

Triển vọng thị trường cuối năm 2017

# TIẾP TỤC HƯỚNG ĐẾN ĐỈNH CAO MỚI NHƯNG CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ MỚI LÀ NHÂN TỐ QUYẾT ĐỊNH

**Bạch An Viễn** Tel. 0968 509 681

*vien.ba@kisvn.vn*

**Nguyễn Hoàng Hà** Tel. 0978 716 538

*ha.nh@kisvn.vn*

- Bản báo cáo là của khách hàng và được thực hiện để phục vụ nhu cầu của khách hàng. Mọi quyền lợi của khách hàng không được bảo đảm bởi báo cáo này.
- Bản báo cáo là dựa trên các tài liệu mà công ty đã thu thập được và không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ, kịp thời của các tài liệu này. Công ty không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.
- Các dữ liệu được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Công ty không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

# Contents

---

1. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG Q3
2. TRIỂN VỌNG TTCK CUỐI NĂM
3. DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ Q4
4. TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN

# 1

## DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG Q3

1. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG Q3
2. TRIỂN VỌNG TTCK CUỐI NĂM
3. DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ Q4
4. TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN

# REVIEW NHẬN ĐỊNH THÁNG 8

- **Xu thế chính vẫn là tăng**

- Hỗ trợ chính: Tăng trưởng KT mạnh lên, nới lỏng CS tiền tệ, thanh khoản cao, Lợi nhuận DN khả quan, sự ra đời CK phái sinh (Q3/17), NĐTNN duy trì mua ròng, nỗ lực đổi mới để nâng hạng thị trường lên Emerging trong 1-2 năm tới
- Thách thức: Áp lực chốt lời gia tăng đều đặn trên cơ sở định giá không còn rẻ, nguồn cung IPO và niêm yết mới cao

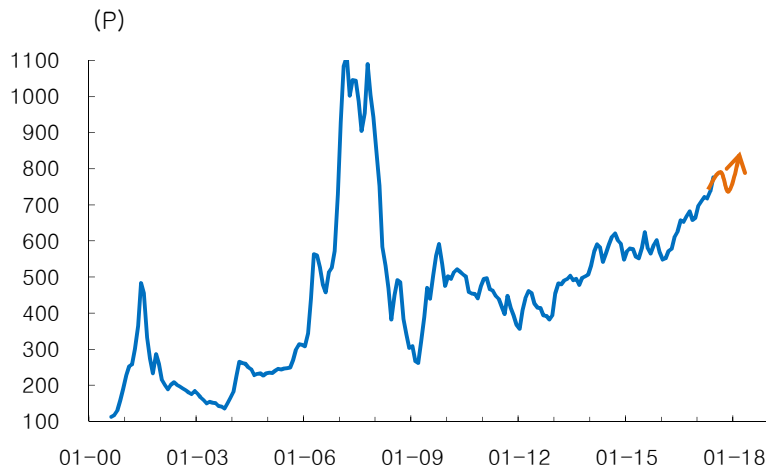
- **Nâng mục tiêu thị trường: VN-Index vận động trong xu thế tăng từ 750 ~ 820p (-4% ~ +6%)**

- Biên độ tăng thu hẹp so với 1H (665-775)
- Mức lạc quan nhất có thể đạt 830-835

- **Chiến lược đầu tư**

- Phân hóa gia tăng → Chú trọng vào cp có mức LN kì vọng cao hơn là mức tăng tổng thể của TT: nhóm cổ phiếu DNNN lớn được IPO và niêm yết mới, Nhóm chứng khoán-NH vốn được hưởng lợi từ sự bức phá của TTCK và NQ xử lý nợ xấu; CP vốn hóa lớn được kì vọng nâng room khi SHNN đã chạm giới hạn; cp đầu ngành tăng trưởng ổn định

## Xu thế VNI 2H2017



Nguồn: Bloomberg, KISV

## Triển vọng thị giá VNI 2017

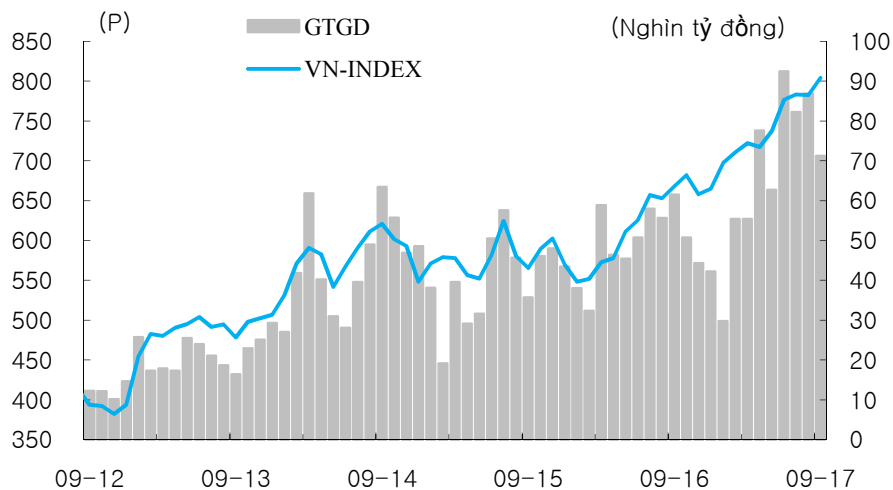
		Forward P/E							
		13.0 x	13.5 x	14.0 x	14.5 x	15.0 x	15.5 x	16.0 x	16.5 x
Tăng trưởng Forward EPS	15%	640	<b>665</b>	<b>689</b>	714	739	763	788	813
	16%	646	<b>671</b>	<b>695</b>	720	745	770	795	820
	17%	651	676	701	726	751	777	<b>802</b>	<b>827</b>
	18%	657	682	707	733	758	783	<b>808</b>	<b>834</b>
	19%	662	688	713	739	764	790	815	841
	20%	668	694	719	745	771	796	822	848

