



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH **2019**

MỤC LỤC

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2019.....	1
1. Chủ đề đầu tư năm 2019	3
2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2019.....	8
3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành	11
4. Triển vọng ngành 2019	13
5. Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2019	19
TRIỂN VỌNG NGÀNH 2019.....	21
Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ [Khả quan].....	21
Ngành Cảng biển [Khả Quan]	23
Ngành Công nghệ thông tin [Khả quan].....	26
Ngành Dệt may [Khả quan]	29
Ngành Điện [Khả quan]	35
Ngành Tiêu dùng [Khả Quan]	39
Ngành Bất động sản [Trung lập]	43
Ngành Dầu khí [Trung lập]	48
Ngành Dược [Trung lập].....	52
Ngành Gạch men [Trung Lập]	55
Ngành Ngân hàng [Trung lập]	58
Ngành Nhựa [Trung lập]	63
Ngành Phân bón [Trung lập]	66
Ngành Săm lốp [Trung lập]	69
Ngành Thép [Trung lập]	71
Ngành Thủy sản [Trung lập]	74
Ngành Vận tải biển [Trung Lập]	76
Ngành Xây Dựng [Trung lập]	78
Ngành Cao su tự nhiên [Kém khả quan]	80
Ngành Mía đường [Kém khả quan].....	82
Ngành Xi măng 2019 [Kém khả quan].....	84

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2019

Nền kinh tế toàn cầu năm 2019 được dự đoán sẽ chứng lại với tốc độ tăng trưởng suy giảm do ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung và các dấu hiệu thắt chặt chính sách tiền tệ của EU và Mỹ. Goldman Sachs dự báo tốc độ tăng trưởng toàn cầu năm 2019 chỉ đạt 3.5% thấp hơn mức 3.8% so với năm 2018. Cuộc chiến này không chỉ tác động tiêu cực đến tăng trưởng thế giới từ sự mất ổn định của các khu vực và các nền kinh tế chủ chốt mà còn tạo ra biến động khó lường đối với các thị trường tài chính, tiền tệ, hàng hóa. Qua đó, điều này sẽ gây cản trở dòng vốn đầu tư toàn cầu và tạo khoảng cách sâu giữa các nền kinh tế. Tại Mỹ, chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục thắt chặt, dự kiến 2 lần tăng 0.25% lãi suất trong năm 2019. Về Eurozone, ECB bắt đầu thu hẹp bảng cân đối vào cuối năm và sẽ tăng lãi suất vào nửa cuối năm 2019. Trung Quốc cũng đang phải đối mặt với khó khăn điều hành chính sách kinh tế trong bối cảnh chiến tranh thương mại.

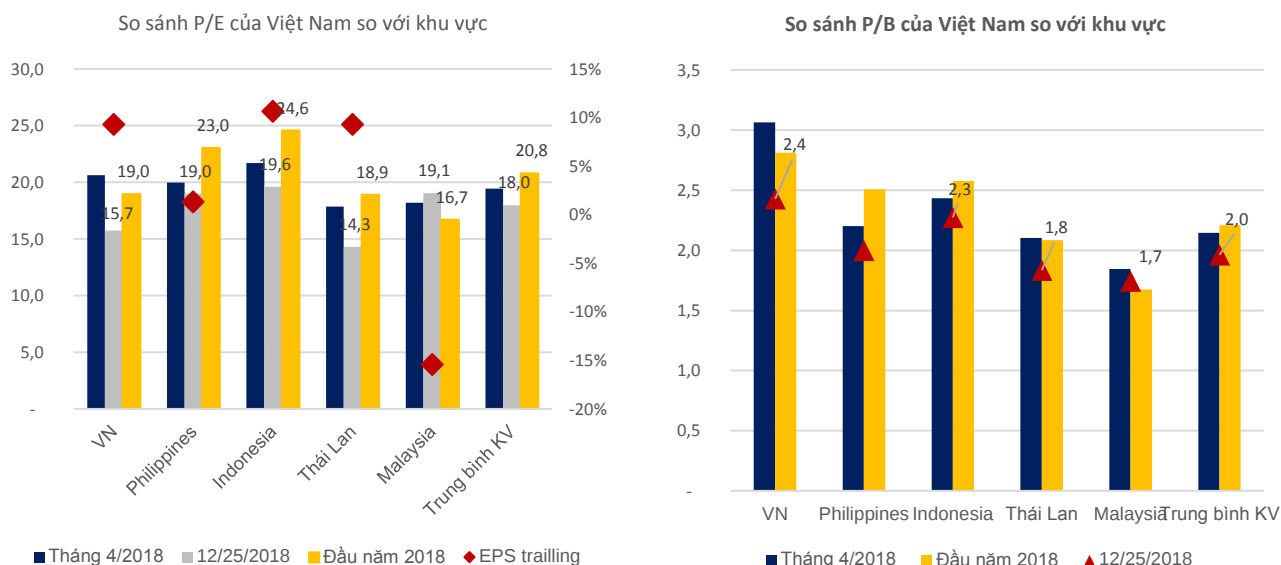
Tại Hoa Kỳ, năm 2019, OECD dự báo kinh tế Hoa Kỳ sẽ tăng trưởng GDP ước đạt 2.7% (thấp hơn so với mức dự báo 2.9%-3.0% của 2018), tỷ lệ thất nghiệp dự báo sẽ duy trì ở mức 3.5%-3.7%, tương đương năm 2018. Lạm phát có dấu hiệu tăng trở lại với dự báo đạt khoảng 2.2% cho năm 2019, nhưng vẫn nằm trong mục tiêu 2% của FED. Trong khi tăng trưởng việc làm ở Hoa Kỳ đang chậm lại, tăng trưởng tiêu dùng vẫn ổn định và được hỗ trợ từ đà tăng tiền lương khi thị trường lao động ngày càng thắt chặt hơn. Chính sách kích thích tài khóa ban hành vào năm 2017 và 2018 vẫn đang có tác động vào nền kinh tế nhưng sẽ yếu đi vào năm 2019. Hiện tại, tổng thống Trump tiếp tục duy trì chính sách giữ mức giá dầu thấp nhằm giảm chi phí vận chuyển và sản xuất để thúc đẩy tăng trưởng nền kinh tế nội tại của Mỹ. Chúng tôi lưu ý giá dầu có ảnh hưởng lớn tới lạm phát của các quốc gia, việc giá dầu ban đầu suy giảm và sau đó bình ổn sẽ giúp chỉ số lạm phát giữ ở mức ổn định trong giai đoạn tới.

Trong bối cảnh chiến tranh thương mại liên tục leo thang, Trung Quốc duy trì khá tốt khi tốc độ tăng trưởng Q3 chỉ giảm về mức 6.5%. Tổ chức OECD dự báo GDP Trung Quốc cả năm được dự báo sẽ đạt mức 6.6%. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sẽ suy giảm trong năm 2019-2020 khi dấu hiệu suy yếu về nền kinh tế đã xuất hiện. Chỉ số PMI Trung Quốc tại ngưỡng này cho thấy sự tăng trưởng của các đơn đặt hàng và số lượng hàng hóa sản xuất trong nền kinh tế đã suy yếu. Hoạt động chậm lại của nền kinh tế cũng phản ánh sự cắt giảm đầu tư cơ sở hạ tầng, vì nợ của chính quyền địa phương đã bị kiểm soát nhiều hơn, mặc dù khoản nợ này có thể sẽ tăng trở lại sau khi tăng tốc phát hành trái phiếu và thông báo dự án mới. Nếu PMI Trung Quốc giảm xuống dưới ngưỡng 50 thì sẽ là dấu hiệu đầu tiên về suy thoái kinh tế ở nước này. Với xu hướng hội nhập kinh tế thế giới, sự suy thoái của nền kinh tế Trung Quốc có thể ảnh hưởng tiêu cực đến khá nhiều quốc gia trong khu vực Châu Á, trong đó có Việt Nam.

Những tác động của cuộc chiến thương mại Hoa Kỳ - Trung Quốc trong ngắn hạn và dài hạn. Trong bối cảnh TTCK trong nước và thế giới trải qua những biến động khá mạnh trong nửa cuối năm 2018 chủ yếu do các yếu tố vĩ mô (1) Thị trường Mỹ đang có dấu hiệu bước vào chu kỳ “thị trường gấu”, (2) Chiến tranh thương mại Hoa Kỳ - Trung Quốc, (3) Tốc độ tăng trưởng kinh tế đang có xu hướng chậm lại. Chúng tôi đánh giá Việt Nam đang hưởng lợi trong ngắn và trung hạn, tuy nhiên rủi ro sẽ dần tăng theo thời gian trong trường hợp cuộc chiến thương mại kéo dài. Trong ngắn hạn, các ngành như Dệt May, Thủy sản, Gỗ, Máy tính & thiết bị điện tử có khả năng tăng thị phần thâm nhập thị trường Mỹ để khóa lấp những khoảng trống do việc áp thuế của Mỹ đối với Trung Quốc. Trong trung hạn, xu hướng chuyển dịch sản xuất và dòng vốn từ Trung Quốc sang Việt Nam đã bắt đầu hình thành từ cuối năm 2018 và dự kiến tăng mạnh vào năm 2019 nhằm tận dụng các lợi thế (1) Chi phí lao động và sản xuất ở mức thấp, (2)

Tránh hàng rào thuế quan và hàng rào thương mại từ cuộc chiến thương mại, (3) Các chính sách ưu đãi của chính phủ và tình hình chính trị ổn định. Tuy nhiên, có 2 vấn đề cần lưu ý là (1) Về vi mô: các doanh nghiệp trong nước nếu không tận dụng tốt cơ hội này thì có thể chịu áp lực cạnh tranh gia tăng từ các doanh nghiệp mới gia nhập; (2) Về vĩ mô: đặc thù là nền kinh tế có độ mở cao với giá trị XNK/GDP đạt 196%, so với mức bình quân 5 nước ASEAN 79% và Trung Quốc 36%. Do đó, chúng tôi đánh giá trong dài hạn nếu tăng trưởng kinh tế thể giới chậm lại đặc biệt ở Mỹ và Trung Quốc có thể có những tác động xấu ngược lại lên nền kinh tế của Việt Nam.

Thị trường đã có giai đoạn chiết khấu đáng kể giúp mặt bằng định giá rẻ hơn và đã phản ánh phần nào các rủi ro dự kiến xảy ra trong năm 2019. Tính đến 25/12/2018, VN-Index đang giao dịch với mức P/E bình quân là 15.7 lần, thấp hơn so với mức bình quân khu vực là 18.0 lần. Chúng tôi nhận thấy trong giai đoạn biến động mạnh từ đầu năm đến nay, VN-Index đã có mức chiết khấu đáng kể giúp mặt bằng định giá rẻ hơn so với giai đoạn trước đó (Đầu năm 2018 là 19.0 lần và mức bình quân đỉnh điểm tháng tư 2018 là 20.6 lần) và đã phản ánh phần nào các rủi ro năm 2019. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận (EPS) nhanh nhất khu vực mới nổi (Emerging market) cũng là điểm nổi bật của thị trường Việt Nam, tính đến T9/2018, EPS lũy kế 12 tháng của VN-Index ước tăng 9.4% dựa trên số liệu của Bloomberg, và lợi nhuận doanh nghiệp tăng khoảng 24% so với cùng kỳ. Theo dự báo của BSC, EPS 2019 của nhóm các công ty BSC có phát hành báo cáo, tăng khoảng 9.8% so với năm 2018.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Việt Nam – Thị trường chứng khoán tiếp tục cải thiện về mặt chất lượng và sản phẩm để đáp ứng đầy đủ tiêu chí nâng hạng. Năm 2018 được đánh giá là năm khó khăn đối với hầu hết các nhà đầu tư khi biên độ dao động thị trường rất lớn. Tính tới thời điểm 31/12/2018, VN-Index ghi nhận mức tăng trưởng âm 9.32% so với thời điểm cuối năm 2017(31/12/2017), đồng thời đây cũng là năm đầu tiên kể từ năm 2011 ghi nhận mức tăng trưởng âm. Với việc (1) Ảnh hưởng từ cuộc chiến tranh thương mại Trung Mỹ, (2) Nền kinh tế Việt nam đối diện nhiều thách thức hơn, BSC dự báo VN-Index sẽ có vùng vận động giá rộng từ 800.3 đến 1,265.6 với vùng giá trọng tâm tại 1,050 điểm vào cuối năm 2019 (chi tiết các căn cứ đưa ra dự báo xin tham khảo báo cáo Vĩ Mô và TTCK 2019)

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Luật Chứng khoán dự kiến sớm nhất sẽ được phê duyệt và áp dụng từ năm 2019 sẽ giúp cho thị trường Việt Nam cải thiện về mặt chất lượng và sản phẩm. Thị trường chứng khoán cũng dần có sự thay đổi về chất và lượng (các cổ phiếu lớn được đẩy nhanh tiến độ niêm yết/chuyển sàn và thoái vốn) đi kèm đó là các sản phẩm mới (chứng quyền) để thỏa mãn tiêu chí nâng hạng của MSCI và FTSE Russell. Vốn hóa doanh nghiệp ảnh hưởng tới VN-Index và xếp hạng VN30 cũng sẽ có nhiều thay đổi, tạo lập cuộc chơi mới thu hút đa dạng các nhà đầu tư từ các nhà đầu tư cá nhân vốn đang “kẹt” trong mặt bằng lãi suất vẫn thấp và nhà đầu tư tổ chức bên ngoài đang dần bị thuyết phục bởi tiềm năng tăng trưởng của Việt Nam.

Năm 2019, TTCK nhiều khả năng sẽ là năm biến động mạnh hơn và phân hóa mạnh hơn hẳn so với giai đoạn 2013-2018. Các dự báo ngắn trở nên khó khăn hơn khi các yếu tố bất ổn nhất là từ bình diện kinh tế toàn cầu đang nhiều hơn và lòng tin của nhà đầu tư không còn mạnh mẽ như giai đoạn trước đó. Do vậy cơ hội sẽ chỉ đến với các nhà đầu tư kiên nhẫn, thận trọng và được chuẩn bị tốt cho định hướng đầu tư với kỳ hạn dài hơn, có thể là không chỉ dừng ở 2019.

1. Chủ đề đầu tư năm 2019

Cũng như các năm trước, BSC thường đưa ra các chủ đề đầu tư, đánh giá tổng quát các cơ hội có thể có, giúp NĐT có thêm những lựa chọn trong xuyên suốt 1 năm. Với năm 2019, BSC vẫn giữ quan điểm tích cực với Vĩ mô và Thận Trọng với thị trường nói chung và đưa ra các chủ đề như sau:

Thứ nhất, câu chuyện thu hút dòng vốn nước ngoài đón đầu kỳ vọng nâng hạng. Chúng tôi cho rằng câu chuyện được kỳ vọng nhất trong năm 2019 sẽ là khả năng nâng hạng thị trường từ MSCI, qua đó giúp thu hút dòng tiền nước ngoài đầu tư trong năm 2019 (tham khảo báo cáo Vĩ mô & TTCK 2019 của BSC). Với luật chứng khoán sửa đổi kỳ vọng được thông qua, sẽ thúc đẩy nhanh quá trình xem xét nâng hạng thị trường mới nổi. Theo đó, luật chứng khoán sửa đổi sẽ được xin ý kiến vào T6/2019 và dự kiến trường hợp khả quan nếu được thông qua từ T11/2019 và thị trường Việt Nam có thể được MSCI đưa vào danh sách theo dõi sớm nhất từ T6/2020.

Việt Nam cũng có khả năng được nâng hạng thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong 2019 ở kịch bản thuận lợi hoặc năm 2020. Ngoài ra, quỹ iShares, có quy mô tài sản 490 triệu USD đầu tư vào bộ chỉ số MSCI khu vực cận biên, sẽ tăng tỷ trọng đầu tư vào thị trường Việt Nam khi Argentina và Kuwait chính thức nâng hạng vào tháng 6/2019. Do đó, theo đánh giá chúng tôi đối với năm 2019 thị trường cũng sẽ đón nhận thêm dòng vốn đầu tư nước ngoài mới, sẽ tập trung vào các cổ phiếu có mức vốn hóa lớn, tính thanh khoản cao, vẫn còn room sở hữu nước ngoài, đại diện ở đây là nhóm VN30.

Thứ hai, sự thay đổi thứ tự trong rổ VN30 và dự báo sẽ có ảnh hưởng lớn đến Vn-Index trong năm 2019 do các cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn dự kiến được đưa vào rổ trong Q1/2019. Năm 2018 là năm chứng kiến việc rất nhiều cổ phiếu lớn được niêm yết lớn/IPO/chuyển sàn như VHM, HDB, TCB, TPB, BSR, OIL, POW. Đây là nhóm cổ phiếu có vốn hóa rất lớn tuy nhiên vẫn chưa được thêm vào nhóm VN30 do chưa thỏa mãn các tiêu chí theo quy định. Điều này dẫn tới tỷ trọng nhóm VN30 so với thị trường giảm sút so từ mức 67.6% năm 2017 xuống còn 63.9% năm 2018.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhóm VN30 sẽ có mức ảnh hưởng tương đối lớn và tăng dần trong năm 2019, khi các cổ phiếu lớn trên đủ điều kiện để xét duyệt vào danh sách VN30. VN30 ETF được đánh giá là cầu nối của các nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận các cổ phiếu hết room, do đó chúng tôi cho rằng các đợt điều chỉnh rổ cổ phiếu VN30 sẽ có ảnh hưởng lớn đến diễn biến thị trường, ngoài ra nhà đầu tư cũng cần lưu ý các văn bản sửa đổi quy tắc rổ chỉ số VN30 và các lần tái cân bằng danh mục định kỳ.

Cùng với đó, dòng vốn ngoại đầu tư ETF mô phỏng VN30 đón đầu khả năng nâng hạng thị trường cũng là nhân tố quan trọng giúp VN30 sẽ vận động tích cực và có ảnh hưởng lớn hơn với VN-Index trong năm 2019. Trong kỳ I năm 2019, dựa vào các tiêu chí quy định, BSC dự báo các cổ phiếu mới sẽ vào rổ VN30 là **VHM, HDB, EIB và TPB** đồng thời loại **HSG, DHG, DPM và BMP** (tham khảo [Báo cáo Vĩ mô & TTCK 2019](#) của BSC).

Thứ ba, kế hoạch niêm yết/cổ phần hóa và chuyển sàn dự kiến sẽ được thúc đẩy nhanh hơn do tiến độ năm 2018 không đạt. Tính đến tháng 09/2018 mới chỉ có 18/44 doanh nghiệp được kỳ vọng cổ phần hóa trong năm 2018, như vậy tốc độ cổ phần hóa chậm hơn rất nhiều so với kế hoạch (127 doanh nghiệp trong giai đoạn 2017-2020). Trong năm 2019, số lượng doanh nghiệp dự kiến cổ phần hóa là 18 doanh nghiệp. Cụ thể, có các tập đoàn kinh tế lớn là tập đoàn Than – Khoáng sản Việt Nam, Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam, Bưu chính viễn Thông Việt Nam, tổng công ty Lương Thực miền Bắc, Tổng công ty Cà Phê Việt Nam, Ngân hàng Nông nghiệp và phát triển nông thôn,...

Nhìn về mặt tích cực, các doanh nghiệp cổ phần hóa sẽ là cơ hội thu hút dòng tiền lớn từ NĐT trong và ngoài nước do hiện tại sau phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng doanh nghiệp sẽ lên niêm yết trên Upcom trong 90 ngày nếu đủ điều kiện, tạo thanh khoản cho nhà đầu tư. Ngược lại, các đợt IPO nếu diễn ra dồn dập cũng sẽ phân tán dòng tiền trên thị trường niêm yết.

Thêm vào đó, các công ty đại chúng đăng ký lên sàn Upcom hoặc chuyển sàn từ Upcom lên HNX, HSX cũng tiếp tục là xu hướng quan trọng, cụ thể trong đó các mã đang chuẩn bị chuyển sàn như POW (đã chuyển sàn 28/12/2018), HVN, BSR, ACV, ... và một số mã có quy mô vốn hóa lớn ngay cả khi so sánh với nhóm VN30 như OIL, VEA, VTP... . Nhóm này sẽ là động lực cho tăng trưởng của VN-Index.

Danh sách một số doanh nghiệp đã thực hiện niêm yết trong 2018

TT	Tên doanh nghiệp	Mã chứng khoán	Số cổ phần đấu thành công (triệu cp)	Giá chào sàn
1	Tổng công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR	241.5	22,400
2	Tổng công ty Điện lực Dầu khí	POW	491.4	14,900
3	Tổng công ty Dầu Việt Nam	OIL	206.84	20,200
5	Tổng công ty Máy Động lực và Máy nông nghiệp	VEA	Chưa thoái	27,600
7	Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR	100.7	13,000
8	Tổng công ty Thương mại Hà Nội	HTM	75.9	12,900
9	Tổng Công ty Lương thực Miền Nam	VSF	114.8	10,100
10	Tổng Công ty Phát điện 3	PGV	7.45	24,800

Nguồn: BSC Research

Thứ tư, cơ hội từ Thoái vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp đầu ngành. Theo quyết định số 1232/QĐ-TTg, năm 2018 có 181 doanh nghiệp phải thực hiện thoái vốn, tuy nhiên trong 9T2018 chỉ có 18 đơn vị thực hiện thoái vốn, cả năm chỉ thu được 1.23 tỷ USD với đóng góp lớn từ các thương vụ thoái vốn của OIL, BSR, VCG và POW. Một số doanh nghiệp lớn dự kiến sẽ được thúc đẩy thoái vốn trong năm 2019 và góp phần giảm tải áp lực tài chính lên ngân sách bao gồm: VEAM, DVN, VGC, ACV, DPM, DCM, SJS và PVI...

Ngoài ra, BSC cũng lưu ý về thông tin kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại một số công ty trong tập đoàn Vinachem xuống 36%-51%, dự kiến trong năm 2019. Cụ thể nhóm hóa chất bao gồm PAC, LIX, NET, BFC và SFG (giảm sở hữu từ 51% về 36%), CSV (giảm sở hữu từ 65% về 51%); nhóm sắn lát bao gồm DRC, CSM, SRC (giảm sở hữu từ 51% về 36%).

Danh sách một số doanh nghiệp thoái vốn của năm 2019 dự kiến

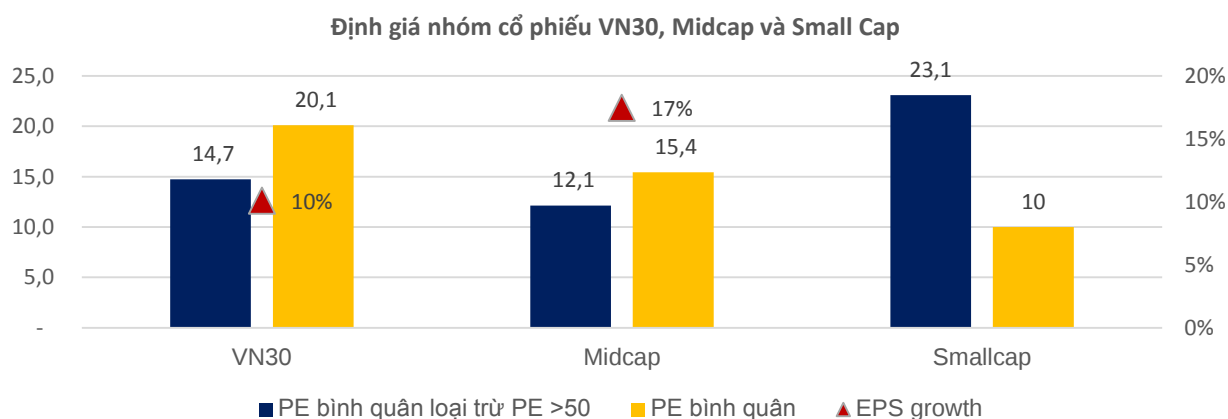
TT	Tên doanh nghiệp	Tỷ lệ sở hữu của nhà nước hiện tại	Tỷ lệ thoái dự kiến 2019
1	Viglacera	53.97%	53.97%
2	CT Mẹ - Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	100.00%	Dưới 65%
3	CTCP Hóa chất Việt Trì	68.50%	51%
4	CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam	65.00%	51%
5	CTCP Bột giặt NET	51.00%	36%
6	CTCP Bột giặt LIX	51.00%	36%
7	CTCP Bột giặt và Hóa chất Đức Giang	9.24%	0%
8	Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam	100.00%	65.00%
9	Tổng Công ty Lương thực miền Bắc	100.00%	Dưới 75%
10	Công ty cổ phần PVI	35.47%	0%
11	Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	59.59%	Dưới 51%
12	Công ty cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau	75.56%	Dưới 51%
13	Công ty cổ phần Phân bón Bình Điền	65%	Dưới 36%
14	Công ty cổ phần Phân bón Miền Nam	65.05%	Dưới 36%
15	Tổng công ty Điện lực Dầu khí	51%	Dưới 51%
16	CTCP Cao su Đà Nẵng	51%	36%
17	CTCP Cao su miền Nam	51%	36%
18	CTCP Cao su Sao Vàng	51%	36%
Các Doanh nghiệp thuộc SCIC (bao gồm các DN dự kiến sẽ chuyển về SCIC)			
19	Tập đoàn Dệt may Việt Nam	53%	53.5%
20	Tổng công ty Thép Việt Nam (Bộ Công Thương)	100%	57.9%
21	Công ty CP Xây dựng và NK Tổng hợp (Bộ Công Thương)	100%	60,17%
22	Công ty CP Nhựa Việt Nam (Bộ Công Thương)	100%	64,65%
23	Tổng công ty Xây dựng đường thủy - Công ty CP (Bộ Giao thông vận tải)	100%	36,62%
24	Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 5 - Công ty CP (Bộ Giao thông vận tải)	100%	40,00%
25	Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 8 - Công ty CP (Bộ Giao thông vận tải)	100%	18,42%

Nguồn: BSC Research

Thứ năm, nhóm cổ phiếu Mid-cap với câu chuyện khác biệt sẽ nhận được nhiều chú ý hơn trong năm 2019. Như nhóm cổ phiếu hưởng lợi từ thay đổi chính sách, từ chiến tranh thương mại và hiệp định thương mại đang có mức định giá rẻ. Trong năm 2018 nhóm cổ phiếu Midcap đều có diễn biến kém hơn so với VN-Index. Tuy nhiên lợi nhuận bắt đầu cải thiện tốt từ Q3/2018 đã giúp nhóm cổ phiếu này thu hẹp khoảng cách so với VN-Index. Ngoài ra, BSC nhận thấy đối với các nhóm ngành hưởng lợi từ chiến tranh thương mại và các hiệp định thương mại (CPTPP, EVFTA) thì các cổ phiếu đầu ngành đều thuộc nhóm Midcap như dệt may (TCM, TNG, VGT), thủy sản (VHC, MPC), gỗ (PTB), khu công nghiệp (KBC, NTC, LHG) và nhóm thoái vốn Vinachem chúng tôi đã đề cập ở trên (DRC, CSM, BFC, DGC, CSV,...). Xét về mức định giá P/E bình quân và P/E bình quân loại bỏ những cổ phiếu trên 50 lần của nhóm MidCap lần

lượt 15.4 lần và 12.1 lần và so với nhóm cổ phiếu VN30 có mức P/E bình quân và P/E bình quân loại bỏ những cổ phiếu trên 50 lần lượt là 14.7 lần và 20.1 lần. Ngoài ra tính lũy kế 12 tháng, thì mức tăng EPS của nhóm Midcap đạt 17% so với cùng kỳ, vượt trội hơn mức tăng EPS bình quân của nhóm VN30 là 10% so với cùng kỳ. Điều này cho thấy, các cổ phiếu thuộc nhóm Midcap đang có mức định giá trở nên hấp dẫn hơn với sự cải thiện đáng kể về mặt tăng trưởng lợi nhuận cùng với câu chuyện thoái vốn, khả năng sẽ nhận được nhiều sự quan tâm hơn trong năm 2019.

Ngành phân bón tiếp tục chờ đợi việc thông qua thuế VAT 5% dự kiến sẽ được đưa ra trình quốc hội vào tháng 6/2019. Nếu được thông qua và có hiệu lực, các DN phân bón sẽ tiết giảm được chi phí đầu vào khi được hoàn thuế, từ đó có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp (theo ước tính của BSC, các DN được hưởng lợi nhiều có thể kể đến như DPM, DCM, LAS, SFG, DGC).



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Thứ sáu, nhóm cổ phiếu mang tính chất phòng thủ, có lợi tức cao, thuộc các ngành có tiềm năng tăng trưởng ổn định (bán lẻ, tiêu dùng, đồ uống) sẽ là lựa chọn an toàn hơn so với thị trường trong giai đoạn rủi ro tăng cao. Với diễn biến phức tạp của tình hình thế giới, chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu phòng thủ với cổ tức cao và nhu cầu trong nước ổn định (như điện, bán lẻ, tiêu dùng...) sẽ là lựa chọn an toàn trong năm 2019. Theo ước tính của Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia, năm 2018, tăng trưởng GDP của Việt Nam ước đạt hơn 7%, ghi nhận mốc cao nhất trong một thập kỷ qua. Theo đó, BSC dự báo GDP Việt Nam tuy mức tăng có giảm nhưng vẫn duy trì mức cao đạt 6.7% trong năm 2019. Ngoài ra, xu hướng tăng lớp trung lưu tăng trưởng ở mức cao nhất trong khu vực Asean, dự kiến đạt 18.5% trong giai đoạn 2016 - 2020 sẽ là nền tảng vững chắc cho tiềm năng tăng trưởng các doanh nghiệp thuộc ngành bảo hiểm, bán lẻ (PNJ, MWG, FRT và DGW) và hàng tiêu dùng (VNM, MSN, SAB).

Tiêu thụ điện dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng trên 10% trong năm 2019 sẽ là động lực tăng trưởng cho nhóm các doanh nghiệp phát điện. Với việc hiện tượng El Nino dự kiến sẽ quay trở lại trong năm 2019 với xác suất cao, BSC cho rằng nhóm các doanh nghiệp nhiệt điện sẽ có KQKD cải thiện trong năm 2019 nhờ (1) sản lượng huy động được cải thiện; (2) giá bán điện được dự báo sẽ tiếp tục tăng; (3) Vay nợ tiếp tục giảm. Nhu cầu điện tăng mạnh dự kiến cũng sẽ thúc đẩy các hoạt động đầu tư công các dự án truyền tải và trạm biến áp. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp thiết bị và xây lắp điện (GEX, PC1) trong năm 2019, nhất là khi nhiều dự án đầu tư công ngành điện đã bị trì hoãn trong vòng suốt 2 năm vừa qua.

Thứ bảy, đầu tư công cũng là một trong những kế hoạch trọng điểm được đẩy mạnh của chính phủ trong năm 2019. Trong năm 2019, theo dự toán ngân sách nhà nước của Bộ Tài chính, Chính phủ dự

kiến sẽ chi 86.4 nghìn tỷ đồng để đầu tư phát triển trong đó 2 nhóm ngành được tập trung chính bao gồm:

- Bộ Giao thông vận tải: Tổng giá trị giải ngân năm 2019 dự kiến khoảng 41,171 tỷ đồng (+46.4% yoy), chiếm 47.7% trong cơ cấu phân bổ chi phí đầu tư phát triển. Trong năm 2019, bộ GTVT dự kiến trình lên 6 đề án để cải thiện hạ tầng giao thông và đẩy mạnh tiến độ triển khai các dự án trọng điểm như Sân bay Long Thành và Cao tốc Bắc Nam.
- Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn duy trì mức khoảng 15,000 tỷ, chiếm 17.3% tỷ trọng cơ cấu phân bổ chi phí đầu tư phát triển.

Ngoài nhóm ngành thiết bị điện và xây lắp điện được đề cập nói trên, chúng tôi cũng đánh giá cơ hội khả quan đến nhóm vật liệu xây dựng (HT1) và đá xây dựng (KSB, CTI), nhóm xây dựng hạ tầng (CII, VCG) tham gia cung cấp nguyên liệu và tham gia xây dựng các dự án hạ tầng.

2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2019

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 2019:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 25/12/2018
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: Nâng lãi suất, đồng USD tăng giá		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
2	PCB: Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
3	ECB: Thắt chặt chính sách tiền tệ (EUR tăng giá)		Tiêu Cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
4	GBP: Brexit – Đồng GBP mất giá	29/03/2019	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
5	Mặt bằng giá nguyên liệu giảm (giá dầu, thép, cao su)		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô Khu vực					
6	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung	03/01/2019	Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
8	Chính sách kinh tế của tổng thống Hoa Kỳ (Trump)	20/01/2017	Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
11	Chính sách kinh tế Tổng thống Pháp	05/07/2017	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Quan hệ Nga- Phương Tây căng thẳng		Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
12	Các nền kinh tế Châu Á tăng trưởng tích cực		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
13	Tổng tuyển cử Thái Lan	24/02/2019	Đan xen	Yếu	Chưa ảnh hưởng
9	Cuộc họp G7	25-27/06/2019	Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
10	Cuộc họp G20	28-29/06/2019	Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
Chính sách sửa đổi luật					
1	Sửa đổi luật đầu tư công		Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	Sửa đổi luật đầu tư, luật doanh nghiệp		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	Sửa đổi luật chứng khoán		Tích cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
5	Kỳ vọng thông qua Luật khu hành chính kinh tế đặc biệt		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
4	Việt Nam nâng hạng thị trường sơ cấp FTSE Russell		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
8	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
9	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách tiền tệ					
6	Tỷ giá USD/VND tăng mạnh		Tiêu Cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Nợ công chính phủ cao		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
10	Tăng GDP, FDI, PMI, dự trữ ngoại tệ, tín dụng, XNK		Tích cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	Hiệp định CPTPP (*)	14/01/2019	Tiêu cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	FTA Việt Nam - EU	2019	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	RCEP ASEAN	Đang đàm phán	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research, (*) Hiệp định TPP có khả năng sẽ tiến hành ký kết dù không có Canada

Các sự kiện theo mốc thời gian

Tháng	Ngày	Việt Nam	Ngày	Quốc tế
1	17	Đáo hạn HĐTL	29-30	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	18	ETF VN30 review	24	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	25	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 4		
2	4-8	Nghỉ tết Nguyên Đán	24	Tổng tuyển cử thái lan
	21	Đáo hạn HĐTL		
	28	Ishare MSCI review		
3	1	CTTM Mỹ-Trung: Mức thuế quan cho 200 tỷ đô hàng hóa Trung Quốc nâng từ 10% lên 25%	21-22	ETF VNM, ETF FTSE review
	21	Đáo hạn HĐTL	25-29	FTSE Công bố xếp hạng thị trường kỳ giữa năm
			7	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
			19-20*	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
			29	Uk rời khỏi EU
4	15	Giỗ tổ Hùng Vương	10	ECB họp
	18	Đáo hạn HĐTL	Tháng 4-5	Tổng tuyển cử Ấn Độ
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 1	30/4-1/5	Fed họp
	19	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	29-30	Nghỉ giải phóng miền Nam		
	30	Hạn cuối nộp BCTN		
5	1	Nghỉ quốc tế lao động		
	16	Đáo hạn HĐTL		
	31	Ishare MSCI review		
	Tháng 5	Hội nghị trung ương đảng lần thứ 9		
6	21-22	ETF VNM, ETF FTSE review	6	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	20	Đáo hạn HĐTL	18-19	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	Tháng 6	Họp Quốc hội	20	MSCI công bố xếp hạng thị trường
			28-29	Cuộc họp G20
			Tháng 6	Tổng tuyển cử Đan Mạch
7	18	ETF VN30 review	25	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	18	Đáo hạn HĐTL	30-31	Fed họp và công bố chính sách tiền

				tệ và lãi suất
	19	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 2		
8	15	Hạn cuối nộp BCTC bán niên	25-27	Cuộc họp G7
	15	Đáo hạn HĐTL		
	30	Ishare MSCI review		
9	1	Nghỉ quốc khánh	12	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	18-19	ETF VNM, ETF FTSE review	17-18*	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	19	Đáo hạn HĐTL	23-27	FTSE Công bố xếp hạng thị trường kỳ cuối năm
10	17	Đáo hạn HĐTL	24	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	18	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục	27	Tổng tuyển cử Argentina
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 3	29-30	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	Tháng 10	Hội nghị trung ương lần thứ 10		
11	21	Đáo hạn HĐTL		
	29	Ishare MSCI review		
	Tháng 11	Họp Quốc hội		
12	19	Đáo hạn HĐTL	10-11*	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	20-21	ETF VNM, ETF FTSE review	12	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất

Nguồn: BSC Research

3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành

Trong năm 2018, những yếu tố bất ổn vĩ mô về (1) Chiến tranh thương mại, (2) Biến động mạnh của giá dầu và (3) Fed thắt chặt chính sách tiền tệ đã có những ảnh hưởng nhất định đến nền kinh tế Việt Nam. Các chỉ tiêu kinh tế hiện tại của Việt Nam cho thấy chúng ta vẫn **đang tiến dần qua chu kỳ Hậu tăng trưởng (Late Upswing)**, điển hình bởi đa số các dấu hiệu như lạm phát có xu hướng tăng, giá trái phiếu giảm, lãi suất ngắn hạn và dài hạn tăng, giá cổ phiếu tạo đỉnh vào tháng T4/2018.

Chu kỳ kinh tế	Lạm phát	Chính sách kinh tế	Dấu hiệu thị trường
Phục hồi ban đầu (Initial Recovery)	Giảm lạm phát	Kích thích	Lãi suất ngắn hạn thấp hoặc giảm Lãi suất dài hạn chạm đáy và đỉnh của giá trái phiếu Giá cổ phiếu bắt đầu tăng
Tiền tăng trưởng (Early Upswing)	Lạm phát thấp Tăng trưởng kinh tế tốt	Giảm Kích thích	Lãi suất ngắn hạn tăng Lãi suất dài hạn chạm đáy hoặc tăng & giá trái phiếu bắt đầu giảm Giá cổ phiếu tăng
Hậu tăng trưởng (Late Upswing)	Lạm phát tăng	Bắt đầu thắt chặt	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn tăng, giá trái phiếu giảm Giá cổ phiếu giao động quanh đỉnh
Giảm tốc (Slowdown)	Lạm phát tiếp tục tăng	Giảm thắt chặt	Lãi suất ngắn và dài hạn chạm đỉnh và bắt đầu giảm với giá trái phiếu tăng lại Giá cổ phiếu giảm
Suy thoái kinh tế (Recession)	Lạm phát chạm đỉnh	Nới lỏng	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn giảm và giá trái phiếu tiếp tục tăng Giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng trở lại vào cuối chu kỳ Suy thoái.

Nguồn: BSC Research

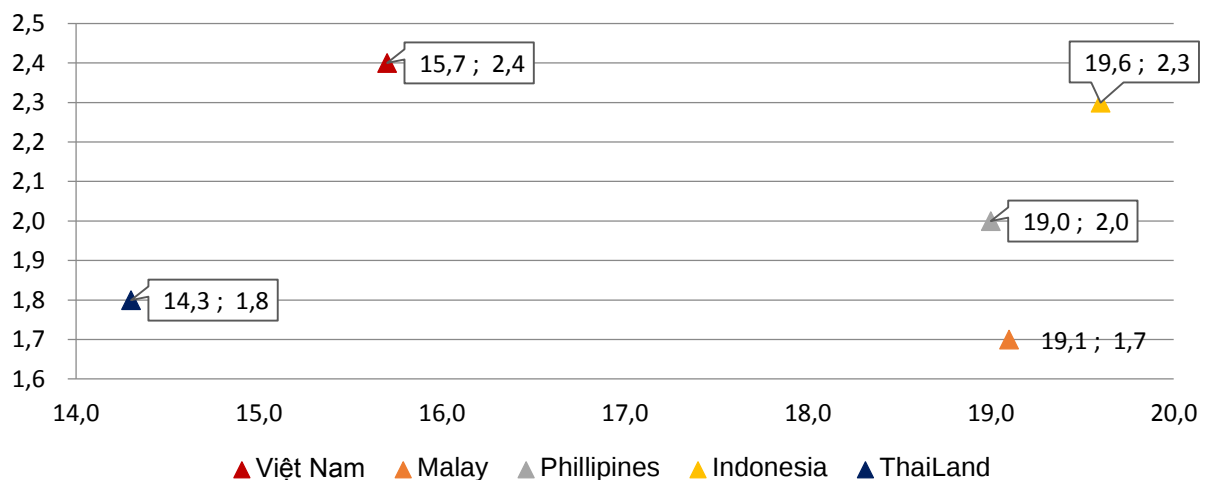
BSC dự báo tăng trưởng GDP năm 2019 đạt 6.7% (cao hơn so với mức trung bình 6.5% của giai đoạn 2014 – 2018) đến từ mảng hoạt động xuất nhập khẩu và hoạt động tiêu dùng cá nhân duy trì tốc độ tăng trưởng trên 10%. Dự báo tỷ giá sẽ tiếp tục được kiểm soát tốt với biên độ tăng tỷ giá khá ổn định và thấp. BSC ước tính năm 2019, tỷ giá có thể sẽ biến động trong biên độ từ 1.7% - 3%, phụ thuộc phần lớn vào (1) tình trạng chiến tranh thương mại, (2) tốc độ phá giá của đồng Nhân Dân tệ và (3) Kế hoạch nâng lãi suất của Fed. Ước tính cán cân thương mại năm 2019 đạt thặng dư khoảng 7.67 tỷ USD (giảm nhẹ so với mức gần 7.87 tỷ USD của năm 2018) và (4) FDI giải ngân duy trì tích cực.

