BSC

Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

BÁO CÁO
TRIỂN VỌNG NGÀNH
2018

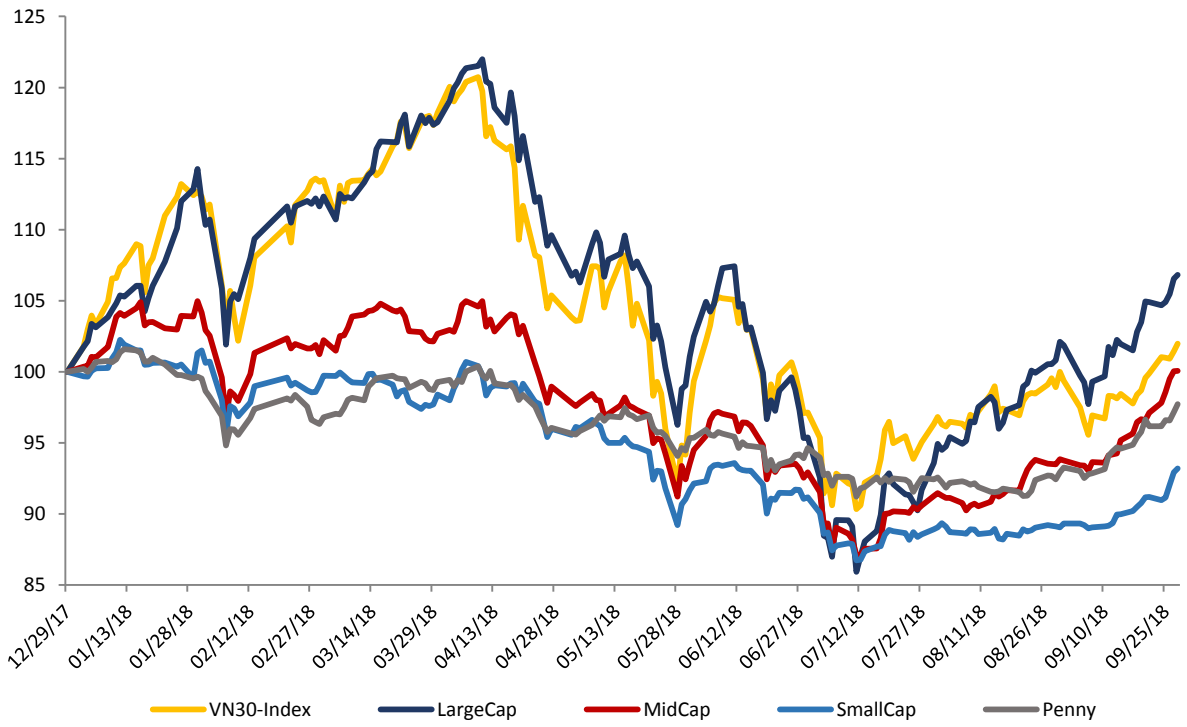
MỤC LỤC

Diễn biến TTCK trong 9 tháng đầu năm 2018 1
Top các cổ phiếu nổi bật Quý 3/2018 4
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 9T2018 5
Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý 7
Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2018 10
So sánh ngang với TTCK khu vực 11
Chiến lược đầu tư ngành Quý 4/2018 12
Triển vọng Ngành Quý 4 và cả năm 2018 14
Tóm tắt Triển vọng Ngành Quý 4 và cả năm 2018 16
Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2018 22
- Ngành Ngân hàng [Khả quan] 24
- Ngành Dầu Khí [Khả Quan] 29
- Ngành Điện [Khả quan] 31
- Ngành Công nghệ thông tin [Khả quan] 35
- Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan] 36
- Ngành Bất Động Sản [Khả Quan] 38
- Ngành Tiêu Dùng [Khả Quan] 41
- Ngành Xây Dựng [Trung lập] 44
- Ngành Thép [Trung lập] 47
- Ngành Gạch men [Trung lập] 49
- Ngành Nhựa [Trung lập] 51
- Ngành Dược [Trung lập] 53
- Ngành Dệt may [Trung lập] 55
- Ngành Cảng biển [Trung lập] 57
- Ngành Vận tải biển [Trung Lập] 59
- Ngành Cao su [Trung lập] 62
- Ngành Săm lốp [Trung lập] 64
- Ngành Phân bón [Trung lập] 66
- Ngành Thủy sản [Trung lập] 69
- Ngành Mía đường [Kém khả quan] 72
- Ngành Xi măng [Kém khả quan] 74

Diễn biến TTCK trong 9 tháng đầu năm 2018

- **Xét về Điểm số.** Chỉ số thị trường hồi phục mạnh trong quý 3/2018 sau khi tạo đáy vào cuối tháng 6 và đầu tháng 7. Sự phục hồi bắt đầu từ bộ đôi cổ phiếu HAG và HNG sau đó là các dòng cổ phiếu trụ nhóm VN30 và largeCap. Tính đến hết tháng 9/2018, chỉ số VN-Index tăng 32.89 điểm (+3.34% ytd) lên mức 1,017.13 điểm và chỉ số HNX-Index giảm -0.58 điểm (-0.5% ytd) xuống mức 116.28 điểm.
- **Về diễn biến thị trường.** Các cổ phiếu trụ sau khi điều chỉnh mạnh đều có sự hồi phục nhanh chóng sau đó lan tỏa lên thị trường chung khiến cổ phiếu nhóm SmallCap và Penny hồi phục trong tháng 9. Các cổ phiếu hỗ trợ chỉ số VN-Index gồm VIC +53.87% (góp 40 điểm), GAS +23.92% (góp 15.1 điểm), BID +38.04% (góp 11.6 điểm), VCB +16% (góp 10.4 điểm), BVH +52.03% (góp 8.4 điểm). Ở chiều ngược lại, các cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào đà giảm của chỉ số gồm: ROS -73.38% (giảm -22.5 điểm), VNM -19.3% (giảm -22.2 điểm), TCB -14.6% (giảm -6.4 điểm), SAB -9.5 (giảm -4.9 điểm) và VHM -4.07% (giảm -3.9 điểm).
- **Nhóm cổ phiếu.** Tính đến hết tháng 9/2018, các nhóm cổ phiếu phân theo vốn hóa có hiệu suất trái ngược. Nhóm SmallCap giảm mạnh nhất với hiệu suất -6.8%, tiếp theo là các nhóm Penny -2.3%; trong khi ở chiều ngược lại, nhóm LargeCap tăng 6.8%, VN30 tăng 2% và Midcap tăng 0.06%. Xét 9 tháng đầu năm 2018, chỉ có 10/18 ngành tăng điểm. Những nhóm tăng mạnh nhất gồm (1) Bảo hiểm tăng 29.29% có đóng góp của BVH ; (2) Bất động sản tăng 27.75% với đóng góp của VIC và (3) Thủy sản. Những nhóm giảm mạnh nhất gồm Xây dựng và vật liệu -35.7% với ROS và CTD, Truyền thông giảm -33.31% do YEG.
- **Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến VN-Index và TTCK Quý III năm 2018.** Thị trường chứng khoán bị tác động mạnh bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước. Các yếu tố vĩ mô bao gồm: **(1) Chiến tranh thương mại Mỹ- Trung; (2) Địa chính trị Iran, Bắc Triều Tiên; (3) FED tăng lãi suất lên mức 2-2.25% kéo theo sự lên giá của USD; (4) Thị trường Việt Nam được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi loại 2 của FTSE**. Một số yếu tố nội tại tác động đến thị trường trong 9 tháng đầu năm 2018 bao gồm: (1) P/E và P/B VN-Index cao so với thế giới, các cổ phiếu chủ chốt có mức định giá cao; (2) Thị trường bị méo mó bởi các cổ phiếu lớn mới niêm yết với mức định giá cao. (3) Kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng tốt, Việt Nam đang hướng tới hoàn thành và vượt các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô xây dựng từ đầu năm. Để giúp nhà đầu tư có thêm góc nhìn về ảnh hưởng của thị trường Việt Nam được nâng lên thị trường mới nổi của FTSE, chúng tôi công bố báo cáo Việt Nam nâng hạn lên thị trường mới nổi FTSE.

- **Diễn biến của các nhóm cổ phiếu**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Các sự kiện theo mốc thời gian

Tháng	Thời gian (ngày)	Sự kiện Quốc tế
Tháng 1	9	Fed họp
	18	ETF VFM VN30 review
	24	Họp ECB
	30	Mỹ điều chỉnh lãi suất
Tháng 2	20	Họp Fed
	25-28	Ishares MSCI review
Tháng 3	7	Họp ECB
	20	Mỹ điều chỉnh lãi suất
	11-15	ETF VNM, FTSE review
Tháng 4	10	Họp ECB
Tháng 5	1	Mỹ điều chỉnh lãi suất
	27-31	Ishares MSCI review
Tháng 6	6	Họp ECB
	17-21	ETF VNM, FTSE review
	Cả tháng	Họp thường kỳ quốc hội kỳ 7
	19	Mỹ điều chỉnh lãi suất

Tháng 7	6	Mỹ áp thuế nhập khẩu lên hàng hóa TQ
	23	VN30 Review
	16-20	ETF VFM VN30 review
	30-31	Họp BOJ
	31-01/8	Họp FED
Tháng 8	27-31	ETF Ishare MSCI review
	21-10	ETF FTSE Vietnam review
	13	Họp ECB
Tháng 9	17-21	ETF VNM review
	18-19	Họp BOJ
	25 - 26	Họp FED
	7 – 28	Bầu cử tổng thống Brazil
Tháng 10	18	Hội đồng EU họp về Brexit
	19	Review tỷ trọng VN30
	20/10-22/11	Họp thường kỳ quốc hội kỳ 6
	25	Họp ECB
	30 - 31	Họp BOJ
Tháng 11	6	Bầu cử giữa nhiệm kỳ tại Mỹ
	8	Họp FED
	13	Họp ECB
	17-18	Thượng Đỉnh Brexit
	21	ETF FTSE Review
	26-30	ETF ishare MSCI review
	13	Họp ECB
Tháng 12	3	Họp OPEC
	12-13	Kỳ hạn cuối về thỏa thuận sơ bộ Brexit
	17-21	ETF VNM review
	18 – 19	Họp FED
	19-20	Họp BOJ

Nguồn: BSC Research

Top các cổ phiếu nổi bật Quý 3/2018

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 25/09/2018	Thay đổi giá trong Q3 (%)	Index pt
GAS	118,500	36.8	19.4
VCB	65,000	20.2	12.4
BID	35,250	20.5	6.4
PLX	73,500	24.4	5.9
MSN	94,600	16.8	5.03

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 25/09/2018	Thay đổi giá trong Q3 (%)	Index pt
PVS	24,100	41.76	1.61
NVB	8,900	18.67	0.38
DBC	29,500	32.29	0.30
VCS	98,000	5.06	0.27
TNG	17,200	66.45	0.25

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 25/09/2018	Thay đổi giá trong Q3 (%)	Index pt
VHM	102,900	-10.6	-10.6
TCB	28,000	-18.0	-7.7
SAB	218,500	-9.0	-4.6
ROS	40,800	-32.7	-3.6
VRE	39,400	-8.4	-2.0

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 25/09/2018	Thay đổi giá trong 3T (%)VU	Index pt
SHB	8,900	-4.3	-0.5692
DL1	33,500	-11.61	-0.2941
VGC	18,800	-14.03	-0.2345
NTP	50,000	-5.66	-0.1394
CEO	14,000	-6.38	-0.11

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá 01/06/2018	Giá 25/9/2018	%Chg
DAT	9,630	23,750	147%
HNG	7,500	16,400	119%
VHC	52,801	93,300	77%
HVG	2,990	5,260	76%
CIG	2,500	4,240	70%

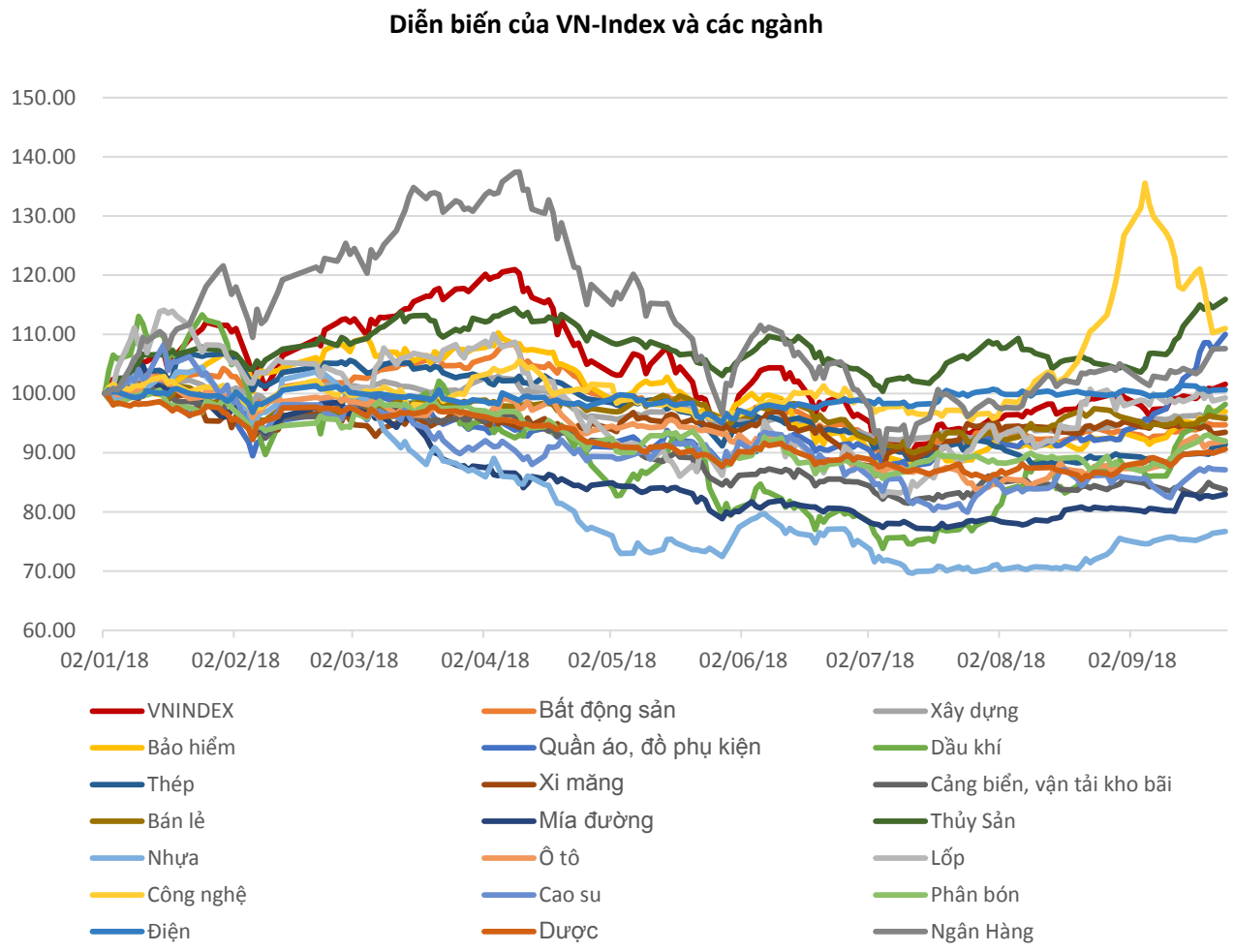
TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá 01/06/2018	Giá 25/09/2018	%Chg
SRA	11,500	35,000	204%
MBG	2,190	5,900	169%
BST	11,200	26,500	137%
BIT	600	1,400	133%
SDD	1,800	3,800	111%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá 01/06/2018	Giá 25/9/2018	%Chg
CMV	23,001	10,500	-54%
KAC	17,200	7,900	-54%
STT	9,210	5,070	-45%
HOT	48,003	28,250	-41%
ROS	60,696	40,800	-33%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá 01/06/2018	Giá 25/9/2018	%Chg
CMV	23,001	10,500	-54%
KAC	17,200	7,900	-54%
STT	9,210	5,070	-45%
HOT	48,003	28,250	-41%
ROS	60,696	40,800	-33%

Nguồn:Bloomberg, BSC Research

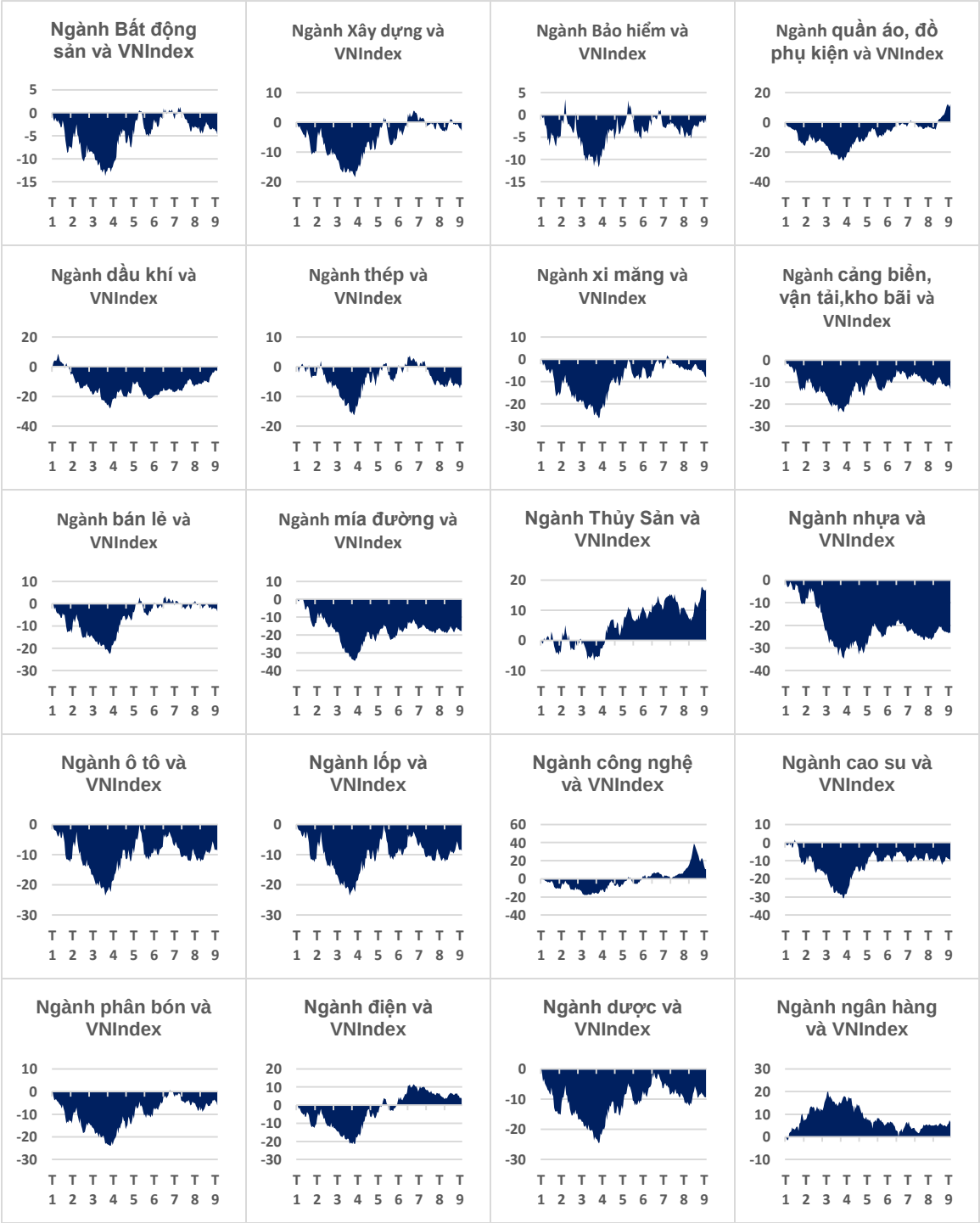
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 9T2018



Nguồn: Bloomberg, BSC research

Nhìn chung, đa số các ngành đều giảm so với chỉ số VN-Index. Nhóm cổ phiếu ngành Ngân hàng tăng trưởng cao hơn so với thị trường chung nhờ kết quả kinh doanh tốt; nhóm ngành phòng thủ như Điện, Công nghệ hay nhóm ngành được hưởng lợi từ chiến tranh thương mại như Thủy sản, Dệt may cũng cho thấy diễn biến tốt. Ở chiều ngược lại, một số nhóm ngành như Nhựa, Mía đường, Ô tô, Cao su, Săm đều có mức giảm sâu hơn VN-Index.

So sánh tăng trưởng từng ngành và VN-Index nửa đầu năm 2018



Nguồn: Bloomberg, BSC research

Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

	Mã CK	Giá ngày 02/01/2018	Giá ngày 02/04/2018	Giá ngày 02/07/2018	Giá ngày 21/09/2018	Tăng/ giảm (HPR)	KLGD TB 6T2018
Ngân hàng	ACB	30,673	42,784	28,958	34,400	12%	4,466,049
	BID	27,000	45,000	24,750	35,300	31%	3,028,762
	CTG	24,950	36,200	23,100	28,100	13%	5,960,598
	HDB	0	43,990	36,200	38,850	-12%	2,322,027
	LPB	12,243	15,126	11,021	10,110	-17%	2,613,487
	MBB	21,844	30,086	20,884	22,950	5%	5,962,068
	STB	13,400	15,800	11,100	12,700	-5%	5,909,535
	VCB	55,000	74,000	58,100	64,600	17%	2,642,097
	TCB (**)	0	0	29,297	28,300	-3%	2,068,728
	VPB	26,759	42,024	27,700	26,300	-2%	4,747,438
Bảo hiểm	BMI	34,400	31,000	21,200	24,050	-30%	92,832
	MIG	11,943	13,394	13,020	12,940	8%	43,197
	PVI	30,366	36,971	29,000	33,000	9%	273,862
Dầu khí	BSR	0	26,359	17,489	19,268	-27%	1,742,852
	GAS	91,349	130,457	86,659	115,900	27%	644,044
	PVD	23,000	19,000	13,250	17,800	-23%	2,085,695
	OIL	0	21,166	15,954	16,250	-23%	886,760
	PVB (**)	19,800	15,300	14,800	21,300	8%	146,224
	PVS	22,471	21,500	16,700	23,200	3%	5,037,509
Điện	NT2	27,477	24,786	24,954	25,700	-6%	406,844
	PPC	22,057	17,869	17,000	18,700	-15%	220,698
	POW	0	16,550	12,830	15,918	-4%	1,669,673
	REE	41,468	38,200	30,650	36,000	-13%	673,233
Bất động sản	DIG (*)	19,623	24,953	15,660	17,700	-29%	1,926,103
	DXG	19,601	33,095	26,300	29,800	52%	3,691,098
	HDG	27,944	40,352	28,823	38,800	-4%	190,889
	NLG	25,371	34,322	28,100	32,400	28%	520,021

	Mã CK	Giá ngày 02/01/2018	Giá ngày 02/04/2018	Giá ngày 02/07/2018	Giá ngày 21/09/2018	Tăng/ giảm (HPR)	KLGD TB 6T2018
	KBC	13,650	13,750	11,600	12,450	-9%	2,769,451
Tiêu dùng	**PNJ**	88,000	134,640	81,000	101,600	15%	509,664
	MWG	130150	108560	107000	126000	-3%	571,138
	FRT	-	-	78000	75000	-15%	12,996
	VNM	172500	162880	140680	137800	-20%	849,495
Xây dựng	**CTD**	220,266	152,007	143,294	167,000	-24%	237,305
	HBC	28,247	30,053	23,200	24,450	-13%	1,528,858
	LCG (**)	10,480	8,987	8,560	9,290	-11%	172,846
	FCN	21,653	20,900	16,500	16,450	-21%	524,341
Thép	**HPG**	34,072	42,144	38,400	41,300	21%	5,494,126
	HSG	21,184	20,031	11,300	12,350	-42%	3,454,504
	NKG	29,286	23,322	15,050	15,200	-48%	364,724
Gạch men	**CVT**	40,512	38,352	25,950	27,500	-32%	418,175
	VGC	25,937	24,138	19,595	19,000	-27%	2,079,076
Xi măng	**BCC**	7,800	7,300	6,600	6,800	-13%	43,625
	HT1	15,850	14,600	11,400	13,650	-14%	252,387
Nhựa	**AAA**	24,199	18,102	18,250	17,150	-29%	1,593,308
	BMP	83,630	67,628	57,500	60,200	-28%	252,665
	NTP	65,676	60,146	44,700	51,500	-22%	11,653
Phân bón	**BFC**	31,625	32,765	25,800	26,850	-15%	35,545
	DPM	20,477	20,571	16,800	17,950	-12%	697,341
	LAS	13,127	12,749	11,700	11,400	-13%	45,011
	SFG	11,762	12,238	11,950	11,700	-1%	12,972
Cao su	**PHR**	26,174	27,284	19,600	26,400	1%	295,892
	DRI	11,334	9,679	7,710	6,702	-41%	54,136
	TRC	26,143	25,870	23,137	24,200	-7%	48,602
Săm lốp	**CSM**	15,751	13,953	13,950	14,050	-11%	198,173
	DRC	24,239	29,840	23,300	27,400	13%	377,926

	Mã CK	Giá ngày 02/01/2018	Giá ngày 02/04/2018	Giá ngày 02/07/2018	Giá ngày 21/09/2018	Tăng/ giảm (HPR)	KLGD TB 6T2018
Công nghệ	**CMG**	25,617	28,559	18,828	23,000	-10%	64,528
	FPT	49,531	50,939	39,283	45,900	-7%	1,486,444
Dệt may	**TCM**	27,919	22,953	18,850	28,800	3%	345,975
	TNG	11,668	11,751	10,100	15,200	30%	367,224
	VGG	53,528	53,203	49,413	56,784	6%	10,914
Dược phẩm	**DBD**	52,523	48,009	41,900	37,800	-28%	44,427
	DHG	113,349	110,294	99,000	96,900	-15%	260,648
	IMP	56,959	54,785	55,500	52,900	-7%	28,220
	PME	74,275	71,819	73,500	70,400	-5%	11,460
Mía đường	**LSS**	11,001	8,850	7,640	7,080	-36%	58,696
	SBT	20,400	17,400	14,450	21,000	3%	4,242,511
Cảng biển	**GMD**	31,667	28,335	23,046	27,300	-14%	805,205
	VSC	39,431	37,064	32,773	43,200	10%	171,016
Vận tải	**GSP**	12,586	12,451	12,300	13,050	4%	7,611
	PVT	17,860	19,604	14,043	17,950	1%	378,583
Thủy sản	**HVG**	7,860	5,200	2,590	5,190	-34%	299,729
	VHC	51,992	68,300	57,500	93,500	80%	288,697
	FMC	22,156	29,478	20,100	26,400	-10%	176,621

(*) Cổ phiếu mới thêm vào danh mục lưu ý trong báo cáo Triển vọng ngành Quý 2/2018

(**) Cổ phiếu mới thêm vào danh mục lưu ý trong báo cáo Triển vọng ngành Quý 3/2018

Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2018

Những thông tin vĩ mô trong và ngoài nước, những chính sách sửa đổi bổ sung quy định mới và lộ trình các FTAs sẽ có tác động trái chiều với nhiều mức độ khác nhau lên thị trường chứng khoán nói chung, các doanh nghiệp nói riêng. BSC đã thống kê các chính sách, sự kiện quan trọng đáng lưu ý trong năm 2018:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 30/06/2018
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
1	FED nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Kỳ hạn Brexit (GBP mất giá)		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	ECB thu hẹp chính sách tiền tệ (EUR tăng giá)		Tiêu cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
4	Chính sách Abenomics từ Nhật (JPY mất giá)		Tích cực	Mạnh	Đã ảnh hưởng
5	Các nền kinh tế Châu Á tăng trưởng tích cực		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
6	Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh	Đã ảnh hưởng
7	Mặt bằng giá nguyên liệu tăng (giá dầu)		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
8	Chính sách bảo hộ kinh tế của Trump		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
1	NQ 42 xử lý nợ xấu	15/8/2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Thông tư 19/2017/TT-NHNN	12/2/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	Quyết định 3610a/QĐ-BCT	20/9/2017	Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
4	Thông tư 21/2017 của NHNN	02/04/2018	Tích cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
5	Luật khu hành chính kinh tế đặc biệt	2018	Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
6	Chủ trương giảm lãi suất cho vay VNĐ	2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Lạm phát có thể tăng		Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
8	Lãi suất có thể tăng		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
9	Tỷ giá USD/VND có thể tăng		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
10	Nợ công chính phủ cao		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
11	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Trung lập	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
13	Tăng GDP, FDI, PMI, dự trữ ngoại tệ, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
14	Đề xuất tăng thuế bảo vệ môi trường với xăng	01/07/2018	Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
15	Nghị định 04/2018/NĐ-CP	20/02/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
16	Thông tư 03/2018 siết ô tô nhập khẩu	01/03/2018	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
17	Thị trường chứng khoán phái sinh		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	FTA Việt Nam - Liên minh kinh tế Á Âu	2016	Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
2	Hiệp định CPTPP	2018	Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
3	FTA Việt Nam - EU	06/2018	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
4	RCEP ASEAN + 6	Đang ĐP	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
5	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc	22/03/2018	Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng

(Nguồn: BSC Research)

So sánh ngang với TTCK khu vực

Ngày	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	15.15	1.62	17.67	1.55	42.64	1.72	14.80	1.36	17.05	1.81	18.30	1.37
Hàng tiêu dùng	14.56	1.78	22.69	3.10	23.88	4.23	23.45	7.78	19.91	1.96	21.93	1.89
Công nghiệp	11.18	1.17	18.10	2.16	18.10	2.22	23.62	2.10	17.33	1.62	18.10	2.22
Dầu khí	10.66	1.22	17.14	0.76	17.14	0.72	23.02	4.47	7.81	0.80	17.14	0.72
Dịch vụ tiêu dùng	12.75	2.24	42.45	3.27	57.72	3.01	19.38	5.28	27.17	3.53	57.72	3.01
Vật liệu cơ bản	13.64	0.91	19.45	2.07	19.45	1.60	19.67	3.00	9.11	2.54	19.45	1.60
Tiện ích	9.75	1.74	12.61	1.40	12.61	1.02	22.94	1.79	11.82	2.21	12.61	1.02
Công nghệ	12.57	1.70	42.64	3.50	42.64	3.50	N/A	N/A	N/A	N/A	42.64	3.50
Sức khỏe	18.87	2.06	131.98	2.22	175.65	4.94	131.98	2.02	N/A	N/A	18.10	2.22
Viễn thông	9.11	2.42	17.95	3.49	17.02	3.00	18.87	3.98	18.87	3.98	17.02	3.00

(Nguồn: Bloomberg, BSC research)

(Lưu ý: ngành Tài chính bao gồm BĐS, theo phân ngành của Bloomberg)

Nếu xét theo chỉ số P/E, P/B trung vị thì TTCK Việt Nam vẫn rẻ hơn tương đối so với các quốc gia xung quanh. Một só ngành có mức chiết khấu khá cao so với tại các quốc gia lân cận.