Nguồn: Bloomberg, KISV

# Q3: VN-INDEX VƯỢT 800 VÀ DUY TRÌ XU THẾ TĂNG

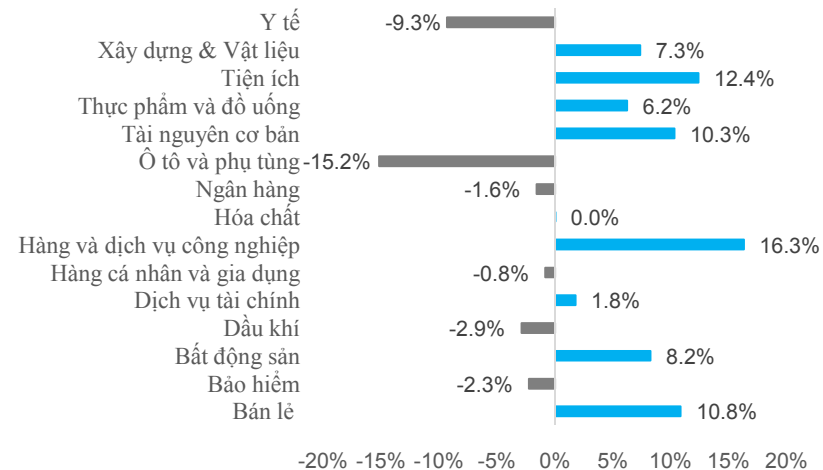
- Quý 3: VN-Index tiếp tục xác lập đỉnh cao mới trong vòng 10 năm nhưng phân hóa bắt đầu rõ nét**
  - Xu thế tăng tiếp tục được duy trì trong quý III với sự tích cực của nhóm Tiện ích, thép, bán lẻ, BĐS, tiêu dùng
  - Cổ phiếu large-caps, đầu ngành tích lũy trong khoảng thời gian dài bùng phát như VIC (+20%), MSN (+31%), VJC (+22%)... Ngoài ra, những cổ phiếu có đà tăng tốt kể từ đầu năm như MWG (+13%), GAS (+20%), SAB (+25%), ACB (+18%), HBC (+20%)... giúp VN-Index hướng đến mục tiêu cả năm 830-835
  - Phân hóa diễn ra rõ nét: VN30 là duy trì được đà tăng mạnh trong khi VNMid-Cap và VNSmall-Cap đang hình thành xu hướng giảm ngắn hạn do sự suy yếu của dòng tiền đầu cơ
- VN-Index bắt đầu điều chỉnh sau giai đoạn tăng ấn tượng, hiện tại chỉ số đang dao động tại vùng 820-830 điểm.**
  - Áp lực chốt lời bắt đầu xuất hiện nhiều hơn ở các cổ phiếu large-cap sau giai đoạn tăng nhanh
  - Sự phân hóa diễn ra mạnh, chủ yếu sự tích cực chỉ tập trung ở một số cổ phiếu cơ bản tốt hoặc câu chuyện thoái vốn. Xuất hiện nhiều phiên chỉ số tăng nhưng tỷ lệ mã tăng/giảm khá cân bằng

**Diễn biến VN-Index và GTDD**



Nguồn: Bloomberg

**Tăng trưởng nhóm ngành Q3/2017**



Nguồn: KISV

# 2

## TRIỂN VỌNG TTCK CUỐI NĂM 2017

1. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG Q3
2. TRIỂN VỌNG TTCK CUỐI NĂM VÀ BỨC TRANH KINH TẾ
3. DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ Q4
4. TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN

# CUỐI NĂM 2017: VN-INDEX ĐI LÊN THEO HÌNH “ZIC ZAC”

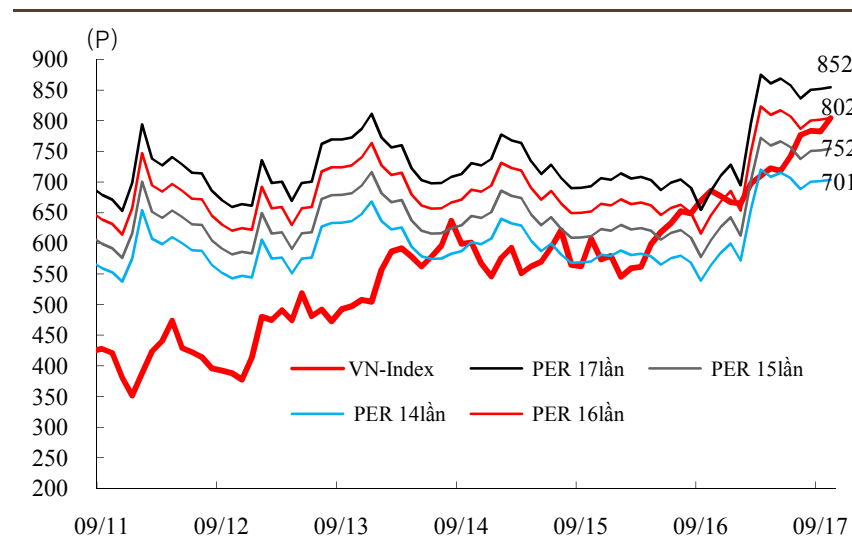
- VN-Index đang được định giá không quá hợp lý

- P/E đạt 16.4x vào thời điểm cuối tháng 9/2017, cao hơn so mức 16x vào cuối tháng 6/2017
- So với các thị trường khác trong khu vực thì mức P/E của Việt Nam vẫn còn khá thấp. So với MSCI Frontier (17.2x) thì mức định giá của VN vẫn còn khá hấp dẫn trong bối cảnh tăng trưởng KT và LN doanh nghiệp tích cực

## VN-Index có thể sẽ vận động trong xu thế tăng từ 800~850 điểm từ nay đến cuối năm

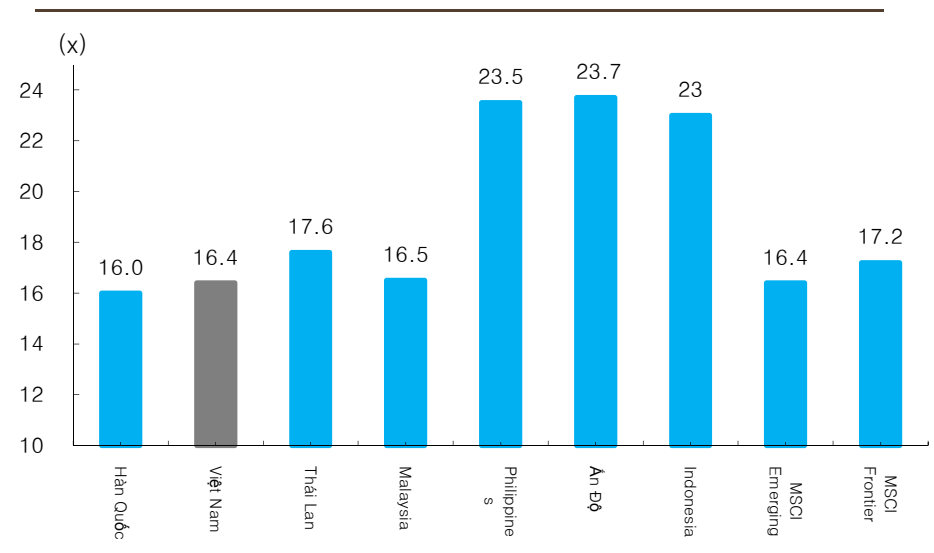
- VN-Index vận động trong vùng P/E 16~17x với xu thế tăng “zic zac”
- Hỗ trợ chính: Sự kiện APEC, Tăng trưởng GDP Q4 tích cực và đạt mức kế hoạch 6.5-6.7%; nói lỏng CS tiền tệ duy trì; tăng trưởng LN doanh nghiệp mở rộng ở các ngành chi phối: TC-NH, BĐS-XD, tiêu dùng, bán lẻ, VLXD, tiện ích...; hoạt động thoái vốn NN...
- Thách thức: Áp lực chốt lời đều đặn khi VNI tiến tới các mức cao mới; áp lực cung IPO và niêm yết mới; NĐTNN gia tăng bán rông

