



**BÁO CÁO TỔNG KẾT
KẾT QUẢ KINH DOANH**

2018

MỤC LỤC

Tổng quan kết quả kinh doanh các ngành năm 2018	1
NGÀNH TÀI CHÍNH	6
TCB – NHTMCP Techcombank	6
ACB – NHTMCP Á Châu	7
MBB – NHTMCP Quân đội.....	8
LPB – NHTMCP Lienviet Post Bank.....	9
TPB – NHTMCP Tiên Phong	10
VCB – NHTMCP Vietcombank	11
BVH- Tập đoàn Bảo Việt.....	12
PVI- Công ty Cổ phần PVI	13
NGÀNH DẦU KHÍ.....	14
GAS – TCT Khí Việt Nam	14
PVD – TCTCP Khoan & Dịch vụ khoan dầu khí	15
PVS – TCTCP Dịch vụ Kỹ thuật dầu khí	16
NGÀNH CÔNG NGHỆ	17
FPT – CTCP FPT	17
NGÀNH BÁN LẺ	18
PNJ – CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	18
MWG – CTCP Đầu tư Thế giới di động	19
DGW – CTCP Thế giới số	20
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN	21
DXG – CTCP Tập đoàn Đất Xanh.....	21
NLG – CTCP Đầu tư Nam Long	22
VHM – CTCP Vinhomes	23
KBC – TCT Phát triển đô thị Kinh Bắc	24
NTC – CTCP KCN Nam Tân Uyên	25
LHG - CTCP Long Hậu	26
NGÀNH XÂY DỰNG	27
CTD – CTCP Xây dựng Coteccons	27
HBC – CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình.	28
NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG.....	29
HPG – CTCP Tập đoàn Hòa Phát.....	29

HSG – CTCP Tập đoàn Hoa Sen	30
VGC – TCT Viglacera	31
HT1 – CTCP xi măng Hà Tiên 1	32
NGÀNH ĐIỆN	33
REE- Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh	33
POW - Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam.....	34
PC1- Công ty cổ phần Xây lắp điện 1.....	35
PPC - Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại	36
NGÀNH TIÊU DÙNG.....	37
VNM – CTCP Sữa Việt Nam	37
MSN – CTCP Tập đoàn Masan.....	38
SAB – Tổng CTCP Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	39
SBT – CTCP Thành Thành Công Biên Hòa.....	40
DHG – CTCP Dược Hậu Giang.....	41
DBC – CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam.....	42
NGÀNH DỆT MAY	43
MSH – CTCP May Sông Hồng	43
TNG – CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	44
TCM – CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công.....	45
STK – CTCP Sợi Thế Kỷ	46
NGÀNH THỦY SẢN	47
VHC – CTCP Vĩnh Hoàn.....	47
MPC – CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú.....	48
HVG – CTCP Hùng Vương.....	49
NGÀNH VẬN TẢI	50
ACV – TCT Cảng Hàng không Việt Nam	50
HVN – TCT Hàng không Việt Nam	51
VJC – CTCP Hàng không VietJet.....	52
PVT – CTCP Vận tải dầu khí	53
NGÀNH CẢNG BIỂN.....	54
GMD – CTCP Gemadept	54
VSC – CTCP Tập đoàn Container Việt Nam.	55
NGÀNH Ô TÔ	56

VEA - Tổng CTy Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam	56
HAX - CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh	57
NGÀNH CAO SU	58
DRC – CTCP Cao su Đà Nẵng	58
PHR - CTCP Cao su Phước Hòa	59
DPR - CTCP Cao su Đồng Phú	60
NGÀNH NHỰA	61
BMP – CTCP Nhựa Bình Minh	61
NTP – CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong	62
AAA – CTCP Nhựa và Môi trường xanh An Phát	63
NGÀNH HÓA CHẤT	64
DPM – TCT Phân bón và hóa chất dầu khí	64
DGC – CTCP Bột giặt và Hóa chất Đức Giang	65

