



BÁO CÁO

CƠ HỘI ĐẦU TƯ 2018

TECHCOMSECURITIES 
BeSpoke

Tháng 12/2017

TECHCOMSECURITIES



BeSpoke

MỤC LỤC



TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG



TRIỂN VỌNG NGÀNH



CƠ HỘI ĐẦU TƯ 2018

TRIỂN VỌNG TTCK 2018

1. Bức tranh kinh tế vĩ mô hiện tại.

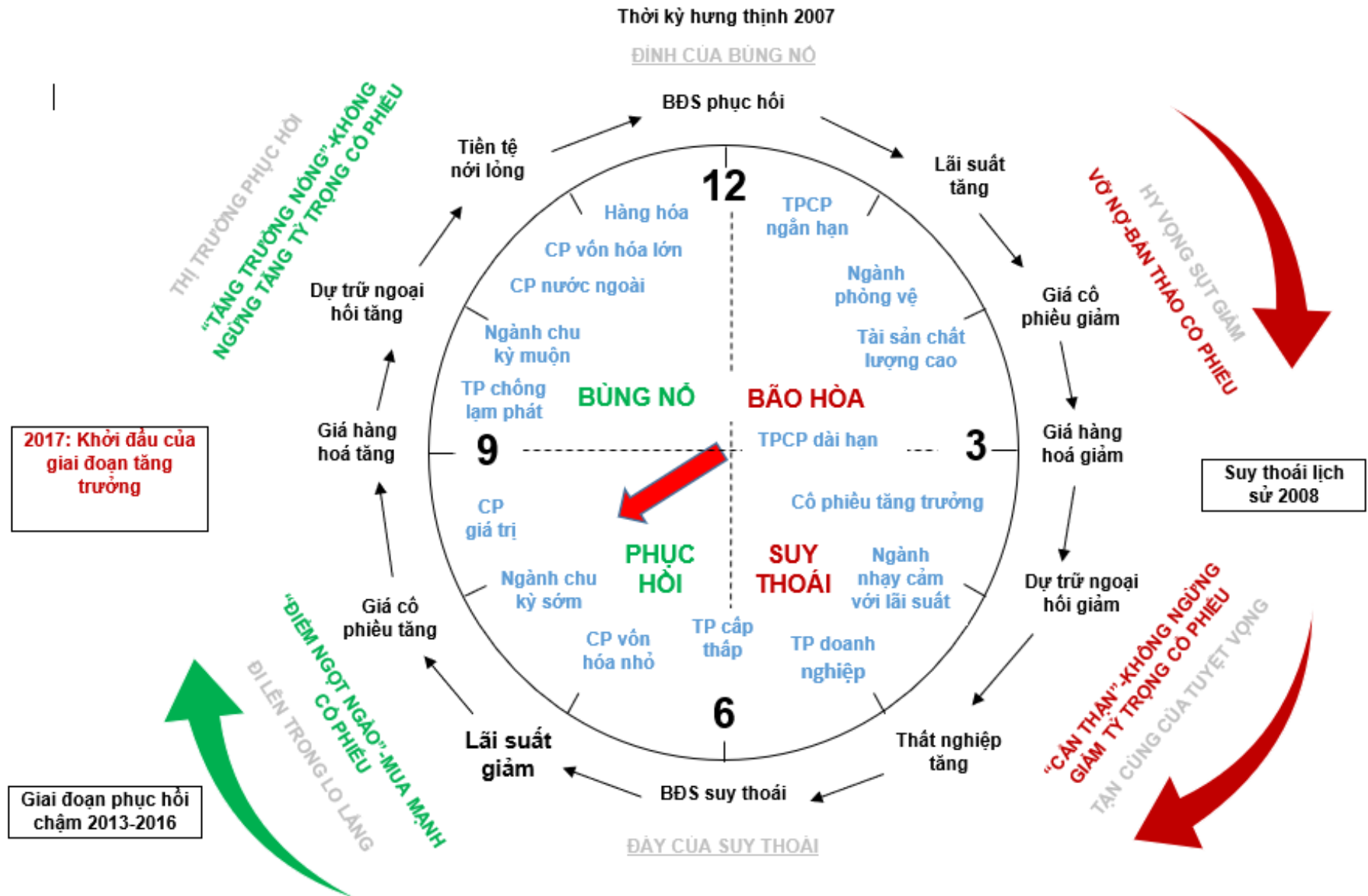
- Tăng trưởng GDP hoàn toàn có thể đạt được mục tiêu 6.7% trong năm 2017. Theo Trung tâm thông tin và dự báo kinh tế Quốc Gia, tăng trưởng GDP trung bình giai đoạn 2018-2020 có thể đạt mức 6.75% trong trường hợp lạc quan và 6.53% trong trường hợp cơ sở.
- Lạm phát 11 tháng 2017 tăng nhẹ so với cùng kỳ nhưng vẫn duy trì ở mức khá thấp là 3.67%
- Lãi suất vẫn ở quanh vùng đáy dưới nỗ lực ổn định lãi suất hỗ trợ sản xuất kinh doanh của Chính Phủ.
- Tăng trưởng tín dụng khó đạt mục tiêu 21% đã đề ra nhưng tăng trưởng khá so với cùng kỳ, tính đến tháng 11/2017 đã đạt 15.3%.

2. Chúng ta đang ở đâu trong chu kỳ kinh tế ?

Sơ đồ dưới đây mô tả lại các giai đoạn mà chúng ta đã trải qua kể từ năm 2007. Từ dữ liệu vĩ mô trong quá khứ, không khó để nhận ra rằng từ 2007-2016 chúng ta đã trải qua 3 giai đoạn lớn:

- Giai đoạn giảm sốc trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2007 – 2008
- Giai đoạn suy thoái kinh tế 2009 – 2012
- Giai đoạn phục hồi chậm 2013-2016.

Và với sự phục hồi mạnh mẽ của tăng trưởng GDP, tăng trưởng tín dụng, sự hồi phục ấn tượng của thị trường bất động sản năm 2017 trong bối cảnh lãi suất, lạm phát vẫn duy trì ở mức thấp, là cơ sở để nhận định rằng 2017 là điểm khởi đầu cho 1 chu kỳ tăng trưởng mới. Dòng vốn ngoại đổ mạnh vào thị trường chứng khoán dịp cuối năm là một dấu hiệu khẳng định quan điểm này.