**Dự báo VNI Q4/2017**



Nguồn: Bloomberg, KISV

**Tương quan định giá VNI với các thị trường khu vực – P/E**

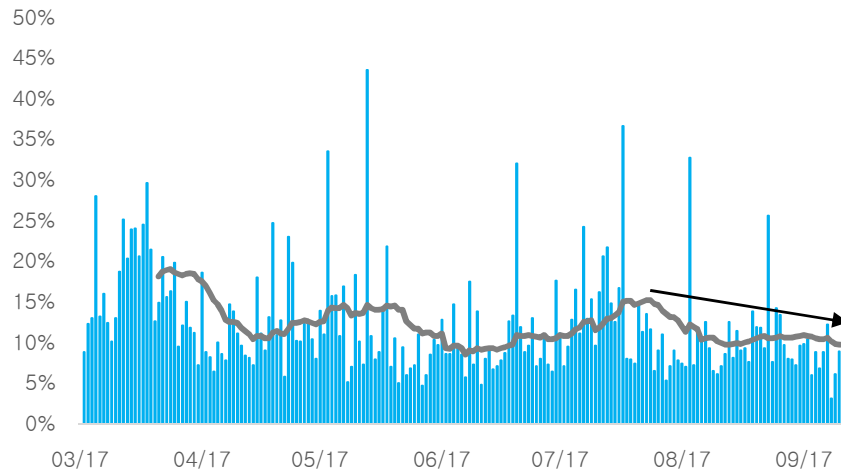


Nguồn: Bloomberg, KISV

# NĐTNN BÁN RÒNG NHIỀU HƠN NHƯNG KHÔNG ĐÁNG NGẠI

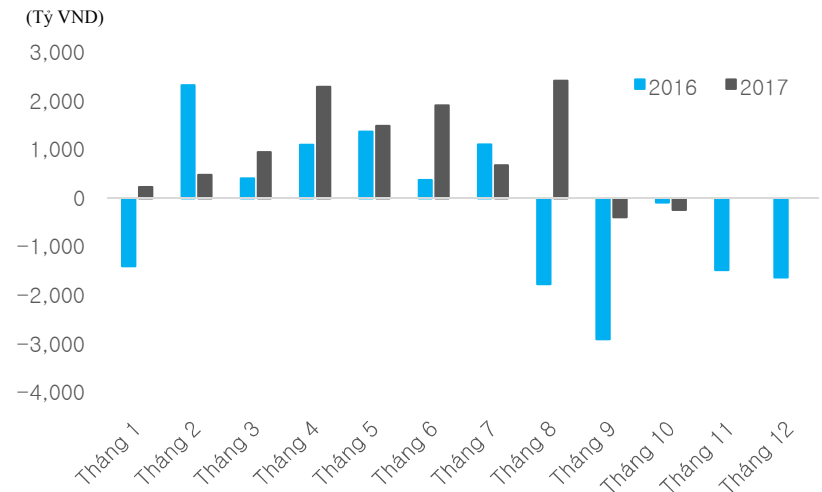
- Khối ngoại bán ròng đầu tiên trong tháng 9 sau 8 tháng đầu năm mua ròng liên tiếp. Tuy nhiên, xét chung cho quý III và cả năm 2017 thì khối ngoại vẫn duy trì đà mua ròng.
- Áp lực bán ròng của NĐTNN vào những tháng cuối năm sẽ gia tăng:
  - Chỉ số đã lên mức cao và dư địa tăng trưởng cũng không còn lớn → Áp lực chốt lời gia tăng
  - Rủi ro đến từ việc FED vẫn còn một đợt tăng lãi suất trong năm 2017, qua đó làm hạn chế vốn ngoại vào TT mới nổi.
- **Áp lực bán ròng không đáng ngại nhờ nền tảng vĩ mô vững chắc, triển vọng tăng trưởng KT và doanh nghiệp khả quan; xu thế IPO và niêm yết các DN lớn...**