Chiến lược đầu tư ngành Quý 4/2018

Sau giai đoạn biến động đồng pha như các TTCK Khu vực Châu Á trong 2 quý đầu năm, TTCK Việt Nam bắt đầu cho thấy dấu hiệu phân hóa trong quý III/2018. Nền tảng của các khác biệt này do các điều kiện Vĩ Mô ở Việt Nam đang ở trạng thái thuận lợi hơn so với các quốc gia lân cận. Xét về các yếu tố bên ngoài, như trình bầy phía trên vẫn đang rất khó dự đoán, và phần lớn đi theo hướng tiêu cực, TTCK toàn cầu bắt đầu phản ứng nhiều hơn do ảnh hưởng của (1) chiến tranh thương mại, (2) bất ổn ở một số thị trường mới nổi, (3) Chính sách tiền tệ theo hướng thắt chặt của các ngân hàng trung ương. Đối với Việt nam trong quý IV/2018, kỳ vọng các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp nhìn chung cải thiện với kết quả kinh doanh tăng trưởng khá nhanh so với 2017. Tuy vậy, TTCK Việt Nam khả năng vẫn sẽ đối mặt với biến động lớn, điều này khiến việc tìm kiếm cơ hội đầu tư khó khăn hơn giai đoạn trước. Chúng tôi xin điểm lại các chủ đề đầu tư sau:

Thứ nhất, điều chỉnh từ Cổ phần hóa và Niêm yết mới. Từ 2016 đến Q2/2018 thị trường liên tục đón nhận các đợt IPO lớn, phát hành riêng lẻ và niêm yết, mức giá tăng cao trong hơn 1 năm trở lại đây và dần điều chỉnh lại về mức hợp lý hơn trong quý 3 2018. Từ quý IV 2018, nhóm cổ phiếu này sẽ phân hóa mạnh hơn theo mức độ cải thiện về cơ bản, cũng như các thông tin quan trọng về thoái vốn, chuyển sàn…

Thứ hai, cơ hội từ Thoái vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp đầu ngành. Tương tự quan điểm trước đây, TTCK phân hóa khiến mức giá thoái của các công ty trở về mức hợp lý hơn. Danh sách lưu ý tương tự như quý III/2018, như Một số doanh nghiệp cần lưu ý như PVI (bảo hiểm), CSM, DRC, CSV (hóa chất), VGC (vật liệu xây dựng), các công ty của SCIC, và khả năng thoái vốn các Ngân hàng thương mại cũng cần quan sát kỹ lưỡng. Các cuộc đấu giá thoái vốn đầu tiên của quý IV sẽ là chỉ báo tốt cho chủ đề đầu tư này.

Thứ ba, Ngân hàng phục hồi nhờ kết quả kinh doanh. Như trình bầy các quý trước, Ngành ngân hàng sẽ tiếp tục có 1 năm tăng trưởng tốt về hoạt động kinh doanh. Đa số các ngân hàng đã lên sàn niêm yết và chiếm tỷ trọng lớn dần trong chỉ số Vnindex. Sau giai đoạn tăng trưởng nóng về giá cổ phiếu, đợt sụt giảm mạnh cuối quý II/2018, đã giúp đưa nhiều ngân hàng về mặt bằng định giá hấp dẫn cho NĐT dài hạn. Tuy nhiên không nên kỳ vọng mức định giá của Ngân hàng nhanh chóng đạt mức đỉnh như Q1/2018, thêm vào đó là sự phân hóa sẽ diễn ra khi các bất ngờ về kết quả kinh doanh không còn như các quý đầu năm.

Thứ tư, Bất động sản tiếp tục tăng trưởng ghi nhận KQKD cuối năm. Giai đoạn 2018 -2019 sẽ là thời điểm tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về KQKD. Tuy nhiên, các chủ đầu tư hướng sang phân khúc trung bình nhiều hơn các năm trước đây và sự chậm trễ trong triển khai do các thủ tục giấy phép. Khiến kỳ vọng về doanh thu và lợi nhuận trong trung hạn không lạc quan như trước đây, qua đó có ảnh hưởng đến triển vọng cổ phiếu bất động sản. Do BĐS là ngành đầu nguồn, nên cũng sẽ có ảnh hưởng đến triển vọng các ngành hạ nguồn như Xây dựng, vật liệu.

Thứ năm, bất ổn bên ngoài và các ngành phòng thủ. Mặc dù Việt Nam nằm trong TTCK khu vực Châu Á vốn đang phục hồi dần sau nhiều xáo trộn, được châm ngòi bởi Chiến tranh thương Mại và chính sách tiền tệ thắt chặt tại các quốc gia lớn, bất ổn trong giai đoạn sắp tới là khó tránh khỏi. Giai đoạn này,

chúng tôi vẫn cho rằng NĐT có thể tập trung chú ý sang những ngành có mức độ phòng thủ cao, thiên về thị trường trong nước như Điện (POW, NT2), Bán lẻ (MWG, PNJ), Thực phẩm (VNM)… những ngành vẫn đang được hưởng lợi và duy trì tăng trưởng ổn định theo nhu cầu nội tại của nền kinh tế.

Thứ sáu, Các ngành hưởng lợi từ xu hướng mới (bổ sung so với Báo cáo trước) Triển vọng kinh tế đang thay đổi nhanh kèm với môi trường địa chính trị toàn cầu có nhiều ẩn số, đi kèm với sự phát triển nhanh chóng của công nghệ. Điều này dẫn tới sự dịch chuyển trong cả sản xuất lẫn tiêu dung. Một trong số đó là xu hướng China+1 đã tiếp diễn nhiều năm, hiện tại với sự tác động của chiến tranh thương mại, lại càng mạnh mẽ hơn. Cần lưu ý thêm, các tác động tốt của chiến tranh thương mại, nếu có, sẽ đến chậm do cần thời gian phản ánh vào KQKD doanh nghiệp. Trong khi đó các tác động xấu, thường sẽ lan nhanh do hiệu ứng tâm lý. Đồng thời các ngành hưởng lợi cũng phân hóa theo nhóm có tính chu kỳ cao (chỉ hưởng lợi ngắn hạn) và nhóm có tính chu kỳ thấp. Một số ngành nghề của Việt Nam có thể được hưởng lợi như: các ngành xuất khẩu (dệt may, thủy sản…), phục vụ xuất khẩu (logistic, cảng biển, hàng không, khu công nghiệp…)

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

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

Bán lẻ		(-)		(+/-)
Thực phẩm	(+)	(-)	(-)	(+/-)

Nguồn: BSC Research

Triển vọng Ngành Quý 4 và cả năm 2018

- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Ngân hàng, Dầu khí, Điện, Công nghệ, Bảo hiểm phi nhân thọ, Bất động sản và Tiêu dùng** dựa trên những yếu tố vĩ mô khá ổn định, nội tại từ phía doanh nghiệp và những sự kiện thoái vốn/tăng vốn/niêm yết. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý ngành Bất động sản không còn lợi thế tốt như đầu năm như trình bầy phía trên. Và ngành Dầu khí phần nào đã phản ánh kỳ vọng phục hồi giá dầu hơi sớm trong quý III/2018.
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Xây dựng, Dược, Thép, Nhựa, Gạch men, Dệt may, Cảng biển, Vận tải biển, Cao su, Săm lốp và Phân bón, Thủy sản.** Triển vọng chung của nhóm này hội tụ đủ yếu tố thuận lợi và khó khăn, đan xen tốt và xấu, nên cơ hội nếu có sẽ không đến với toàn bộ ngành, mà chỉ ở các doanh nghiệp tốt nhất. Đồng thời nhiều ngành trong số này đang chịu tác động của chu kỳ kinh doanh và diễn biến tăng trưởng chậm dần từ các ngành đầu nguồn như Bất động sản.
- Về phía các ngành **KÉM KHẢ QUAN,** chúng tôi cho rằng ngành **Xi măng và Mía đường** sẽ vẫn gặp nhiều khó khăn trong năm 2018. Chúng tôi không bi quan nhưng cho rằng diễn biến giá gần đây đang phản ứng hơi nhanh quá so với các yếu tố cơ bản. Chúng tôi sẽ cập nhật lại quan điểm khi xuất hiện những thay đổi mới. Trong 2 ngành này, xi măng đang có diễn biến tốt hơn ở thị trường xuất khẩu.

STT	Ngành	Nhận định Q3/2018	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Ngân hàng	Khả quan	ACB, MBB, LPB, TCB	VCB, VPB, HDB, STB, BID, CTG
2	Dầu khí	Khả quan	GAS	PVB, PVD, PVS
3	Điện	Khả quan	PC1, GEX, REE	NT2, PPC, POW
4	Công nghệ	Khả quan	FPT, CMG	
5	Bất động sản	Khả quan	VHM, DXG, NLG	KDH
6	Bảo hiểm PNT	Khả quan	PVI,BMI	MIG
7	Tiêu dùng	Khả quan	PNJ, MWG, FRT	VNM
8	Xây dựng	Trung lập	CTD, FCN	HBC
9	Dược	Trung lập	PME	DHG, DBD
10	Thép	Trung lập	HPG	HSG, NKG
11	Gạch men	Trung lập	CVT	VGC
12	Nhựa	Trung lập		NTP, BMP, AAA
13	Dệt may	Trung lập	VGG	TCM, TNG
14	Cảng biển	Trung lập	GMD, VSC	
15	Vận tải biển	Trung lập	PVT	
16	Cao su	Trung lập	DPR	PHR, DRI
17	Săm lốp	Trung lập	DRC	CSM
18	Phân bón	Trung lập	BFC, LAS	DPM

19	Thủy sản	Trung lập		VHC, FMC, MPC
20	Xi măng	Kém khả quan	HT1	
21	Mía đường	Kém khả quan		SBT

Nguồn: BSC research

Tóm tắt Triển vọng Ngành Quý 4 và cả năm 2018

NGÀNH NGÂN HÀNG – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng**.** (1) Kết quả kinh doanh lõi được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ đẩy mạnh các hoạt động ngoài lãi, mảnh đất nhiều tiềm năng mà các ngân hàng Việt Nam chưa khai phá hết. (2) Xử lý nợ xấu và tái cơ cấu các TCTD yếu kém được đẩy mạnh. Hoạt động của các ngân hàng lành mạnh hơn, tuân thủ những quy định khắt khe hơn của thế giới. Nhiều ngân hàng được kỳ vọng ghi nhận chi phí dự phòng rủi ro thấp hơn trong năm 2018 và ghi nhận hoàn nhập dự phòng hoặc thu nhập khác từ xử lý nợ xấu như VCB, ACB, MBB, TCB. (3) Tăng vốn theo yêu cầu của Basel II làm tăng quy mô, trọng số của nhóm cổ phiếu ngân hàng trong rổ chỉ số thị trường. Tuy nhiên, một số yếu tố rủi ro cần chú ý đối với ngành ngân hàng bao gồm: (1) lãi suất liên ngân hàng và lãi suất huy động tăng; (2) tốc độ tăng trưởng tín dụng có thể chậm lại trong nửa cuối năm 2018 và chậm lại đối với các ngân hàng chưa đáp ứng yêu cầu về CAR, (3) các biến kinh tế vĩ mô thế giới diễn biến khó lường và có thể tác động tiêu cực đến nền kinh tế Việt Nam. (4) Các ngân hàng Việt Nam đang được giao dịch tại mức trung vị P/B là 1.75x, cao hơn các ngân hàng trong khu vực (P/B là 0.92x).

Chúng tôi khuyến nghị MUA: TCB, MBB, ACB và LPB

NGÀNH DẦU KHÍ – KHẢ QUAN

BSC duy trì nhận định **KHẢ QUAN** với ngành dầu khí. Với triển vọng giá dầu sẽ duy trì tại mức hiện tại và có khả năng tiếp tục xu hướng hồi phục trong tương lai do nguồn cung bị cắt giảm bởi lệnh trừng phạt của Mỹ đối với lĩnh vực dầu khí Iran. Chúng tôi kỳ vọng năm 2019, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí thượng nguồn sẽ bắt đầu cải thiện do yếu tố đặc thù của ngành (Độ trễ phản ánh của giá dầu thông thường từ 6 tháng đến 1 năm). Ngoài ra, trong năm 2019, PVN tiếp tục thực hiện 3 dự án chính trong năm 2018: Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (Nam Côn Sơn 2), dự án Sư Tử Trắng – Giai Đoạn 2, Lô B Ô Môn. Lưu ý thêm, trong quý III, diễn biến của một số cổ phiếu dầu khí đang phảu ứng nhanh quá so với chuyển biến về cơ bản hoạt động kinh doanh, điều này có thể dẫn đến các cổ phiếu nhanh chóng lên mặt bằng định giá cao và trở nên không hấp dẫn.

Chúng tôi khuyến nghị Theo Dõi: GAS, PVD, PVS, PVB, BSR, PLX, OIL.

NGÀNH ĐIỆN – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** cho các doanh nghiệp ngành điện. Các doanh nghiệp điện có tính ổn định cao, cổ tức đều beta ngành ở mức thấp vì vậy đều là các cổ phiếu có tính phòng thủ. Nhu cầu điện tiếp tục gia tăng, giá bán điện được cải thiện sẽ là động lực tăng trưởng chính của các doanh nghiệp điện trong thời gian sắp tới. Ngoài các doanh nghiệp sản xuất điện, nhóm các cổ phiếu liên quan đến vật tư xây dựng và xây lắp điện dự kiến cũng sẽ được hưởng lợi khi các dự án truyền tải điện vẫn liên tục được triển khai do nhu cầu điện ở cao ở khu vực phía Nam.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: PC1, GEX, REE và Theo Dõi với POW, NT2, PPC, PPC, NT2.

NGÀNH CÔNG NGHỆ - KHẢ QUAN

Chúng tôi vẫn duy trì Quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành CNTT – Viễn thông. Trong 1H.2018, tổng doanh thu phát sinh trong lĩnh vực Công nghiệp CNTT ước đạt 1,026,000 tỷ đồng (tăng khoảng 16.15% so với cùng kỳ năm 2017), trong đó doanh thu phần cứng ước đạt 912,800 tỷ đồng. Xuất khẩu CNTT đạt 918,384 tỷ đồng, tăng 16.21% so với cùng kỳ năm 2017. Doanh thu dịch vụ viễn thông ước tính 6 tháng đầu năm 2018 đạt 181,948 tỷ đồng, đạt khoảng 49% so với kế hoạch (tăng 4.83% so với cùng kỳ năm 2017). Số thuê bao điện thoại di động đến thời điểm giữa năm vào khoảng 136 triệu thuê bao, tăng 10.28% so với cùng kỳ năm 2017, trong đó thuê bao 4G tăng 53%. Chúng tôi tiếp tục lạc quan đối với triển vọng của FPT, CMG do tiềm năng tăng trưởng của thị trường xuất khẩu phần mềm và Internet băng rộng.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: FPT, CMG

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với các cổ phiếu trong ngành bất động sản trong Q4/2018 nhờ vào điểm rơi bàn giao các dự án và hạch toán doanh thu. Tuy nhiên, chúng tôi cũng có thấy sự chững lại về nguồn cung mới của thị trường trong Q2 và Q3/2018 và thị trường bất động sản cũng đang hạ nhiệt, cùng với đó lãi suất cho vay có xu hướng nhích dần lên cũng là một trong các yếu tố cần đặc biệt lưu ý. BSC tiếp tục đánh giá tích cực với những chủ đầu tư có sản phẩm chất lượng và tiến độ bán hàng tốt, uy tín như VHM, KDH, DXG, NLG, HDG. Ngoài ra, BSC cũng theo dõi thêm nhiều mã bất động sản mới vừa mới lên sàn như VPI, Cenland, HPX… Do độ trễ của việc ghi nhận doanh thu và bán hàng, chúng tôi lưu ý mức độ hấp dẫn của cổ phiếu BĐS có thể suy giảm theo tiến độ triển khai dự án mới ngay cả khi ghi nhận kết quả kinh doanh vẫn tốt trong quý IV/2018. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi thêm với ngành BĐS trong 1-2 quý tới để xem các chuyển biến có đủ lớn để thay đổi quan điểm đánh giá hay không.

Chúng tôi khuyến nghị mua: DXG, NLG, VHM.

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ – KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Ngành bảo hiểm phi nhân thọ vẫn tiếp tục tăng trưởng trên 10% nhờ vào tăng trưởng kinh tế tiếp tục duy trì ở mức cao, đặc biệt là mảng bảo hiểm sức khỏe, tài chính với tốc độ tăng trưởng trên 20%. Các doanh nghiệp bảo hiểm đang được giao dịch với mức giá khá rẻ (hiện đều giao dịch ngang hoặc thấp hơn giá trị sổ sách). Lãi suất tiết kiệm và lợi tức trái phiếu có xu hướng cải thiện sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm (tiền gửi và trái phiếu chiếm khoảng 80-85% danh mục đầu tư) trong nửa cuối 2018 và năm 2019.

Chúng tôi khuyến nghị mua các cổ phiểu: PVI, BMI

NGÀNH TIÊU DÙNG – KHẢ QUAN

BSC duy trì nhận định **Khả Quan** với ngành tiêu dùng. Chúng tôi đánh giá ngành tiêu dùng 2018 sẽ tiếp tục tăng trưởng trung bình từ 7% - 15% với giả định môi trường kinh tế vẫn tăng trưởng tốt với GDP tăng 2018 duy trì ở mức từ 6.7% - 7%, tỉ lệ lạm phát duy trì dưới 4% và chỉ số sản xuất công nghiệp dao động 11%. Đối với ngành F&B, thị trường đang bão hòa do đó tăng trưởng sẽ còn khoảng 6% - 8% trong 2018 và biên lợi nhuận sẽ cải thiện khi chi phí nguyên vật liệu sản xuất có xu hướng giảm trong 2H2018. Đối với ngành tiêu dùng bán lẻ, chúng tôi đánh giá khả quan với tốc độc tăng trưởng trên 2 con số dao động

từ 11% - 15% nhưng chúng tôi lưu ý đối với ngành điện tử tốc độ tăng trưởng đang chậm lại do dư địa tăng không còn nhiều.

Chúng tôi khuyến nghị Mua: PNJ, MWG, FRT, và theo dõi đối với VNM.

NGÀNH XÂY DỰNG – TRUNG LẬP

Từ quý trước, chúng tôi đã hạ đánh giá từ mức **KHẢ QUAN** xuống mức **TRUNG LẬP** với ngành Xây dựng do việc chu kỳ ngành xây dựng đã qua giai đoạn tăng trưởng tốt nhất và đến giai đoạn chững lại: (1) Giá trị hợp đồng ký mới dự kiến chỉ tăng nhẹ hoặc đi ngang, (2) Biên lợi nhuận gộp của ngành có xu hướng giảm do cạnh tranh ngày càng gay gắt, xu hướng ngành bất động sản đang chuyển từ phân khúc cao cấp sang phân khúc trung cấp và bình dân và tăng giá nguyên vật liệu đầu vào. (3) Lãi suất có xu hướng tăng sẽ ảnh hưởng nhiều đến các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay/VCSH cao, (4) Chuyển dịch dần cơ cấu loại hợp đồng xây dựng sang các dự án hạ tầng giao thông, khu công nghiệp, văn phòng - resort. Các doanh nghiệp xây dựng hiện đang giao dịch ở mức P/E ngành bình quân là 8.8x lần.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: CTD, LCG, FCN

NGÀNH THÉP- TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** khi sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng tốt tuy nhiên cạnh tranh trong ngành tiếp tục tăng lên đặc biệt đối với các doanh nghiệp tôn mạ. Đà tăng của giá thép cũng đã chậm lại cũng sẽ làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp thép trong nửa cuối năm 2018. Ngành cũng tiếp tục phân hóa mạnh về triển vọng giữa các doanh nghiệp thép, tôn và thương mại. Do ngành thép là ngành hạ nguồn của bất động sản, và hoạt động xuất khẩu thép đang không thuận lợi, các yếu tố rủi ro nói trên sẽ tiếp tục cần được theo dõi trong quý IV/2018.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: HPG

NGÀNH GẠCH MEN – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành Gạch Men. Chúng tôi cho rằng KQKD của các doanh nghiệp gạch men sẽ khả quan hơn trong quý cuối năm nhờ nhu cầu hoàn thiện của các công trình xây dựng. Nhu cầu tăng về những tháng cuối năm cũng sẽ giúp các doanh nghiệp có thể giảm chiết khấu, tăng giá bán. Tuy nhiên khó khăn vẫn còn do xu hướng giá nhiên liệu đầu vào tăng, và dư cung lớn với một số phân khúc. Tương tự ngành thép, nhựa, triển vọng của ngành gạch men sẽ gắn nhiều đến diễn biến của ngành BĐS trong một vài quý tới.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CVT và NẮM GIỮ đối với cổ phiếu VGC.

NGÀNH NHỰA – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành nhựa trong năm 2018. Trong 1H2018, nhóm nhựa VLXD hoạt động kém hiệu quả nhưng chúng tôi kỳ vọng thời điểm giữa và cuối năm, tiêu thụ sẽ tốt hơn tính mùa vụ của hoạt động xây dựng. Đối với ngành nhựa bao bì, sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu tiêu dùng của các hộ gia đình và các doanh nghiệp thực phẩm. Đà tăng của giá hạt nhựa chậm lại cũng sẽ giúp cải thiện lợi nhuận của các doanh nghiệp.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với NTP, theo dõi đối với BMP và AAA.

NGÀNH DƯỢC – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì Quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Dược. Tuy cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các doanh nghiệp dược, nhưng tiềm năng tăng trưởng do nhu cầu sử dụng thuốc của Việt Nam còn thấp, nhân công giá rẻ và ưu đãi của chính phủ đối với ngành dược nội địa vẫn là những điểm sáng đối với cổ phiếu dược. Mức định giá cao hơn so với thị trường chung, nhưng lại thấp hơn đáng kể so với khu vực, là điểm cộng, nhất là khi doanh nghiệp có mở room cho NĐT Nước ngoài.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: PME

NGÀNH DỆT MAY – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm **Trung lập** đối với ngành Dệt may, nhưng cân nhắc thêm 1 quý, theo dõi xu hướng đơn hàng xuất khẩu có tăng bền vững không, trước khi quyết định có nâng đánh giá lên hay duy trì. Chúng tôi tiếp tục lạc quan về tăng trưởng và KQKD của các doanh nghiệp dệt may trong ngắn và trung hạn. Nhưng Nhà đầu tư cần lưu ý mức độ định giá của các NĐT trên thị trường đối với cổ phiếu dệt may thường không cao (P/E trung vị dao động 7x-9x), và ngành đối mặt với rủi ro liên quan đến thương mại quốc tế. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư về khả năng tâm lý thị trường sẽ phản ứng tích cực trong trường hợp EV-FTA có hiệu lực (dù vẫn còn trở ngại) và các căng thẳng của chiến tranh thương mại, giúp hỗ trợ về giá cho các cổ phiếu trong ngành.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VGG. Đối với TCM và TNG, chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ tại mức giá hiện tại.

NGÀNH CẢNG BIỂN – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm **Trung lập** đối với ngành Cảng biển, nhưng lưu ý là các yếu tố khả quan đang tăng lên. Các hiệp định FTAs chính thức được kí kết là động lực giúp tăng mạnh nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng. Bên cạnh đó, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có tác động trái chiều đối với ngành Cảng biển. Nhìn chung, các doanh nghiệp tại cảng Hải Phòng sẽ tiếp tục khó khăn do cạnh tranh cao, đặc biệt khi Lạch Huyện công suất 1 triệu TEUs đi vào hoạt động từ tháng 5/2018 Vì vậy, chúng tôi đưa ra đánh giá **Trung lập** với ngành Cảng biển mới mức P/E TTM toàn ngành là 5.6x, ROA là 4.03% và ROE là 11.85%.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: GMD và VSC.

NGÀNH VẬN TẢI BIỂN – TRUNG LẬP

Chúng duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành Vân tải biển. Sự phân hóa vẫn đang diễn ra mạnh với các doanh nghiệp thuộc ngành này. Đối với các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng có sự phát triển ổn định hơn khi được hỗ trợ từ các dự án nhà máy lọc dầu mới triển khai. Tuy nhiên, đối với vận tải hàng rời vẫn còn nhiều khó khăn về cạnh tranh về giá và dịch vụ so với đội tàu biển của các doanh nghiệp quốc tế kết hợp với dịch vụ hầu cần logistics. Nếu chỉ xét riêng hàng lỏng và hàng rời thì các doanh nghiệp hàng rời có triển vọng vẫn khá khó khăn.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: PVT

NGÀNH CAO SU – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành cao su tự nhiên. Hầu hết các doanh nghiệp trong ngành có tỷ lệ chi trả cổ tức cao (40%-50%). Tuy nhiên, KQKD của các doanh nghiệp trong ngành phụ thuộc chủ yếu vào diễn biến giá cao su. Chúng tôi cho rằng, mặt bằng giá cao su đã chạm đáy và khó giảm thêm trong dài hạn, và có thể có tín hiệu khả quan hơn khi giá dầu tăng. Ngoài ra, một số doanh nghiệp trong ngành có nguồn LN lớn từ thanh lý gỗ, hoặc có hoạt động chuyển nhượng đất.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: DPR

NGÀNH SĂM LỐP – TRUNG LẬP

Trong 4Q2018, chúng tôi kỳ vọng DN săm lốp sẽ có những phục hồi về KQKD khi giá cao su được kỳ vọng ở mức đáy và tiềm năng tăng trưởng đến từ xuất khẩu lốp Radial. Tuy nhiên, với việc biến động giá NVL như hiện nay, tình hình xu hướng ô tô tại Việt Nam chưa rõ ràng cùng việc đang bị định giá cao, chúng tôi giữ nguyên quan điểm TRUNG LẬP về triển vọng ngành săm lốp như báo cáo triển vọng ngành Quý 2. Các yếu tố khả quan đến từ khả năng thoái vốn, chúng tôi cho rằng sẽ ảnh hưởng ngắn hạn nhiều hơn là trung và dài hạn.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: DRC.

NGÀNH PHÂN BÓN – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm cổ phiếu phân bón với nhiều kỳ vọng về thay đổi chính sách thuế và kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem, tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao, tình trạng dư cung và nhu cầu tăng trưởng chậm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ và giá bán của các DN trong ngành. Dự thảo luật liên quan đến VAT của Phân bón có được đưa vào chương trình nghị sự của Quốc Hội, nhưng trường hợp khả quan nhất thì phải sang 2019 mới được xét có thay đổi hay không.

Chúng tôi khuyến nghị MUA: BFC, LAS.

NGÀNH THỦY SẢN – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục giữ đánh giá **Trung lập** đối với ngành thủy sản**.** Nhu cầu tiêu thụ lớn tại các thị trường xuất khẩu mới (Trung Quốc, Nhật Bản) đang là động lực tăng trưởng đối với các doanh nghiệp thủy sản trong 1 - 2 năm tới. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thủy sản đều có mức tăng trưởng ấn tượng, và BSC kỳ vọng mức tăng trưởng cao tiếp tục duy trì trong 2H.2018. Tuy vậy, là ngành có tính chu kỳ cao, và phụ thuộc nhiều yếu tố, thì ngành thủy sản không đủ dung lượng để thu hút lượng đầu tư lớn.

NGÀNH XI MĂNG – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với triển vọng ngành xi măng cho cả năm 2018 do tình trạng dư thừa công suất khiến cạnh tranh tăng cao, đà tăng giá yếu tố đầu vào ăn mòn lợi nhuận bởi nhiều DN phải duy trì giá bán thấp để đẩy tiêu thụ. Tỷ giá EUR/VND có thể là yếu tố hỗ trợ cho lợi nhuận tại một số doanh nghiệp có dư nợ vay EUR đáng kể. Chúng tôi cũng lưu ý xuất khẩu xi măng đang có nhiều dấu hiệu khả quan hơn trước.

NGÀNH MÍA ĐƯỜNG – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu mía đường dựa trên việc bối cảnh dư cung đường vẫn sẽ tiếp tục trong niên độ 2018/19 với mức dư đạt 10.65 triệu tấn và đây sẽ là áp lực lên giá

đường thế giới. Đồng thời, vấn nạn đường lậu từ Thái Lan và nhu cầu tiêu thụ đường chậm lại của khách hàng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng các doanh nghiệp trong ngành trong niên vụ 2018/19.

Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2018

Mã	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 21/09/18	Giá mục tiêu
ACB	13,420	4,875	4,449	7.73	1.79	1.58%	26.43%	34,400	50,830
MBB	16,909	5,782	2,516	9.12	1.53	1.75%	18.66%	22,950	26,000
LPB	5,721	1,536	1,962	5.15	0.75	0.88%	15.72%	10,100	13,536
TCB*	17,954	8,115	2,321	12.19	1.91	2.73%	20.58%	28,300	32,800
VCB	34,370	12,117	2,914	22.17	3.86	1.13%	21.50%	64,600	N/A
CTG	31,968	8,402	1,870	15.03	1.54	0.74%	12.76%	28,100	27,413
VPB	30,075	8,640	5,501	4.78	1.25	2.91%	28.36%	26,300	N/A
HDB	12,803	3,137	2,866	13.56	2.45	1.35%	17.80%	38,850	N/A
STB	N/A	1,212	571	22.24	1.01	0.71%	5.18%	12,700	N/A
GAS	70,329	10,735	5,347	16.55	4.01	16.33%	23.03%	115,900	N/A
PVD	4,085	(322)	N/A	N/A	0.40	0.20%	0.34%	17,800	N/A
PVS	17,039	879	1,809	9.56	0.66	3.24%	6.78%	23,200	23,155
PVB	207	20	935	16.47	0.78	4.60%	4.90%	21,300	19,600
BSR	113,789	5,425	1,761	10.95	1.73	8.62%	15.86%	19,300	N/A
PLX	158,000	5,000	4,317	16.4	4.38	7.48%	23.3%	70,800	N/A
OIL	66,267	510	493	33.47	1.51	2.39%	4.91%	16,400	N/A
PPC	6,613	877	2,688	6.98	1.00	11.46%	15.90%	18,750	21,202
NT2	8,071	849	2,958	8.99	2.09	7.74%	14.80%	26,600	30,200
PC1	5,838	558	4,140	6.84	1.10	7.18%	17.26%	28,300	37,280
GEX	13,757	1,340	3,300	8.42	1.61	7.95%	17.53%	27,800	40,000
POW	32,383	2,659	1,221	13.02	1.48	4.76%	8.75%	15,900	N/A
REE	5,060	1,611	5,196	6.93	2.01	9.95%	15.13%	36,000	40,195
FPT	22,095	3,042	4,593	11.49	2.62	11.72%	22.40%	45,900	52,819
CMG	5,008	205	2,853	8.06	1.33	12.28%	20.10%	23,000	27,103
DXG	5,027	1,314	3,919	6.60	1.30	24.00%	10.00%	29,800	38,460
VHM	72,640	17,686	6,550	16.00	1.96	14.20%	33.10%	104,000	142,000
NLG	3,874	792	3,253	10.80	0.90	17.90%	7.10%	32,400	38,250
KDH	3,854	742	1,915	16.20	1.62	8.11%	5.17%	33,200	N/A
CTD	28,832	1,549	18,601	9.50	1.69	17.00%	9.00%	162,500	190,300
HBC	19,900	953	4,526	5.30	1.80	30.00%	6.00%	23,950	NA
FCN	3,500	250	2,808	5.80	0.88	12.00%	4.30%	16,300	19,320
LCG	2,487	95	954	9.80	0.66	6.90%	2.20%	9,260	10,900
DHG	4,150	730	5,583	20.30	3.70	17.60%	22.80%	96,900	N/A
PME	1,859	335	5,135	14.70	2.40	17.60%	19.50%	70,400	83,915
DBD	1,584	162	3,092	11.99	2.38	10.40%	20.40%	37,100	N/A

Mã	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 21/09/18	Giá mục tiêu
PVI	7,471	617	2,632	12.35	1.12	3.00%	8.33%	32,500	37,830
BMI	4,165	243	2,098	11.30	0.96	4.42%	9.21%	23,700	31,332
MIG	2,349	95	1,181	10.75	1.06	2.10%	8.60%	12,700	16,393
HPG	54,634	9,382	4,419	9.26	2.37	15.10%	24.70%	40,900	44,192
NKG	17,160	573	3,165	4.60	0.84	5.58%	18.05%	14,550	N/A
HSG	31,065	909	2,367	5.28	0.87	3.99%	14.53%	12,500	N/A
PNJ	14,160	1,000	5,730	17.7	3.9	27%	18%	101,600	128,500
MWG	89,782	2,921	9,215	13.7	4.7	34%	11%	126,000	162,200
FRT	7,448	183.1	8,887	8.4	4.7	34%	38%	75,000	84,000
VNM	55,748	10,178	7,012	22.9	8.9	28.4%	43%	137,800	141,870
VGC	9,415	680	1,353	14.03	1.31	4.26%	10.00%	19,000	18,400
CVT	1,470	180	4,654	5.90	1.52	13.00%	30.00%	27,500	32,580
NTP	4,636	329	3,320	15.51	2.08	7.80%	15.00%	51,500	49,070
BMP	4,072	438	4,872	12.36	1.92	14.40%	17.90%	60,200	N/A
AAA	6,000	330	2,632	6.51	1.29	N/A	N/A	17,150	N/A
BFC	6,831	301	3,715	7.5x	1.26x	7.70%	25.10%	27,800	29,252
VGG	9,873	408	6,825	8.21	1.53	8.70%	26.10%	56,000	63,000
TNG	3,453	141	2,388	6.36	1.29	5.20%	17.00%	15,200	15,400
TCM	3,467	253	4,180	6.89	1.49	8.10%	18.70%	28,800	29,300
GMD	3,981	585	2,031	12.24	2.14	5.00%	7.00%	27,300	31,000
VSC	1,354	310	5,628	7.70	1.27x	11.90%	17.30%	43,200	47,101
PVT	7,256	529	1,694	9.89	0.97	5.80%	11.10%	17,700	20,615
PHR	1,290	268	1,751	14.20	1.38	7.70%	11.20%	24,900	N/A
DPR	946	216	4,553	8.82	0.72	6.10%	7.90%	39,200	40,997
DRI	604	102	1,324	5.14	0.58	6.94%	10.98%	6,800	9,837
DRC	4,270	169	1,283	18.60	1.82	5.95%	11.00%	23,850	27,707
LAS	4,000	163	1,355	8.50	0.98	5.20%	12.39%	11,300	13,200
DPM	8,577	371	948	18.93	1.12	6.90%	9.94%	17,950	22,800
IMP	1,447	173	3,115	16.98	1.62	6.00%	10.00%	52,900	71,500
HT1	8,289	596	1,563	8.74	0.91	5.65%	10.36%	13,650	16,500
VHC	9,000	600	6,500	12.40	2.50	12.50%	19.70%	93,500	67,350
FMC	3,700	120	2,985	9.04	1.82	7.50%	24.10%	27,000	N/A
SBT	8,659	576	1,084	37.00	1.60	2.30%	11.20%	21,000	17,350

Nguồn: BSC Research

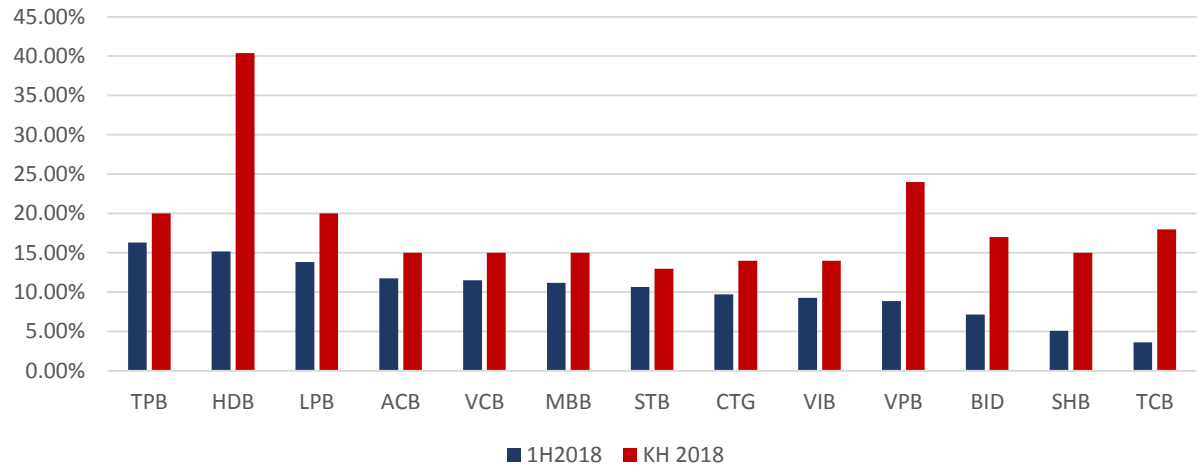
Ngành Ngân hàng [Khả quan]

- Tín dụng tăng 9.15%ytd tính đến 20/9/2018, thấp hơn mức 11.02% cùng kỳ 2017
- Huy động vốn tăng 9.15% tính đến 20/9/2018. Tỷ lệ cho vay/huy động toàn hệ thống cao, đạt 87.57% tính đến cuối tháng 7/2018.
- Lãi suất cho vay được duy trì ổn định trong khi đó, nhiều ngân hàng giảm lãi suất huy động.
- Lãi suất liên ngân hàng tăng trong quý 3/2018. Trung bình quý 3/2018, lãi suất giao dịch qua đêm, 1 tuần và 1 tháng lần lượt là 2.89%; 3.07% và 3.43%.
- LNST của 16 ngân hàng niêm yết tăng 53.82% yoy.

Thực trạng Quý 3/2018

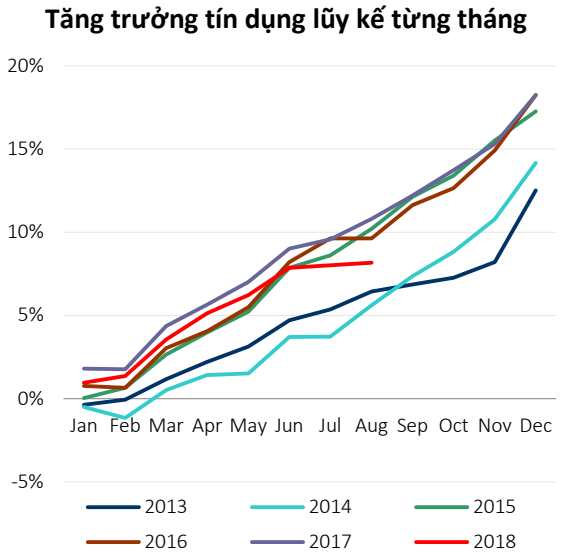
Tín dụng tăng 9.15%ytd tính đến 20/9/2018, thấp hơn nhiều mức 11.02% cùng kỳ năm 2017 (Tổng cục thống kê). Tháng 8/2018, SBV ra chỉ thị 04, nêu rõ cơ quan này sẽ không nâng trần tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng trong năm 2018 (trừ trường hợp đặc biệt). Trong khi đó, tính đến hết quý 2/2018, tăng trưởng cho vay tại nhiều ngân hàng đã gần chạm mức trần này. Do đó, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng có thể chậm lại, do khoảng 70-80% thu nhập hoạt động đến từ hoạt động tín dụng. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng năm 2018 khoảng 17%, tương đương với mục tiêu của ngân hàng nhà nước. Tốc độ tăng trưởng tín dụng trong dài hạn của nhiều ngân hàng có thể chậm lại nếu các ngân hàng không tăng đủ vốn, đáp ứng yêu cầu Basel II.

Kế hoạch tăng trưởng cho vay và thực tế tăng trưởng cho vay trong 6T2018 của một số ngân hàng

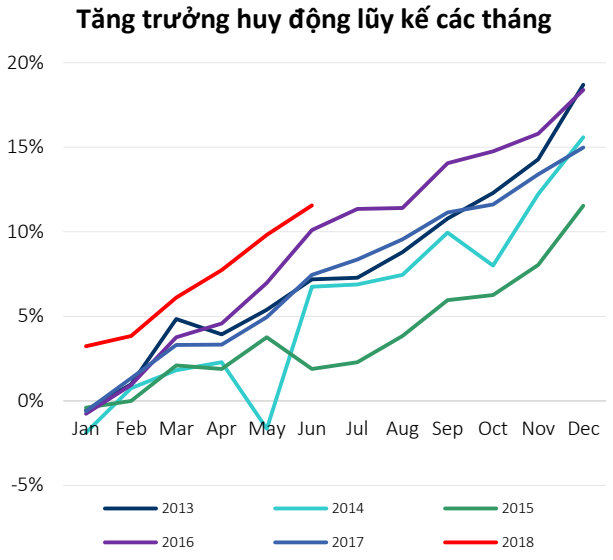


Nguồn: BSC tổng hợp

Huy động vốn tăng 9.15% tính đến 20/9/2018 (tổng cục thống kê). Tỷ lệ cho vay/huy động của các ngân hàng vẫn duy trì ở mức cao, đạt 87.57% tính đến cuối tháng 7/2018, trong đó, đối với các NHTM Nhà nước, tỷ lệ này là 93.7%, nhóm các ngân hàng TMCP là 81.65%, cao hơn mức cho phép của SBV. Do vậy, để đảm bảo tỷ lệ an toàn theo yêu cầu của thông tư 36 và 06, các ngân hàng cần đẩy nhanh tốc độ huy động vốn hoặc kiểm soát tốt chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng.



Nguồn: SBV

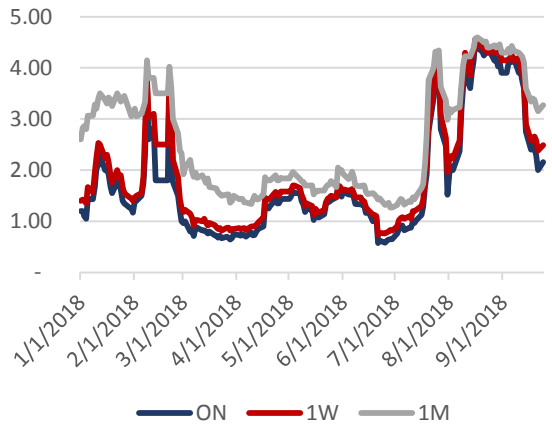


Nguồn: SBV

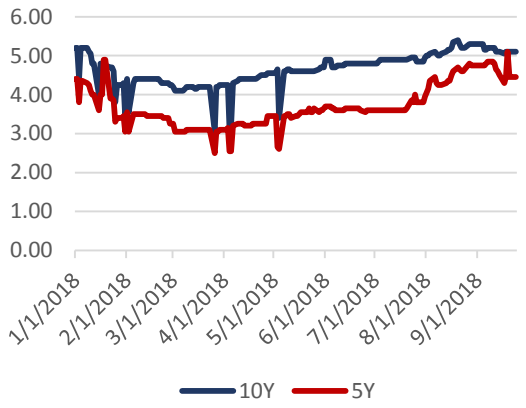
Lãi suất huy động tăng trong quý 3/2018, chủ yếu tăng các kỳ hạn dài. Do (1) các ngân hàng tăng huy động vốn nhằm đảm bảo tỷ lệ cho vay/ huy động như đã đề cập ở trên; (2) Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn sử dụng để cho vay trung và dài hạn sẽ giảm về mức 40% đầu năm 2019, thấp hơn 5% so với tỷ lệ hiện tại. Cụ thể, Vietinbank tăng lãi suất các kỳ hạn, trong đó, tăng 0.6-1.4% với kỳ hạn trên 8 tháng. Với các khoản tiền gửi có kỳ hạn trên 24 tháng, lãi suất huy động tăng từ 7.2% lên 8.6%. BID tăng 0.2% các kỳ hạn 1, 2, 5 và 6 tháng. Vietcombank tăng 0.1% các kỳ hạn trên 12 tháng. Bản Việt tăng 1.4% đối với các khoản tiền gửi kỳ hạn trên 24 tháng lên 8.6%, mức cao nhất thị trường. Ngoài ra, ngân hàng này cũng tăng 0.6-1.4% tùy từng khoản tiền gửi với các kỳ hạn khác nhau, trên 8 tháng. Seabank nâng lãi suất các khoản tiền gửi 14 tháng lên tới 8.2%. SHB nâng lãi suất tiền gửi 6-11 tháng thêm 0.2%. Techcombank tăng 0.1% đối với các khoản tiền dưới 1 tỷ đồng, kỳ hạn 1 tháng và trên 12 tháng. Trong quý 3/2018, duy chỉ có MBB giảm 0.2%-0.6% đối với các khoản tiền gửi kỳ hạn 1, 2 và 3 tháng. Việc tăng lãi suất huy động trong khi lãi suất cho vay đầu ra chưa kịp tăng tương xứng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến NIM và lợi nhuận của các ngân hàng trong ngắn hạn, và do đó, mục tiêu giảm lãi suất cho vay đầu ra của Chính phủ và SBV khó lòng thực hiện được.

Lãi suất liên ngân hàng và lãi suất trái phiếu Chính phủ tiếp tục tăng. (1) Nửa đầu quý 3/2018, lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh, có thời điểm lãi suất qua đêm tăng lên đến 4.53% do tác động cộng hưởng của lãi suất USD và đồng USD tăng giá, kho bạc nhà nước rút tiền từ các ngân hàng thương mại. Từ tuần thứ 2 của tháng 9/2018, lãi suất liên ngân hàng giảm trở lại. Trung bình quý 3/2018, lãi suất giao dịch qua đêm, 1 tuần và 1 tháng lần lượt là 2.89%; 3.07% và 3.43%, cao hơn mức trung bình quý 2/2018. (2) Lãi suất trái phiếu Chính phủ 5 năm và 10 năm trung bình trong quý 3/2018 lần lượt là 3.71% và 4.66%, cao hơn mức tương ứng 3.42% và 4.55% trung bình quý 2/2018. Lãi suất liên ngân hàng và lãi suất trái phiếu Chính phủ tăng làm giảm lợi nhuận mảng ngân quỹ của các ngân hàng.

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



Diễn biến lãi suất tham chiếu TP Chính phủ



Nguồn: Bloomberg

Câu chuyện cổ đông chiến lược của các ngân hàng. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo trước đây, việc tăng vốn điều lệ là yêu cầu tất yếu của các ngân hàng. Nhiều ngân hàng dự kiến tăng vốn thông qua phát hành riêng lẻ cho đối tác nước ngoài. VCB tiếp tục theo đuổi kế hoạch phát hành riêng lẻ cho tối đa 10 nhà đầu tư nước ngoài và đã được thông qua về mặt chủ trương; BIDV đang nỗ lực tìm kiếm cổ đông chiến lược. Nửa cuối tháng 9/2018, VCB đã được SBV chấp thuận phương án tăng vốn điều lệ thêm 10% lên 39.6 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ. Văn bản có hiệu lực trong vòng 12 tháng kể từ ngày ký. Tuy nhiên, theo tìm hiểu của chúng tôi ngân hàng và các tổ chức tài chính hiện vẫn chưa có sự đồng thuận về giá, cộng với thời gian lock của cổ phiếu là 1 năm khiến câu chuyện bán vốn của VCB có thể vẫn tiếp tục kéo dài.

Một số ngân hàng dự kiến niêm yết trong thời gian tới bao gồm: OCB (VĐL 4,000 tỷ đồng), Maritimebank (VĐL 11,750 tỷ đồng), Seabank (VĐL 5,466 tỷ đồng), ABBank (VĐL 5,319 tỷ đồng), Saigonbank (VĐL 3,080 tỷ đồng), Nam Á Bank (VĐL 3,021 tỷ đồng), Việt Á Bank (VĐL 3,500 tỷ đồng).

KQKD 2 quý đầu năm 2018 tăng trưởng tích cực. Kết thúc 6T2018, tổng lợi nhuận sau thuế của 16 ngân hàng niêm yết đạt 34,246 tỷ đồng, tăng 53.82% yoy. Hầu hết các ngân hàng đều ghi nhận tăng trưởng dương, duy chỉ có LPB, LNST giảm 22.77% yoy. Một số ngân hàng có tăng trưởng lợi nhuận cao bao gồm VIB (+200.98% yoy, chủ yếu nhờ thu nhập lãi tăng mạnh 54.5% lên 2,256 tỷ đồng, trong khi đó, các chi phí khác hầu như không tăng), ACB (+ 151.22% do ngân hàng hoàn tất trích lập nhóm G6 và VAMC trong năm 2017); HDB (+141.52% yoy); TPB (+112.18% yoy); TCB (+90.02% yoy, nếu loại trừ thu nhập bất thường từ thoái vốn, LNTT tăng 57.31% yoy); STB (+65.52% yoy); MBB (+54.79% yoy); VCB (+53.32% LNST, nếu loại trừ lợi nhuận thu được từ thu hồi nợ ngoại bảng và thu nhập từ thoái vốn, LNTT tăng 21.7% yoy); BAB (+47.26% yoy); BID (+45.14% yoy); ….

	CTG	VCB	BID	MBB	STB	TCB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
Quy mô												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	37,234	35,978	34,187	21,605	18,852	34,966	24,963	11,259	9,810	7,500	5,842	5,644
VCSH (tỷ đ)	68,042	58,603	53,097	31,331	23,649	47,429	32,989	18,319	16,576	9,787	9,657	9,663
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,140,081	977,682	1,268,549	333,203	400,686	300,404	293,112	309,968	191,293	175,881	126,533	127,238
Vốn chủ sở hữu/TTS	5.97%	5.99%	4.19%	9.40%	5.90%	15.79%	11.25%	5.91%	8.67%	5.56%	7.63%	7.59%
Tăng trưởng (ytd)												
Tăng trưởng tài sản	4.11%	-5.56%	5.51%	6.16%	8.74%	11.51%	5.53%	9.02%	1.03%	7.62%	1.94%	3.31%
Tăng trưởng cho vay	9.72%	11.52%	7.18%	11.21%	10.65%	3.64%	8.87%	11.76%	15.16%	13.82%	16.31%	9.29%
Tăng trưởng tiền gửi	13.22%	7.90%	12.16%	6.64%	11.25%	8.96%	13.29%	10.94%	5.18%	14.06%	6.93%	10.17%
CASA	13.50%	28.34%	17.01%	30.46%	14.47%	22.35%	11.52%	15.36%	8.53%	21.57%	14.38%	15.01%
Cho vay/tiền gửi	101.77%	79.27%	96.33%	87.24%	69.32%	89.49%	131.44%	82.85%	94.92%	78.27%	98.14%	115.87%
Chất lượng tài sản												
Tỷ lệ nợ xấu	1.29%	1.15%	1.49%	1.29%	3.70%	2.04%	4.07%	0.78%	1.43%	0.98%	1.17%	2.33%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.29%	1.15%	2.51%	1.29%	17.51%	2.04%	5.39%	0.78%	2.08%	1.72%	1.73%	3.14%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.44%	1.62%	1.26%	1.37%	1.27%	1.51%	1.79%	1.02%	1.14%	1.11%	1.15%	1.24%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	111%	141%	85%	106%	34%	74%	44%	131%	80%	113%	99%	53%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.69%	1.08%	1.24%	1.41%	9.64%	2.80%	2.00%	1.07%	2.59%	3.31%	1.56%	1.36%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)												
LNST (tỷ đ)	4,237	6,431	3,942	3,040	768	4,150	3,501	2,462	1,495	546	819	921
% yoy	8.53%	52.32%	45.14%	54.79%	65.52%	90.02%	34.34%	151.22%	141.52%	-22.77%	112.18%	200.98%
NIM (TTM)	2.66%	2.54%	2.98%	4.41%	2.09%	3.79%	9.00%	3.39%	4.22%	3.50%	3.39%	3.48%
CIR (TTM)	41.06%	41.35%	31.69%	39.28%	-29.94%	27.94%	32.31%	44.74%	45.19%	62.28%	47.26%	48.70%
ROA (TTM)	0.70%	1.15%	0.61%	1.44%	0.39%	3.13%	2.65%	1.24%	1.41%	0.93%	1.07%	1.38%
ROE (TTM)	11.94%	20.26%	14.52%	15.06%	6.33%	25.60%	24.06%	21.51%	18.16%	15.92%	17.38%	19.06%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,085	3,140	2,378	2,102	819	2,563	3,069	3,320	2,797	1,701	2,215	3,197
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	18,191	16,261	14,628	16,384	12,544	13,564	21,006	16,270	15,886	12,878	14,374	17,120
Định giá												
P/E	13.48	20.57	14.84	10.92	15.51	11.04	8.57	10.36	13.89	5.94	11.85	8.88
P/B	1.54	3.97	2.41	1.40	1.01	2.09	1.25	2.11	2.45	0.78	1.83	1.66

Nguồn: BSC research

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng**.** (1) Kết quả kinh doanh lõi được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ đẩy mạnh các hoạt động ngoài lãi, mảnh đất nhiều tiềm năng mà các ngân hàng Việt Nam chưa khai phá hết. (2) Xử lý nợ xấu và tái cơ cấu các TCTD yếu kém được đẩy mạnh. Hoạt động của các ngân hàng lành mạnh hơn, tuân thủ những quy định khắt khe hơn của thế giới. Nhiều ngân hàng được kỳ vọng ghi nhận chi phí dự phòng rủi ro thấp hơn trong năm 2018 và ghi nhận hoàn nhập dự phòng hoặc thu nhập khác từ xử lý nợ xấu. (3) Tăng vốn theo yêu cầu của Basel II làm tăng quy mô, trọng số của nhóm cổ phiếu ngân hàng trong rổ chỉ số thị trường. (4) Nhiều ngân hàng dự kiến niêm yết trong năm 2018. Tuy nhiên, một số yếu tố rủi ro cần chú ý đối với ngành ngân hàng bao gồm: (1) lãi suất liên ngân hàng và lãi suất huy động tăng; (2) tốc độ tăng trưởng tín dụng có thể chậm lại trong nửa cuối năm 2018 và chậm lại đối với các ngân hàng chưa đáp ứng yêu cầu về CAR, (3) các biến kinh tế vĩ mô thế giới diễn biến khó lường và có thể tác động tiêu cực đến nền kinh tế Việt Nam.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với các cổ phiếu TCB, MBB, ACB và LPB.

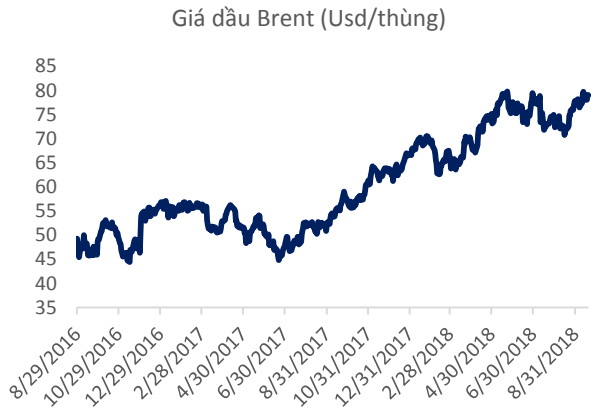
Mã CK	DTT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E FW	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/2018	Giá mục tiêu
ACB	13,420	4,875	4,449	7.73	1.79	1.58%	26.43%	34,400	37,100
MBB	16,909	5,782	2,516	9.12	1.53	1.75%	18.66%	22,950	26,000
LPB	5,721	1,536	1,962	5.15	0.75	0.88%	15.72%	10,100	13,536
TCB*	17,954	8,115	2,321	12.19	1.91	2.73%	20.58%	28,300	32,800
VCB	34,370	12,117	2,914	22.17	3.86	1.13%	21.50%	64,600	N/A
CTG	31,968	8,402	1,870	15.03	1.54	0.74%	12.76%	28,100	N/A
VPB	30,075	8,640	5,501	4.78	1.25	2.91%	28.36%	26,300	N/A
HDB	12,803	3,137	2,866	13.56	2.45	1.35%	17.80%	38,850	N/A
STB		1,212	571	22.24	1.01	0.71%	5.18%	12,700	N/A

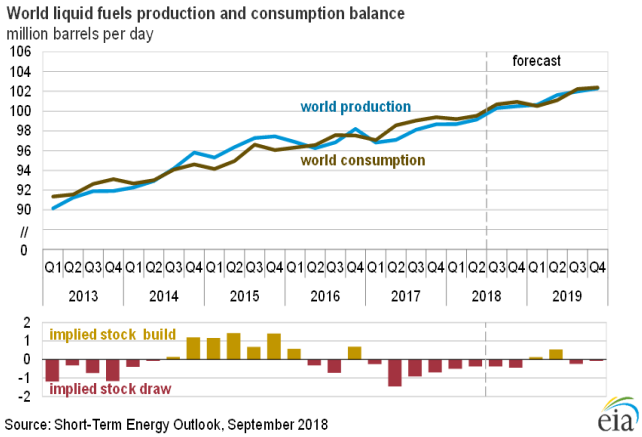
Nguồn: BSC research, VCB: chưa bao gồm lợi nhuận từ thoái vốn MBB, EIB

Ngành Dầu Khí [Khả Quan]

- Giá dầu Brent bình quân Q2/2018 tăng 47.8% yoy và tăng 11.5% so với quý 1/2018.
- EIA đã nâng dự báo giá dầu Brent lên mức $73/thùng vào năm 2018 và $74/thùng năm 2019.
- Nhiều dự án mới bắt đầu được triển khai: Sao Vàng Đại Nguyệt, Lô B Ô Môn, Sư Tử Trắng giai đoạn 2.
- Các doanh nghiệp phân phối/vận chuyển khí ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan (LNST +42%) trong khi đó, nhóm các doanh nghiệp còn lại chứng kiến lợi nhuận tiếp tục sụt giảm mạnh (LNST -78.1%).

Giá dầu Brent bình quân Q2/2018 tăng 47.8% yoy và tăng 11.5% so với quý 1/2018. Duy trì đà tăng từ cuối quý 1, giá dầu tiếp tục xu hướng tăng giá trong quý 2. Xét trong quý 2, giá dầu Brent đạt mức trung bình $74.96/thùng (+47.8% yoy) và tăng 11.5% so với mức giá trung bình của 3 tháng đầu năm. Giá dầu hiện tại đang giao dịch quanh mức $78.1, trước khi các thông tin về việc dự đoán nguồn cung vẫn đang thắt chặt và dự trữ dầu thô Mỹ tiếp tục sụt giảm khi các nhà máy lọc dầu đang hoạt động 98.1% công suất thiết kế.





