn/năm, với vốn đầu tư 350 tỷ.
 - + **Giai đoạn 2:** Thực hiện xây dựng tiếp nhà máy sản xuất phân bón NPK và phân khoáng hữu cơ, công suất 200.000 tấn/năm, với vốn đầu tư 145 tỷ.

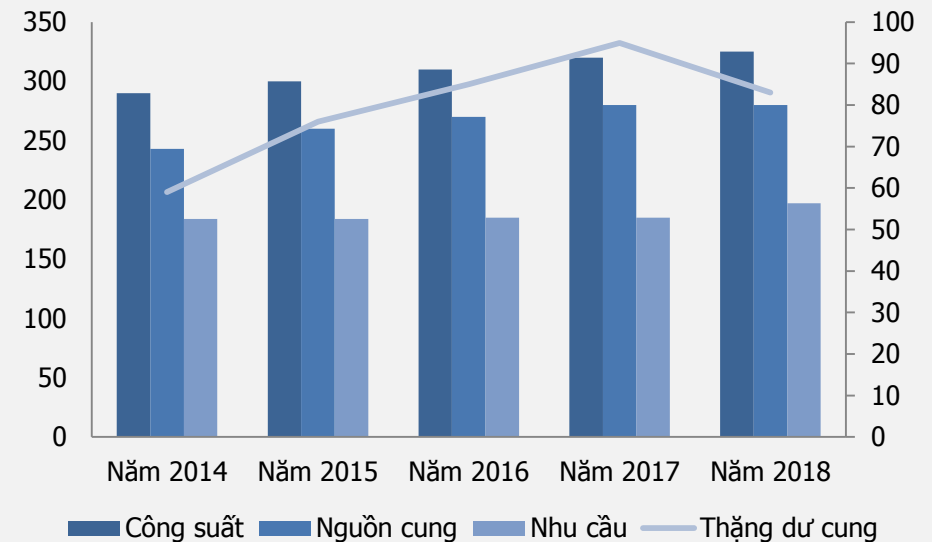
Thị trường xuất khẩu tiếp tục khả quan

- Thị trường mục tiêu được doanh nghiệp hướng tới là các nước trong khu vực Đông Nam Á với diện tích đất nông nghiệp lớn và nhu cầu phân bón các loại cao như Campuchia, Myanmar, Lào và Thái Lan. Trong đó, hệ thống phân phối tại Campuchia đã hoạt động hơn 10 năm qua thông qua cổ đông chiến lược là tập đoàn Yealtk.

Tỷ trọng nhu cầu phân bón theo khu vực



Cung cầu phân bón thế giới

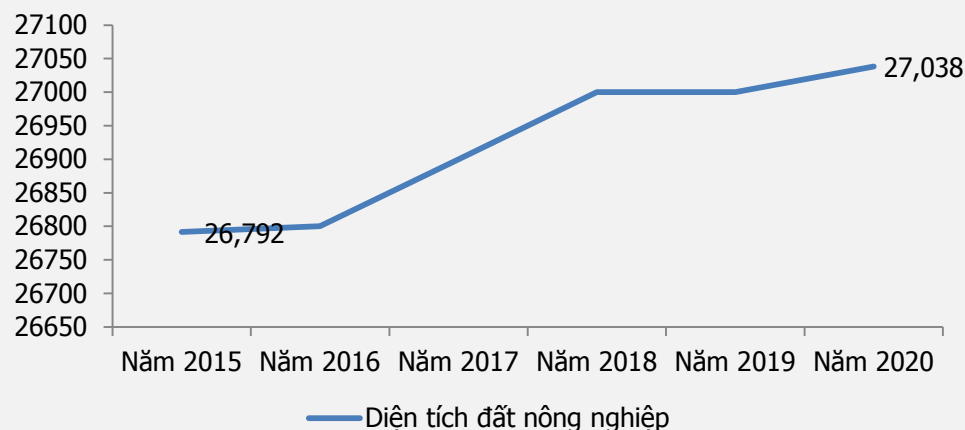


- Nhu cầu phân bón thế giới niên vụ 2014 – 2015 tăng 3,1% so với cùng kỳ năm trước và ước đạt 184 triệu tấn (tính theo lượng dinh dưỡng). Việc gia tăng lượng giao dịch và nhu cầu tiêu thụ đã thúc đẩy sản lượng sản xuất của các nhà máy phân bón trên thế giới. Cũng theo ước tính của IFA, sản lượng phân bón năm 2014 đạt 243 triệu tấn các loại, tăng 2,6% so với năm 2013 và đạt 85% công suất của các nhà máy toàn cầu. **Như vậy, tổng sản lượng phân bón toàn cầu dư khoảng 59 triệu tấn. Xu hướng này của ngành phân bón sẽ tiếp tục diễn ra cho đến năm 2018 khi nhu cầu và nguồn cung phân bón dự báo sẽ ở mức 197 triệu tấn và 280 triệu tấn, thặng dư cung ở mức 83 triệu tấn, tăng 40% so với năm 2014.**

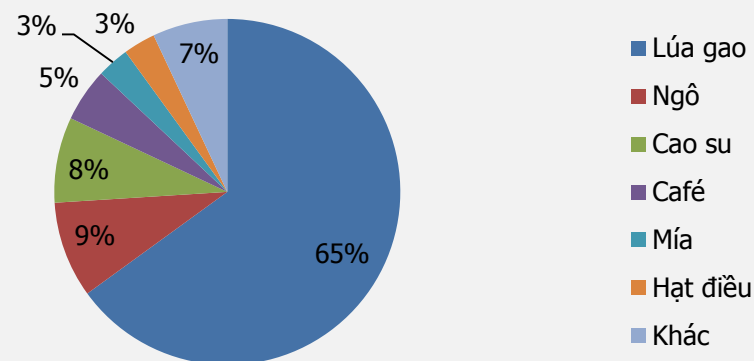
Nhu cầu sử dụng phân bón trong nước tăng

Đến năm 2020 diện tích nhóm đất nông nghiệp là 27.038,09 nghìn hecta (năm 2015, tổng diện tích các loại đất trong nhóm đất nông nghiệp là 26.791,58 nghìn hecta), tăng 306,33 nghìn hecta