Mức độ đóng góp của NĐTNN trên tổng GTGD



Nguồn: KISV, FiinPro

Hoạt động mua ròng khối ngoại trên VN-Index năm 2016 và 2017



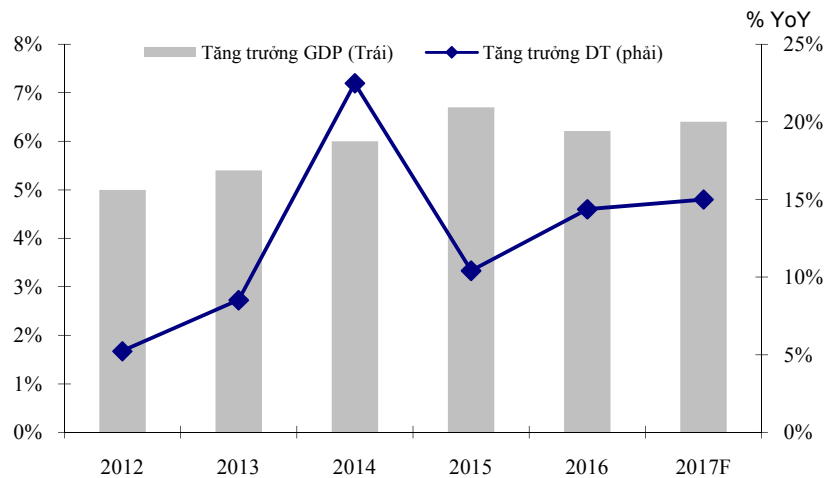
Nguồn: KISV, FiinPro



# LỢI NHUẬN DN VẪN KHỞI SẮC NHƯNG PHÂN HÓA

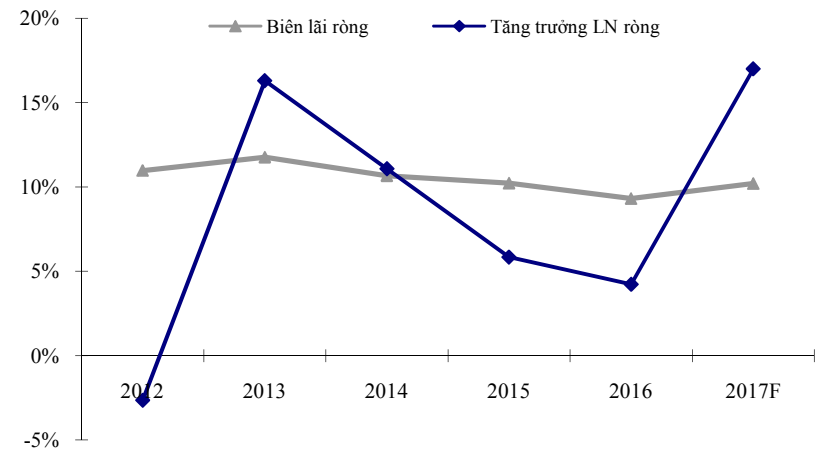
- **Lợi nhuận quý III vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực**
  - 1H2017: Doanh thu và LN ròng của các DN niêm yết tăng trưởng lần lượt 14,9% y/y và 28,2% y/y
  - Thống kê 260 DN đã công bố KQKD Q3: DN và LN ròng tăng trưởng lần lượt 15,1% y/y và 42,2% . Tuy nhiên, bức tranh LN phân hóa với 40% DN công bố LN giảm so với cùng kỳ năm trước
  - Nhóm TC-NH, BĐS, bán lẻ, xây dựng và VLXD là động lực tăng trưởng chủ yếu
- **LN quý IV được kì vọng sẽ là đòn bẩy cho thị trường**
  - Nhờ nhu cầu trong nước và TG tăng nhờ yếu tố thời vụ, lãi suất ổn định ở mức thấp và chi phí sản xuất được kiểm soát, ngành tài chính, BĐS phục hồi tích cực → Làm giảm áp lực định giá với VN-Index

Tăng trưởng DT và GDP



Nguồn: GSO, KISV Research

Tăng trưởng LN và Biên lãi ròng trung bình



Nguồn: KISV Research

# 3

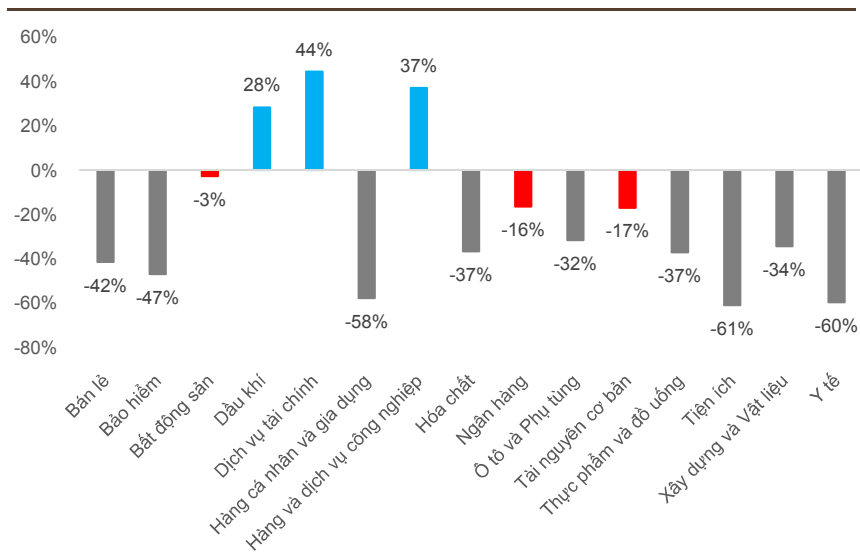
## DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ

1. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG Q3
2. TRIỂN VỌNG TTCK CUỐI NĂM
3. DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ Q4
4. TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN

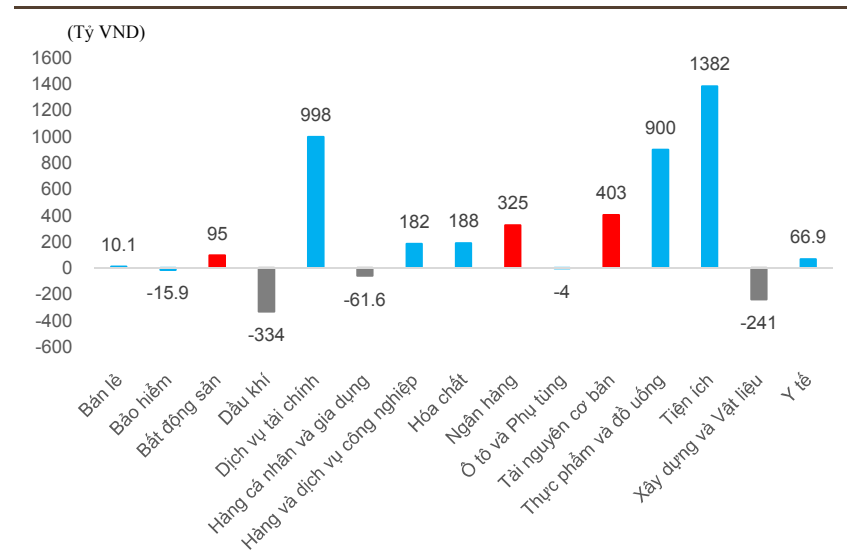
# TÀI CHÍNH, THÉP VÀ BĐS KÌ VỌNG GIỮ ĐƯỢC XU THẾ TĂNG

- Trong quý 3, GTGD của toàn thị trường nhìn chung giảm. Nếu so với các nhóm ngành khác thì 3 nhóm Ngân hàng, thép và Bất động sản có mức giảm tương đối thấp.
- Sau những nhịp điều chỉnh nhẹ thì 3 nhóm kể trên đã về vùng giá hấp dẫn hơn để đón đầu KQKD tích cực trong những tháng cuối năm.
- Là các nhóm ngành mà NĐTNN có được trạng thái mua ròng trong quý 3, cho thấy dòng vốn ngoại vẫn đang khá ưa thích những cổ phiếu của các nhóm này.
- Được hỗ trợ bởi yếu tố cơ bản, kết quả lợi nhuận cao điềm vào quý 4

Tốc độ tăng trưởng GTGD (Q-o-Q)