Nguồn: Bloomberg, EIA

EIA đã nâng dự báo giá dầu Brent lên mức $73/thùng vào năm 2018 và $74 /thùng năm 2019. Đây là nội dung được đề cập trong báo cáo triển vọng ngành năng lượng T9/2018. Triển vọng lạc quan đối với ngành năng lượng xuất phát từ lệnh trừng phạt của Mỹ đối với lĩnh vực dầu khí của Iran dự kiến có hiệu lực từ tháng 11 qua đó sẽ giúp cắt giảm một phần nguồn cung. Dự báo xuất khẩu dầu thô của Iran sẽ giảm khoảng 19% so với mức bình quân 7T/2018.

Nhiều dự án mới bắt đầu được triển khai. Trong cuối T7/2018, PVN, PV Gas và các chủ mỏ đã ký các hợp đồng phát triển mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt, dự kiến đến Q3/2020 sẽ bắt đầu khai thác dòng dầu và khí thương mại. Ngoài ra các dự án khác cũng kỳ vọng sẽ được triển khai trong giai đoạn 2018-2019 bao gồm (1) Dự án Lô B Ô Môn, (2) Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy việc cơ cấu lại nhân sự cấp cao của PVN đã gần như hoàn thiện, qua đó kỳ vọng giúp ngành Dầu khí hoạt động hiệu quả hơn.

Kết quả kinh doanh ngành dầu khí trong 6 tháng đầu năm 2018 cải thiện tốt nhưng chịu sự phân hóa mạnh. Trong đó nhìn chung các doanh nghiệp vận chuyển/phân phối khí có kết quả kinh doanh khả

quan hơn, hưởng lợi từ giá dầu tăng lên. Các doanh nghiệp thượng nguồn vẫn tiếp tục gặp khó khăn trong bối cảnh tiến độ triển khai các dự án thăm dò đầu tư còn chậm và chỉ mới có dấu hiệu khởi động lại trong cuối năm 2018. Tổng doanh thu ngành dầu khí 6T/2018 đạt 61,672 tỷ đồng (+16% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 6,134 tỷ đồng (+4% yoy). Tuy nhiên, sự phân hóa thể hiện khá rõ rệt với việc GAS là doanh nghiệp có sự tăng trưởng mạnh về LNST (+42% yoy) trong khi đó các doanh nghiệp còn lại khác đa phần đều ghi nhận KQKD sụt giảm do (1) Độ trễ của giá dầu và (2) Tiến độ triển khai các dự án mới 6T2018 còn chậm (Cá Rồng Đỏ bị tạm hoãn).

	DT 1H2018 (tỷ đồng)	% yoy	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	% yoy
GAS	38,188	18%	23.0%	19.2%	5,679	42%
PVG	1,963	-62%	12.4%	4.7%	6	-99%
PVS	7,665	180%	5.3%	18.3%	489	-56%
PVD	2,730	88%	0.2%	11.4%	(308)	N/A
PGS	3,013	5%	17.1%	19.8%	50	-8%
PVC	1,137	-31%	7.4%	9.5%	(9)	N/A
PGC	1,570	12%	20.5%	22.0%	78	18%
PXS	61	-92%	-49.6%	6.5%	(47)	N/A
CNG	813	29%	12.4%	18.7%	46	-8%
PVE	751	-18%	9.4%	8.6%	8	-35%
PGD	3,782	19%	11.2%	11.3%	142	79%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC duy trì nhận định **KHẢ QUAN** với ngành dầu khí. Với triển vọng giá dầu sẽ duy trì tại mức hiện tại và có khả năng tiếp tục xu hướng hồi phục trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng năm 2019, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí thượng nguồn sẽ bắt đầu cải thiện do yếu tố đặc thù của ngành (Độ trễ phản ánh của giá dầu thông thường từ 6 tháng đến 1 năm). Ngoài ra, trong năm 2019, PVN tiếp tục thực hiện 3 dự án chính trong năm 2018: Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (Nam Côn Sơn 2), dự án Sư Tử Trắng – Giai Đoạn 2, Lô B Ô Môn. Nếu các dự án này thực hiện đúng tiến độ thì các doanh nghiệp dầu khí sẽ được hưởng lợi. Chúng tôi vẫn lưu ý các cổ phiếu dầu khí trong năm 2018 là GAS, PVD, PVS, PVB, BSR, PLX, OIL.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/2018	Giá mục tiêu
GAS	70,329	10,735	5,347	16.55	4.01	16.33%	23.03%	115,900	N/A
PVD	4,085	-322	N/A	N/A	0.40	0.20%	0.34%	17,800	N/A
PVS	17039	879	1,809	9.56	0.66	3.24%	6.78%	23,200	23,155
PVB	207	20	935	16.47	0.78	4.6%	4.9%	21,300	19,600
BSR	113,789	5,425	1,761	10.95	1.73	8.62%	15.86%	19,300	N/A
PLX*	158,000	5,000	4,317	16.4	4.38	7.48%	23.3%	70,800	N/A
OIL	66,267	510	493	33.47	1.51	2.39%	4.91%	16,400	N/A

Nguồn: BSC research, * Theo kế hoạch kinh doanh 2018

Ngành Điện [Khả quan]

- Sản lượng điện 8 tháng đầu năm đạt 126.05 tỷ kWh (+10.62% yoy).
- Đầu tư xây dựng ngành điện vẫn tập trung cho các dự án truyền tải.
- EVN tiếp tục triển khai thủ tục thoái vốn tại 5 công ty cổ phần và tiếp tục triển khai cổ phần hóa 2 tổng công ty Phát điện I và Phát điện II (GENCO1 và GENCO2)
- DTT tăng trưởng tốt, các doanh nghiệp trong ngành tăng trung bình 33.8% yoy

Sản lượng điện 8 tháng năm 2018 đạt 145.15 tỷ kWh (+11.2% yoy). Sản lượng điện thương phẩm lũy kế 8 tháng đầu năm 2018 ước đạt 126.05 tỷ kWh tăng 10.62% yoy trong đó sản lượng thương phẩm nội địa tăng 10.69%.

Đầu tư xây dựng ngành điện vẫn tập trung cho các dự án truyền tải. Riêng trong tháng 8, EVN và các đợn vị đã khởi công 10 dự án lưới điện mới, đưa vào vận hành thêm 9 dự án 110-500 kV; lũy kế 8 tháng khởi công 74 dự án, đưa vào vận hành 106 dự án 110-500kV. Dự kiến các dự án lưới điện sẽ tiếp tục được triển khai mạnh do nhu cầu điện tiếp tục tăng mạnh ở phía Nam trong khi nhiều dự án tại khu vực này đang bị chậm tiến độ.

EVN tiếp tục triển khai thủ tục thoái vốn tại 5 công ty cổ phần và tiếp tục triển khai cổ phần hóa 2 tổng công ty Phát điện I và Phát điện II (GENCO1 và GENCO2). 5 công ty cổ phần được thực hiện thoái vốn là Công ty CP Cơ khí Điện lực, Công ty Tài chính CP Điện lực, các Công ty CP Tư vấn xây dựng điện 3, 4 và Công ty CP Phong điện Thuận Bình. Đối với GENCO1 và GENCO2, Bộ Công Thương đã báo cáo đề xuất chính phủ cho phép được thực hiện cổ phần hóa tại thời điểm ngày 01/01/2019. Hiện tại, GENCO1 và GENCO2 lần lượt chiếm 9.45% và 12.54% công suất phát điện của cả nước, là 2 doanh nghiệp sản xuất điện lớn hàng đầu cả nước.

Về kết quả kinh doanh. Hầu hết các doanh nghiệp ngành điện trong 6 tháng đầu năm đều có mức doanh thu tăng trưởng tốt (trung bình khoảng 33.8%) ngoại trừ CHP (tiến hành đại tu trong quý I) và SBA (do ảnh hưởng bởi thời tiết). Riêng đối với BTP, doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp tăng mạnh do được hưởng lợi nhờ giá bán tạm tính cao cùng với đó là lỗ tỷ giá trong năm 2018 sụt giảm mạnh. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp thủy điện tiếp tục được hưởng lợi nhờ thời tiết thuận lợi; giá nguyên vật liệu (khí, than) tăng mạnh cũng đẩy giá bán điện hợp đồng của các công ty nhiệt điện.

Mã	Sản phẩm	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
POW	Nhiệt điện	17,822	15.0%	13.9%	14.4%	1325	25.5%
NT2	Nhiệt điện	4,030	13.5%	15.5%	22.3%	504	10.4%
PPC	Nhiệt điện	4,017	27.2%	15.3%	15.9%	715	20.5%
BTP	Nhiệt điện	790	105.0%	11.8%	-4.9%	116	N/A
NBP	Nhiệt điện	342	7.0%	5.3%	7.4%	4	-18.4%
VSH	Thủy điện	411	28.9%	72.0%	66.8%	262	33.3%
TMP	Thủy điện	406	12.4%	65.3%	59.6%	210	29.4%

Mã	Sản phẩm	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
TBC	Thủy điện	193	45.4%	67.4%	60.1%	106	60.9%
SEB	Thủy điện	182	-5.1%	73.1%	74.7%	110	-6.0%
SBA	Thủy điện	118	-15.8%	71.9%	68.4%	46	-15.7%
SJD	Thủy điện	213	-0.3%	58.9%	61.0%	94	6.4%
SHP	Thủy điện	210	-5.3%	34.5%	37.8%	17	-14.3%
HJS	Thủy điện	93	-1.1%	47.7%	45.5%	29	19.4%
PIC	Thủy điện	61	36.7%	66.1%	72.8%	28	-4.1%
CHP	Thủy điện	155	-62.3%	21.5%	66.4%	-19	-1

Nguồn: FiinPro, BSC research

Quan điểm đầu tư – Khả Quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** cho các doanh nghiệp ngành điện. Các doanh nghiệp điện có tính ổn định cao, cổ tức đều, beta ngành ở mức thấp vì vậy đều là các cổ phiếu có tính phòng thủ. Nhu cầu điện tiếp tục gia tăng, giá bán điện được cải thiện sẽ là động lực tăng trưởng chính của các doanh nghiệp điện trong thời gian sắp tới. Ngoài các doanh nghiệp sản xuất điện, nhóm các cổ phiếu liên quan đến vật tư xây dựng và xây lắp điện dự kiến cũng sẽ được hưởng lợi khi các dự án truyền tải điện vẫn liên tục được triển khai do nhu cầu điện ở cao ở khu vực phía Nam.

PC1– MUA - Giá mục tiêu: 37,280 đồng/CP – Upside: 30.45%.

- PC1 là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp điện, được hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng xây dựng các nhà máy điện mặt trời và các đường dây truyền tải lớn. Tổng doanh thu kí mới trong 8 tháng đầu năm đạt 2,300 tỷ đồng, trong đó 80% là kí cho các dự án ngoài EVN, trong đó nổi bật là các dự án điện mặt trời, các dự án xây dựng cáp ngầm ở khu vực nội thành Hà Nội. Biên lợi nhuận sau thuế mảng xây lắp dự kiến ở mức khoảng 9%.
- PC1 cũng là đơn vị hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất cột điện với tổng công suất lớn nhất cả nước (khoảng 50 nghìn tấn), sản phẩm của PC1 không chỉ được tiêu thu trong nước mà còn được xuất khẩu. Hiện tại, PC1 đang xuất khẩu sản phẩm sang Banglades và chuẩn bị cho hợp đồng xuất khẩu sang Indonesia.
- Mảng thủy điện: Các nhà máy điện của PC1 hiện tại đều đang được hưởng giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được, biên lợi nhuận gộp đạt 64% và biên lợi nhuận ròng đạt trên 40% tương đối cao so với trung bình ngành. Năm 2018, PC1 sẽ đưa vào hoạt động thêm dự án Mông Ân, kì vọng tăng trưởng mảng thủy điện m 2018 vào khoảng 120% và sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian sắp tới khi PC1 sẽ tiếp tục xây dựng các dự án thủy điện có tổng công suất khoảng 100 MW.
- Bất động sản: Tuy không phải là 1 doanh nghiệp chuyên trong lĩnh vực BĐS tuy nhiên PC1 đạt mục tiêu sẽ đưa ra thị trường mỗi năm 1 dự án. Năm 2018 PC1 sẽ ghi nhận dự án Mỹ Đình với

mức doanh thu khoảng 1,200 tỷ và khoảng 200 tỷ đồng lợi nhuận. Dự án Triều Khúc đang được doanh nghiệp triển khai và đã bắt đầu có khách hàng quan tâm.

GEX– MUA - Giá mục tiêu: 40,000 đồng/CP – Upside: 44%.

Chúng tôi đánh giá cao cổ phiếu GEX- Tổng công ty thiết bị điện Việt Nam nhờ vị thế vượt trội và khả năng sinh lời dài hạn ở nhiều lĩnh vực hoạt động

- Mảng thiết bị điện: Kì vọng lợi nhuận của mảng thiết bị điện tăng trưởng ở mức 10-15%/năm nhờ (1) nhu cầu đầu tư cho lưới điện truyền tải và phần phối cao, (2) GEX sẽ gia tăng sở hữu của mình ở các công ty thiết bị điện lên 100% kết hợp chuyển giao quyền sở hữu các công ty này tập trung về Gelex Electrics để tập trung quản lý, tiết giảm chi phí điều hành.
- Mảng logistic: GEX sở hữu chuỗi logistic tương đối đầy đủ với hệ thống kho bãi, cảng , vận chuyển đường thủy bằng xa làn,… (công ty Gelex Logistic để phụ trách). Ngắn hạn, mảng logistic của GEX sẽ tăng trưởng khi nhu cầu vận chuyển tăng theo tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Về dài hạn, mảng logistic sẽ triển khai các dự án như mở rộng thêm cảng Long Bình, triển khai 2 dự án logisctic center (khu cung cấp đầy đủ các dịch vụ logistic của GEX cũng như là nơi trưng bày quảng bá hàng hóa cho khách hàng- là sản phẩm mới chưa có ở thị trường Việt Nam) trên 2 khu đất có sẵn ở Gia Lâm (35ha) và Quận 9 (20ha)
- Mảng điện và nước: Hiện tại dự án điện mặt trời của GEX (công suất 50mW-tổng đầu tư 46 triệu USD) đang triển khai đúng tiến độ và dự kiến sẽ hòa lưới điện vào giữa tháng 6/2019. Với tốc độ triển khai nhanh, dự án điện của GEX là 1 trong 2 dự án đầu tiên kí được hợp đồng bao tiêu 100% với EVN. Đối với mảng cung cấp nước, nhà máy nước (VCW) của GEX đã hoàn thanh giai đoạn 1 nâng công suất lên 300 nghìn m^3/ngày và dự kiến sẽ tăng công suất lên 600 nghìn m^3/ngày và hơn 1 triệu m^3/ngày theo kế hoạch trong các năm tiếp theo. Với nguồn nước được lấy từ Sông Đà, có chất lượng tốt nhất trong 3 hệ thống sông chảy qua Hà Nội, VCW dự kiến sẽ được hưởng lợi từ xu hướng giảm thiểu sử dụng nước ngầm để đảm bảo chất lượng nước của chính phủ và thành phố. Chúng tôi dự kiến mảng điện và mảng nước sẽ đem lại nguồn tiền ổn định trong các năm tới giúp tập đoàn có nguồn lực để triển khai các dự án ở các mảng kinh doanh khác.
- Mảng BĐS: Trong quá trình di dời các nhà máy của các công ty thiết bị điện trong nội thành theo yêu cầu của nhà nước, đã để lại cho GEX quỹ đất khá tốt để triển khai các dự án BĐS. Công ty dự kiến sẽ xây dựng các dự án khách sạn, các khu văn phòng, trung tâm thương mại để đem lại dòng tiền ổn định, dự kiến các dự án sẽ được triển khai xây dựng trong vòng 3 năm. Có thể kể đến một vài dự án rất tiềm năng có vị trí đẹp của GEX năm trong kế hoạch của tập đoàn: dự án số 10 Trần Nguyên Hãn (1ha-ngay cạnh khu vực Hồ Gươm) sẽ xây dựng thành 2 khách sạn 4 và 5 sao, triển khai vào quý 3/2019 tổng đầu tư khoảng 200 triệu USD và sẽ tìm đối tác để hợp tác đầu tư; dự án Sowaco miền Đông (4.3ha- cuối metro thành phố) xây dựng trung tâm thương mại, dự án Cadivi Nam Kì Khởi Nghĩa xây dựng tòa tháp văn phòng,….

POW- Theo dõi

- Sản lượng điện tiêu thụ cả nước tiếp tục tăng trưởng ở mức trên 10%. 8 tháng đầu năm sản lượng tiêu thụ cả nước tăng trưởng tốt ở mức 10.62% so với cùng kì năm 2017, đặc biệt là khu

vực miền Nam khi gần 30% nhu cầu điện tại khu vực này vẫn phải phụ thuộc vào nguồn điện truyền tải từ miền Bắc và miền Trung. Hiệp hội Năng lượng dự báo khu vực miền Nam sẽ đối mặt với tình trạng thiếu điện nghiêm trọng vào năm 2020-2021 với mức thiếu hụt khoảng 1.2 - 1.6 tỷ kWh mỗi năm do các nguồn điện không đáp ứng được nhu cầu phụ tải. Đây là lợi thế lớn đối với POW khi hầu hết các dự án của POW đều được đặt tại khu vực miền Nam.

- Tăng trưởng công suất từ hai dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. PVN đã chuyển giao 2 dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 cho POW vào năm 2017, 2 dự án với tổng công suất là 1500 mW (2x750mW) sẽ tăng tổng công suất của POW lên mức 5,700 mW (+35%). Hai dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. 2 nhà máy dự kiến được đặt tại khu công nghiệp Ông Kèo, trung tâm của 3 khu vực phụ tải lớn của miền Nam là TP.Hồ Chí Minh, Đồng Nai và Bà Rịa-Vũng Tàu. Với vị trí đắc địa, chúng tôi tin rằng sau khi 2 dự án này được đưa vào hoạt động sẽ có hiệu quả cao, hỗ trợ cho POW duy trì vị thế là doanh nghiệp có sản lượng top đầu cả nước.
- Nhà máy Cà Mau 1 và Cà Mau 2 lần lượt hết khấu hao vào năm 2019 và 2020. Chi phí khấu hao mỗi nhà máy vào khoảng 500 tỷ đồng, Với việc các hợp đồng mua bán điện vẫn còn hiệu lực do đó toàn bộ chi phí tiết giảm được sẽ đi vào lợi nhuận. Dự kiến EPS của POW sẽ tăng thêm 320 đồng/cổ phiếu.
- Chi phí lãi vay dự kiến giảm mạnh trong thời gian tới. Với việc POW sẽ chi trả khoảng 4,7 nghìn tỷ đồng, dự kiến chi phí lãi vay của POW sẽ giảm khoảng 200-300 tỷ đồng/năm (tương đương khoảng 25% chi phí lãi vay hàng năm). Tuy nhiên với việc triển khai thêm 2 dự án mới, dự kiến POW sẽ phải vay thêm khoảng 840 triệu USD (khoảng 19 nghìn tỷ đồng) do đó lãi vay của POW sẽ có xu hướng tăng trở lại sau 3-4 năm tới khi thời gian ân hạn khi xây dựng kết thúc.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
PPC	6,613	877	2,688	6.98	1.0	11.46%	15.90%	18,750	21,202
NT2	8,071	849	2,958	8.99	2.09	7.74%	14.80%	26,600	30,200
PC1	5,838	558	4,140	6.84	1.1	7.18%	17.26%	28,300	37,280
GEX	13,757	1,340	3,300	8.42	1.61	7.95%	17.53%	27,800	40,000
POW	32,383	2,659	1,221	13.02	1.48	4.76%	8.75%	15,900	N/A
REE	5,060	1,611	5,196	6.93	2.01	9.95%	15.13%	36,000	40,195

Nguồn: BSC Research

Ngành Công nghệ thông tin [Khả quan]

- Trong 1H2018, doanh thu dịch vụ viễn thông ước đạt 182 nghìn tỷ đồng (+4.83% yoy). Số lượng thuê bao điện thoại di động đạt 136 triệu thuê bao, số thuê bao điện thoại cố định đạt 5 triệu thuê bao.
- Trong 1H2018, doanh thu trong lĩnh vực CNTT ước đạt 1,026 nghìn tỷ đồng (+16.15% yoy), trong đó, xuất khẩu CNTT đạt 918 nghìn tỷ đồng (+16.21% yoy).

Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, trong 6 tháng đầu năm 2018, tổng doanh thu phát sinh trong lĩnh vực Công nghiệp CNTT ước đạt 1,026,000 tỷ đồng (tăng khoảng 16.15% so với cùng kỳ năm 2017), trong đó doanh thu phần cứng ước đạt 912,800 tỷ đồng. Xuất khẩu CNTT đạt 918,384 tỷ đồng, tăng 16.21% so với cùng kỳ năm 2017.

Bộ Thông tin và Truyền thông cho biết doanh thu dịch vụ viễn thông ước tính 6 tháng đầu năm 2018 đạt 181,948 tỷ đồng, đạt khoảng 49% so với kế hoạch (tăng 4.83% so với cùng kỳ năm 2017). Số thuê bao điện thoại di động đến thời điểm giữa năm vào khoảng 136 triệu thuê bao, tăng 10.28% so với cùng kỳ năm 2017, trong đó thuê bao 4G tăng 53%. Số thuê bao điện thoại cố định đạt khoảng 5 triệu thuê bao.

Ngày 28.8.2018, Thủ tướng ký Quyết định thành lập Ủy ban Quốc gia về Chính phủ điện tử, hướng tới Chính phủ số, nền kinh tế số và xã hội số, tạo thuận lợi cho việc triển khai Cách mạng công nghiệp lần thứ 4 tại Việt Nam.

Kết quả kinh doanh 1H2018 Ngoại trừ FPT có tốc độ tăng trưởng doanh thu âm do không còn sát nhập với CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT và CTCP Synnex FPT, cả hai doanh nghiệp đều có tốc độ tăng trưởng LNST cao. Xuất khẩu phần mềm tại thị trường Nhật Bản bớt cạnh tranh hơn, do đối thủ chính là các công ty Trung Quốc hiện tập trung trở lại thị trường nội địa.

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
FPT	10,225	-47.2%	37.7%	23.3%	1,412	16.6%
CMG	2,247	6.7%	17.4%	14.3%	78	34.8%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi vẫn duy trì Quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành CNTT – Viễn thông. Chúng tôi tiếp tục lạc quan đối với triển vọng của FPT, CMG do tiềm năng tăng trưởng của thị trường xuất khẩu phần mềm và Internet băng rộng.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
FPT	21,900	3,042	3,994	11.49	2.62	11.7%	22.4%	45,900	52,819
CMG	5,008	205	2,853	8.06	1.33	12.3%	20.1%	23,000	27,103

Nguồn: BSC research

Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan]

- Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ 6 tháng đầu năm tăng trưởng 13% so với cùng kì.
- Bảo hiểm sức khỏe tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho ngành bảo hiểm phi nhân thọ (+24% yoy, chiếm 30% tổng doanh thu)
- Lợi nhuận tài chính dự kiến được cải thiện khi ãi suất huy động các ngân hàng tăng.
- Kết quả kinh doanh có sự phân hóa rõ rệt.

Thị trường bảo hiểm 6 tháng đầu năm duy trì tăng trưởng tích cực. Doanh thu phí bảo hiểm toàn thị trường 6 tháng ước tính tăng 23% so với cùng kỳ năm 2017, trong đó: doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 13%, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ tăng 32%.

Bảo hiểm sức khỏe tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Bảo hiểm xe cơ giới tiếp tục chiếm thị phần cao nhất với doanh thu 7,088 tỷ đồng (tăng 7% và chiếm 32.5% tổng doanh thu); doanh thu bảo hiểm sức khỏe tiếp tục tăng trưởng mạnh (+24% yoy) đạt mức 6,523 tỷ đồng**.** Bảo hiểm sức khỏe tăng mạnh khi nhu cầu tăng theo tăng trưởng kinh tế, cùng với đó các doanh nghiệp bảo hiểm cũng chú trọng tung ra đa dạng sản phẩm, do đó chúng tôi kì vọng mảng bảo hiểm sức khỏe sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của bảo hiểm phi nhân thọ. Các mảng bảo hiểm khác: Bảo hiểm tài sản và thiệt hại đạt doanh thu 2,877 tỷ đồng, giảm 5%, chiếm tỷ trọng 13.2%. Bảo hiểm cháy nổ đạt doanh thu 1,786 tỷ đồng, tăng trưởng 7%, chiếm tỷ trọng 8.2%. Bảo hiểm hàng hóa vận chuyển đạt doanh thu 1,147 tỷ đồng, giảm 1%, chiếm tỷ trọng 5.3%. Bảo hiểm thân tàu và trách nhiệm dân sự chủ tàu đạt doanh thu 1,020 tỷ đồng, tăng trưởng 3%, chiếm tỷ trọng 4.7%.

Lợi nhuận tài chính dự kiến được cải thiện khi lãi suất huy động các ngân hàng tăng. Lãi suất huy động của nhiều ngân hàng đã tăng lên 0.1%-0.2% tùy kì hạn. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động của các ngân hàng sẽ tiếp tục xu hướng tăng nhẹ trong thời gian tới (tùy thuộc vào nhu cầu vốn của từng ngân hàng mà mức tăng sẽ khác nhau), đây là điểm tích cực đến lợi nhuận của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ khi tiền gửi luôn chiếm khoảng trên 70% danh mục đầu tư của doanh nghiệp.

Kết quả kinh doanh có sự phân hóa rõ rệt. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bảo hiểm trong 6 tháng đầu năm hầu hết đều có sự tăng trưởng tuy nhiên mức tăng của các doanh nghiệp không đồng đều, chủ yếu đến từ chính sách bán hàng khác biệt giữa các doanh nghiệp. Tỷ lệ bồi thường và combined ratio của các doanh nghiệp trong năm 2018 đều đã được cải thiện, nguyên nhân do nhiều doanh nghiệp đã bắt đầu áp dụng công nghệ vào một phần hoặc toàn bộ chu trình quản lý, giúp đánh giá chính xác hơn rủi ro cho từng hợp đồng và giảm thiểu chi phí. Thị trường chứng khoán quý 2 chứng kiến sự sụt giảm mạnh khiến hầu hết các doanh nghiệp phải trích lập dự phòng đầu tư làm ảnh hưởng xấu tới lợi nhuận tài chính của một số các doanh nghiệp trong năm 2018. Lợi nhuận chung của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ trong nửa đầu năm 2018 vì thế cũng bị phân hóa khá rõ rệt.

	PVI	BMI	PTI	MIG	BIC	PGI
Doanh thu phí gốc 6 tháng 2018	3,623,429	1,665,213	1,920,213	792,390	1,009,542	1,352,108
%yoy	2.17%	2.77%	28.34%	-13.19%	10.64%	11.73%
% bồi thường 1H/2018	32.00%	39.98%	49.95%	47.28%	36.49%	52.02%
% bồi thường 1H/2017	39.40%	40.24%	61.75%	29.30%	32.68%	51.80%
Combined ratio 1H/2018	98.30%	97.71%	99.45%	97.50%	100.80%	93.44%
Combined ratio 1H/2017	98.20%	99.95%	101.36%	98.37%	99.89%	99.99%
Lợi nhuận tài chính 1H/2018	223,019	74,813	25,225	64,107	130,360	21,705
%yoy	-7.64%	-25.00%	-63.08%	4.61%	44.53%	-77.30%
LNTT 1H/2018	307,576	166,043	40,321	92,444	125,987	91,181
%yoy	-4.77%	50.37%	-34.17%	24.59%	37.50%	-6.22%

Nguồn: Báo cáo tài chính các doanh nghiệp, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Ngành bảo hiểm phi nhân thọ vẫn tiếp tục tăng trưởng trên 10% nhờ vào tăng trưởng kinh tế tiếp tục duy trì ở mức cao, đặc biệt là mảng bảo hiểm sức khỏe, tài chính với tốc độ tăng trưởng trên 20%. Các doanh nghiệp bảo hiểm đang được giao dịch với mức giá khá rẻ (hiện đều giao dịch ngang hoặc thấp hơn giá trị sổ sách). Lãi suất tiết kiệm và lợi tức trái phiếu có xu hướng cải thiện sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm (tiền gửi và trái phiếu chiếm khoảng 80-85% danh mục đầu tư) trong nửa cuối 2018 và năm 2019.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
PVI	7,471	616.6	2,632	12.35	1.12	3%	8.33%	32,500	37,830
BMI	4,165	243.3	2,098	11.3	0.96	4.42%	9.21%	23,700	31,332
MIG	2,349	95	1,181	10.75	1.06	2.1%	8.6%	12,700	16,393

Nguồn: BSC Research

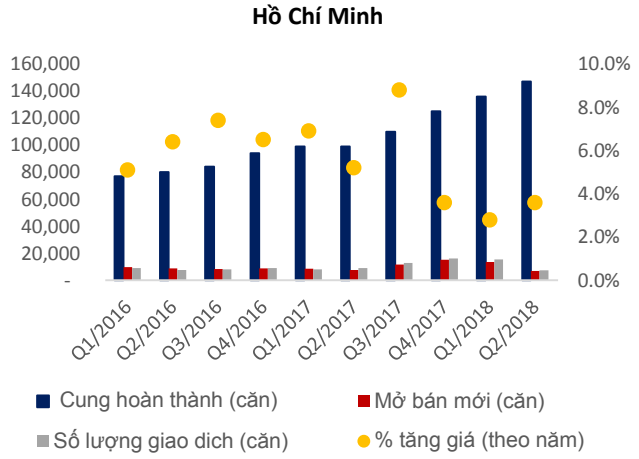
Ngành Bất Động Sản [Khả Quan]

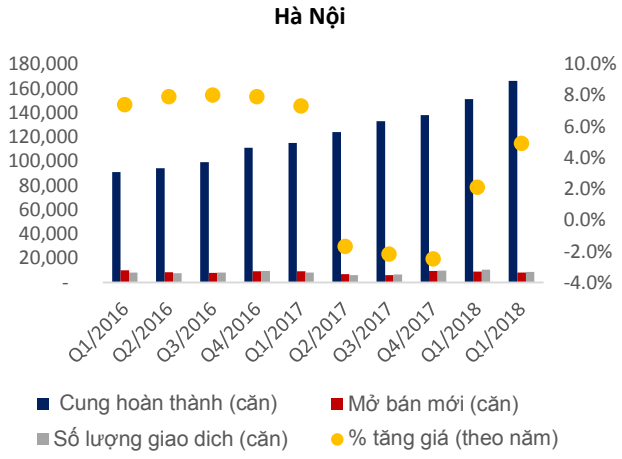
- Số lượng căn hộ giao dịch giảm 52.7% qoq ở HCM và giảm 9.1% qoq ở HN do nguồn cung hạn chế.
- Giá bán bình quân tăng 3.6% yoy ở Hồ Chí Minh, tuy nhiên giảm 4.9% yoy ở Hà Nội
- Kết quả kinh doanh Q2/2018 của ngành bất động sản duy trì mức tăng trưởng cao so với cùng kỳ tăng lần lượt 79.0% với doanh thu và 120.5% với LNST.
- Sự phân hóa ngành bắt đầu quay trở lại xu hướng rõ rệt hơn.