Do ảnh hưởng từ (1) Giá dầu tăng với giá Brent duy trì quanh mức 65-68 USD/thùng; (2) Fed và ECB chuyển sang chính sách thắt chặt tiền tệ; (3) Giá điện, thực phẩm, giá dịch vụ y tế và giáo dục tăng, lạm phát 2019 dự báo tăng 4.0% (2018 là 3.5%, 2017 là 3.6%). Mặt bằng lãi suất trong năm 2019 sẽ tăng do (1) FED tăng lãi suất 0.25% lên mức 2.5% và dự kiến sẽ tiếp tục tăng 2 lần trong năm 2019 tạo áp lực tăng lãi suất tại Việt Nam; (2) lãi suất cho vay liên ngân hàng ở mức cao tạo áp lực tăng lãi suất huy động của thị trường; (3) Thông tư 19/2017/TT-NHNN giảm giới hạn tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ mức 45% xuống 40% từ 1/1/2019. Với tình hình vĩ mô Việt Nam và Thế giới hiện tại, BSC cho rằng kênh đầu tư cổ phiếu tiếp tục là kênh đầu tư có mức sinh lợi tốt hơn các kênh đầu tư khác. Tuy nhiên nhà đầu tư cũng cần phải bám sát tình hình vĩ mô và có chiến lược giao dịch hợp lý do tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro. Những cổ phiếu đầu ngành, cơ bản tốt, có lợi thế cạnh tranh, tiềm năng tăng trưởng khả quan, nhóm hưởng lợi ngắn hạn từ chiến tranh thương mại cùng với nhóm cổ phiếu thoái vốn sẽ tiếp tục là điểm đến của dòng tiền trong và ngoài nước.

So sánh ngang với TTCK khu vực

Nhìn chung định giá của TTCK Việt Nam đang ở mức tương đối hợp lý so với khu vực xét trên chỉ số P/E và P/B. Thêm vào đó cần cân nhắc yếu tố tăng trưởng lợi nhuận (EPS), tiến độ thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước đầu ngành thì Việt Nam, khả năng nâng hạng thị trường cho thấy rằng thị trường Việt Nam tương đối hấp dẫn. Tuy nhiên xét trên từng ngành thì mức chiết khấu có sự dao động khác nhau. Các ngành của Việt Nam nếu so sánh với Median của nhóm nước Asean là Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan thì hầu như tương đối rẻ hơn về mặt định giá.

So sánh P/E và P/B của Việt Nam so với khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Bảng so sánh P/E và P/B của từng ngành so với khu vực

	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Philippines		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	15.8	1.4	16.9	1.5	36.9	1.8	15.5	1.3	17.1	1.8	16.7	1.2
Hàng tiêu dùng	16.9	1.6	22.6	2.5	24.5	3.2	26.1	7.5	18.8	1.8	20.7	1.5
Công nghiệp	22.7	1.1	20.8	1.8	17.2	2.0	24.2	2.0	17.5	1.6	50.3	1.6
Dầu khí	11.2	1.2	12.0	1.1	11.9	0.6	24.0	4.3	8.2	0.8	12.1	1.3
Dịch vụ tiêu dùng	11.9	1.9	24.0	3.2	372.5	2.8	20.1	4.2	27.4	3.6	20.7	1.5
Vật liệu cơ bản	26.3	0.8	13.8	1.8	14.1	1.4	18.6	2.9	10.5	2.2	13.5	1.1
Tiện ích	10.5	1.6	16.6	2.0	9.0	0.9	20.9	1.6	12.4	2.4	24.0	5.2
Công nghệ	12.0	1.5	31.8	2.4	43.4	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a	20.2	1.5
Sức khỏe	18.9	1.8	31.0	3.1	23.8	3.1	333.5	2.1	n/a	n/a	31.0	3.7
Viễn thông	7.8	2.1	23.8	3.4	29.8	2.8	23.8	3.5	23.8	3.5	15.0	3.3

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

4. Triển vọng ngành 2019

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ - KHẢ QUAN

Với đánh giá tích cực về triển vọng 2018, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **Khả Quan** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ do: (1) lãi suất tăng giúp cải thiện lợi nhuận tài chính; (2) tăng trưởng mảng bảo hiểm sức khỏe, tài sản; (3) Việc áp dụng công nghệ giúp các doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí bán hàng và chi phí quản lý, giúp cải thiện hiệu quả hoạt động bảo hiểm. Tuy nhiên chúng tôi xin lưu ý rằng: tốc độ tăng trưởng của ngành không có nhiều đột biến và triển vọng các doanh nghiệp bảo hiểm chỉ cải thiện mạnh mẽ khi các thương vụ thoái vốn, nới room diễn ra. Chúng tôi duy trì khuyến nghị mua trung và dài hạn đối với các doanh nghiệp đầu ngành khi định giá hiện tại là tương đối rẻ so với mức tăng trưởng bền vững của ngành bảo hiểm phi nhân thọ.

Khuyến nghị Mua: PVI, BMI

NGÀNH CẢNG BIỂN - KHẢ QUAN

BSC đánh giá **Khả quan** với ngành cảng biển năm 2019 sẽ khả quan hơn nhờ vào các hiệp định thương mại tự do EVFTA và hiệp định CPTPP sẽ góp phần thúc đẩy xuất nhập khẩu của Việt Nam. Ngoài ra, thông tư mới tăng khung giá dịch vụ cảng biển sẽ hỗ trợ về doanh thu của các công ty trong năm 2019.

Khuyến nghị Mua: VSC; Theo dõi: GMD

NGÀNH CÔNG NGHỆ - 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 dịch vụ viễn thông. Đồng thời, các doanh nghiệp CNTT tại Việt Nam đang ở mức định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành trong khu vực (7.9x so với mức 13.2x).

Khuyến nghị Mua: FPT; Theo dõi: CMG, VTP

NGÀNH DỆT MAY - KHẢ QUAN

BSC đánh giá năm 2019 tiếp tục là năm khởi sắc của xuất khẩu dệt may dựa trên những phân tích về nhu cầu dệt may toàn cầu và tại một số thị trường nhập khẩu lớn cũng như những lợi thế của dệt may của Việt Nam, động lực đến từ các hiệp định thương mại tự do và chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Chúng tôi cho rằng ngành vẫn tiếp tục duy trì được tốc độ tăng trưởng cao, mặc dù có thể thấp hơn 2018 bởi mức high-base đạt được trong năm vừa qua. Trong khi đó, chi phí nhân công tăng sẽ không phải rủi ro quá lớn đối với các doanh nghiệp như có thể thấy trong kết quả kinh doanh năm 2018. Do đó, chúng tôi thay đổi quan điểm đối với ngành từ mức **TRUNG LẬP** lên **KHẢ QUAN**.

Khuyến nghị Mua: MSH, VGG và Theo dõi: TNG, TCM và VGT

NGÀNH ĐIỆN - KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **Khả Quan** với ngành điện. Nhu cầu và giá điện tăng trưởng ổn định tiếp tục đảm bảo tăng trưởng cho các doanh nghiệp ngành điện. Với các doanh nghiệp thủy điện, năm 2019 sẽ là năm khó khăn khi các điều kiện thiên nhiên không ủng hộ. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này được dự báo duy trì ổn định trong các tháng đầu năm 2019. Các doanh nghiệp nhiệt điện dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2019 - 2020 khi sản lượng huy động dự kiến sẽ tăng lên, kết hợp với việc dư nợ ngoại tệ của nhiều doanh nghiệp đã giảm bớt. Chúng tôi cũng đánh giá cao các doanh nghiệp xây lắp điện và các doanh nghiệp cung cấp thiết bị điện, khi dự kiến các dự án đầu tư công liên quan đến truyền tải và xây dựng các trạm biến áp lớn dự kiến sẽ được đẩy mạnh sau thời gian dài bị trì hoãn, do nhu cầu điện lớn từ phía Nam và lượng lớn các nhà máy điện mặt trời được đưa vào hoạt động.

Khuyến nghị Mua: POW, PC1, GEX; Theo dõi: REE

NGÀNH TIÊU DÙNG – KHẢ QUAN

BSC duy trì đánh giá **Trung Lập** với ngành F&B và **Khả Quan** với ngành tiêu dùng bán lẻ. Đối với ngành F&B, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sẽ cải thiện về doanh thu trong dịp cuối năm và LNST có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ do các chi phí quảng cáo và marketing lớn nhằm hỗ trợ cho bán hàng. Qua đó, chúng tôi đánh giá triển vọng 2019 ngành F&B sẽ tăng trưởng thấp nhất là 5% - 10%. Đối với ngành tiêu dùng bán lẻ năm 2019 sẽ tăng trưởng ổn định trên 11%, do các yếu tố (1) Thu nhập bình quân trên đầu người tăng 6.7% trong năm 2018 (2) Tầng lớp trung lưu có thu nhập USD 1500 - 2000/tháng dự báo tăng mạnh lên 33% tổng dân số Việt Nam trong năm 2020 (2018 là 18% theo Brookings Institute).

Khuyến nghị Mua: MWG; Theo dõi: VNM

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – TRUNG LẬP

Chúng tôi hạ đánh giá **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** về ngành bất động sản do việc (1) Tiến độ triển khai các dự án bị chậm lại, (2) Lãi suất cho vay dự báo tăng, (3) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản. Trong năm 2019, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp dựa trên các tiêu chí sau: (1) Quỹ đất sạch lớn, có khả năng mở bán trong năm 2019, giúp đảm bảo việc hạch toán lợi nhuận giai đoạn 2020-2022; (2) Ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận tốt nhờ vào có các dự án có thể bàn giao trong năm 2019.

Khuyến nghị Mua: VHM, NLG, HDG, KBC

NGÀNH DẦU KHÍ – TRUNG LẬP

BSC duy trì nhận định **Trung Lập** với Ngành Dầu khí trong năm 2019 khi giá dầu được dự báo duy trì mức quanh 60-70 USD do (1) Áp lực dư cung hiện tại và (2) Tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại khiến nhu cầu sụt giảm. Tuy nhiên chúng tôi cũng kỳ vọng rằng hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí sẽ cải thiện khả quan dần trong nửa cuối năm 2019, khi giá dầu được cải thiện và các dự án trì hoãn sẽ sớm được đẩy nhanh tiến độ.

Các cổ phiếu chúng tôi lưu ý trong năm 2018 là GAS, PVD, PVS.

NGÀNH DƯỢC – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Dược. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp dược trong thị trường ETC sẽ có kết quả kinh doanh tốt hơn so với trung bình ngành do (1) Tỷ lệ đóng bảo hiểm y tế tăng làm tăng nhu cầu thuốc qua kênh bệnh viện; (2) Các ưu ái với doanh nghiệp nội địa khi Dự thảo đấu thầu được thông qua; (3) các doanh nghiệp ETC đều đang đầu tư nhà máy hướng tới sản phẩm chất lượng cao với giá bán tốt. Dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng các doanh nghiệp dược nội địa tuy ở mức định giá thấp so với khu vực (17.x với 27.x), nhưng ở mặt bằng định giá khá cao so với thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung (17.x với 15.7x).

Khuyến nghị Mua: PME; Theo dõi: IMP, DBD, DHG

NGÀNH GẠCH MEN – TRUNG LẬP

Chúng tôi cho rằng năm 2019 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn đối với ngành gạch men bởi dự báo tổng nhu cầu tăng chững lại trong khi nguồn cung vẫn còn dư thừa lớn. Giá nhiên liệu đầu vào giảm sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận cho các DN trong ngành. Mức định giá hiện tại của các DN thấp hơn tương đối so với khu vực nhưng chúng tôi cho rằng mức P/E hiện tại khó được cải thiện bởi ngành đã qua giai đoạn tăng trưởng mạnh, quy mô các DN ngành niêm yết hiện tương đối nhỏ. Do đó, BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành gạch men.

Khuyến nghị Nắm giữ: VGC, CVT

NGÀNH NGÂN HÀNG – TRUNG LẬP

Trong năm 2019, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng giảm và hướng đến hoạt động của hệ thống an toàn hơn sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng DT và LN của các ngân hàng. Tăng trưởng từ thu nhập ngoài lãi cùng những kỳ vọng hoạt động ngân hàng lành mạnh, an toàn hơn nhờ việc áp dụng Basel II sẽ giúp các NH (theo đánh giá của BSC) sẽ có tăng trưởng từ 10%-12% LNST trong năm tới. Tuy nhiên, các NH tại Việt Nam có mức định giá cao so với khu vực hiện tại. Do đó, chúng tôi hạ quan điểm ngành ngân hàng về **TRUNG LẬP** trong năm 2019 và khuyến nghị đầu tư vào các NH có chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao như MBB, ACB, TCB.

Khuyến nghị Mua: ACB, MBB, TCB; Theo dõi: VCB

NGÀNH NHỰA – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành nhựa trong bối cảnh tăng trưởng ngành chững lại và cạnh tranh gia tăng, đặc biệt ở nhóm nhựa xây dựng. Tuy nhiên, giá hạt nhựa đầu vào theo xu hướng giá dầu giảm sẽ là yếu tố hỗ trợ cho lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành, vị thế của các DN sẽ tốt hơn so với giai đoạn 2017 - 2018 khi giá dầu cao. Do đó, chúng tôi tiếp tục theo dõi và cập nhật đối với các cổ phiếu ngành nhựa trong các quý tiếp theo.

Khuyến nghị Mua: BMP; Nắm giữ: NTP; Theo dõi: AAA

NGÀNH PHÂN BÓN - TRUNG LẬP

Với việc giá dầu trong cuối năm 2018 giảm mạnh, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón như DPM, DCM sẽ được cải thiện tốt trong quý I/2019. Bên cạnh đó, việc thuế VAT đầu ra của phân bón ở mức 5% có khả năng được thông qua vào kỳ họp quốc hội tháng 6/2019 sẽ giúp các DN phân bón được hoàn thuế đầu vào, giảm chi phí giá vốn. Qua đó, tình hình kinh doanh toàn ngành dự kiến sẽ có thể cải thiện mạnh trong năm 2019 tuy nhiên cạnh tranh trong ngành vẫn đang ở mức cao,

ảnh hưởng đến khả năng tăng giá và sản lượng do đó chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP với ngành phân bón và sẽ cập nhật quan điểm vào các báo cáo quý trong năm 2019. Các doanh nghiệp đang được giao dịch với mức P/E = 10.2x, P/B = 1x, thấp hơn nhiều so với trung bình khu vực và lịch sử trả cổ tức cao. Do đó, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị theo dõi và mua trung và dài hạn đối với một số doanh nghiệp phân bón có vị thế đầu ngành.

Khuyến nghị MUA: BFC; Theo dõi: DPM, DCM, LAS

NGÀNH SẴM LỐP – TRUNG LẬP

Tuy NVL được dự báo giảm trong 2019 có thể giúp các DN sản xuất cải thiện biên lợi nhuận, việc cạnh tranh gay gắt cũng như chưa có nhiều triển vọng từ việc tiêu thụ nội địa lốp Radial và đang bị định giá cao. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm TRUNG LẬP về triển vọng ngành sản xuất lốp trong năm 2019.

Khuyến nghị MUA: DRC

NGÀNH THÉP – TRUNG LẬP

BSC nhận định TRUNG LẬP đối với ngành Thép. Năm 2019, ngành thép dự kiến sẽ phải đối mặt với (1) sức ép cạnh tranh lớn do tăng trưởng kinh tế chậm lại và (2) ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại. Đối với các doanh nghiệp tôn mạ, kết quả kinh doanh dự kiến khó có thể hồi phục do áp lực từ nợ vay và xuất khẩu khó khăn do hàng rào thuế quan. Tiêu thụ thép xây dựng được dự báo vẫn duy trì ở mức 10% tuy nhiên với việc công suất trong ngành tăng mạnh cùng với đó là áp lực giảm giá trong năm 2019 sẽ ảnh hưởng lên tình hình sản xuất của nhóm thép xây dựng, đặc biệt là với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, giá thành sản xuất cao do công nghệ kém. Với doanh nghiệp đầu ngành là HPG, BSC vẫn duy trì khuyến nghị THEO DÕI trong trung và dài hạn bởi lợi thế đầu ngành, mở rộng công suất và hiệu quả hoạt động vượt trội của doanh nghiệp.

Khuyến nghị Theo dõi: HPG, HSG, NKG

NGÀNH THỦY SẢN – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP đối với ngành thủy sản. BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc vẫn sẽ giữ ở mức cao. Đồng thời, cuộc chiến tranh thương mại tiếp tục là cơ hội đối với mặt hàng thủy sản của Việt Nam, nhất là khi thủy sản Việt Nam đều được giảm thuế tại Mỹ và Trung Quốc. Dù vậy, năm 2019 đang hiện hữu nhiều rủi ro đối với ngành cá tra khi giá bán xuất khẩu đang ở mức đỉnh lịch sử và khó có thể chứng kiến mức tăng giá mạnh như năm 2018. BSC dự phóng giá bán cá tra sẽ giảm 7% trong năm 2019. Tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ đến từ tăng trưởng của sản lượng nhờ các dự án mở rộng năng lực sản xuất, thay vì tăng trưởng từ giá bán.

Khuyến nghị Theo dõi: VHC, MPC

NGÀNH VẬN TẢI BIỂN – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với ngành vận tải biển. Chúng tôi đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh của ngành vận tải biển có sự cải thiện thông qua việc giảm bớt lỗ từ lợi nhuận sau thuế và hơn thế nữa là nhiều doanh nghiệp đã bắt đầu có lợi nhuận dương trong 9T2018. Bên cạnh đó, giá dầu thô thế giới giảm mạnh gần 45% dẫn đến giá dầu sản phẩm như xăng, dầu diesel cũng điều chỉnh ước tính 21-23% trong Q4/2018. Qua đó, biên lợi nhuận sẽ cải thiện đáng kể nhờ các loại chi phí nhiên liệu của các hãng tàu sẽ giảm bớt (tỷ trọng của chi phí nhiên liệu chiếm gần 20-35% tổng chi phí). Vì thế, nếu giá cước vận tải biển tăng trưởng ổn định trong năm 2019 và sự hỗ trợ của bộ GTVT về khung giá

vận tải biển sẽ giúp có các doanh nghiệp trong ngành tăng trưởng tốt. Rủi ro ngành: Hiện đội tàu Việt Nam thường khá nhỏ <120,000 DWT vì thế không thể cạnh tranh được với các hãng tàu nước ngoài với xu hướng sử dụng tàu trên 140,000 DWT nhằm giảm chi phí vận chuyển/container và một số tàu đã quá tuổi sử dụng nên không thể đi vào một số nước trong khu vực để lấy hàng.

Khuyến nghị Mua: PVT

NGÀNH XÂY DỰNG – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá TRUNG LẬP với ngành Xây dựng trong năm 2018 và 2019 do (1) chu kỳ tăng trưởng của ngành BĐS sẽ chậm lại trong năm 2019; (2) sự cạnh tranh gay gắt của các công ty xây dựng trong ngành và (3) Lãi suất cho vay sẽ tăng trong năm 2019 tạo nên áp lực chi phí tài chính cho các công ty xây dựng hiện đang có tỉ lệ Nợ Vay/VCSH cao. Theo BMI dự báo ngành xây dựng sẽ có tốc độ tăng trưởng bình quân giảm dần đều từ 7.16% về 6.89% và giá trị xây dựng cơ sở hạ tầng sẽ đi ngang 5.5% trong giai đoạn 2019-2022.

Khuyến nghị Mua: CTD; Theo dõi: HBC

NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN – KÉM KHẢ QUAN

Tuy các DN cao su có lịch sử trả cổ tức cao cùng việc định giá rẻ (P/E ngành cao su = 5x), chúng tôi không kỳ vọng cổ phiếu ngành cao su sẽ tăng trưởng trong năm 2019 do giá bán cao su làm ảnh hưởng LN, ngoại trừ PHR có diện tích thanh lý gỗ lớn và có khả năng sẽ có lợi nhuận bất thường từ hoạt động thoái vốn + đền bù đất. Do đó, chúng tôi đánh giá KÉM KHẢ QUAN với các cổ phiếu ngành cao su.

Khuyến nghị Mua: PHR

NGÀNH MÍA ĐƯỜNG – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi cho rằng niên vụ 2018/19 tiếp tục sẽ là một niên vụ khó khăn đối với các doanh nghiệp mía đường do (1) mức dư cung tại Việt Nam niên vụ tới vẫn rất lớn, tạo áp lực giảm giá lên giá bán nội địa (2) chưa có biện pháp cứng rắn để kiểm soát đường lậu. Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vẫn có thể cải thiện về mặt doanh thu (tăng sản lượng nhờ tăng năng suất, tăng trữ đường) nhưng với dự báo giá đường vẫn ở mức thấp, lợi nhuận sẽ khó có sự đột biến trong 2018/19. Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với ngành Mía đường trong niên vụ 2018/19 và khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa và CTCP Đường Quảng Ngãi.

Khuyến nghị Theo dõi: SBT, QNS

NGÀNH XI MĂNG – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá tiêu thụ xi măng trong năm tới sẽ tiếp tục tăng trưởng nhưng tốc độ sẽ chậm lại. Tình trạng dư cung tiếp diễn, cạnh tranh về giá cùng với xu hướng tăng của các yếu tố đầu vào sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của các DN. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm KÉM KHẢ QUAN đối với triển vọng ngành trong 2019. Hiện tại, các DN xi măng của Việt Nam đang được giao dịch với mức P/E và P/B tương đối hấp dẫn so với các DN trong khu vực.

Khuyến nghị Mua: HT1; Theo dõi: BCC

Tóm tắt nhận định Triển vọng Ngành 2019

Chúng tôi đánh giá mặc dù năm 2019 sẽ khó khăn hơn đối với thị trường nhưng cơ hội vẫn tồn tại đối với một số nhóm ngành, cổ phiếu. Sau khi đánh giá lại các yếu tố trọng yếu đối với các nhóm ngành trong năm 2019, BSC đưa ra nhận định với 20 Ngành kinh tế như sau:

- Chúng tôi nhận định **Khả quan** với các ngành **Điện, Công nghệ bưu chính, Bảo hiểm phi nhân thọ, Dệt may, Tiêu dùng, Cảng biển**. Đây là những doanh nghiệp được dự báo sẽ có tăng trưởng mạnh trong năm 2019 nhờ nhu cầu tăng trưởng bền vững, hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển các ngành sản xuất sang Việt Nam, được hỗ trợ bởi chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.
- Nhận định **Trung lập** với các ngành **Ngân hàng, Bất động sản, Xây dựng, Thép, Dầu khí, Gạch men, Nhựa, Dược, Phân bón, Vận tải biển, Săm lốp, Thủy sản**. Đây là những ngành có dấu hiệu chững lại về tăng trưởng về mặt lợi nhuận như nhóm DN xây dựng, bất động sản và các ngành VLXD; một số nhóm ngành kể trên (Nhựa, Phân bón, Vận tải biển) sẽ được hưởng lợi về chi phí khi giá dầu giảm.
- Đưa ra nhận định **Kém khả quan** với ngành **Mía đường, Cao su và Xi măng** do ngành dư cung và giá hàng hóa vẫn chưa hồi phục từ xu hướng giảm.

Tổng hợp nhận định Ngành

STT	Phân Ngành	Nhận định 2019	Khuyến nghị Trung và Dài hạn	Theo dõi
1	Bảo hiểm PNT	Khả quan	PVI, BMI	
2	Cảng biển	Khả quan	VSC	GMD
3	Công nghệ - Bưu chính	Khả quan	FPT	CMG, VTP
4	Dệt may	Khả quan	MSH, VGG	TCM, TNG, VGT
5	Điện	Khả quan	POW, PC1, GEX	REE
6	Tiêu dùng	Khả quan	MWG, PNJ	VNM
7	Bất động sản	Trung lập	VHM, NLG, HDG, KBC	
8	Dầu khí	Trung lập		GAS, PVD, PVS
9	Dược	Trung lập	PME	IMP, DBD, DHG
10	Gạch men	Trung lập		VGC, CVT
11	Ngân hàng	Trung lập	ACB, MBB, TCB	VCB
12	Nhựa	Trung lập	BMP	NTP, AAA
13	Phân bón	Trung lập	BFC	DPM, DCM, LAS
14	Săm lốp	Trung lập	DRC	
15	Thép	Trung lập	HPG	HSG, NKG
16	Thủy sản	Trung lập		VHC, MPC
17	Vận tải biển	Trung lập	PVT	
28	Xây dựng	Trung lập	CTD	HBC
19	Cao su tự nhiên	Kém khả quan	PHR	
20	Mía đường	Kém khả quan		SBT, QNS
21	Xi măng	Kém khả quan	HT1	BCC

Nguồn: BSC Research

5. Tổng hợp các cổ phiếu lưu ý năm 2019

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 30/11/18	Giá mục tiêu
GAS	82,443	10,913	6,793	15.3	3.3	17%	21%	90,800	91,700
PVD*	4,534	-76	N/A	N/A	3.6	N/A	N/A	15,850	N/A
PVS	14,885	808	1,673	12.1	0.8	3.00%	7.00%	19,300	22,300
GEX	15,524	1453	5,114	4.9	0.89	8.40%	16.00%	25,150	33,400
POW	32,155	3428	1,462	10.4	1.15	5.72%	12.00%	15,200	17,830
REE	5,414	1985	6,593	4.9	0.9	11.40%	18.00%	32,400	38,195
PC1	6,208	414	3,118	7.5	0.8	5.30%	11.00%	23,400	36,566
FPT	26,180	3616	4,951	8.7	1.6	15.00%	19.90%	42,900	59,100
CMG	5,225	320	2,700	7.2	0.85	9.50%	24.40%	19,500	27,000
PVI	9,000	910	3,080	10.39	1.1	3.67%	11.00%	32,000	41,751
BMI	4,386	343.3	3,740	5.56	0.74	5.20%	13.40%	20,800	43,195
VGG	9,903	420	9,521	5.7	1.4	7.60%	21.10%	54,300	63,500
MSH	4,331	374	7,848	6.4	1.7	15.10%	32.20%	50,520	59,400
TNG	3,986	201	3,536	4.9	1.2	7.00%	20.10%	17,500	21,220
TCM	3,753	207	3,249	7.1	1	6.50%	15.20%	23,100	26,600
VGT	20,726	391	782	15.5	0.8	1.80%	5.90%	12,100	N/A
VSC	1,775	397	7,226	5.85	1.07	13.92%	20.18%	42,100	50,580
GMD	2,981	621	2028	14.25	1.3	5.00%	9.70%	27,700	32,950
PNJ	17,625	1215	6,935	13.9	3.4	18.00%	27.00%	92,100	128,300
MWG	103,553	3406	8,023	10.8	3.3	10.00%	31.00%	84,500	122,500
VNM	55,829	10505	5,404	23.7	7.6	29.10%	28.90%	128,000	135,100
ACB	15,702	5,513	5,037	6.5	1.35	1.52%	23.26%	32,800	43,850
MBB	19,142	7,043	3,100	7.18	1.16	1.9%	18.4%	22,250	34,094
TCB	20,724	9,092	2,587	11.09	1.64	2.56%	16.09%	28,700	31,423
VCB	40,240	15,121	4,158	13.9	2.43	1.24%	19.54%	57,600	57,984
VHM	15,869	5647	5,161	14.1	2.8	12.80%	26.80%	77,800	92,700
NLG	3,067	947	4,285	6.6	1.1	8.00%	18.00%	28,300	33,900
HDG	5,543	689	7,253	5	1.26	8.10%	13.80%	36,800	54,700

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 30/11/18	Giá mục tiêu
KBC	2,700	1062	2,260	5.6	1.5	5.60%	25.10%	12,700	18,300
CTD	29,580	1636	1,8658	8.3	1.1	10.10%	20.20%	155,500	177,200
HPG	73,486	9964	4,745	7.1	1.48	11.30%	21.00%	33,500	38,000
NKG	17,275	131	720	10.8	0.45	3.07%	8.00%	7,600	N/A
HSG	36,142	595	1,550	4.5	0.51	1.14%	10.00%	6,620	N/A
VGC	9,317	619	1,233	14.4	1.19	3.74%	8.80%	17,800	17,600
CVT	1,487	184	4,760	4.6	1.04	14.00%	26.00%	22,100	23,800
BMP	3,964	445	4,894	11	1.6	13.50%	16.00%	53,760	64,400
NTP	4,782	331	3,333	12.9	1.65	8.10%	14.20%	43,000	47,740
DHG	4,411	679	4,678	17.5	3.9	15.50%	21.80%	82,000	89,000
PME	1,919	318	4,247	16.3	2.6	12.00%	15.00%	69,200	76,500
DBD	1,458	186	3,551	11.3	2.6	13.10%	19.40%	40,200	N.a
BFC	6,843	225	3,938	6.4	1.18	7.20%	23.10%	25,200	30,777
DPM	9,658	844	2,156	9.7	2.1	7.00%	17.50%	21,000	21,600
PVT	7,045	785	2,088	8.14	0.99	6.60%	13.10%	16,000	21,764
DRC	3,700	157	1,110	20.6	1.74	5.71%	10.10%	22,850	27,180
VHC	9,988	1257	13,569	7.3	1.96	19.00%	29.00%	99,800	108,552
SBT	10,301	590	1,100	19.1	1.8	3.10%	7.50%	21,100	N/A
PHR	1,443	725	4,741	6.4	1.4	16.40%	24.50%	30,200	36,385
HT1	8,625	655	1,716	8.9	0.91	6.60%	10.35%	15,250	17,200

Nguồn: BSC Research

TRIỂN VỌNG NGÀNH 2019

Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ [Khả quan]

- Doanh thu phí bảo hiểm gốc ước tính tăng trưởng 10%-13% so với năm 2018.
- Lợi nhuận đầu tư dự báo cải thiện nhờ mặt bằng lãi suất tăng trong giai đoạn 2018 - 2019.
- Tiếp tục triển khai thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm (PVI, BMI...) trong năm 2019.
- Định giá của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ (P/B bình quân 1.07) đã ở mức tương đối hấp dẫn
- Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **Khả Quan** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ. Khuyến nghị Mua: PVI, BMI

Doanh thu phí bảo hiểm gốc ước tính tăng trưởng 10%-13% so với năm 2018. Theo cục quản lý giám sát bảo hiểm, doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 11% từ năm 2013 đến nay. Với dân số trẻ, khoảng 50% trong độ tuổi lao động, trình độ và thu nhập của người dân được nâng cao, dự kiến bảo hiểm phi nhân thọ sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng 2 con số trong giai đoạn 2019 - 2020.

Lãi suất huy động dự kiến sẽ tăng nhẹ, tác động tích cực lên doanh thu tài chính. Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động 6 tháng đầu năm 2019 sẽ tương đối ổn định và tăng trong 6 tháng cuối năm với mức tăng khoảng 0.5%-1%/năm. Đối với các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, với khoảng 70% cơ cấu đầu tư vào tiền gửi, BSC ước tính, với mức tăng lãi suất 1% sẽ làm tăng lợi nhuận trước thuế ước tính khoảng 10-13%.

Tiếp tục triển khai thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm trong năm 2019. Trong năm 2018, PVI nằm trong lộ trình thoái vốn của PVN tuy nhiên cho đến nay việc thoái vốn vẫn chưa được thực hiện, do đó chúng tôi dự kiến PVN tiếp tục nỗ lực thoái vốn tại PVI trong năm 2019. Ngoài PVI, chúng tôi dự kiến, BMI sau khi được chuyển giao về siêu ủy ban từ SCIC cũng sẽ nằm trong danh sách thoái vốn của nhà nước trong năm 2019. Với việc ngành bảo hiểm phi nhân thọ nước ta vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng cao và còn nhiều dư địa phát triển, việc thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ thu hút được sự chú ý lớn của các nhà đầu tư.

Định giá của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đã ở mức tương đối hấp dẫn. P/B bình quân hiện tại của các doanh nghiệp bảo hiểm hiện tại chỉ ở mức 1.07 thấp hơn rất nhiều so với mức 2.18 của trung bình khu vực, tương đối hấp dẫn đối với các doanh nghiệp mà tài sản chủ yếu là các khoản tiền mặt, đầu tư và phải thu có thanh khoản tương đối cao, trong khi đó nợ lại chủ yếu chỉ là các khoản dự phòng tiềm tàng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Với đánh giá tích cực về triển vọng 2018, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **Khả Quan** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ do: (1) lãi suất tăng giúp cải thiện lợi nhuận tài chính; (2) tăng trưởng mảng bảo hiểm sức khỏe, tài sản; (3) Việc áp dụng công nghệ giúp các doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí bán hàng và chi phí quản lý, giúp cải thiện hiệu quả hoạt động bảo hiểm. Tuy nhiên chúng tôi xin lưu ý rằng tốc độ tăng trưởng của ngành không có nhiều đột biến và triển vọng các doanh nghiệp bảo hiểm chỉ cải thiện mạnh mẽ khi các thương vụ thoái vốn, nới room diễn ra. Chúng tôi duy trì khuyến nghị mua

trung và dài hạn đối với các doanh nghiệp đầu ngành khi định giá hiện tại là tương đối rẻ so với mức tăng trưởng bền vững của ngành bảo hiểm phi nhân thọ.

So sánh P/E P/B với khu vực Châu Á Thái Bình Dương



Nguồn: Bloomberg, BSC research

PVI – Mua - Giá mục tiêu 37,713 – upside 18% - PEFW: 10.39; PBFW: 1.1

PVI là doanh nghiệp hiện đang có thị phần lớn trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, đặc biệt ở mảng tài sản thiệt hại. 9 tháng 2018, tổng doanh thu đạt 8.057 tỷ đồng (+19% yoy), hoàn thành 123% kế hoạch 9 tháng và tương đương 89% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế đạt 598 tỷ đồng (+14% yoy), hoàn thành 162% kế hoạch 9 tháng và tương đương 102% kế hoạch. Giá đầu hồi phục là một phần nguyên nhân giúp cho KQKD của PVI có sự tăng trưởng tương đối tốt, doanh thu phí bảo hiểm từ các doanh nghiệp công ty con của PVN trong 9 tháng đầu năm của PVI ghi nhận tăng trưởng lên đến 33%. Chúng tôi dự kiến đây sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng cho PVI cho năm 2019. Nhờ các chính sách tái bảo hiểm hợp lý, tỷ lệ chi trả trong 9 tháng đầu năm của PVI giảm xuống mức 34% so với mức 38% cũng là yếu tố thúc đẩy lợi nhuận của doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng PVI sẽ đạt mức 9,000 tỷ doanh thu phí gốc trong năm 2019 (+8% yoy) và lợi nhuận trước thuế dự kiến sẽ đạt mức 910 tỷ đồng. Theo đó, EPS 2019 ước đạt 3,080 đồng/cổ phiếu, BVPS 2019 ước đạt 29,010 đồng/cổ phiếu tương đương với mức P/E forward =10.39, P/B forward=1.1. BSC khuyến nghị mua PVI với giá mục tiêu 1 năm là 37,713 đồng/cổ phiếu.

BMI – Mua – Giá mục tiêu 43,195 – upside 21.6% - PEFW: 16.6; PBFW: 1.5

Sau một thời gian dài tăng trưởng chậm hơn thị trường, BMI đã tìm được động lực tăng trưởng mới từ 2017 thông qua việc hợp tác với các tổ chức tài chính để khai thác bảo hiểm tai nạn con người và tín dụng. Mảng bảo hiểm tín dụng với mức tăng 700% trong 6 tháng đầu năm 2018 là động lực tăng trưởng chính của BMI. Trong năm 2019, chúng tôi kỳ vọng thương vụ thoái vốn của SCIC sẽ giúp BMI có những thay đổi tích cực trong chiến lược kinh doanh, đặc biệt nếu phần góp vốn SCIC được bán cho một đối tác nước ngoài có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực bảo hiểm. Chúng tôi kỳ vọng tổng công ty sẽ ghi nhận 4,386 đồng doanh thu phí gốc (+12.4% yoy) và 343.3 tỷ đồng LNST (+15%). Theo đó EPS 2018 ước đạt 3,740 VND và BVPS 2018 ước đạt 27,950 VND, tương đương mức P/E forward = 5.83 và P/B forward = 0.78. Do vậy BSC khuyến nghị Mua BMI với giá mục tiêu 1 năm là 43,195.

Mã CK	DT2019F (tỷ đ)	LN2019F (tỷ đ)	EPS 2018	P/E 2018	P/B 2018	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 30/11/2018	Giá mục tiêu
PVI	9,000	910	3,080	10.39	1.1	3.67%	11%	32,000	41,751
BMI	4,386	343.3	3,740	5.56	0.74	5.2%	13.4%	20,800	43,195

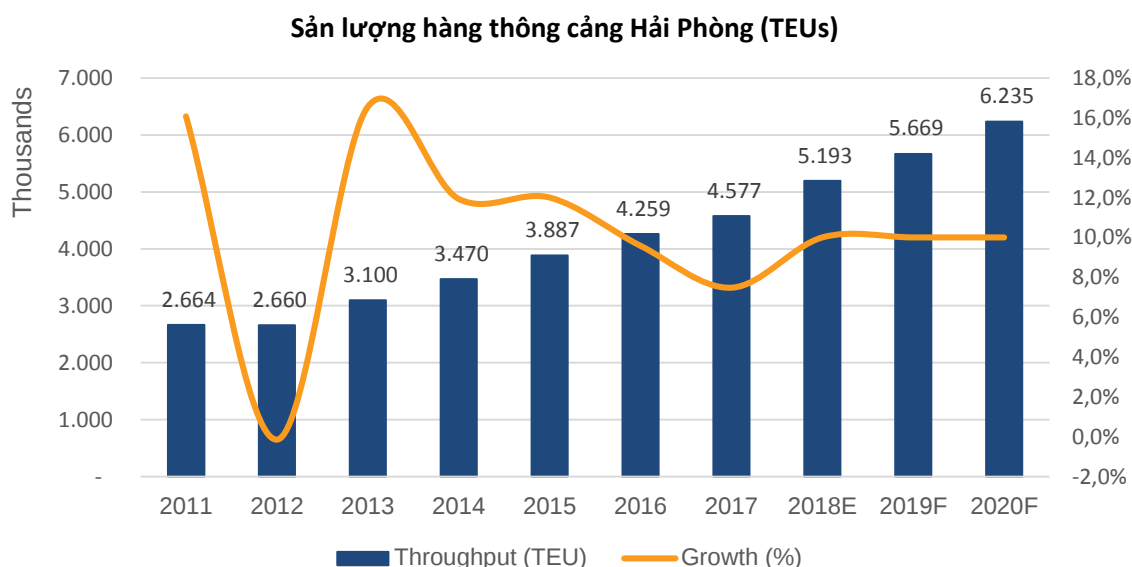
Nguồn: BSC Research

Ngành Cảng biển [Khả Quan]

- Sản lượng hàng hóa thông qua cảng Việt Nam 2019 sẽ tăng trưởng khả quan 10-13% so với 2018.
- Bộ GTVT vừa ban hành thông tư số 54/2018 về khung giá dịch vụ bốc dỡ container tăng 10%.
- Chúng tôi duy trì quan điểm Khả quan nhờ vào các hiệp định thương mại tự do EVFTA và hiệp định CPTPP sẽ góp phần thúc đẩy xuất nhập khẩu của Việt Nam. Khuyến nghị mua: VSC.