3. Dự báo về các xu hướng chính trong năm 2018

- **Xu hướng thứ 1: Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu** vẫn là tâm điểm cho năm 2018. Tầng lớp trung lưu của Việt Nam đang có sự gia tăng mạnh mẽ về số lượng. Theo dự báo của nhà nghiên cứu thị trường Nielsen, ước tính tầng lớp trung lưu sẽ đạt gần nửa dân số vào năm 2020. Điều này tác động mạnh mẽ đến một loạt ngành trong nền kinh tế. Hưởng lợi trực tiếp nhất là ngành bán lẻ, sau đó là các ngành khác như Ngân hàng, đặc biệt các ngân hàng mạnh về bán lẻ và tín dụng tiêu dùng. Ngành ô tô, dược phẩm, du lịch, bất động sản cũng được hưởng lợi từ xu hướng này.
- **Xu hướng thứ 2** là các **ngành được hưởng lợi từ chu kỳ tăng trưởng của nền kinh tế**. Cụ thể bao gồm ngành thép, bất động sản và xây dựng, ngân hàng, cảng biển.
- **Xu hướng thứ 3** là các **ngành được hưởng lợi từ sự hậu thuẫn và hỗ trợ về mặt chính sách của Chính phủ**. Cụ thể bao gồm: ngành thép, ngành dược phẩm, ngành ô tô, du lịch, phân bón.
- **Xu hướng thứ 4** là **các doanh nghiệp nằm trong tâm điểm thoái vốn nhà nước**. 2017 chứng kiến sự tăng trưởng ấn tượng của SAB và VNM ở mức định giá vượt trội so với thị trường nhờ sự quan tâm của các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài. Các cổ phiếu tâm điểm thoái vốn 2018 có thể kể tới như PLX, DVN, DMC, VGC, VCG, FPT, NTP, BMP, DIG, BHN

4. Đánh giá chung về TTCK 2018

- Thị trường chứng khoán vốn được coi là hàn thử biểu của nền kinh tế đã có bước tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2017. Tuy nhiên bối cảnh vĩ mô như trên cho ta thấy nền kinh tế mới đang ở giai đoạn đầu của tăng trưởng trong 1 chu kỳ kinh tế mới. VNIndex đã tăng khoảng 46% so với đầu năm tuy nhiên mức tăng lớn tập trung chủ yếu vào nhóm cổ phiếu trụ chứ không tăng đều do đó vẫn còn những cơ hội đầu tư hấp dẫn. Nhà đầu tư nên tập trung nắm giữ những cổ phiếu cơ bản tốt, có triển vọng kinh doanh tích cực trong 2018-2019 và định giá còn ở mức phù hợp như một số doanh nghiệp TCBS đánh giá trong mục Cơ hội đầu tư của Báo cáo này. TCBS sẽ tiếp tục cập nhật các CHĐT mới đến Khách hàng trong 2018.