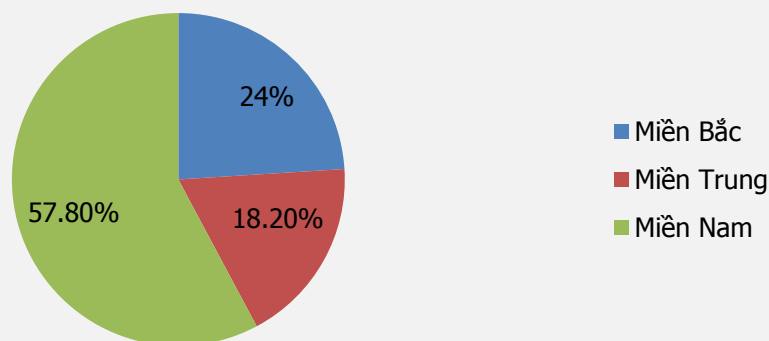
Diện tích đất nông nghiệp (ha)



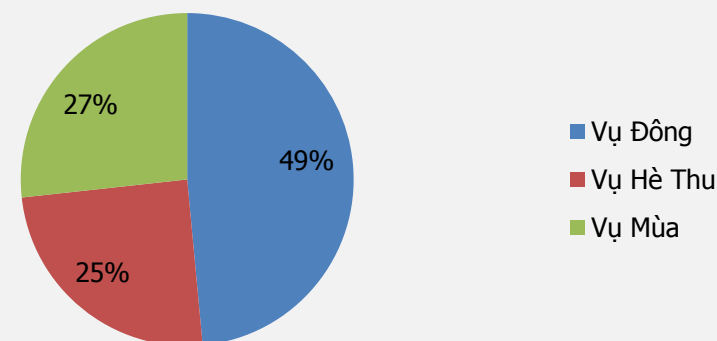
Nhu cầu phân bón theo cây trồng



Nhu cầu phân bón theo khu vực

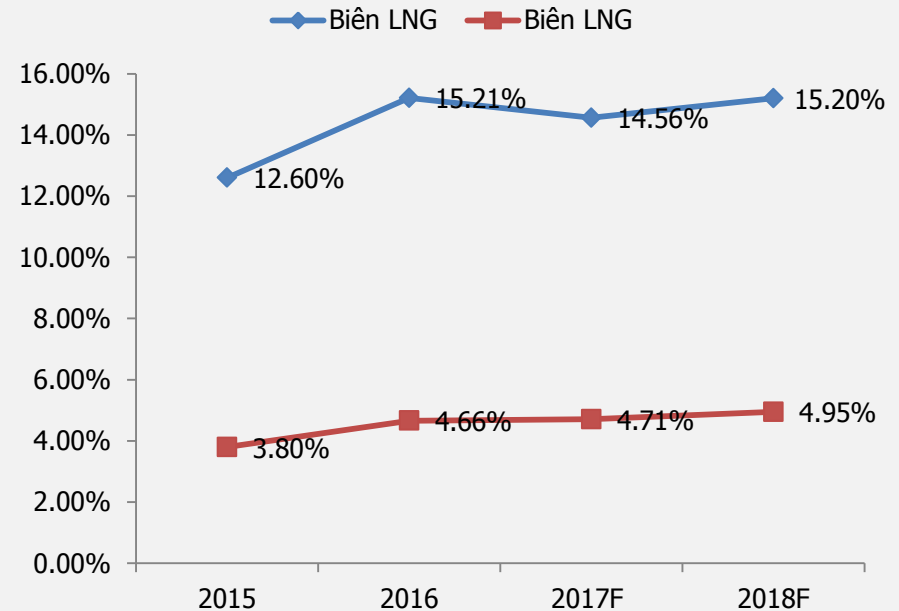
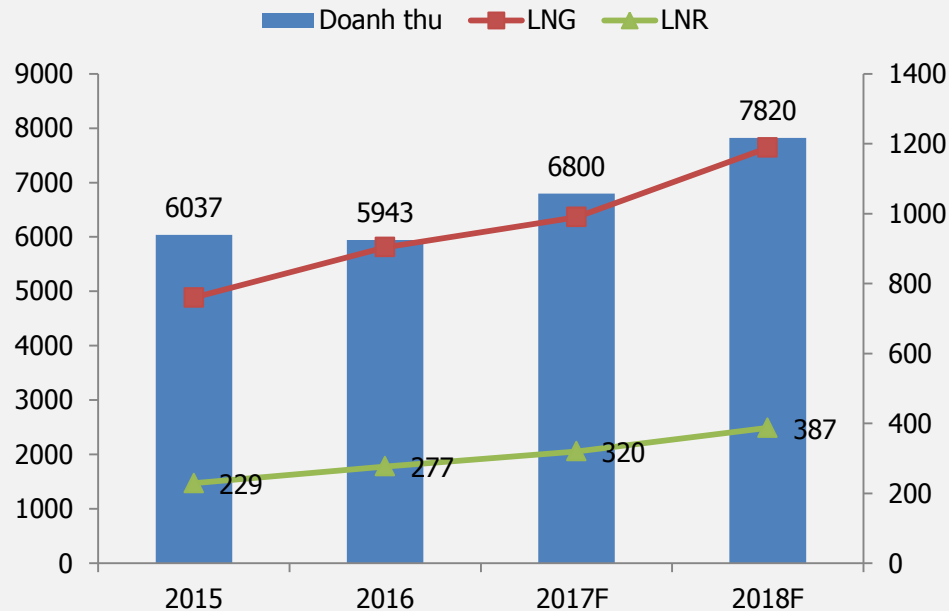


Nhu cầu phân bón theo mùa vụ



Định giá và khuyến nghị

Năm 2017, với việc nhà máy phân bón Bình Điền Ninh Bình đi vào hoạt động ổn định và nhu cầu phân bón trong nước cũng như khu vực tăng lên, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NPK năm 2017 sẽ đạt 680.000 tấn, tăng 9% so với thực hiện năm 2016. Theo đó, dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ tăng trưởng lần lượt 14,42% và 15,52% so với năm 2016, đạt tương ứng 6.800 tỷ đồng và 320 tỷ đồng, EPS forward đạt 5.087 đồng/cp. Năm 2018, doanh thu dự kiến tiếp tục tăng trưởng 15% lên 7.820 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 387 tỷ đồng, EPS forward đạt 6.771 đồng/cp