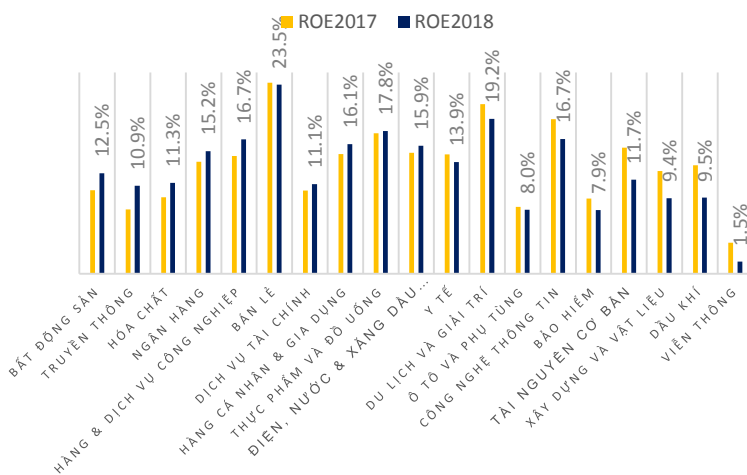
Tổng quan kết quả kinh doanh các ngành năm 2018

Tính đến 15/3/2018, đã có 1,112 doanh nghiệp công bố kết quả kinh doanh năm 2018, chiếm đến 99.8% tổng vốn hóa 3 sàn HSX, HNX và Upcom. Tổng lợi nhuận ròng cả năm 2018 các doanh nghiệp công bố đạt khoảng 276 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 17.62% so với năm 2017. Tuy nhiên nếu loại trừ lợi nhuận đột biến của VHM (tăng 13,188 tỷ đồng lợi nhuận) thì con số này chỉ tăng trưởng 12.1%. Tỷ lệ ROE chung toàn thị trường đạt 13.83%; cải thiện nhẹ so với mức 13.75% của năm 2017; trong khi đó ROA tăng từ 2.5% lên mức 2.7%.

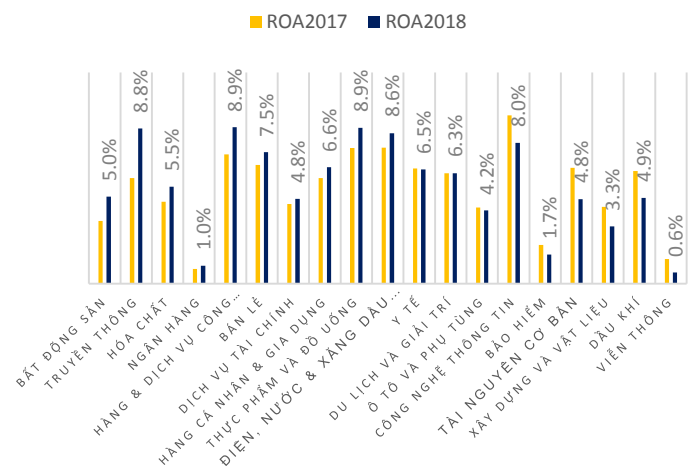
Đã có 1,004 doanh nghiệp báo lãi trong năm 2018, đạt tỷ lệ đạt 90% số doanh nghiệp công bố. Các doanh nghiệp có lợi nhuận lớn nhất tiêu biểu là VCB (14.657 tỷ đồng), VHM (14,753 tỷ đồng), GAS (12,305 tỷ đồng), VNM (10,205 tỷ đồng), HPG (8,600 tỷ đồng), TCB (8,473 tỷ đồng)...

Nhóm các doanh nghiệp vốn hóa lớn tăng trưởng mạnh nhất trong năm 2018 có các mã tiêu biểu: VHM (842% YoY), ACB (142,5% YoY), MBB (77% YoY), nhóm các doanh nghiệp vốn hóa lớn có mức giảm điểm mạnh bao gồm một số mã tiêu biểu như: MVN (-67% YoY), NKG (-92% YoY), HNG (-221% YoY), VCG (-61% YoY), BSR (-53% YoY), LPB (-30% YoY).

ROE NGÀNH



ROA NGÀNH



Nguồn: BSC Research, Fiinpro

Xét về doanh thu, 12/16 nhóm ngành trên thị trường ghi nhận tăng trưởng, dẫn đầu là các nhóm Bất động sản (+34.63%), Truyền thông (+22.19%), Dầu khí (+21.4%) và Bán lẻ (+21.1%). **Trong khi đó**, chỉ có Bất động sản, Truyền thông và Bán lẻ tiếp tục góp mặt trong nhóm các ngành tăng trưởng cao về lợi nhuận, còn nhóm dầu khí suy giảm mạnh (-31.8%).