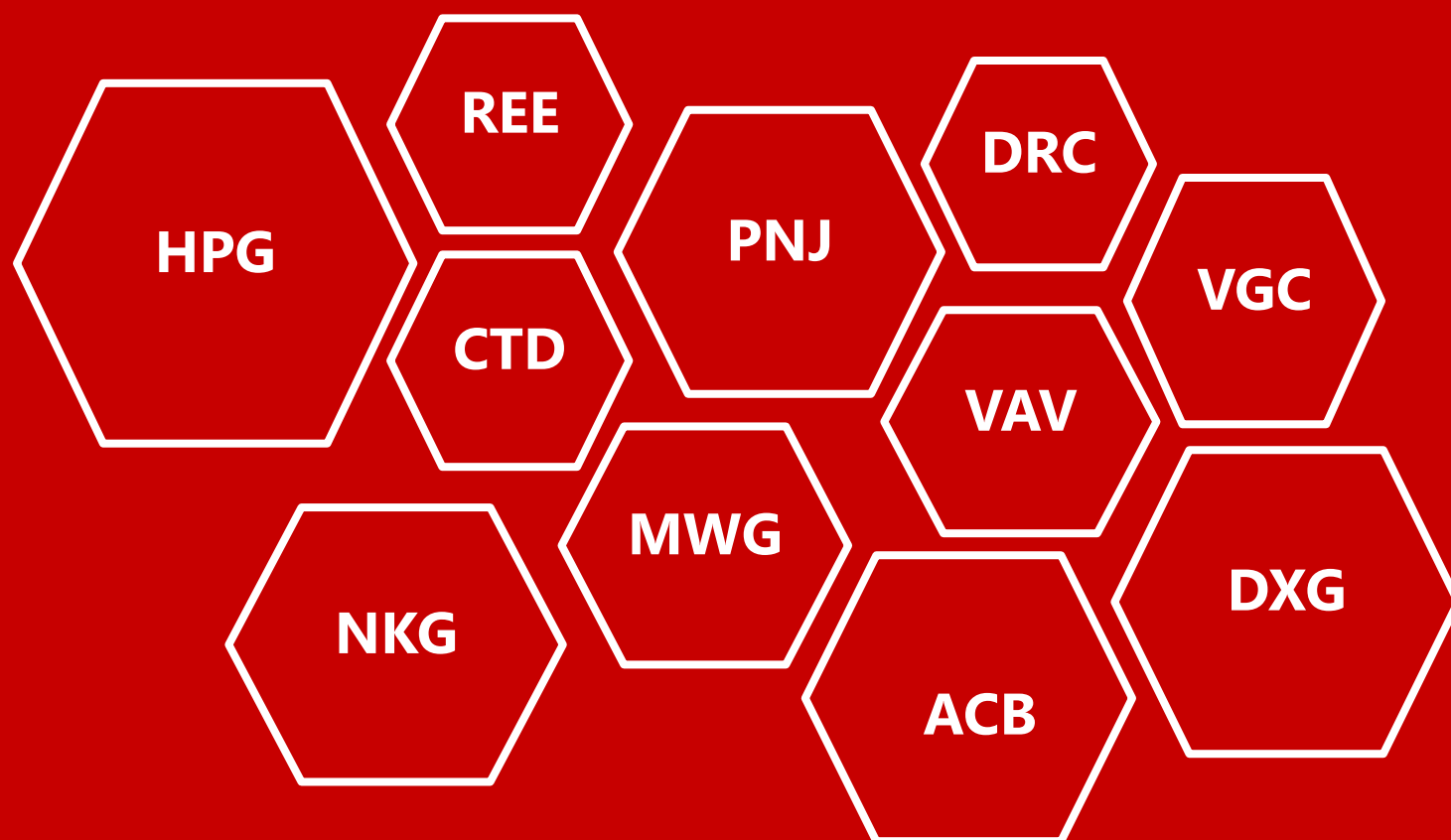
TRIỂN VỌNG NGÀNH

Ngành	Cổ phiếu tiêu biểu	Triển vọng	Nguyên nhân
Bán lẻ	MWG, PNJ		Hưởng lợi từ sự gia tăng của tầng lớp trung lưu
Thép	HPG, NKG		Hưởng lợi từ chu kỳ kinh tế và chính sách hỗ trợ của Chính Phủ
Ô tô	THA, DRC		Hưởng lợi từ gia tăng tầng lớp trung lưu và chính sách Chính Phủ
Du lịch	VJC, HVN		Hưởng lợi từ sự gia tăng của tầng lớp trung lưu và tăng trưởng lượng khách du lịch quốc tế.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Ngành	Cổ phiếu tiêu biểu	Triển vọng	Nguyên nhân
Dược phẩm	DHG, IMP, DBD		Hưởng lợi từ sự gia tăng của tầng lớp trung lưu và tốc độ già hoá nhanh của dân số và chính sách của Chính Phủ
Ngân hàng	VCB, ACB, MBB		Hưởng lợi từ chu kỳ kinh tế
Cảng biển	VSC		Hưởng lợi từ chu kỳ kinh tế
Phân bón	BFC, LAS		Hưởng lợi từ chính sách Chính Phủ
BDS và xây dựng	HDG, CTD, DXG		Hưởng lợi từ chu kỳ kinh tế

CƠ HỘI ĐẦU TƯ 2018



CTCP TẬP ĐOÀN HOÀ PHÁT (HOSE: HPG)

Giá hiện tại	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
42,100	55,000 (+ 30%)	20,000	40%	61,000	200 tỷ

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

Doanh thu 2017(E)	46,929
Lợi nhuận 2017(E)	7,919
EPS dự báo	5,200
PE 2017	7.7x

Sơ lược về doanh nghiệp

CTCP Hoà Phát là doanh nghiệp đầu ngành trong ngành thép với 26.5% thị phần thép ống và 24% thị phần thép xây dựng. Mảng thép chiếm khoảng 86% cơ cấu doanh thu của tập đoàn. Ngoài thép xây dựng, sản phẩm của HPG còn có bất động sản, sản xuất công nghiệp, nông nghiệp, và sản xuất tôn. Mảng nông nghiệp và tôn là 2 mảng có tiềm năng tăng trưởng trung dài hạn tốt nhất ngoài thép xây dựng nhờ thị trường lớn.

Triển vọng kinh doanh: Tích cực trong giai đoạn 2018-2020

Đối với mảng thép xây dựng, công suất còn lại không còn nhiều chỉ khoảng 10%, tuy nhiên từ quý 3/2018 600,000 tấn đầu tiên của nhà máy cán tại Dung Quất sẽ đi vào hoạt động, do đó theo TCBS ước tính sản lượng tối đa HPG có thể đáp ứng trong 2018 là khoảng 2.6-2.8 triệu tấn, cao hơn khoảng 25% so với 2017. Biên lợi nhuận của HPG khả năng vẫn duy trì được ở mức của năm 2017 do (i) Trung Quốc tiếp tục chính sách cắt giảm sản lượng, xoá sổ các nhà máy thép quy mô nhỏ gây ô nhiễm môi trường khiến giá thép Trung Quốc có áp lực tăng (ii) giá điện tăng từ 1/12/2017 gây áp lực chi phí lên các doanh nghiệp thép sản xuất bằng công nghệ lò điện.

Ngoài thép, HPG sẽ có thêm lợi nhuận từ sản xuất 400,000 tấn tôn ngay trong quý 1/2018, ước tính sẽ đem lại cho HPG khoảng hơn 200 tỷ LNST. Mảng Bất động sản, dự án Mandarin Garden 2 sẽ book phần lớn lợi nhuận trong 2018, khoảng 400 tỷ. Mảng nông nghiệp, 2018 HPG sẽ có thương phẩm thịt heo đầu tiên đưa ra thị trường. TCBS ước tính HPG có thể đạt tăng trưởng 20% trong 2018, tương đương với mức LNST khoảng 9,600 tỷ. Triển vọng từ 2019 rất sang sủa khi dự án Dung Quất đi vào hoạt động với công suất gấp đôi tổng công suất hiện tại của HPG. Đầu ra được hỗ trợ tốt khi nhu cầu thép xây dựng trong nước đang giai đoạn đầu của tăng trưởng, đồng thời nguồn HRC -1 sản phẩm của Dung Quất đang rất được chờ đón khi Mỹ đánh thuế nặng đối với các DN Việt Nam sử dụng nguyên liệu HRC xuất sứ Trung Quốc.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị MUA nắm giữ dài hạn với HPG. HPG là một trong số ít cổ phiếu bluechip có lợi thế cạnh tranh bền vững, trong một ngành đang thuận lợi nhưng lại vẫn đang được giao dịch ở mức PE khá hấp dẫn. PE 2018 của HPG theo dự phóng của TCBS ở mức giá 42,000 là kháng 6.6x.

Check list		
1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	✓
3	Rào cản gia nhập cao	✓
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✓
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✓
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✗
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	✓
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		9/10

CTCP THÉP NAM KIM (HOSE: NKG)

Giá hiện tại	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
37,300	48,500 (+ 30%)	22,520	39.1%	4,850	30 tỷ

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

Doanh thu 2017(E)	13,310
Lợi nhuận 2017(E)	759
EPS dự báo	5,836
PE 2017	6.4x

Check list		
1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	✓
3	Rào cản gia nhập cao	✗
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✗
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✗
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✗
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	✓
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		6/10

Sơ lược về doanh nghiệp

CTCP Thép Nam Kim thành lập năm 2002 với hoạt động kinh doanh chính là sản xuất tôn mạ (76% doanh thu), ống tôn mạ kẽm (17% doanh thu) và thép cuộn cán nguội (7% doanh thu). Thị phần của NKG liên tục tăng trưởng từ mức 4% năm 2012 lên vị trí thứ 2 là 16.32% chỉ sau HSG. Hoạt động xuất khẩu đóng vai trò quan trọng cho tăng trưởng của NKG khi đóng góp tới 58% biên lợi nhuận gộp. Những năm gần đây, các thị trường trên thế giới như EU, Nga, Mỹ... lần lượt đẩy mạnh các biện pháp chống bán phá giá (CBPG) đối với sản phẩm tôn mạ của Trung Quốc do đó tạo cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam đáp ứng tiêu chuẩn chất lượng như NKG tăng trưởng mạnh mẽ tại thị trường này.