Hiện tại, cổ phiếu BFC đang giao dịch ở mức P/E là 6,33 lần, thấp hơn nhiều so với P/E các doanh nghiệp cùng ngành (9,67 lần) và P/E thị trường (17,9x lần). Giá hợp lý đối với cổ phiếu BFC năm 2018 là 40.600 đồng/cp tương đương mức P/E hiện tại. **Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu tại vùng giá hiện tại.**

[NGÀNH BÁN LẺ & HÀNG TIÊU DÙNG]

Luận điểm đầu tư

- **Dienmayxanh.com sẽ là đầu kéo tăng trưởng cho MWG** trong giai đoạn 2017 – 2018. Dự kiến trong năm Dienmayxanh sẽ gia tăng thị phần lên mức 30% bằng việc mở rộng khoảng 60 cửa hàng Dienmayxanh và 230 cửa hàng Mini Dienmayxanh. Doanh thu chuỗi Dienmayxanh.com ước tính đạt 28.900 tỷ đồng, tăng 110,9% so với cùng kỳ.
- **Bachhoaxanh đang trong giai đoạn thử nghiệm mang tính quyết định** để biết rằng có thể tạo ra lợi nhuận. Kỳ vọng sau khi thành công vào cuối năm 2017, MWG sẽ mở rộng nhanh chóng song song trên cả 63 tỉnh thành. Từ đó, Bachhoaxanh sẽ mở ra cho MWG một cơ hội tăng trưởng mạnh trong dài hạn khi tổng quy mô của thị trường bán lẻ bách hóa khoảng 1.4 triệu tỷ VND.
- **Dự phóng cả năm 2017, doanh thu và lợi nhuận của MWG lần lượt đạt** 66,537 tỷ đồng (+49.14% YoY) và 2,366 tỷ đồng (+50.0% YoY). EPS forward cả năm 2017 tương ứng đạt 7,700 đồng. Với mức EPS này, MWG hiện tại đang giao dịch với mức P/E forward là 11.2 lần.

Key data (08.2017)	VND
Price	132,600
End-2018 Target Price	179,400
Upside	35.3%
Market cap (VND bn)	40,778
Total foreign room (%)	49%
Current foreign room (%)	0%

VND	2016A	2017E	2018E
EPS	5,127	7,700	10,700
EPS growth	47.8%	50.0%	40.0%
ROE	49.9%	49.2%	46.7%
P/E	20.9x	17.2x	12.4x
Cash dividend		NA	NA

Source: MBS Research

Giai đoạn 1

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

Biên lợi nhuận gộp 5%

Giai đoạn 2

Phát triển cụm BHX
Khả năng phân phối
Quản lý tồn kho
Khả năng mở rộng
...
200 – 250 cửa hàng

Biên lợi nhuận gộp 13-15%

Giai đoạn 3

Mở rộng

>1000 cửa hàng

Biên lợi nhuận gộp 17-19%

Source: MBS Research

Dự phóng lợi nhuận đến 2020

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
Net Revenue	44,613	66,537	94,605	133,623	172,750
<i>Growth</i>	77%	49%	42%	41%	29%
Gross Profit	7,214	11,234	16,211	23,363	30,587
Selling Expense	4,288	6,840	9,943	14,079	17,805
G&A Expense	935	1,331	1,892	2,672	3,455
EBIT	1,992	3,063	4,376	6,612	9,327
Financial Income	80	80	80	80	80
Financial Expense	120	240	267	342	361
EBT	2,006	2,958	4,244	6,405	9,101
Net income	1,577	2,366	3,395	5,124	7,281
<i>Growth</i>	47%	50%	43%	51%	42%
EPS	5,127	7,692	10,716	16,011	22,526
<i>Gross Margin</i>	16.2%	16.9%	17.1%	17.5%	17.7%
<i>Net Margin</i>	3.5%	3.6%	3.6%	3.8%	4.2%

Luận điểm đầu tư

- **Dư địa tăng trưởng rộng cho thị trường chuỗi trang sức.** Riêng trong 1H.2017, thị trường vàng trang sức Việt Nam đã tăng trưởng lần lượt 4.3% và 2.5% về giá trị lẫn khối lượng. Đồng thời, khoảng trống thị trường rất tốt để các chuỗi kim hoàn gia tăng thị phần bằng những lợi thế vượt trội khi tỷ lệ các cửa hàng mom & pop vẫn chiếm tỷ trọng cao đến 80%.
- **Lợi thế cạnh tranh: nhà máy chế tác và hệ thống bán lẻ.** PNJ là doanh nghiệp kim hoàn hiếm hoi sở hữu hệ thống bán lẻ lớn cùng với xí nghiệp chế tác tạo ra một lợi thế cạnh tranh khác biệt so với các đối thủ. Đồng thời, PNJ đẩy mạnh bán lẻ các dòng sản phẩm trung cao cấp và nâng cấp hệ thống ERP giúp quản lý tốt chuỗi cung ứng. Điều này giúp ba chỉ số Tăng trưởng, ROE và Biên lợi nhuận gộp cùng lúc ở mức khá cao.
- Công ty mở rộng chuỗi bán lẻ (đóng góp gần 84% lợi nhuận gộp), cuối năm 2017 ước tính sẽ đạt 270 – 280 cửa hàng. Ước tính doanh thu và lợi nhuận của PNJ trong năm 2018 lần lượt là 11,722 tỷ đồng (+13.4% YoY) và 978 tỷ đồng (+39% YoY). Các cửa hàng mở mới sẽ cao hơn và đạt khoảng 50 cửa hàng từ T10.2017 đến T4.2018. Các cửa hàng này sẽ tiếp tục kéo theo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho PNJ trong thời điểm cuối 2018 và cả năm 2019.
- Mức EPS forward 2018 của PNJ dự phóng đạt 9,000 đồng, với định giá cổ phiếu PNJ là 141,000 đồng vào thời điểm 2018 thì tỷ số P/E tương ứng với mức 15.7 lần.