Thị trường bất động sản có dấu hiệu chững lại do nguồn cung hạn chế. Theo số liệu của JLL, tại thành phố HCM, lượng căn hộ giao dịch trong Q2/2018 đạt 7,374 căn hộ (-19.4% yoy và -52.7% QoQ), trong khi đó tại Hà Nội, lượng căn hộ giao dich đạt 8,549 căn hộ (+22% yoy và -9.1% QoQ). Nguồn cung căn hộ mở bán mới trong Q2/2018 bị hạn chế rõ nét do (1) Thị trường bắt đầu có dấu hiệu hạ nhiệt và trầm lắng hơn và (2)Tâm lý thận trọng do sự cố cháy chung cư Carina vào cuối tháng 3/2018. Cụ thể, số lượng căn hộ giao dịch trong Q3/2018 tại thành phố Hồ Chí Minh là 6,947 căn (-49% QoQ), tại HN là 8,180 căn (-8% QoQ), trong đó đa phần tập trung ở phân khúc trung cấp chiếm 70% tại HCM và 56% tại HN. Chúng tôi cho rằng số lượng căn hộ giao dịch thành công cao hơn số lượng mở bán mới chủ yếu do tình trạng khan nguồn cung hiện tại.

Chúng tôi lưu ý nguồn cung mở bán mới được tính dựa trên việc đã chính thức ký kết hợp đồng mua bán (Sau khi hoàn thiện móng). BSC cho rằng thị trường bất động sản đang bắt đầu có những dấu hiệu chững lại đáng kể thông qua việc (1) Chủ đầu tư giãn thời gian công bố các dự án mới và (2) Lãi suất cho vay đang có dấu hiệu nhích dần lên, (3) Tiến độ xin giấy phép xây dựng cũng bị chậm lại cũng như tiêu chuẩn chất lượng và an toàn phòng cháy chữa cháy được ưu tiên lên đầu.

Giá bán bình quân của thị trường thứ cấp ở Hồ Chí Minh và Hà Nội có diễn biến trái chiều. Cụ thể, giá bán căn hộ sơ cấp tại thành phố Hồ Chí Minh tăng nhẹ (+0.8% QoQ và 3.6% YoY) và Hà Nội giảm nhẹ (-0.8% QoQ và 4.9% YoY).





Nguồn: JLL, BSC Research

Kết quả kinh doanh Q2/2018 của ngành bất động sản duy trì mức tăng trưởng cao so với cùng kỳ: doanh thu tăng 54.1% và LNST tăng 139%. Theo thống kê của chúng tôi, tổng doanh thu của ngành Q2/2018 đạt 50,847 nghìn tỷ đồng (+54.1% yoy), LNST đạt 12,958 nghìn tỷ đồng (+139.0% yoy). VHM và VRE vẫn tiếp tục đóng góp chính trong tăng trưởng doanh thu ngành, chiếm 37% doanh thu và 71% lợi nhuận sau thuế. Nếu loại trừ VHM và các nhóm công ty liên quan tới VIC, doanh thu và LNST lần lượt đạt 12,764 tỷ đồng (+28.3% yoy) và 3,758 tỷ đồng (+5.9% yoy).

Sự phân hóa ngành bắt đầu quay trở lại xu hướng rõ rệt hơn. Sự phân hóa trong ngành tiếp tục thể hiện rõ hơn khi có 36/65 doanh nghiệp có KQKD tăng trưởng so với cùng kỳ chiếm tỷ lệ 55%, so với tỷ lệ Q1/2018 là 63%. BSC cũng cho rằng sự sụt giảm về KQKD một phần đến từ thời điểm bàn giao, tuy nhiên KQKD 6T cuối năm 2018 sẽ khả quan hơn do đây là thời diểm bàn giao nhiều dự án lớn của các doanh nghiệp như Jamila (KDH), Mizuki (NLG), Opal Garden & Lux Garden (DXG) và The Sun Avenue & Sunrise Riverside & Richstar (NVL).

Mã	DT 1H2018 (tỷ đ)	DT 1H2017 (tỷ đ)	% YoY	LNST 1H2018 (tỷ đ)	LNST 1H2017 (tỷ đ)	% YoY	Hàng tồn kho (tỷ đ)	KH trả tiền trước (tỷ đ)	KH Trả tiền trước/ HTK
VIC	60,692	35,194	72%	1,094	1,846	-41%	54,358	39,251	72%
VHM	15,527	5,173	200%	8,039	775	937%	36,789	18,674	51%
VRE	3,134	2,734	15%	1,161	1,100	6%	2,294	2,228	97%
NVL	4,290	3,333	29%	723	834	-13%	31,448	11,278	36%
KDH	929	1,955	-53%	236	233.6	1%	5,269	1,264	24%
PDR	443	589	-25%	241	126	92%	6,451	50	1%
KBC	1,004	484	107%	269	414	-35%	8,265	356	4%
DXG	1,947	879	121%	432	203	113%	3,698	1,329	36%
NLG	1,410	1,262	12%	215	310	-31%	3,665	806	22%
DIG	997	586	70%	73	8	852%	3,297	960	29%
HDG	649	755	-14%	36	(20)	-280%	3,684	3,900	106%
SCR	1,841	550	235%	179	68	165%	4,495	2,071	46%
TDH	1,175	754	56%	75	87	-14%	523	34	7%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Khả quan

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với các cổ phiếu trong ngành bất động sản trong Q4/2018 nhờ vào điểm rơi bàn giao các dự án và hạch toán doanh thu. Tuy nhiên, chúng tôi cũng có thấy sự chững lại về nguồn cung mới của thị trường trong Q2 và Q3/2018 và thị trường bất động sản cũng đang hạ nhiệt, cùng với đó lãi suất cho vay có xu hướng nhích dần lên cũng là một trong các yếu tố cần đặc biệt lưu ý. BSC tiếp tục đánh giá tích cực với những chủ đầu tư có sản phẩm chất lượng và tiến độ bán hàng tốt, uy tín như VHM, KDH, DXG, NLG, HDG. Ngoài ra, BSC cũng theo dõi thêm nhiều mã bất động sản mới vừa mới lên sàn như VPI, Cenland, HPX…

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
DXG	5,027	1,314	3,919	6.6	1.3	24%	10%	29,800	38,460
VHM	72,640	17,686	6,550	16.0	1.96	14.2%	33.1%	104,000	142,000
NLG	3,874	792	3,253	10.8	0.9	17.9%	7.1%	32,400	38,250
KDH	3,854	742	1,915	16.2	1.62	8.11%	5.17%	33,200	N/A

Nguồn: BSC Research

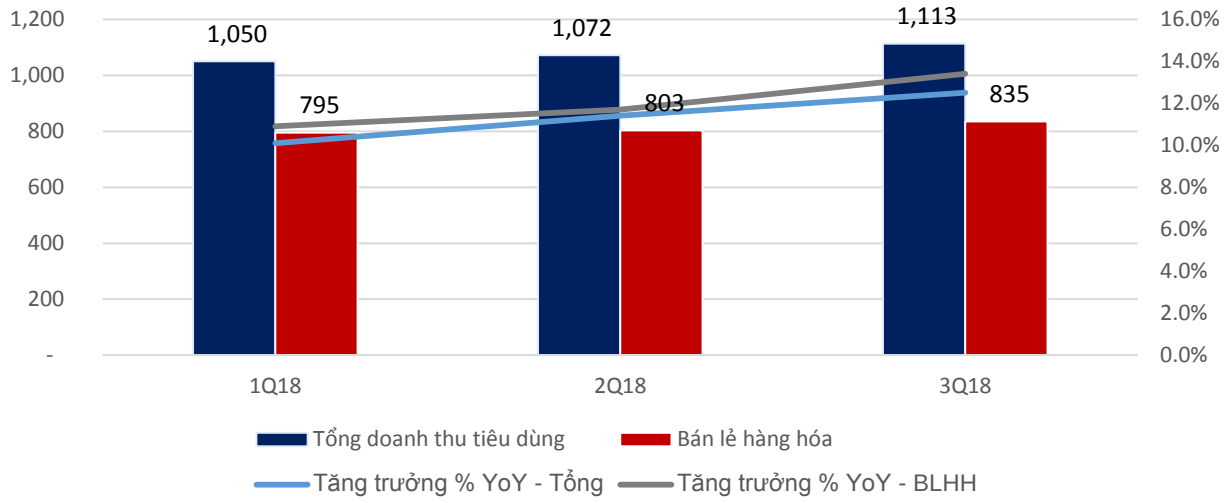
Ngành Tiêu Dùng [Khả Quan]

- Hoạt động thương mại dịch vụ 9T2018 tiếp tục khả quan với tốc độ tăng trưởng 12% YoY.
- Tốc độ tăng trưởng ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) VN giảm 0.8% - 1.3% YoY H1/2018**.**
- BSC đánh giá KHẢ QUAN với ngành tiêu dùng. Khuyến nghị mua: PNJ, MWG, và FRT.

Hoạt động thương mại dịch vụ 9T2018 tiếp tục khả quan nhờ vào sức mua tiêu dùng tăng cao. Doanh thu bán lẻ hàng hóa 9T2018 đạt 2,433.1 ngàn tỷ đồng (+12% YoY) chiếm 75.2% tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng. Chúng tôi đánh giá tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng nhờ vào tình hình kinh tế Việt Nam có phần cải thiện hơn trước với **(1)** GDP đầu người của Việt Nam 9T2018 ước đạt USD 1,621.2 (+5.54% YoY), **(2)** Tầng lớp trung lưu tăng lên 42.5% trong năm 2016 từ mức 42.2% năm 2014 theo báo cáo của World Bank.

Doanh thu ngành tiêu dùng

(Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, BSC Research

Tốc độ tăng trưởng ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) giảm 0.8% - 1.3% YoY H1/2018. Tốc độ này của Việt Nam hiện đang giảm về vị trí thứ 3 H1/2018 từ vị trí thứ 1 trong H1/2017 ở khu vực Đông Nam Á (theo Kantar World Panel). Trong đó, tốc độ tăng trưởng FMCG của thành thị và nông thôn ở Việt Nam lần lượt 3.6% và 4.1% YoY. Cụ thể, ngành hàng thức uống tăng mạnh nhất của Việt Nam là 10.4% YoY và ngành sữa giảm mạnh nhất với -3.7% YoY. Qua đó, chúng tôi cho rằng ngành FMCG của Việt Nam hiện đang chậm lại tốc độ giảm dần do (1) Hiện dân số Việt Nam đã qua khỏi dân số vàng và tốc độ tăng dân số đang chậm dần đều (2) Người Việt Nam có xu hướng tiếp kiệm hơn do sợ khủng hoảng kinh tế xảy ra.

Tổng Quan Tiêu Dùng Asia Q2 2018 (% YoY)	Việt Nam (thành thị)	Việt Nam (nông thôn)	Indonesia	Phillippines	Malaysia	Thái Lan
Tổng Tiêu dùng nhanh	**3.6**	**4.1**	**4.2**	**3.9**	**1.3**	**3.9**
Thực phẩm	2.3	0.5	5.1	3.8	4.1	3.8
Đồ uống	10.4	6.3	7.5	-0.9	-1.2	-0.9
Sữa	-3.7	1.4	-1.8	7.8	-3	7.8
Chăm sóc nhà cửa	6.2	7.5	3.5	5	2.2	5
Chăm sóc cá nhân	10.2	12	4.9	4.6	0.3	4.6

Nguồn: Kantar World Panel

Kết quả kinh doanh ngành tiêu dùng trong 6 tháng đầu năm 2018 cải thiện tập trung ở các doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống. Chúng tôi đánh giá các mặt hàng thực phẩm và đồ uống (F&B) hiện đang dần bão hòa với tốc độ tăng trưởng chậm dần qua các năm với sự cạnh tranh khắc nghiệt về giá cũng như các mặt hàng nhập khẩu của các nước Đông Nam Á khi các loại thuế nhập khẩu sắp về 0% theo các hiệp định thương mại tự do (FTA) trong khu vực. Các doanh nghiệp F&B như VNM, MSN, SAB, và MCH có tổng doanh thu lên đến 68.4 ngàn tỷ (+4.35% YoY), chiếm tỷ trọng cao nhất là 26.3% và LNST là 11.3 ngàn tỷ (+18% YoY). Xếp thứ hai là ngành bán lẻ với hai doanh nghiệp lớn MWG và FRT với tổng doanh thu 52.4 ngàn tỷ (+38.17% YoY) chiếm tỷ trọng 20.15% và LNST là 1.7 ngàn tỷ (+42.6% YoY). Tổng doanh thu ngành tiêu dùng 6T/2018 của 243 công ty niêm yết đạt 259,966 tỷ đồng (+14.13% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 22,696.5 tỷ đồng (+23.65% YoY). Tuy nhiên, nếu trừ đi doanh thu tài chính của MSN trong 1H2018 là 1,477 tỷ đồng, LNST của ngành tiêu dùng chỉ đạt 21,219 tỷ đồng (+26.3% YoY).

Mã	Sản phẩm	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
PNJ	Bán lẻ	7,357	34.3%	18.4%	17.4%	517	36.8%
MWG	Bán lẻ	44,570	42.7%	17.6%	16.9%	1540	43.9%
FRT	Bán lẻ	7,448	17.2%	13.2%	13.3%	147	29.8%
VNM	Sữa	25,823	1.7%	46.3%	48.7%	5361	-8.4%
GTN	Sữa	1,535	-26.1%	17.5%	12.1%	92	-3.4%
SAB	Bia	16,980	8.5%	23.8%	27.4%	2447	-4.7%
BHN	Bia	4,338	2.6%	24.9%	27.0%	325	3.8%
MSN	Tiêu dùng	17,458	-3.1%	31.9%	29.6%	3418	560.2%
KDC	Dầu ăn	3,781	28.4%	17.7%	21.7%	48	-88.3%

Nguồn: BSC, Bloomberg

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC duy trì nhận định **Khả Quan** với ngành tiêu dùng. Chúng tôi đánh giá ngành tiêu dùng 2018 sẽ tiếp tục tăng trưởng trung bình từ 7% - 15% với giả định môi trường kinh tế vẫn tăng trưởng tốt với GDP tăng 2018 duy trì ở mức từ 6.7% - 7%, tỉ lệ lạm phát duy trì dưới 4% và chỉ số sản xuất công nghiệp dao động +11% YoY. Đối với ngành F&B, chúng tôi vẫn giữ quan điểm hiện tại thị trường đang bão hòa do đó tăng trưởng sẽ không còn cao (dự báo khoảng 6% - 8%) trong 2018 và biên lợi nhuận sẽ cải thiện khi chi phí nguyên vật liệu sản xuất có xu hướng giảm trong 2H2018. Đối với ngành tiêu dùng bán lẻ, chúng tôi đánh giá khả quan với tốc độc tăng trưởng trên 2 con số, dao động từ 11% - 15% nhưng chúng tôi lưu ý đối với ngành bán lẻ đồ điện tử, tốc độ tăng trưởng đang chậm lại do dư địa tăng không còn nhiều.

Chúng tôi khuyến nghị Mua các cổ phiếu tiêu dùng trong năm 2018 là PNJ, MWG, FRT, và theo dõi đối với VNM.

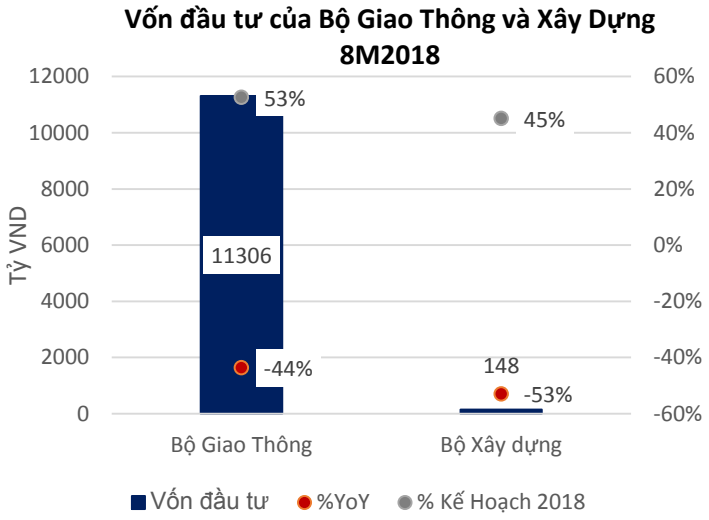
Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
PNJ	14,160	1,000	5,730	17.7	3.9	27%	18%	101,600	128,500
MWG	89,782	2,921	9,215	13.7	4.7	34%	11%	126,000	162,200
FRT	7,448	183.1	8,887	8.4	4.7	34%	38%	75,000	84,000
VNM	55,748	10,178	7,012	22.9	8.9	28.4%	43%	137,800	141,870

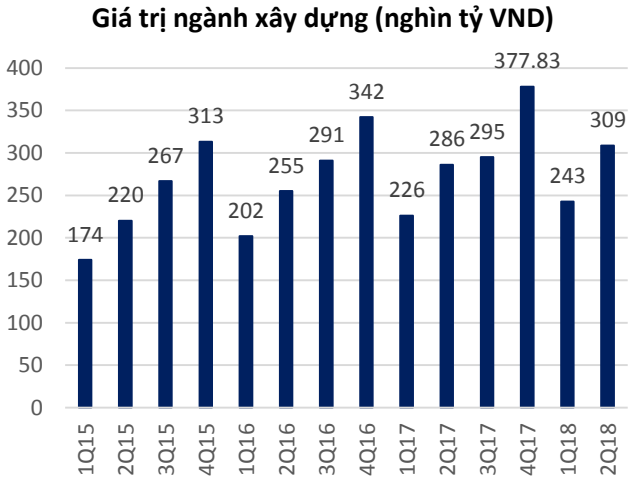
Nguồn: BSC Research

Ngành Xây Dựng [Trung lập]

- Ngành xây dựng 6M2018 tăng 7.93% yoy.
- Tốc độ tăng trưởng KQKD của ngành xây dựng có xu hướng chậm lại, LNST ngành – 44% YoY.
- Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP với ngành Xây dựng.

Ngành xây dựng 6 tháng đầu năm 2018 tiếp tục tăng trưởng khả quan. Theo tổng cục thống kê, ngành xây dựng 6M2018 tăng 7.93% so với cùng kỳ năm ngoái. Tổng vốn đầu tư phát triển thực hiện 6M2018 đạt 3,817 tỷ đồng (+25% yoy) bao gồm: **(1) Nhà Nước** là 1,294 tỷ đồng chiếm 33.9% (+14.7% yoy), **(2) Ngoài Nhà Nước** đạt 2,013 tỷ đồng chiếm 52.7% (+9.6% YoY) và **(3) Vốn đầu tư trực tiếp Nước Ngoài** đạt 512 tỷ đồng chiếm 13.4% (+469% YoY). Qua đó, chúng tôi duy trì quan điểm các phân khúc sẽ được



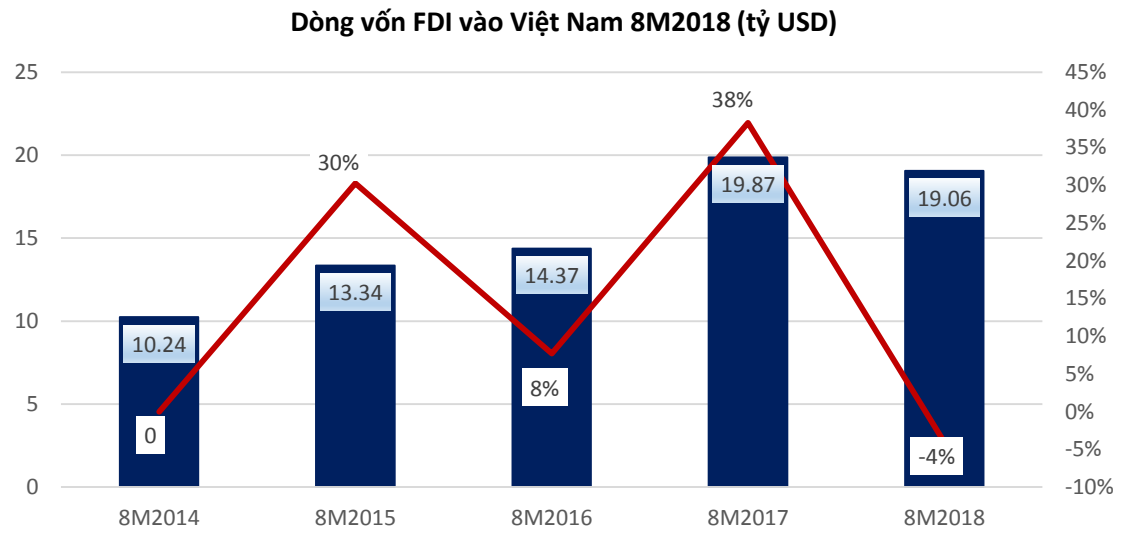


đầu tư mạnh như sau:

Nguồn: Vietdata, Tổng cục thống kê

(1) **Tốc độ giải ngân các dự án cơ sở hạ tầng giao thông còn chậm:** Tổng giá trị giải ngân đầu tư công 8M2018 đạt 33.8 triệu tỷ đồng (-7.6% yoy), trong đó chúng tôi nhận thây tốc độ giải ngân đầu tư hạ tầng giao thông còn khá thấp đạt 11.3 triệu tỷ đồng (-43.7%), chiếm 33.45% tổng vốn đầu tư công. Một số dự án quan trọng: **(1) Hà Nội** đẩy mạnh việc mở rộng tuyến đường vành đai và trục đường về phía Long Biên, Đông Anh **(2) TPHCM** hoàn thành hệ thống cầu vượt tại khu vực cảng Cát Lái nút giao Mỹ Thủy. **(3) Đà Nẵng** với tổng vốn đầu tư 13,695 tỷ đồng tập trung vào mảng logistics bao gồm dự án Cảng Liên Chiểu (65 triệu USD), dự án nhà ga mới (640 triệu USD),…

(2) **Đầu tư khu công nghiệp (KCN):** Chúng tôi cho rằng xây dựng KCN sẽ tiếp tục tăng nhờ vào (1) Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung sẽ tạo nên một xu hướng dịch chuyển các ngành công nghiệp bị áp thuế từ Trung Quốc sang Việt Nam, vì thế nguồn cung KCN sẽ tăng mạnh nhằm đón đầu xu hướng mới. (2) Dòng vốn FDI 8M2018 tiếp tục duy trì mức cao trong vòng 5 năm đạt 19.06 tỷ USD (-4% yoy do giấy phép điều chỉnh vốn giảm -4.8%).



Nguồn: Tổng cục thống kê

(3) Tăng mạnh phân khúc nhà ở trung cấp: Chúng tôi cho rằng lượng cung phân khúc từ bình dân tới trung cấp tiếp tục tăng trưởng đáp ứng được nhu cầu thật của người dân. Qua đó, chúng tôi đánh giá xu hướng này sẽ dẫn tới các công ty xây dựng sẽ chuyển sang mảng nhà trung cấp có biên thấp hơn thay vì mảng cao cấp trước đó. Vì thế, chúng tôi dự báo các công ty xây dựng sẽ khó có thể cải thiện biên lợi nhuận và duy trì ở mức 6.5-7%.

Tốc độ tăng trưởng KQKD của ngành xây dựng có xu hướng chậm lại. Tính tới thời điểm cuối Q2/2018, Tổng doanh thu thuần của 115 doanh nghiệp xây dựng đang niêm yết trên 2 sàn HOSE và HNX đạt 59.6 nghìn tỷ đồng (+8.81% YoY), tổng LNST đạt 2,658 tỷ đồng (-44% YoY). Chúng tôi lưu ý, trong Q2/2017, LNST ngành xây dựng có sự đóng góp đáng kể từ doanh thu hoạt động tài chính của CII, nếu loại trừ khoản mục này, LNST cốt lõi ngành xây dựng giảm 20.9% so với cùng kỳ. BSC nhận thấy sự tăng trưởng chậm lại đáng kể khi chỉ có khoảng 40/115 DN tăng trưởng dương về LN so với cùng kỳ năm trước. BSC cho rằng thị trường xây dựng đang bước vào giai đoạn khó khăn do yếu tố cạnh tranh gay gắt, tuy nhiên chúng tôi vẫn kỳ vọng các doanh nghiệp có cơ cấu tài chính tốt, uy tín và thị phần lớn vẫn sẽ có cơ hội giành thêm thị phần từ các công ty nhỏ lẻ.

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
CTD	12,613	19.6%	6.7%	8.3%	718	0.7%
HBC	8,080	19.6%	9.6%	10.9%	302	-20.1%
VCG	4,159	-0.7%	11.1%	15.3%	133	-51.6%
PC1	2,446	77.1%	19.5%	17.8%	280	129.0%
ROS	1,618	0.3%	5.4%	11.6%	79	-46.2%
CII	1,588	59.8%	23.7%	13.4%	41	-97.4%
FCN	976	38.5%	18.0%	19.5%	66	13.2%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Xây dựng do việc chu kỳ ngành xây dựng đã qua giai đoạn tăng trưởng tốt nhất và đến giai đoạn chững lại: (1) Giá trị hợp đồng ký mới dự kiến chỉ tăng nhẹ hoặc đi ngang, (2) Biên lợi nhuận gộp của ngành có xu hướng giảm. Các doanh nghiệp xây dựng hiện đang giao dịch ở mức P/E ngành bình quân là 8.8 lần. BSC khuyến nghị Mua đối với các cổ phiếu CTD, FCN, LCG theo dõi thêm cổ phiếu HBC.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018	P/E FW	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/2018	Giá mục tiêu
CTD	28,832	1,549	18,601	9.5	1.69	17%	9%	162,500	190,300
HBC	19,900	953	4,526	5.3	1.8	30%	6%	23,950	N/A
LCG	2,487	95	954	9.8	0.66	6.9%	2.2%	9,260	10,900
FCN	3,500	250	2,808	5.8	0.88	12%	4.3%	16,300	19,320

Nguồn: BSC Research

Ngành Thép [Trung lập]

- Tiêu thụ thép xây dựng 8 tháng đầu năm 2018 đạt 6.5 triệu tấn, tăng 11.13% so với cùng kì năm 2017
- Campuchia trở thành thị trường tiêu thụ thép lớn nhất của Việt Nam (chiếm 40% tỷ trọng xuất khẩu, tăng 49% về lượng và 78% về giá trị)
- Thép Việt tiếp tục bị kiện bảo hộ với hơn 40 vụ kiện trong riêng năm 2018.
- Giá nguyên vật liệu có xu hướng ổn định. Giá quặng sắt duy trì giao dịch ở mức 67$/tấn.

Tiêu thụ trong nước tiếp tục tăng trưởng.Theo báo cáo của hiệp hội thép Việt Nam, tiêu thụ thép xây dựng 8 tháng đầu năm 2018 đạt 6.5 triệu tấn, tăng 11.13% so với cùng kì năm 2017. Tiêu thụ thép ống tăng trưởng 16.82% so với cùng kì, đạt 1.58 triệu tấn sản phẩm trong 8 tháng đầu năm. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ và các loại thép cán nóng, thép cán nguội lần lượt đạt 2.5 triệu và 3.6 triệu tấn, tăng trưởng 13.08% và 171.01% yoy.

Campuchia trở thành thị trường tiêu thụ thép lớn nhất của Việt Nam. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, sắt thép các loại 7 tháng đầu năm nay xuất khẩu sang thị trường Campuchia đạt 718,000 tấn, kim ngạch đạt gần 463 triệu tấn, tăng 49,1% về lượng và tăng gần 78% về giá trị so với cùng kỳ năm ngoái, chiếm 40% tỷ trọng thép xuất khẩu của cả nước. Campuchia là một trong những thị trường trọng điểm nhập khẩu thép của Việt Nam do ngành xây dựng nước này đang phát triển trong khi chưa có ngành công nghiệp thép để phục vụ nhu cầu.