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng Việt Nam 2019 sẽ tăng trưởng khả quan 10-13%. Chúng tôi tin rằng ngành cảng biển sẽ khả quan vào năm 2019 nhờ vào các yếu tố tích cực trong năm 2019 sau: **(1)** Thành công trong việc ký kết các hiệp định thương mại tự do khu vực và quốc tế của Chính phủ Việt Nam như CPTPP, EVFTA,... sẽ cắt giảm rào cản thuế quan nhằm đẩy mạnh XNK; **(2)** Việt Nam là điểm đến đầu tư nóng nhất với nguồn vốn đầu tư trực tiếp của nước ngoài tính tới 11/2018 đã đạt 15.8 tỷ USD và ước tính tới cuối năm sẽ đạt 17 tỷ USD nằm trong top 3 quốc gia có FDI cao nhất trong ASEAN (1st Singapore, 2nd Indonesia); **(3)** Xu hướng chuyển dịch công nghiệp từ Trung Quốc về các nước Đông Nam Á do tác động từ chiến tranh thương mại Trung – Mỹ, nhờ đó Việt Nam sẽ là quốc gia được nhiều doanh nghiệp nước ngoài lựa chọn nhờ chính sách mở cửa của Chính Phủ.

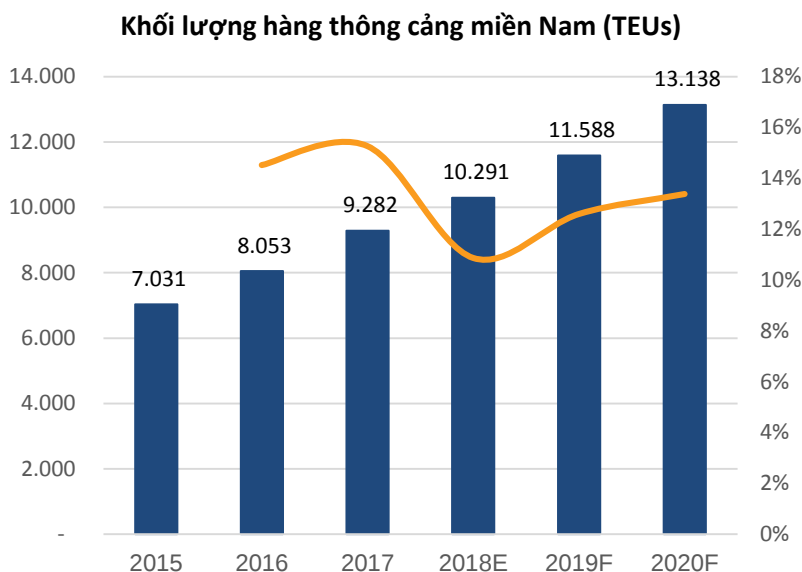
Sản lượng hàng hóa thông cảng khu vực Hải Phòng dự báo tăng từ 10-15% trong năm 2019. Chúng tôi tin rằng sản lượng hàng hóa thông cảng sẽ đạt tối thiểu 5,7 triệu TEUs (+10% yoy) trong năm 2019 nhờ có nhiều khu công nghiệp trọng điểm như nhà máy Samsung, nhà máy Vinfast,... và xu hướng dịch chuyển từ Trung Quốc đổ về khu vực miền Bắc. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lưu ý các cảng thượng nguồn bị vướng cầu Bạch Đằng sẽ giảm lại sản lượng do tàu hàng không vô được và các cảng hạ nguồn sẽ lợi lượng hàng chuyển từ thượng nguồn xuống.



Nguồn: BSC Research, HAH, GSO.

Sản lượng hàng hóa thông cảng khu vực miền Nam dự báo tăng trưởng 10%-14% trong 2019. Chúng tôi cho rằng sản lượng hàng hóa thông cảng sẽ tăng 12.6% trong năm 2019. Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải sẽ tăng trưởng mạnh nhất cả nước với tốc độ 25-30% nhờ các tàu mẹ trên 140,000 Teus có thể cập bến các cảng này và hệ thống các cảng ICD vệ tinh tiếp nhận hàng hiệu quả. Hiện tại, bộ GTVT đang thực hiện

việc di dời các cảng bên trong TPHCM để phát triển cảng ICD ở khu vực Hiệp Phước nhằm nâng cao hiệu quả lưu thông hàng hóa và giảm bớt quá tải khu vực cảng Cát Lái.



Nguồn: BSC Research, BGTVT, GSO.

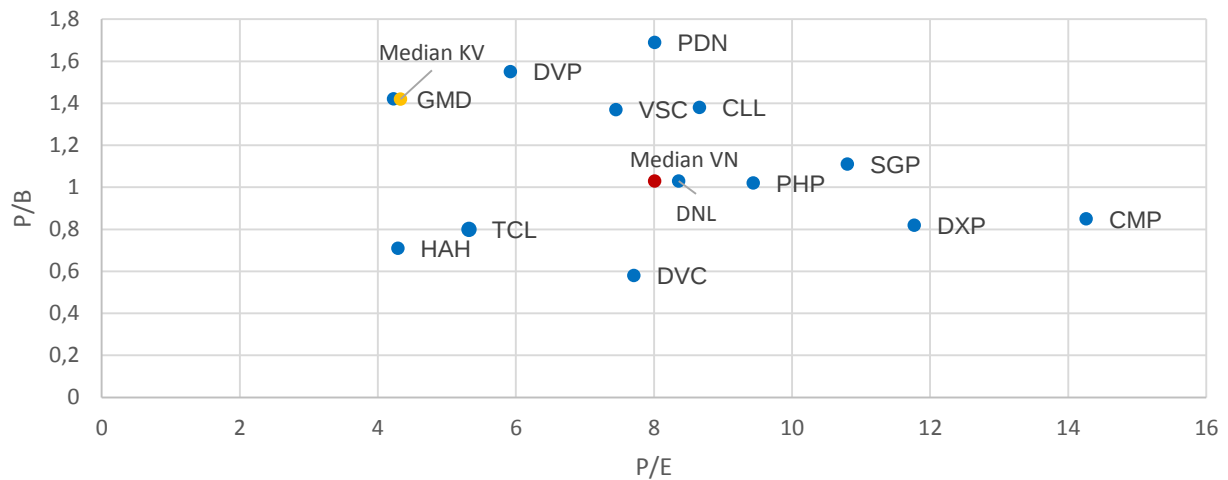
Bộ GTVT vừa ban hành thông tư số 54/2018 về khung giá dịch vụ bốc dỡ container tăng 10%. Cụ thể, tại khu vực 1, khung giá dịch vụ bốc dỡ container nhập khẩu, xuất khẩu, tạm nhập, tái xuất, trung chuyển và quá cảnh (không áp dụng đối với khu vực bến cảng Lạch Huyện) được điều chỉnh giá tối thiểu tăng 10% so với Quyết định số 3863/QĐ-BGTVT. Tuy nhiên, khung giá dịch vụ bốc dỡ container nội địa 20ft – 40ft giảm từ 4%-17%. Tại khu vực Cái Mép – Thị Vải, giá tối thiểu dịch vụ bốc dỡ container nội địa, XNK, tạm nhập tái xuất được điều chỉnh tăng 10%. Thời gian áp dụng thông tư sẽ có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2019, bãi bỏ Quyết định số 3863/QĐ-BGTVT và Quyết định số 3946/QĐ-BGTVT.

Hiệu ứng ngược từ quy định mới của chính phủ. Chúng tôi vẫn lưu ý thực trạng hiện tại cung vẫn lớn hơn cầu, các cảng biển vẫn cạnh tranh gay gắt bằng cách hạ khung giá các dịch vụ cảng biển nhằm thu hút các hãng tàu về bến. Qua đó, không loại trừ khả năng các cảng sẽ chia sẻ lại lợi ích cho đối tác bằng cách giảm các loại phí dịch vụ khác bên trong hoặc các hãng tàu sẽ tăng giá vận tải biển để đẩy khoản phí tăng từ dịch vụ bốc xếp cảng biển cho chính các nhà xuất nhập khẩu hàng hóa.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC đánh giá **Khả quan** với ngành cảng biển năm 2019 sẽ khả quan hơn nhờ vào các hiệp định thương mại tự do EVFTA và hiệp định CPTPP sẽ góp phần thúc đẩy xuất nhập khẩu của Việt Nam. Ngoài ra, thông tư mới tăng khung giá dịch vụ cảng biển sẽ hỗ trợ về doanh thu của các công ty trong năm 2019.

So sánh P/E P/B với khu vực Asean (Emerging)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro.

GMD – Khuyến nghị Theo Dõi

Trong năm 2019, chúng tôi đánh giá GMD sẽ tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là khai thác cảng biển với cơ cấu doanh thu tới từ cảng biển chiếm 80% và logistics 20% sau khi đã thoái vốn ở 2 công ty GMD Shipping và GMD Logistics cho CJ. Qua đó, hoạt động cảng biển của GMD sẽ khả quan nhờ vào (1) Khung giá dịch vụ cảng biển sẽ tăng từ 5% - 10% tuy nhiên chúng tôi vẫn lưu ý không loại trừ khả năng chia sẻ lợi ích cho hãng tàu từ giảm các loại chi phí dịch vụ bên trong; (2) Cảng Nam Đình Vũ sẽ hoạt động trọn vẹn 1 năm 2019 với ước tính sản lượng hàng thông cảng đạt 300,000 TEUs (+50% yoy) và GMD sẽ triển khai giai đoạn 2 với tổng công suất là 500,000 TEUs với tổng vốn đầu tư 75 triệu USD. Qua đó, chúng tôi dự báo GMD DT và LNST 2019 ước đạt 2,981 tỷ đồng (+18% YoY) và 621 tỷ đồng (-68% YoY, nếu loại trừ đi doanh thu tài chính 2018 là 1,516 tỷ thì LNST, tăng trưởng cốt lõi từ LNST đạt +3.17% yoy). EPS FW 2019 đạt 2,028 đ/cp, P/E FW = 14.25x, P/B FW = 1.3x dựa trên các giả định (1) Hoạt động kinh doanh từ cảng biển ước đạt 2,504 tỷ đồng (+22% YoY) nhờ Cảng Nam Đình Vũ phục vụ 300,000 TEUs (+ 50% YoY); (2) Cảng Nam Hải giảm xuống 150,000 TEUs từ 200,000 TEUs do vướng cầu Bạch Đằng; (3) Giá dịch vụ bốc xếp container tăng trung bình 5% nhờ thông tư mới của chính phủ.

VSC – Khuyến nghị Mua

Hoạt động kinh doanh của VSC sẽ khả quan trong năm 2019 nhờ vào (1) số chuyến phục vụ tàu tăng lên 7 chuyến/ tuần đối với cảng Green (thêm 2 chuyến từ APL và KSP), cảng VIP Green phục vụ 11-12 chuyến/ tuần (thêm chuyến từ Maersk và Evergreen); (2) GMD đã thuê thêm cảng PTSC Đình Vũ để phục vụ thêm cho các chuyến trùng và nhờ đó chuẩn bị lượng khách hàng tiềm năng trong tương lai khi cảng mới tại Lạch Huyện của VSC đi vào hoạt động; (3) Khung giá dịch vụ cảng biển tăng 10%. Qua đó, chúng tôi dự báo tổng sản lượng hàng hóa thông cảng VSC sẽ vượt mức 1 triệu TEUs trong năm 2019, DTT và LNST đạt 1,755 tỷ VND (+5.9% yoy) và 397 tỷ VND (+3.93% yoy), EPS 2019 = 7,226 VND/cp.

Mã cp	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 31/11/18	Giá mục tiêu
VSC	1,775	397	7,226	5.85	1.07	13.92	20.18%	42,100	50,580
GMD	2,981	621	2,028	14.25	1.3	5%	9.7%	27,700	32,950

Nguồn: BSC Research

Ngành Công nghệ thông tin [Khả quan]

- Làn sóng chuyển đổi số sẽ tác động tích cực đến hoạt động các doanh nghiệp xuất khẩu phần mềm
- Luật An ninh mạng sẽ có hiệu lực từ ngày 1/1/2019, tác động đến hoạt động của các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ viễn thông, Internet và dịch vụ gia tăng khác
- Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan đối với Ngành Công nghệ thông tin. Mua: CMG, FPT.

Chuyển đổi số sẽ tạo ra tác động tích cực đến các doanh nghiệp xuất khẩu phần mềm, do nhu cầu chi tiêu liên quan đến chuyển đổi số vô cùng tiềm năng. Theo IDC, Nền tảng thứ ba: Phân tích dữ liệu lớn, Điện toán đám mây, Công nghệ Di động và Kinh doanh xã hội (các công cụ của Chuyển đổi số) sẽ đạt mức tăng trưởng CAGR 27%/năm giai đoạn 2016 – 2020. IDC dự báo thế giới sẽ chi tiêu 1.1 nghìn tỷ USD cho chuyển đổi số trong năm 2018, tăng 16.8 % so với 958 tỷ USD năm 2017. Trong đó, thị trường APAC (trừ Nhật) dự báo chi 386 tỷ USD, tăng 15.3% so với 334.8 tỷ USD năm 2017.

Đẩy mạnh ứng dụng công nghệ trong các hoạt động của cơ quan nhà nước. Ủy ban Quốc gia về Chính phủ điện tử được thành lập ngày 28/8/2018 sẽ phụ trách việc triển khai các hoạt động ứng dụng CNTT trong bộ máy quản lý, hướng tới Chính phủ số, Nền kinh tế và Xã hội số.

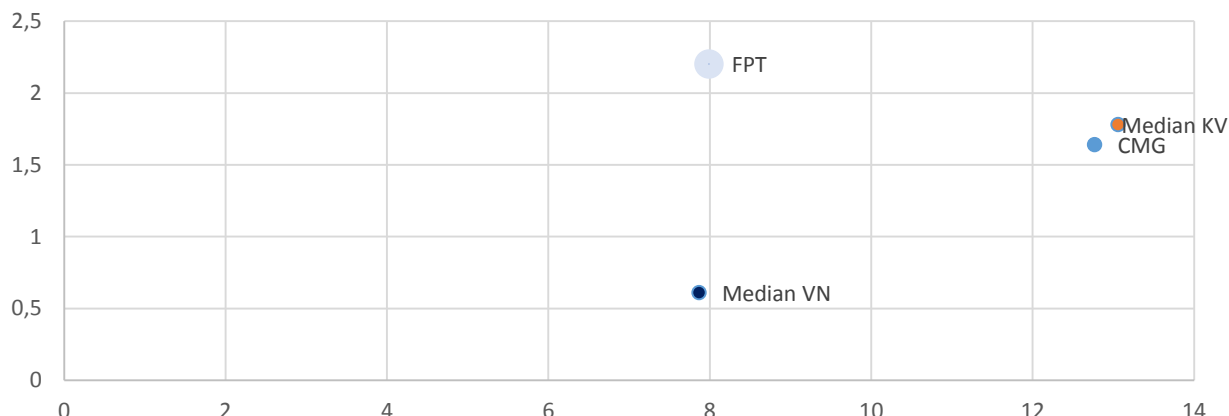
Nhận thức và nhu cầu về bảo mật thông tin gia tăng sẽ là lợi thế với các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ bảo mật. Trong Hội thảo – Triển lãm quốc tế Ngày An toàn thông tin Việt Nam 2018, Thứ trưởng Bộ TT&TT Nguyễn Thành Hưng cho biết Việt Nam hiện có khoảng 350,000 thiết bị IoT công khai trên mạng Internet (Camera giám sát, router,...); trong đó, có khoảng trên 40% thiết bị có khả năng bị ảnh hưởng bởi các lỗ hổng an toàn thông tin đã biết. Nhu cầu bảo mật cùng với nhận thức tăng cao của người dùng Internet sau các bê bối lộ dữ liệu sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm đảm bảo bảo mật thông tin.

Luật An ninh mạng (Luật số: 24/2018/QH14) quy định về an ninh quốc gia và an toàn xã hội trên không gian mạng bắt đầu có hiệu lực từ ngày 1/1/2019. Đại diện các Hội và Hiệp hội ngành CNTT – Truyền thông cho rằng các quy định về bảo vệ an ninh mạng có thể sẽ ảnh hưởng đến hoạt động các nhà cung cấp dịch vụ viễn thông, Internet, mạng xã hội và dịch vụ giá trị gia tăng khác do phạm vi điều chỉnh rộng và yêu cầu của cơ quan chức năng đối với doanh nghiệp (vd: xóa bỏ nội dung xấu, ngừng cung cấp dịch vụ,...) nhằm đảm bảo an ninh thông tin.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

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 dịch vụ viễn thông. Đồng thời, các doanh nghiệp CNTT tại Việt Nam đang ở mức định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành trong khu vực (7.9x so với mức 13.2x).

Định giá các doanh nghiệp CNTT



Nguồn: Bloomberg

FPT – MUA – Giá mục tiêu 59,100 VND/cp – Upside 37.7% - P/E fw = 8.7

Không còn hợp nhất KQKD của mảng Phân phối – Bán lẻ, FPT ghi nhận 11T2018 DT đạt 20,487 (-48% yoy) nhưng LNTT vẫn tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 3,013 tỷ (+20% yoy) nhờ vào đóng góp của mảng Xuất khẩu phần mềm và Viễn thông. Trong 11T2018, Mảng Xuất khẩu phần mềm ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 7,468 tỷ đồng (+35% yoy) và 1,197 tỷ (+33% yoy) với tăng trưởng tại các thị trường đều trên 27% so với cùng kỳ. Mảng Dịch vụ viễn thông đạt DT và LNTT lần lượt đạt 7,580 tỷ (+17% yoy) và 1,112 tỷ (+26% yoy) với dịch vụ internet băng rộng tăng trưởng 13%.

Năm 2019, mảng Xuất khẩu Phần mềm vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính của FPT. Chúng tôi cho rằng các dự án liên quan đến Chuyển đổi số vẫn sẽ tăng trưởng mạnh khi nhu cầu dự án lớn với biên gộp cao hơn các dự án truyền thống. Trong 9T2017, các dự án liên quan đến Chuyển đổi số đạt 1,178 tỷ đồng, tăng trưởng 40% so với mức tăng trưởng chung 33% của các dự án truyền thống. Đồng thời, chúng tôi cũng kỳ vọng việc sáp nhập với Intellinet có thể sẽ tạo ra những sức mạnh cộng hưởng, bổ trợ các dịch vụ mà FPT có thể cung cấp cho khách hàng. Chúng tôi dự báo doanh thu 2019 của FPT đạt 26,180 tỷ, LNST đạt 3,616 tỷ, tương ứng với EPS = 4,951 VND/cp, P/E fw 2019 = 8.7.

CMG – MUA – Giá mục tiêu 27,000 VND/cp – Upside 38.4% - P/E fw = 7.2

Chúng tôi cho rằng các hoạt động kinh doanh của CMG sẽ tiếp tục duy trì được mức tăng trưởng cao trong các năm tới khi công ty mở rộng dịch vụ Xuất khẩu phần mềm và đầu tư thêm các Trung tâm Dữ liệu phục vụ cho các khách hàng lớn.

Đối với mảng Xuất khẩu phần mềm, CMG đang tập trung việc phát triển thị trường, ký kết các hợp tác dài hạn với doanh nghiệp nước ngoài, tập trung tại thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và Châu Âu. Công ty dự kiến sẽ tăng số lượng trình lập viên từ 600 người đến 1,700 người trong năm 2021 – với quy mô đó, CMG cho biết sẽ nằm trong top 3 về quy mô các doanh nghiệp Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực Xuất khẩu phần mềm. Trong tháng 6/2018, CMG có ký kết hợp đồng hợp tác chiến lược với Samsung SDS, theo đó, CMG sẽ phụ trách việc triển khai giải pháp quản lý và điều hành nhà máy thông minh MES của Samsung SDS cho các công ty vệ tinh của Samsung và khoảng 200 khách hàng của Samsung trong vòng 6 – 12 tháng. Đồng thời, CMC cũng đang triển khai việc cung cấp hạ tầng viễn thông cho Samsung tại Việt

Nam trong thời gian tới. Chúng tôi dự báo doanh thu 2019 của CMG đạt 5,225 tỷ, LNST đạt 320 tỷ, tương ứng với EPS = 2,700 VND/cp , P/E fw 2019 = 7.2.

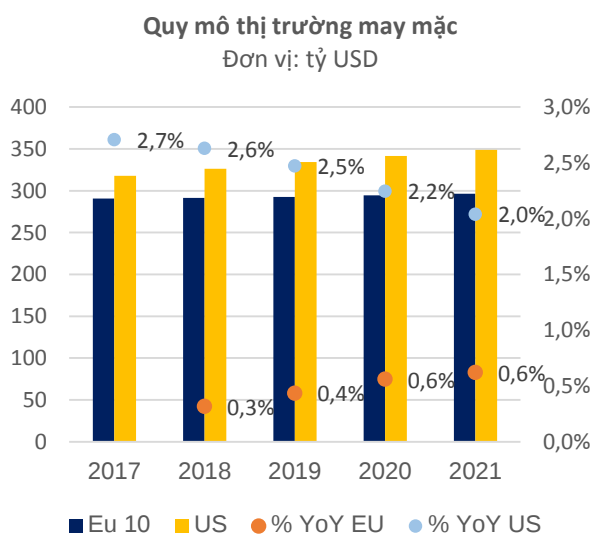
Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 31/11/18	Giá mục tiêu
FPT	26,180	3,616	4,951	8.7	1.6	15.0%	19.9%	42,900	59,100
CMG	5,225	320	2,700	7.2	0.85	9.5%	24.4%	19,500	27,000

Nguồn: BSC research

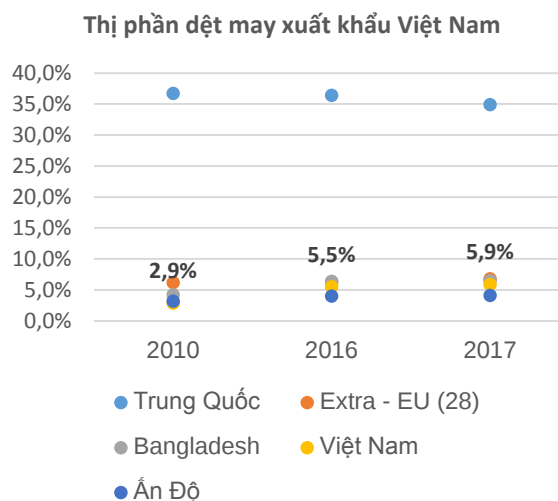
Ngành Dệt may [Khả quan]

- Nhu cầu dệt may thế giới được dự báo tăng trưởng với 3.5%/năm trong giai đoạn 2019 - 2020 hỗ trợ tăng trưởng ngành dệt may Việt Nam (trên 90% xuất khẩu).
- Tăng trưởng xuất khẩu dệt may duy trì ở mức cao nhờ giành được thị phần từ các thị trường khác: thị phần tăng từ 2.9% (2010) lên 5.6% (2017), còn dư địa để cải thiện.
- Các hiệp định thương mại EVFTA, CPTPP và chiến tranh thương mại Mỹ Trung tạo cơ hội cho dệt may Việt Nam giành thêm thị phần, đặc biệt tại Mỹ và EU.
- Yếu tố rủi ro: chi phí nhân công (lương cơ bản 2019 tăng 7%), phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu.
- Chúng tôi đánh giá cơ hội tăng trưởng sẽ bù đắp được các rủi ro đối với ngành trong năm 2019, định giá hiện tại tương đối hấp dẫn so với khu vực, do đó nâng khuyến nghị đối với ngành lên **KHẢ QUAN**. Khuyến nghị Mua với MSH, VGG; theo dõi với TNG, TCM, VGT.

Nhu cầu dệt may thế giới được dự báo tăng trưởng 3.5%/năm trong giai đoạn 2019 - 2020 (theo Statista) hỗ trợ tăng trưởng ngành dệt may Việt Nam. Theo Statista, nhu cầu hàng may mặc thế giới sẽ đạt 1,650 tỷ đồng vào năm 2020, doanh thu hàng may mặc tại một số thị trường lớn như Mỹ đạt 334.2 tỷ USD (+2.5% YoY), Top 10 thị trường lớn nhất tại EU đạt 291.5 tỷ USD (+0.4% YoY). Khoảng 90% sản xuất dệt may của Việt Nam phục vụ xuất khẩu, do đó tăng trưởng ngành có quan hệ mật thiết với nhu cầu hàng dệt may toàn cầu.



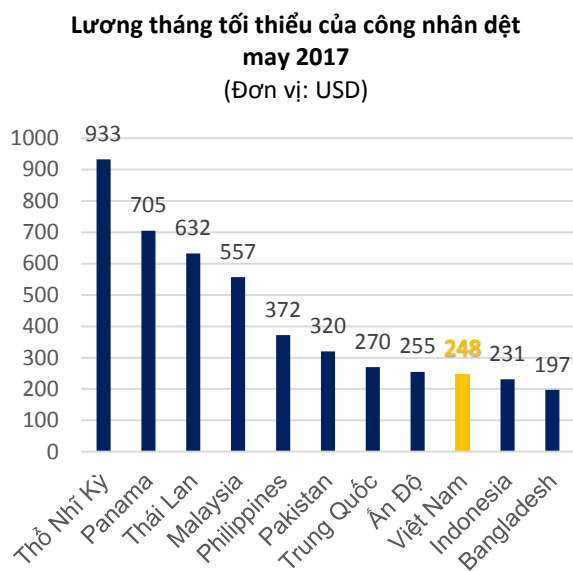
Nguồn: Statista



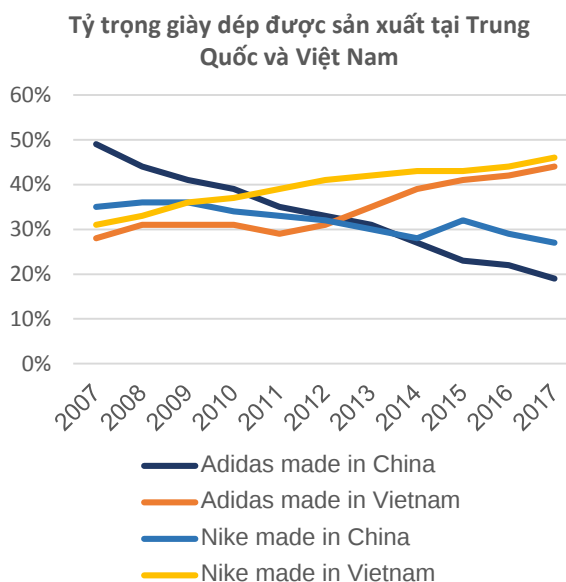
Nguồn: International Trade Statistics (WTO)

Tăng trưởng xuất khẩu dệt may duy trì ở mức cao nhờ giành được thị phần từ các thị trường khác. Thị phần của dệt may xuất khẩu Việt Nam tăng mạnh từ 2.9% (2010) lên 5.6% (2017) nhờ vào (1) nâng cao năng lực cạnh tranh nội tại; (2) sự dịch chuyển sản xuất do tái cơ cấu kinh tế của Trung Quốc – công xưởng dệt may của thế giới (Tham khảo thêm tại Báo cáo Sector Review 2018). Chúng tôi cho rằng Việt Nam còn dư địa để giành thêm thị phần trong xuất khẩu dệt may thế giới nhờ (1) Mức chênh lệch tiền lương công nhân dệt may của Việt Nam và các quốc gia được đánh giá là có chi phí nhân công rẻ hơn đang ngày càng thu hẹp; (2) Chênh lệch về thuế của hàng dệt may Việt Nam với Bangladesh,

Campuchia...tại một số thị trường (do các quốc gia nêu trên được hưởng thuế GSP ưu đãi khi xuất khẩu sang một số thị trường) được xóa bỏ nhờ các FTA được ký kết mới (VD: EVFTA)...; (3) Môi trường đầu tư của Việt Nam ngày càng được cải thiện, vị trí thuận lợi gần với Trung Quốc giúp cho dịch chuyển sản xuất dễ dàng hơn.



Nguồn: Statista



Nguồn: The Atlas

Các hiệp định thương mại EVFTA, CPTPP và chiến tranh thương mại Mỹ Trung tạo cơ hội cho dệt may Việt Nam.

- **Hiệp định CPTPP (dự kiến hiệu lực từ 14/1/2019) tác động không đáng kể trong ngắn hạn, nhưng mở ra cơ hội trong dài hạn.** Mặc dù được đánh giá không có tác động lớn do quy tắc về nguồn gốc xuất xứ “từ sợi trở đi” khó đáp ứng và 7/10 quốc gia thành viên hiện tại đã có các hiệp định thương mại với Việt Nam, các hiệp định mở ra cơ hội cho việc khởi động lại các dự án sợi dệt nhằm đón đầu TPP trong giai đoạn trước cũng như tiềm năng xuất khẩu sang thị trường Canada.
- **Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) được đánh giá có tác động tích cực trong trung – dài hạn.** EVFTA đã hoàn tất rà soát pháp lý và sẽ trải qua quá trình phê chuẩn nội bộ của các thành viên, dự kiến có thể được thông qua sớm nhất vào kỳ họp Quốc hội tháng 6-7/2019 và có hiệu lực sau 1 tháng. EU là thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 của dệt may Việt Nam, với 42.5% dòng thuế áp dụng đối với các SP dệt may sẽ giảm về 0% ngay khi Hiệp định có hiệu lực, còn lại sẽ giảm về 0% theo lộ trình 3-7 năm sẽ giúp hàng hóa Việt Nam trở nên cạnh tranh hơn so với Campuchia hay Bangladesh (hưởng thuế suất GSP ưu đãi 0%). Quy tắc xuất xứ “từ sợi trở đi” của EVFTA cũng như việc tính gộp nguyên phụ liệu có nguồn gốc từ quốc gia thứ 3 có chung FTA với cả Việt Nam và EU (Hàn Quốc) cũng thuận lợi hơn cho các DN Việt Nam so với CPTPP.
- **Chiến tranh thương mại Mỹ Trung không phải nguyên nhân trực tiếp nhưng sẽ hỗ trợ cho xu hướng dịch chuyển sản xuất hàng hóa dệt may từ Trung Quốc sang Việt Nam** (Tham khảo thêm tại Báo cáo Sector Review 2018). Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may, đặc biệt nhóm hàng may mặc từ Trung Quốc sang Mỹ liên tục giảm kể từ năm 2016 (2016: -8.6%, 2017: -3.2% và

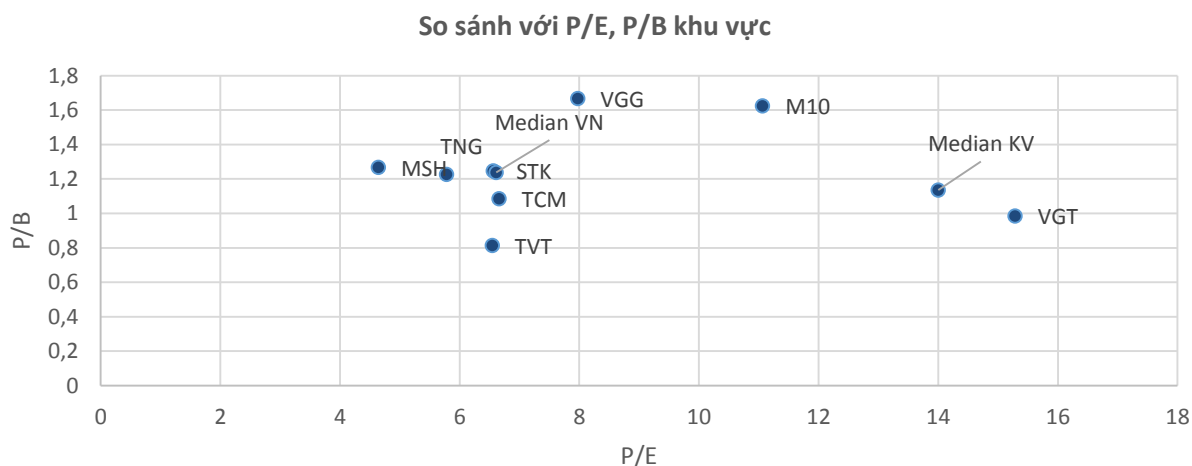
8T2018: -1%) là dấu hiệu cho một sự dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc đến từ các yếu tố cơ bản hơn là tác động nhất thời từ căng thẳng thương mại. Sau Trung Quốc, Việt Nam là ưu tiên tiếp theo của các DN Mỹ (theo khảo sát trong US Fashion Industry Study, 2017), điểm đến của đơn hàng may mặc chuyển từ “China Plus Many” sang “China Plus Vietnam Plus Many” sẽ là cơ hội lớn cho dệt may Việt Nam. Ước tính nếu lấy được 1% thị phần hàng may mặc Trung Quốc xuất sang Mỹ, kim ngạch xuất khẩu sẽ tăng 70%.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp vẫn phải đối mặt với một số rủi ro hiện hữu về chi phí nhân công và việc phụ thuộc lớn vào xuất khẩu. Về chi phí nhân công, lương cơ bản 2019 được điều chỉnh tăng 7%, mức lương tối thiểu vùng cũng tăng 5% - 6% sẽ tạo áp lực chi phí lên các DN. Về đơn hàng xuất khẩu, chúng tôi cho rằng trong các điều kiện hiện tại đơn hàng xuất khẩu sẽ vẫn tiếp tục tăng, tuy nhiên Việt Nam là một quốc gia có thặng dư thương mại với Mỹ tương đối cao tại một số nhóm hàng trong đó có dệt may nên cũng không thể loại trừ khả năng Mỹ có thể áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại đối với Việt Nam. Bên cạnh đó, khâu dệt nhuộm trong nước chưa phát triển tương xứng cũng sẽ là yếu tố rủi ro khi không thể đáp ứng được quy tắc xuất xứ, bỏ lỡ lợi thế từ các hiệp định thương mại.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC đánh giá năm 2019 tiếp tục là năm khởi sắc của xuất khẩu dệt may dựa trên những phân tích về nhu cầu dệt may toàn cầu và tại một số thị trường nhập khẩu lớn cũng như những lợi thế của dệt may của Việt Nam, động lực đến từ các hiệp định thương mại tự do và chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Chúng tôi cho rằng ngành vẫn tiếp tục duy trì được tốc độ tăng trưởng cao, mặc dù có thể thấp hơn 2018 bởi mức high-base đạt được trong năm vừa qua. Trong khi đó, chi phí nhân công tăng sẽ không phải rủi ro quá lớn đối với các doanh nghiệp như có thể thấy trong kết quả kinh doanh năm 2018. Do đó, chúng tôi thay đổi quan điểm đối với ngành từ mức **TRUNG LẬP** lên **KHẢ QUAN**.

Mức định giá của ngành dệt may hiện tại tương đối hấp dẫn so với khu vực với mức P/E trung vị là 6.6x (mức trung vị khu vực là 14x). Định giá của thị trường đối với cổ phiếu dệt may chưa có thay đổi đáng kể nếu đặt trong tương quan với tăng trưởng của ngành 1 - 2 năm gần đây, do đó chúng tôi kỳ vọng vào sự thay đổi mức định giá trong thời gian tới.



Nguồn: BSC Research

Tuy nhiên, cơ hội không đến với tất cả các doanh nghiệp trong ngành. Đối với các doanh nghiệp niêm yết chúng tôi đánh giá cao các công ty năng lực sản xuất lớn, có quy trình sản xuất từ sợi vải, có tập khách hàng tốt, và các dự án mở rộng đón đầu tăng trưởng.

MSH – MUA – Giá mục tiêu: 59,430 đồng/CP – Upside: +18.1%

May Sông Hồng là DN may mới niêm yết trên HOSE ngày 28/11/2018 với quy mô doanh thu đứng thứ 4 trong số các DNNY trong ngành. 90% doanh thu của công ty đến từ xuất khẩu hàng may mặc, 10% còn lại đến từ sản phẩm chăn – ga – gối – đệm phục vụ cho thị trường nội địa.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với MSH dựa trên các luận điểm (Chi tiết tham khảo [Báo cáo lần đầu](#)):

- (1) Quy mô lớn thứ 4 trong số các doanh nghiệp may tư nhân. Công suất dự kiến tăng thêm 20% sau khi Sông Hồng 10 đi vào hoạt động (2020F).
- (2) Tăng trưởng đơn hàng nhờ phát triển các khách hàng mới (Haddad, LuenThai) và xu hướng dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam.
- (3) Tăng tỷ trọng đơn hàng FOB từ 62% (2017) lên trên 80% (2020F) giúp cải thiện và duy trì biên lợi nhuận gộp từ 17.2% lên trên 19%.
- (4) Hiệu quả sinh lời tốt, tài chính lành mạnh, cổ tức tiền cao (trên 40% tiền mặt)

Kết quả kinh doanh 2018: Ước tính năm 2018, doanh thu của MSH đạt 3,911 tỷ đồng (+19.2% YoY); LNST đạt 330 tỷ (+64.5% YoY), EPS = 6,920 đồng/CP.

Dự báo KQKD 2019: BSC dự báo doanh thu thuần 2019 đạt 4,330 tỷ (+10.7% YoY) dựa trên ước tính đơn hàng xuất khẩu đã ký cho năm 2019 khoảng 160 tỷ (+11.8% YoY), mảng chăn ga gối không tăng trưởng so với 2018. LNST ước đạt 374 tỷ (+13.4% YoY), EPS 2019 = 7,848 đồng/CP.

VGG – MUA – Giá mục tiêu: 63,530 đồng/CP – Upside: +17%

Việt Tiến là doanh nghiệp may có quy mô lớn thứ 2 trong số các DN may niêm yết, với 80% doanh thu đến từ xuất khẩu hàng may mặc, còn lại là tiêu thụ tại thị trường nội địa với các thương hiệu Việt Tiến, Việt Long.

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu May Việt Tiến dựa trên các luận điểm:

- (1) Doanh nghiệp quy mô lớn, tăng trưởng doanh thu 15% trong giai đoạn 2013-2017. VGG có những khách hàng lớn (ước đóng góp trên 50% doanh thu) như South Island Garment SDN.BHD (Malaysia – cổ đông chiến lược), Mitsubishi Corp. (Uniqlo).
- (2) Khả năng mở rộng công suất đến từ nhà máy Việt Long Hưng. Giai đoạn 1 của NM với 2,200 lao động (+22.5% công suất) đã đi vào hoạt động trong 2018, dự kiến có thể nâng lên gấp đôi sau khi đưa vào hoạt động các giai đoạn tiếp theo.
- (3) Tài chính lành mạnh: tỷ lệ nợ thấp 3%, không có nợ vay dài hạn, số dư tiền lớn (trên 1,100 tỷ)

Kết quả kinh doanh 2018: BSC ước tính doanh thu năm 2018 của VGG đạt 9,903 tỷ (+17.2% YoY), LNST đạt 428 tỷ (+13.2% YoY), tương đương với EPS = 9,708 đồng/CP, P/E fw = 5.6x

TNG – THEO DÕI

Chúng tôi đánh giá cao TNG về năng lực sản xuất (10 NM với 209 dây chuyền may, quy mô lao động lớn nhất trong số các DN may niêm yết) **và tập khách hàng** (Decathlon (EU), The Children's Place (Mỹ), Haddad ước tính đóng góp lần lượt 40%, 22% và 7% doanh thu).

Động lực tăng trưởng của TNG trong thời gian tới đến từ việc mở rộng công suất nhà máy Đồng Hỷ thêm 18 chuyền may (+8%) trong năm 2019 và **xây dựng nhà máy Võ Nhai** (+32-36 chuyền may, +13-15% công suất) trong năm 2020. Thêm nữa, TNG là DN may có tỷ lệ đơn hàng cho thị trường EU lên đến 56% nên kỳ vọng sẽ được hưởng lợi khi EVFTA được phê chuẩn và đi vào hiệu lực (dự kiến trong năm 2019).