Kết quả kinh doanh của một số nhóm ngành dẫn dắt trên thị trường cũng không nằm ngoài kỳ vọng của các nhà đầu tư.

Ngành Bất động sản dẫn đầu tăng trưởng lợi nhuận với mức tăng 77.8%, chủ yếu do lợi nhuận đột biến từ VHM. Nếu không tính VHM thì Lợi nhuận toàn ngành đạt mức tăng trưởng 26%. Tổng lợi nhuận công bố của 90 doanh nghiệp trong ngành đạt khoảng 44.2 nghìn tỷ đồng, tương ứng 83% kế hoạch lợi nhuận toàn ngành. ROE toàn ngành cải thiện từ mức 9.7% lên 11.3% trong khi ROA tăng từ 3.2% lên 4.4%.

Ngành Ngân hàng mặc dù có dấu hiệu giảm tốc ở mặt tăng trưởng tín dụng nhưng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vẫn đạt 31.3% trong năm 2018, cao thứ tư trong các nhóm ngành. Tổng cộng đã có 17 ngân hàng niêm yết công bố số liệu với tổng lợi nhuận đạt 68.0 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2018, toàn ngành ngân hàng đã ghi nhận TOI và PBT lần lượt đạt mức 244,360 tỷ VND (+18% yoy) và 83,909 tỷ VND (+31% yoy). Thu nhập lãi thuần +15% yoy, cơ cấu thu nhập chuyển dịch dần sang thu nhập ngoài lãi (+27% yoy). Lợi nhuận trước dự phòng tăng trưởng 22% yoy do các NH đã tích cực tiết giảm chi phí làm giảm CIR. Chất lượng tài sản ngân hàng được cải thiện, chi phí dự phòng +10% yoy, nợ xấu toàn ngành giảm xuống mức 1.65%, tỷ lệ bao nợ xấu tăng lên mức 80%. Tuy nhiên, có nhiều ngân hàng gặp khó khăn từ quý 4/2018 và không hoàn thành kế hoạch lợi nhuận như CTG, VPB.

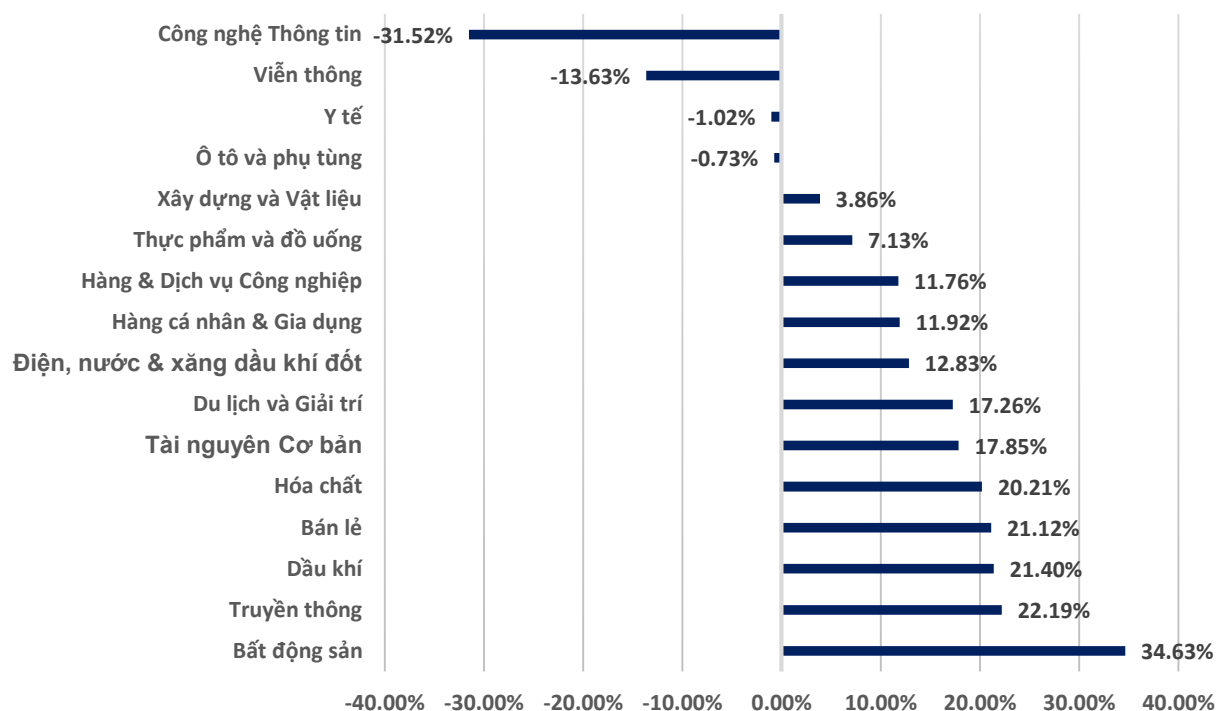
Nhóm bán lẻ vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng hai con số nhờ vào hưởng lợi từ (1) Tăng trưởng chung của nền kinh tế, (2) Thu nhập bình quân đầu người cải thiện và (3) Tầng lớp trung lưu tăng nhanh. Tổng doanh thu ngành bán lẻ đạt mức 3,849 tỷ đồng, tăng 21.6% so với năm 2017. Trong đó, đóng góp chính vào tăng trưởng ngành bán lẻ chủ yếu vẫn đến từ MWG (+31% YoY) và FRT (+20% YoY).