Key data (11.2017)	VND
Price	121.400
End-2018 Target Price	141.000
Upside	16%
Market cap (VND bn)	13,123.5
Total foreign room (%)	49%
Current foreign room (%)	49%

VND	2016A	2017E	2018E
EPS	4,584	6,496	9,043
EPS growth	240%	41%	39%
ROE	31%	32%	30%
P/E	26.5x	18.7x	13.4x
Cash dividend	20%	18%	NA

Nguồn: MBS Research

Dự phóng lợi nhuận:

Tỷ VND	2015	2016	2017E	2018E
Doanh thu thuần	7,708	8,565	10,351	11,722
Giá vốn hàng bán	6,538	7,153	8,536	9,435
Lợi nhuận gộp	1,170	1,411	1,816	2,287
Chi phí bán hàng	424	554	725	844
Chi phí QLDN	118	133	163	184
EBIT	629	724	928	1,259
Doanh thu tài chính	1	5	8	15
Chi phí tài chính	431	182	64	52
Lợi nhuận khác	(3)	43	6	-
Lãi ròng	152	450	702	978
EPS (VND)	1,347	4,584	6,496	9,043

Nguồn: MBS Research

[NGÀNH THÉP: HPG]

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 12 tháng là 55.560 VND (+35.5% upside) Dựa trên quan điểm sau:

- Tiêu thụ thép năm 2017 của HPG tiếp tục khả quan. Hiện tại, HPG đã chạy hết công suất. HPG tiếp tục củng cố thị phần của mình trong mảng thép xây dựng và ống thép
- Dự án Hòa Phát Dung Quất sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2018 giải quyết bài toán công suất cho HPG, tăng gấp đôi công suất thép xây dựng hiện tại.
- Diễn biến giá thép và giá NVL hiện tại đang hỗ trợ hoạt động của các doanh nghiệp thép
- HPG sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận Marandin garden 2 vào năm 2018. Ngoài ra, mảng Tôn mạ bắt đầu đóng góp lợi nhuận.
- Hiệu quả hoạt động của HPG hiện tại vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khu vực khi mức định giá thấp hơn hẳn.

Chúng tôi dự phóng LNST năm 2017 và 2018 lần lượt là 7.113 tỷ và 8.483 tỷ.

- HPG đang giao dịch với mức forward PE 2017 và 2018 lần lượt là 8.53 lần và 7.15 lần.

Key data (28.11.2017)	VND
Giá	41.000
Giá mục tiêu	55.560
Upside	35.5%
Cổ tức tiền	1.500
Tỷ lệ cổ tức	3.7%
Vốn hóa (Tỷ VND)	59.000
Foreign owned (%)	40.06%
Current foreign room	49%

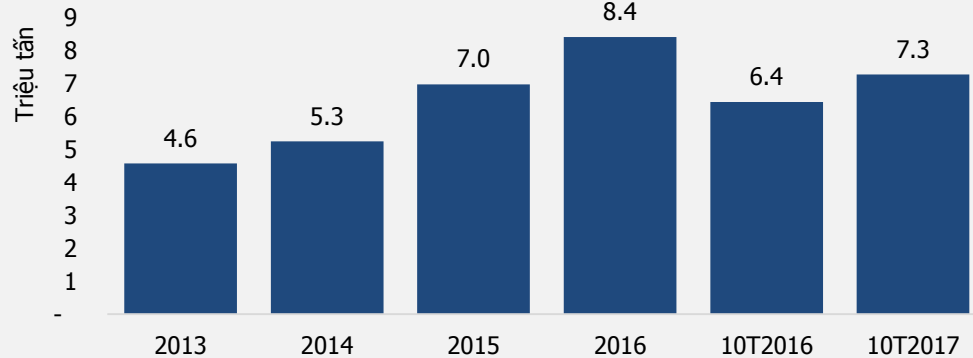
	2016	2017F	2018F
Doanh thu	33,283	45,350	62,050
LNST	6,606	7,113	8,483
EPS (VND)	7,833	4,689	5,592
PE (Lần)		8.53	7.15

Source: MBS Research

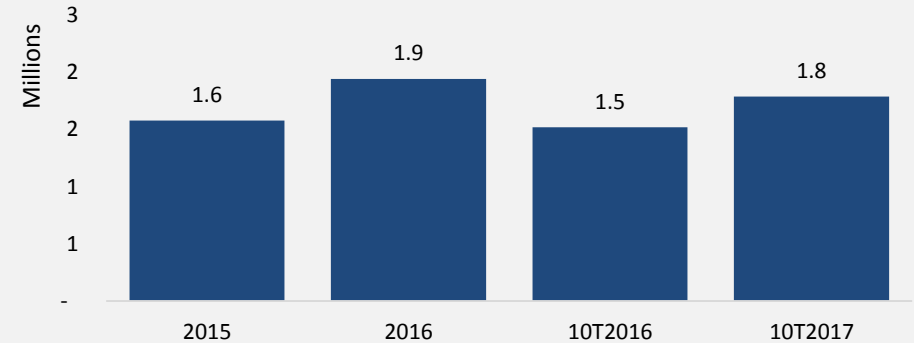
Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng gia tăng mạnh mẽ

- Theo số liệu VSA, tiêu thụ thép xây dựng tính đến 10 tháng 2017 tăng trưởng 13% YoY, tiêu thụ ống thép tăng trưởng 17% YoY
- Sản lượng tiêu thụ thép của Hòa Phát 10 tháng đầu năm khả quan với sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng trưởng 25% yoy. Dự kiến năm 2017, HPG có thể tiêu thụ 2.100.000 tấn thép xây dựng