Tuy nhiên, **BSC lưu ý một số rủi ro có đối với TNG** như: (1) sử dụng đòn bẩy cao, dòng tiền hoạt động CFO < 0 nên sẽ gặp áp lực lớn khi lãi suất tăng; (2) việc đầu tư mở rộng nhanh trong khi đơn hàng không tăng trưởng theo kịp tạo áp lực lên lợi nhuận; (3) rủi ro về nguồn lao động: liên quan đến nguồn lao động và mức lương trên địa bàn tỉnh Thái Nguyên; (4) rủi ro từ đầu tư dự án BDS và KCN; (5) rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi (lần chuyển đổi đầu tiên có thể vào năm 2020). Do đó, mức định giá của TNG thường chiết khấu nhiều so với mặt bằng chung của ngành.

Kết quả kinh doanh 2018: Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của TNG đạt 3,508 tỷ (+41% YoY), LNST 174.2 tỷ đồng (+51.5% YoY), tương đương với EPS = 3,284 đồng/CP.

TCM – THEO DÕI

Chuỗi sản xuất khép kín từ sợi trở đi là một lợi thế cho TCM khi đón đầu các hiệp định thương mại tự do có yêu cầu về chứng nhận nguồn gốc xuất xứ (CPTPP: từ sợi trở đi, EVFTA: từ vải trở đi). Tỷ lệ sử dụng nội bộ của các SP vải và sợi của TCM lần lượt là 50% và 70-80%, có thể đáp ứng tốt yêu cầu về xuất xứ.

Tăng công suất trong thời gian tới: công ty có kế hoạch sẽ nâng công suất đối với mảng vải thêm 17% và mảng may thêm 7% trong năm 2019 để đáp ứng tốt hơn các đơn hàng của đối tác.

Khả năng cải thiện biên lợi nhuận trong tương lai nhờ: (1) nâng cao năng suất mảng may (đặc biệt tại NM Vĩnh Long, năm 2018 đã đạt trên 30 USD/người/ngày); (2) tăng tỷ trọng mảng vải (biên LNG > 20%) trong tổng doanh thu; (3) duy trì tỷ lệ biên LNG ở mảng sợi.

Tuy nhiên, tập khách hàng của TCM khiến cho chúng tôi quan ngại về tăng trưởng và dòng tiền trong năm tới do (1) Đối tác Sears (7% doanh thu) nộp đơn xin phá sản và sẽ phải tái cơ cấu lại hoạt động theo hướng giảm bớt số lượng cửa hàng nên sẽ làm ảnh hưởng đến tăng trưởng của TCM cũng như khả năng thu hồi khoản phải thu trên 90 tỷ (tại 30/09/2018); (2) Khách hàng lớn nhất là Eland (30-40% đơn hàng) đang có dấu hiệu suy giảm về lợi nhuận và dòng tiền trong khi khoản phải thu tại TCM tăng lên liên tục cũng sẽ là rủi ro đối với công ty. Do đó, chúng tôi khuyến nghị theo dõi thêm đối với TCM.

Kết quả kinh doanh 2018: BSC ước tính doanh thu thuần năm 2018 của TCM đạt 3,525 tỷ (+9.8% YoY), LNST = 235 tỷ (+22.5% YoY), tương đương với EPS = 3,800 đồng/CP, P/E fw = 6.7x. Ước tính này của chúng tôi dựa trên giả định là năm 2018, công ty ghi nhận khoảng 50 tỷ lợi nhuận khác từ chuyển nhượng đất và thanh lý tài sản; đồng thời thực hiện trích lập 30 tỷ (~1.3 triệu USD) đối với khoản phải thu từ Sear.

VGT – THEO DÕI

VGT hoạt động theo mô hình holdings với danh mục các khoản đầu tư vào rất nhiều công ty hoạt động hiệu quả trong ngành dệt may. Lợi nhuận của công ty đến chủ yếu từ các công ty con (Phong Phú, Hòa Thọ..) và khoản đầu tư vào công ty liên kết (Việt Tiến, Nhà Bè, Việt Thắng, May 10..., đóng góp 70% LNST hợp nhất). Do đó, chúng tôi đánh giá các khoản đầu tư của VGT tại các công ty thành viên sẽ tiếp tục mang lại lợi nhuận lớn cho công ty, đặc biệt khi triển vọng ngành được đánh giá tiếp tục khả quan trong năm tới. Hiện tại VGT đang được giao dịch tại mức dưới mệnh giá ($P/B = 0.77x$) và trong năm tới sẽ có thêm catalyst đến từ việc thoái vốn nhà nước từ 53.49% về 0%.

Kết quả kinh doanh 2018: Chúng tôi ước tính doanh thu hợp nhất của VGT đạt 19,191 tỷ đồng (+10% YoY), LNST đạt 439 tỷ (+13.7% YoY), tương đương với $EPS = 880$ đồng/CP.

Mã	DTT	LNST	EPS	P/E fw	P/B	ROA	ROE	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
	2019 (tỷ đ)	2019 (tỷ đ)	2019 (đ/CP)		2018	2019	2019	30/11/18	
VGG	9,903	420	9,521	5.7	1.4	7.6%	21.1%	54,300	63,500
MSH	4,331	374	7,848	6.4	1.7	15.1%	32.2%	50,520	59,400
TNG	3,986	201	3,536	4.9	1.2	7.0%	20.1%	17,500	21,220
TCM	3,753	207	3,249	7.1	1.0	6.5%	15.2%	23,100	26,600
VGT	20,726	391	782	15.5	0.8	1.8%	5.9%	12,100	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Điện [Khả quan]

- Các nhà máy thủy điện miền Trung và Nam gặp khó trong khi các nhà máy nhiệt điện hưởng lợi từ sự sụt giảm của lượng mưa và thủy văn được dự kiến trong năm 2019.
- Nhu cầu điện được dự báo tăng trưởng tiếp tục trên 10% trong giai đoạn 2019-2020.
- Điện mặt trời được đầu tư mạnh nhưng đang gặp khó do hệ thống truyền tải chưa tương xứng.
- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành điện nhờ nhu cầu và giá điện duy trì tăng trưởng ổn định. Khuyến nghị Mua: GEX, PC1, POW, REE.

Các nhà máy thủy điện miền Trung và Nam gặp khó trong khi các nhà máy nhiệt điện hưởng lợi từ sự sụt giảm của lượng mưa và thủy văn được dự kiến trong năm 2019. Hiện tượng El Nino được dự báo sẽ duy trì trong nửa đầu năm 2019 với xác suất lên đến 89-90%. Lượng mưa qua đó cũng được dự báo sẽ thấp hơn trung bình nhiều năm (TBNN), đặc biệt là khu vực Trung Bộ, với dự báo lượng mưa sẽ thấp hơn từ 20-30% so với TBNN vào các tháng mùa khô. Tương tự là thủy văn, lượng dòng chảy dự kiến sẽ thiếu hụt từ 15-50% trên một số khu vực sông, điều này sẽ ảnh hưởng tương đối tiêu cực đến khả năng phát điện của các nhà máy thủy điện tại khu vực miền Trung. Do đó, sản lượng của các nhà máy nhiệt điện ở khu vực miền Nam và Trung được dự kiến tăng 10-15% trong năm 2019.

Nhu cầu điện được dự báo tăng trưởng tiếp tục trên 10% trong giai đoạn 2019 - 2020. Theo Báo cáo của Tập đoàn Điện lực Việt Nam, nhu cầu điện Việt Nam vào năm 2020 được dự báo trong khoảng 265 - 278 tỷ kWh và khoảng 572 - 632 tỷ kWh điện vào năm 2030, tương đương với tốc độ tăng trưởng 10.3 - 11.3%/năm trong giai đoạn 2016 - 2020 và 8.0 - 8.5%/năm cho giai đoạn 2020 - 2030. Đầu ra có nhu cầu cao và tăng trưởng ổn định là điểm mạnh của các doanh nghiệp phát điện.

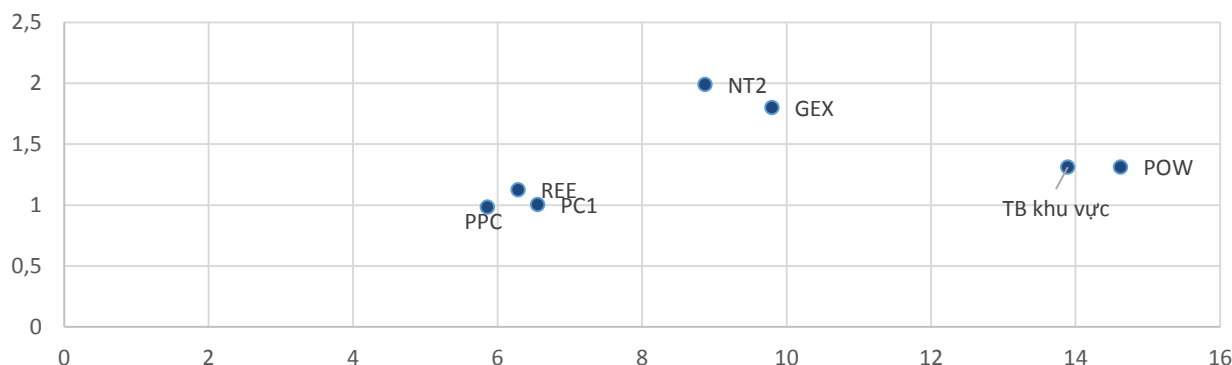
Điện mặt trời được đầu tư mạnh nhưng đang gặp khó do hệ thống truyền tải chưa tương xứng. Với được được ưu đãi về giá ở mức 9.5 cent/kWh, tính đến hết tháng 9/2018, đã có 121 dự án được phê duyệt và bổ sung vào quy hoạch điện quốc gia, bổ sung vào tổng công suất phát điện khoảng 6,100 MW vào năm 2020, ngoài ra còn tới 221 dự án đang chờ phê duyệt với công suất đăng ký lên đến 13,000 mW. Tổng công suất điện mặt trời đã lên tới 26,000 mW tương đương 60% tổng công suất điện cả nước, đây là xu thế chuyển dịch tất yếu khi các nguồn nguyên liệu hiện có đang có xu hướng thiếu hụt. Tuy nhiên việc đầu tư ào ạt các dự án điện mặt trời đã tạo áp lực lớn lên hệ thống truyền tải điện tại Miền Trung. Hầu hết các hệ thống truyền tải điện của nước ta được chủ yếu thiết kế theo nhu cầu của địa phương. Cụ thể, hệ thống truyền tải tại khu vực miền Trung còn yếu do nhu cầu tại khu vực này vẫn ở mức thấp trong khi đây là khu vực tập trung chủ yếu của các dự án năng lượng mặt trời. Điều này có thể dẫn đến rủi ro không thể hoạt động đầy đủ công suất do phải chờ các dự án truyền tải, hiện không thể triển khai nhanh do phải xin nhiều thủ tục bổ sung quy hoạch. Điều này sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả và KQKD của các dự án khi phải chịu chi phí khấu hao và lãi vay lớn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành điện. Nhu cầu và giá điện tăng trưởng ổn định tiếp tục đảm bảo tăng trưởng cho các doanh nghiệp ngành điện. Với các doanh nghiệp thủy điện, năm 2019 sẽ là năm khó khăn khi các điều kiện thiên nhiên không ủng hộ. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này được dự báo duy trì ổn định trong các tháng đầu năm 2019. Các doanh nghiệp nhiệt điện dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2019-2020 khi sản lượng huy động dự kiến sẽ tăng lên, kết hợp với việc dư nợ ngoại tệ của nhiều doanh nghiệp đã giảm bớt. Chúng tôi cũng đánh giá cao các doanh nghiệp xây lắp điện và các doanh nghiệp cung cấp thiết bị điện khi dự kiến các dự án đầu tư công

liên quan đến truyền tải và xây dựng các trạm biến áp lớn dự kiến sẽ được đẩy mạnh sau thời gian dài bị trì hoãn do nhu cầu điện lớn từ phía Nam và lượng lớn các nhà máy điện mặt trời được đưa vào hoạt động.

So sánh P/E P/B ngành điện với trung bình khu vực



Nguồn: Bloomberg

GEX – MUA - Giá mục tiêu 35,158 đồng/cp – upside 39.8% - P/E FW = 9.54

GEX là doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trong mảng thiết bị điện với việc sở hữu các công ty con có vị thế lớn trong từng mảng kinh doanh: cáp điện, máy biến áp,... Quá trình nâng tỷ lệ sở hữu và tái cấu trúc cơ cấu quản lý tại các công ty con được GEX triển khai đã giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của mảng thiết bị điện (biên lợi nhuận gộp tăng trưởng từ mức 7.61% năm 2015 lên mức 12.77% năm 2018). Với nhu cầu xây dựng lưới điện truyền tải và trạm biến áp để đáp ứng cho lượng lớn các nhà máy điện mặt trời sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2019 - 2020, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh này sẽ duy trì được mức tăng trưởng 15% trong thời gian tới.

GEX cũng đầu tư một dự án điện mặt trời, tận dụng quan hệ có sẵn trong ngành, dự kiến dự án điện của GEX sẽ phát điện vào giữa tháng 6 năm 2019 và đã ký được hợp đồng bao tiêu với giá điện ưu đãi. Nhà máy nước Sông Đà cũng đang đầu tư nâng công suất lên mức 300,000 m³/ngày đêm, và đang trong quá trình cải tạo nâng cấp công suất cho hệ thống đường ống để đảm bảo việc vận hành ổn định của nhà máy. Với lợi thế chất lượng nước tốt, hưởng lợi từ chính sách hạn chế sử dụng nguồn nước ngầm từ nhà nước, chúng tôi kỳ vọng cùng với dự án điện mặt trời, nhà máy nước Sông Đà sẽ mang lại nguồn tiền ổn định cho GEX trong thời gian tới.

Dự án BĐS Trần Nguyên Hãn (tổng diện tích 1ha) dự kiến sẽ được doanh nghiệp triển khai vào quý 3 năm 2019, xây dựng 2 dự án khách sạn cao cấp. Với nhu cầu khách sạn cao cấp đang thiếu hụt tại địa bàn trung tâm Hà Nội, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ mang lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp trong thời gian tới.

Chúng tôi dự kiến doanh thu 2019 của GEX sẽ đạt mức 15,576 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt mức 1,067 tỷ đồng tương đương với EPS 2019 đạt mức 2,630 đồng/cổ phiếu tương đương P/E FW = 9.56. Do vậy, BSC khuyến nghị MUA cổ phiếu GEX với giá mục tiêu 35,518 đồng/cổ phiếu.

PV Power - MUA - Giá mục tiêu 17,830 đồng/cp - upside 18.87% - P/E forward = 10.26.

PV Power là đơn vị phát điện lớn thứ 2 tại Việt Nam với tổng công suất phát điện là 4,208 MW trong đó nhiệt điện khí chiếm 64.2%, nhiệt điện than 28.5% và thủy điện chỉ chiếm 7.3%.

Động lực tăng trưởng trong ngắn hạn của POW sẽ đến từ (1) việc nhà máy Cà Mau 1&2 hết khấu hao, giúp POW tiết kiệm được khoảng 1,000 tỷ đồng mỗi năm, (2) Chi phí lãi vay giảm dần đều theo từng

năm, vào khoảng 200 tỷ đồng/năm. Về dài hạn, động lực tăng trưởng sẽ đến từ 2 dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 với tổng công suất 1,500 MW. 2 dự án được hưởng ưu đãi hợp đồng PPA về cơ chế bao tiêu sản lượng tối thiểu, cơ chế ưu tiên thanh toán,... Dự kiến, nhà máy Nhơn Trạch 3 sẽ được đưa vào hoạt động năm 2022, nhà máy Nhơn Trạch 4 vào năm 2023.

Chúng tôi dự kiến doanh thu 2019 đạt 32,155 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 3,428 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2019 đạt mức 1,462 đồng/cổ phiếu. Do đó, BSC khuyến nghị MUA cổ phiếu POW với giá mục tiêu 17,830 đồng/cổ phiếu.

REE – MUA - Giá mục tiêu 38,195 đồng/cp

Mảng M&E tăng trưởng ấn tượng nhờ sự hồi phục của thị trường bất động sản và mở rộng các sân bay. Backlog từ năm 2017 vào khoảng 5,400 tỷ đồng tạo điều kiện cho doanh thu mảng M&E tiếp tục tăng trưởng trong năm 2018-2020.

Lợi nhuận từ các công ty điện dự kiến sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2018-2019. VSH (REE sở hữu 20.71%): dự án thượng Kon Tum dự kiến sẽ đưa vào hoạt động vào tháng 3/2019 với công suất 220 MW, nâng tổng công suất lên 356 MW, trở thành 1 trong những doanh nghiệp thủy điện hàng đầu. PPC (REE sở hữu 23.36%): Trong năm 2017, PPC đã hoàn thành tái cấu trúc khoản nợ, dư nợ JPY hiện tại PPC chỉ còn là 6 tỷ và sẽ được trả hết trong năm 2018, qua đó giúp KQKD của PPC ổn định hơn, tiết kiệm được khoản lỗ tỷ giá 200 tỷ/năm.

Chúng tôi dự kiến doanh thu 2019 đạt 5,414 tỷ đồng, lợi nhuận dự kiến 1,985 tỷ đồng, EPS 2019 đạt 6,593. Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu REE với giá mục tiêu 38,185 đồng/cổ phiếu.

PC1 - MUA - Giá mục tiêu 36,566 đồng/cp - Upside 56.33%

Năm 2018, mảng xây lắp của PC1 dự kiến đạt doanh thu khoảng 1,800 tỷ, biên lợi nhuận ròng 4-4.5%. Tổng doanh thu ký mới năm 2018 đạt 3,329 tỷ đồng (tương đương 200% doanh thu 2018), backlog chuyển từ năm 2018 sang 2019 vào khoảng 2,800 tỷ đồng (+187% so với cùng kỳ). Dự kiến doanh thu 2019 đạt khoảng 3,600 tỷ đồng.

Mảng sản xuất công nghiệp: doanh thu 2018 ở mức trên 400 tỷ đồng, biên lợi nhuận ròng ở mức 4%. Doanh thu dự kiến năm 2019 vào khoảng 1,100 tỷ đồng, trong đó, doanh nghiệp ước tính doanh thu từ mạch 3 cho 2 mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp vào khoảng 1300 tỷ đồng.

Mảng thủy điện: Dự án Sông Nhiệm 2 (công suất 6 MW) dự kiến sẽ khởi công vào cuối năm 2018, PC1 cũng đang tìm kiếm cơ hội đầu tư vào điện gió sau khi tiềm năng phát triển thủy điện bị thu hẹp. Biên lợi nhuận gộp mảng thủy điện tương đối cao, đạt mức 30% do tất cả các nhà máy của PC1 đều được bán điện theo biểu giá chi phí tránh được.

Mảng BĐS: Dự kiến mảng bất động sản năm 2019 sẽ không ghi nhận hạch toán doanh thu do tiến độ dự án Thanh Xuân bị chậm trễ (chậm 6 tháng so với kế hoạch). Về các dự án gối đầu, PC1 hiện đang triển khai 2 dự án mới là PCC1 Vĩnh Hưng và PCC1 Thăng Long

Chúng tôi đánh giá PC1 hiện đang giao dịch ở mức giá tương đối hấp dẫn với P/E forward ở mức 7.76 tương đối thấp với tiềm năng của một doanh nghiệp có lợi thế rõ ràng về thị phần như PC1. Mảng kinh doanh thủy điện nhờ lợi thế giá đem lại lợi nhuận và dòng tiền tương đối ổn định trong khi các mảng kinh doanh liên quan đến xây lắp hoàn toàn có thể đạt mức tăng trưởng lớn nếu như các dự án, chính sách về quy hoạch điện ách tắc trong thời gian 2 năm vừa qua được triển khai. Dự kiến doanh thu 2019 của PC1 sẽ đạt 6,208 tỷ đồng, lợi nhuận đạt 414 tỷ đồng tương đương EPS 2019 đạt 3,118 đồng/cổ phiếu. Do đó, BSC khuyến nghị mua PC1 với giá mục tiêu 36,566 đồng/cổ phiếu.

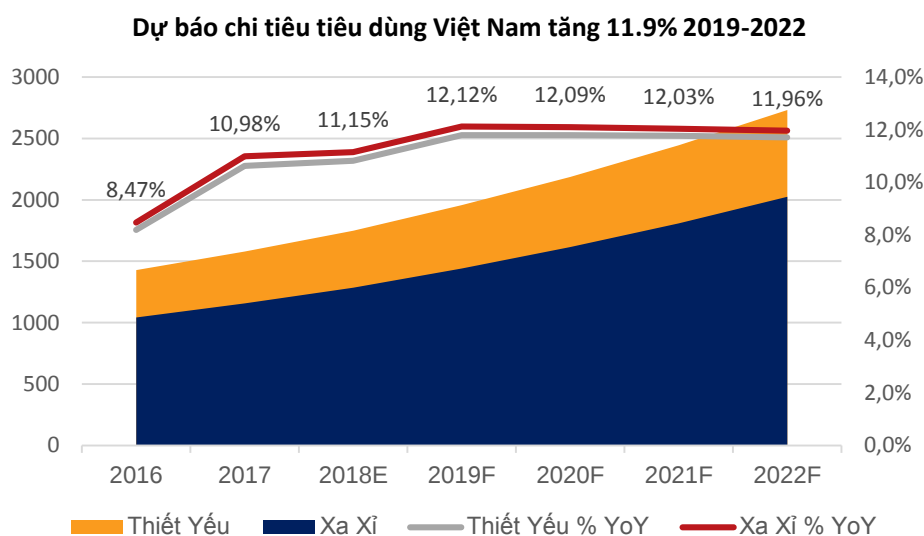
Mã CK	DT 2019	LNST 2019	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 30/11/2018	Giá mục tiêu
GEX	15,524	1453	5,114	4.9	0.89	8.4%	16.1%	25,150	33,400
POW	32,155	3,428	1,462	10.4	1.15	5.72%	11.15%	15,200	17,830
REE	5,414	1,985	6,593	4.9	0.9	11.4%	17.8%	32,400	38,195
PC1	6,208	414	3,118	7.5	0.8	5.3%	10.6%	23,400	36,566

Nguồn: BSC ước tính

Ngành Tiêu dùng [Khả Quan]

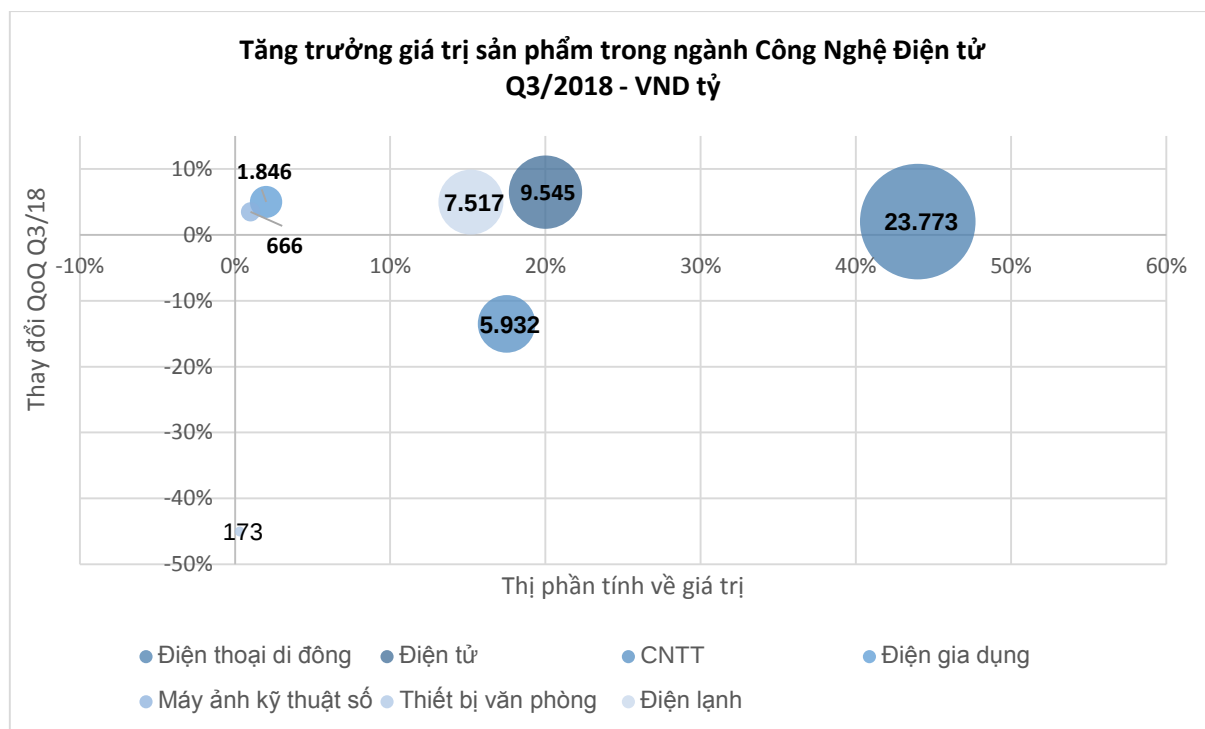
- Dự báo chi tiêu tiêu dùng của Việt Nam sẽ đạt 3,396.8 nghìn tỷ đồng (+11.9% yoy) trong 2019.
- Thương mại điện tử đang nở rộ hai năm gần đây nhờ sự phát triển của công nghệ, tăng trưởng 2018 đạt 38.7% YoY so với 2017 và dự báo tăng trưởng CAGR 31.3%/năm giai đoạn 2019 - 2020.
- Thế hệ Z (1996 - 2005) sẽ là khách hàng mục tiêu tiếp theo của các hãng tiêu dùng.
- Chúng tôi duy trì đánh giá Khả Quan với ngành Tiêu dùng bán lẻ nhờ (1) Thu nhập bình quân trên đầu người tăng 6.7% trong 2018; (2) Tầng lớp trung lưu dự báo tăng mạnh lên 33% tổng dân số trong 2020, tuy nhiên ngành F&B đánh giá Trung Lập. Mua: PNJ, MWG. Theo dõi: VNM.

Dự báo chi tiêu tiêu dùng của Việt Nam sẽ đạt 3,396.8 nghìn tỷ đồng (+11.9% yoy) trong năm 2019. Theo BMI khảo sát, chi tiêu tiêu dùng sẽ tập trung vào 2 mặt hàng chính là mặt hàng thiết yếu và mặt hàng xa xỉ. Đối với mặt hàng thiết yếu (thực phẩm, đồ uống, đồ gia dụng, v.v.), giá trị chi tiêu mặt hàng này năm 2019 ước đạt 1,956 nghìn tỷ, tăng +11.8% so với 2018 và chiếm phần lớn cơ cấu là 57.6%. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2019-2022, khi thu nhập người dân cải thiện thì chi tiêu cho các mặt hàng thiết yếu này sẽ chậm lại và giảm xuống còn 57.4% về cơ cấu trong năm 2022. Đối với mặt hàng xa xỉ năm 2019 (điện thoại, máy tính, điện lạnh, v.v.) ước đạt 1,440.6 nghìn tỷ, tăng +12.1% yoy so với 2018 và chiếm 42.4% cơ cấu trong 2019 và sẽ tăng lên 42.6% vào năm 2022.



Nguồn: BMI

Thương mại điện tử (E-commerce) đang nở rộ hai năm gần đây nhờ sự phát triển của công nghệ, tăng trưởng 2018 đạt 38.7% YoY so với 2017. Theo Nelson khảo sát, nhu cầu sử dụng sản phẩm công nghệ thông tin và di động đã tăng 11%/năm trong giai đoạn hai năm qua, đã đáp ứng những nhu cầu về sự tiện lợi của người tiêu dùng trong hệ sinh thái mua hàng trực tuyến. Riêng trong Q3/18, giá trị về điện thoại di động ước đạt 23,773 tỷ tăng 5% so với quý trước. Qua đó, tổng giá trị thị trường thương mại điện tử đã đạt 2.9 tỷ USD vào năm 2018 và dự báo sẽ tiệm cận tới giá trị 5 tỷ USD vào năm 2020 với tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR là 31.3%/năm. Vì thế, chúng tôi đánh giá thị trường thương mại điện tử sẽ càng ngày cạnh tranh khốc liệt hơn và các công ty tiêu dùng truyền thống như VNM, MWG, PNJ hiện đang gia nhập mảng thương mại điện tử thông qua hình thức bán hàng đa kênh (omni channel) để tiếp cận tập khách hàng mới thông qua nhiều kênh nhằm tăng doanh thu.



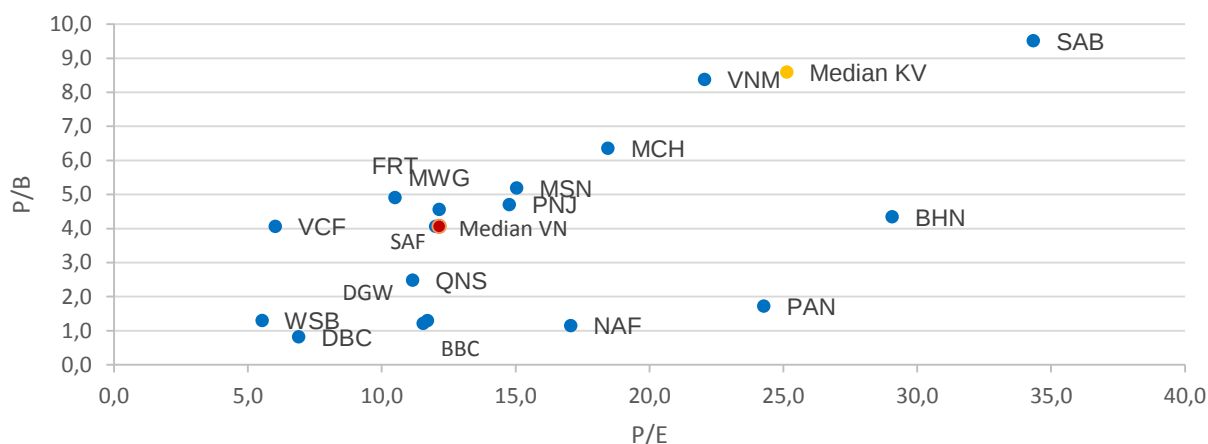
Nguồn: GFK.

Thế hệ Z sẽ là khách hàng mục tiêu tiếp theo của các hãng tiêu dùng. Thế hệ Z là thế hệ được sinh vào năm 1996 - 2005 và trưởng thành trong một thời kỳ thịnh vượng về kinh tế của đất nước. Hơn nữa, họ là người được tiếp cận với thời đại công nghệ số ngay từ nhỏ và dành nhiều thời gian đáng kể cho các trang mạng truyền thông xã hội. Hiện ở Việt Nam tính tới năm 2025, thế hệ Z sẽ đạt 14.7 triệu người và chiếm 21% nguồn nhân lực cho xã hội. Qua đó, đây sẽ là nhóm khách hàng mục tiêu tiếp theo của các công ty tiêu dùng và chúng tôi đánh giá cao về tiềm năng của thế hệ này sẽ mang lại nhiều doanh thu cho các công ty nếu có sự nghiên cứu, phân tích sớm nhu cầu và hành vi tâm lý tiêu dùng nhằm đạt ra chiến lược kinh doanh mới cho thế hệ Z.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành F&B và **KHẢ QUAN** với ngành tiêu dùng bán lẻ. Đối với ngành F&B, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sẽ cải thiện về doanh thu trong dịp cuối năm và LNST có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ do các chi phí quảng cáo và marketing lớn nhằm hỗ trợ cho bán hàng. Qua đó, chúng tôi đánh giá triển vọng 2019 ngành F&B sẽ tăng trưởng thấp nhất là 5%-10%. Đối với ngành tiêu dùng bán lẻ năm 2019 sẽ tăng trưởng ổn định trên 11%. Chúng tôi đánh giá khả quan với tốc độ tăng trưởng trên 2 con số nhờ (1) Thu nhập bình quân trên đầu người tăng 6.7% trong năm 2018; (2) Tầng lớp trung lưu có thu nhập USD 1500-2000/tháng dự báo tăng mạnh lên 33% tổng dân số Việt Nam trong năm 2020 (2018 là 18% theo Brookings Institute).

So sánh P/E P/B với khu vực Asean (Emerging)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro.

PNJ – Khuyến nghị Mua

BSC dự báo KQKD 2019 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 17,625 tỷ đồng (+22.9% yoy) và 1,215 tỷ đồng (+30% yoy), EPS cốt lõi FW 2019 = 6,588 đồng/cp, PE FW 2019 = 13.2 lần. Chúng tôi đánh giá khả quan PNJ trong năm 2019 dựa trên những giả định như sau (1) Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) duy trì ở mức cao ước tính khoảng 23% đối với mảng vàng trang sức trong năm 2018 và 15% trong năm 2019; (2) Tốc độ mở cửa hàng duy trì mức ổn định. Tính tới 9T2018, PNJ đã mở mới được 44 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng lên 308 cửa hàng gần như hoàn thành kế hoạch mở cửa hàng năm 2018 (40 cửa hàng). Qua đó, chúng tôi ước tính PNJ sẽ mở thêm 40 cửa hàng nữa trong 2019 nâng tổng số cửa hàng lên 428 cửa hàng.

MWG – Khuyến nghị Mua

BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của MWG năm 2019 lần lượt ước đạt 105,674 tỷ đồng (+17.3% yoy) và 3,436 tỷ đồng (+18.5% yoy), EPS 2019F = 7,789 đồng/cp dựa trên các giả định sau (1) Số lượng cửa hàng (SLCH) mới trong năm 2019 của chuỗi ĐMX là 128 cửa hàng trong đó có 31 cửa hàng chuyển đổi từ TGDĐ, BHX là 215 cửa hàng, TGDĐ sẽ không mở thêm cửa hàng mới; (2) Tăng trưởng bình quân của chuỗi ĐMX và TGDD là 8%; (3) Chuỗi BHX đã đạt được hòa vốn EBITDA, biên lợi nhuận EBITDA năm 2019 đạt 0.9%; (4) Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu thuần là 12.9%.

VNM – Khuyến nghị Theo Dõi

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi VNM và lưu ý hiệp định thương mại xuất khẩu sữa từ Việt Nam vào Trung Quốc trong năm 2019 sẽ là động lực giúp doanh thu xuất khẩu tăng 14.9% tổng doanh thu, ước tính khoảng 219 tỷ đồng trong năm 2019. VNM trúng gói thầu “Sửa học đường” trị giá 3,828.1 ngàn tỷ đồng ở Hà Nội từ 2019 - 2020 tương đương 3.58% cơ cấu DT VNM 2018 sẽ là một động lực tăng trưởng quan trọng cho VNM. Giá sữa nguyên vật liệu (WMP, SMP) nhập khẩu từ New Zealand đã giảm trung bình -16.15% YTD trong 6 tháng cuối năm 2018, vì thế chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ cải thiện lên 47% - 47.2% trong năm 2019 so với 2018 là 46.12%. Qua đó, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của VNM khoảng 4% - 8%/năm, DT và LNST dự kiến cho năm 2019 lần lượt đạt 55,829 tỷ đồng

(+4.14% yoy) và 10,505 (+4.7% yoy) tương ứng EPS FW 2019 là 5,404 đ (+4.7% yoy), P/E FW là 23.7x, P/B FW là 7.6x.

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 30/11/18	Giá mục tiêu
PNJ	17,625	1,215	6,935	13.9x	3.4x	18%	27%	92,100	128,300
MWG	103,553	3,406	8,023	10.8x	3.3x	10%	31%	84,500	122,500
VNM	55,829	10,505	5,404	23.7x	7.6x	29.1%	28.9%	128,000	135,100
SAB	40,748	5,767	8,464	29.5x	7x	26.6%	32.7	250,000	262,384

Nguồn: BSC research

Ngành Bất động sản [Trung lập]

- Nguồn cung bị hạn chế, chủ yếu tại Hồ Chí Minh do một số yếu tố khách quan đến về vấn đề pháp lý được siết chặt dần, trong khi đó nguồn cầu hấp thụ vẫn duy trì mức tốt, nguồn vốn tín dụng bị thắt chặt do thông tư Thông tư 16/2018/TT-NHNN.
- Tiến độ dự án bị chậm lại so với kế hoạch ban đầu và KQKD năm 2019 - 2020 dự kiến của ngành bất động sản có xu hướng tăng trưởng chậm lại.
- Dòng vốn FDI có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại (-14.2% yoy), tuy nhiên vốn FDI giải ngân vẫn ghi nhận tăng trưởng dương (+3.1% yoy).
- Ngoài dòng vốn FDI vẫn duy trì mức cao, BĐS khu công nghiệp - Hưởng lợi lớn từ các hiệp định thương mại sắp (CPTPP, EVFTA) và làn sóng chuyển dịch từ Trung Quốc do chiến tranh thương mại Trung-Mỹ.
- Chúng tôi hạ đánh giá **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** về ngành bất động sản do việc (1) Tiến độ triển khai các dự án bị chậm lại; (2) Lãi suất cho vay dự báo tăng; (3) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản. Khuyến nghị Mua: VHM, NLG, HDG, KBC.

Nguồn cung bị hạn chế, chủ yếu tại Hồ Chí Minh do một số yếu tố khách quan đến về vấn đề pháp lý được siết chặt dần, trong khi đó nguồn cầu hấp thụ vẫn duy trì mức tốt. Theo quan sát của chúng tôi đối với các doanh nghiệp trên sàn, tiến độ mở bán các dự án đều có xu hướng bị dời lại qua năm 2019 thay vì như kế hoạch mở bán trước đó trong năm 2018 vì các yếu tố liên quan đến vấn đề pháp lý (giấy phép xây dựng). Cụ thể một số dự án dự kiến được mở bán năm 2019 như Vincy Grand Park Q9 - VIC (dự kiến Q1/2019), Gem Riverside – DXG (dự kiến Q1/2019), Hermosa - KDH (dự kiến Q2/2019) và Akira City – NLG (dự kiến Q1/2019). Trong khi đó nguồn vốn tín dụng dành cho thị trường bất động sản năm 2019 sẽ bị hạn chế do Thông tư 16/2018/TT-NHNN. Cụ thể từ năm 2019, ngân hàng thương mại chỉ được sử dụng 40% nguồn vốn huy động ngắn hạn để cho vay trung hạn, dài hạn thay vì mức 45% trong năm 2018. Điều này sẽ dẫn tới việc khó khăn hơn đối với các chủ đầu tư trong việc huy động vốn đầu tư các dự án do các chủ đầu tư Việt Nam vẫn phụ thuộc rất lớn vào nguồn vốn vay tín dụng và vốn huy động từ khách hàng.

Phân khúc căn hộ trung cấp vẫn tiếp tục sẽ là phân khúc dẫn dắt thị trường tuy nhiên cạnh tranh sẽ gay gắt hơn do nguồn cung dự kiến năm 2019 sẽ đột biến (chủ yếu dự án Vincy). Theo số liệu của CBRE, trong 9T2018 lần lượt có 57% và 61% số lượng căn hộ mới ở HCM và Hà Nội thuộc phân khúc trung cấp. Chúng tôi cho rằng cạnh tranh của các phân khúc trung cấp sẽ gay gắt hơn và lợi thế sẽ thuộc về việc doanh nghiệp bất động sản nào có khả năng mở bán dự án mới với đầy đủ pháp lý do tình trạng thiếu cung hiện tại. Ngoài ra, số lượng căn hộ mở bán chính năm 2018 sẽ được đóng góp lớn từ Vincy. Hiện tại VHM đang triển khai 3 dự án với tổng số lượng căn hộ là 132,500 căn hộ trong giai đoạn 2019 - 2022, trong đó 2 dự án ở Hà Nội (89,000 căn) đã được mở bán giai đoạn đầu và Hồ Chí Minh (43,500 căn) sẽ được mở bán từ năm 2019.

.... Điều này dẫn đến việc tiến độ dự án bị chậm lại so với kế hoạch ban đầu và KQKD năm 2019 - 2020 của ngành bất động sản có xu hướng tăng trưởng chậm lại. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng KQKD của ngành bất động sản sẽ chậm lại so với năm 2018 chủ yếu do (1) Thiếu các dự án chuẩn bị bàn giao trong năm 2019 – 2020; (2) Tăng trưởng lợi nhuận sẽ phụ thuộc nhiều vào lợi nhuận bất thường chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng dự án; (3) Lãi suất cho vay dự báo tăng và siết chặt tín dụng ít nhiều sẽ gây áp lực đến chủ đầu tư cũng như người mua nhà.