Ngành Dầu khí và ngành Xây dựng & Vật liệu là 2 ngành có lợi nhuận sụt giảm mạnh nhất trong năm 2018. Cụ thể:

- **Ngành Dầu khí chỉ đạt tổng lợi nhuận 8.856 tỷ đồng, sụt giảm 31.8% so với năm 2017.** Nguyên nhân chủ yếu do 3 mã BSR, PVS và OIL với mức sụt giảm lợi nhuận tương ứng 53.4%, 29.7% và 17.5%. Ngoài 2 mã được IPO trong năm 2018 thì lợi nhuận PVS sụt giảm mạnh chủ yếu do ghi nhận lỗ khi giải thể mảng khảo sát địa chấn 2D 3D, nếu loại 3 mã này thì lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng nhẹ 6.9% với sự đóng góp của PVD (tăng 359%) và PLX (tăng 5.1%). ROE ngành Dầu khí sụt giảm từ 12.5% năm 2017 về mức 9.5% năm 2018. Tương tự ROA cũng sụt giảm từ 6.4% về mức 4.9%.
- **Ngành Xây dựng & Vật liệu đạt tổng lợi nhuận 15,570 tỷ đồng, sụt giảm 22% so với năm 2017.** Một số doanh nghiệp ghi nhận mức lợi nhuận giảm mạnh ảnh hưởng đến tổng lợi nhuận ngành chủ yếu là ROS (-78% YoY), VCG (-61% YoY) và CII (-87% YoY). Trong năm ROS chỉ đạt lợi nhuận 184 tỷ đồng so với mức 849 tỷ đồng năm 2017, tương tự CII chỉ đạt 206 tỷ đồng so với mức 1,612 tỷ đồng năm 2017 và VCG chỉ đạt 635,6 tỷ đồng so với mức 1,629.1 tỷ đồng năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi lưu lợi nhuận của 3 doanh nghiệp ROS, VCG và CII năm 2017 phần lớn đóng góp từ hoạt động tài chính thoái vốn công ty con, đánh giá lại các khoản đầu tư. Do đó nếu loại trừ 3 doanh nghiệp trên, lợi nhuận của ngành xây dựng và vật liệu chỉ giảm khoảng 6% so với năm 2017, điều này cho thấy lợi nhuận ngành xây dựng vẫn bắt đầu có xu hướng giảm.