Tiêu thụ thép xây dựng

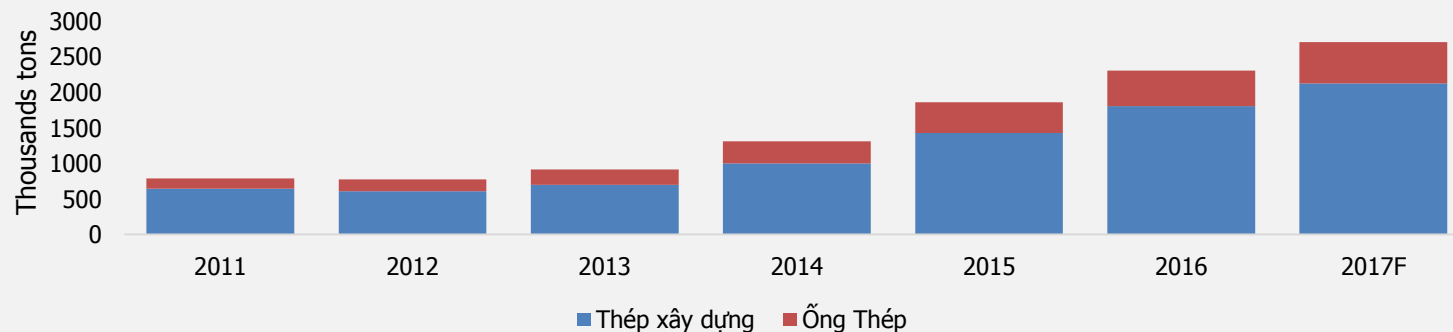


Tiêu thụ Ống Thép



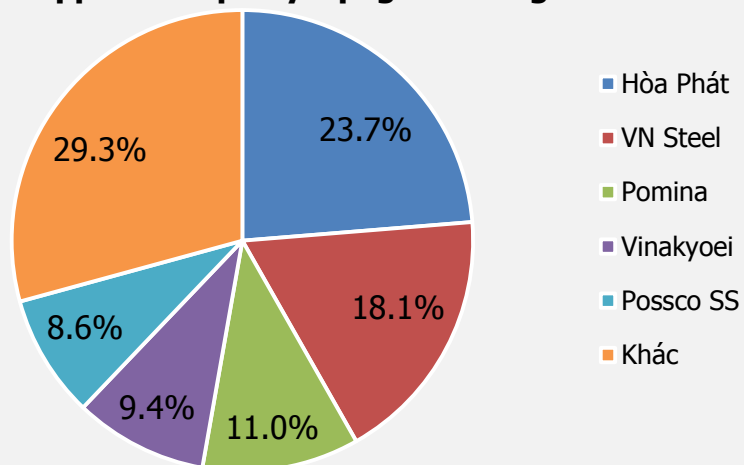
Source: VSA

Sản lượng tiêu thụ thép của HPG

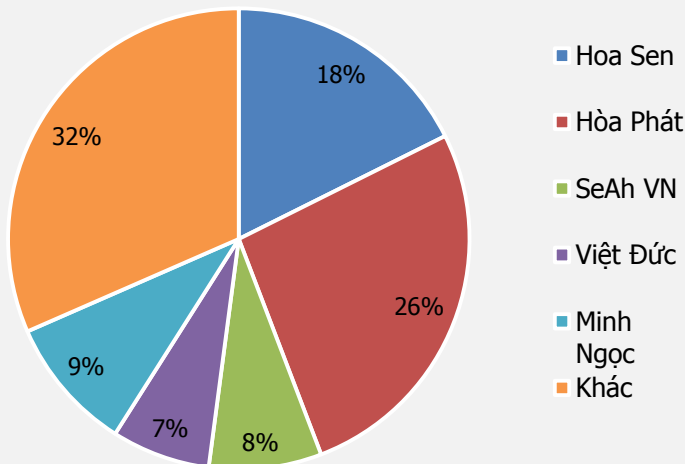


Hòa Phát đứng số 1 thị phần thép xây dựng và ống thép

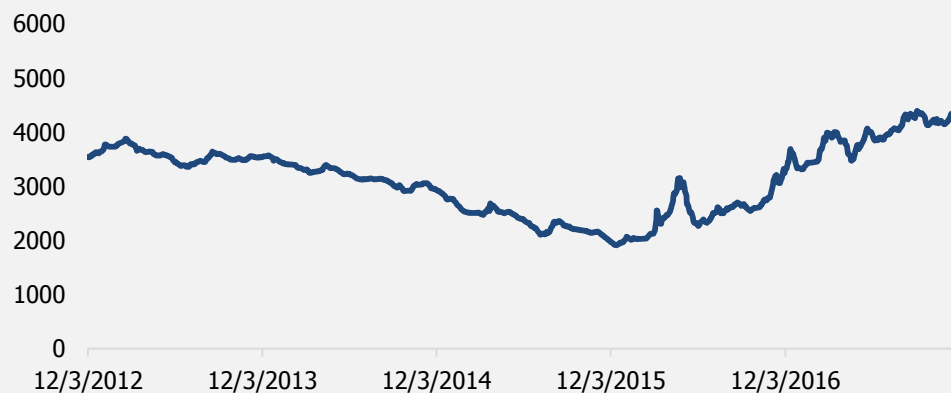
Thị phần thép xây dựng 10 tháng



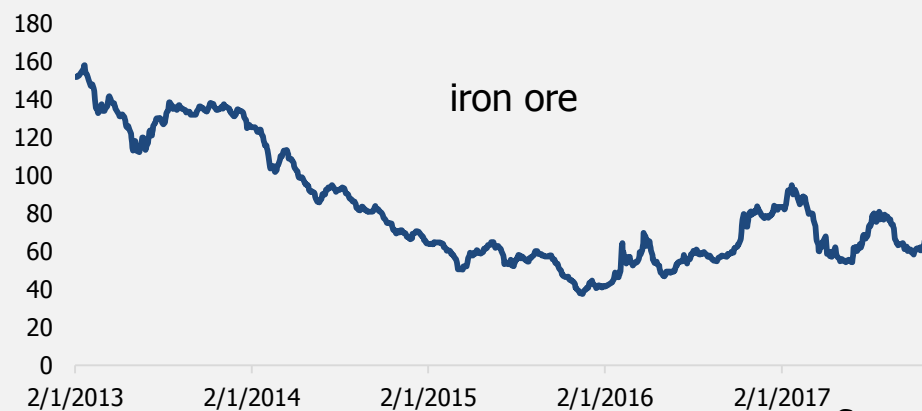
Thị phần ống thép 10 tháng



Giá thép Trung Quốc vượt đỉnh



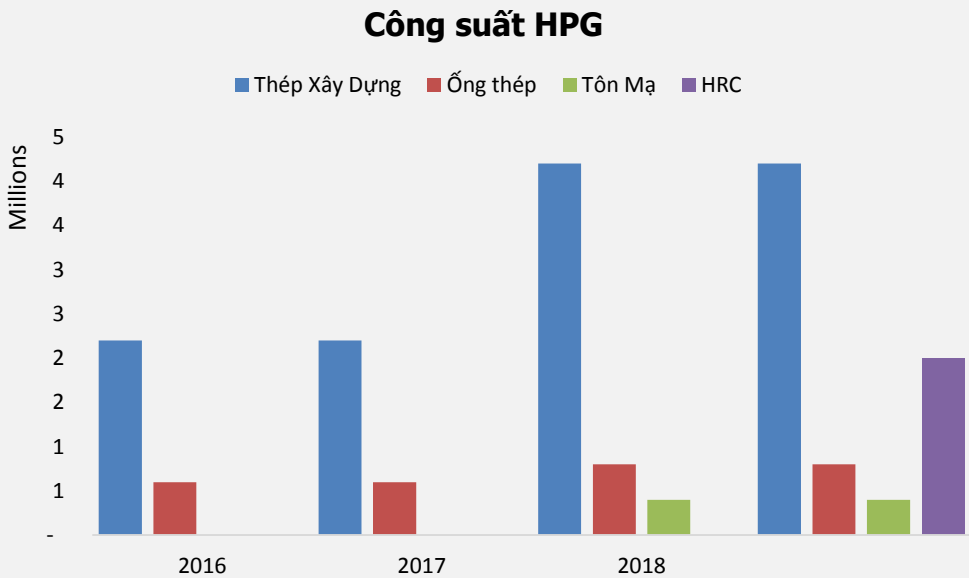
Giá nguyên liệu đầu vào đang ở mức thấp.



Source: vsa

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng gia tăng mạnh mẽ

- Dự án thép Dung Quất sẽ giải quyết bài toán công suất thép xây dựng cho Hòa Phát. Dự kiến công suất thép xây dựng năm 2018 đạt 2.6 triệu tấn đến 2019 đạt tổng công suất 4.2 triệu tấn
- Mạng ống thép tăng công suất thêm 30% và nhà máy tôn mạ 400.000 tấn đi vào hoạt động



	2018	2019	2020
Công suất	2,000,000	2,000,000	2,000,000