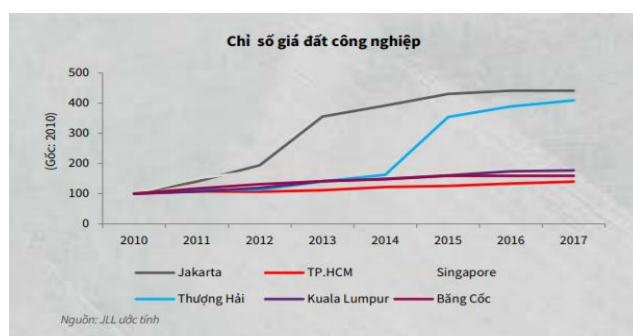
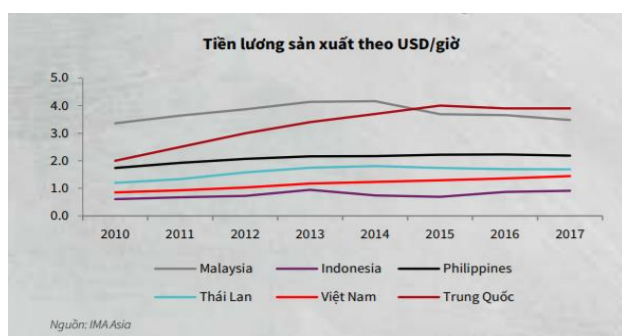
Dòng vốn FDI đăng ký có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại (-14.2% yoy), tuy nhiên vốn FDI giải ngân vẫn ghi nhận tăng trưởng dương (+3.1% yoy). Theo Cục đầu tư nước ngoài, tổng vốn FDI đăng ký và cấp mới đến ngày 20/11/2018 đạt 30.8 tỷ USD (-14.2% yoy) do không có dự án tỷ USD như tháng 11/2017, tuy nhiên vốn FDI giải ngân cũng ghi nhận tăng trưởng dương đạt 16.5 tỷ USD (+3.1% yoy). Chúng tôi đánh giá tuy dòng vốn FDI có mức tăng trưởng âm trong 11T/2018 nhưng xét về số tuyệt đối thì đây vẫn là mức cao so với giai đoạn trước.

Ngoài dòng vốn FDI vẫn duy trì mức cao, BĐS khu công nghiệp - Hưởng lợi lớn từ các hiệp định thương mại sắp (CPTPP, EVFTA) và làn sóng chuyển dịch từ Trung Quốc do chiến tranh thương mại Trung-Mỹ. Theo báo cáo của JLL, sự chuyển dịch nhà xưởng sản xuất từ Trung Quốc sang các nước Đông Nam Á (Cụ thể là Việt Nam) nhờ vào ba yếu tố sau

(1) Chi phí hoạt động Trung Quốc tăng mạnh. Theo số liệu của IMA Asia, tiền lương sản xuất ở TQ đã tăng từ 2.0 USD/giờ năm 2010 lên 3.9 USD/giờ năm 2016, cao hơn so với mức tiền lương sản xuất trung bình ở Việt Nam 1 – 1.4 USD/giờ.

(2) Giá cho thuê đất khu công nghiệp tăng mạnh. Các thành phố lớn như Thượng Hải ghi nhận giá đất công nghiệp tăng lên mức 180 USD/m², trong khi đó mức giá đất ở Việt Nam tương đối thấp, chỉ ở mức 100 – 140 USD/m² (Khu vực thành phố lớn như Hà Nội, Hồ Chí Minh)

(3) Sự chuyển dịch của Trung Quốc lên trong chuỗi giá trị khi tập trung phát triển xuất khẩu mặt hàng giá trị cao hơn và làn sóng dịch chuyển nhà máy sang Việt Nam do vấn đề áp thuế của chiến tranh thương mại Trung Mỹ. Hiện tại, các nhà máy Việt Nam vẫn chủ yếu tập trung các mặt hàng có giá trị gia tăng thấp và mang tính gia công như dệt may, đồ nội thất, lắp ráp ô tô



Nguồn: JLL

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi hạ đánh giá **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** về ngành bất động sản do việc (1) Tiến độ triển khai các dự án bị chậm lại; (2) Lãi suất cho vay dự báo tăng; (3) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản. Trong năm 2019, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp dựa trên các tiêu chí sau: **(1) Quỹ đất sạch lớn, có khả năng mở bán trong năm 2019, giúp đảm bảo việc hạch toán lợi nhuận giai đoạn 2020 – 2022; (2) Ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận tốt nhờ vào có các dự án có thể bàn giao trong năm 2019.** Chúng tôi khuyến nghị mua các mã: **VHM, NLG, HDG, KBC**

VHM (Giá ngày 30/11/2018): 77,800 VND – Mua – Giá mục tiêu 92,700 VND – Upside +19.2% – P/E FW 14.1x, P/B FW 2.8x.

KQKD 9T2018 của VHM ghi nhận mức tăng trưởng khả quan với lợi nhuận trước thuế đạt 15,1 nghìn tỷ đồng (+147% yoy), được đóng góp bởi (1) các Dự án Vinhomes (8,805 tỷ đồng) và các dự án BCC (7,016 tỷ đồng); (2) Chuyển nhượng dự án Lotus (2,000 tỷ). Tổng giá trị mở bán mới tính tới T11/2018 (pre-

sales) đạt khoảng 2.5 tỷ USD (~ 59,500 tỷ đồng) với 15,000 căn hộ. Tổng giá trị mở bán dự kiến năm 2019 ước đạt 5,5 tỷ USD ~ 60,000 căn hộ, trong đó chủ yếu đến từ Vincy Ocean Park, Vincy Sportia và Vincy Grand Park.

Chúng tôi đánh giá dự án Vincy sẽ đóng vai trò cốt lõi cho tiềm năng tăng trưởng của VHM giai đoạn 2019-2023, tổng quy mô dự án ước tính khoảng 132,500 căn hộ, 4,000 căn biệt thự. Theo đánh giá của chúng tôi, dự án Vincy có những tín hiệu khả quan nhờ vào (1) Nguồn cung đang siết chặt; (2) Phân khúc Vincy hướng tới là phân khúc bình dân/trung cấp có nguồn cầu rất lớn; (3) VHM đang sở hữu hệ sinh thái tương đối hoàn chỉnh và chính sách cho vay nhà khá ưu đãi (Kỳ hạn lên tới 35 năm và 70% tổng giá trị hợp đồng).

BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VHM trong năm 2019 lần lượt ước đạt 62,063 tỷ đồng (+200% yoy) và 18,158 tỷ đồng (+13% yoy) nhờ vào hạch toán sản phẩm thấp tầng của dự án Vincy Ocean Park và Vincy Sportia, phần còn lại của các dự án Vinhomes Greenbay, Vinhomes Metropolis, Vinhomes Skylake

NLG (Giá ngày 30/11/2018): 28,300 VND – Mua – Giá mục tiêu 33,900 VND – Upside +19.8% – P/E FW 6.6x, P/B FW 1.1x.

Sở hữu quỹ đất sạch lớn đang chờ phát triển khoảng 539.3 ha, có thể triển khai bán hàng trong năm 2019. Với phân khúc sản phẩm khá đa dạng và thương hiệu uy tín là những thế mạnh của NLG khi doanh nghiệp có thể linh hoạt phát triển các dự án tùy vào nhu cầu thị trường bao gồm: (1) Ehome – phân khúc bình dân, (2) Flora – phân khúc trung cấp và (3) Valora – villas – phân khúc cao cấp. NLG đang sở hữu các dự án lớn có khả năng mở bán trong năm 2019 bao gồm (1) Akari City, (2) Mizuki Park, (3) Water Point, (4) Nam Long 3 – Cần Thơ.

Trong 9T2018, tổng giá trị hợp đồng chưa hạch toán đạt 2,598 tỷ đồng (-5.1% yoy). Trong năm 2019, NLG sẽ mở bán các dự 1,800 căn của dự án Akari City, 1,000 căn hộ dự án Mizuki Park, đất nền dự án NLG 3 (Cần Thơ) và 500- 600 căn biệt thự của Water Point.

Ngoài ra trong năm 2019, NLG sẽ ghi nhận một khoản lợi nhuận từ chuyển nhượng 50% dự án Akari City và phần còn lại của Water-Point, ước tính doanh thu khoảng 900 tỷ đồng, tương đương khoảng 200 - 300 tỷ đồng lợi nhuận gộp. **Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của NLG năm 2019 ước đạt 3,067 tỷ đồng (-7.4% yoy) và lợi nhuận sau thuế ước đạt 947 tỷ đồng (+25% yoy), EPS 2019F = 4,285 đồng/cp.**

HDG (Giá ngày 30/11/2018): 36,800 VND – Mua – Giá mục tiêu 54,700 VND – Upside +43.9% – P/E FW 5.0x, P/B FW 1.26

Tăng trưởng lợi nhuận năm 2019-2020 sẽ được đảm bảo bởi dự án Centrosa Garden (tổng DT dự án khoảng 10,700 tỷ đồng), ước tính ghi nhận doanh thu năm 2019 khoảng 4,000 tỷ đồng cho 4 blocks. Chúng tôi đánh giá mảng kinh doanh bất động sản sẽ là mảng cốt lõi đóng góp chính trong kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2019 - 2020 của HDG, trong đó nguồn lợi nhuận chính sẽ đến từ (1) Hà Đô Centrosa, (2) Hà Đô Dragon City, (3) Hà Đô Green Lane. Ngoài ra dự án Nongtha Central Park dự kiến cũng sẽ được mở bán trong Q4/2018.

Quỹ đất được gia tăng thêm trong thời gian gần đây giúp HDG đảm bảo việc phát triển trong dài hạn. Sau khi hoàn tất thoái vốn từ Bộ Quốc Phòng, HDG tích cực đẩy mạnh việc M&A và mua thêm các quỹ

đất mới như Tòa nhà hỗn hợp Dịch Vọng – Cầu Giấy (1ha), HaDo Green Land(2,3 ha), 62 Phan Đình Giót (2,23 ha), dự án Alila Bảo Đại (8,92ha).

Dòng tiền ổn định từ mảng thủy điện, dự kiến tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2019-2020 nhờ vào 3 nhà máy mới (tổng công suất ước tính 205 MW). Theo đó, nhà máy thủy điện Nhận Hạc (Công suất 59 MW) đã được đưa vào vận hành từ Q3/2018, qua đó giúp tổng công suất mảng thủy điện của HDG tăng gần gấp đôi từ mức 60 MWh lên mức 119 MW.

- Dự án năng lượng mặt trời Hồng Phong 4 dự kiến sẽ đưa vào vận hành trước 30/6/2019 để hưởng giá bán điện ưu đãi 9.35 cent. Tổng công suất dự kiến 48 MWp – 40 MWac, tương đương sản lượng ước đạt 91 triệu kWh/năm. Tổng vốn đầu tư dự kiến 1,100 tỷ đồng và bắt đầu thi công xây dựng từ T10/2018.
- Dự án nhà máy điện gió Tiến Thành 1 dự kiến đưa vào vận hành từ Q4/2019. Công suất dự kiến 60MW, tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 2,100 tỷ VNĐ. HDG dự kiến hoàn thành thủ tục pháp lý từ tháng 3/2019 và bắt đầu xây dựng từ tháng 6/2019.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của HDG năm 2018 dự kiến đạt mức 5,543 tỷ đồng (+28.9%yoy), LNST công ty mẹ ước tính sẽ đạt 689 tỷ (+32.7% yoy), EPS FW = 7,253 đồng/ cổ phiếu

KBC (Giá ngày 30/11/2018): 12,700 VND – Mua – Giá mục tiêu 18,300 VND – Upside +44.1% – P/E FW 5.6x, P/B FW 1.5x.

Dự kiến hoàn thành kế hoạch bàn giao 100ha khu công nghiệp trong năm 2018. Lũy kế 3 quý đầu năm, KBC đã bàn giao được 85ha đạt 85% kế hoạch năm của doanh nghiệp, doanh thu cho thuê đất đạt 1,427 tỷ đồng(+176.4% yoy). Dự kiến quý 4, KBC sẽ ghi nhận thêm diện tích tại khu công nghiệp Quế Võ qua đó sẽ hoàn thành kế hoạch bàn giao 100ha khu công nghiệp trong năm 2018, gấp 2.5 lần so với năm 2017

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2019 được đảm bảo từ lượng lớn hợp đồng ký mới ở mảng KCN và lợi nhuận từ dự án Phúc Ninh. BSC dự kiến doanh thu năm 2019 của KBC đạt 2,700 tỷ đồng (+16.5% yoy), lợi nhuận dự kiến đạt khoảng 1,062 tỷ đồng (+45.5% yoy). EPS FW = 2,260 đồng/cp.

- (1) **Khu công nghiệp:** Trong quý 4 năm 2018, diện tích hợp đồng được ký mới ở mảng KCN đạt mức cao kỷ lục 100ha chủ yếu dành cho khu công nghiệp Quang Châu (bao gồm DN sản xuất linh kiện 50ha và JA solar 30ha). Doanh thu và lợi nhuận của dự án này sẽ được KBC ghi nhận trong quý 4/2018 và hầu hết trong năm 2019 qua đó BSC dự báo tổng diện tích khu công nghiệp bàn giao của KBC trong năm 2019 của KBC có thể đạt mức 120ha (+20% so với năm 2018).
- (2) **Dự án Phúc Ninh:** Giai đoạn 2 của dự án với khoảng 10.5ha đất thương phẩm đã được KBC mở bán 60% diện tích, dự án đang trong quá trình hoàn thiện và sẽ ghi nhận vào năm 2019. Hiện tại, tổng giá trị đặt cọc trước của dự án đạt khoảng trên 1,300 tỷ đồng; với giá vốn chỉ khoảng 5 triệu đồng/m² và giá bán dự kiến khoảng 20 triệu đồng/m². Do vậy, chúng tôi dự kiến doanh thu của giai đoạn 2 có thể đạt 2,000 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp khoảng 70%.

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 13/12/18	Giá mục tiêu
VHM	62,063	18,158	5,161	14.1	2.8	12.8%	26.8%	77,800	92,700
NLG	3,067	947	4,285	6.6	1.1	8%	18%	28,300	33,900
HDG	5,543	689	7,253	5.0	1.26	8.1%	13.8%	36,800	54,700
KBC	2,700	1,062	2,260	5.6	1.5	5.6%	25.1%	12,700	18,300

Nguồn :BSR Research

Ngành Dầu khí [Trung lập]

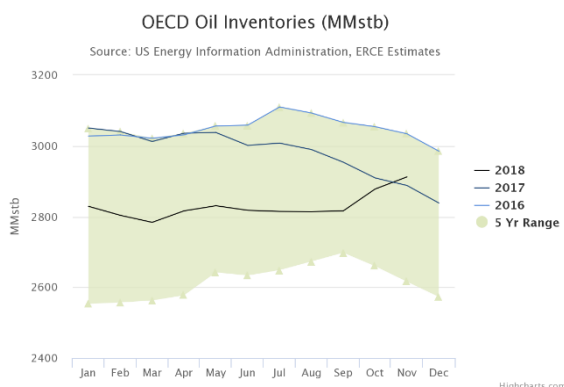
- Giá dầu giảm mạnh trong Q4/2018 do nguồn cung tăng mạnh, trong khi đó nguồn cầu được dự báo giảm trong năm tới bởi triển vọng tăng trưởng nền kinh tế thế giới chậm lại.
- Tồn kho dầu thô của nhóm OECD và Mỹ bắt đầu tăng trở lại từ Q2/2018 gây áp lực mạnh lên giá dầu.
- Giá dầu được dự báo sẽ có xu hướng giảm do áp lực dư cung hiện tại và kỳ vọng sự phục hồi trong nửa cuối năm 2019 khi cung cầu dần cân bằng hơn.
- Trong năm 2019, dự kiến vẫn chưa có nhiều dự án lớn được triển khai, ngoại trừ Sao Vàng Đại Nguyệt.
- BSC duy trì nhận định **TRUNG LẬP** với Ngành Dầu khí trong năm 2019 khi giá dầu được dự báo duy trì mức quanh 60 - 70 USD do (1) Áp lực dư cung hiện tại và (2) Tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại khiến nhu cầu sụt giảm. Khuyến nghị theo dõi : GAS, PVS, PVD.

Giá dầu giảm mạnh trong Q4/2018 do nguồn cung tăng mạnh, trong khi đó nguồn cầu được dự báo giảm trong năm tới bởi triển vọng tăng trưởng nền kinh tế thế giới chậm lại. Theo báo cáo tháng 12/2017 của OPEC, Cung dầu thô đã bắt đầu vượt Cầu từ Q3/2018, tính trung bình trong Q3/2018 lượng cầu dầu thô chỉ đạt 99.32 triệu thùng/ngày, trong khi nguồn cung chỉ khoảng 99.4 triệu thùng/ngày. Mặc dù số liệu OPEC cho thấy cung cầu hiện tại đang khá cân bằng, tuy nhiên số liệu nguồn cung từ Q3/2018 lại có xu hướng tăng mạnh hơn dự báo, chủ yếu đến từ nhóm Non-Opec (Mỹ, Canada, Nga và Kazakhstan).

Tồn kho dầu thô của nhóm OECD và Mỹ bắt đầu tăng trở lại từ Q2/2018 gây áp lực mạnh lên giá dầu. Tính đến Q3/2018, tồn kho của nhóm OECD là 2.91 tỷ thùng, tăng 84 triệu thùng dầu so với mức đầu năm (2,82 triệu thùng). Mỹ hiện tại là nước dự trữ dầu lớn nhất thế giới, tính đến 31/11/2017, tồn kho thương mại là 443.2 triệu thùng, tăng 5.5% so với đầu năm 2018.

Với Trung Quốc, nước dự trữ dầu lớn thứ 2 thế giới cũng thể hiện xu hướng tăng tồn kho rõ rệt, tính đến tháng 10/2018, tồn kho thương mại là 415.96 triệu thùng, tăng 21.3% so với tháng liền kề. Tính trong 9T2018, dự trữ dầu thô của Trung Quốc tăng 197 triệu thùng dầu thô, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với mức tăng trong cùng kỳ năm 2017 (tăng khoảng 266 triệu thùng).

Tồn kho dầu thương mại của nhóm OECD (triệu thùng)



Tồn kho thương mại của Mỹ (triệu thùng)

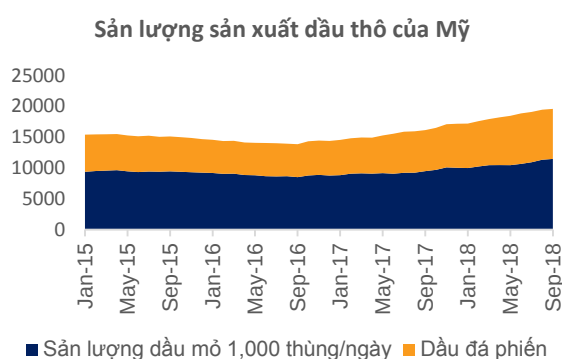
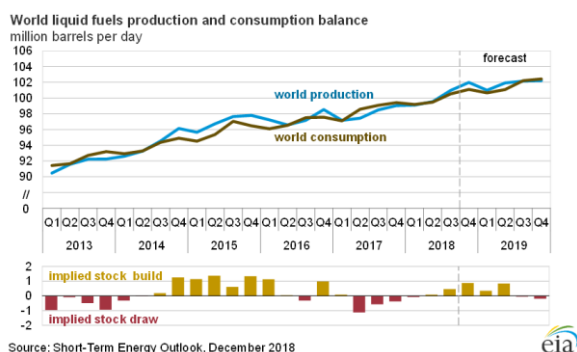


Nguồn: OPEC, EIA.

Giá dầu được dự báo sẽ có xu hướng giảm do áp lực dư cung hiện tại và kỳ vọng sự phục hồi trong nửa cuối năm 2019 khi cung cầu dần cân bằng hơn. Ngày 7/12, Tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ

OPEC và Non-Opec đã tuyên bố giảm sản lượng 1.2 triệu thùng mỗi ngày từ mức sản xuất tháng 10 trong vòng 6 tháng bắt đầu từ T1/2019. Điều này cho thấy rằng khả năng thị trường dầu có thể quay trở lại trình trạng dư cung trong năm 2019 ngày càng cao. Do đó chúng tôi kỳ vọng với việc (1) Giá dầu giảm mạnh trong thời gian vừa qua và (2) Tuyên bố cắt giảm nguồn cung của OPEC có thể giúp cho cung cầu dầu thô có thể thu hẹp dần để tiến về mức cân bằng hơn.

Chúng tôi cũng lưu ý, diễn biến giá dầu có thể dao động giảm do (1) Lo ngại sụt giảm về nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới giảm; (2) Tình trạng dư cung có thể kéo dài do tồn kho dầu đang ở mức cao (Khu vực Châu Á, Mỹ) và (3) Nguồn cung dầu tăng toàn cầu tăng nhanh hơn dự báo trước đó, cụ thể Ả-rập Saudi (11.3 triệu thùng/ngày), Nga (11.4 triệu thùng/ngày) và Mỹ (11.5 triệu thùng/ngày) đã bù đắp cho việc sụt giảm khai thác tại Iran và Venezuela.



Nguồn: Baker Hughes, EIA

Do đó về dự báo giá dầu, theo thống kê của Bloomberg, giá dầu năm 2018 sẽ khoảng 71.8 USD/thùng và 2019 trung bình là 72.5 USD/thùng. Theo đó, BSC giả định mức giá dầu Brent năm 2019 ước tính khoảng 65-66 USD/thùng làm nền giá cơ bản cho dự báo kết quả kinh doanh nhóm ngành dầu khí.

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	Thời điểm dự báo
Bloomberg	71.8	72.5	72.5	72	69	11/18
Reuter Poll	74	74.5				11/18
BMI	75	80				07/18
Goldman Sachs	75	70				11/18
EIA	73	61				12/18
World Bank	72	74	69	69	69	10/18
Morgan Stanley	73	68.5				12/18
J.P Morgan	70	73	64			11/18
Average	73	72	69	71	69	

Nguồn: BSC Research

Trong năm 2019, dự kiến vẫn chưa có nhiều dự án lớn được triển khai, ngoại trừ Sao Vàng Đại Nguyệt. Việc cơ cấu lại nhân sự cấp cao của PVN đến cuối năm 2018 nhìn chung đã cơ bản hoàn tất, điều này kỳ vọng sẽ giúp ngành Dầu khí hoạt động hiệu quả hơn. Cùng với đó, một số các dự án lớn bị chậm tiến độ có thể sẽ khởi động trong năm 2019 - 2020, do tính tới thời điểm hiện tại chỉ mới có một dự án Sao Vàng Đại Nguyệt đã có những triển khai nhất định, dự kiến đi vào hoạt động từ năm

2020. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng tiến độ các dự án lớn sẽ được sớm triển khai trong các năm tới là (1) Dự án Lô B Ô Môn, (2) Dự án Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 2, (3) Cá Voi Xanh.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC duy trì nhận định **Trung Lập** với Ngành Dầu khí trong năm 2019 khi giá dầu được dự báo duy trì mức quanh 60-70 USD do (1) Áp lực dư cung hiện tại và (2) Tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại khiến nhu cầu sụt giảm. Tuy nhiên chúng tôi cũng kỳ vọng rằng hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí sẽ cải thiện khả quan dần trong nửa cuối năm 2019 khi giá dầu được cải thiện và các dự án trì hoãn sẽ sớm được đẩy nhanh tiến độ. Các cổ phiếu chúng tôi lưu ý trong năm 2018 là GAS, PVD, PVS.

GAS (Giá ngày 30/11/2018)– Theo dõi

Kết quả kinh doanh năm 2018 ghi nhận mức cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm 2017 nhờ vào sự phục hồi mạnh của giá dầu. Lợi nhuận gộp cải thiện tích cực từ mức 20.3% trong 9T2017 lên mức 24% trong 9T2018. Theo đó, số lượng công việc thực hiện của GAS trong năm 2018 ước tính như sau : sản xuất và cung cấp trên 9.6 tỷ m³ khí, trên 1.6 triệu tấn LPG(+18.6% yoy), trên 95 ngàn tấn condensate (+20.7% yoy). Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2018 ước đạt 78,947 tỷ đồng (+21.8% yoy) và LNST đạt 11,991 tỷ đồng (+24% yoy), với giả định giá dầu trung bình năm ước đạt 73 USD/thùng. Trong năm 2019, chúng tôi đang xây dựng trên mức giá dầu cơ bản là 65 USD/thùng, do đó mức doanh thu và LNST lần lượt ước đạt 82,443 tỷ đồng và 10,913 tỷ đồng. Ngoài ra, kế hoạch thoái vốn của PVN tại GAS xuống 65% đã được lùi lại đến năm 2020, do đó chúng tôi cũng kỳ vọng những thông tin cập nhật về tiến độ thoái vốn sẽ có những hiệu ứng tích cực lên giá cổ phiếu (hiện PVN đang nắm 95.8%).

PVD (Giá ngày 30/11/2018): N/A – Theo dõi

Trong năm 2018, tất cả các giàn khoan (trừ Giàn khoan số 5) đều duy trì được hoạt động, điều này giúp tạo dòng tiền cho doanh nghiệp, tỷ lệ hoạt động trung bình của các giàn trong năm 2018 ước tính khoảng 80% (tương đương 1,460 ngày). Giàn 5 hiện tại vẫn chưa có việc do cấu tạo đặc thù của giàn chỉ phù hợp với các dự án nước sâu (dự án Cá Rồng Đỏ). Nhờ vào sự phục hồi của giá dầu từ cuối năm 2017, giá giàn khoan cũng có ít nhiều cải thiện đáng kể. Theo số liệu HIS Petrodata, giá cho thuê ngày giàn tự nâng trong Q3/2018 cải thiện lên mức 55,000 - 57,000 USD. Mức giá cho thuê hòa vốn dự tính của PVD nằm khoảng mức 65,000 USD/ngày.

Dựa trên kịch bản giá dầu khoảng 70 USD/thùng, tỷ suất hoạt động các giàn của PVD năm 2019 ước tính khoảng 84%. Mức giá thuê giàn bình quân năm 2019 ước tính tăng khoảng 5% so với 2018, đạt 60,000 USD/ngày. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý ngoài yếu tố giá dầu, giá giàn khoan sẽ phụ thuộc lớn vào cung cầu thị trường giàn khoan và số lượng các dự án dầu khí được triển khai, do đó sự phục hồi giá cho thuê giàn sẽ có độ trễ từ 6 tháng đến 12 tháng so với giá dầu.

Tiến độ thu hồi khoản nợ với PVEP có những tín hiệu khả quan (tổng khoản nợ khoảng 800 tỷ đồng). PVD đã trích lập 424 tỷ đồng trong tổng số 640 tỷ đồng khoản phải thu từ PVEP. Tuy nhiên, trong Q3/2018, PVEP đã trả nợ được 200 tỷ đồng, tương ứng 25% tổng khoản nợ, kỳ vọng sẽ trả thêm 30% trong Q4/2018 và phần còn lại trong năm 2019. Ngoài ra, việc hoàn nhập khoản dự phòng có thể giúp PVD thoát lỗ trong năm 2018 và năm 2019.

PVS (Giá ngày 30/11/2018) – Theo dõi

Triển vọng năm 2019:

• Mảng M&C: Dự kiến tổng doanh thu 8,155 tỷ đồng. Trong đó, nguồn ghi nhận chính đến từ dự án Sao vàng đại nguyệt (khoảng 160 triệu USD), còn lại sẽ đến từ các dự án trên bờ bao gồm dự án Al Sharren (80 triệu USD), dự án Long Sơn (50 triệu USD) và các dự án nhỏ khác. • Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí: dự báo sẽ vẫn khó khăn, và tương tự mức thực hiện 2017 • FSO/FPSO: doanh thu giảm nhẹ do đã điều chỉnh mức giá tại FPSO Lam Sơn, FPSO Biển Đông, dự kiến tổng doanh thu đạt 1,814 tỷ đồng.

• Dịch vụ khảo sát dự kiến sẽ được giải thể trong năm 2018 do đó không còn gây lỗ cho KQKD của PVS năm 2019. • Dịch vụ Cảng: tương đối tốt, dự báo tăng trưởng 5% so với 2018, đạt 1,546 tỷ đồng doanh thu • Mảng O&M dự báo không có biến động.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2019: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 14,885 tỷ đồng và 808 tỷ đồng, EPS FW năm 2019 đạt 1,673 đồng/cp, P/E Fw = 12.1 lần.

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 31/11/18	Giá mục tiêu
GAS	82,443	10,913	6,793	15.3	3.3	17%	21%	90,800	91,700
PVD*	4,534	(76)	N/A	N/A	3.6	N/A	N/A	15,850	N/A
PVS	14,885	808	1,673	12.1	0.8	3%	7%	19,300	22,300

Lưu ý KQKD của các DN dầu khí trên được dựa vào kịch bản giá dầu bình quân 2019 là 70 USD/thùng

* Lưu ý: Lợi nhuận PVD chưa tính phần hoàn nhập dự phòng quỹ khoa học công nghệ và thu nợ từ PVEP

Ngành Dược [Trung lập]

- Tuy các doanh nghiệp dược nội chứng kiến tốc độ tăng trưởng âm trong 2018, BSC cho rằng ngành dược vẫn còn dư địa tăng trưởng trong dài hạn nhờ mức tăng trưởng tự nhiên của ngành và cơ cấu dân số chuyển sang dân số già
- Các thay đổi mang tính pháp lý sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp Dược
- BSC cho rằng các doanh nghiệp trong thị trường ETC (IMP, PME, DBD) sẽ có kết quả kinh doanh tốt hơn so với trung bình ngành
- Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với ngành Dược. Mua: PME; Theo dõi: DHG, DBD

Ngành dược vẫn còn tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ (1) tốc độ tăng trưởng vẫn sẽ được duy trì tại 10.6%/năm theo số liệu của BMI và (2) cơ cấu dân số Việt nam đang dần chuyển sang dân số già

- (1) Theo BMI, quy mô thị trường dược dự kiến sẽ đạt mức đạt mức 6.5 tỷ USD vào năm 2019, có mức tăng trưởng bình quân giai đoạn 2019 – 2022 là 10.6%/năm. Trong đó, thị trường OTC dự kiến đạt quy mô 1.6 tỷ USD năm 2019, tăng trưởng bình quân giai đoạn 2019 – 2022 của OTC thấp hơn mức trung bình ngành, đạt 9.5%/năm.
- (2) Theo dự báo của Tổng cục thống kê, tỷ lệ người trên 65 tuổi vào năm 2049 sẽ chiếm 18.1% dân số, cao gấp 3 lần so với tỷ lệ 5.5% đầu năm 2017. Điều này sẽ làm tăng nhu cầu chi tiêu cho sức khỏe, y tế và dược phẩm trong tương lai.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý 15 doanh nghiệp dược niêm yết trong giai đoạn 2013 – 2017 chỉ ghi nhận tăng trưởng doanh thu CAGR ở mức 2.3%, thấp hơn rất nhiều so với số liệu quá khứ của BMI. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp nội địa sẽ khó có thể tận dụng tăng trưởng chung của thị trường nếu không có đầu tư về chất lượng, tạo sự khác biệt trong cơ cấu sản phẩm.

Dự thảo đấu thầu thuốc đã được thông qua và sẽ ảnh hưởng đến quá trình đấu thầu trong các năm tới. Dự thảo cho thấy ưu ái nhất định đối với các doanh nghiệp dược nội địa trong việc lựa chọn nhà thầu. Do đó, chúng tôi cho rằng một số doanh nghiệp dược, đặc biệt các doanh nghiệp có sản phẩm chất lượng và tham gia đấu thầu nhóm I và nhóm II, sẽ cải thiện được mảng đấu thầu ETC trong năm 2019.

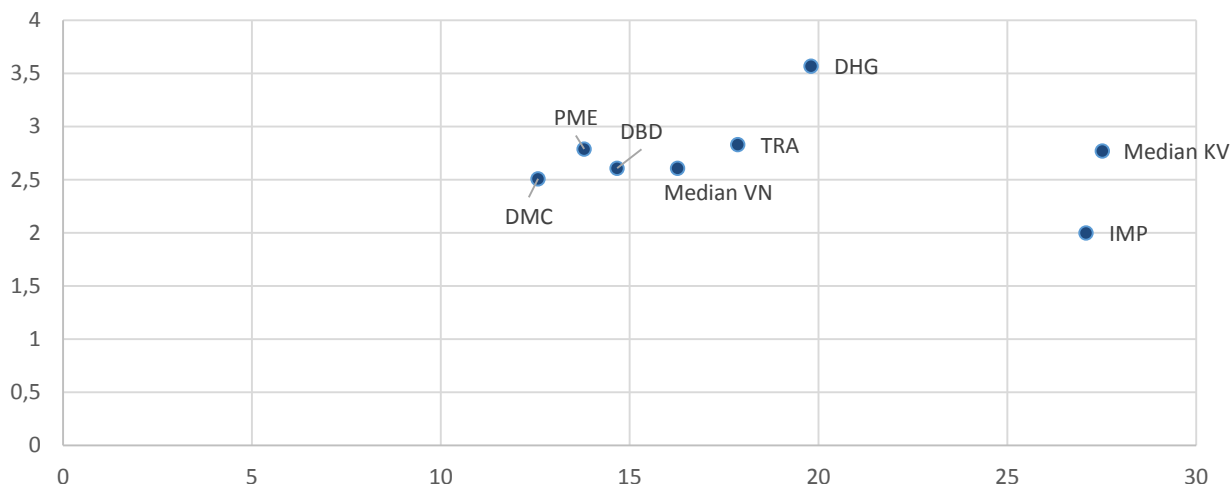
Quyết định 4041 của Bộ Y tế phê duyệt Đề án Kiểm soát kê đơn thuốc và bán thuốc kê đơn dự kiến sẽ có những thay đổi đáng kể trong việc bán thuốc kê đơn (đặc biệt thuốc kháng sinh) trong năm 2019: nhà thuốc phải hòa mạng với bộ Y tế và chỉ được bán thuốc kháng sinh khi có đơn của bác sĩ. Theo thống kê của Bộ Y tế, kháng sinh được bán không có đơn đang chiếm 88% ở thành thị và 91% ở nông thôn. Do đó, chúng tôi cho rằng các quy định này sẽ ảnh hưởng lớn đến thói quen mua thuốc của người dân và kết quả hoạt động của các doanh nghiệp tại thị trường OTC. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng Đề án có thể sẽ chậm triển khai do hiện tại vẫn chưa có văn bản hướng dẫn cụ thể từ các sở ban ngành.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Dược. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp dược trong thị trường ETC sẽ có kết quả kinh doanh tốt hơn so với trung bình ngành do (1) Tỷ lệ đóng bảo hiểm y tế tăng làm tăng nhu cầu thuốc qua kênh bệnh viện; (2) Các ưu ái với doanh nghiệp nội địa khi Dự thảo đấu thầu được thông qua; (3) các doanh nghiệp ETC đều đang đầu tư nhà máy hướng tới sản phẩm chất lượng cao với giá bán tốt. Dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng các doanh nghiệp dược nội địa

tuy ở mức định giá thấp so với khu vực (17.x với 27.x), nhưng ở mặt bằng định giá khá cao so với thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung (17.x với 15.7x).

Định giá các doanh nghiệp dược



Nguồn: Bloomberg

DHG – THEO DÕI – Giá mục tiêu 89,000 VND/cp – Upside 8.5% - P/E fw = 17.5

DHG là doanh nghiệp dược hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và phân phối dược phẩm. Tuy nhiên, KQKD năm 2018 cho thấy tốc độ tăng trưởng đang chững lại, DT và LNST 3Q.2018 lần lượt sụt giảm 1.5% và 9.9% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh cạnh tranh gay gắt tại OTC, trong khi cơ cấu sản phẩm không có nhiều khác biệt và hệ thống phân phối đã đến điểm bão hòa.

Chúng tôi cho rằng những khó khăn này vẫn sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của DHG trong 2019, đồng thời, việc Bộ Y tế phê duyệt Đề án Kiểm soát kê đơn thuốc và bán thuốc kê đơn sẽ ảnh hưởng đến việc tiêu thụ mặt hàng thuốc kháng sinh – đóng góp chính vào DT của DHG. Dù vậy, trong dài hạn, mối quan hệ với Taisho sẽ giúp DHG nâng cao chất lượng sản phẩm, quy trình sản xuất cũng như gia công sản phẩm cho Taisho, mở rộng thị trường xuất khẩu. Chúng tôi dự báo DT 2019 của DHG đạt 4,411 tỷ, LNST đạt 702 tỷ, tương ứng với EPS 2019 = 4,678 VND/cp, P/E fw 2019 = 17.5

PME – MUA - Giá mục tiêu 76,500 VND/cp – Upside 10.5% - P/E fw = 16.3

PME là một trong các doanh nghiệp có hoạt động đấu thầu qua ETC. Công ty sở hữu dây chuyền kháng sinh và dây chuyền tiêm Cephalosporin đạt tiêu chuẩn EU – GMP. Trong 3Q.2018, PME ghi nhận tốc độ tăng trưởng DT và LNST vượt trội so với trung bình 15 doanh nghiệp niêm yết, tăng trưởng lần lượt 2.7% và 6.0%. Tuy giá đấu thầu toàn quốc 2018 giảm khoảng 20% so với 2017, nhưng chúng tôi cho rằng các sản phẩm của PME đấu thầu nhóm II ít bị giảm giá bán, đồng thời, việc được chứng nhận EU – GMP cho dây chuyền thuốc bột pha tiêm Cephalosporin từ đầu năm cũng đóng góp vào tăng trưởng hoạt động kinh doanh.

Năm 2019, chúng tôi kỳ vọng rằng tác động của Dự thảo đấu thầu sẽ cải thiện mảng đấu thầu của PME do các ưu đãi đối với doanh nghiệp nội địa. Đồng thời, công ty cũng dự kiến tháng 5.2019 sẽ hoàn thành nhà máy Non – beta với công suất 1,200 triệu đơn vị, đưa tổng công suất lên 2,037 triệu đơn vị. Chúng

tôi cũng lưu ý việc chứng nhận EU – GMP có thể mất 1 khoảng thời gian để đạt chuẩn và tham dự đấu thầu nhóm I và II. Chúng tôi dự báo DT 2019 của PME đạt 1,917 tỷ, LNTT đạt 395 tỷ, tương ứng với EPS 4,855 VND/cp, P/E fw 2019 = 14.2

DBD – THEO DÕI

Bidiphar là doanh nghiệp dược với sản phẩm có thể mạnh là thuốc điều trị ung thư và thuốc đông khô. Trong 3Q.2018, DBD ghi nhận mức tăng trưởng DT và LNST lần lượt là 1.2% và 6.6%, vượt trội so với 15 doanh nghiệp dược niêm yết. Năm 2019, chúng tôi kỳ vọng mảng đấu thầu của DBD sẽ tích cực khi Dự thảo đấu thầu có hiệu lực. Dù vậy, chúng tôi cũng lưu ý các sản phẩm của DBD tại nhóm III đang cạnh tranh gay gắt với thuốc giá rẻ từ nước ngoài. Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của DBD sẽ cải thiện mạnh mẽ từ cuối năm 2019 khi công ty hoàn thành xây dựng nhà máy vào Q4/2019 (dù chứng nhận EU-GMP có thể lâu hơn). Chúng tôi dự báo DT 2019 của DBD đạt 1,458 tỷ, LNST đạt 186 tỷ, tương ứng với EPS 2019 = 3,551 VND/cp, P/E fw 2019 = 11.3.

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 31/11/18	Giá mục tiêu
DHG	4,411	679	4,678	17.5	3.9	15.5%	21.8%	82,000	89,000
PME	1,919	318	4,247	16.3	2.6	12.0%	15.0%	69,200	76,500
DBD	1,458	186	3,551	11.3	2.6	13.1%	19.4%	40,200	N.a

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Ngành Gạch men [Trung Lập]

- Tiêu thụ tăng trưởng chậm lại (dự báo của BSC ở mức 5-6%) theo nhu cầu xây dựng.
- Tình trạng dư cung tiếp diễn (công suất dư thừa 20-30%), cạnh tranh cao.
- Giá khí được dự báo giảm theo giá dầu trong khi giá than tiếp tục tăng do nguồn cung hạn chế sẽ tác động trái chiều đến lợi nhuận của các công ty.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành gạch men trong năm 2019. Khuyến nghị Nắm giữ đối với VGC, CVT.