Triển vọng kinh doanh 2018: Tích cực!

Công suất của NKG năm 2018 sẽ đạt 1.22 triệu tấn/năm gấp đôi so với công suất hiện tại nhờ nhà máy NK3 đi vào hoạt động. NKG dự kiến tăng tổng công suất lên 2.2 tr vào năm 2020. Khả năng tiêu thụ phần tăng công suất khá khả quan ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu. Tại thị trường trong nước, nhu cầu tôn thép vẫn ở mức cao với tăng trưởng > 15%. Tại thị trường xuất khẩu, xu hướng giảm phụ thuộc vào Trung Quốc khiến xuất khẩu của các DN tôn mạ Việt Nam khá thuận lợi. Đặc biệt NKG có lợi thế thuế CBPG thấp nhất tại 1 số thị trường như Thái Lan, Nga, Indonesia. TCBS dự báo NKG có thể đạt quy mô LNST khoảng 950 tỷ năm 2018, tương đương EPS diluted 7,300Đ.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị MUA đối với NKG vì:

- (1) NKG đang giai đoạn tăng trưởng mạnh về công suất, nhất là công suất mảng tôn – mạ có biên lợi nhuận cao hơn từ khi NKG đẩy thêm đầu tư sản xuất chiều sâu từ HRC thay vì chỉ mua CRC về cán và mạ. Các sản phẩm của NKG có tính cạnh tranh tốt thể hiện ở thị phần của NKG tăng trưởng liên tục từ 2012 đến nay.
- (2) So sánh với đối thủ đang đứng đầu là HSG, NKG đang tăng trưởng nhanh hơn và do đó chiếm thị phần thị trường tôn thép khi HSG loay hoay với việc xâm nhập thị trường thép và nhựa xây dựng. CAGR của NKG giai đoạn 2012-2016 đạt TB 40%/năm, cao hơn gấp đôi so với tăng trưởng của HSG. Biên lợi nhuận gộp của HSG cao hơn so với NKG tuy nhiên biên LN ròng chênh lệch không nhiều do HSG duy trì hệ thống cửa hàng và chi nhánh bán lẻ trong khi NKG phân phối đến đại lý và các xưởng cán. HSG tập trung hơn vào thị trường trong nước trong khi NKG khá có lợi thế ở thị trường xuất khẩu. Đặc biệt, vị thế của HSG tại thị trường trong nước khá bấp bênh khi 1 đối thủ rất nặng cân là HPG cũng sắp bước chân vào thị trường này và có đầy đủ chuỗi giá trị dẫn đến chi phí sản xuất thấp.
- (3) Định giá hiện tại PE 6.4x khá rẻ với triển vọng tăng trưởng của NKG trong 2018. Với dự báo LNST của NKG trong 2018 như trên, PE forward 2018 chỉ khoảng 5.0x.

CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (HOSE: CTD)

Giá hiện tại	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
215,000	260,000 (+20%)	90,000	48.96%	16,500	40 tỷ

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

Doanh thu 2017(E)	27,018
Lợi nhuận 2017(E)	1,772
EPS dự báo	23,000
PE 2017	9.35x

Sơ lược về doanh nghiệp

CTCP Xây dựng Coteccons thành lập năm 2002. Trải qua 15 năm phát triển CTD hiện là nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam với doanh thu đóng góp tới 8.1% giá trị ngành xây dựng trong GDP năm 2016. Lợi nhuận của CTD tăng tới 7 lần trong vòng 5 năm qua. Trong 2016, CTD tham gia nhiều nhất ở phân khúc căn hộ (73%), tiếp đó là thương mại (13%), công nghiệp (9%) và khách sạn (5%). Thương hiệu Coteccons được đánh giá là bảo chứng chất lượng của những công trình mang đẳng cấp quốc tế.

Check list		
1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	✓
3	Rào cản gia nhập cao	✓
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✓
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✓
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✓
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	✓
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		10/10

Triển vọng kinh doanh 2018: Backlog 2017 tạo nền tảng cho tăng trưởng 2018.

Trong 9 tháng 2017 CTD đã ký được tổng giá trị hợp đồng mới lên tới 21,295 tỷ nâng tổng backlog (giá trị hợp đồng đã ký nhưng chưa thực hiện) tính đến cuối tháng 9 lên tới 25,567 tỷ. Con số này chưa tính đến dự án Dung Quất của HPG và dự án Vinfast, Vincity của Vingroup. Ngoài ra trong 3 tháng cuối năm, công ty còn ký vọng sẽ ký thêm được khoảng 8,000 tỷ từ các dự án Paihong GDD2, Gain Lucky 4. Như vậy, theo TCBS tính toán, CTD còn khoảng hơn 20,000 tỷ giá trị hợp đồng đã ký chuyển sang cho 2018, là cơ sở cho triển vọng kinh doanh của DN trong năm này. TCBS dự báo 2018 CTD có thể đạt được khoảng 32,000 tỷ doanh thu và 2,124 tỷ LNST, tương đương EPS 27,500Đ và PE từ mức 9.35x giảm xuống 7.8x.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị MUA đối với CTD vì:

- (1) CTD đã tạo ra một khoảng cách khá xa với các đối thủ đi sau trong ngành. So sánh với HBC, business model của CTD vững chắc hơn nhiều nhờ dòng tiền dồi dào, là kết quả của khả năng quản lý và danh tiếng để chọn chủ đầu tư tiềm năng.
- (2) Về triển vọng kinh doanh của CTD. Năm 2018 tương đối khả quan dựa trên số backlog mà CTD đã ký được. Từ 2019, tăng trưởng của CTD phụ thuộc nhiều vào triển vọng của thị trường bất động sản. TCBS đánh giá phân khúc nhà ở giá rẻ, bất động sản du lịch và bất động sản thương mại bán lẻ sẽ là nguồn công việc chính của CTD trong tương lai vì thực tế phân khúc này có nhu cầu thực khá cao nhờ sự tăng lên của tầng lớp trung lưu. Chu kỳ và bối cảnh của nền kinh tế vẫn hỗ trợ cho sự phát triển của bất động sản nói chung và nhà thầu xây dựng như CTD nói riêng.
- (3) Định giá hiện tại PE 9.3x khá hấp dẫn với công ty hàng đầu như CTD. Đặc biệt PE forward cho 2018 giảm xuống chỉ còn 7.8x TCBS đánh giá là khá rẻ.