% công suất	25%	50%	80%
Doanh thu	6000	12000	19200
EBIT	875	1.750	3.850
Interest	(500)	(1,000)	(1,000)
LNTT	375	750	2,850
LNST	375	750	2,850

MUA– CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG–55.560VND)

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Ghi nhận doanh thu lợi nhuận từ Mandarin Garden 2

- Tổng mức đầu tư dự án Mandarin Garden 2 là 1.500 tỷ.
- Dự kiến bàn giao cuối năm 2017. Ghi nhận doanh thu , lợi nhuận trong năm 2018.
- Maradin garden 2 có thể đóng góp 2000 tỷ doanh thu và 500 tỷ lợi nhuận cho Hòa Phát.

Dự phóng lợi nhuận 2018-2019

	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	33,283	45,350	62,050	68,323
Lợi nhuận HDKD	7,685	8,891	10,510	10,818
LNST	6,606	7,113	8,483	8,804
EPS (VND)	7,833	4,689	5,592	5,804
PE (Lần)		8.53	7.15	6.89



MUA– CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG–55.560VND)

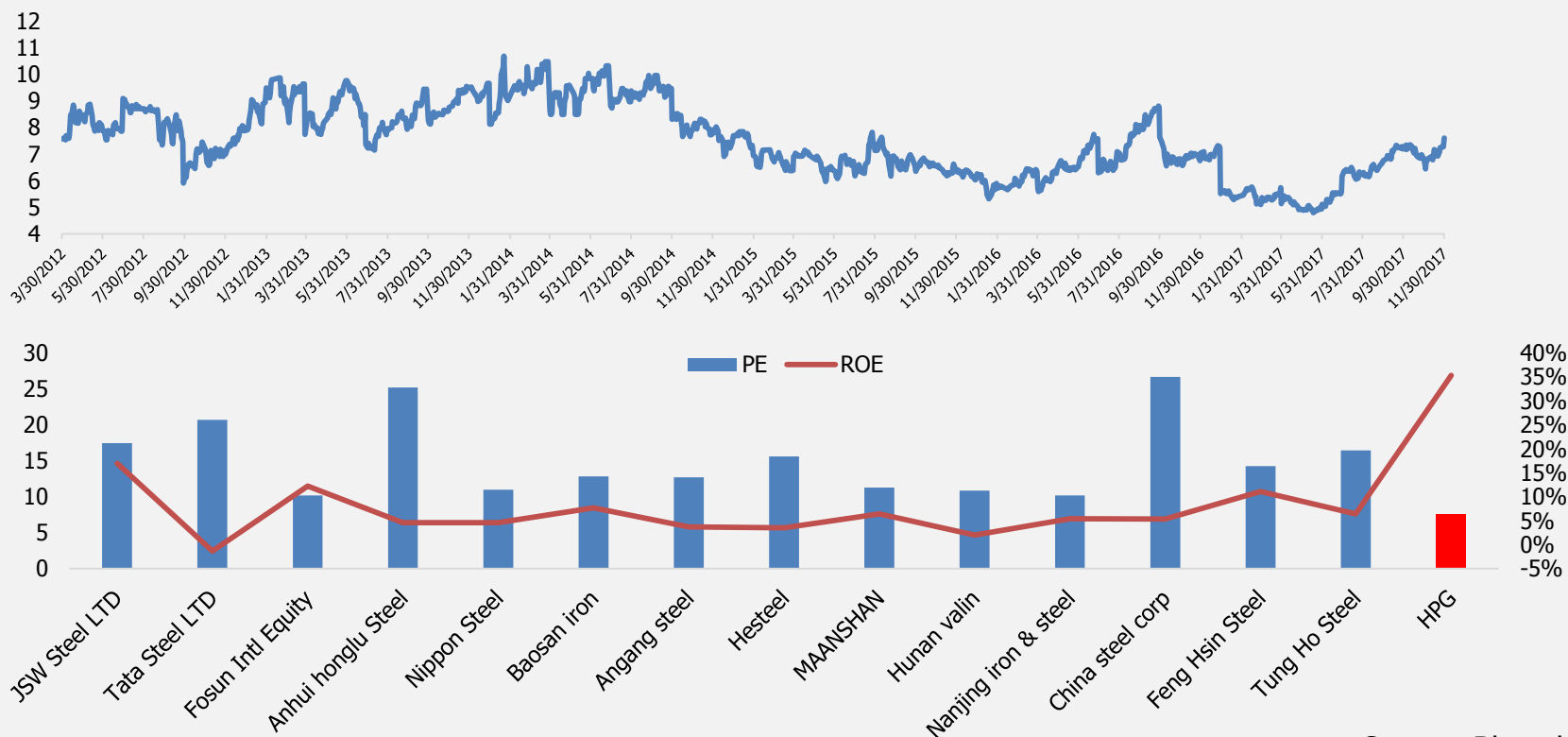
MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Định giá cổ phiếu