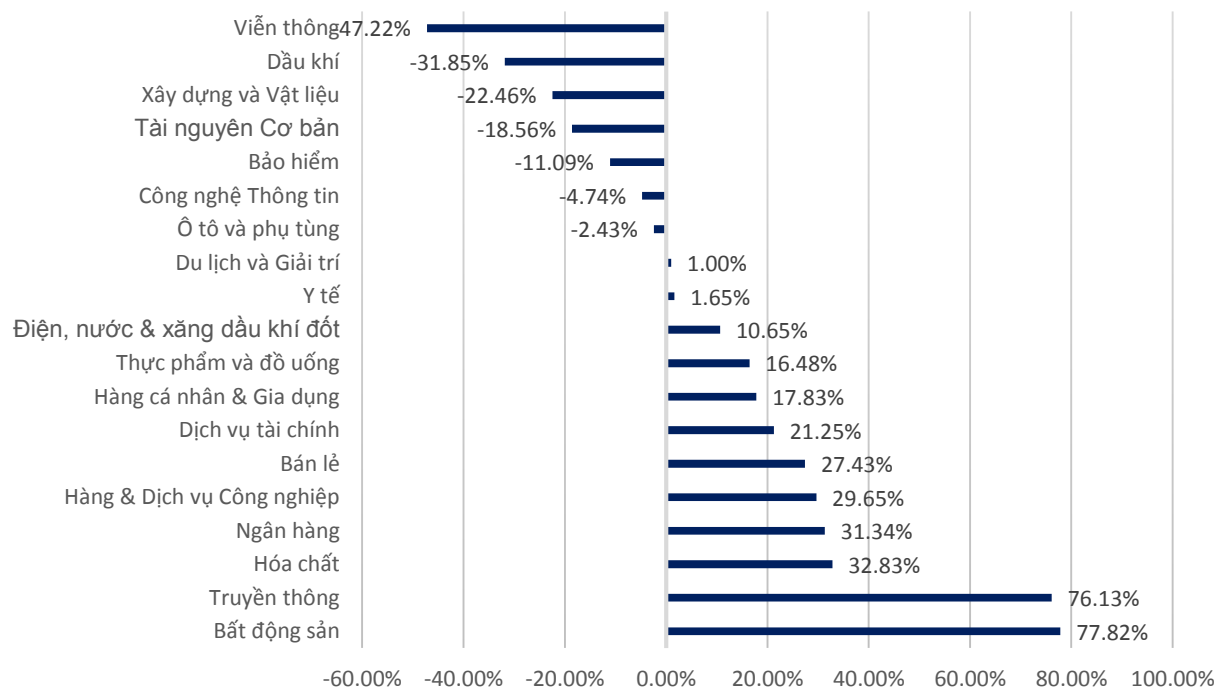
Biên lợi nhuận gộp và ròng 2018 đạt lần lượt 8.36% (giảm -0.94% yoy) và 4.59% (giảm -0.97% yoy). Chúng tôi đánh giá tình hình ngành xây dựng vẫn gặp nhiều khó khăn do (1) Ảnh hưởng của ngành bất động sản do tình trạng thiếu hụt nguồn cung vì vấn đề phê duyệt pháp lý bị chậm; (2) Giải ngân vốn đầu tư công chậm chỉ đạt 59.94% so với kế hoạch trong năm 2018; (3) Chi phí nguyên vật liệu và lãi vay tăng làm bào mòn đi lợi nhuận ròng của doanh nghiệp.

Tăng trưởng doanh thu các nhóm ngành 2018 (%)



Nguồn: BSC Research, Fiinpro

Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành 2018 (%)