CTCP ĐỊA ỐC ĐẤT XANH (HOSE: DXG)

Giá hiện tại	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
20,000	25,000 (+ 25%)	12,280	30.53%	5,700	60 tỷ

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

Doanh thu 2017(E)	13,310
Lợi nhuận 2017(E)	770
EPS dự báo	2,540
PE 2017	7.8x

Check list		
1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	✓
3	Rào cản gia nhập cao	✗
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✗
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✓
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✗
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	✓
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		7/10

Sơ lược về doanh nghiệp

CTCP Địa Ốc Đất Xanh thành lập năm 2003 với mô hình hoạt động chuyên về môi giới các dự án bất động sản. Từ 2007, DXG bắt đầu tham gia phát triển các dự án bất động sản. Cơ cấu doanh thu của DXG có khoảng 55-60% đến từ bất động sản và 30-35% đến từ hoạt động môi giới BĐS và 8-10% đến từ hoạt động xây dựng. Hoạt động môi giới là 1 trong những thế mạnh của DXG với biên lợi nhuận gộp cao (>70%). Hoạt động môi giới bao gồm môi giới truyền thống với phí môi giới 3-5% giá trị sản phẩm và môi giới thứ cấp với mức chiết khấu từ chủ đầu tư lên đến 10-15%.

Triển vọng kinh doanh: 2018 – 2019 là điểm rơi bàn giao nhiều dự án lớn.

Opal Garden (204 tỷ LNTT) và Lux Garden (189 tỷ LNTT) đã hoàn tất bán hàng và dự kiến bàn giao trong quý 1 và quý 2 2018. Các dự án Opal Skyview (50 tỷ LNTT) và Lux River View (321 tỷ LNTT) sẽ được mở bán dần trong quý 4/2017.8 và đầu năm 2018. Dự án Opal Tower đang hoàn thiện thủ tục pháp lý, có khả năng kịp bán trong 2018. Từ 2019 hàng loạt dự án lớn đi vào bàn giao, trong đó nổi bật có Gem Riverside với quy mô 3,200 căn hộ, Opal Premium 2,630 căn hộ, và Opal City 2,150 căn hộ. TCBS dự báo LNST của DXG có thể đạt > 1,000 tỷ trong 2018. Ngoài ra hoạt động môi giới của DXG vẫn tăng trưởng tốt với mức biên lợi nhuận hấp dẫn. TCBS ước tính tăng trưởng doanh thu mảng này đạt > 50% trong 2017 và khoảng 25-30% trong 2018 với biên lợi nhuận gộp ở mức 70-80%.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị MUA đối với DXG vì:

- (1) Thị trường bất động sản vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển do (i) VN đang ở thời kỳ tăng trưởng vàng với 70% dân số ở trong độ tuổi lao động, nhu cầu nhà ở, đặc biệt là phân khúc trung cấp vừa túi tiền mà DXG đang nhắm tới, là nhu cầu thực và cấp thiết (ii) chu kỳ kinh tế mới quay lại thời kỳ tăng trưởng với GDP đạt tăng trưởng 6.7%, lãi suất vẫn ở mức thấp là yếu tố tương hỗ cho thị trường BĐS.
- (2) Ở mức giá 20,000, PE 2017 của DXG khoảng 7.8x và 2018 giảm xuống khoảng 6.0x, khá hấp dẫn với 1 công ty (i) có quỹ đất lớn như DXG, tính cả quỹ đất tăng thêm từ việc tăng sở hữu LDG, DXG có khoảng 7 triệu m2 diện tích đất cho các dự án sắp tới (ii) có hệ thống phân phối BĐS hiệu quả như DXG. Thị phần môi giới BĐS của DXG đạt khoảng hơn 16% từ mạng lưới 15 sàn giao dịch miền Bắc, 20 sàn miền Nam, 5 sàn giao dịch tại miền Trung và hơn 60 sàn giao dịch liên kết khắp cả nước. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng môi giới thường ở mức hấp dẫn 70-80% nhờ mô hình môi giới thứ cấp với tỷ lệ chiết khấu cao hơn truyền thống (iii) Nhiều dự án trong giai đoạn 2017-2019 tạo đà cho tăng trưởng (tham khảo báo cáo chi tiết DXG để cập nhật thông tin về các dự án) (iv) LDG, công ty liên kết mà DXG vừa tăng tỷ lệ sở hữu lên 43.38% có triển vọng tăng trưởng tốt về lợi nhuận. Năm 2017 LDG đặt mục tiêu 250 tỷ LNST, tăng trưởng 57% so với thực hiện 2016.

TỔNG CÔNG TY VIGLACERA-CTCP (HNX: VGC)

Giá hiện tại	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
25,000	30,000 (+20%)	15,476	32.79%	10,675	89

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

Doanh thu 2017(E)	9,403
Lợi nhuận 2017(E)	743
EPS dự báo	1,740
PE 2017	14.4x

Sơ lược về doanh nghiệp

VGC là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực vật liệu xây dựng với gần như đầy đủ chủng loại sản phẩm phục vụ xây dựng và đồng thời là doanh nghiệp đứng thứ 2 trong ngành về kinh doanh BĐS Khu CN. Các sản phẩm của Công ty bao gồm: Gạch ốp lát (24%); gạch nung (25%); gương kính (14%); bán BĐS (13%); sứ, sen vòi (12%); khác (12%). Trong giai đoạn 2013-2016, VGC ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng với doanh thu tăng trưởng 44.5% CAGR và lợi nhuận sau thuế tăng gấp 17 lần.