Thép Việt tiếp tục bị kiện. Riêng trong tháng 8, ngành thép Việt Nam phải chịu áp lực kiện phòng vệ, chống bán phá giá với 8 vụ việc đến từ 7 thị trường khác nhau. Với tổng cộng hơn 40 vụ kiện trong năm 2018, các doanh nghiệp thép Việt Nam sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc xuất khẩu. Nguyên nhân là do xuất khẩu thép của Việt Nam trong thời gian qua tăng trưởng mạnh khiến các nước chú ý và áp dụng biện pháp phòng vệ để bảo vệ sản xuất quốc nội. Xuất khẩu thép Việt Nam đã tăng 30% trong năm 2017; 8 tháng đầu năm 2018 đã tăng 38% so với cùng kì. Xuất khẩu được dự kiến sẽ tăng mạnh khi nhiều dự án thép đang được triển khai đi vào hoạt động.

Giá các loại nguyên liệu biến động nhẹ. Giá quặng sắt sau khi giảm nhẹ ở tháng 6 đã hồi phục trở lại và hiện giao dịch ở mức 67$/tấn. Các loại nguyên liệu khác như than mỡ luyện cốc, điện cực, thép phế cũng tương đối ổn định và xu hướng giảm nhẹ do nguồn cung tăng lên. Giá nguyên liệu ổn định, giá bán thép tuy giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức cao giúp duy trì lợi nhuận tốt của các doanh nghiệp ngành thép

Kết quả kinh doanh 1H2018. Trong 1H2018, giá thép vẫn duy trì ở mức cao giúp cho doanh thu của các doanh nghiệp tăng trưởng khá tốt (trung bình khoảng 22% so với cùng kì). Tuy nhiên giá quặng và các nguyên liệu có diễn biến phức tạp và cạnh tranh cao trong ngành khiến biên lợi nhuận gộp sụt giảm (trung bình chỉ ở mức 8.74% so với mức 11.16% của năm 2017). Do đó, hầu hết các doanh nghiệp đều có kết quả kinh doanh sụt giảm so với cùng kì năm 2017.

Mã	Sản phẩm chính	DTT 1H2018 (tỷ	%YoY	Biên LNG	Biên LNG	LNST 1H2018	%YoY

		đồng)		1H2018	1H2017	(tỷ đồng)	
HSG	Tôn mạ	1807	+33%	11.4%	16.5%	170	-75%
NKG	Tôn mạ	7,877	43.6%	7.7%	11.7%	230	-34.5%
DTL	Tôn mạ, ống thép	1,543	7.5%	10.7%	14.9%	69	-41.1%
HPG	Thép xây dựng, ống thép	27,262	30.6%	21.4%	22.3%	4425	27.4%
POM	Thép xây dựng, ống thép	6,636	30.0%	8.4%	8.5%	374	41.3%
TVN	Thép xây dựng	13,045	43.4%	5.5%	6.8%	734	196.6%
TIS	Thép xây dựng	5,802	34.6%	5.1%	7.0%	42	-43.5%
TLH	Thép xây dựng	3,058	35.3%	9.6%	12.7%	142	-22.3%
VIS	Thép xây dựng	2,674	-10.4%	0.6%	4.1%	-66	-271.0%
HMC	Thép xây dựng	1,868	59.0%	5.7%	5.6%	49	72.4%
DNY	Thép xây dựng	886	-14.4%	4.8%	7.2%	-11	-153.9%
VGS	Ống thép	3,509	18.5%	3.0%	3.1%	33	29.3%
SMC	Thương mại, gia công thép	8,156	40.5%	5.2%	5.9%	161	3.4%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư- Trung lập

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** khi sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng tốt tuy nhiên cạnh tranh trong ngành tiếp tục tăng lên đặc biệt đối với các doanh nghiệp tôn mạ. Đà tăng của giá thép cũng đã chậm lại cũng sẽ làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp thép trong nửa cuối năm 2018.

Mã CK	DT 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	EPS 2018 (đồng)	P/e fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
HPG	54,634	9,382	4,419	9.26	2.37	15.1%	24.7%	40,900	44,192
NKG	17,160	573	3,165	4.60	0.84	5.58%	18.05%	14,550	N/A
HSG	31,065	909	2,367	5.28	0.87	3.99%	14.53%	12,500	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Gạch men [Trung lập]

- Ngành đối diện với tình trạng dư cung, giá bán của một số loại gạch có xu hướng giảm.
- Giá nhiên liệu tăng: giá than +11% YTD, giá khí không biến động nhiều.
- Kết quả kinh doanh 6T2018 của các DN gạch men suy giảm về lợi nhuận.
- Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP đối với cổ phiếu ngành gạch men trong năm 2018.

Ngành đối diện với tình trạng dư cung, giá bán của một số chủng loại gạch có xu hướng giảm. Công suất thiết kế toàn ngành đạt 700 triệu m2 trong khi nhu cầu tiêu thụ ước đạt 500-550 triệu m2 nên hiệu suất khai thác của ngành chỉ đạt 75-80%. Cạnh tranh cao khiến giá bán của một số doanh nghiệp có xu hướng giảm: giá bán gạch bình quân của VGC giảm 2-6% ở cả gạch granite và ceramics; giá bán một số sản phẩm granite kích thước lớn của CVT giảm từ 5-15% so với cùng kỳ.

Giá nhiên liệu tăng: giá than +11% YTD, giá khí không biến động nhiều, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp gạch men giảm từ 3-5%**.** Chúng tôi cho rằng đà tăng của giá than sẽ còn tiếp diễn gây ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp sử dụng khí than, trong khi những doanh nghiệp đã chuyển đổi sang khí thiên nhiên sẽ ít bị ảnh hưởng hơn (VIT, TLT, dây chuyền mới của CVT).

Kết quả kinh doanh 6T2018 của các DN gạch men suy giảm về lợi nhuận. Doanh thu ghi nhận tăng tại một số doanh nghiệp như CVT (sản lượng tiêu thụ +22% YoY), VIT (sản lượng +18% YoY) trong khi nhóm doanh nghiệp gạch ngói đất sét nung, gạch ceramics suy giảm. Đối với VGC, mặc dù mảng bất động sản tăng trưởng tốt nhưng cũng không bù đắp được sự suy giảm của mảng gạch ngói, đất sét nung và kính. Lợi nhuận sau thuế của các DN trong ngành đều giảm trước xu hướng tăng của giá nhiên liệu và giá bán giảm, với CVT còn phát sinh thêm chi phí chạy thử của sản phẩm mới ước tính 15-20 tỷ đồng nên tăng trưởng về doanh số cũng không bù đắp được chi phí.

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
VGC	4,104	-4.3%	22.8%	24.5%	361	-12.3%
VHL	982	-2.8%	14.2%	17.5%	61	-9.5%
CVT	580	17.6%	22.2%	26.1%	73	-3.6%
TCR	575	-5.8%	13.2%	13.2%	-43	N/A
VIT	479	14.7%	9.4%	14.3%	3	-86.0%
TTC	180	12.4%	13.5%	15.1%	7	-28.3%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi đánh giá KQKD của các doanh nghiệp gạch men sẽ khả quan trong quý cuối năm nhờ nhu cầu hoàn thiện của các công trình xây dựng. Nhu cầu tăng về những tháng cuối năm cũng sẽ giúp các doanh nghiệp có thể giảm chiết khấu, tăng giá bán, qua đó cải thiện biên lợi nhuận trước xu hướng giá nhiên liệu đầu vào tăng.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CVT và NẮM GIỮ đối với cổ phiếu VGC.

CVT – MUA – Giá mục tiêu: 32,580 đồng/CP – Upside: 20%

Chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh tiêu thụ trong 2H2018, đặc biệt là 2 dòng sản phẩm mới sẽ giúp bù đắp những chi phí phát sinh trong quá trình chạy thử nghiệm quảng cáo cho sản phẩm mới gây ảnh hưởng lên lợi nhuận trong 1H2018 dựa trên các luận điểm:

- Tình hình tiêu thụ 6T2018 tăng trưởng 22% trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trong ngành, sản phẩm chủ lực là các dòng sản phẩm kích thước lớn như: gạch lát 600x600, 800x800 và gạch ốp 400x600 – phù hợp với thị hiếu tiêu dùng. Chúng tôi đánh giá CVT có khả năng linh hoạt cao trong bán hàng nhằm tối đa hóa lợi nhuận và mặc dù giá bán bình quân 1H2018 có giảm nhưng BSC cho rằng giá bán bình quân trong 2H2018 sẽ tăng nhờ giảm chiết khấu, góp phần cải thiện lợi nhuận.
- Sản phẩm mới được chú trọng đầu tư làm thị trường: sản phẩm vi tinh và thấm muối tan hướng đến phân khúc trung – cao với giá bán ra thị trường từ 300 – 500 nghìn/m2, lợi nhuận gộp thu về có thể lên tới 40-50%, vượt trội so với dòng sản phẩm hiện tại. Công ty dự định triển khai bán hàng trước tại thị trường miền Bắc với 5-10 đại lý cấp 2 tại mỗi tỉnh thành, công ty sẽ trực tiếp hỗ trợ các đại lý về hệ thống bảng biển quảng cáo và triển khai sản phẩm, đồng thời đẩy mạnh quảng cáo qua kênh truyền hình và các phương tiện khác. Phân khúc mà CVT hướng tới có dung lượng lớn hơn so với những sản phẩm nhập khẩu cùng loại (giá trên 1 triệu đồng/m2), tín hiệu thị trường ban đầu từ một số công trình tương đối tốt nên chúng tôi kỳ vọng quý cuối năm, tiêu thụ sẽ khả quan.

BSC dự báo doanh thu của CVT trong 2018 đạt 1,469 tỷ đồng (+24.5% YoY), LNST đạt 180 tỷ (+3.2% YoY) với giả định sản lượng sản phẩm mới (granite vi tinh và muối tan tiêu thụ đạt 250,000 m2), EPS 2018F = 4,654 đồng/CP, tương đương với P/E fw = 5.4x.

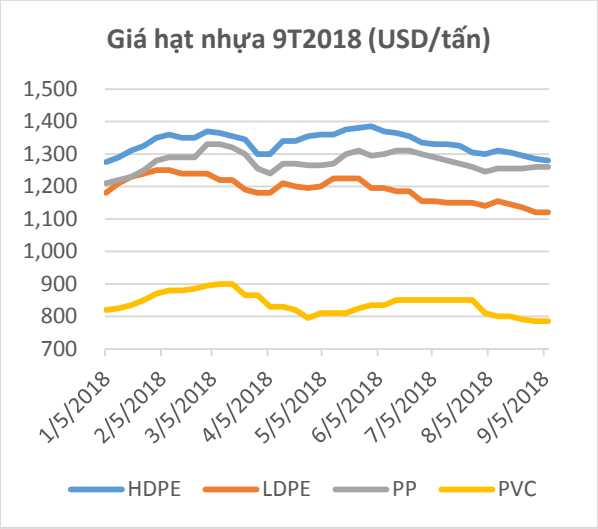
Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 20/09/18	Giá mục tiêu
VGC	9,415	680	1,353	14.03	1.31	4.26%	10.0%	19,000	18,400
CVT	1,470	180	4,654	5.90	1.52	13.0%	30.0%	27,500	32,580

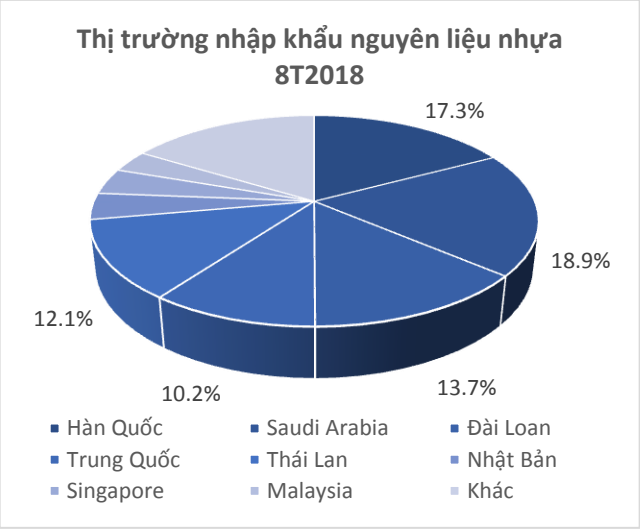
Nguồn: BSC Research

Ngành Nhựa [Trung lập]

- Giá hạt nhựa 9T2018 chững lại: PP +4.1% YTD, PVC -4.3% YTD, LDPE -5.1% YTD.
- Nhập khẩu nguyên liệu nhựa đạt 3.587 triệu tấn (+8.5% YoY)
- KQKD phân hóa: nhóm bao bì doanh thu 6T2018 +26.3% YoY, nhóm nhựa VLXD +3.1% YoY.
- Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP với triển vọng ngành nhựa trong năm 2018

Xu hướng tăng giá hạt nhựa chững lại. Nếu như trong 1H2018, giá hầu hết các loại hạt nhựa (trừ PVC) đều tăng mạnh theo đà tăng của giá dầu thì sang đến quý 3/2018, chỉ có PP giữ được xu hướng tăng giá +4.1% YTD, trong khi PVC – 4.3% YoY do nhu cầu yếu đi tại một số thị trường lớn như Trung Quốc, Ấn Độ. Giá HDPE giữ nguyên so với đầu năm, LDPE -5.1% YTD. Biên lợi nhuận gộp của các DN nhựa trong Q2/2018 đều giảm so với Q1 và cùng kỳ, nhưng chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ được cải thiện trong 2 quý cuối năm khi diễn biến của giá nguyên liệu đầu vào trong Q2 và Q3 được phản ảnh vào giá vốn.





Nguồn: Bloomberg

Nguồn: Tổng cục Hải quan

Nhập khẩu nguyên liệu nhựa đạt 3.587 triệu tấn (+8.5% YoY), chủ yếu từ thị trường Saudi Arabia (19.6% kim ngạch, +5% YoY), Hàn Quốc (18.1% kim ngạch, +3.6% YoY), Đài Loan (13.4% kim ngạch, +11.3% YoY). Giá nhập khẩu bình quân +10.5% YoY trong đó tăng mạnh nhất là giá nhập khẩu từ thị trường Trung Quốc (+16.3% YoY) do những ảnh hưởng của chính sách bảo vệ môi trường khiến nguồn cung than giảm.

Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp có sự phân hóa giữa nhóm bao bì và nhựa VLXD. Trong nhóm VLXD, ngoại trừ DNP ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh (+33% YoY) mảng cung cấp nước sạch và tiêu thụ ống qua kênh công trình hạ tầng nước, doanh thu tại các công ty đi ngang hoặc giảm nhẹ. Ngược lại, nhóm bao bì nhựa duy trì được tăng trưởng tốt, mặc dù biên lợi nhuận suy giảm do giá nguyên liệu đầu vào tăng.

Mã	Sản phẩm	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
NTP	Ống nhựa	2,071	0.9%	31.0%	34.3%	150	-25.9%
BMP	Ống nhựa	1,731	-0.4%	24.2%	24.5%	225	-1.3%
DNP	Ống nhựa, nước	899	33.0%	15.1%	18.4%	29	-51.3%
DAG	Thanh profile, cửa nhựa	752	-8.8%	10.3%	8.5%	34	7.1%
AAA	Bao bì	3,616	128.5%	8.8%	14.2%	111	-8.2%
HII	Bao bì	2,164	456.1%	4.7%	10.9%	34	36.5%
RDP	Bao bì	607	0.4%	10.6%	10.2%	9	-57.5%
SPP	Bao bì	567	13.8%	9.7%	11.1%	6	12.9%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá TRUNG LẬP với triển vọng ngành nhựa trong năm 2018. Trong 1H2018, nhóm nhựa VLXD hoạt động kém hiệu quả nhưng chúng tôi kỳ vọng thời điểm giữa và cuối năm, tiêu thụ sẽ tốt hơn tính mùa vụ của hoạt động xây dựng. Đối với ngành nhựa bao bì, sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu tiêu dùng của các hộ gia đình và các doanh nghiệp thực phẩm. Đà tăng của giá hạt nhựa chậm lại cũng sẽ giúp cải thiện lợi nhuận của các doanh nghiệp.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với NTP, theo dõi đối với BMP và AAA.

NTP – NẮM GIỮ - Giá mục tiêu: 49,070 đồng/CP – Upside: 1.2%

Chúng tôi hạ dự báo KQKD của NTP dựa trên đánh giá tình hình tiêu thụ 2018 không khả quan như kỳ vọng (6T2018: doanh thu thuần chỉ tăng nhẹ 1.1% YoY, giả định tình hình tiêu thụ 6 tháng cuối năm 2018 sẽ giúp sản lượng 2018 +3.5% YoY). Ngoài ra, trước diễn biến tăng của giá nguyên liệu đầu vào (8T2018, giá nguyên liệu +8% YoY) và tỷ giá VND/USD, lợi nhuận của NTP sẽ bị ăn mòn trong điều kiện công ty không thay đổi chính sách giá và chiết khấu để đảm bảo cạnh tranh.

BSC dự báo doanh thu 2018 đạt 4,636 tỷ (+4.7% YoY), LNST 329 tỷ (-20.3% so với cùng kỳ đã loại trừ lợi nhuận từ bán vốn tại NTP miền Nam cho Sekisui), tương đương với EPS = 3,320 đồng/CP.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 21/09/18	Giá mục tiêu
NTP	4,636	329	3,320	15.51	2.08	7.8%	15.0%	51,500	49,070
BMP	4,072	438	4,872	12.36	1.92	14.4%	17.9%	60,200	N/A
AAA (*)	6,000	330	2,632	6.51	1.29	N/A	N/A	17,150	N/A

Nguồn: BSC Research, (*) kế hoạch của DN

Ngành Dược [Trung lập]

- Lũy kế 8 tháng năm 2018, chỉ số sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu tăng 16.2%
- Trong Q2.2018, Pymepharco công bố tổ chức ĐHCĐ bất thường nhằm tăng room sở hữu nước ngoài
- Trong 1H.2018, DT và LNST của 15 DN dược đạt 10,890 tỷ (-3.2% yoy) và 1,090 tỷ (-8.4% yoy)

Sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu 8T2018 tăng 16.2%. Theo thống kê từ Tổng cục Thống kê, chỉ số sản xuất công nghiệp cho thấy hoạt động sản xuất thuốc tăng 17.5% YoY, 4.6% QoQ. Đây vẫn là mức tăng trưởng mạnh, cho thấy việc gia tăng sản lượng tại các doanh nghiệp dược.

Làn sóng nới room nước ngoài tiếp tục diễn ra. Ngày 5/9/2018, PME thông báo tổ chức Đại hội cổ đông bất thường nhằm xin ý kiến về việc nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài lên 100%. BSC cho rằng việc nới room nhằm tăng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn Stada. Mức nhân công thấp, ưu đãi của chính phủ đối với các doanh nghiệp dược nội địa và nhu cầu tiêu thụ thuốc đầu người của Việt Nam thấp vẫn sẽ là những điểm sáng của ngành dược đối nhà đầu tư nước ngoài.

Kết quả kinh doanh 1H2018 chậm lại. Trong 1H2018, tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của 15 doanh nghiệp dược trên sàn lần lượt đạt 10,890 tỷ đồng (-3.2% yoy) và 1,090 tỷ đồng (-8.4% yoy). Các doanh nghiệp đầu ngành đều cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đều chậm lại. Chúng tôi cho rằng (1) Thay đổi về cách thức đấu thầu khiến giá đấu thầu giảm và (2) Cạnh tranh gay gắt tại phân khúc OTC.

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
DVN	2,855	-15.3%	8.4%	9.4%	111	-16.5%
DHG	1,842	1.9%	44.2%	45.2%	310	-13.9%
PME	829	0.4%	48.1%	48.0%	157	6.0%
DHT	767	15.5%	14.8%	15.2%	40	36.7%
TRA	798	-7.1%	50.9%	56.2%	62	-47.5%
DBD	644	-0.9%	35.3%	37.3%	82	7.8%
DMC	640	4.7%	37.4%	40.1%	108	0.7%
OPC	514	4.8%	46.0%	44.1%	50	10.1%
IMP	514	2.7%	40.9%	42.7%	64	6.9%
DCL	381	3.5%	26.7%	33.5%	9	-77.5%
DBT	377	-5.7%	22.9%	21.6%	9	27.6%
DP3	235	39.9%	66.2%	56.5%	53	190.3%
PMC	222	6.8%	39.3%	41.6%	37	4.4%
LDP	210	-18.8%	13.2%	14.8%	-6	-169.0%
PPP	62	-8.2%	22.0%	19.0%	4	5.8%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi vẫn duy trì Quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Dược. Tuy cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các doanh nghiệp dược, nhưng tiềm năng tăng trưởng do nhu cầu sử dụng thuốc của Việt Nam còn thấp, nhân công giá rẻ và ưu đãi của chính phủ đối với ngành dược nội địa vẫn là những điểm sáng đối với cổ phiếu dược.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 21/09/18	Giá mục tiêu
DHG	4,207	693	4,774	20.3	3.7	17.1%	22.6%	96,900	N/A
PME	1,919	320	4,910	14.3	2.4	14.9%	18.1%	70,400	84,500

Nguồn: BSC research

Ngành Dệt may [Trung lập]

- Kim ngạch xuất khẩu dệt may 7T2018 đạt 16.65 tỷ USD (+17% YoY).
- Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) đã hoàn tất rà soát pháp lý, tuy nhiên sẽ cần sự phê chuẩn của tất cả các nước thành viên để có hiệu lực.
- Tổng doanh thu 6T2018 của các DNNY đạt 30,151 tỷ (+16.2% YoY), LNST 1517 tỷ (+34.2% YoY).
- Chúng tôi đánh giá TRUNG LẬP đối với triển vọng ngành dệt may.

Kim ngạch xuất khẩu dệt may 7T2018 đạt 16.65 tỷ USD (+17% YoY). Xuất khẩu dệt may ghi nhận tăng trưởng mạnh tại các thị trường Đông Bắc Á như Trung Quốc (+44.8% YoY), Hàn Quốc (+24.9% YoY), Nhật Bản (+24% YoY). Xuất khẩu hàng may mặc sang Hàn Quốc liên tục tăng trưởng cao (năm 2017: 15.7% so với 2016 là 7.3%), dần thu hẹp khoảng cách với Trung Quốc (thị phần lần lượt là 32.7% và 34.5%, so với 29.5% và 40.2% trước khi Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc (VKFTA) có hiệu lực). Xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Trung Quốc (chiếm 4.8% kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam 2017) tăng trưởng mạnh trong 2 năm gần đây (CAGR =28.3% đối với hàng dệt may và 22.3% đối với sợi) có thể được lý giải bởi xu hướng dịch chuyển các cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam để tận dụng lợi thế về chi phí nhân công, sau đó xuất khẩu ngược trở lại. Tuy nhiên, BSC đánh giá tốc độ tăng trưởng này có thể bị chững lại do sợi và hàng dệt may Trung Quốc bị Mỹ đánh thuế có thể quay trở lại Trung Quốc gây sức ép lên cung – cầu. Trong ngắn và trung hạn, chúng tôi đánh giá dệt may Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì được tăng trưởng cao nhờ vào xu hướng dịch chuyển sản xuất và dòng vốn đầu tư vào dệt may cũng như hỗ trợ từ các hiệp định thương mại.

Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) đã hoàn tất rà soát pháp lý, tuy nhiên sẽ chưa thể sớm đi vào hiệu lực. Ngày 26/6/2018, EVFTA được thống nhất tách thành hai hiệp định độc lập là (1) hiệp định thương mại (FTA) và (2) hiệp định bảo hộ đầu tư (IPA), qua đó đẩy nhanh tiến trình phê chuẩn của hiệp định. Với FTA, hiện hai bên đã hoàn tất khâu rà soát pháp lý, đang chờ ký kết chính thức trước khi trải qua quá trình phê chuẩn nội bộ bởi cơ quan lập pháp của các nước thành viên. Tuy nhiên, vướng mắc liên quan đến ngoại giao giữa Việt Nam và Đức có thể là nhân tố cản trở quá trình ký kết và phê chuẩn của EVFTA bởi hiệp định chỉ có hiệu lực khi nhận được sự đồng thuận của tất cả các thành viên trong liên minh. Như vậy, EVFTA sẽ khó có hiệu lực trước kỳ họp thứ 7 Quốc hội khóa XIV diễn ra vào giữa năm 2019. EU hiện là đối tác lớn thứ 3 của xuất khẩu dệt may Việt Nam (13.5% kim ngạch 7T2018); mức thuế phổ biến EU áp dụng cho hàng dệt may Việt Nam là 9.6% (so với 0% của Campuchia, Bangladesh…) sẽ được xóa bỏ ngay (42.5% số dòng thuế) hoặc xóa bỏ theo lộ trình 3-7 năm giúp gia tăng lợi thế cạnh tranh cho dệt may Việt Nam.

Tổng doanh thu 6T2018 của các DNNY đạt 30,151 tỷ (+16.2% YoY), LNST 1517 tỷ (+34.2% YoY). Các doanh nghiệp ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh gồm: TNG +49% YoY, EVE +34.4% YoY, STK +30% YoY, VGG +23% YoY; trong khi một số đơn vị dệt may mặc truyền thống ghi nhận suy giảm: M10 1,269 tỷ (-8% YoY), TVT 1,234 tỷ (-5.4% YoY). Biên lợi nhuận gộp của hầu hết các DN may giảm từ 0.5% đến 2% trước đà tăng của các yếu tố đầu vào (nguyên phụ liệu, nhân công); ngoại trừ TCM, GMC và STK.

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
VGT	9,392	13.4%	9.8%	10.2%	458	50.8%
VGG	4,612	22.7%	11.5%	12.3%	224	21.2%
TCM	1,648	6.5%	17.7%	16.4%	117	-1.4%
PPH	1,680	20.7%	9.5%	11.7%	142	3.2%
TNG	1,488	49.0%	16.8%	17.5%	67	61.1%
STK	1,192	29.9%	13.6%	11.2%	84	72.0%
EVE	502	34.4%	32.1%	32.5%	33	42.4%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Đánh giá lạc quan về tăng trưởng và KQKD của các doanh nghiệp dệt may trong ngắn và trung hạn nhưng chúng tôi vẫn duy trì quan điểm Trung lập đối với ngành bởi mức độ định giá của các NĐT trên thị trường đối với cổ phiếu dệt may không cao (P/E trung vị dao động 7x-9x), và ngành đối mặt với rủi ro liên quan đến thương mại quốc tế. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư về khả năng tâm lý thị trường sẽ phản ứng tích cực khi EV-FTA có hiệu lực, giúp hỗ trợ về giá cho các cổ phiếu trong ngành.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VGG. Đối với TCM và TNG, chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ tại mức giá hiện tại.

TCM – NẮM GIỮ – Giá mục tiêu: 29,300 đồng/CP

- Hoạt động lõi tăng trưởng tốt, biên lợi nhuận được cải thiện: Doanh thu thuần 8T2018 đạt 104.587 tỷ USD (~2,467 tỷ đồng) (+14.1% YoY), tương đương hoàn thành 76% kế hoạch năm; LNST 7.9 triệu USD (tương đương 185.6 tỷ). Đóng góp trên 70% doanh thu đến từ mảng may mặc. Biên LNG của mảng dệt may bình quân 8 tháng đầu năm đạt 18%, cải thiện so với cùng kỳ là 16.7% nhờ mảng sợi (đóng góp 14% doanh thu) được hưởng lợi từ xu hướng tăng của giá bông trong khi cùng kỳ ghi nhận lỗ; mảng may duy trì biên LN tốt nhờ quy trình sản xuất khép kín từ sợi.
- Lợi nhuận khác ước ghi nhận 60 tỷ trong 2018. Trong 6T2018, TCM đã ghi nhận 27 tỷ lợi nhuận khác từ thanh lý tài sản tại NM sợi số 3. Dự kiến trong 2H2018, công ty sẽ hoàn tất thủ tục giải thể công ty con Thành Quang và ghi nhận nốt 22 tỷ LN từ chuyển nhượng đất và TS. Đồng thời, công ty cho biết có thể ghi nhận thêm 11 tỷ LN từ chuyển nhượng 2ha đất tại KCN Trảng Bàng

BSC dự báo doanh thu thuần năm 2018 của TCM đạt 3,467 tỷ (+8% YoY), LNST từ hoạt động kinh doanh đạt 203 tỷ, EPS = 3,350 đồng/CP, P/E fw 7.6. Nếu tính thêm khoản lợi nhuận khác từ chuyển nhượng đất và thanh lý tài sản thì LNST ước đạt 253 tỷ (+32.2% YoY), tương đương EPS = 4,180 đồng/CP, P/E fw=6.2.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 20/09/18	Giá mục tiêu
VGG	9,873	408	6,825	8.21	1.53	8.7%	26.1%	56,000	63,000
TNG	3,453	141	2,388	6.36	1.29	5.2%	17%	15,200	15,400
TCM	3,467	253 (*)	4,180	6.89	1.49	8.1%	18.7%	28,800	29,300

(*) bao gồm LN khác từ chuyển nhượng đất, thanh lý TS

Nguồn: BSC research

Ngành Cảng biển [Trung lập]

- Sản lượng hàng container cả nước 6M2018 tăng 28% yoy đạt 8.7 triệu TEU nhờ xuất khẩu cả nước tăng 14.5%, nhập khẩu tăng 11.6%.
- Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải khả quan với tổng khối lượng hàng tăng 40% YoY.
- Chúng tôi duy trì quan điểm Trung Lập. Khuyến nghị mua: GMD và VSC.