Nguồn: BSC Research, Fiinpro

Tổng hợp KQKD 2018 và dự báo lợi nhuận các doanh nghiệp 2019

Mã	Vốn hóa 2018 (tỷ VND)	DT 2018 (tỷ VND)	LNST 2018 (tỷ VND)	LNST 2019F BSC dự phóng (tỷ VND)	Tăng Trưởng LNST 2019/2018(%)	P/E 2019 (x)	P/B 2019 (x)	Giá đóng cửa** (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)
GAS	199,434	75,627	12,110	10,099	-17%	16.79	4.37	104,000	97,000
PVD	7,332	5,503	188	350	86%	50.30	0.54	18,850	18,900
PVS	10,563	14,667	1,011	1,091	8%	10.25	0.95	21,700	24,800
DXG	8,483	4,645	1,064	1,288	21%	7.09	1.69	24,300	32,000
NLG	6,660	3,480	763	851	11%	7.41	1.39	28,000	33,900
VHM	314,854	38,806	14,213	18,412	30%	20.70	7.31	94,300	92,700
PNJ	17,452	14,573	960	1,291	34%	17.79	4.66	104,000	143,700
MWG	40,059	86,516	2,879	3,566	24%	13.47	4.45	89,200	119,700
DGW	966	5,943	111	136	23%	8.74	1.27	23,900	29,025
DRC	2,922	3,551	141	157	11%	20.65	1.91	24,750	27,180
TCB	94,408	30,804	8,463	8,900	5%	10.88	1.83	27,050	31,180
ACB	39,660	28,421	5,137	5,765	12%	7.70	1.88	31,900	32,686
MBB	48,080	33,839	6,113	7,601	24%	8.09	1.52	22,750	28,413
LPB	15,120	12,123	1,362	1,103	-19%	5.33	0.74	9,700	11,120
TPB	18,075	10,821	1,805	2,087	16%	9.24	1.70	21,250	21,567
VCB	248,866	70,583	14,642	16,592	13%	16.49	3.78	67,600	66,616
VNM	239,269	52,562	10,278	10,577	3%	25.97	9.29	138,000	142,400
MSN*	100,845	38,188	4,925	5,000	2%	19.00	3.43	86,800	NA
SAB	157,883	35,949	4,175	4,513	8%	39.08	10.55	245,100	252,500
GMD	8,284	2,686	1,829	594	-68%	4.57	1.42	28,200	29,100
VSC	2,207	1,694	300	304	1%	7.31	1.34	44,100	46,400
PVT	5,038	7,523	584	745	28%	7.79	1.26	17,900	19,260
CTD	10,815	28,561	1,508	1,427	-5%	7.79	1.40	141,700	150,600
HBC	4,039	18,201	637	614	-4%	6.27	1.47	20,700	20,100
KBC	7,211	2,506	747	1,070	43%	9.68	0.80	15,400	20,120
NTC	1,886	146	142	NA	NA	13.94	5.00	117,100	NA
LHG	1,110	430	181	NA	NA	6.27	0.96	22,450	NA
PHR	6,992	1,558	297	1,189	300%	11.06	2.74	51,300	NA
DPR	1,693	1,030	235	290	23%	7.18	0.89	41,850	NA
VEA	66,839	6,563	5,053	8,288	64%	13.46	3.69	50,400	NA
HAX*	630	4,756	93	118	26%	6.38	1.39	18,100	NA
DHG	15,297	3,888	648	771	19%	26.30	4.88	117,100	NA
FPT	28,254	23,214	2,620	4,558	74%	10.76	2.27	46,200	59,100
DGC*	5,219	6,090	884	700	-21%	5.16	1.51	42,100	NA
VHC	8,501	9,323	1,475	1,315	-11%	5.82	2.09	92,700	108,000
MPC*	6,328	15,665	639	2,300	260%	9.79	2.55	45,700	NA
HVG*	1,503	8,105	(115)	110	-196%	NA	0.80	6,770	NA

SBT*	9,925	10,285	437	680	56%	42.19	1.79	18,750	NA
DBC*	2,012	6,674	359	405	13%	5.72	0.75	23,000	NA
ACV	189,404	13,830	4,083	7,478	83%	47.11	7.06	87,600	NA
HVN	60,845	82,951	2,345	3,159	35%	24.79	3.50	43,300	37,000
VJC	64,885	52,388	5,217	6,045	16%	12.42	4.65	119,800	125,000
VGC	9,640	8,984	560	623	11%	17.38	1.55	21,400	18,300
HT1	6,124	8,376	640	701	10%	9.46	1.17	16,100	18,000
MSH	2,548	3,951	370	420	40%	5.21	2.72	53,400	60,500
TNG	1,145	3,613	181	223	23%	6.36	1.45	23,300	22,740
TCM	1,808	3,662	221	250	13%	8.11	1.41	33,600	NA
STK	1,543	2,408	180	227	27%	8.27	1.63	22,500	23,000
BMP	4,298	3,920	428	417	-3%	9.89	1.72	52,800	63,140
NTP	3,436	4,520	332	NA	NA	10.36	1.53	38,500	NA
AAA*	2,808	8,012	180	510	183%	13.13	1.08	16,400	NA
DPM	7,925	9,297	700	755	8%	13.09	0.98	20,450	20,600
HPG	66,691	55,836	8,576	8,900	4%	7.83	1.66	31,850	36,830
HSG*	3,541	34,441	376	500	NA	25.95	0.68	9,320	NA
REE	10,356	5,101	1,688	1,985	18%	5.82	1.11	33,400	38,195
POW	37,002	32,663	1,672	3,770	126%	21.87	1.49	15,800	17,830
PC1	3,352	5,085	465	450	-3%	7.26	1.08	25,050	28,910
PPC	8,208	7,117	1,122	1,200	7%	7.28	1.45	25,300	NA
BVH	66,724	37,361	1,084	450	-58%	62.67	4.53	95,000	NA
PVI	8,412	6,170	551	734	33%	16.23	1.23	36,400	NA