Triển vọng kinh doanh: Tích cực trong giai đoạn 2018-2020

Năm 2018 VGC sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ sự tăng trưởng của thị trường BĐS. Hiện nay, hầu hết các nhà máy của VGC đều đã hoạt động tối đa công suất, do đó tăng trưởng chủ yếu được hỗ trợ từ các dự án mới đi vào hoạt động. Mảng gạch ceramic và granite trong năm 2018 dự kiến được gia tăng công suất thêm 29% khi dây chuyền bổ sung và mở rộng nhà máy Viglacera Hà Nội và Tiên Sơn hoàn thành. Công suất của mảng kính cũng sẽ tăng thêm 24% trong giai đoạn 2018-2019.

Mảng bất động sản cho thuê khu CN còn nhiều tiềm năng do tỷ lệ lấp đầy còn thấp, quỹ đất còn lại đủ để phát triển trong vòng 5 năm tới. Các khu CN của VGC đều nằm tại vị trí thuận lợi cho việc giao thương với giá thuê thấp hơn so với các Khu CN phía Nam, trong đó TCBS đánh giá cao triển vọng của Khu CN Yên Phong mở rộng (Bắc Ninh) và Đồng Văn IV (Hà Nam). TCBS ước tính 2 Khu CN này có thể đem lại cho VGC doanh thu lần lượt là 3,000 tỷ và 1,900 tỷ khi đạt tỷ lệ lấp đầy 100%. Đặc biệt từ 2017, VGC chuyển đổi cách hạch toán doanh thu cho thuê các Khu CN sang hình thức ghi nhận một lần thay vì phân bổ đều trong 50 năm như trước đây, do đó có thể sẽ tạo ra lợi nhuận đột biến cho VGC trong giai đoạn tới.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu VGC trong giai đoạn 2018-2020 do (1) Các dự án gia tăng công suất trong giai đoạn này sẽ hỗ trợ tốt cho tăng trưởng của VGC, (2) Việc thay đổi phương pháp hạch toán doanh thu có thể tạo ra lợi nhuận đột biến, (3) VGC hiện đang nhận được sự quan tâm từ nhiều nhà đầu tư nước ngoài và dự kiến thái vốn Nhà nước còn 36% năm 2018 và thoái hết trong năm 2019. Giá thoái vốn của VGC nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng tích cực đến giá trị cổ phiếu trên thị trường

TCBS ước tính ở mức giá hiện tại khoảng 25,000đ cổ phiếu VGC được giao dịch tại mức P/E forward 2018 là 8.8x, tương đối hấp dẫn cho doanh nghiệp đầu ngành và vẫn còn tiềm năng tăng trưởng như VGC.

Check list		
1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	✓
3	Rào cản gia nhập cao	✓
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✗
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✓
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✗
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	✓
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		8/10

CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (HOSE: MWG)

Giá hiện tại	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
130,000	170,000 (+ 30%)	17,050	49%	39,825	100 tỷ

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

Doanh thu 2017(E)	64,689
Lợi nhuận 2017(E)	2,213
EPS dự báo	14,000Đ
PE 2017	17.9x

Sơ lược về doanh nghiệp

MWG hiện là nhà bán lẻ lớn nhất Việt Nam. Hiện nay MWG đang vận hành 3 chuỗi bán lẻ: Thegioididong, dienmayxanh và bachhoaxanh và 1 kênh bán hàng trực tuyến vuiivui.com. Giai đoạn 2012-2017, tăng trưởng của MWG chủ yếu nhờ vào chuỗi bán lẻ điện thoại thegioididong. LNST của MWG tăng 13 lần trong giai đoạn 2012-2016, từ mức 125 tỷ lên 1577 tỷ. Từ 2017 trở đi, khi MWG đã đạt hơn 42% thị phần bán lẻ điện thoại, tăng trưởng của MWG sẽ được tiếp nối bởi chuỗi điện máy xanh, tuy nhiên sức bật của MWG để tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nằm ở chuỗi bách hoá xanh – chuỗi cửa hàng thực phẩm tươi sống và nhu yếu phẩm.

Triển vọng kinh doanh 2018: Tích cực!

Chuỗi TGDD sẽ tăng trưởng chậm trong 2018. MWG không có kế hoạch tăng thêm số cửa hàng trong năm 2017. Tăng trưởng giai đoạn này chủ yếu đến từ Điện Máy Xanh. Cụ thể MWG đang đẩy mạnh việc mở thêm các cửa hàng, 9 tháng 2017 số cửa hàng ĐMX đã tăng từ 256 lên 531 giúp MWG chiếm 22% thị trường này. MWG sẽ tiếp tục lấy được thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ đang chiếm đến 35% thị trường. Quá trình này đang được đẩy nhanh thông qua việc mua lại chuỗi điện máy Trần Anh để tăng thêm sự hiện diện ở Hà Nội và các tỉnh phía Bắc. TCBS ước tính LNST của MWG có thể đạt 2,213 tỷ trong 2017 và 2,800 tỷ trong 2018. Ở mức giá 130,000 PE của MWG trong 2017 và 2018 lần lượt là 17.9x và 14.2x.

Tiềm năng tăng trưởng lớn của MWG nằm ở chuỗi Bách Hoá Xanh. Thị trường thực phẩm và nhu yếu phẩm có quy mô lớn gấp 30 lần so với thị trường điện máy hay di động, hơn nữa đang nằm chủ yếu ở các cửa hàng tạp hoá nhỏ và chợ truyền thống (chiếm đến 76%). Do đó Bách Hoá Xanh thành công sẽ là động lực tăng trưởng mạnh cho MWG. Ngoài ra MWG còn có kế hoạch áp dụng mô hình bán lẻ theo chuỗi vào các sản phẩm khác như dược phẩm.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị MUA đối với MWG vì:

- (1) Thị trường bán lẻ Việt Nam nằm trong top 6 hấp dẫn nhất toàn cầu nhờ tốc độ tăng trưởng của tầng lớp trung lưu. Tầng lớp trung lưu của Việt Nam đang gia tăng nhanh chóng và có thể chiếm đến 1/2 dân số vào năm 2020 với tỷ trọng dân số vàng trong độ tuổi lao động chiếm đến hơn 70%. MWG là doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu Việt Nam nhờ (i) khả năng quản lý áp dụng ERP hiệu quả cao (ii) khả năng quản lý trải nghiệm người dùng (iii) độ phủ dày đặc 63.63 tỉnh thành.
- (2) Mức PE 2017 khoảng 17.9x và 2018 là 14.2x vẫn là hấp dẫn nếu MWG duy trì được tốc độ tăng trưởng 30%/năm trong 3-5 năm tới. Tăng trưởng được hỗ trợ trong 2018 2019 bởi chuỗi Điện Máy Xanh và từ 2019 trở đi là từ chuỗi Bách Hoá Xanh. Với kinh nghiệm và lợi thế của nhà bán lẻ hàng đầu cùng thị trường bán lẻ đang đà tăng trưởng mạnh mẽ, TCBS đánh giá MWG có khả năng duy trì được tốc độ tăng trưởng cao trong 3-5 năm tới, do đó định giá hiện tại vẫn còn hấp dẫn.