Định giá	Multiple	EPS	Giá cổ phiếu
PE	9.0	5.592	55.556

Price Earnings Ratio (P/E)



Source: Bloomberg

Dầu khí: PVS

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ với giá mục tiêu 12 tháng là 24.289 VND** dựa trên quan điểm sau:

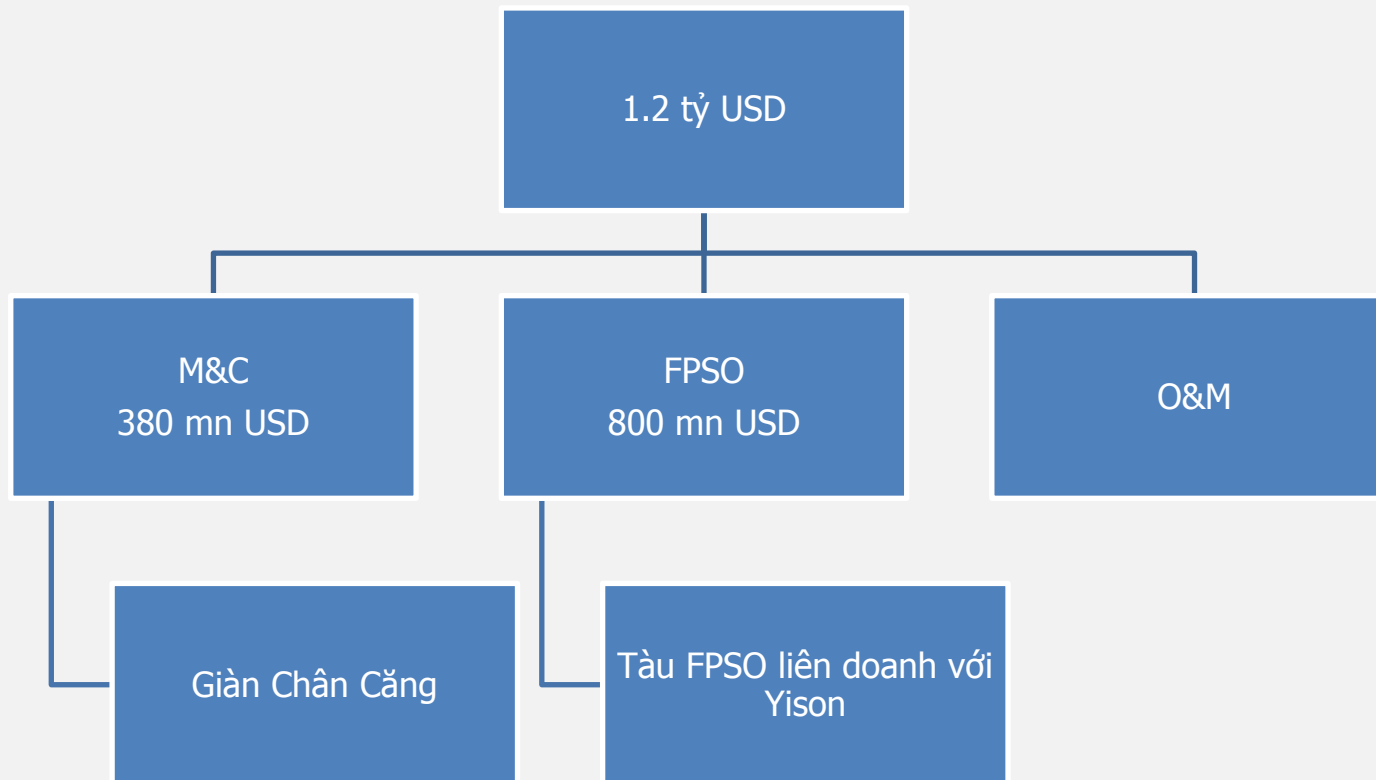
- Triển khai mỏ Cá Rồng Đỏ giúp mảng M&C có triển vọng trong năm tới. Với backlog 3 tỷ USD từ các dự án ngoài khơi tiềm năng, triển vọng dài hạn của PVS là rất sáng sủa.
- Mỏ Cá Rồng Đỏ cũng đem lại hợp đồng FPSO cho PVS. Hiện PVS đã liên doanh với Yison để thực hiện FPSO này.
- Hoạt động tàu khảo sát khởi sắc sau 2 năm lổ liên tục.
- Tình hình tài chính của PVS vẫn rất vững mạnh. Dư tiền mặt hiện tại ở mức 7.000 tỷ. **PVS là một trong những công ty có tình hình hoạt động khả quan nhất trong khu vực**
- PVS hiện tại đang lên kế hoạch chuyển sang sàn HOSE
- Lợi nhuận sau thuế năm 2017 và 2018 được dự phóng ở mức 981 tỷ và 1031 tỷ. EPS forward 2017 và 2018 lần lượt là 2.219 và 2.375 VND
- PVS đang giao dịch với mức forward PE 2017 và 2018 lần lượt là 8.1 lần và 7.6 lần.