Xuất nhập khẩu tăng hỗ trợ ngành cảng biển. Theo tổng cục thống kê Việt Nam, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu lũy kế 8 tháng đầu năm 2018 ước tính đạt 155.41 tỷ USD (+14.5% yoy), kim ngạch lớn nhất là thị trường Mỹ đạt 30.2 tỷ USD (+10.2%). Đối với nhập khẩu, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu ước tính đạt 152.66 tỷ USD (+11.6% yoy), lớn nhất vẫn là thị trường Trung Quốc đạt 41.4 tỷ USD (+12.8%).

Qua đó, ngành cảng biển chịu tác động mật thiết nhất của nền kinh tế với 80% lượng hàng hóa được xuất nhập khẩu bằng đường biển. Theo bộ hàng hải Việt Nam, sản lượng hàng container cả nước 6M2018 đạt 8.7 triệu TEU (+28% yoy) và dự báo tăng trưởng bình quân về sản lượng container tới năm 2020 có thể đạt 17.6-19.5 triệu TEU.

Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải duy trì đà tăng trưởng khả quan. Trong 6M2018, số lượng tàu vào cụm cảng Cái Mép – Thị Vải tăng 40% yoy, trong đó hơn 50% tàu trọng tải lớn trên 80,000 tấn. Tổng khối lượng hàng hóa thông qua cảng tăng 20% yoy, trong đó hàng container đạt hơn 1.2 triệu TEU (+25% yoy). Chúng tôi đánh giá đây là những dấu hiệu tích cực thúc đẩy kinh tế cảng biển miền Nam phát triển trong 2018.

KQKD 1H2018. DT 1H2018 của 16 công ty cảng lớn niêm yết giảm 5,586 tỷ đồng (-4.6% yoy) và LNST tăng 2,456 tỷ đồng (+84.8% yoy), nếu loại trừ doanh thu tài chính từ bán công ty con của GMD thì LNST giảm 939.6 tỷ đồng (-29% YoY). Qua đó, chúng tôi có những lưu ý sau:

- **Các công ty có cảng ở vị trí đẹp:** VSC với sản lượng của cảng VIP Green Port tăng 15% yoy nhờ các cảng phía trước cầu Bạch Đằng phục vụ nhiều 11-12 tàu/tuần và sản lượng container thông cảng Xanh đạt 166,000 TEU (+20% qoq) và dự báo sản lượng cuối năm có thể đạt 1,000,000 TEU vào cuối năm.
- **Các công ty hiện tại đang tái cơ cấu lại tập trung vào KD cốt lõi là cảng biển:** GMD có DT cảng cơ cấu lại 80% tổng DT sau khi bán 2 công ty con logistics giúp biên LNG cải thiện lên 38%, CLL giảm bớt hoạt động dịch vụ vận tải nên không ghi nhận DT mảng này khiến DT chỉ còn 97.5 tỷ (-30.4%)

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
GMD	1,299	-30.4%	37.3%	25.0%	1,554	574.2%
PHP	981	-9.8%	34.2%	36.7%	234	-12.2%
VSC	796	31.2%	31.8%	31.2%	177	49.9%
SGP	525	-10.9%	44.9%	34.7%	104	-69.6%
TCL	436	9.9%	17.8%	18.4%	48	14.3%
DVP	310	-3.5%	53.6%	53.8%	134	-9.7%
CDN	330	15.2%	34.9%	36.5%	74	8.8%

PDN	321	33.1%	29.5%	31.5%	55	31.4%
DXP	39	5.1%	20.8%	28.9%	11	-6.8%
CLL	98	-30.4%	61.4%	38.2%	46	18.7%

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Hiệp định EVFTA xóa bỏ 42.5% số dòng thuế các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam sang châu Âu động lực giúp tăng mạnh nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng. Bên cạnh đó, cuộc chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung cũng khiến làn sóng di dời các doanh nghiệp sản xuất phải di dời nhà máy sang các nước lân cận và đặc biệt là Việt Nam cũng là một tiềm năng lớn cho ngành cảng. Vì thế, chúng tôi cho rằng nhằm nắm bắt được các cơ hội phía trước các doanh nghiệp cảng Việt Nam phải chủ động mở rộng các cảng như ở TPHCM, Cái Mép và Hải Phòng.

Bên cạnh đó, các dịch vụ hậu cần logistics để vận chuyển lượng lớn hàng hóa vào trung tâm hay các cơ sở sản xuất cũng phải phát triển đồng loạt. Hiện tại, chúng tôi đưa ra đánh giá Trung lập với ngành Cảng biển do việc mở rộng các cảng lớn cho tàu lớn vào vẫn còn chậm triển khai, lộ trình cổ phần hóa của các cảng vẫn còn đang dang dở và mảng hậu cần logistics chưa phát triển đồng bộ với mảng cảng.

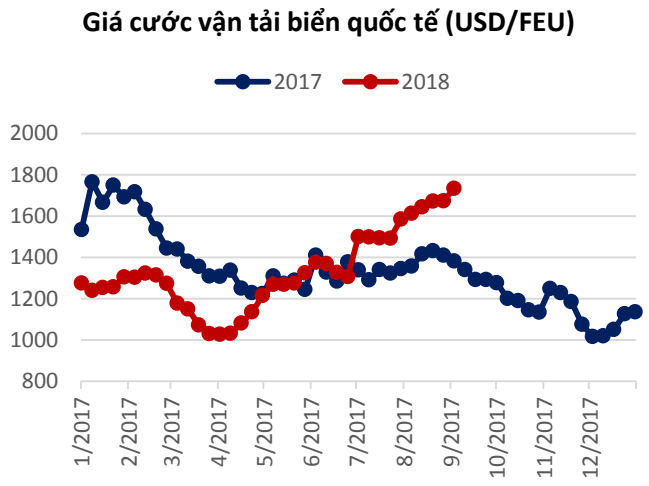
Mã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018	P/E FW	P/B FW	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
GMD	3981	585	2,031	12.24	2.14	5%	7%	27,300	36,886
VSC	1354	310	5628	7.7	1.27	11.9%	17.3%	43,200	47,101

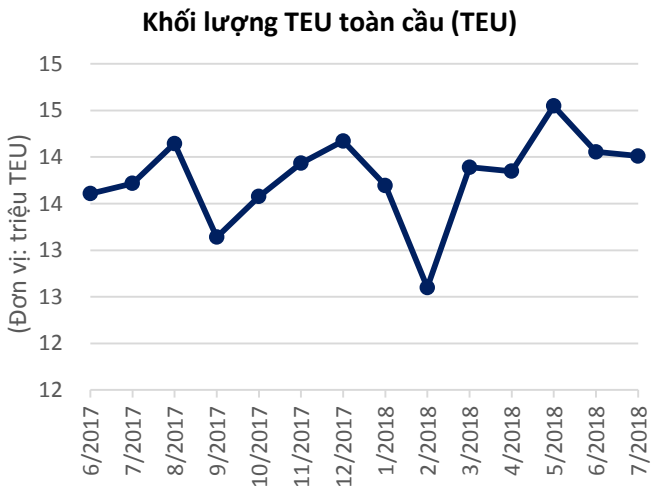
Nguồn: BSC research

Ngành Vận tải biển [Trung Lập]

- Chỉ số giá cước vận tải quốc tế tăng lên $1735/FEU (+25.5% yoy)
- Tổng giá trị vận tải hàng hóa cả nước tăng 9.1% yoy trong đó vận tải hàng hóa bằng đường thủy tăng 8.2% yoy,
- Kết thúc 6M2018, các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng ghi nhận LNST tăng 27%, ngược lại, các doanh nghiệp vận tải hàng rời LNST giảm -21% yoy
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung Lập đối với ngành vận tải biển.

Chỉ số IFI (international freight index) lên $1735/FEU từ $1382/FEU so với cùng kỳ năm ngoái (+25.5% yoy). Chúng tôi cho rằng việc giá cước vận tải biển quốc tế tăng mạnh trong Quý 3 vừa qua do (1) Q2-Q3 thường niên là thời gian cao điểm của giao thương hàng hóa giữa Trung Quốc và cả 2 Bờ Đông Tây Bắc Mỹ. (2) Liên minh 2M giữa hai gã khổng lồ vận tải biển Maersk và MSC đã hoãn lại một trong 5 tuyến vận tải quan trọng giữa châu Á và Bờ Tây Bắc Mỹ do hoạt động thương mại xuyên Thái Bình Dương khó khăn hơn trước. Qua đó, các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam có tàu chạy quốc tế cũng hưởng lợi một phần khi giá cước quốc tế tăng.





Nguồn: Container statictics, Freightos.

Vận tải hàng hóa đường biển Việt Nam cải thiện. Tổng giá trị vận tải hàng hóa cả nước đạt 42,745.1 tỷ đồng trong 8 tháng đầu năm 2018, tăng 9.1% so với cùng kỳ năm ngoái. Riêng vận tải hàng hóa bằng đường thủy đã chiếm 39.4% tỷ trọng, tương ứng 16,839.9 tỷ đồng, tăng 8.2% yoy, nhờ vào sản lượng vận chuyển bằng đường thủy tăng tốt đạt 82,5 triệu tấn (+6.7% yoy). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự báo thị trường vận tải tàu hàng khô vẫn chưa khả quan khi các tuyến có giá cước cao như Việt Nam – Hàn Quốc/Nhật Bản/Trung Quốc thì đội tàu Việt Nam không đáp ứng được các yêu cầu khắt khe khi vào các cảng khu vực này. Ngoài ra, các tuyến Việt Nam – Thái Lan / Myanmmar / Ấn Độ thường có giá trị thấp, thời gian xếp hàng lâu và tiềm ẩn nguy cơ xảy ra các tranh chấp thương mại. Bên cạnh đó, thực trang cơ sở hạ tầng vẫn còn chưa ổn định dẫn đến tình trạng làm hàng chậm, luồng vào cảng không đủ tiếp nhận các tàu có tải trọng lớn khiến chi phí logictis gia tăng.

Vinalines IPO vào ngày 05/09/2018 với tổng giá trị cổ phần bán ra là 4,888 tỷ đồng tương đương 34.8% so với vốn điều lệ. Vinalines là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực vận tải biển, logistics, cảng biển tại Việt Nam với doanh thu 6M2018 ước đạt 533 tỷ đồng và lỗ 1,140 tỷ đồng. Tại buổi đấu giá, số cổ phần đấu giá thành công là 5.44 triệu cổ phiếu tương ứng tổng giá trị là 54 tỷ đồng, qua đó, Vinalines chỉ mới bán thành công 1.1% lượng cổ phiếu chào bán. Chúng tôi cho rằng phiên đấu giá của Vinalines không thành công do (1) BCTC 2017 Vinalines vẫn còn lỗ lũy kế 3,252 tỷ đồng (2) Vinalines không tìm được nhà đầu tư chiến lược có năng lực tài chính nhằm giúp công ty vực dậy từ khó khăn.

Kết quả kinh doanh 1H2018. Các doanh nghiệp vận tải dầu khí hầu hết ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm 2018 (số liệu). Chúng tôi cho rằng sản lượng khai thác dầu thô và thành phẩm của nhà máy lọc dầu Bình Sơn hoạt động trở lại bình thường sau 52 ngày đại tu năm 2017 đã giúp cho các doanh nghiệp vận tải dầu khí tăng số chuyến vận chuyển. Ngược lại, các doanh nghiệp vận tải hàng rời vẫn chưa còn nhiều khó khăn như phân tích ở trên. Bên cạnh đó, cạnh tranh về giá cước vận tải biển giữa các doanh nghiệp nội địa để giành các hợp đồng vận chuyển vẫn tiếp tục xảy ra khiến biên LNG không cao.

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
PVT	3,875	28.2%	11.8%	10.3%	388	99.6%
VTO	783	24.7%	16.1%	15.9%	53	17.7%
GSP	957	57.4%	6.0%	7.0%	35	36.0%
VIP	393	5.8%	27.1%	22.7%	49	49.6%
PJT	270	0.0%	15.5%	13.8%	21	26.0%
VOS	825	13.0%	2.8%	-9.3%	-52	-69.6%
VNA	361	43.0%	5.7%	-13.8%	-16	-77.3%
VFR	109	1.7%	7.0%	-7.2%	5	-77.3%
HTV	98	6.0%	21.6%	20.3%	11	-3.3%
TJC	87	-9.6%	6.4%	6.6%	0	-59.1%
TCO	77	-3.7%	21.7%	24.1%	6	-37.5%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

BSC duy trì khuyến nghị **Trung Lập** đối với ngành vận tải biển. Chúng tôi cho rằng ngành vận tải biển có sự phân hóa rõ nét giữa các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng và hàng khô trong năm 2018. Đối với ngành vận tải hàng lỏng, chúng tôi dự báo (1) NMLD Bình Sơn sẽ khai thác khoảng 7 triệu tấn dầu thô và 6.5 triệu tấn thành phẩm các loại; (2) NMLD Nghi Sơn sẽ hoạt động thương mại chính thức vào quý 4/2018. Từ đó, các doanh nghiệp vận tải hàng lỏng hứa hẹn sẽ có thêm các hợp đồng vận chuyển hơn trong nữa cuối năm 2018. Đối với ngành vận tải hàng khô, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp phải cải thiện được đội tàu với tải trọng lớn hơn nhằm lấy được các hợp đồng xuất khẩu thường xuyên của Việt Nam như nông sản, thủy sản, máy móc,…(hiện đa phần là tàu Trung Quốc đảm nhận). Cơ hội cho các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam chính là nhu cầu gia tăng nguyên vật liệu như than đá phục vụ cho các nhà

máy nhiệt điện Vĩnh Tân, Trà Vinh, Sông Phú, Long Hậu và các dự án đầu tư phát triển tại đảo Phú Quốc hiện đang triển khai sẽ tạo động lực tăng trưởng mới cho ngành.

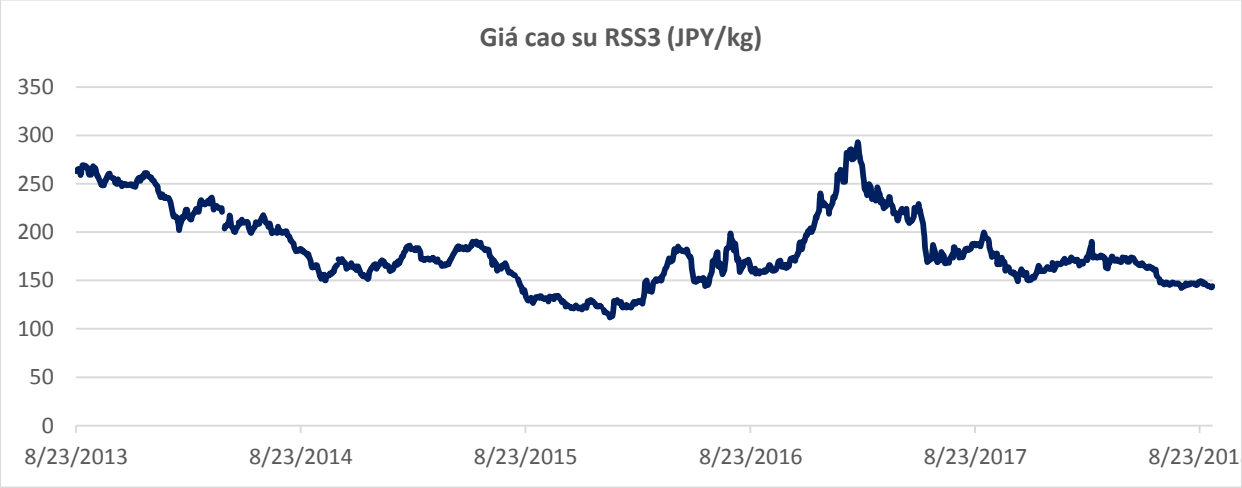
Mã	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018	P/E FW	P/B FW	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
PVT	7,256	529	1,694	9.89	0.97	5.8%	11.1%	17,700	20,615

Nguồn: BSC Research

Ngành Cao su [Trung lập]

- Giá cao su tiếp tục giảm 11.4% qoq trong 2Q2018.
- Theo World Bank, trung bình giá cao su trong năm 2018 được dự báo sẽ giảm 10% yoy do tình trạng dư cung.
- Xuất khẩu cao su tại Việt Nam tăng 9.2% yoy về lượng nhưng giảm 11.1% yoy về giá trị.
- LNST của các DN trong 1Q2018 tăng nhẹ 0.44% (Mủ cao su chiếm 20% LNST, 50%-60% đến từ thanh lý gỗ của PHR, DPR).

Giá cao su tiếp tục giảm 11.4% qoq trong 3Q2018. So với 2Q2018, trung bình giá cao su tiếp tục giảm 11.4%, đạt 146 JPY/kg. Lũy kế hết 3Q2018, giá cao su đã giảm 25% so với cùng kỳ năm 2018 do tình trạng dư cung tiếp diễn.



Nguồn: Bloomberg

Xuất khẩu cao su tăng về lượng nhưng giảm về trị giá. Theo tổng cục Hải quan, xuất khẩu cao su tính đến hết 8T2018 đạt sản lượng và giá trị lần lượt 877,644 tấn (+9.2% yoy) và 1,226 triệu USD (-11.1% yoy). Giá bán xuất khẩu đạt trung bình 1,397 USD/tấn (-18.6% yoy). Về sản lượng xuất khẩu, Trung Quốc vẫn là nước nhập khẩu cao su lớn nhất tại Việt Nam (đạt 560,570 tấn, +10% cùng kỳ, chiếm 63.4% tổng sản lượng).

KQKD 1H2018 giảm do tác động của giá bán cao su. Trong 1H2018, tổng DTT và LNST của các DN cao su lần lượt đạt 1,373 tỷ VND (-9% yoy) và 432 tỷ VND (+0.44% yoy), trong đó chỉ có PHR là có tăng trưởng về LNST do DT lớn đến từ thanh lý gỗ. LN từ gỗ cao su của PHR chiếm khoảng 60% trong cơ cấu LNST, chỉ 20-25% LN đến từ bán mủ cao su.

Mã CP	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
PHR	533	-19.0%	19.9%	19.1%	220	56.8%
DPR	392	-2.1%	45.7%	46.2%	144	-0.2%
TRC	142	-1.2%	15.4%	21.3%	46	-23.5%
DRI	268	-1.7%	31.2%	43.8%	20	-75.8%
HRC	38	10.3%	11.1%	26.2%	2	-27.3%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành cao su tự nhiên. Hầu hết các doanh nghiệp trong ngành có tỷ lệ chi trả cổ tức cao (40%-50%). Tuy nhiên, KQKD của các doanh nghiệp trong ngành phụ thuộc chủ yếu vào diễn biến giá cao su. Chúng tôi cho rằng, mặt bằng giá cao su đã chạm đáy và khó giảm thêm trong dài hạn. Ngoài ra, một số doanh nghiệp trong ngành có nguồn LN lớn từ thanh lý gỗ tới như DPR, PHR sẽ đảm bảo LN cho DN trong thời gian 1-2 năm tới.

Mã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (VND/cp)	P/e fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
PHR	1,290	268	1,751	14.2x	1.38x	7.7%	11.2%	24,900	N/A
DPR	946	216	4,553	8.82x	0.72x	6.1%	7.9%	39,200	40,997

Nguồn: BSC Research

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng ô tô tiêu thụ giảm 5.04% yoy trong 7T2018.
- Cạnh tranh gay gắt với Trung Quốc và các DN FDI.
- Giá cao su thế giới trong 9T2018 giảm 25% so với cùng kỳ, giá cao su nhân tạo không có nhiều biến động, giá hóa chất giảm 15%-20% giúp cải thiện LN của các DN săm lốp.
- Biên lợi nhuận gộp có thể được cải thiện do giá NVL đầu vào giảm và kỳ vọng từ tăng công suất gấp đôi nhà máy Radial trong 4Q2018 của DRC.
- KQKD quý 2 vẫn kém khả quan, kỳ vọng vào giảm giá NVL để cải thiện LN. LNST 2Q2018 của các DN săm lốp giảm 45.3% yoy.

Tính đến hết 7T2018, sản lượng ô tô tiêu thụ đạt 147,125 xe, giảm 5.04% yoy. Tuy sản lượng xe lắp ráp trong nước tăng 12% yoy, đạt 124,713 xe, sản lượng xe nhập khẩu giảm mạnh, chỉ đạt 22,412 xe (-48% yoy). Nguyên nhân chủ yếu do nghị định 116 làm tăng thời gian và chi phí xe nhập khẩu. Chúng tôi nhận định, bức tranh tăng trưởng ngành ô tô trong thời gian tới chưa rõ ràng, cần theo dõi thêm trong thời gian tới. Ô tô du lịch vẫn chiếm tỷ trọng nhiều nhất – 78.7% trong tổng lượng xe tiêu thụ với tốc độ tăng trưởng 8% yoy tính đến hết 7T2018. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ xe tải và xe chuyên dùng giảm mạnh lần lượt 21% và 42% yoy.

Cạnh tranh cao. Hiện nay, các doanh nghiệp săm lốp đang gặp cạnh tranh gay gắt với lốp Trung Quốc. Lốp Radial Trung Quốc hiện nay đang chiếm 50% thị phần với giá bán rẻ hơn 20%-30%. Các doanh nghiệp FDI có công suất sản xuất lớn như Bridgestone (17.885.000 lốp/năm), Kumho (6.300.000 lốp/năm) ... bắt đầu tăng sản lượng lốp bán ra tại Việt Nam lên mức 15% - 20% tổng lượng sản xuất cũng làm tăng áp lực cạnh tranh. Hiện Vinachem đang kiến nghị với Bộ Công Thương siết chặt quản lý chất lượng lốp ô tô nhập khẩu nhằm giảm bớt lượng cung lốp kém chất lượng từ Trung Quốc.

Giá cao su thế giới trong 3Q2018 tiếp tục giảm 11.4% so với 2Q2018. Trung bình giá cao su trong 2Q2018 trên thế giới đạt 146 JPY/kg, thấp hơn 11.4% so với 1Q2018. Tính đến hết quý 3/2018, giá cao su đã giảm 25% so với cùng kỳ năm ngoái giúp hỗ trợ giảm chi phí nguyên vật liệu của DN (Cao su tự nhiên chiếm 35% chi phí NVL sản xuất lốp). Giá cao su nhân tạo (15%-20% NVL) không có nhiều biến động, tuy nhiên giá hóa chất giảm 15%-20% yoy (15%-20% NVL) đã giúp cải thiện LN của các DN săm lốp. Biên LNG của DRC được cải thiện lên mức 14.3% trong 2Q2018 (10.4% trong 1Q2018).

Biên LNG có thể được cải thiện, tuy nhiên cần theo dõi thêm về biến động giá NVL (1) giá cao su đầu vào tiếp tục giảm, các NVL khác đang có xu hướng giảm giá và (2) DRC sẽ tăng công suất nhà máy Radial vào 4Q2018 giúp giảm chi phí khấu hao trên một sản phẩm. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng DRC sẽ giảm được chi phí khấu hao/sản phẩm từ 30%-40% do việc tăng gấp đôi công suất tại nhà máy Radial khi hoạt động hết công suất. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cần theo dõi thêm diễn biến giá dầu (ảnh hưởng trực tiếp đến giá hóa chất và than đen, một phần cao su nhân tạo).

KQKD 1H2018 vẫn kém khả quan, kì vọng vào giảm giá NVL để cải thiện LN. Trong 1H2018, tổng DTT và LNST của các DN ngành săm lốp đạt lần lượt 3,898 tỷ VND (-5% yoy) và 97 tỷ VND (-45.3% yoy). Tuy nhiên, giá NVL đầu vào đang có xu hướng giảm. Tuy kết quả 1H2018 kém khả quan, kết quả quý 2 đã được cải thiện với các DN. Giá cao su giảm 25% so với cùng kỳ năm ngoái, giá hóa chất giảm 15% - 20%.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng trong nửa cuối năm. Biên LN trong 2Q2018 của DRC phục hồi lên mức 14.3% (1Q2018: 10.4%), CSM đạt 10.35% (1Q2018: 10.2%), SRC đạt 17.6% (1Q2018: 17.6%).

Mã CP	Sản phẩm chính	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
DRC	Săm lốp ô tô tải, TBR	1,661	-5.8%	12.6%	13.8%	75	-28.7%
CSM	Săm lốp ô tô con, PCR	1,777	4.9%	10.5%	13.3%	10	-79.0%
SRC	Săm lốp xe đạp, xe máy	460	2.4%	17.5%	19.1%	12	-51.1%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn tại DRC và CSM, giảm tỷ lệ sở hữu xuống mức 36% trong quý 4 năm 2018. Điều này tạo được nhiều sự chú ý của các nhà đầu tư.

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Trong 4Q2018, chúng tôi kỳ vọng DN săm lốp sẽ có những phục hồi về KQKD khi giá cao su được kỳ vọng ở mức đáy và tiềm năng tăng trưởng đến từ xuất khẩu lốp Radial. Tuy nhiên, với việc biến động giá NVL như hiện nay, tình hình xu hướng ô tô tại Việt Nam chưa rõ ràng cùng việc đang bị định giá cao, chúng tôi giữ nguyên quan điểm TRUNG LẬP về triển vọng ngành săm lốp như báo cáo triển vọng ngành Quý 2.

DRC – MUA – Giá mục tiêu 27,707 VND/cp – Upside 16.2%

DRC là doanh nghiệp đầu ngành săm lốp với sản phẩm chính là lốp xe tải. Trong 2Q2018, DRC đã tiêu thụ được 287,083 lốp (-1.32% yoy), trong đó lốp Bias tiêu thụ đạt 197,917 lốp (-1.94% yoy) và Radial đạt 89,166 lốp (+0.07% yoy). Tiêu thụ lốp Radial không có biến động nhiều và chủ yếu xuất khẩu (2/3 sản lượng sản xuất), chủ yếu xuất khẩu sang các thị trường Brazil, Malaysia và Ấn Độ (70% sản lượng). Giá bán các sản phẩm đã tăng 5% từ 1Q2018, giá NVL giảm (so với 1Q2018, giá cao su tự nhiên -0.82%, cao su nhân tạo +0.79%, hóa chất -17%) đã giúp biên LNG cải thiện lên mức 14.28% (2Q2017: 12.97%). DRC cũng dự kiến sẽ đưa nhà máy Radial giai đoạn 2 vào 4Q2018 giúp tăng gấp đôi công suất hiện tại. Chúng tôi ước tính việc này sẽ giúp DRC giảm được chi phí khấu hao/sản phẩm hàng năm giảm 40% (tiết kiệm được 160 tỷ VND chi phí sản xuất hàng năm). Vinachem cũng dự kiến sẽ thoái vốn tại DRC, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong 4Q2018. Hiện nay, DRC đang được giao dịch với mức P/E = 25.12x và P/B = 2.2x.

ssMã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (VND/cp)	P/e fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
DRC	4,270	169	1,283	18.6x	1.82x	5.95%	11.0%	23,850	27,707

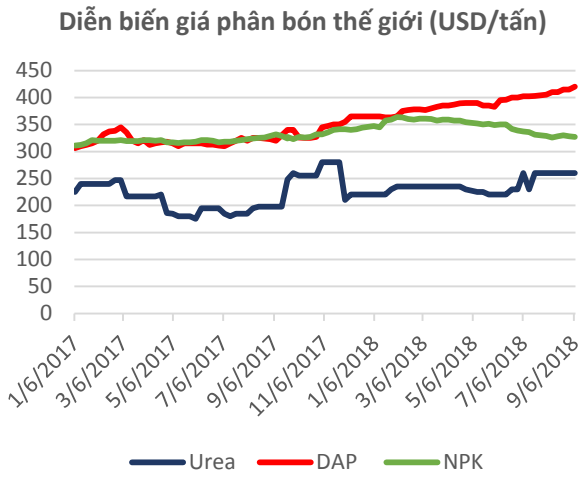
Nguồn: BSC Research

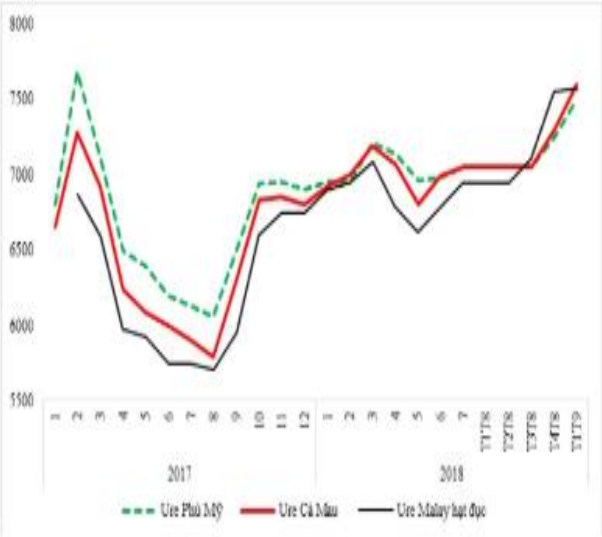
Ngành Phân bón [Trung lập]

- So với 2Q2018, giá Urea tăng 13%, giá DAP tăng 5% và giá NPK giảm 6%.
- Giá nguyên liệu đầu vào tăng. So sánh với 2Q2018, giá khí quý 2 tăng 6.8% so với quý trước, giá than đá tăng 13.7%, giá H_2SO_4 tăng 3.48%.
- Tiếp tục chờ đợi chính sách thuế VAT (Thảo luận tại Quốc hội trong 11T2018)
- Kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem
- Tổng DTT và LNST trong 2Q2018 của 14 doanh nghiệp niêm yết đạt 22,525 tỷ đồng (-2.93% yoy) và 1,336 tỷ đồng (-9.30% yoy).

Giá phân bón tăng trong 3Q2018. (1) Trung bình giá Urea thế giới trong 2Q2018 đạt mức 257 USD/tấn, tăng 13% so với 2Q2018, tăng 17% so với giá trung bình 2017. (2) Giá DAP tiếp tục tăng lên mức 408.6 USD/tấn (+5% so với 2Q2018, +25% so với trung bình 2017), (3) Giá NPK tiếp tục giảm 6% so với 2Q2018, tuy nhiên vẫn tăng 2% so với năm 2017. Giá bán Urea giao dịch tại Việt Nam bắt đầu tăng từ 3% - 5% trong 3Q2018.