Check list		
1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	✓
3	Rào cản gia nhập cao	✓
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✓
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✓
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✓
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	✓
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		10/10

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (HOSE: PNJ)

Giá khuyến nghị MUA	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
120,000	150,000 (+25%)	25,240	49%	4,850	30 tỷ

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

Doanh thu 2017(E)	13,310
Lợi nhuận 2017(E)	747
EPS dự báo	6,917
PE 2017	17.1x

Sơ lược về doanh nghiệp

Hoạt động kinh doanh chính của PNJ là sản xuất và buôn bán vàng trang sức (chiếm 81% doanh thu), vàng miếng (16.5% doanh thu) và bạc trang sức (2.2% doanh thu). PNJ hiện là doanh nghiệp hàng đầu ngành nữ trang Việt Nam, với thị phần lên tới 26.5% (năm 2016). PNJ sở hữu hệ thống cửa hàng bán lẻ nữ trang lớn nhất thị trường (261 cửa hàng trên 47 tỉnh thành cả nước), bỏ xa đối thủ đi sau là Doji với 30 cửa hàng và SJC với 49 cửa hàng.

Check list

1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	✓
3	Rào cản gia nhập cao	✓
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✓
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✓
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✓
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	✓
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		10/10

Triển vọng kinh doanh 2018: Tích cực!

Tiềm năng tăng trưởng của PNJ phụ thuộc vào mảng bán lẻ vàng trang sức trong đó 2 biến quan trọng là số lượng cửa hàng mở mới và tăng trưởng doanh thu/ cửa hàng. Tốc độ mở cửa hàng đang được PNJ đẩy nhanh hơn nhiều so với kế hoạch trước đây. Riêng tháng 11 PNJ đã mới thêm 9 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng trên toàn quốc lên 261. Mục tiêu tháng 4/2018 sẽ đạt 300 cửa hàng để kỷ niệm 30 năm thành lập. Con số cửa hàng mục tiêu đến 2021 lên tới 500, nếu đạt được sẽ khiến khoảng cách của PNJ so với các đối thủ ngày càng lớn.

Trung bình 1 cửa hàng của PNJ sẽ cần 12 tháng để hoà vốn và 18 tháng để đạt doanh số tối ưu. Do đó 55 cửa hàng mới mở trong năm 2015 2016 sẽ bắt đầu đóng góp tích cực vào hiệu quả kinh doanh năm 2018. TCBS dự báo PNJ có thể đạt tăng trưởng > 30% trong 2018, tiệm cận đến mốc 1000 tỷ LNST.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị MUA với ACB ở mức giá 120,000

- (1) PNJ giữ vị thế vững vàng trong ngành trang sức với 26.5% thị phần thị trường bán lẻ có thương hiệu và 261 cửa hàng bán lẻ, bỏ xa các đối thủ đi sau. Thị trường vàng trang sức có độ phân mảnh cao với các cửa hàng kinh doanh quy mô nhỏ chiếm đến 80% thị trường. Như vậy, dù là doanh nghiệp có thị phần cao nhất ngành, PNJ mới chỉ chiếm 5.3% thị phần toàn thị trường và còn rất nhiều dư địa để tăng trưởng. Chiến lược mở rộng của PNJ được hậu thuẫn bởi chính sách quản lý đo lường và chất lượng vàng trang sức (22/2013/TT-BKHCN)
- (2) PNJ đang giai đoạn tăng trưởng mạnh với kế hoạch nhân rộng chuỗi bán lẻ rất tham vọng. Kế hoạch ban đầu của PNJ là 300 cửa hàng vào 2020. Tuy nhiên gần đây, công ty đã đẩy nhanh kế hoạch, cụ thể 2018 đạt 300 cửa hàng, và 2021 đạt 500 cửa hàng. TCBS dự báo LNST của PNJ năm 2017 đạt 747 tỷ, tương đương PE 17x, 2018 đạt 950 tỷ, mức PE giảm xuống còn 13.3x ở mức giá khuyến nghị. Với tốc độ tăng trưởng cao và vị thế đi đầu, mức PE forward theo TCBS tính toán như trên còn tương đối hấp dẫn để mua và nắm giữ dài hạn.

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN Á CHÂU (HNX: ACB)

Giá khuyến nghị MUA	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
34,000	45,000 (+32%)	15,640	30%	34,112.8	100 tỷ

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

LNTT 2017	2,550
PB forward 2017	2.05
PE forward 2017	17.6x

Sơ lược về doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) được thành lập năm 1993 và niêm yết trên sàn HNX từ 2006. Giai đoạn 2007-2011 là thời kỳ đỉnh cao của ACB với tốc độ tăng trưởng cao vượt bậc, đưa ACB trở thành ngôi sao nổi bật trong số các Ngân hàng thương mại cổ phần. Tổng tài sản giai đoạn này tăng gấp 3 lần và lợi nhuận tăng 2 lần trong giai đoạn 5 năm này. ACB xuống dốc kể từ sự kiện bầu Kiên bị bắt năm 2012, cùng hàng loạt các bất lợi xảy ra như hoạt động huy động và kinh doanh vàng bị kiểm soát, kinh tế suy thoái đã khiến tổng tài sản của ACB giảm gần 1 nửa, lợi nhuận sụt giảm mạnh 75% trong này. 2014-2016 là giai đoạn hồi phục chậm của ACB sau khủng hoảng và năm 2017 đánh dấu sự hồi phục mạnh mẽ với tổng tài sản đã quay lại quy mô thời kỳ đỉnh cao năm 2011.

Check list		
1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	✓
3	Rào cản gia nhập cao	✓
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✓
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✓
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✓
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	?
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		9/10

Triển vọng kinh doanh 2018: Tích cực!