Mua/bán ròng của NĐTNN trong quý 3



Nguồn: KISV, Fiinpro

Nguồn: KISV, Fiinpro

# DANH MỤC TIÊU BIỂU KHUYẾN NGHỊ QUÝ IV

Ngành	Mã CP	Khuyến nghị	Giá mua	Giá mục tiêu	Giá cắt lỗ
Bất động sản	NLG	Mua	27-28	33	<25
	DIG	Mua	15.5-16	19-20	<15
	VIC	Mua	52-53	60	<49
Tài nguyên cơ bản	HPG	Mua	36-37	45	<34
	NKG	Mua	34-35	40	<33
Ngân hàng	MBB	Mua	22	26	<21
	VPB	Mua	40-41	45	<38
	BID	Mua	20-20.5	25	<19
	SHB	Mua	8-8.1	9	<7.8
Chứng khoán	SSI	Mua	23-23.5	28	< 21
	HCM	Mua	36-37	47	<34
Xây dựng	HBC	Mua	59-60	70	<55
	CTD	Mua	206-208	250	<200
Tiêu dùng	VNM	Mua	144-145	155	<142
Ngành khác	GMD	Mua	42.5-43	50	<41
	AAA	Mua	33-34	42	<30

# 4 TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN

1. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG Q3
2. TRIỂN VỌNG TTCK CUỐI NĂM
3. DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ Q4
4. TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN



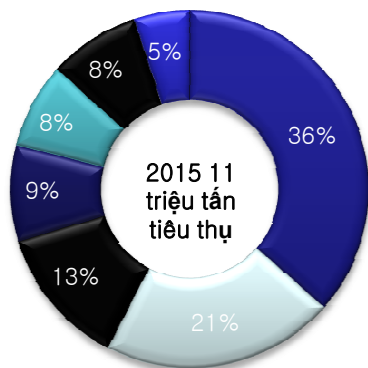
## NGÀNH PHÂN BÓN – TĂNG TỶ TRỌNG ĐẶT CƯỢC DÀI HẠN GIỮA BỐI CẢNH ĐÀU RA ẨM ĐẠM

10/10/2017

Chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với tầm nhìn dài hạn cho ngành phân bón nhờ vào định giá hấp dẫn, động lực chuyển dịch ngành tích cực và một số chính sách hỗ trợ trong khi rủi ro chiều xuống được giới hạn nhờ cổ tức cao.

# CẤU TRÚC NGÀNH

## Cơ cấu sản phẩm phân bón Việt Nam



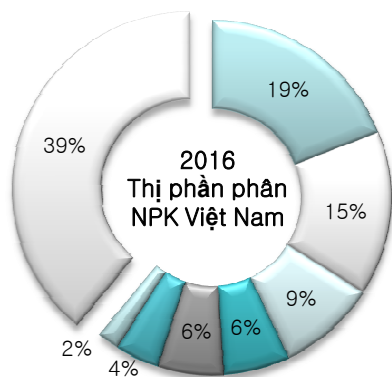
Source: MoIT, Vinachem

- phân NPK
- phân ure
- phân lân
- DAP (phân kép N&P)
- MAP (phân kép N&P)
- phân Kali
- khác (SA, hữu cơ, ...)

## Chuỗi giá trị ngành phân bón Việt Nam

Sản phẩm	Nguyên liệu đầu vào	Sản xuất	Phân phối
Ure	Khí, than, hóa chất	DPM, DCM, DHB	Chi nhánh thuộc sở hữu
Lân	Quặng Apatit, H <sub>2</sub> SO <sub>4</sub>	LAS, VAF, NFC	Nhà phân phối lớn
Kali	Quặng Kali, lưu huỳnh	100% nhập khẩu	Đại lý cấp 1
Hỗn hợp kép	Amoniac, Apatit, S	DAP-Vinachem, 70% nhập khẩu	Bán lẻ cấp 2
Hỗn hợp NPK	Phân đơn N,P,K	BFC, LAS, SFG, DPM, ...	<u>Người dùng:</u> Nông dân, hợp tác xã, doanh nghiệp
Organic	Chất thải động, thực vật	Nông dân địa phương	

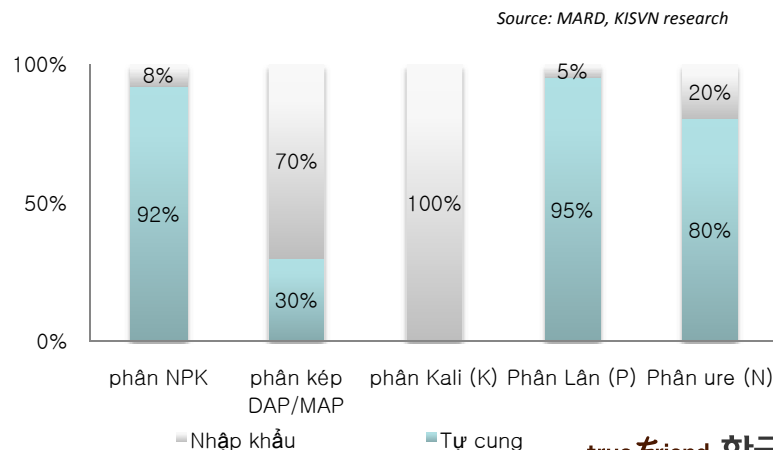
## Thị phần phân hỗn hợp NPK Việt Nam



Source: KISVN estimated

- Lâm Thao (LAS)
- Bình Điền (BFC)
- Vinacam NPK (phân phối)
- Con Ó (SFG)
- Việt Nhật
- Baconco
- Đạm Phú Mỹ (DPM)
- Doanh nghiệp địa phương & nhập khẩu