Giá phân bón thế giới



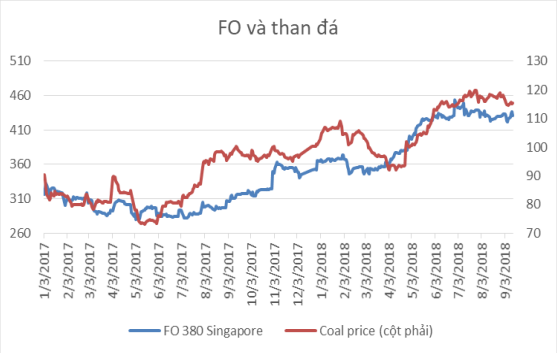


Giá phân bón Urea tại Việt Nam

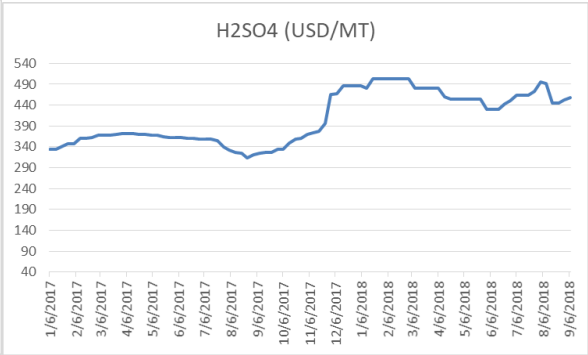
Nguồn: Bloomberg

Giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục tăng mạnh làm giảm biên của các doanh nghiệp sản xuất phân đơn, đặc biệt là urea. Giá khí đầu vào, nguyên liệu quan trọng sản xuất ure tăng 6.8% so với 2Q2018 và tăng 39.2% so với trung bình 2017. Giá than đá thế giới tăng 13.7% so với 2Q2018 và tăng 33.7% so với trung bình 2017. Giá H2SO4 tăng 3.48% so với 2Q2018 xuống mức 458 USD/tấn, cao hơn 27.68% so với trung bình 2017. Điều này khiến biên LNG trong 2Q2018 của các DN phân đơn lớn giảm mạnh như DPM (17.2% so với 25.8% cùng kỳ), DCM (25.4% so với 34.6% cùng kỳ).

Diễn biến giá dầu FO và than đá (USD/tấn)



Diễn biến giá H2SO4 (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Tiếp tục chờ đợi thông tin đưa phân bón vào đối tượng chịu thuế VAT. Đây là nội dung đã được đưa vào dự thảo sửa đổi, bổ sung chính sách thuế, thuế suất áp dụng là 6%. Nội dung này cũng sẽ được thảo luận tại Quốc hội vào tháng 11/2018. Quy định này, nếu được thông qua, dự kiến có hiệu lực từ năm 2019, qua đó, tiết giảm chi phí thông qua khấu trừ thuế VAT của các doanh nghiệp sản xuất phân đơn như DPM (ước tính 330 tỷ đồng), LAS (hơn 110 tỷ đồng), DDV (khoảng 138 tỷ đồng).

Kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem. Theo lộ trình, PVN dự kiến thoái vốn DPM và DCM xuống 51% trong năm 2018. Theo Đề án Tái cơ cấu giai đoạn 2017-2020, Vinachem thoái vốn tại một số doanh nghiệp trực thuộc tập đoàn, trong đó, có các doanh nghiệp phân bón là BFC, SFG, VAF, DDV (DAP – Vinachem), DAP số 2-Vinachem, …

Kết quả kinh doanh 1H2018. Tổng DTT và LNST của 14 doanh nghiệp niêm yết đạt 22,525 tỷ VND (-2.93% yoy) và 1,336 tỷ VND (-9.30% yoy). LN sụt giảm chủ yếu do giá nguyên liệu tăng và do cạnh tranh cao, các DN bị ảnh hưởng giảm sản lượng và không nâng được giá bán tương ứng với giá tăng của nguyên liệu. BFC và DCM bị giảm mạnh về LN do BFC chưa tăng được giá tương ứng với tăng giá NVL và sản lượng bị giảm 20,000 tấn so với cùng kỳ, DCM đã tạm điều chỉnh giá khí 6T2018 khiến giá vốn hàng bán tăng mạnh (+22% yoy).

Mã CK	Sản phẩm chính	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	% yoy	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	% yoy
DPM	Urea	4,783	9.9%	19.4%	27.6%	402	-13.1%
BFC	NPK	3,346	3.8%	13.5%	15.5%	144	-30.4%
DCM	Urea	3,244	6.8%	25.4%	34.6%	413	-26.9%
LAS	Phân lân	1,849	-11.3%	20.4%	19.7%	73	-22.9%

Mã CK	Sản phẩm chính	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	% yoy	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	% yoy
DDV	DAP	1,269	38.1%	16.0%	3.3%	145	N/A
QBS	Thương mại	1,247	-31.4%	5.7%	5.7%	23	-49.0%
PSW	Thương mại	1,191	7.2%	2.2%	3.0%	6	-17.1%
PSE	Thương mại	1,195	6.5%	2.7%	3.5%	5	-27.5%
PMB	Thương mại	932	13.6%	3.9%	5.2%	11	-3.6%
VAF	Phân lân	682	-3.0%	22.1%	23.7%	38	10.8%
PCE	Thương mại	1,087	-6.7%	2.1%	3.4%	5	-41.1%
NFC	Phân lân	410	11.2%	16.0%	17.1%	16	8.3%
SFG	Lân, NPK	1,272	11.3%	11.1%	12.5%	60	0.4%
PCN	Thương mại	18	-5.0%	3.5%	-2.4%	-5	9.2%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm cổ phiếu phân bón với nhiều kỳ vọng về thay đổi chính sách thuế và kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem, tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao, tình trạng dư cung và nhu cầu tăng trưởng chậm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ và giá bán của các DN trong ngành. Các cổ phiếu phân bón hiện được giao dịch tại mức P/E và P/B lần lượt là 8.0x và 0.68x.

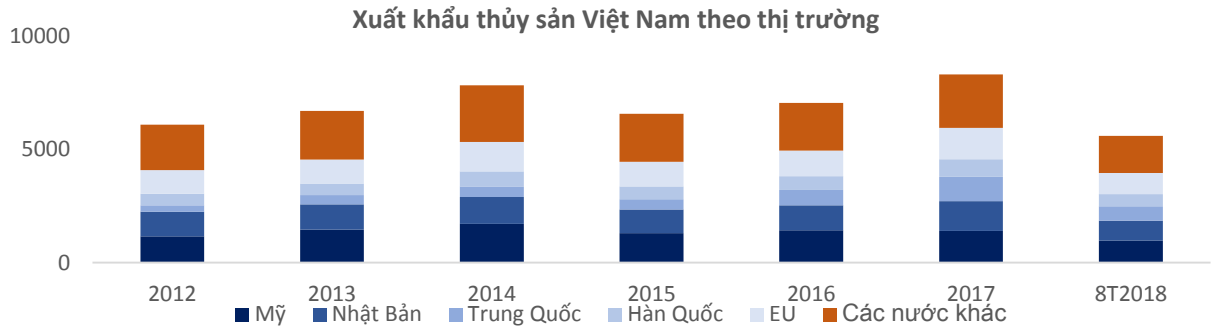
Mã CK	DT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (VND/cp)	P/e fw	P/B	ROA	ROE 2018	Giá ngày 21/09/18	Giá mục tiêu
BFC	6,831	301	3,715	7.5x	1.26x	7.7%	25.1%	27,800	29,252
LAS	4,000	163	1,355	8.5x	0.98x	5.2%	12.39%	11,300	13,200

(Nguồn: BSC Research, * kế hoạch)

Ngành Thủy sản [Trung lập]

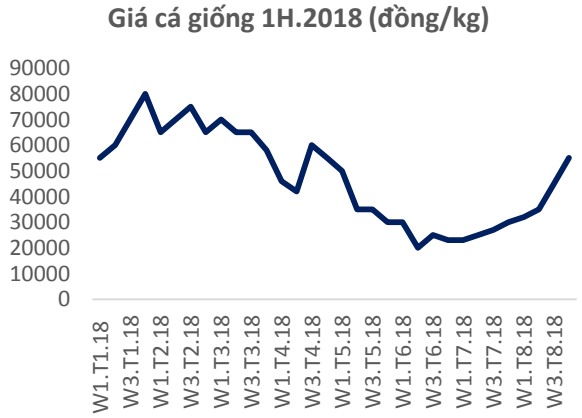
- Xuất khẩu thủy sản trong 8 tháng đầu năm đạt 5.5 tỷ USD, tăng 5.3% so với cùng kỳ
- Giá cá tra nguyên liệu dao động quanh 24,000 – 26,000 VND/kg, thấp hơn 7% so với cùng kỳ; trong khi giá cá giống đang tăng mạnh trở lại.
- Mức thuế chính thức cho tôm xuất khẩu vào Mỹ trong kỳ POR 12 là 4.58%. Mức thuế sơ bộ toàn quốc cho cá tra xuất khẩu vào Mỹ trong kỳ POR 14 là 2.39 USD/kg.
- Trong 1H.2018, 6 công ty thủy sản được theo dõi ghi nhận mức doanh thu đạt 17,650 tỷ (+10.5% yoy) và LNST là 1,376 tỷ (+ 138% yoy).

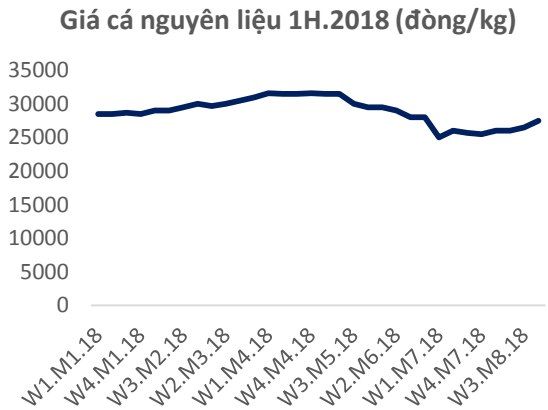
Xuất khẩu thủy sản 8 tháng đầu năm 2018 ước đạt 5.5 tỷ USD (+5.3% yoy), trong đó, riêng tháng 8 cả nước xuất khẩu được 739 triệu USD. Hoa Kỳ tiếp tục là thị trường xuất khẩu thủy sản lớn nhất, với kim ngạch đạt 983 triệu USD trong 8T.2018 (+7.8% yoy), chiếm 17.6% tổng kim ngạch xuất khẩu.



Nguồn: Tổng cục hải quan

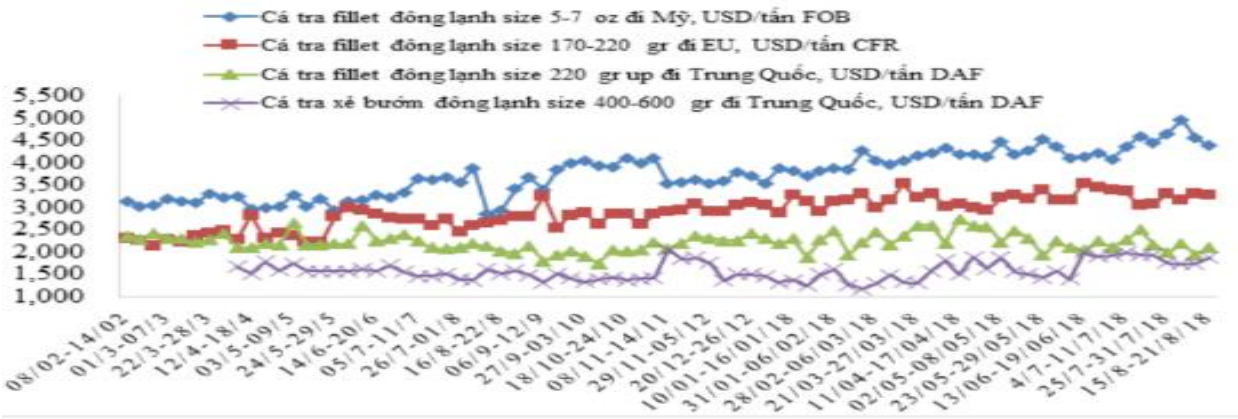
Giá cá tra nguyên liệu biến động. Giá cá tra giống và cá tra nguyên liệu trong Quý 2 biến động mạnh, ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất. Cá tra nguyên liệu hiện giao dịch quanh 24,000– 26,000 VND/kg, giảm nhẹ so với cùng kỳ 27,000 – 28,000 VND/kg. Cá tra giống trong tháng Tám tăng mạnh, hiện dao động quanh mức 53,000 – 55,000 VND/kg, tăng 2 lần kể từ đáy.





Nguồn: Tổng cục hải quan

Giá cá tra xuất khẩu tiếp tục tăng trong T7, T8.2018. Cuối tháng 8, giá cá tra fillet xuất sang Mỹ đạt 4,520 USD/tấn (+ 22% yoy), giá cá tra xẻ bướm xuất sang Trung Quốc đạt 2,250 USD/tấn (+25% yoy). Ảnh hưởng tích cực từ cuộc chiến tranh thương mại, đồng thời nhu cầu tiêu thụ cao tại thị trường Trung Quốc giúp doanh nghiệp hưởng lợi. Giá bán tiếp tục tăng và kết hợp với chi phi đầu vào vẫn ở mức thấp so với Quý 2.2018, BSC kỳ vọng biên LNG của các doanh nghiệp sẽ ở mức cao trong Q3.2018.



Nguồn: Tổng cục hải quan

Mức thuế CBPG cho thủy sản Việt Nam vào Mỹ. Ngày 10/9/2018, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) thông báo mức thuế chính thức cho tôm Việt Nam kỳ POR12, theo đó, tất cả các doanh nghiệp xuất khẩu tôm vào Mỹ (FMC, MPC) sẽ chịu mức thuế là 4.58%, thấp hơn rất nhiều so với mức thuế sơ bộ 25.39%. Về sản phẩm cá tra, ngày 13/9/2018, DOC đưa ra phán quyết sơ bộ về mức thuế CBPG của POR14 với mức thuế chung toàn quốc là 2.39 USD/kg (giảm từ 3.87 USD/kg trong POR13). CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) và CT TNHH TS Biển Đông vẫn được thưởng mức thuế như cũ lần lượt là 0 USD/kg và 0.19 USD/kg. Đáng chú ý, Tập đoàn Hùng Vương (HVG) và CTCP Thủy sản NTSF (NTSF) được hưởng mức thuế riêng lần lượt là 0 USD/kg và 1.37 USD/kg.

Kết quả kinh doanh 1H.2018 Các doanh nghiệp thủy sản đều ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm 2018. Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng doanh thu thấp hơn tốc độ tăng trưởng LNST do trong kỳ, biên LNG của các doanh nghiệp tăng mạnh do hưởng lợi từ giá xuất khẩu tốt, trong khi chi phí đầu vào ở mức thấp so với cùng kỳ. Nhu cầu tiêu thụ lớn tại các thị trường xuất khẩu (Mỹ, Trung Quốc, châu Á) trong khi nguồn cung cá tra nguyên liệu bị thiếu tạo điều kiện thuận lợi cho giá bán.

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
MPC	6,616	4.3%	13.5%	10.6%	328	106.9%
VHC	4,044	1.9%	17.7%	13.3%	427	77.6%
IDI	2,836	23.5%	16.7%	9.1%	316	309.3%
FMC	1,750	26.1%	8.0%	6.8%	61	75.6%
ANV	1,683	23.2%	15.6%	13.8%	193	261.7%
ACL	721	20.0%	19.6%	16.1%	51	281.2%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Trung lập

Chúng tôi tiếp tục giữ đánh giá **Trung lập** đối với ngành thủy sản**.** Nhu cầu tiêu thụ lớn tại các thị trường xuất khẩu mới (Trung Quốc, Nhật Bản) đang là động lực tăng trưởng đối với các doanh nghiệp thủy sản trong 1 - 2 năm tới. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thủy sản đều có mức tăng trưởng ấn tưởng, và BSC kỳ vọng mức tăng trưởng cao tiếp tục duy trì trong 2H.2018.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 21/09/18	Giá mục tiêu
VHC	9,376	696	7,508	12.4	2.5	12.5%	19.7%	93,500	N/A

Nguồn: BSC research

Ngành Mía đường [Kém khả quan]

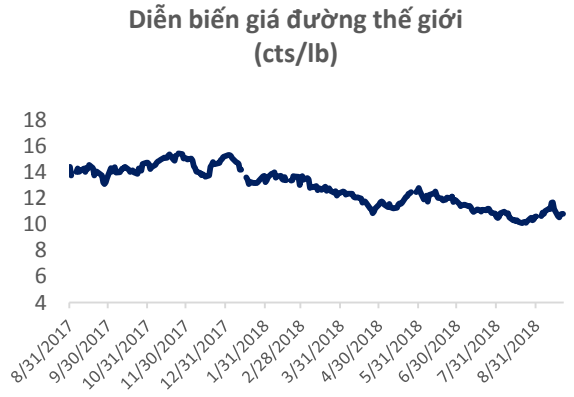
- Kết thúc niên vụ 2017/18, sản lượng mía ép đạt 15 triệu tấn (+ 15% yoy), sản lượng đường đạt 1.5 triệu tấn (+17% yoy).
- USDA dự báo trong niên vụ 2017/18, thế giới dư cung 10.65 triệu tấn đường
- Giá đường nội địa vẫn ở mức thấp, dao động 10,500 – 12,400 VND/kg trong khi giá thế giới đã hồi phục 9.7% kể từ đáy

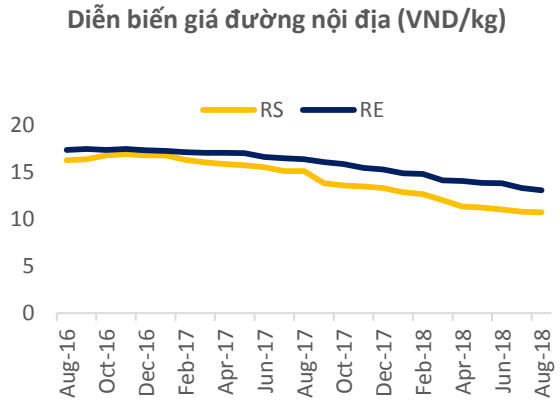
Kết quả sản xuất niên vụ 2017/18, sản lượng mía ép đạt 15,168,817 tấn (+15% yoy), sản lượng đường 1,444,325 tấn (+17% yoy) (trong đó, đường RE đạt 631,485 tấn). Đến cuối tháng 8, tồn kho tại các nhà máy đường ước tính khoảng 700,000 tấn, gần bằng một nửa sản lượng sản xuất.

USDA dự báo trong niên vụ 2018/19, thế giới dư cung 10.65 triệu tấn đường. Ấn Độ, Thái Lan được dự báo sẽ sản xuất lần lượt là 33.8 triệu tấn (+4.3% yoy) và 14.1 triệu tấn (+2.7% yoy). Ở chiều ngược lại, Brazil, EU và Pakistan được dự báo sẽ giảm sản lượng, lần lượt là 34.2 triệu tấn (-12% yoy), 20.3 triệu tấn (-4% yoy) và 6.5 triệu tấn (-12.1% yoy).

Giá đường nội địa cuối tháng 8 vẫn đang trong xu hướng giảm, dao động 10,500VND/kg (-29.24% yoy) với đường RS và 12,400 VND/kg (-20.12% yoy) với đường RE. Dù mức giá bán đường nội địa đã tiệm cận giá đường Thái Lan nhưng tiêu thụ tại các nhà máy vẫn chậm, do mức tồn kho cao tại niên vụ 2016/2017 (xấp xỉ 550,000 tấn đường) trong khi tình trạng đường nhập lậu có xu hướng gia tăng.

Về thị trường thế giới, giá đường thế giới đã hồi phục 9.7% kể từ mức đáy từ giữa tháng Tám do kỳ vọng của nhà đầu tư khi các nước xuất khẩu mía đường lớn đang kêu gọi việc cắt giảm cung nhằm ngăn chặn đà giảm của giá đường.





Nguồn: BSC Research

Kết quả kinh doanh niên vụ 2017/2018. Ngoại trừ SBT có kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh do hợp nhất với BHS, các doanh nghiệp còn lại đều chứng kiến lợi nhuận giảm mạnh, thể hiện khó khăn chung của ngành. Mức giá giảm cùng với nhu cầu tiêu thụ chậm lại đều ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng tiêu thụ của doanh nghiệp mía đường.

Mã	DTT 2017/18 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2017/18	Biên LNG 2016/17	LNST 2017/18 (tỷ đồng)	%YoY
SBT	4,606	34.7%	12.4%	12.3%	549	79.4%
LSS	1,451	-38.8%	11.3%	13.8%	3	-97.8%
SLS	600	11.7%	26.2%	36.5%	115	-29.4%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Kém khả quan

Chúng tôi duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu mía đường dựa trên việc bối cảnh dư cung đường vẫn sẽ tiếp tục trong niên độ 2018/19 với mức dư đạt 10.65 triệu tấn và đây sẽ là áp lực lên giá đường thế giới. Đồng thời, vấn nạn đường lậu từ Thái Lan và nhu cầu tiêu thụ đường chậm lại của khách hàng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng các doanh nghiệp trong ngành trong niên vụ 2018/19.

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 21/09/18	Giá mục tiêu
SBT	10,301	315.8	567	37.0	1.6	1.7%	4.1%	21,000	N/A

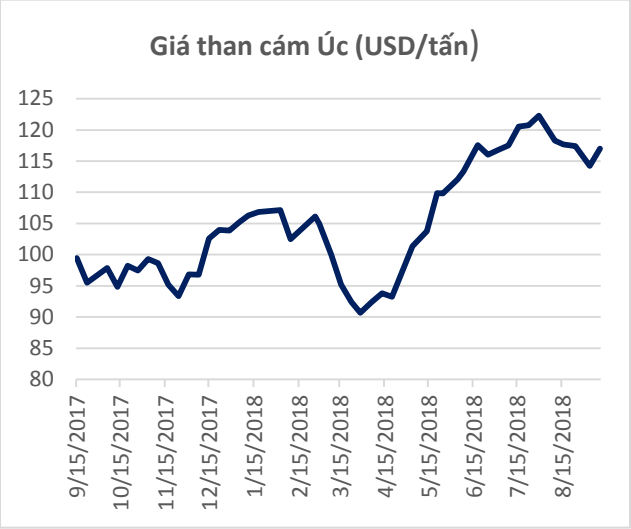
Nguồn: BSC Research

Ngành Xi măng [Kém khả quan]

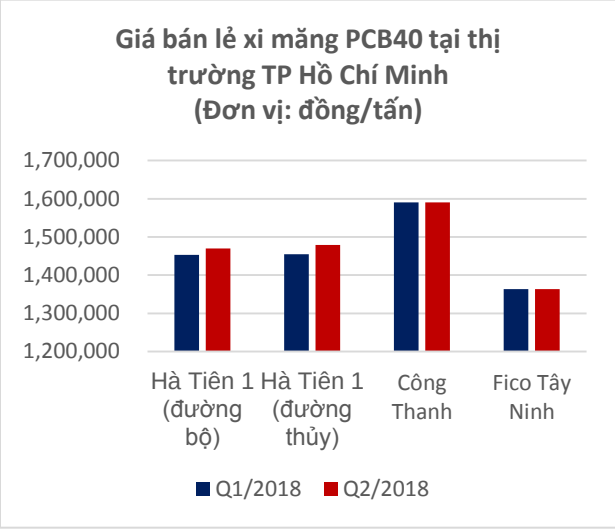
- Tiêu thụ xi măng 8T2018 đạt 63.85 triệu tấn (+30% YoY)
- Giá bán xi măng tại thị trường miền Nam tăng nhẹ từ đầu quý II/2018 trong bối cảnh giá than +11.2% YTD, giá điện tăng 2-5%.
- Tổng doanh thu 6T2018 của các DN xi măng niêm yết đạt 11,772 tỷ (+2% YoY), lợi nhuận gộp 1,467 tỷ (-6% YoY).
- Chúng tôi duy trì đánh giá KÉM KHẢ QUAN đối với ngành xi măng.

Tiêu thụ xi măng 8T2018 đạt 63.85 triệu tấn (+30% YoY), đạt 76% kế hoạch năm. Trong đó, tiêu thụ nội địa đạt 43.76 triệu tấn (+14.5% YoY), tốc độ tăng trưởng ghi nhận cao nhờ cùng kỳ 2017, xây dựng bị chậm do thiếu hụt cát và ảnh hưởng bởi mưa bão. Xuất khẩu xi măng 20.09 triệu tấn (+60.2% YoY) nhờ tăng trưởng mạnh ở thị trường Trung Quốc sau khi nước này siết chặt chính sách bảo vệ môi trường.

Giá bán xi măng tại thị trường miền Nam tăng nhẹ từ đầu quý II/2018 trong bối cảnh giá than +11.2% YTD, giá điện tăng 2-5%. Giá xi măng tại thị trường miền Nam tăng từ 2% đến 3% trong khi giá bán tại thị trường miền Bắc và miền Trung tương đối ổn định. Giá xi măng xuất khẩu giảm để đẩy mạnh tiêu thụ vào thị trường Trung Quốc, duy trì cạnh tranh với Indonesia. Chúng tôi đánh giá xu hướng tăng của giá than nhiên liệu sẽ vẫn tiếp diễn trong khi giá bán đầu ra khó tăng sẽ khiến biên lợi nhuận của các DN xi măng thu hẹp.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Vụ VLXD

Tổng doanh thu 6T2018 của các DN xi măng niêm yết đạt 11,772 tỷ (+2% YoY), lợi nhuận gộp 1,467 tỷ (-6% YoY). Doanh thu tăng trưởng nhẹ nhờ tình hình tiêu thụ tốt hơn so với cùng kỳ, đặc biệt ở thị trường miền Nam nhưng biên LNG giảm đáng kể do tốc độ điều chỉnh giá bán chậm hơn tốc độ tăng giá đầu vào. Trái với đà giảm của biên LNG, một số DN vẫn ghi nhận LNST tăng (HT1, BTS) nhờ giảm được chi phí tài chính (chủ yếu là lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh từ khoản vay EUR) do tỷ giá EUR/VND tính đến 30/6/2018 -4.3% YTD (cùng kỳ +10%). Tỷ giá EUR/VND hiện tại vẫn đang trong xu hướng giảm nhẹ (-1.4% YTD) cùng với lãi suất EURIBOR làm tham chiếu cho nhiều khoản vay EUR tại các DN xi măng < 0 sẽ giúp các doanh nghiệp xi măng có dư nợ vay EUR giảm bớt được áp lực về chi phí tài chính trong năm 2018.

Mã	DTT 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 1H2018	Biên LNG 1H2017	LNST 1H2018 (tỷ đồng)	%YoY
HT1	4,045	-0.1%	17.2%	17.0%	324	44.6%
BCC	1,785	-6.5%	10.5%	11.0%	15	-161.9%
BTS	1,431	-9.4%	13.1%	14.8%	18	218.0%
HOM	819	19.3%	10.9%	13.2%	1	-28.9%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm đầu tư – Kém khả quan

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá KÉM KHẢ QUAN đối với triển vọng ngành xi măng cho cả năm 2018 do tình trạng dư thừa công suất khiến cạnh tranh tăng cao, đà tăng giá yếu tố đầu vào ăn mòn lợi nhuận bởi nhiều DN phải duy trì giá bán thấp để đẩy tiêu thụ. Tuy nhiên, tỷ giá EUR/VND có thể là yếu tố hỗ trợ cho lợi nhuận tại một số doanh nghiệp có dư nợ vay EUR đáng kể.

HT1 – MUA – Giá mục tiêu: 16,500 đồng/CP – Upside: 20.4%

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với HT1 dựa trên các luận điểm:

- Định giá hiện tại hấp dẫn: P/E fw = 8.8x, thấp hơn tương đối so với mức P/E trung vị 3 năm của HT1 là 11.1x
- Vị thế đầu ngành của HT1, chất lượng tài sản tốt, duy trì được sản lượng tiêu thụ trong bối cảnh ngành khó khăn.
- Năm 2018, chúng tôi đánh giá lợi nhuận của HT1 sẽ được hỗ trợ bởi yếu tố tỷ giá khi EUR/VND, giảm bớt ảnh hưởng tiêu cực của đà tăng giá than đầu vào. BSC ước tính HT1 sẽ chỉ phải ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá 7.9 tỷ trong 2018 (2017 ghi nhận 143.75 tỷ). LNST ước đạt 596.4 tỷ (+22.3% YoY).

Về dự báo kết quả kinh doanh, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng về sản lượng đối với HT1 so với báo cáo trước từ 4% về mức tương đương thực hiện 2017 do kết quả thực hiện Q2/2018 có tăng trưởng nhưng thấp hơn so với kỳ vọng khiến cho sản lượng tiêu thụ 1H2018 giảm nhẹ 2% YoY. Theo đó, doanh thu thuần năm 2018 dự báo đạt 8,289 tỷ (+1% YoY). Biên lợi nhuận gộp 2018 ước giảm xuống còn 15.9% do chúng tôi đánh giá đà tăng của giá nguyên liệu đầu vào vẫn còn tiếp diễn, và chưa thể phản ánh 100% vào giá bán.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đ)	LNST 2018 (tỷ đ)	EPS 2018 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá đóng cửa 21/09/18	Giá mục tiêu
HT1	8,289	596	1,563	8.74	0.91	5.65%	10.36%	13,650	16,500

Nguồn: BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: BSCV <GO>