Nguồn: BSC dự báo, (*) Kế hoạch LNST của DN, (**) Ngày 18/03/2019.

NGÀNH TÀI CHÍNH

TCB – NHTMCP Techcombank – TP 31,180 VND – Upside 16.6% – P/E fw 11x

	2016	2017	2018	2019F
QUY MÔ				
Vốn điều lệ (tỷ đ)	8,878	11,655	34,966	34,966
VCSH (tỷ đ)	19,586	26,931	51,783	60,567
Tổng tài sản (tỷ đ)	235,363	269,392	321,049	345,004
Vốn chủ sở hữu/TTS	8.32%	10.00%	16.13%	17.56%
TĂNG TRƯỞNG (YOY)				
Tăng trưởng tài sản	22.59%	14.46%	19.18%	7.46%
Tăng trưởng cho vay	27.13%	12.78%	-0.56%	6.17%
Tăng trưởng tiền gửi	21.94%	-1.43%	17.84%	5.35%
CASA/huy động	20.66%	22.36%	27.14%	30.91%
Cho vay/tiền gửi	82.22%	94.08%	79.39%	80.00%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN				
Tỷ lệ nợ xấu	1.58%	1.61%	1.75%	2.00%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	2.64%	1.61%	1.75%	2.00%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.05%	1.17%	1.49%	1.88%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	66.57%	72.93%	85.08%	94.06%
Lãi thực thu/ TN lãi (ytd)	93.99%	100.66%	91.20%	91.20%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	2.80%	2.41%	3.59%	3.87%
Tài sản nghi ngờ	15,963	17,459	23,094	25,571
% TTS	6.78%	6.48%	7.19%	7.41%
% VCSH	88.57%	75.07%	58.68%	45.52%
HIỆU QUẢ KINH DOANH (YOY)				
% Thu nhập lãi thuần	68.31%	54.64%	60.64%	65.05%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	7,658	11,646	12,507	14,802
% yoy	35.17%	52.08%	7.40%	18.34%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	3,661	3,609	1,846	3,604
% vs LN trước DP	48%	31%	15%	24%
LNST (tỷ đ)	3,149	6,446	8,474	8,900
% yoy	105.92%	104.70%	31.47%	5.03%
NIM (TTM)	4.15%	3.78%	4.02%	4.40%
CIR (TTM)	35.75%	28.75%	31.84%	30.00%
ROA (TTM)	1.47%	2.55%	2.87%	2.67%
ROE (TTM)	17.47%	27.71%	21.53%	15.84%
EPS (đồng/cp) (TTM)	3,525	7,719	2,424	2,545
EPS pha loãng (TTM)	3,525	7,719	2,424	2,545
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	22,062	23,106	14,809	17,322

Tăng trưởng TTS +19.18% yoy, cho vay/tiền gửi = 79.39%, nằm trong mức cho phép của SBV. Tỷ lệ casa được cải thiện và thuộc mức cao trong hệ thống.

Chất lượng tài sản được cải thiện. Nợ xấu +8.5% yoy, NPL = 1.28% (trung bình ngành = 1.65%). Nợ nhóm 2 tăng 0.17%, nợ nhóm 3 giảm mạnh xuống mức 0.15% tổng dư nợ. Tỷ lệ bao nợ xấu = 85%, tương đương mức trung bình ngành (79.68%).