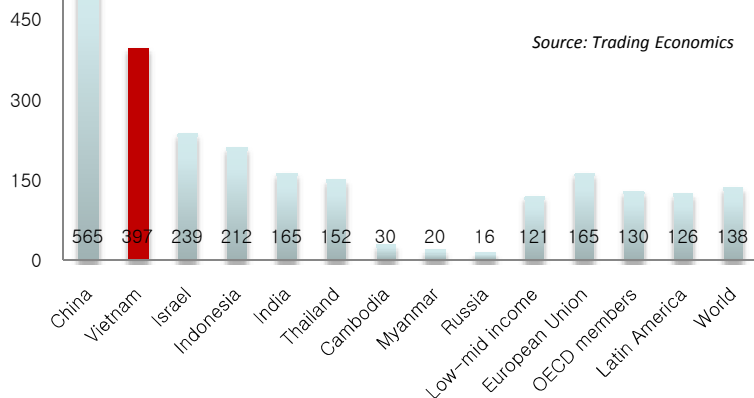
## Tình hình tự cung/nhập khẩu phân bón



# BỐI CẢNH TIÊU THỤ ẨM ĐẠM...

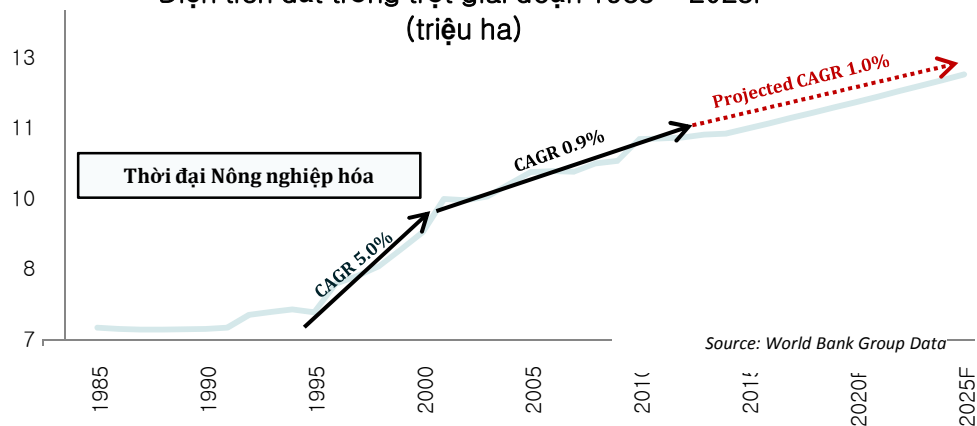
## Tiêu thụ phân bón cao nhất ngưỡng

Tiêu thụ phân bón Việt Nam và các nước trên thế giới 2014 (kg/ha)



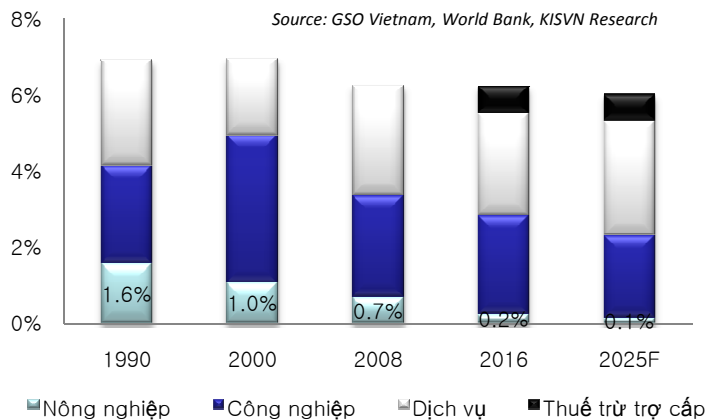
## Tăng trưởng diện tích đất chậm lại

Diện tích đất trồng trọt giai đoạn 1985 – 2025F (triệu ha)



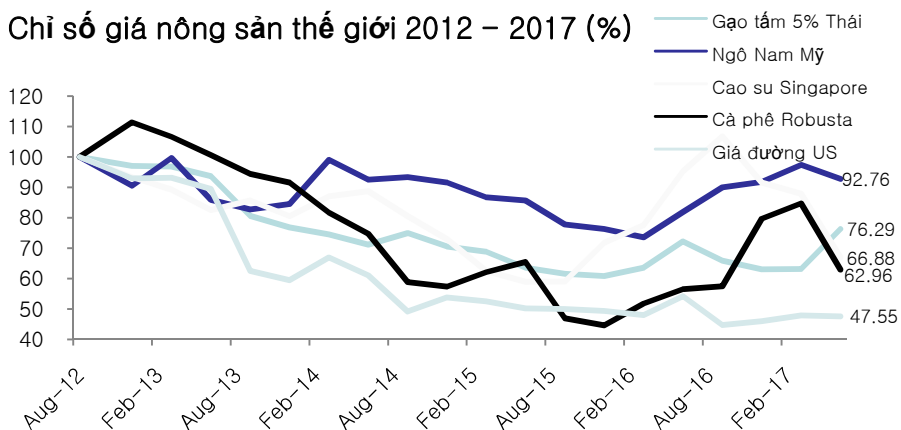
## Chuyển dịch cơ cấu kinh tế sang hướng CN/DV

Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành



## Chỉ số giá nông sản thế giới

Chỉ số giá nông sản thế giới 2012 – 2017 (%)



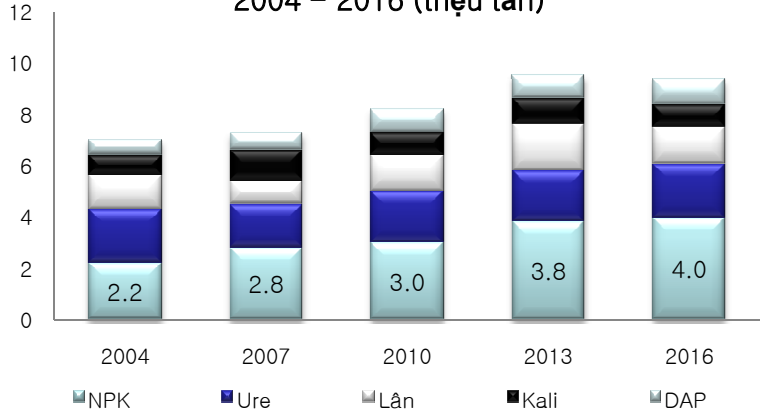
Source: Bloomberg, KISVN research



# ... CƠ HỘI TỪ CHUYỂN DỊCH NỘI NGÀNH VÀ CHÍNH SÁCH

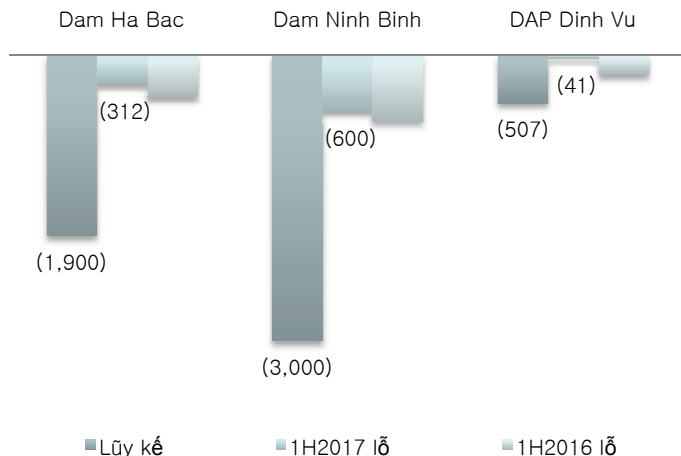
## Chuyển dịch từ phân đơn sang phân hỗn hợp

Xu hướng tiêu thụ phân bón Việt Nam  
2004 – 2016 (triệu tấn)