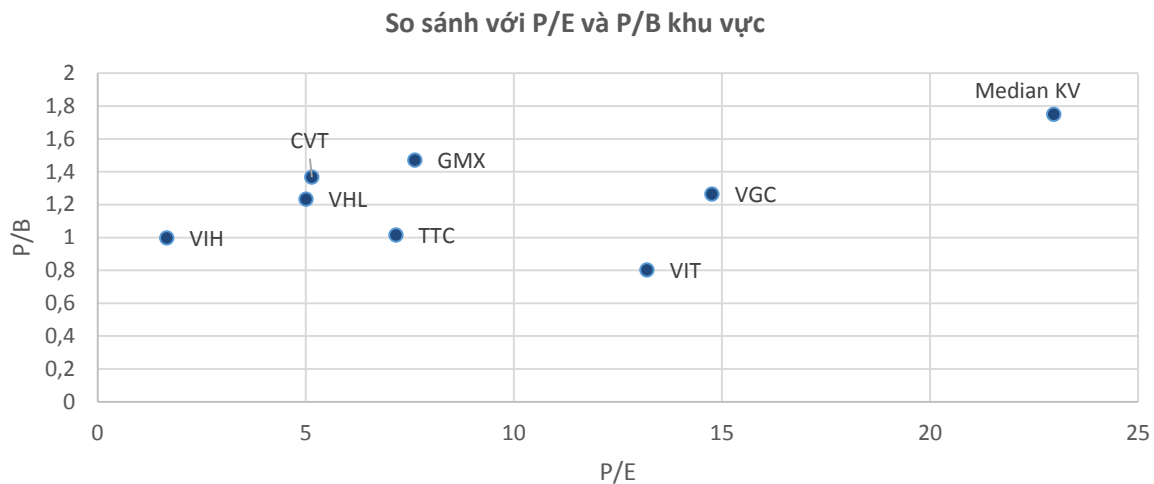
Tiêu thụ tăng trưởng chậm lại (5-6%) theo nhu cầu xây dựng. Theo BMI, tốc độ tăng trưởng của nhà ở và nhà không ở trong năm 2019 được dự báo đạt 7.8%, giảm đáng kể so với tốc độ 10.2% trong năm 2017. Trong đó, sự chững lại của phân khúc nhà ở rất rõ với tốc độ được dự báo sẽ giảm về 5.8%, nguồn cung BĐS trên thị trường đang thiếu hụt khi dòng tín dụng cho bất động sản bị kiểm soát chặt (nâng tỷ lệ rủi ro của cho vay bất động sản từ 150% lên 200%, giảm tỷ lệ nợ ngắn hạn cho vay trung và dài hạn). Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ trong năm tới sẽ không có đột biến, tăng trưởng khoảng 5-6%, tập trung vào các sản phẩm porcelain, granite chất lượng cao và gạch khổ lớn.

Tình trạng dư cung tiếp diễn với tỷ lệ 20-30% công suất đầy cạnh tranh cao. Tổng nguồn cung sản phẩm gạch ốp lát của Việt Nam tính đến cuối 2017 đạt trên 700 triệu m²/năm trong khi tiêu thụ chỉ khoảng 500-550 triệu m²/năm (tương đương với hiệu suất 75-80%), dư cung tiếp diễn đặc biệt ở phân khúc gạch kích thước nhỏ, ceramics chất lượng thấp. Do đó, khả năng tăng giá các SP hiện tại của doanh nghiệp sẽ bị hạn chế, giá bán bình quân chỉ có thể tăng nếu các DN nâng cao được tỷ lệ tiêu thụ sản phẩm chất lượng cao, mẫu mã thay đổi phù hợp theo thẩm mỹ của người tiêu dùng.

Giá khí được dự báo giảm theo giá dầu trong khi giá than tiếp tục tăng do nguồn cung hạn chế sẽ tác động trái chiều đến lợi nhuận của các công ty. Giá dầu Brent năm tới được các tổ chức như OPEC, IEA, Morgan Stanley dự báo sẽ giảm về mức 66 USD/thùng (-5-6% YoY), kéo theo giá khí LPG giảm sẽ cải thiện biên lợi nhuận cho các DN gạch men đã chuyển sang sử dụng khí làm nhiên liệu đốt như VHL, VIT, TLT,... Đối với các DN vẫn sử dụng các dây chuyền chạy bằng than hóa khí như CVT, nguồn cung than trong nước và thế giới hạn chế trong khi nhu cầu tăng tại các nước Đông Nam Á và Ấn Độ sẽ khiến cho giá than năm tới tiếp đà tăng, làm tăng giá thành sản xuất.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi cho rằng năm 2019 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn đối với ngành gạch men bởi dự báo tổng nhu cầu tăng chững lại trong khi nguồn cung vẫn còn dư thừa lớn. Giá nhiên liệu đầu vào giảm sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận cho các DN trong ngành. Mức định giá hiện tại của các DN thấp hơn tương đối so với khu vực nhưng chúng tôi cho rằng mức P/E hiện tại khó được cải thiện bởi ngành đã qua giai đoạn tăng trưởng mạnh, quy mô các DN ngành niêm yết hiện tương đối nhỏ. Do đó, BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành gạch men.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

VGC – NĂM GIỮ – Giá mục tiêu: 17,600 đồng

Chúng tôi đánh giá lợi thế động lực tăng trưởng của VGC trong những năm tới sẽ đến từ mảng cho thuê hạ tầng khu công nghiệp nhờ có diện tích quỹ đất trống lớn 1,560 ha (ước tính đến cuối 2018) cũng như các dự án mở rộng tại những khu vực tiềm năng như Yên Phong (220ha), Đồng Văn IV (320ha). Đối với mảng vật liệu xây dựng, công ty sẽ vẫn duy trì được vị thế tại các mảng kính và sứ vệ sinh nhờ các dự án mở rộng trong 2019-2020.

Thoái vốn nhà nước trong 2019 sẽ là một động lực bổ sung cho VGC. Kế hoạch thoái vốn nhà nước tại VGC về 36% trong năm 2018 với mức giá tối thiểu là 26,000 đồng chưa thực hiện được, nên sẽ được chuyển sang 2019, thực hiện thoái hết vốn từ 53.97% về 0%. Với tỷ lệ nắm giữ lớn, lần thoái vốn này được đánh giá là sẽ hấp dẫn hơn với những nhà đầu tư muốn trở thành cổ đông chiến lược tại VGC.

Ước tính KQKD 2018: BSC ước tính doanh thu 2018 của VGC đạt 9,019 tỷ đồng (-1.9% YoY) với sự suy giảm chủ yếu do mảng kính gương (giá bán giảm do cạnh tranh cao đối với kính nhập khẩu, cung tăng và mặt bằng giá 2017 cao), gạch ngói (giá giảm) và bất động sản. Đối với mảng KCN, chúng tôi ước tính diện tích cho thuê năm 2018 đạt 85 - 90 ha (diện tích cho thuê đến hết T11 ước đạt trên 80 ha). LNST 2018 dự báo đạt 617.8 tỷ (+2.9% YoY), EPS = 1,231 đồng/CP.

Dự báo KQKD 2019: Chúng tôi dự báo doanh thu 2019 đạt 9,317 tỷ đồng (+3.3% YoY) nhờ các dự án mở rộng mảng kính, sứ trong khi giả định diện tích KCN cho thuê năm sau đạt 94ha. LNST 2019F = 619 tỷ (+0.2%YoY) nhờ hỗ trợ bởi giá dầu và khí thấp.

CVT – NĂM GIỮ – Giá mục tiêu: 23,800 đồng

Kết quả kinh doanh năm 2018 của CVT không được như kỳ vọng do ảnh hưởng của (1) dây chuyền sản xuất gạch vi tinh và thấm muối tan: công tác làm thị trường và tiêu thụ chậm hơn dự kiến; chi phí chạy thử và quảng cáo phát sinh lớn; (2) giá nhiên liệu đốt than và khí LPG tăng mạnh trong khi giá bán của một số chủng loại sản phẩm giảm so với cùng kỳ khiến cho LNST 9T2018 chỉ đạt 113.5 tỷ (-12% YoY) trong khi doanh thu +15.5% YoY.

Chúng tôi ước tính quý 4/2018 tiêu thụ của CVT không có nhiều đột biến, sản lượng cả năm đạt 17 triệu m² (+18.3% YoY), trong đó sản phẩm muối tan và vi tinh dự kiến tiêu thụ khoảng 130 nghìn m² (chúng tôi điều chỉnh giảm so với dự báo trước đây do công tác làm thị trường và tiêu thụ sản phẩm

chậm hơn dự kiến). Doanh thu 2018E = 1,415.5 tỷ (+20% YoY), LNST đạt 153.3 tỷ (-12% YoY), EPS = 3,970 đồng/CP, tương đương P/E = 5.57x.

Dự báo KQKD 2019: BSC dự báo sản lượng tiêu thụ của CVT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2019 nhờ công ty có thể linh hoạt trong sản xuất giữa các sản phẩm, doanh thu năm tới dự báo đạt 1,487 tỷ (+5.0% YoY), LNST ước đạt 183.8 tỷ (+19.9% YoY) nhờ low base của 2018, EPS 2019 = 4,760 đồng/CP.

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS (đ/CP)	P/E 2019	P/B 2019	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 30/11/2018	Giá mục tiêu
VGC	9,317	619	1,233	14.4	1.19	3.74%	8.8%	17,800	17,600
CVT	1,487	184	4,760	4.6	1.04	14%	26%	22,100	23,800

Nguồn: BSC Research

Ngành Ngân hàng [Trung lập]

- Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt 14% - 15% trong năm 2019. (năm 2018 ở mức 17%)
- NIM toàn ngành 2019 có thể sẽ giảm nhẹ xuống mức 3.4% - 3.5% (cùng kỳ 3.6%).
- Fintech có khả năng thay đổi mô hình truyền thống.
- Các ngân hàng sẽ tăng vốn điều lệ đáp ứng yêu cầu vốn theo yêu cầu của Basel II.
- Các ngân hàng hoạt động lành mạnh, an toàn hơn nhờ (1) nghị quyết xử lý nợ xấu, chỉ thị 06 và luật sửa đổi các TCTD; (2) lộ trình áp dụng Basel II từ năm 2020; (3) tỷ lệ cho vay vốn ngắn hạn/cho vay trung dài hạn về mức 40%, siết nguồn cung tín dụng vào bất động sản.
- Một số ngân hàng dự kiến niêm yết (OCB, MSB, Seabank,...)
- Chúng tôi hạ quan điểm ngành Ngân Hàng xuống **TRUNG LẬP** do giảm tăng trưởng tín dụng và các ngân hàng hướng đến tăng trưởng bền vững. Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu ACB, MBB, TCB, THEO DÕI với VCB do có chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao.

Tăng trưởng tín dụng năm 2019 được dự báo ở mức 14%-15% do (1) nguồn cầu tín dụng, theo chúng tôi đánh giá, vẫn ở mức cao. Theo dự báo của BSC, tăng trưởng GDP dự kiến 6.7% và lạm phát = 4% trong năm 2019 (năm 2018 lần lượt là 6.8% và 3.8%) cùng với sự tăng trưởng từ khu vực tư nhân, từ đó giúp nhu cầu vay vốn để phát triển sản xuất kinh doanh tăng trưởng; (2) nguồn cung tín dụng hiện đang có xu hướng xiết chặt để đảm bảo tăng trưởng bền vững và an toàn, tái cơ cấu chậm làm giảm tốc độ tăng trưởng. Theo đánh giá của BSC, tốc độ tăng trưởng tín dụng trong năm 2019 sẽ khoảng từ 14% - 15% giúp đảm bảo tăng trưởng dài hạn cho hệ thống.

NIM toàn ngành 2019 có thể sẽ giảm nhẹ. Tính đến hết Q3/2018, trung bình NIM của các NH đang ở mức 3.59%, tăng 0.44% so với cùng kỳ do (1) lãi suất đầu ra tăng cao hơn so với lãi suất đầu vào; (2) tăng tỷ lệ huy động/cho vay vượt quá trần cho phép của SBV. Trong năm 2019, chúng tôi đánh giá lãi suất huy động, theo BSC, sẽ tăng từ 0.25% - 0.5% trong năm 2019 do lo ngại việc FED tiếp tục tăng lãi suất, lãi suất ngân hàng hiện đang ở mức cao tạo áp lực tăng lãi suất tại thị trường 1. Về lãi suất cho vay, Ngân hàng Nhà nước sẽ kiểm soát về việc tăng lãi suất cho vay khiến các NH có thể không tăng được lãi suất đầu ra tương ứng để giữ vững mức NIM hiện nay. Theo đó, các ngân hàng sẽ phải thay đổi, tập trung vào tận dụng nguồn CASA giá rẻ (TCB, MBB,...), ngân hàng số (giúp tiết kiệm chi phí lãi) và chuyển hướng cho vay bán lẻ với lãi suất cao hơn. Theo nhận định của BSC, NIM toàn ngành Ngân hàng trong năm 2019 có thể sẽ giảm nhẹ 0.1%-0.2% xuống mức 3.4% - 3.5% (2018: 3.6%).

Fintech có khả năng thay đổi mô hình ngân hàng truyền thống. Các NHTM giờ không chỉ cạnh tranh với nhau mà còn với các công ty công nghệ hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng (dịch vụ thanh toán, dịch vụ cho vay). Điều này, không chỉ gây áp lực làm giảm khả năng sinh lời và tăng trưởng của các ngân hàng mà còn đòi hỏi bản thân ngân hàng không ngừng thay đổi, cập nhật công nghệ, dịch vụ mới để phục vụ đa dạng nhu cầu của các đối tượng khách hàng. Chiến lược hợp tác hay cạnh tranh với các công ty công nghệ, do đó sẽ tác động đến mô hình kinh doanh và lợi nhuận của các ngân hàng.

Các ngân hàng sẽ tăng vốn điều lệ đáp ứng yêu cầu vốn theo yêu cầu Basel II thông qua (1) chi trả cổ tức bằng cổ phiếu; (2) phát hành tăng vốn cho cổ đông nước ngoài (VCB, BID).

Các nghị quyết, chỉ thị và lộ trình áp dụng Basel II tiếp tục đẩy mạnh các ngân hàng hoạt động lành mạnh, an toàn hơn. Theo Ủy ban giám sát tài chính quốc gia (NFSC), nợ xấu của các tổ chức tín dụng

trong năm 2018 khoảng 163,000 tỷ VND, dự phòng rủi ro tín dụng +30.1% yoy, tỷ lệ bao nợ xấu được cải thiện lên mức 78.2% (cùng kỳ 65.4%). Hoạt động xử lý được đẩy nhanh hơn, chủ yếu nhờ nguồn dự phòng rủi ro tín dụng và thu nợ từ khách hàng. Trong năm 2019, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ tiếp tục đẩy mạnh xử lý nợ xấu, hoạt động lành mạnh và an toàn hơn khi (1) nghị quyết xử lý nợ xấu, chỉ thị 06, luật sửa đổi các TCTD trong năm 2018 và gần nhất là ND 986 về định hướng ngành NH từ 2018 - 2025 sẽ tiếp tục hỗ trợ các NH xử lý nợ xấu dứt điểm, đảm bảo thanh khoản của hệ thống; (2) lộ trình áp dụng Basel II từ năm 2020 (hiện VCB và VIB đã áp dụng thành công) giúp các NH hướng đến nhóm có hoạt động ổn định và rủi ro thấp, nâng cao năng lực về vốn cho ngân hàng; (3) tỷ lệ vốn ngắn hạn và cho vay trung dài hạn giảm xuống còn 40%, siết chặt nguồn cung tín dụng bất động sản (nâng hệ số rủi ro cho vay bất động sản lên 250% từ 2019).

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), ABBbank (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)

	CTG	VCB	BID	MBB	STB	TCB	VPB	ACB	TPB	VIB	HDB	LPB
Quy mô												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	37,234	35,978	34,187	21,605	18,852	34,966	25,300	11,259	6,718	5,644	9,810	7,500
VCSH (tỷ đ)	69,915	61,526	53,720	33,208	23,781	49,481	31,987	19,519	10,202	10,119	15,955	10,067
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,172,517	995,111	1,268,413	343,850	403,602	311,796	296,216	312,778	126,912	132,507	199,380	167,328
Vốn chủ sở hữu/TTS	5.96%	6.18%	4.24%	9.66%	5.89%	15.87%	10.80%	6.24%	8.04%	7.64%	8.00%	6.02%
Tăng trưởng (ytd)												
Tăng trưởng tài sản	7.07%	-3.88%	5.50%	9.55%	9.54%	15.74%	6.65%	10.01%	2.25%	7.59%	5.31%	2.38%
Tăng trưởng cho vay	12.76%	15.55%	11.75%	11.24%	13.66%	3.79%	9.53%	11.30%	16.37%	13.63%	15.69%	14.48%
Tăng trưởng tiền gửi	9.67%	9.16%	10.88%	5.66%	11.68%	13.23%	17.14%	11.01%	-0.20%	16.38%	7.82%	-0.57%
CASA	13.77%	28.02%	16.53%	32.86%	14.56%	22.60%	11.76%	15.28%	13.44%	14.20%	8.10%	15.91%
Cho vay/tiền gửi	107.98%	81.19%	101.60%	88.07%	70.93%	86.24%	127.89%	82.45%	105.20%	114.04%	93.02%	90.32%
Chất lượng tài sản												
Tỷ lệ nợ xấu	1.36%	1.18%	1.76%	1.57%	3.18%	2.05%	4.70%	0.84%	1.24%	2.50%	1.50%	1.32%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.36%	1.18%	1.76%	1.57%	3.18%	2.05%	4.70%	0.84%	1.24%	2.50%	1.50%	1.32%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.77%	1.84%	1.53%	1.66%	1.52%	1.59%	1.96%	1.08%	1.23%	1.17%	1.09%	1.12%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	130%	155%	87%	106%	48%	77%	42%	130%	99%	47%	73%	85%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.72%	1.30%	1.23%	1.73%	9.46%	3.62%	2.24%	1.31%	1.78%	1.64%	2.77%	3.21%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)												
LNST (tỷ đ)	6,126	9,378	5,817	4,801	931	6,209	4,900	3,772	1,290	1,376	2,309	826
% yoy	4.31%	47.01%	34.97%	50.41%	20.74%	59.60%	8.87%	147.02%	81.28%	176.02%	50.20%	-26.60%
NIM (TTM)	2.69%	2.70%	2.98%	4.49%	2.15%	4.01%	8.89%	3.41%	3.53%	3.67%	4.02%	3.50%
CIR (TTM)	40.18%	41.67%	34.22%	39.92%	68.68%	28.08%	35.24%	44.91%	49.05%	47.69%	48.02%	60.68%

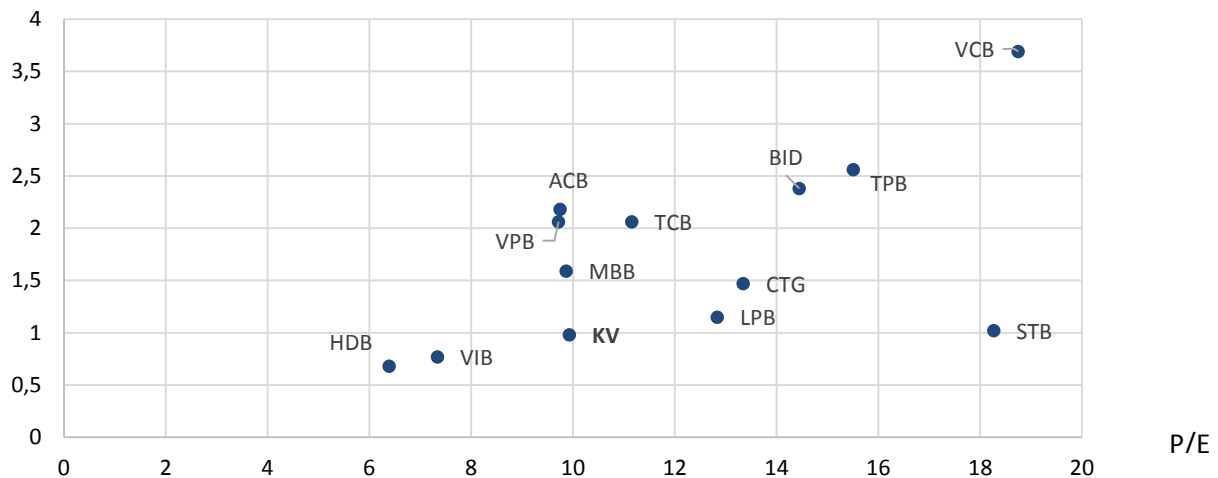
ROA (TTM)	0.68%	1.21%	0.61%	1.55%	0.34%	3.04%	2.38%	1.45%	1.24%	1.54%	1.25%	0.93%
ROE (TTM)	11.48%	21.00%	14.52%	16.16%	5.65%	21.71%	21.65%	24.56%	18.24%	21.23%	15.61%	15.92%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,064	3,359	2,435	2,341	739	2,611	2,757	3,498	2,517	2,652	2,504	1,417
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	18,694	17,078	14,792	14,554	13,185	14,151	13,020	15,651	15,322	13,464	15,162	13,423
Định giá												
P/E	13.35	18.75	14.45	9.87	18.27	11.16	9.72	9.75	10.41	11.12	15.51	7.34
P/B	1.47	3.69	2.38	1.59	1.02	2.06	2.06	2.18	1.71	2.19	2.56	0.77

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Trong năm 2019, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng giảm và hướng đến hoạt động của hệ thống an toàn hơn sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng DT và LN của các ngân hàng. Tăng trưởng từ thu nhập ngoài lãi cùng những kỳ vọng hoạt động ngân hàng lành mạnh, an toàn hơn nhờ việc áp dụng Basel II sẽ giúp các NH (theo đánh giá của BSC) sẽ có tăng trưởng từ 10%-12% LNST trong năm tới. Tuy nhiên, các NH tại Việt Nam có mức định giá cao so với khu vực hiện tại. Do đó, chúng tôi hạ quan điểm ngành ngân hàng về TRUNG LẬP trong năm 2019 và khuyến nghị đầu tư vào các NH có chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao như MBB, ACB, TCB..

So sánh P/E và P/B của các doanh nghiệp trong ngành và khu vực



Nguồn: FiinPro, BSC Research

ACB – MUA – Giá mục tiêu 36,542 VND/cp – Upside 19%

ACB là ngân hàng ưa thích của chúng tôi với kết quả kinh doanh hoạt động lãi tăng trưởng tích cực, chất lượng tài sản tốt. Tỷ lệ nợ xấu = 0.84%, thấp hơn so với trung bình ngành = 1.76%. Hiện ACB đã trích lập xong nợ nhóm G6 và VAMC từ 2017 và sẽ ghi nhận khoản thu nhập khác từ thanh lý tài sản đảm bảo của nhóm G6. Về các chỉ tiêu sinh lời, NIM của ACB ở mức 3.41%, ROE = 24.56%, ROA = 1.45%, cao hơn so với trung bình ngành hiện tại (NIM = 3.46%, ROA = 0.93%, ROE = 15.61%). BSC dự báo NPAT của ACB trong năm 2019 đạt mức 5,647 tỷ VND (+23.5% yoy), EPS 2019 = 5,161 VND/cp, BVPS 2019 = 24,371 VND/cp với giả định (1) tăng trưởng tín dụng = 14%, NIM = 3.61%; (2) NPL = 0.26% và tỷ lệ bao nợ xấu = 135%, LDR = 76%; (3) thu nhập khác 1,000 tỷ VND từ thanh lý tài sản nhóm G6.

MBB – MUA – Giá mục tiêu 34,094 VND/cp – Upside 53.2%

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 34,094 đồng/cp, theo phương pháp P/B. Chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ sinh lời cao, và quan trọng, ngân hàng hiện đang được định giá thấp hơn so với các ngân hàng niêm yết với P/B 1.5x, do vậy, MBB thích hợp đầu tư trung và dài hạn. Tính đến hết 9T2018, tỷ lệ casa/huy động = 32.86%, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết nhờ có khách hàng từ Viettel + Tân cảng giúp MBB có lượng tiền cho vay lãi suất thấp. Nhờ đó, NIM của MBB = 4.49% hiện chỉ thấp hơn VPB, ROA = 1.55%, ROE = 16.16% (Trung bình ngành: ROA = 0.93%, ROE = 15.61%). Chất lượng tài sản tốt (NPL = 1.57%, tỷ lệ bao nợ xấu = 106% cao hơn so với trung bình ngành NPL = 1.76%, NPL coverage ratio = 77%). Ngoài ra, trong năm 2019, chúng tôi kỳ vọng MCredit sẽ đóng góp cải thiện NIM của DN khi tăng quy mô và đóng góp đáng kể vào DT và LN của NH trong thời gian tới. Ngoài ra, MBB cũng sẽ thoái vốn tại Mbland, giảm tỷ lệ sở hữu từ 65.29% xuống còn 11%. BSC dự báo MBB sẽ ghi nhận LNST = 7,043 tỷ VND (+16.8% yoy), EPS 2019 = 3,100 VND/cp, BVPS 2019 = 19,192 VND/cp với giả định (1) tăng trưởng tín dụng 2019 = 14%, (2) NIM = 4.51%, (3) NPL = 1.21%, NPL coverage ratio = 100%.

TCB – MUA - Giá mục tiêu 31,423 VND/cp – Upside 9.5%

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 31,423 VND/cp theo phương pháp P/B. TCB là ngân hàng có lượng khách hàng lớn từ >7 hệ sinh thái (Vingroup, Masan,..) và là NH tiên phong đi đầu trong nhiều mảng hoạt động với tăng trưởng cao như 31% thị phần cho vay mua nhà tại HN và HCM, 77% thị phần môi giới trái phiếu, 21% thị phần bảo hiểm thông qua Manulife. BSC dự báo, trong năm 2019, TCB sẽ ghi nhận LNST = 9,092 tỷ VND (+11% yoy), EPS = 2,587 VND/cp, BVPS 2019 = 17,457 VND/cp với giả định (1) tăng trưởng tín dụng 2019 = 14%, (2) NIM = 3.98%, (3) NPL = 1.87%, NPL coverage ratio = 100%, LDR = 80%.

VCB – THEO DÕI

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi cổ phiếu VCB với giá mục tiêu 57,984 VND/cp theo phương pháp P/B. VCB là một trong những ngân hàng yêu thích của BSC với chất lượng tài sản tốt (NPL = 1.18%, thấp hơn so với trung bình ngành 1.76%, NPL coverage ratio = 155% so với trung bình ngành = 77%) cùng khả năng sinh lời cao (NIM = 2.7%, ROA = 1.21%, ROE = 21%, cao hơn so với trung bình ngành NIM = 3.46%, ROA = 0.93%, ROE = 15.61%). Trong năm 2019, VCB tiếp tục theo đuổi việc phát hành cho cổ đông chiến lược là GIC và Mizuho, điều này nhận được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư. BSC dự báo, trong năm 2019, VCB sẽ ghi nhận LNST đạt mức 15,121 tỷ VND (+7.7% yoy), EPS 2019 = 4,158 VND/cp, BVPS 2019 = 23,696 VND/cp.

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 13/12/18	Giá mục tiêu
ACB	15,702	5,513	5,037	6.5	1.35	1.52%	23.26%	32,800	43,850
MBB	19,142	7,043	3,100	7.18	1.16	1.9%	18.4%	22,250	34,094
TCB	20,724	9,092	2,587	11.09	1.64	2.56%	16.09%	28,700	31,423
VCB	40,240	15,121	4,158	13.9	2.43	1.24%	19.54%	57,600	57,984

Nguồn: BSC Research

Ngành Nhựa [Trung lập]

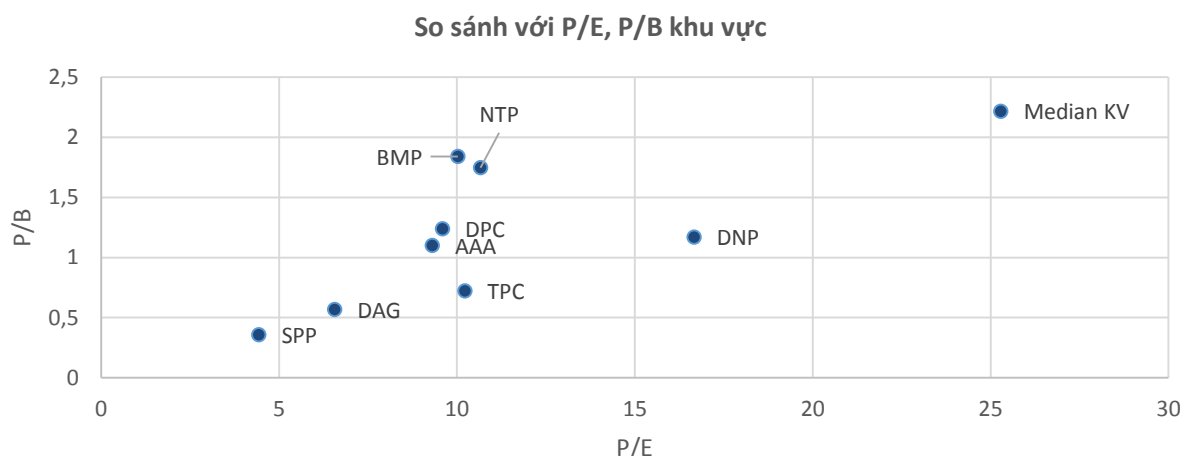
- Ngành nhựa được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ 6-7% trong năm 2019 nhờ động lực đến từ mảng nhựa xây dựng và nhựa bao bì.
- Giá hạt nhựa trong năm tới được dự báo giảm theo giá dầu giúp cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp nhựa.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng ngành nhựa. Khuyến nghị Mua với BMP, nắm giữ với NTP và theo dõi đối với AAA.

Ngành nhựa được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ 6-7% trong năm 2019 nhờ động lực đến từ mảng nhựa xây dựng và nhựa bao bì. Đối với mảng nhựa xây dựng (đóng góp 24% sản lượng tiêu thụ 2017), tiêu thụ được hỗ trợ bởi tăng trưởng của xây dựng nhà ở và nhà không để cũng như đầu tư mới vào hạ tầng nước, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại và cạnh tranh được đánh giá sẽ gay gắt hơn. Đối với mảng nhựa bao bì (35% sản lượng), nhu cầu đi theo thực phẩm đồ uống và bán lẻ, được dự báo sẽ tiếp tục giữ mức tăng trên 10% trong năm 2019.

Giá hạt nhựa trong năm tới được dự báo giảm theo giá dầu. Giá dầu Brent năm tới được các tổ chức như OPEC, IEA, Morgan Stanley dự báo sẽ giảm về mức 64-66 USD/thùng (-5-6% YoY) được hỗ trợ bởi (1) Nguồn cung tăng: Mỹ tăng sản lượng lên khoảng 12.1 triệu thùng/ngày (+11%); lệnh trừng phạt của Mỹ đối với Iran không phát huy tác dụng khi Mỹ miễn trừ 8 nước lớn được phép nhập khẩu đến hết T4/2019; việc cắt giảm sản lượng của OPEC khiến Nga và Mỹ có động lực tăng sản lượng trong khi; (2) Nhu cầu tăng thấp do triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới và ngành sản xuất chậm lại. Giá hạt nhựa (đặc biệt là PE và PP) có tương quan cao với giá dầu trong khi PVC tương quan thấp hơn nhưng cũng đang trong xu hướng giảm kể từ sau khi dầu lập đỉnh vào tháng 10/2018. Do đó, với kỳ vọng giá dầu giảm trong năm 2019, chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa đầu vào sẽ thấp hơn, giúp cải thiện lợi nhuận cho các doanh nghiệp trong ngành.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành nhựa trong bối cảnh tăng trưởng ngành chững lại và cạnh tranh gia tăng, đặc biệt ở nhóm nhựa xây dựng. Tuy nhiên, giá hạt nhựa đầu vào theo xu hướng giá dầu giảm sẽ là yếu tố hỗ trợ cho lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành, vị thế của các DN sẽ tốt hơn so với giai đoạn 2017-2018 khi giá dầu cao. Do đó, chúng tôi tiếp tục theo dõi và cập nhật đối với các cổ phiếu ngành nhựa trong các quý tiếp theo.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BMP – MUA – Giá mục tiêu: 64,400 đồng/CP – Upside: +19.8%

Dẫn đầu phân khúc ống nhựa xây dựng với 28% thị phần. BMP là doanh nghiệp có công suất lớn nhất cả nước với 130,000 tấn ống và phụ kiện/năm. Sở hữu thương hiệu mạnh, đặc biệt tại thị trường miền Nam (50% thị phần) là một lợi thế trong tiêu thụ của BMP.

Hiệu quả sinh lời cao, tình hình tài chính lành mạnh. Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) 2015 - 2017 bình quân là 21.6%, cao hơn hẳn so với doanh nghiệp cùng ngành là NTP (11.7%). Vay ngắn hạn chiếm khoảng 2% tổng nguồn vốn, không có nợ vay dài hạn. Ngoài ra, BMP có số dư quỹ đầu tư phát triển tương đối lớn (>46% tổng tài sản), đảm bảo đủ vốn cho mở rộng trong thời gian tới.

Phần lớn đầu vào được cung cấp bởi các doanh nghiệp nội địa giúp hạn chế rủi ro tỷ giá. Trong khi phần lớn các doanh nghiệp nhựa khác phải nhập khẩu hạt nhựa nguyên sinh từ các nước Đông Bắc Á hay Trung Đông thì BMP lại sử dụng phần lớn hạt nhựa sản xuất trong nước, trong đó 50% là do TPC Vina (cùng Tập đoàn SCG với cổ đông lớn The Nawaplastic) cung cấp.

Giá hạt nhựa đầu vào được kỳ vọng giảm, giúp hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận của BMP. Ước tính giá hạt nhựa giảm 5% sẽ giúp BMP tiết kiệm được khoảng 110 tỷ chi phí nguyên vật liệu.

Kết quả kinh doanh 2018: BSC ước tính doanh thu 2018 đạt 3,903 tỷ (+2.1% YoY), LNST 433.2 tỷ (-6.8% YoY) do chi phí hạt nhựa đầu vào tăng, EPS 2018E = 4,762 đồng/CP.

Dự báo KQKD 2019: Chúng tôi dự báo doanh thu 2019 của BMP đạt 3,964 tỷ (+1.6% YoY), LNST 445 tỷ (+2.8% YoY), tương ứng với EPS = 4,894 đồng/CP dựa trên các giả định: (1) Sản lượng tiêu thụ 2019 đạt 97,500 tấn (+1.6% YoY); (2) Giá bán sản phẩm và chính sách chiết khấu không đổi; (3) Giá hạt nhựa đầu vào không đổi so với mức bình quân 2018.

NTP – NĂM GIỮ – Giá mục tiêu: 47,800 đồng/CP – Upside: +11%

Doanh nghiệp nhựa thị phần lớn nhất miền Bắc với công suất thiết kế 120,000 tấn/năm. Thị phần của NTP tại thị trường miền Bắc khoảng 60%, vượt trội so với các đối thủ khác.

Hệ thống phân phối và chính sách chiết khấu cho đại lý cao là nguyên nhân khiến biên LN hoạt động của NTP cao hơn so với BMP. Tỷ lệ chi phí chiết khấu/ tổng doanh thu của NTP và BMP lần lượt là 12.8% và 8.6%. Do đó, nếu chính sách chiết khấu NTP trong thời gian tới không có những thay đổi theo hướng làm hài hòa hơn giữa lợi ích của công ty và đại lý thì sẽ khó có thể cải thiện được mức lợi nhuận này.

Giá hạt nhựa đầu vào được kỳ vọng giảm, giúp hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận của NTP. Ước tính giá hạt nhựa giảm 5% sẽ giúp BMP tiết kiệm được khoảng 130-140 tỷ chi phí.

Thoái vốn nhà nước chưa thể hoàn thành trong năm 2018. Mặc dù NTP nằm trong danh sách thoái vốn nhà nước của SCIC trong năm 2017 nhưng đến thời điểm hiện tại tỷ lệ sở hữu nhà nước vẫn duy trì ở mức 25.77%.

Kết quả kinh doanh 2018: BSC ước tính doanh thu 2018 đạt 4,636 tỷ (+4.7% YoY), LNST 328.8 tỷ (-33.2% YoY), EPS 2018E = 3,316 đồng/CP.

AAA - THEO DÕI

Tổng công suất túi nhựa 96,000 tấn/năm. Sản lượng tiêu thụ năm 2017 đạt 104,383 tấn; tăng trưởng với CAGR trên 40% trong giai đoạn 2015-2017 nhờ không ngừng nâng cao công suất, thị trường chính là châu Âu (~60%), Nhật Bản (22%)... Sản lượng tiêu thụ 9T2018 đạt 61.35 triệu tấn (+28% YoY), chủ yếu đến từ túi shopping (+49% YoY) và túi rác (+35% YoY). Triển vọng tăng trưởng trong thời gian tới của mảng túi nhựa đến từ túi nhựa tự hủy sinh học và việc đẩy mạnh xuất khẩu sang EU khi tận dụng được các ưu đãi khi EVFTA có hiệu lực.

Doanh thu từ thương mại hạt nhựa chiếm trên 50% doanh thu 2018 nhưng ghi nhận lỗ do đẩy mạnh công tác thị trường đối với hạt nhựa PP để đáp ứng cho việc bao tiêu 35% sản lượng PP đầu ra của NMLD Dung Quất (cam kết trong hợp đồng hợp tác của An Phát và PVN để chạy lại dự án PVTex). Tính đến thời điểm hiện tại, hợp đồng bao tiêu giữa hai bên vẫn chưa thể thực hiện do gặp phải những phản đối từ các DN đang làm nhà phân phối cho sản phẩm lọc dầu của BSR. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vấn đề này sẽ được giải quyết trong năm 2019 bởi lúc này PVN có thể đàm phán lại hợp đồng với các bên phân phối.

Mở rộng sang các lĩnh vực mới để đảm bảo tăng trưởng:

- Sản xuất linh kiện nhựa: Nhà máy An Trung (công suất 3 triệu sản phẩm/tháng), đã đưa vào hoạt động trong Q3/2018, sản xuất đơn hàng cho Panasonic và Daiwa, mục tiêu sẽ trở thành vendor cấp 1 chuyên sản xuất và cung ứng linh kiện nhựa cho Samsung Việt Nam.
- Sản xuất bao bì công nghiệp: Nhà máy An Vinh (công suất 1200 tấn/tháng) với thị trường mục tiêu là Nhật Bản đã bước vào vận hành giai đoạn đầu với hiệu suất hiện tại khoảng 15%.
- Sản xuất tấm ốp tường và phào: Nhà máy An Cường (1 triệu SP/năm) phục vụ thị trường xuất khẩu, bắt đầu chạy thử GD1 từ giữa tháng 8/2018, hiện hiệu suất đạt 70%.

Phát hành 400 tỷ trái phiếu kèm chứng quyền (1 trái phiếu tương đương 10 chứng quyền, số CP tối đa phát hành để thực hiện quyền là 40 triệu CP, giá thực hiện quyền 14 - 14.5), lãi suất 7.2% để đầu tư NM 8 (bao bì phức hợp) và phát triển KCN CNC An Phát. Thời gian thực hiện quyền sau mỗi 6 tháng kể từ 12 tháng sau ngày phát hành.