TCBS dự báo ACB có thể đạt 4,900 tỷ LNTT trong 2018, tăng gần gấp đôi so với 2017, chủ yếu nhờ gánh nặng nợ xấu đã được giải quyết triệt để trong 2017 khiến chi phí dự phòng giảm khoảng 70% so với 2017. Ngoài ra, tổng trích lập dự phòng và giá trị cho tài sản đảm bảo cho khoản nợ nhóm 6 công ty khoảng hơn 6,500 tỷ, trong khi dư nợ gốc chỉ còn 3,548 tỷ. Do vậy, ACB sẽ có thể có hoàn nhập dự phòng cho KQKD 2018.

Hoạt động cốt lõi cũng rất khả quan. TCBS dự báo tăng trưởng tín dụng của ACB sẽ đạt 18-20% với tỷ lệ NIM ổn định ở mức 3.4%. Theo đó thu nhập lãi ước tính có thể tăng trưởng 15%. Thu nhập ngoài lãi ước tính sẽ tăng mạnh do Ngân hàng đang tập trung vào hoạt động dịch vụ để tăng thu phí từ thanh toán.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị MUA với ACB ở mức giá 34,000 vì:

- (1) Chu kỳ kinh tế tăng trưởng trở lại là bối cảnh thuận lợi cho hoạt động của ngành Ngân hàng. ACB là ngân hàng có năng lực và vị thế tốt để giành thêm thị phần tín dụng nhờ tỷ lệ CAR cao hơn (12.3% so với 11.12% của nhóm TMCP và 9.69% của nhóm NHQD), tỷ lệ LDR thấp hơn (76.7% so với TB toàn hệ thống là 87.2%). Ngoài ra, với việc đẩy nhanh và hoàn tất việc xử lý nợ trong 2017, ACB sẽ không còn gánh nặng này từ 2018 và có thể tập trung đẩy hoạt động cốt lõi. Việc hoàn nhập dự phòng sẽ có thể tạo yếu tố đột biến cho kết quả hoạt động của ACB trong 2018.
- (2) Với triển vọng tăng trưởng khá thuận lợi và lạc quan trong 2018, PB và PE của ACB trong 2018 lần lượt là 1.75x và 8.6x khá hấp dẫn so với trung bình ngành. Do đó TCBS khuyến nghị MUA đối với ACB cho danh mục đầu tư 2018.

Giá hiện tại	Giá mục tiêu 2018	Giá trị sổ sách	Sở hữu nước ngoài	Vốn hoá	GTGD TB/ ngày
66,100	86,000 (+30%)	33,822	0%	528	8.3

Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

Doanh thu 2017(E)	516
Lợi nhuận 2017(E)	78
EPS dự báo	9,691
PE 2017	6.8x

Check list

1	Mô hình kinh doanh dễ hiểu	✓
2	Thị trường đủ lớn cho tăng trưởng	?
3	Rào cản gia nhập cao	✓
4	Có lợi thế cạnh tranh bền vững	✓
5	Kênh bán hiệu quả	✓
6	Hàm lượng công nghệ và R&D	✗
7	Nhu cầu vốn cho tài sản cố định thấp	✗
8	Tình hình tài chính lành mạnh	✓
9	Ban lãnh đạo tâm huyết và quản trị tốt	?
10	Định giá hấp dẫn	✓
Đánh giá		7/10

Sơ lược về doanh nghiệp

Công ty Cổ phần VIWACO (VAV) là 1 trong những công ty phân phối nước sạch sử dụng nguồn nước sông Đà tại Hà Nội. Địa bàn cấp nước của VAV bao gồm toàn bộ quận Thanh Xuân, quận Cầu Giấy, quận Nam Từ Liêm, một phần quận Hoàng Mai và huyện Thanh Trì. Ngoài lĩnh vực chính là phân phối nước sạch (chiếm 93% doanh thu), VAV cũng hoạt động trong lĩnh vực tư vấn và thi công xây lắp các công trình cấp thoát nước trên toàn quốc (chiếm 7% doanh thu).

Triển vọng kinh doanh: Tích cực trong giai đoạn 2018-2020

Triển vọng tương lai của VAV rất tích cực do (1) Về phía cầu, VAV được hỗ trợ chủ yếu từ địa bàn quận Nam Từ Liêm, hiện đang là điểm nóng bất động sản với mật độ dân cư chỉ bằng 1/3 các khu vực lân cận nhưng lại đang được đầu tư cơ sở hạ tầng đồng bộ, quy hoạch trở thành đô thị trung tâm trong tương lai. Ngoài ra, sản lượng nước tiêu thụ trên đầu người tại Việt Nam còn thấp (80l-90l/ngđ) so với thế giới (250l-300l/ngđ) cũng là một yếu tố hỗ trợ đầu ra cho VAV; (2) Về năng lực cung cấp, công suất của VAV cũng có khả năng tăng lên khoảng 30% khi phân kỳ 2 của dự án đường ống Sông Đà số 2 đi vào hoạt động vào đầu năm 2018. Công suất còn có thể tiếp tục tăng gấp đôi trong giai đoạn sau này khi phân kỳ 2 của dự án hoàn thành.

Quan điểm đầu tư

TCBS khuyến nghị MUA đối với VAV. VAV có vị thế độc quyền cung cấp nước trên địa bàn quản lý và tiềm năng tăng trưởng khả quan được hỗ trợ từ cả phía cung và cầu. Tình hình tài chính của VAV cũng khá lành mạnh. Do đặc thù của ngành phân phối bán lẻ nước, VAV nhận tiền mặt đúng kỳ thu tiền trong khi có khả năng trả chậm đối với đơn vị cung cấp, do đó dòng tiền từ HĐKD thường rất dồi dào, CFO luôn dương và tiền mặt chiếm đến 20% tổng tài sản. Biên lợi nhuận liên tục được cải thiện trong những năm gần đây do khả năng kiểm soát tốt tỷ lệ thất thoát nước. Tỷ lệ này của VAV là khoảng 20%, thấp nhất trong nhóm ngành, nhưng vẫn còn khả năng cải thiện về mức khoảng 5-10%.

Mức P/E cho năm 2018 tại mức giá 66,100 là khoảng 5.3x, khá hấp dẫn đối với doanh nghiệp có vị thế độc quyền như VAV.