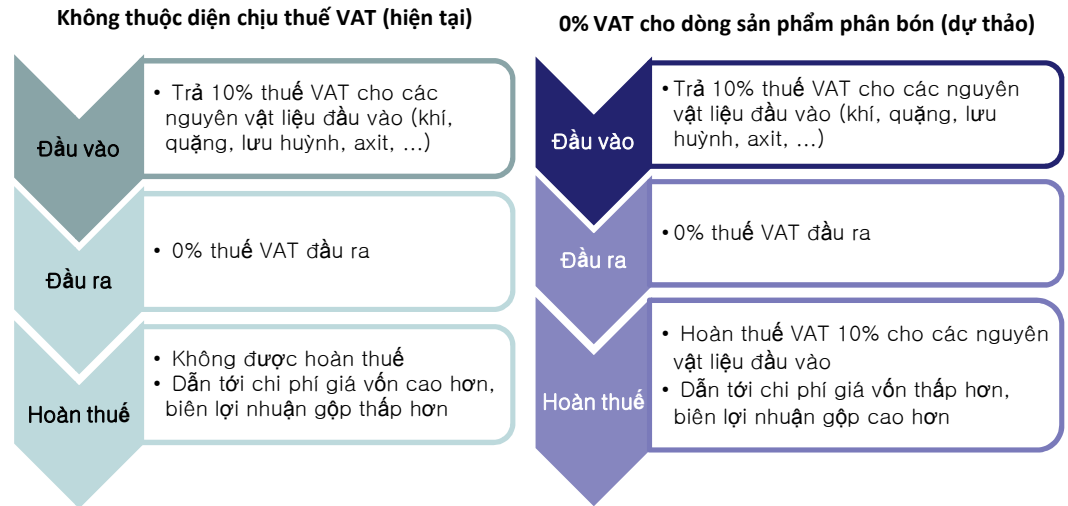


Source: MARD, KISVN research

## Các nhà sản xuất chi phí cao bên bờ vực thẳm



## Cơ hội từ chính sách thuế VAT 0%, sớm nhất 2019

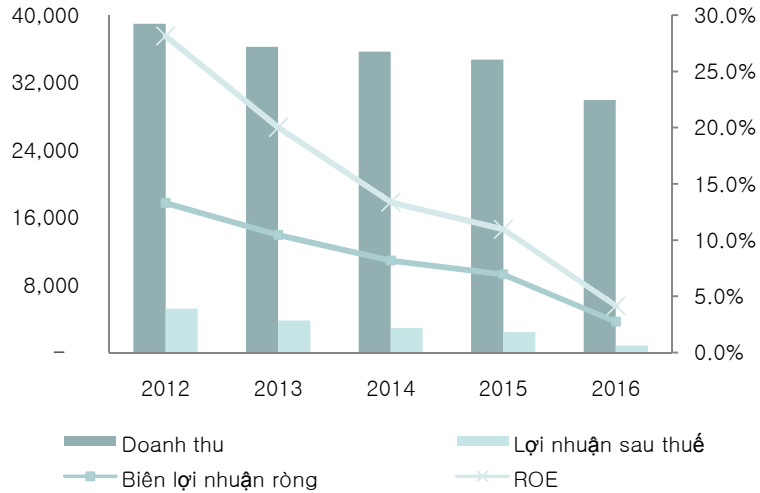


Cty.	Nguyên vật liệu	2016 LNST (tỷ VND)	Tác động dự kiến đến lợi nhuận trước thuế	Tác động dự kiến đến EPS
DPM	Khí tự nhiên (58%)	1,140.9	+350 tỷ trước thuế	+715VND
DCM	Khí tự nhiên (20%)(*)	624.3	+215 tỷ trước thuế	+325VND
LAS	Quặng apatit, lưu huỳnh, kali (90%)	138.2	+100-120 tỷ trước thuế	+770VND
VAF	Quặng apatit, than (73%)	44.4	+50-60 tỷ trước thuế	+1,150VND
BFC SFG	Phân đơn thành phẩm N,P,K (95%)	277.1 90.6	Thành phẩm đầu vào không được hoàn thuế	n/a

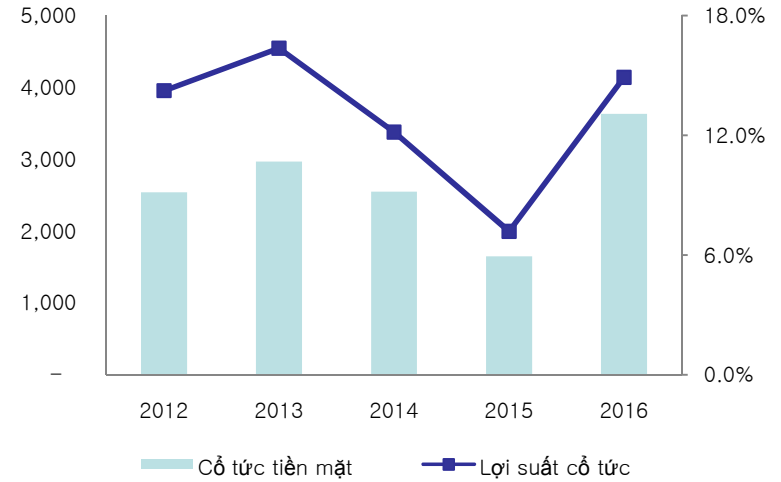
Source: KISVN research, (\*) DCM được hỗ trợ giá khí từ PVN

# PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

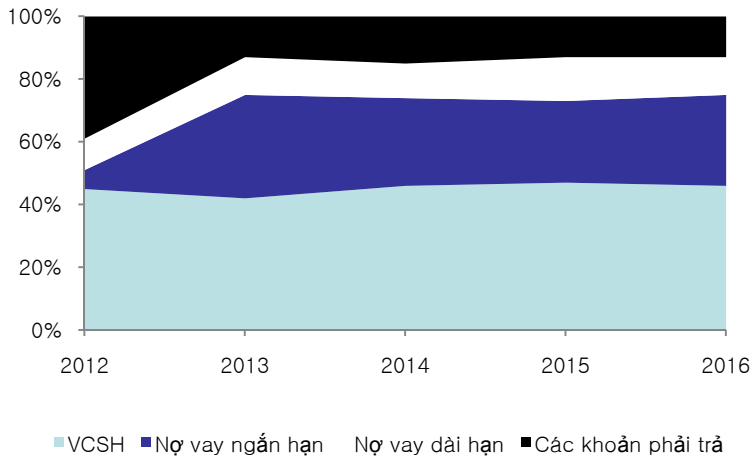
## Kết quả kinh doanh 2012 - 2016



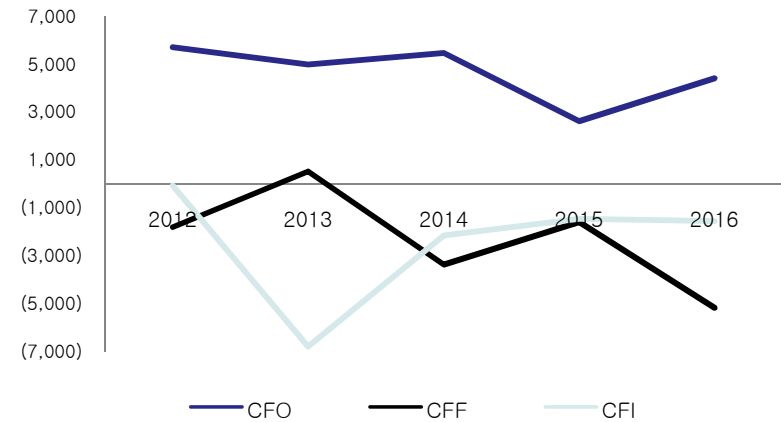
## Lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt 2012 - 2016