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS (đ/CP)	P/E 2019	P/B 2019	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 30/11/2018	Giá mục tiêu
BMP	3,964	445	4,894	11.0	1.60	13.5%	16%	53,760	64,400
NTP	4,782	331	3,333	12.9	1.65	8.1%	14.20%	43,000	47,740

Nguồn: BSC Research

Ngành Phân bón [Trung lập]

- Cạnh tranh trong nước tiếp tục duy trì ở mức cao.
- Giá phân bón trong năm 2019 dự kiến sẽ giảm nhẹ, khoảng 2-3% so với cuối năm 2018
- Giá khí đầu vào được dự báo giảm khoảng 8% theo giá dầu.
- Kỳ vọng đề xuất chỉnh sửa phân bón từ mặt hàng không chịu thuế sang chịu thuế suất 5% được Quốc Hội thông qua vào giữa năm 2019 giúp các doanh nghiệp (DPM, LAS, SFG,...) cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- Nhiều doanh nghiệp phân bón (DPM, DCM, VFG, LAS) được dự kiến sẽ thoái vốn trong năm 2019.
- Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành phân bón và sẽ cập nhật quan điểm vào các báo cáo quý trong năm 2019, khuyến nghị Mua: DPM, BFC và theo dõi LAS

Cạnh tranh trong nước tiếp tục duy trì ở mức cao. Nhu cầu phân bón trong nước duy trì ổn định ở mức 11 triệu tấn (trong đó phân vô cơ chiếm 90%) với mức tăng trưởng hằng năm quanh 0.5 - 1%. Về nguồn cung, cả nước hiện đang có đến 706 cơ sở sản xuất phân bón với tổng công suất 28.5 triệu tấn (91% là phân vô cơ), cao hơn rất nhiều so với nhu cầu thực tế. Ngoài ra, chi phí sản xuất trong nước cao do công nghệ và quản lý kém tạo điều kiện cho việc nhập khẩu phân bón có giá rẻ hơn từ nước ngoài (chủ yếu là Trung Quốc) khiến cho thị trường phân bón trong nước cạnh tranh hơn.

Giá phân bón trong năm 2019 dự kiến sẽ giảm nhẹ, khoảng 2 - 3% so với cuối năm 2018. Theo dự báo của WorldBank cho năm 2019, giá các loại phân sau khi tăng mạnh sẽ duy trì tương đương so với mức của năm 2018 khi nguồn cung tăng lên đáng kể (với ure là các dự án ở Ấn Độ và Nga, DAP là các dự án ở Ma-rốc và Ả rập Xê-út,...). Chúng tôi dự báo giá phân bón trong nước duy trì ở mức cao ở đầu năm và sụt giảm nhẹ do tác động của giá thế giới (giá trong nước thường có độ trễ nhất định so với giá thế giới) và sự sụt giảm của giá khí nguyên liệu (chiếm khoảng 80% chi phí NVL sản xuất phân đạm).

Giá khí đầu vào được dự báo giảm khoảng 8% theo giá dầu. Theo dự báo của nhiều tổ chức lớn như EIA, Morgan Stanley... giá dầu năm 2019 dự kiến sẽ ở mức 68 USD/thùng, giảm khoảng 8% so với mức bình quân 74 USD/thùng của năm 2018. Giá khí đầu vào của các doanh nghiệp phân bón qua đó dự kiến cũng sẽ giảm theo giá dầu, từ đó cải thiện biên lợi nhuận gộp của các nhà máy. BSC ước tính rằng với việc chi phí khí chiếm 80% chi phí nguyên vật liệu sản xuất đạm, nếu giá khí giảm 1% sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất lớn như DPM tiết kiệm được khoảng 30 tỷ chi phí giá vốn (tương đương khoảng 3.5% LNST của năm 2017).

Kỳ vọng đề xuất chỉnh sửa phân bón từ mặt hàng không chịu thuế sang chịu thuế suất 5% được nhà nước thông qua vào giữa năm 2019 giúp các doanh nghiệp (DPM, LAS, SFG,...) cải thiện biên lợi nhuận gộp. Việc sửa đổi luật thuế giá trị gia tăng được kỳ vọng sẽ được quốc hội thông qua trong năm 2019, trong đó mức thuế suất áp dụng cho ngành phân bón sẽ là 5% thay vì không chịu thuế như trước đây, giúp cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón loại bỏ được phần thuế giá trị gia tăng đầu vào, giảm thiểu chi phí giá vốn. Các doanh nghiệp sản xuất phân đơn (bao gồm LAS, DPM, VAF, SFG...) dự kiến sẽ được nhóm được hưởng lợi chính, khi chi phí đầu vào hiện đang chịu mức thuế GTGT khoảng 10% (hiện không được khấu trừ, chiếm khoảng 50% giá vốn).

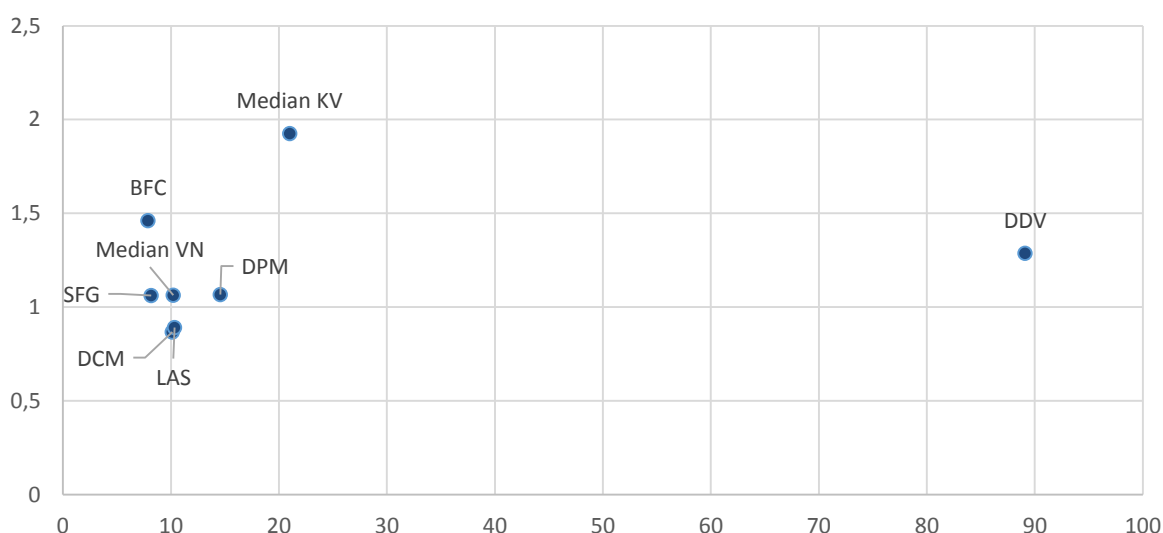
Nhiều doanh nghiệp phân bón được dự kiến sẽ thoái vốn trong năm 2019. Hiện tại, PVN đang có kế hoạch sáp nhập hai doanh nghiệp DPM và DCM sau đó tiến hành thoái vốn trong năm 2019, dự kiến sẽ giảm tỷ lệ sở hữu 2 doanh nghiệp này xuống dưới 51% (PVN hiện sở hữu 60% DPM và 75% DCM). Đối với

SFG và BFC, hiện tại 2 doanh nghiệp này cũng nằm trong các doanh nghiệp sẽ được Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) tiến hành thoái vốn xuống dưới 36% trong giai đoạn 2019 - 2020.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Với việc giá dầu trong cuối năm 2018 giảm mạnh, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón như DPM, DCM sẽ được cải thiện tốt trong quý I/2019. Bên cạnh đó, việc thuế VAT đầu ra của phân bón ở mức 5% có khả năng được thông qua vào kỳ họp quốc hội tháng 6/2019 sẽ giúp các DN phân bón được hoàn thuế đầu vào, giảm chi phí giá vốn. Qua đó, tình hình kinh doanh toàn ngành dự kiến sẽ có thể cải thiện mạnh trong năm 2019 tuy nhiên cạnh tranh trong ngành vẫn đang ở mức cao, ảnh hưởng đến khả năng tăng giá và sản lượng do đó chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP với ngành phân bón và sẽ cập nhật quan điểm vào các báo cáo quý trong năm 2019. Các doanh nghiệp đang được giao dịch với mức P/E = 10.2x, P/B = 1x, thấp hơn nhiều so với trung bình khu vực và lịch sử trả cổ tức cao, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị theo dõi và mua trung và dài hạn đối với một số doanh nghiệp phân bón có vị thế đầu ngành.

So sánh với P/E và P/B khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

DPM – Giá mục tiêu 21,600 VND/cp – Upside 2.9%

DPM là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất phân đạm chiếm 40% thị phần và hiện đã đưa nhà máy NPK chất lượng cao vào hoạt động từ Q2/2018. Với dự báo giá dầu giảm, giá vốn của DPM sẽ được tiết giảm do giá khí (chiếm khoảng 80%-85% chi phí NVL sản xuất phân đạm) giảm giúp cải thiện LN của mảng phân đạm. Về phân bón NPK, năm 2018 DN dự kiến sẽ sản xuất khoảng 50,000 tấn và nhận được sự đón nhận của nhà đầu tư. Theo BSC, trong năm 2019, DPM sẽ tiêu thụ được khoảng 120,000 tấn do (1) giảm lượng phân bón tự doanh; (2) xu hướng chuyển dịch sang phân bón chất lượng cao. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý, việc đưa nhà máy NPK với giá bán NPK thấp (khoảng 8.5 triệu VND/tấn) vào hoạt động làm tăng chi phí khấu hao mỗi năm khoảng 500 tỷ VND. Bên cạnh đó, nếu thuế VAT được thông qua, DPM sẽ được hoàn thuế đầu vào, tăng LNTT lên khoảng 350 tỷ VND. PVN cũng sẽ thoái vốn tại DPM (hiện nắm 59.58%), giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 51% trong thời gian tới.

BSC dự báo, DPM sẽ ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 9,658 tỷ VND (+6.2% yoy) và 844 tỷ VND (+36.3% yoy) tương đương với EPS 2019 đạt 2,156 VND/cp với giả định (1) giá khí = 5.45 USD/MMBTU (-5.6% yoy), (2) sản lượng Urea +3% yoy, sản lượng NPK = 200,000 tấn (+300% yoy).

BFC - Giá mục tiêu 30,777 VND/cp – Upside 22.1%

BFC là một trong những doanh nghiệp đầu ngành sản xuất phân bón NPK tại Việt Nam (công suất 975,000 tấn) với hệ thống rộng khắp cả (15% cả nước, trong đó miền Nam 28%, miền Bắc 17% và miền Trung 10% thị phần). Bên cạnh đó, BFC là doanh nghiệp có tài chính lành mạnh và lịch sử trả cổ tức cao (>30%/năm). Trong năm 2019, BFC sẽ tăng gấp đôi công suất nhà máy Ninh Bình (Vốn đầu tư = 70 tỷ VND, tăng công suất gấp đôi lên 400,000 tấn/năm) dự kiến sẽ tăng thị phần miền Bắc với sản phẩm phân bón NPK chất lượng cao cũng như tiết giảm chi phí. Vinachem hiện cũng sẽ thoái vốn tại BFC, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong năm 2019. Điều này nhận được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư.

BSC dự báo, BFC sẽ ghi nhận DTT là LNST của công ty mẹ đạt mức 6,843 tỷ VND (+3.9% yoy) và 225 tỷ VND (+7.11% yoy), tương ứng với EPS 2019 = 3,938 VND/cp với giả định trong năm 2019 sản lượng +2% yoy do tình trạng cạnh tranh khốc liệt và sản lượng NPK trong năm 2019 gần như không tăng trưởng, giá nhập Urea +3% yoy, DAP +1.3% yoy, Kali +3.24% yoy theo dự báo của World Bank. Rủi ro của BFC gồm có (1) biến động giá NVL; (2) cạnh tranh gay gắt thị trường NPK trong nước.

LAS – THEO DÕI

LAS là một trong những doanh nghiệp sản xuất phân bón hàng đầu khu vực phía Bắc với thương hiệu lâu năm và uy tín với người tiêu dùng. Tuy nhiên hiện nay, DN hiện đang bị cạnh tranh gay gắt giữa các DN phân lân và NPK như Bình Điền khiến LAS liên tục giảm về sản lượng tiêu thụ. Kỳ vọng trong năm 2019, nếu luật thuế VAT phân bón được thông qua, LAS sẽ đóng góp khoảng 100 tỷ VND LNTT. Hiện nay, LAS đang được giao dịch với P/E = 8.25x, P/B = 0.86x.

Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (VND/cp)	P/e fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 30/11/18	Giá mục tiêu
BFC	6,843	225	3,938	6.4	1.18	7.2%	23.1%	25,200	30,777
DPM	9,658	844	2,156	9.7	2.1	7.0%	17.5%	21,000	21,600

Nguồn: BSC Research

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng lốp trong năm 2019 được dự báo +9% yoy
- Các doanh nghiệp sản lốp gặp cạnh tranh gay gắt với lốp Radial Trung Quốc và các DN FDI.
- Giá NVL được kỳ vọng giảm hỗ trợ giảm giá vốn của các DN sản lốp (80% giá vốn hàng bán đến từ NVL).
- DRC đưa nhà máy Radial vào hoạt động tăng công suất trong năm 2019 giúp giảm chi phí cố định/sản phẩm. CSM tăng công suất nhà máy Radial bán thép lên 700,000 lốp/năm.
- Vinachem dự kiến thoái vốn tại DRC, CSM và SRC, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong quý 1/2018.
- Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành Sản lốp trong năm 2019 do (1) giá NVL giảm cải thiện biên LNG; (2) Tăng công suất nhóm lốp Radial; (3) cạnh tranh cao khiến DN sản lốp khó tăng giá bán. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu DRC.

Sản lượng lốp trong năm 2019 toàn ngành, theo dự báo của BSC, sẽ tăng 9% yoy. Chúng tôi nhận thấy việc các doanh nghiệp nhập khẩu ô tô đã giải quyết được vấn đề về thông tư 116, số lượng xe nhập khẩu đã tăng mạnh trong giai đoạn 8T2018 – 10T2018 (+23% yoy). Chúng tôi kỳ vọng, trong năm 2019, sản lượng ô tô tiêu thụ sẽ tăng trưởng trở lại do (1) thuế nhập khẩu về 0% trong khối Asian giúp giảm giá xe tại Việt Nam; (2) xe nhập khẩu tăng trưởng trở lại sau thời gian vướng mắc; (3) xe lắp ráp tăng trưởng tốt do nhu cầu mua xe cao (CAGR = 20%/năm trong giai đoạn 2012 – 2018); (4) lượng xe ô tô tại Việt Nam còn thấp (34 xe/1,000 người) trong khi thu nhập của người dân tiếp tục cải thiện. Theo dự báo của BSC, sản lượng lốp trong năm 2019 sẽ tăng 9% yoy từ việc tăng trưởng sản lượng ô tô trong tương lai.

Khả năng tăng giá bán thấp do cạnh tranh cao. Hiện nay, các DN sản lốp gặp cạnh tranh gay gắt với lốp Trung Quốc (Trung Quốc chiếm khoảng 50% thị phần lốp Radial với giá bán rẻ hơn 20%-30%) và các DN FDI (Công suất lớn như Bridgestone khoảng 18 triệu lốp/năm, Kumho khoảng 6,3 triệu lốp/năm + tăng sản lượng bán ra từ 15% - 20% tại Việt Nam). Việc cạnh tranh khiến DN khó tăng giá bán để bù đắp sự biến động về giá NVL.

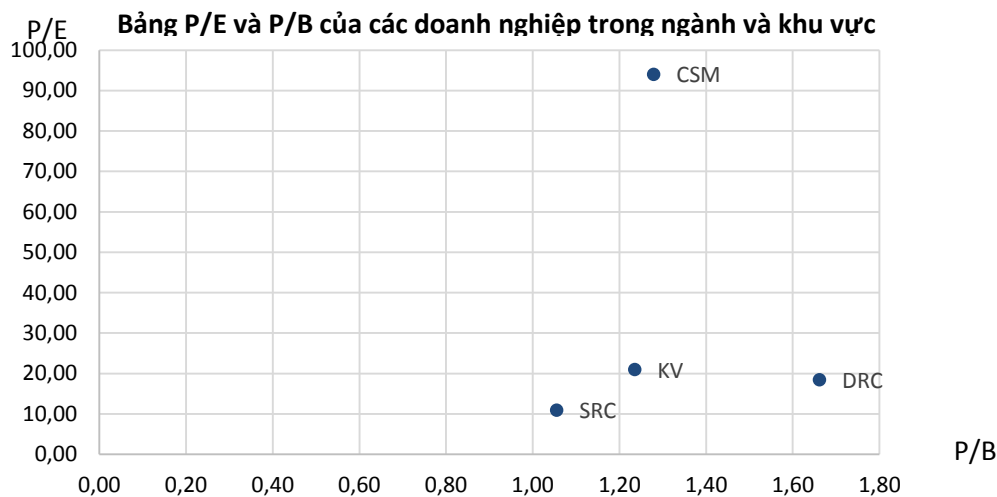
Giá cao su được dự báo ở mức thấp trong năm 2019 như đã phân tích trong báo cáo ngành cao su. Bên cạnh đó, giá dầu được dự báo (theo báo cáo vĩ mô của BSC) ở mức 64 -67 USD/barrel (-10% yoy) hỗ trợ làm giảm giá cao su nhân tạo. (Cao su tự nhiên và cao su nhân tạo đóng góp khoảng 40% chi phí giá vốn của DN sản lốp). Bên cạnh đó, giá hóa chất + than đen (chiếm khoảng 20% chi phí giá vốn) cũng có khả năng giảm do giá dầu giảm. Việc này hỗ trợ giảm chi phí giá vốn của các DN và cải thiện biên LNG.

Động lực tăng trưởng mới đến từ việc tăng công suất nhóm lốp Radial. Trong 2019, giai đoạn 2 nhà máy Radial toàn thép của DRC đưa vào hoạt động giúp DN gấp đôi công suất lên 600,000 lốp. CSM cũng đã nâng công suất nhà máy Radial bán thép lên khoảng 700,000 lốp/năm để phục vụ cho đối tác Tireco. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý do tình trạng cạnh tranh gay gắt, lượng lốp tiêu thụ nội địa của các doanh nghiệp sản lốp là không nhiều (từ 20% - 30% sản lượng sản xuất) trong khi giá bán xuất khẩu chỉ bằng 70% giá bán nội địa, chi phí khấu hao tăng mạnh khiến LN từ các dự án mới là không nhiều.

Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn tại các DN sản lốp, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong quý 1/2018. Điều này tạo được nhiều sự chú ý của nhà đầu tư.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Tuy NVL được dự báo giảm trong 2019 có thể giúp các DN sắm lốp cải thiện biên LNG, việc cạnh tranh gay gắt cũng như chưa có nhiều triển vọng từ việc tiêu thụ nội địa lốp Radial và đang bị định giá cao, chúng tôi giữ quan điểm TRUNG LẬP về triển vọng ngành sắm lốp trong năm 2019.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Hiện nay, ngành sắm lốp có trung bình P/E = 18.49 thấp hơn P khu vực (P/E = 20.97) và P/B = 1.28 cao hơn khu vực (P/B = 1.24).

DRC – MUA – Giá mục tiêu 27,180 VND/cp – Upside 20.8%

DRC là doanh nghiệp đầu ngành sắm lốp với phân khúc chính là lốp xe tải. Trong 9T2018, DRC đã tiêu thụ được 530,225 lốp bias(-15% yoy) và 254,595 lốp Radial (+3.6% yoy). Sản lượng lốp Bias sụt giảm do yêu cầu về tiêu chuẩn Euro 4 khiến các DN nâng chất lượng lốp sản xuất, kỳ vọng năm sau sản lượng sẽ tăng trở lại khi DRC đưa vào sản xuất nhà máy Radial bán thép. Về lốp Radial toàn thép, DN tiêu thụ được 83,022 lốp nội địa (+5.9% yoy) và 171,573 lốp xuất khẩu (+2.47% yoy). Trong năm 2019, động lực tăng trưởng của DRC đến từ việc đưa nhà máy Radial giai đoạn 2 vào hoạt động giúp tăng gấp đôi công suất hiện tại giúp giảm 40% chi phí khấu hao/sản phẩm hàng năm khi chạy hết công suất vào năm 2020 (khoảng 160 tỷ VND/năm). Bên cạnh đó, nhà máy Radial bán thép công suất 200,000 tấn/năm (đầu tư 50 tỷ VND) được kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động và phục vụ cho nhu cầu thay thế lốp Bias trong tương lai. Vinachem cũng dự kiến sẽ thoái vốn tại DRC, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong Q1/2019. Hiện tại DRC đang được giao dịch ở mức P/E = 19.5x và P/B = 1.8x.

Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (VND/cp)	P/e fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 30/11/18	Giá mục tiêu
DRC	3,700	157	1,110	20.6x	1.74x	5.71%	10.1%	22,850	27,180

Nguồn: BSC Research

Ngành Thép [Trung lập]

- World Bank dự báo giá thép thế giới sẽ giảm tương đối (từ 2-3%), chúng tôi dự báo giá bán thép trong nước 2019 giảm 8% yoy.
- Giá nguyên liệu đầu vào sẽ tiếp tục ổn định hơn
- Tiêu thụ thép sẽ duy trì tăng trưởng, dự báo khoảng 10% so với năm 2018.
- BSC nhận định **TRUNG LẬP** đối với ngành Thép. Khuyến nghị theo dõi: HPG, NKG, HSG.

World Bank dự báo giá thép thế giới sẽ giảm tương đối (từ 2-3% so với năm 2018), chúng tôi dự báo giá bán thép trong nước 2019 giảm 8% yoy. World bank dự báo giá thép thế giới sẽ giảm tương đối (từ 2 - 3%) do ảnh hưởng từ động thái của Trung Quốc, nước sản xuất và tiêu thụ thép lớn nhất thế giới khi nới lỏng quy định hạn chế sản lượng vào mùa đông và nghỉ ngơi tăng trưởng kinh tế của nước này bị chậm lại, do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại dự kiến sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực lên giá thép thế giới. Điều này sẽ gây áp lực lên giá thép trong nước, đặc biệt là thép xây dựng khi áp lực về nguồn cung trong năm 2019 sẽ tăng mạnh khi các dự án nâng công suất lớn hoàn thành đi vào hoạt động. Đối với các sản phẩm thép dẹt như tôn mạ, xuất khẩu trong năm 2019 dự báo sẽ khó khăn khi các thị trường truyền thống như Indonesia và Malaysia đã và sẽ áp thuế bảo hộ lên mặt hàng này, tạo áp lực lên nguồn cung thị trường nội địa vốn dĩ vẫn đang cạnh tranh rất gay gắt do cung vượt quá cầu. Do đó, chúng tôi dự báo giá thép trong nước năm 2019 sẽ giảm khoảng 8% và khó có thể duy trì mức cao như năm 2018.

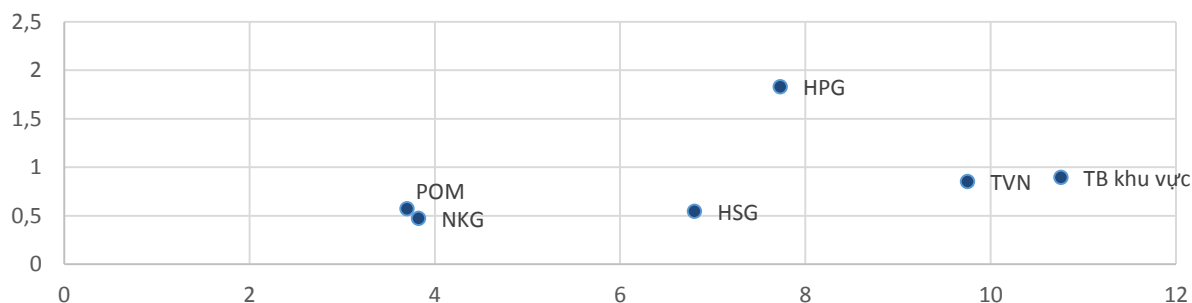
Giá nguyên liệu đầu vào sẽ tiếp tục ổn định hơn. (1) Quặng sắt: Với việc giá thép dự kiến sẽ giảm trong khi nguồn cung dự kiến quặng sắt tăng lên khi sản lượng từ Brazil dự kiến tiếp tục tăng 4 - 5%, chúng tôi dự kiến giá quặng sắt dự kiến sẽ giảm xuống mức 58 – 60 USD/tấn trong năm 2019 tương đương mức giảm 4 - 5% so với năm 2018; (2) Than cốc: Tương tự quặng sắt, chúng tôi dự báo giá than cốc trong năm 2019 cũng sụt giảm do nhu cầu sụt giảm, lượng cung tăng mạnh khi nhiều mỏ than mới tại Úc sẽ đi vào hoạt động từ cuối năm 2018.

Tiêu thụ thép sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng. Trong năm 2018, lĩnh vực tiêu thụ thép chủ yếu là xây dựng được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ: (1) hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông và tiện ích của chính phủ đầu tư ở hai thành phố lớn là Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh; (2) Xây dựng nhà ở và thương mại tiếp tục được hỗ trợ bởi các khoản đầu tư nước ngoài, nước ta vẫn là một điểm đến hấp dẫn nhờ chi phí thấp và mức độ phát triển cao hơn các nước trong khu vực.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC nhận định Trung Lập đối với ngành Thép. Năm 2019, ngành thép dự kiến sẽ phải đối mặt với (1) sức ép cạnh tranh lớn do tăng trưởng kinh tế chậm lại và (2) ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại. Đối với các doanh nghiệp tôn mạ, kết quả kinh doanh dự kiến khó có thể hồi phục do áp lực từ nợ vay và xuất khẩu khó khăn do hàng rào thuế quan. Tiêu thụ thép xây dựng được dự báo vẫn duy trì ở mức 10% tuy nhiên với việc công suất trong ngành tăng mạnh cùng với đó là áp lực giảm giá trong năm 2019 sẽ ảnh hưởng lên tình hình sản xuất của nhóm thép xây dựng, đặc biệt là với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, giá thành sản xuất cao do công nghệ kém. Với doanh nghiệp đầu ngành là HPG, BSC vẫn duy trì khuyến nghị THEO DÕI Trung và dài hạn bởi lợi thế đầu ngành, mở rộng công suất và hiệu quả hoạt động vượt trội của doanh nghiệp.

So sánh P/E P/B ngành thép với trung bình khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

HPG - Giá mục tiêu 38,100 đồng (+13%)

Dự án Dung Quất triển khai đúng tiến độ: nhà máy cán số 1 đã đưa vào hoạt động, gần đạt công suất định mức; lò cao số 1 dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động vào giai đoạn cuối quý 1, đầu quý 2 năm 2019. Dự kiến sang năm 2020, HPG sẽ cho ra thị trường sản phẩm HRC đầu tiên. Toàn bộ đầu tư vào dự án 20,000 tỷ từ vốn chủ sở hữu đã được đầu tư, 20,000 tỷ còn lại từ nguồn vốn vay, HPG đã ký 2 hợp đồng Vietinbank và Vietcombank với lãi suất rất cạnh tranh để đầu tư cho dự án.

Đưa dự án tôn mạ vào hoàn thành 100% trong quý 4/2018: các sản phẩm tôn mạ của HPG đã được doanh nghiệp phân phối ra thị trường trong nửa cuối năm 2018, với chiến lược thăm dò thị trường miền Bắc, sau đó sẽ phát triển ra thị trường phía Nam và xuất khẩu.

Sản lượng tiêu thụ 2018 dự kiến tăng 11%: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng dự kiến năm 2018 khoảng 2.3 triệu tấn. Đối với năm 2019, chúng tôi dự kiến sản lượng tiêu thụ sẽ tăng thêm khoảng 1.5 - 1.7 triệu tấn (+70%) lên mức khoảng 4 triệu tấn. Thị phần dự kiến sẽ tăng mạnh, từ mức 23% của năm 2018 lên mức khoảng 35% vào năm 2019.

Giá bán dự kiến giảm từ cuối năm 2018, dự kiến giảm khoảng 8% trong năm 2019. Lo ngại sụt giảm nhu cầu thép tại thị trường Trung Quốc khi kinh tế nước này tăng trưởng chậm do chiến tranh thương mại đã gây áp lực tương đối lên giá thép thế giới và Trung Quốc. Giá thép của HPG cũng bị ảnh hưởng, trong khoảng 3 tháng gần đây đã giảm 600 nghìn đồng/tấn (-4%). Chúng tôi dự kiến, áp lực này vẫn sẽ duy trì trong năm 2019 cùng với đó là mục tiêu để có thể tiêu thụ hết toàn bộ sản phẩm từ dự án Dung Quất giai đoạn 1 cũng có thể ảnh hưởng đến giá bán của HPG trong năm 2019. Chúng tôi dự kiến giá thép của HPG sẽ giảm xuống mức khoảng 12 triệu đồng/tấn trong năm 2019, tương ứng với mức giảm khoảng 8% so với trung bình năm 2018.

Với giả định giá bán giảm 8%, tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt 4.4 triệu tấn. Chúng tôi dự kiến doanh thu 2019 của HPG đạt 73,000 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt mức 10,030 tỷ đồng tương ứng với EPS đạt 4,780 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi tiến hành định giá HPG theo 2 phương pháp P/E và FCFE với dự phóng P/E mục tiêu là 8 và ke = 16%. Giá trị hợp lý trong năm 2019 của HPG là khoảng 38,000 đồng/cổ phiếu.

NKG – Theo dõi

Công suất và lợi nhuận gộp dự kiến tăng sau khi nhà máy Nam Kim 3 được đưa vào sản xuất. Sau khi đi vào hoạt động, nhà máy Nam Kim 3 sẽ tăng gấp đôi công suất mangle tôn mạ của NKG; hiện công suất mangle của NKG là khoảng 1.2 triệu tấn. NKG cũng nâng công suất ống thép thêm 180 nghìn tấn/năm vào giữa năm 2017.

Nguồn cung cấp HRC giá rẻ giúp giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Formosa Hà Tĩnh đã được đi vào hoạt động, hiện tại đã nâng công suất HRC lên 5.6 triệu tấn/năm. Dự kiến sang đến năm 2020, giai đoạn 2 của dự án Dung Quất của HPG cũng sẽ cung cấp cho thị trường khoảng 2 triệu tấn HRC hằng năm, qua đó hạn chế phần lớn việc phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu của các công ty tôn mạ, giảm thiểu rủi ro tỷ giá.

Áp lực từ nợ vay và chiến tranh thương mại tác động mạnh lên KQKD. Xuất khẩu tôn mạ sản phẩm chủ lực của NKG bị ảnh hưởng nặng nề bởi làn sóng bảo hộ thương mại từ các nước, cùng với đó là giá NVL HRC đầu vào trong năm 2018 tăng mạnh khiến cho biên lợi gộp của NKG bị ảnh hưởng nặng nề. Ngoài ra, để phục vụ cho vốn lưu động tăng cao sau khi các dự án mới được đưa vào, NKG đã tiến hành vay nợ rất nhiều, đặc biệt là vay ngắn hạn. Hiện tại, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ của NKG đã lên mức 1.74, tương đối rủi ro trong điều kiện cạnh tranh trong mảng tôn mạ dự kiến sẽ tăng cao trong cả thị trường nội địa (dư cung, nhiều dự án mới) và xuất khẩu (hàng rào thuế và bảo hộ)

HSG – Theo dõi

Doanh nghiệp thép lớn thứ hai và đứng đầu mảng tôn mạ. Thị phần 9T2018 của HSG ở mảng tôn mạ ở mức 34%, vững vàng ở vị trí số 1, đối với mảng ống thép duy trì vị trí số 2 với khoảng 18% thị phần

Giống như các công ty mạ kẽm khác như NKG, HSG cũng được hưởng lợi từ nguồn HRC trong nước thấp từ Formosa và Dự án Thép Dung Quất ở Hòa Phát.

Tuy nhiên chúng tôi lưu ý, rủi ro từ nợ vay và chiến tranh thương mại đối với HSG là tương đối lớn so với các doanh nghiệp khác. Tương tự như NKG và các doanh nghiệp tôn mạ, HSG dự kiến cũng sẽ gặp khó khăn khi tiêu thụ sản phẩm do áp lực từ chiến tranh thương mại, dẫn tới biên lợi nhuận gộp bị giảm sút. Đặc biệt là tỷ lệ nợ vay/vốn chủ của HSG hiện tại tương đối cao, ở mức 3.1 lần, nợ phải trả ngắn hạn vẫn cao hơn so với tài sản ngắn hạn sẽ gây áp lực trả nợ tương đối lớn lên HSG.

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B 2018	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 30/11/18	Giá mục tiêu
HPG	73,486	9,964	4,745	7.1	1.48	11.3%	21%	33,500	38,000
NKG	17,275	131	720	10.8	0.45	3.07%	8%	7,600	N/A
HSG	36,142	595	1,550	4.5	0.51	1.14%	10%	6,620	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Thủy sản [Trung lập]

- Tăng trưởng của doanh nghiệp cá tra đến từ tăng trưởng sản lượng
- Mức thuế chính thức cho tôm xuất khẩu vào Mỹ trong kỳ POR12 là 4.58%. Mức thuế sơ bộ toàn quốc cho cá tra xuất khẩu vào Mỹ trong kỳ POR 14 là 0.41 USD/kg.
- Chiến tranh thương mại và hai hiệp định CPTPP và EVFTA ảnh hưởng trong năm 2019
- Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với ngành Thủy sản. Theo dõi: VHC

Tăng trưởng của doanh nghiệp cá tra sẽ đến từ tăng trưởng quy mô sản lượng. Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp thủy sản đều đang tiến hành các kế hoạch mở rộng vùng nuôi, công suất xử lý trong 2018 – 2019. Việc mở rộng sẽ đáp ứng tốt hơn nhu cầu của thị trường, nhưng sẽ tạo áp lực giảm giá bán khi nguồn cung trở nên ồ ạt.

Công ty	Kế hoạch mở rộng
CTCP Vĩnh Hoàn	Vùng nuôi: + 220 ha Công suất: + 150 tấn NVL/ngày
CTCP Nam Việt	Vùng nuôi: + 400 ha
CTCP Đầu tư và Phát triển Quốc gia IDI	Vùng nuôi: + 100 ha Nhà máy chế biến: + 450 tấn NVL/ngày (đang thảo luận)
Fatifishco	Nhà máy chế biến: + 200 tấn NVL/ngày
CT TNHH Hùng Cá	Nhà máy chế biến: + 50 - 40 foot tải

Nguồn: BSC Research

Các mức thuế Chống Bán Phá Giá vào Mỹ đều giảm mạnh. Đối với sản phẩm cá tra, ngày 13/9/2018, Bộ Thương mại Hoa Kỳ thông báo kết quả sơ bộ kỳ POR14 đối với cá tra bình quân còn 0.41 USD/kg, thấp hơn rất nhiều so với mức 3.87 USD/kg kỳ trước. Đối với sản phẩm tôm, ngày 10/9/2018, Bộ Thương mại Hoa Kỳ thông báo kết quả chính thức kỳ POR 12 là 4.58%, thấp hơn rất nhiều so với mức sơ bộ 25.39% trước đó. Chúng tôi cho rằng việc mức thuế thấp sẽ tạo một môi trường thuận lợi hơn đối với các doanh nghiệp thủy sản trong năm 2019.

Chiến tranh thương mại và các hiệp định thương mại sẽ ảnh hưởng trong năm 2019. Chúng tôi cho rằng chiến tranh thương mại tiếp tục là cơ hội đối với thủy sản Việt Nam tại hai thị trường lớn Mỹ và Trung Quốc. Đồng thời, hai hiệp định thương mại lớn CPTPP và EVFTA khả năng có hiệu lực kể từ năm 2019 cũng sẽ giúp các sản phẩm thủy sản Việt Nam do các mức thuế sẽ được giảm mạnh, đặc biệt là sản phẩm tôm xuất sang EU và Nhật Bản.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **Trung lập** đối với ngành thủy sản. BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc vẫn sẽ giữ ở mức cao. Đồng thời, cuộc chiến tranh thương mại tiếp tục là cơ hội đối với mặt hàng thủy sản của Việt Nam, nhất là khi thủy sản Việt Nam đều được giảm thuế tại Mỹ và Trung Quốc.

Dù vậy, năm 2019 đang hiện hữu nhiều rủi ro đối với ngành cá tra khi giá bán xuất khẩu đang ở mức đỉnh lịch sử và khó có thể chứng kiến mức tăng giá mạnh như năm 2018. BSC dự phóng giá bán cá tra sẽ giảm 7% trong năm 2019. Tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ đến từ tăng trưởng của sản lượng nhờ các dự án mở rộng năng lực sản xuất, thay vì tăng trưởng từ giá bán.

VHC – THEO DÕI – Giá mục tiêu 108,552 VND/cp – Upside 8.7% - P/E fw = 7.3

Năm 2018, VHC ghi nhận kết quả kinh doanh vượt dự báo của chúng tôi hồi đầu năm, với DT và LNST 9T2018 lần lượt đạt 6,465 tỷ (+6.6% yoy) và 1,035 tỷ (+73.8%) với biên LNG đạt 22.6%. Trong 11T2018, kim ngạch xuất khẩu của VHC đạt 348 triệu USD (+27% yoy), BSC cho rằng do giá bán tăng 30% và sản lượng giảm nhẹ. Tại thị trường Mỹ, việc mức thuế POR 13 cao làm các doanh nghiệp thủy sản (trừ VHC, Biển Đông) đều không xuất vào Mỹ khiến nguồn cung bị thu hẹp. Nhờ đó, VHC nhanh chóng tăng được giá bán (+30%) và chiếm thị phần lên 60% (theo ước tính của chúng tôi) từ mức 54% trong năm 2017. Đồng thời, các thị trường mới nổi khác (Trung Quốc, Asean) vẫn tiếp tục tăng trưởng ở mức cao, trong khi nguồn cung trong nước thiếu hụt khiến giá bán trung bình tại hai thị trường này tăng 25 – 30%.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng năm 2019 hiện hữu nhiều rủi ro đối với VHC. Tại thị trường Mỹ, mức thuế sơ bộ POR 14 là 0.41 USD/kg (thấp hơn rất nhiều mức 3.87 USD/kg) sẽ khuyến khích các doanh nghiệp khác bắt đầu xuất khẩu trở lại vào Mỹ, làm giảm thị phần VHC. Đồng thời, mức giá bán xuất khẩu VHC hiện đều đang ở mức đỉnh lịch sử và chúng tôi cho rằng khó có thể tiếp tục tăng trong năm 2019. Tăng trưởng của VHC dự kiến sẽ đến từ vùng nuôi mở rộng 220 ha công ty khai thác trong năm sau. BSC dự báo doanh thu 2019 của VHC đạt 9,988 tỷ, LNST đạt 1,257 tỷ, tương ứng với EPS 2019 = 13,569, P/E fw 2019 = 7.3.

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 31/11/18	Giá mục tiêu
VHC	9,988	1,257	13,569	7.3	1.96	19%	29%	99800	108,552

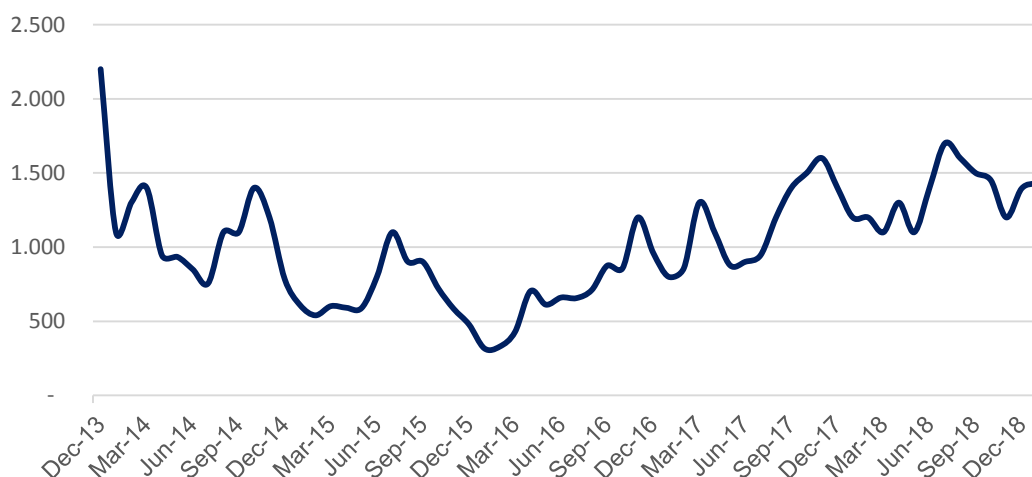
Nguồn: BSC Research

Ngành Vận tải biển [Trung Lập]

- Chỉ số BDI dự báo tăng 2% yoy trong 2019 so với 2018 nhờ nhu cầu vận tải đường biển quốc tế gia tăng.
- Quy định mới của IMO về sử dụng dầu nhiên liệu cho tàu biển có tỷ lệ Lưu huỳnh thấp hơn 0,5% “IMO 2020 Low - sulphur” sẽ có hiệu lực từ 01/01/2020.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung Lập đối với ngành vận tải biển do nhiều doanh nghiệp hiện vẫn lỗ, tuy nhiên chúng tôi lưu ý giá xăng dầu giảm 21 - 23% trong Q4/2018 sẽ giúp cho biên gộp ngành tăng.
Mua: PVT.