Key data (28.11.2017)	VND
Giá	18.000
Giá mục tiêu	24.289
Upside	35%
Cổ tức tiền	500
Tỷ lệ cổ tức	2,7%
Vốn hóa (Tỷ VND)	8080
Foreign owned (%)	16,9%
Current foreign room	33,1%

Đơn vị: Tỷ VND	2016	2017F	2018F
Doanh thu	18,682	14,769	16,246
LNTT	910	981	1,031
EPS (VND/cp)	3,397	2,219	2,375
BVPS (VND/cp)	23,107	24,826	27,200
ROE	15%	9%	10%
PE		8.1	7.6
PB		0.73	0.66

Source: MBS Research

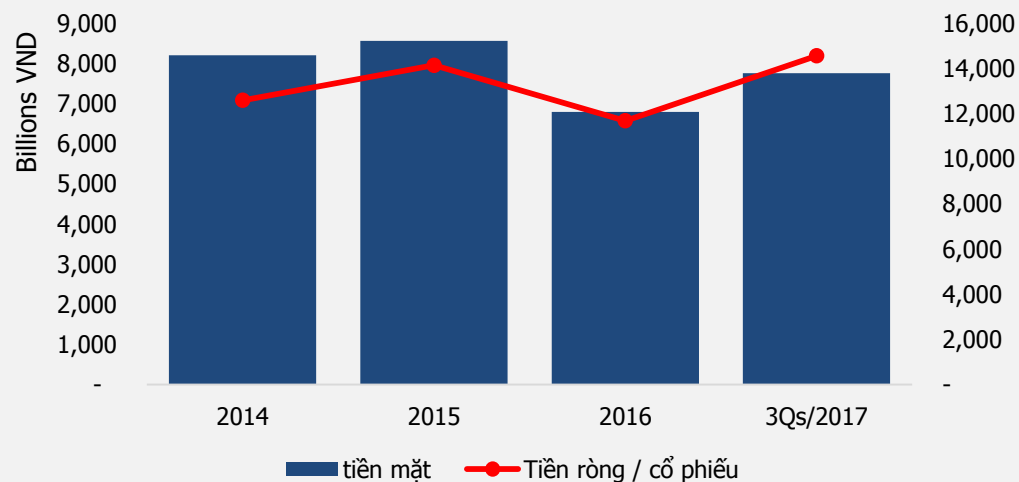
Cá Rồng Đỏ là bộ đỡ 2018



Dự án ngoài khơi kỳ vọng đem biên lợi nhuận mảng M&C trở lại mức cao

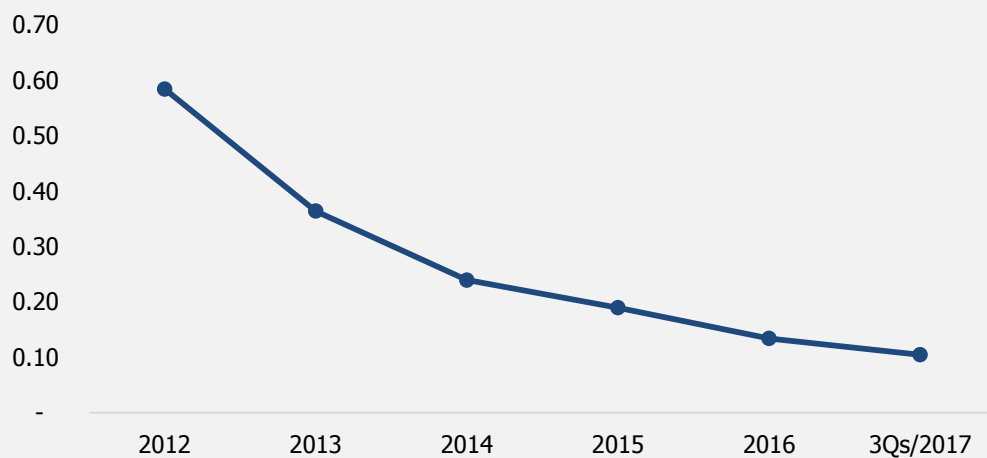
Source: PVS, MBS Research

Dư tiền mặt



- Tình hình tài chính của PVS rất lành mạnh.
- Tỷ lệ Nợ vay rất thấp.
- Dư tiền mặt lớn, 7000 tỷ, giúp cho khả năng duy trì cổ tức cao.

Nợ/VCSH



Định giá hấp dẫn

	2016	2017F	2018F
Doanh thu	18,682	14,769	16,246
Lợi nhuận gộp	783	935	1,192
Biên LN Gộp	4.2%	6.3%	7.3%
Lợi nhuận từ HĐKD	589	577	839
Lợi nhuận từ Công ty liên kết	667	650	450
LNTT	1,256	1,227	1,289
LNST	910	981	1,031
LN Công ty mẹ	1,039	991	1,061
EPS	3,397	2,219	2,375
BVPS	23,107	24,826	27,200
PE	5.30	8.11	7.58
PB		0.73	0.66

Source: PVS

Nắm giữ–TCT CP DV Kỹ Thuật Dầu Khí Việt Nam(PVS–24.289VND)

MBS Research | BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2018



Ticker	Country	PE	PB	EV/EBITDA	market cap (mn USD)
Kep Sp Equity	Singapore	16.39	1.18	22.56	10,413
SMM SP Equity	Singapore	46.56	1.52	27.26	2,840
POSH SP Equity	Singapore		0.72	26.46	465
DLG MK Equity	Malay	29.79	4.11	29.6	3,355
SAPE MK Equity	Malay	177	0.58	12.97	1,869
YNS MK Equity	Malay	16.4	1.75	18.51	1,028
BAB MK Equity	Malay	14.42	0.78	11.81	1,072
MMHE MK Equity	Malay		0.52	20.37	329
UZMA MK Equity	malay	13.76	1.35	10.77	120
DLUM MK Equity	Malay	13.6	1.27	4.05	95
ELSA IJ Equity	Indo	12.95	0.98	4.05	210
PTRO IJ Equity	Indo	81.3	0.75	1.9	132
PVS VN Equity	VN	8.95	0.76	3.43	353
Trung vị		16.4	0.98	13.0	465
Trung bình		39.2	1.25	14.9	1,714

Source: PVS

Định giá	Tỷ trọng	Multiple	BVPS/EPS	Giá cổ phiếu
PB	50%	0.98	24,826	24,329
PE	50%	10.2	2,375	24,249
Tổng hợp				24,289

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2017 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

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

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**

MBS RESEARCH |

Trần Hoàng Sơn

Trưởng bộ phận Chiến lược thị trường

son.tranhoang@mbs.com.vn

Phạm Thiên Quang

Trưởng bộ phận Equity Research

Quang.phamthien@mbs.com.vn

Hoàng Công Tuấn

Trưởng bộ phận Kinh tế Vĩ mô

Tuan.hoangcong@mbs.com.vn