## Cơ cấu vốn tài trợ



## Lưu chuyển tiền tệ



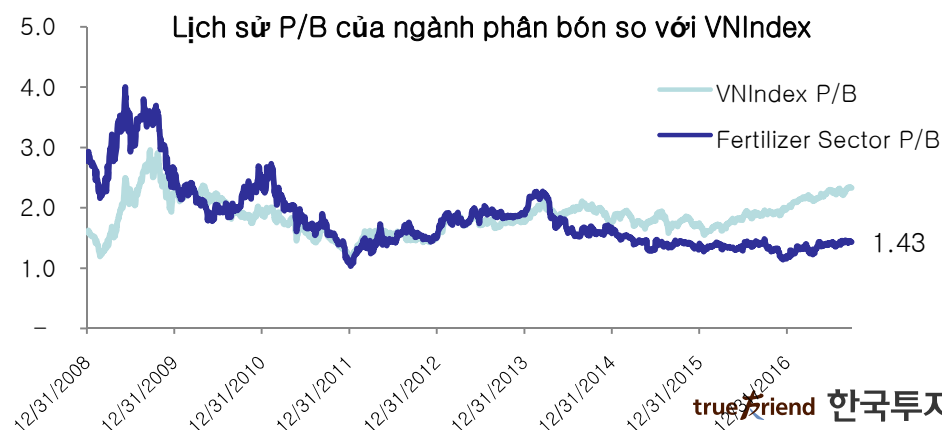
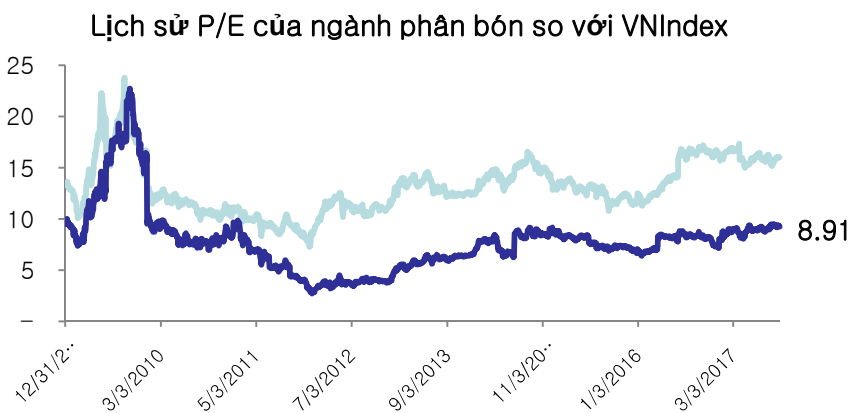
# NGÀNH PHÂN BÓN – TĂNG TỶ TRỌNG

## 1. Quan điểm đầu tư:

- Ngành sản xuất quan trọng, đảm bảo an ninh lương thực nội địa cho 90 triệu dân và 15 tỷ USD xuất khẩu nông sản
- Cấu trúc cạnh tranh của ngành sẽ ít thay đổi vì những nhà sản xuất lớn đã có lợi thế kinh doanh lớn về sở hữu nguồn đầu vào và kênh phân phối rộng rãi
- Xu hướng chuyển dịch lớn từ phân đơn sang phân hỗn hợp
- Các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ, bao gồm: VAT 0%, thuế tự vệ cho sản phẩm DAP/MAP và ép buộc thoái vốn Nhà nước
- Rủi ro chiều xuống được giới hạn nhờ tỷ lệ cổ tức cao trong khi định giá P/B hấp dẫn ở mức 1.43x, thấp hơn 40% so với VNIndex – khá hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

## 2. Rủi ro:

- Bức tranh tiêu thụ phân bón ảm đạm, bởi sức ép từ ba phía: dư địa tăng trưởng ngành thấp, xu thế hiện đại hóa và sự đi ngang của giá nông sản
- Sản phẩm nhập khẩu, đặc biệt là nhóm phân đạm và kép DAP/SA, đang ngày càng chiếm lĩnh thị phần nội địa
- Xu thế sản xuất nông sản sạch và hữu cơ sẽ là mối đe dọa trong tương lai
- Sửa đổi Luật thuế VAT 0% chỉ có thể được áp dụng sớm nhất vào năm 2019
- Sở hữu Nhà nước khá cao trong các doanh nghiệp sản xuất phân bón góp phần cản trở sự linh hoạt và tăng trưởng



# KHUYẾN NGHỊ CỔ PHIẾU

#	Mã	Công ty	Sản phẩm	P/E	P/B	EV/EBITDA	Cổ tức	Khuyến nghị
1	DPM	Đạm Phú Mỹ	Ure, NPK	11.82x	1.10x	6.29x	8.79%	Tăng tỷ trọng
2	DCM	Đạm Cà Mau	Ure	9.00x	1.19x	3.77x	7.33%	Trung lập
3	BFC	Phân bón Bình Điền	NPK	8.03x	2.38x	6.07x	4.91%	Trung lập
4	DHB	Đạm Hà Bắc	Ure	-	1.78x	-	-	Giảm tỷ trọng
5	LAS	Hóa chất Lâm Thao	NPK & Lân	11.10x	1.34x	6.56x	6.37%	Trung lập
6	DDV	DAP Đình Vũ	DAP	-	1.10x	-	-	Giảm tỷ trọng
7	SFG	Phân bón Miền Nam	NPK & Lân	6.96x	1.13x	7.39x	4.27%	Trung lập
8	VAF	Phân lân Văn Điển	NPK & Lân	10.07x	0.98x	4.91x	8.44%	Tăng tỷ trọng
9	NFC	Phân lân Ninh Bình	Lân	13.36x	1.33x	8.72x	6.25%	Trung lập



DPM



DCM



BFC