Chỉ số BDI (chỉ số thuê tàu hàng khô Baltic) dự báo tăng 2% trong năm 2019 so với 2018 nhờ vào nhu cầu vận tải đường biển quốc tế gia tăng. Theo BIMCO dự báo, nhu cầu vận tải đường biển trong năm 2019 sẽ tăng 2.8% yoy và đội tàu thế giới sẽ gia tăng 1.4% yoy qua đó giá cước vận tải BDI dự báo sẽ tăng 2% yoy. Chúng tôi đánh giá diễn biến ngành vận tải biển có sự ấm dần lên và cải thiện tích cực nhờ vào hoạt động thương mại xuất nhập khẩu của 2 phía Trung Quốc và Mỹ đã phục hồi trở lại thông qua việc Trung Quốc sẽ nhập khẩu trở lại đậu nành Mỹ từ 1/1/2019 vì nguồn cung có hạn tại Brazil sau khi ngừng nhập khẩu từ Mỹ dưới tác động của cuộc chiến tranh thương mại.

Chỉ số BDI đang phục hồi trở ba năm gần đây 2017-2018



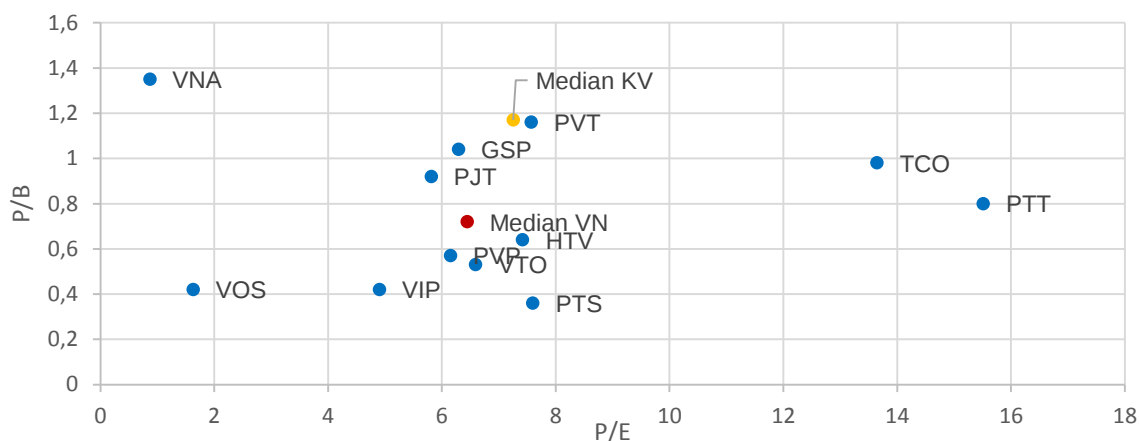
Nguồn: BIMCO, Hellenicshipping.

Quy định mới của IMO về sử dụng dầu nhiên liệu cho tàu biển có tỷ lệ Lưu huỳnh thấp hơn 0,5% “IMO 2020 Low - sulphur” sẽ có hiệu lực từ 01/01/2020. Hiện tại cho đến nay mới chỉ có 4 hãng tàu trong tổng số 20 hãng tàu container lớn nhất thế giới có kế hoạch lắp “Bộ lọc khí thải – Scrubber” để đáp ứng quy định trên. Cụ thể, theo thống kê của Alphaliner cho đến nay mới chỉ có 300 tàu container loại từ Panamax trở lên có kế hoạch lắp Scrubber, trong đó MSC là hãng đi đầu có kế hoạch lắp Scrubber cho 120 tàu, Evergreen (70 tàu), Hyundai (27 tàu), CMA CGM (20 tàu), các hãng tàu lớn còn lại như COSCO, ONE, ... thì vẫn chưa có động tĩnh. So với tổng số tàu container trên thế giới thì tỷ lệ lắp “Bộ lọc khí thải – Scrubber” rất nhỏ chỉ có 300 tàu trên 5.213 tàu (tính đến tháng 10/2018), đạt tỷ lệ 5,75%. Đối với Việt Nam, nhiều hãng tàu lớn của Việt Nam sẽ phải lắp đặt thêm bộ lọc khí thải Scrubber này với giá trị một máy ước tính gần 1 triệu USD qua đó sẽ ảnh hưởng khá nhiều tới đội tàu của nhiều hãng như Vinalines, Hải An, GMD Shipping,..

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với ngành vận tải biển. Chúng tôi đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh của ngành vận tải biển có sự cải thiện thông qua việc giảm bớt lỗ từ lợi nhuận sau thuế và hơn thế nữa là nhiều doanh nghiệp đã bắt đầu có lợi nhuận dương trong 9T2018. Bên cạnh đó, giá dầu thô thế giới giảm mạnh gần 45% dẫn đến giá dầu sản phẩm như xăng, dầu diesel cũng điều chỉnh ước tính 21 - 23% trong Q4/2018. Qua đó, biên lợi nhuận sẽ cải thiện đáng kể nhờ các loại chi phí nhiên liệu của các hãng tàu sẽ giảm bớt (tỷ trọng của chi phí nhiên vật liệu chiếm gần 20 - 35% tổng chi phí). Vì thế, nếu giá cước vận tải biển tăng trưởng ổn định trong năm 2019 và sự hỗ trợ của bộ GTVT về khung giá vận tải biển sẽ giúp có các doanh nghiệp trong ngành tăng trưởng tốt. Rủi ro ngành: Hiện đội tàu Việt Nam thường khá nhỏ <120,000 DWT vì thế không thể cạnh tranh được với các hãng tàu nước ngoài với xu hướng sử dụng tàu trên 140,000 DWT nhằm giảm chi phí vận chuyển/container và một số tàu đã quá tuổi sử dụng nên không thể đi vào một số nước trong khu vực để lấy hàng.

So sánh P/E P/B với khu vực Asean (Emerging)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro.

PVT – Khuyến nghị Mua

Chúng tôi đánh giá khả quan đối với ngành vận tải hàng lỏng của PVT, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ đi vào hoạt động đầu năm 2019, từ đó sẽ giúp các doanh nghiệp vận tải dầu khí tăng được số hợp đồng vận tải dầu thô và dầu thành phẩm. Ngoài ra, Bộ Công Thương đang trình chính phủ phương án nếu trong nước không đủ lượng than cung ứng thì sẽ nhập than nhằm đảm bảo cung cấp đủ than để sản xuất điện và không để thiếu điện. Từ đó, PVT sẽ là đơn vị vận chuyển than chính cho các nhà máy nhiệt điện lớn của EVN (Duyên Hải, Vũng Áng, Thái Bình, v.v...) được hưởng lợi từ các hợp đồng vận chuyển. Vì thế, chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu PVT. Chúng tôi dự phóng KQKD DT và LNST 2019 sẽ đạt 9,321 tỷ đồng (+20% yoy) và 854 tỷ đồng (+17.5% yoy) tương đương EPS FW = 2,405 đồng (+17.5% yoy), P/E FW = 6.7x, P/B FW = 0.9x.

Mã cp	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 31/11/18	Giá mục tiêu
PVT	9,321	854	2,405	6.7	0.9	6.6%	13.1%	16,000	21,700

Nguồn: BSC research

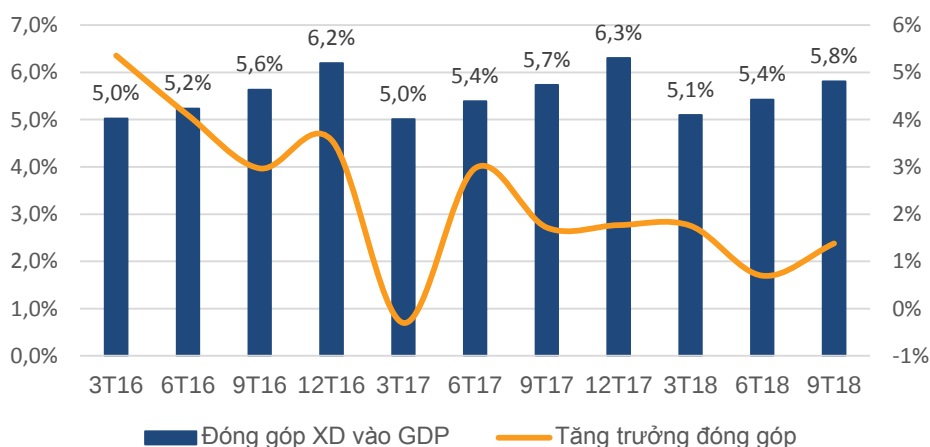
Ngành Xây Dựng [Trung lập]

- Thị trường xây dựng cơ sở hạ tầng được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định với tốc độ 5.9% trong giai đoạn 2018 - 2022F.
- Ngành xây dựng sẽ gặp nhiều thách thức trong năm 2019 do thắt chặt tín dụng và các quy định phê duyệt xây dựng trong Bất Động Sản.
- Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Xây dựng do tình hình bất động sản tiếp tục khó khăn trong năm 2019. Mua: CTD.

Thị trường xây dựng cơ sở hạ tầng được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định với tốc độ 5.9% trong giai đoạn 2018-2022 nhờ vào (1) Vốn FDI duy trì mức cao mặc dù tăng trưởng chậm lại vào Việt Nam: vốn FDI đã thực hiện trong 11T2018 đã đạt 16.5 tỷ USD (+3.1% YoY) tập trung vào 2 lĩnh vực chính là Công nghiệp chế biến, chế tạo là 12.4 tỷ USD và Bất động sản là 5.95 tỷ USD. (2) Các chính sách hỗ trợ từ phái Chính phủ, cụ thể trong quý 3/2018, UBND TP.HCM vừa đề ra các giải pháp huy động nhiều nguồn lực đầu tư cơ sở hạ tầng và phát triển kinh tế - xã hội trong giai đoạn 2018 – 2022 lên đến 2,870 ngàn tỷ đồng. Một số công trình hạ tầng trọng điểm tại TPHCM được triển khai nhằm giải quyết ùn tắc giao thông như: dự án đường song hành cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây, Đường Vành Đai 2, v.v...

Ngành xây dựng sẽ gặp nhiều thách thức trong năm 2019. Theo Bộ Thống kê, tốc độ tăng trưởng về đóng góp của ngành xây dựng vào GDP đang chậm lại cụ thể trong 9T2018 chỉ tăng nhẹ 1.4% so với cùng kỳ 2017 chứng tỏ ngành xây dựng đang hạ nhiệt lại. Chúng tôi vẫn nhấn mạnh rằng ngành xây dựng trong năm sau 2019 sẽ có nhiều khó khăn như sau (1) Tình hình thắt chặt công tác thẩm duyệt và nghiệm thu công trình cao tầng và bổ sung giải pháp phòng cháy, chữa cháy nếu chưa đạt yêu cầu theo quy định; (2) Ngành bất động sản vẫn gặp nhiều khó khăn trong vấn đề giải quyết khâu pháp lý dẫn đến sự trì hoãn tiến độ dự án và mở bán dự án; nguồn tín dụng chính cung cấp cho các dự án BĐS sẽ bị kiểm soát chặt chẽ hơn khi các ngân hàng thương mại chỉ được sử dụng 40% (năm 2018 là 45%) nguồn vốn huy động ngắn hạn để cho vay trung hạn, qua đó cũng ảnh hưởng gián tiếp các hợp đồng ký mới của các công ty xây dựng.

Tăng trưởng đóng góp ngành Xây dựng vào GDP Lũy kế 9T18 đang có dấu hiệu chậm lại.

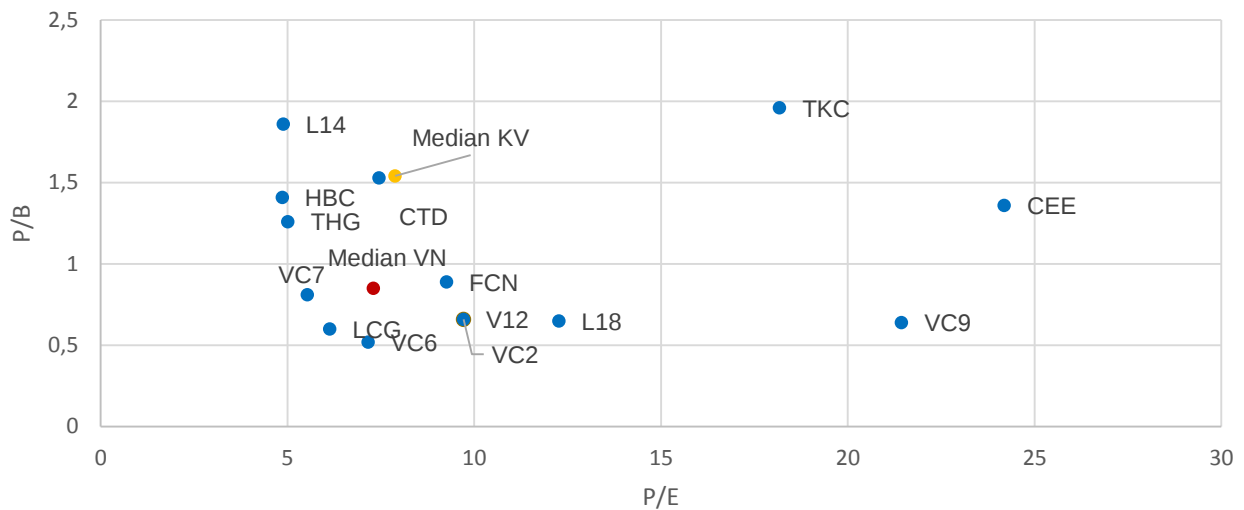


Nguồn: GSO

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá TRUNG LẬP với ngành Xây dựng trong năm 2018 và 2019 do (1) chu kỳ tăng trưởng của ngành BĐS sẽ chậm lại trong năm 2019; (2) sự cạnh tranh gay gắt của các công ty xây dựng trong ngành và (3) Lãi suất cho vay sẽ tăng trong năm 2019 tạo nên áp lực chi phí tài chính cho các công ty xây dựng hiện đang có tỷ lệ Nợ Vay/VCSH cao. Theo BMI dự báo ngành xây dựng sẽ có tốc độ tăng trưởng bình quân giảm dần đều từ 7.16% về 6.89% và giá trị xây dựng cơ sở hạ tầng sẽ đi ngang 5.5% trong giai đoạn 2019 - 2022.

So sánh P/E P/B với khu vực Asean (Emerging)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro.

CTD – Khuyến nghị Mua

BSC duy trì khuyến nghị Mua đối với các cổ phiếu CTD nhờ vào (1) Giá trị hợp đồng ký mới và backlog của CTD trong 2019 dự báo đạt lần lượt 30,589 tỷ (+3% yoy) và 24,676 tỷ đồng (+4% yoy); (2) Chủ trưởng không sử dụng nợ vay; (3) Kế hoạch sát nhập lại các công ty con trong đó có Ricons sẽ tăng tính minh bạch cho CTD và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu từ các hợp đồng xây dựng vừa và nhỏ; (4) Chuyển dịch dòng vốn đầu tư từ Trung Quốc về Việt Nam giúp cho lĩnh vực xây dựng khu công nghiệp của CTD được hưởng lợi. Qua đó, BSC dự báo CTD sẽ đạt doanh thu và LNST lần lượt 29,580 tỷ đồng (+3% yoy) và 1,636 tỷ đồng (+5% yoy), tương đương EPS FW 2019 là 18,658 VND/cp (+5% yoy), P/E fw = 8.3x, P/B = 1.1x.

Mã cp	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 31/11/18	Giá mục tiêu
CTD	29,580	1,636	18,658	8.3	1.1	10.1%	20.2%	155,500	177,200

Nguồn: BSC research

Ngành Cao su tự nhiên [Kém khả quan]

- Giá cao su được dự báo sẽ khó phục hồi, giữ ở mức 33 triệu VND/tấn trong năm 2019.
- Tình trạng dư cung tiếp diễn làm giá cao su ở mức thấp. Nguồn cung cao su +5.8% yoy, nguồn cầu cao su +3.6% yoy do lo ngại chiến tranh thương mại Mỹ Trung.
- Tiêu thụ ô tô tại Trung Quốc được dự báo giảm, tiêu thụ sẫm lốp tại Việt Nam được dự báo +9% yoy trong năm 2019.
- Giá bán gỗ cao su ở mức cao (khoảng 280 triệu – 330 triệu VND/ha) tạo khoản LN ổn định cho các DN cao su.
- Chúng tôi hạ quan điểm Ngành cao su tự nhiên xuống Kém khả quan do (1) giá bán cao su khó phục hồi trong năm 2019; (2) nguồn thu chính từ thanh lý gỗ cao su (PHR, DPR) cùng việc đền bù đất. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PHR.

Giá cao su được dự báo sẽ khó phục hồi trong năm 2019 do (1) tình trạng dư cung tiếp diễn và hàng tồn kho cao su đang ở mức cao; (2) sự suy yếu của các đồng nội tệ các nước sản xuất cao su lớn so với đồng USD; (3) giá dầu, theo dự báo của BSC, sẽ giảm xuống mức 66 USD/barrel (-10.8% yoy) trong năm 2019 có thể sẽ làm ảnh hưởng đến giá bán của cao su tự nhiên.

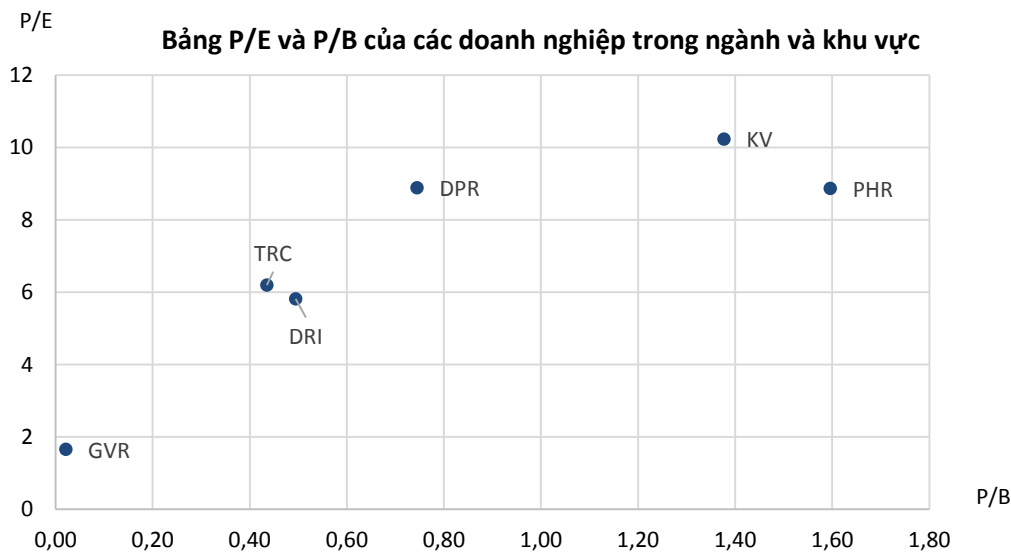
Tình trạng dư cung tiếp diễn làm giá cao su ở mức thấp. Theo dự báo của ANRPC, nguồn cung của cao su trong năm 2019 đạt 14,696 triệu tấn, +5.8% yoy trong khi nguồn cầu đạt 14,73 triệu tấn +3.6% yoy do Mỹ áp thuế suất cao lên lốp ô tô Trung Quốc, tuy nhiên tình trạng dư cung được dự báo sẽ kết thúc trong thời gian 2021 - 2022 do diện tích trồng mới cao su từ năm 2013 đến nay giảm mạnh do giá bán thấp. Hàng tồn kho tính đến hết Q2/2016 vẫn ở mức cao, đạt mức 2,564 triệu tấn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán của các DN cao su sẽ ở mức thấp như hiện nay (khoảng 33 – 34 triệu VND/tấn).

Thị trường tiêu thụ ô tô tại Trung Quốc được dự báo sẽ giảm làm ảnh hưởng đến nhu cầu cao su nhập khẩu tại Việt Nam. Theo hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Trung Quốc (CAAM), trong 9T2018, doanh số bán xe ô tô của Trung Quốc đạt 20.49 triệu xe (+1.5% yoy), tăng trưởng chậm trong 2017 và 2018 do (1) nền kinh tế giảm tăng trưởng; (2) siết chặt kiểm soát ô nhiễm không khí cùng với (3) lo ngại chiến tranh thương mại Mỹ Trung. Điều này có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu cao su của Việt Nam khi hơn 60% lượng cao su xuất khẩu sang Trung Quốc. Tiêu thụ sẫm lốp tại Việt Nam được dự báo tăng trưởng ở mức 9% trong năm 2019 (như trong báo cáo ngành sẫm lốp) cũng sẽ hỗ trợ tiêu thụ cao su trong nước. (35% chi phí NVL đến từ cao su tự nhiên).

Giá bán gỗ cao su ở mức cao (280 triệu – 330 triệu VND/ha) tạo khoản LN ổn định cho các DN cao su. Ước tính lợi nhuận đóng góp vào LNTT cho các DN như PHR khoảng 280 tỷ VND (1,000 ha), DPR khoảng 110 tỷ VND (khoảng 300 – 400 ha). Ngoài ra, PHR dự kiến trong dài hạn sẽ chuyển một phần diện tích hiện tại sang làm KCN cho NTC (350 ha) và VSIP (691 ha) giúp ghi nhận khoản đền bù khoảng 1 tỷ VND/ha trong tương lai.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

Tuy các DN cao su có lịch sử trả cổ tức cao cùng việc định giá rẻ (P/E ngành cao su = 5x), chúng tôi không kỳ vọng cổ phiếu ngành cao su sẽ tăng trưởng trong năm 2019 do giá bán cao su làm ảnh hưởng LN, ngoại trừ PHR có diện tích thanh lý gỗ lớn và có khả năng sẽ có lợi nhuận bất thường từ hoạt động thoái vốn + đền bù đất. Do đó, chúng tôi đánh giá KÉM KHẢ QUAN với các cổ phiếu ngành cao su.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Hiện nay, ngành cao su Việt Nam có trung bình P/E = 6.2 và P/B = 0.49 đều thấp hơn khu vực (P/E = 10.23, P/B = 0.49).

PHR – Giá mục tiêu 36,385 VND/cp – Upside 14.8%

PHR có vị thế tốt và là doanh nghiệp đầu ngành về quy mô (gần 25,000 ha tại Việt Nam + Campuchia). Hiện nay vườn cây cao su tại Kamthong Pong ở Campuchia đã đưa vào thu hoạch dần ổn định dự kiến sẽ đóng góp vào sản lượng đáng kể từ năm 2020. Bên cạnh đó, PHR hiện còn khoảng hơn 3,000 ha cao su già cần thanh lý với giá bán cao (hơn 300 triệu VND/ha) giúp đảm bảo lợi nhuận tốt trong 2 - 3 năm tới. Về các khoản lợi nhuận bất thường, PHR dự kiến sẽ bàn giao đất (khoảng 350 ha, bàn giao dần trong 2-3 năm) với giá dự kiến 0.975 triệu VND/ha giúp DN ghi nhận khoản thu nhập bất thường khoảng 340 tỷ VND trong năm 2019. Ngoài ra, PHR dự kiến sẽ thoái vốn tại NTC trong năm 2019, với giá thị trường hiện nay (khoảng 90,000 VND/cp), PHR sẽ ghi nhận DTTC khoảng gần 500 tỷ VND. Trong năm 2019, chúng tôi giả định giá cao su sẽ ở mức 33 triệu VND/tấn (-1.2% yoy) dựa theo dự báo của World Bank, giá gỗ cao su ở mức 300 triệu VND/ha. Theo đó, DTT và LNST của PHR đạt mức 1,444 tỷ VND (+10% yoy) và 388 tỷ VND (-7.2% yoy), tương đương với EPS 2019 = 2,536 VND/cp. Trong trường hợp ghi nhận DT tài chính từ thoái vốn NTC (khoảng 420 tỷ VND), PHR sẽ ghi nhận DTT và LNST trong năm 2019 đạt 1444 tỷ VND (+10% yoy) và 725 tỷ VND (+73.5% yoy), tương đương với EPS 2019 = 4,741 VND/cp. Về việc đền bù đất, chúng tôi khuyến nghị theo dõi thêm và chưa đưa vào trong phần định giá.

Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (VND/cp)	P/e fw	P/B	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 30/11/18	Giá mục tiêu
PHR*	1,443	725	4,741	6.4x	1.4x	16.4%	24.5%	30,200	36,385

*trường hợp ghi nhận thoái vốn

Nguồn: BSC Research

Ngành Mía đường [Kém khả quan]

- Ngành đường thế giới niên vụ 2018/19 được dự báo thặng dư 9.1 triệu tấn
- Sản lượng đường sản xuất trong nước được dự báo đạt 1.5 triệu tấn (+7.1% yoy)
- Giá đường niên vụ 2018/19 được dự báo vẫn sẽ duy trì ở mức thấp
- Chúng tôi đưa ra đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành mía đường niên vụ 2018/19
- Chúng tôi duy trì đánh giá Kém khả quan đối với ngành Mía đường. Theo dõi: SBT.

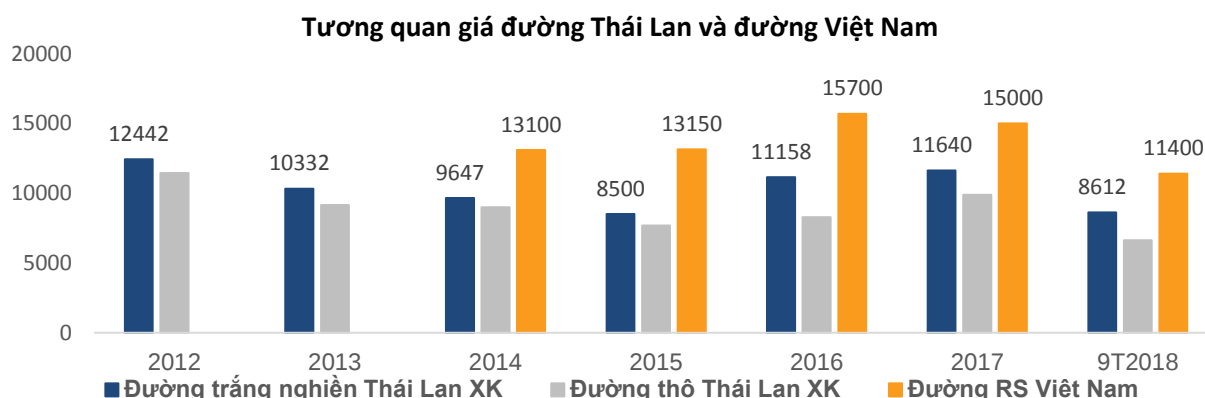
Thị trường thế giới

Ngành đường thế giới niên vụ 2018/19 được USDA dự báo sẽ dư cung 9.1 triệu tấn, giảm mạnh từ mức dư 17.6 triệu tấn trong niên vụ trước. World Bank dự báo giá đường niên vụ 2018 - 2019 dao động quanh 15 cts/lb, tăng 19% so với mức trung bình niên vụ 2017/18. Sản lượng đường dự kiến đạt 185.8 triệu tấn (-4.5% yoy) vì Brazil dự kiến sẽ giảm sản lượng xuống còn 30.6 triệu tấn (-21.3% yoy) do tình hình hạn hán khắc nghiệt và tăng tỷ lệ sử dụng đường cho việc sản xuất ethanol. Nhu cầu tiêu thụ được dự báo đạt 176.8 triệu tấn (+1.63% yoy) chủ yếu nhờ tăng tiêu thụ ở Ấn Độ (+3.77% yoy) và Indonesia (+4.58% yoy).

Thị trường nội địa

Tình hình dư cung tiếp tục căng thẳng trong niên vụ 2018 - 2019. Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam, niên vụ 2018 - 2019 dự kiến lượng đường cung cấp cho thị trường cả nước là 2.2 triệu tấn (1.5 triệu tấn đường sản xuất trong niên vụ, 0.6 triệu tấn đường tồn kho niên vụ trước và 0.09 triệu tấn đường hạn ngạch); chưa bao gồm đường lậu từ Thái Lan và Trung Quốc. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ cả nước dự kiến đạt 1.6 triệu tấn, tiếp tục dư cung 0.6 triệu tấn đường. Mức dự báo này cũng tương đương với mức dự báo của OECD – FAO (dư cung 0.7 triệu tấn) và cao hơn dự báo của USDA (dư cung 0.5 triệu tấn). Vấn đề dư cung vẫn ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình tiêu thụ và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Giá đường niên vụ 2018 - 2019 tiếp tục ở mức thấp. Trong 9T2018, giá đường Việt Nam đã giảm 24% so với giá bán niên vụ trước, hiện đang dao động quanh 10,500 VND/kg đối với đường RS và 12,400 VND/kg đối với đường RE. Tuy nhiên, mức giá này vẫn cao hơn khoảng 32% so với giá đường nhập khẩu từ Thái Lan (~ 3,000 VND/kg); mức chênh lệch vẫn sẽ gây áp lực giảm giá lên đường nội địa trong niên vụ 2018 - 2019.



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi cho rằng niên vụ 2018 - 2019 tiếp tục sẽ là một niên vụ khó khăn đối với các doanh nghiệp mía đường do (1) mức dư cung tại Việt Nam niên vụ tới vẫn rất lớn, tạo áp lực giảm giá lên giá bán nội địa; (2) chưa có biện pháp cứng rắn để kiểm soát đường lậu. Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vẫn có thể cải thiện về mặt doanh thu (tăng sản lượng nhờ tăng năng suất, tăng trừ đường) nhưng với dự báo giá đường vẫn ở mức thấp, lợi nhuận sẽ khó có sự đột biến trong 2018 - 2019. Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với ngành Mía đường trong niên vụ 2018 - 2019 và khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu CTCP Thành Thành Công – Biên Hòa và CTCP Đường Quảng Ngãi.

Định giá các doanh nghiệp mía đường



Nguồn: Bloomberg

SBT – THEO DÕI

Kết thúc Quý 1 niên độ 2018/19, SBT ghi nhận DT và LNST lần lượt đạt 2,523 tỷ (+61.5% yoy) và 37 tỷ (-58.4% yoy). Biên LNG mại đường giảm mạnh từ mức 15% xuống còn 5% do công ty đẩy mạnh tiêu thụ hàng tồn kho có giá thành cao từ vụ trước (Giá trị HTK giảm từ 4,009 tỷ xuống 2,555 tỷ). Đồng thời, việc công ty đẩy mạnh xuất khẩu đường cũng làm giảm biên LNG do giá xuất khẩu thấp hơn giá bán nội địa.

Tuy ngành đường được dự báo vẫn còn nhiều khó khăn, với quy mô và vị thế hàng đầu của công ty trong ngành, SBT là cổ phiếu đáng theo dõi trong năm 2019. Chúng tôi dự báo doanh thu 2019 của SBT đạt 10,301 tỷ, LNST đạt 590 tỷ, tương ứng với EPS 2019 = 1,100 VND/cp, P/E fw 2019 = 19.1.

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 30/11/18	Giá mục tiêu
SBT	10,301	590	1,100	19.1	1.8	3.1%	7.5%	21,100	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Xi măng 2019 [Kém khả quan]

- Nhu cầu xi măng năm 2019 ước tính khoảng 98-99 triệu tấn (+6-8% YoY) nhờ nhu cầu nội địa (+5-9% YoY), sản lượng xuất khẩu tương đương 2018 do mức giá xuất khẩu thấp.
- Công suất ngành được dự báo đạt 101.74 triệu tấn, vượt nhu cầu 3.5%
- Giá than và giá điện được dự báo tăng trong năm tới ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của các doanh nghiệp.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu của các DN xi măng. Khuyến nghị MUA đối với HT1, theo dõi BCC

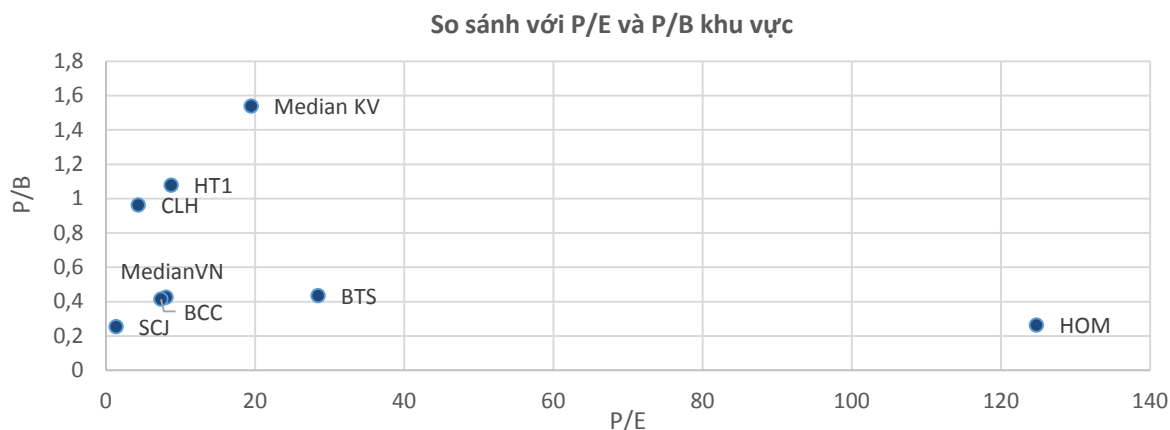
Nhu cầu xi măng năm 2019 ước tính khoảng 98-99 triệu tấn (+6 - 8% YoY) (theo Bộ Xây dựng), trong đó tiêu thụ nội địa khoảng 69 - 70 triệu tấn (+5 - 9% YoY) trong khi sản lượng xuất khẩu ước tính tương đương thực hiện 2018 khoảng 29 - 30 triệu tấn. Tiêu thụ năm tới được hỗ trợ bởi nhu cầu xây dựng tuy nhiên tốc độ tăng chậm lại so với 2018, xi măng xuất khẩu cũng sẽ tăng trưởng chậm lại do high-base năm 2018. Bên cạnh đó, nhiều DN xi măng, trong đó có Vicem nhìn nhận hoạt động xuất khẩu giúp giảm bớt cạnh tranh tại thị trường nội địa nhưng không phải trọng tâm do lợi nhuận mang lại thấp, thậm chí thua lỗ.

Công suất ngành được Bộ xây dựng dự báo đạt 101.74 triệu tấn, dự kiến có 2 dây chuyền mới đi vào vận hành trong năm 2019. Công suất toàn ngành tiếp tục tăng vượt nhu cầu tiêu thụ (3.5%), cạnh tranh khốc liệt khiến giá bán khó có thể điều chỉnh theo tăng giá các yếu tố đầu vào.

Giá than và giá điện được dự báo tăng trong năm tới ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của các doanh nghiệp. Giá than năm tới được dự báo sẽ tiếp tục tăng do (1) sản lượng TKV và Than Đông Bắc khai thác không thể đáp ứng nhu cầu khiến phải tăng than nhập khẩu; (2) giá than cám thế giới được dự báo tiếp tục tăng do nhu cầu tăng tại Ấn Độ, Đông Nam Á trong khi nguồn cung than xuất khẩu Ấn Độ không tăng được nhiều do gặp phải giới hạn về kỹ thuật cũng như chính trị. Giá điện năm tới cũng nhiều khả năng sẽ được điều chỉnh tăng kể từ cuối 2017 do các chi phí liên quan đến sản xuất than, khí đã có mức tăng mạnh. Trong khi giá bán đầu ra không thể tăng được nhiều do vấp phải cạnh tranh, các yếu tố đầu vào tăng mạnh (than và điện chiếm 40 - 50% giá vốn của các DN xi măng) sẽ bào mòn lợi nhuận của các DN.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM QUẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá tiêu thụ xi măng trong năm tới sẽ tiếp tục tăng trưởng nhưng tốc độ sẽ chậm lại. Tình trạng dư cung tiếp diễn, cạnh tranh về giá cùng với xu hướng tăng của các yếu tố đầu vào sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của các DN. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm Kém khả quan đối với triển vọng ngành trong 2019. Hiện tại, các DN xi măng của Việt Nam đang được giao dịch với mức P/E và P/B tương đối hấp dẫn so với các DN trong khu vực.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

HT1- MUA – Giá mục tiêu: 17,200 đồng/CP – Upside: +12.8%

Kết quả kinh doanh 9T2018 khả quan: Sản lượng tiêu thụ tương đương thực hiện cùng kỳ, doanh thu 6,059 tỷ đồng (+1.3% YoY), biên LNG giảm nhẹ từ 16.7% về 16.3% do các chi phí than, điện tăng mạnh. LNST đạt 441.6 tỷ (+39% YoY) nhờ giảm mạnh lỗ tỷ giá từ 140 tỷ trong 9T2017 về khoảng 5 tỷ trong 9T2018.

BSC ước tính doanh thu năm 2018 của HT1 đạt 8,331 tỷ đồng (+1.5% YoY), LNST ước tính đạt 607.6 tỷ (+24.6% YoY), tương đương EPS = 1,592 đồng/CP. Mặc dù năm 2018, giá than và điện tăng mạnh nhưng nhờ giảm tỷ lệ nghiền ngoài tại trạm nghiền Hạ Long và giảm lỗ tỷ giá (2017 ghi nhận 143.75 tỷ) nên LNST của HT1 tăng trưởng tốt.

Chúng tôi đánh giá tiêu thụ của HT1 trong năm 2019 vẫn giữ được đà tăng trưởng nhờ vào nhu cầu chung toàn ngành, thương hiệu mạnh và thị phần áp đảo tại thị trường miền Nam. Tuy nhiên, biên lợi nhuận có thể sẽ giảm do tăng giá than và điện. Nợ ngoại tệ USD và EUR ước tính sẽ được trả hết trong năm 2019 và 2020 cũng sẽ làm giảm áp lực lỗ tỷ giá cho HT1. Với định giá hiện tại tương đương với P/E fw = 9.6x, và EV/EBITDA = 4.8x so với trung vị khu vực là 7.8x, chúng tôi cho rằng giá hiện tại của HT1 tương đối hấp dẫn.

BCC – THEO DÕI

Tình hình tiêu thụ 2018 khả quan: sản lượng tiêu thụ xi măng & clinker ước đạt 5.1 triệu tấn (+7.7% YoY), trong đó tỷ lệ tiêu thụ xi măng rời và xi măng bao lần lượt là 45% và 55%. Ước tính doanh thu 2018 đạt 3,400 tỷ (-2.1% YoY), LNST đạt 90 tỷ (cùng kỳ -3.48 tỷ), tương đương với EPS = 818 đồng/CP, P/E fw = 8.43x

Tình hình đầu tư trạm nghiền mới: trạm nghiền công suất 1.2 triệu tấn/năm với tổng mức đầu tư khoảng 1,000 tỷ đồng dự kiến sẽ có thể đi vào hoạt động từ tháng 6/2019, nâng công suất của BCC thêm 40%. Bên cạnh đó, dự án trạm nghiền Đại Việt (Quảng Ngãi) vẫn chưa thể hoạt động trở lại khiến công ty vẫn phải gánh thêm áp lực chi phí khấu hao tại NM này (ước tính khoảng 10 tỷ/năm).

Mã CK	DTT 2019 F (tỷ đ)	LNST 2019 F (tỷ đ)	EPS 2019 F (đ/CP)	P/ E fw	P/B fw	RO A 201 9	ROE 2019	Giá đóng cửa 30/11/201 8	Giá mục tiêu
HT 1	8,62 5	655	1,716	8.9	0.9 1	6.6 %	10.3 %	15,250	17,20 0

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 doanh nghiệp. 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:
Fax:

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel:
Fax:

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>





**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG
ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM**
Website: www.bsc.com.vn

Trụ sở chính: Tầng 10, 11 Tòa tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (024) 3935 2722

Chi nhánh: Lầu 9, Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Tel: (028) 3821 8885