Thu nhập lãi thuần +24.6% yoy, đạt mức 11,127 tỷ VND (chiếm 60.6% TOI). Trong năm 2018, tổng tăng trưởng tín dụng của TCB đạt mức 20.3% (trong quý 4/2018, TCB đã xin cấp thêm hạn mức tín dụng). NIM của TCB cũng được cải thiện lên mức 4.02% (tăng 24 bps) nhờ casa tăng lên mức 27.1%. Ngoài ra, việc cơ cấu các khoản vay từ việc tăng tỷ trọng cho vay dài hạn lên mức 39.25% (năm 2017 = 33.91%) cũng giúp cải thiện một phần NIM. **Các khoản thu nhập ngoài lãi (chiếm 39.4% TOI) tiếp tục tăng trưởng nhờ bảo hiểm, trái phiếu và thẻ.** Thu nhập từ dịch vụ thanh toán và tiền mặt +20.3% yoy, nghiệp vụ bảo lãnh phát hành CK +210% yoy, bancassurance +52% yoy.

ACB – NHTMCP Á Châu – TP 32,686 VND – Upside 7.5% – P/E fw 7.7x

	2016	2017	2018	2019F
QUY MÔ				
Vốn điều lệ (tỷ đ)	9,377	10,273	12,886	14,174
VCSH (tỷ đ)	14,063	16,031	21,018	25,740
Tổng tài sản (tỷ đ)	233,681	284,316	329,333	366,812
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.02%	5.64%	6.38%	7.02%
TĂNG TRƯỞNG (YOY)				
Tăng trưởng tài sản	16.00%	21.67%	15.83%	11.38%
Tăng trưởng cho vay	20.73%	21.49%	16.13%	13.03%
Tăng trưởng tiền gửi	18.37%	16.59%	11.85%	11.22%
CASA/huy động	15.40%	15.82%	16.67%	17.99%
Cho vay/tiền gửi	78.92%	82.24%	85.38%	86.77%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN				
Tỷ lệ nợ xấu	0.87%	0.70%	0.73%	0.73%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.51%	0.71%	0.73%	0.73%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.10%	0.93%	1.11%	1.17%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	126.49%	132.74%	151.89%	160.00%
Lãi thực thu/ TN lãi (ytd)	97.86%	98.39%	100.50%	100.50%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.98%	1.80%	1.51%	1.50%
Tài sản nghi ngờ	12,523	9,999	9,631	10,370
% TTS	5%	4%	3%	3%
% VCSH	89%	62%	46%	40%
HIỆU QUẢ KINH DOANH (YOY)				
% Thu nhập lãi thuần	91.13%	73.94%	73.85%	72.87%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	2,885	5,222	7,321	8,303
% yoy	31.20%	81.01%	40.21%	13.42%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	1,218	2,565	932	1,097
% vs LN trước DP	42.21%	49.13%	12.74%	13.21%
LNST (tỷ đ)	1,325	2,118	5,137	5,765
% yoy	29%	60%	143%	12%
NIM (TTM)	3.36%	3.44%	3.55%	3.49%
CIR (TTM)	61.86%	54.35%	47.83%	48.00%
ROA (TTM)	0.61%	0.82%	1.67%	1.66%
ROE (TTM)	9.87%	14.08%	27.73%	24.66%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,360	2,042	3,870	3,948
EPS pha loãng (TTM)	1,360	2,042	3,870	3,948
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	14,997	15,604	16,311	18,159

Tăng trưởng TTS +15.83% yoy, cho vay/tiền gửi = 85.38%, cao hơn mức cho phép của SBV. Tỷ lệ casa được cải thiện.

Chất lượng tài sản được cải thiện. NPL = 0.73% (trung bình ngành 1.65%), hiện DN đã trích lập xong hết nợ VAMC và nợ của nhóm G6 trong năm 2017 khiến chi phí dự phòng giảm mạnh -64% yoy. Tỷ lệ bao nợ xấu tính đến cuối năm 2018 đạt mức 152%, cao hơn so với mức trung bình ngành hiện tại (79.68%).

Thu nhập lãi thuần +22.53% yoy (chiếm 74% TOI) do (1) tăng trưởng tín dụng năm 2018 đạt 15.04%, cho vay khách hàng +15.14% yoy, huy động +11.9% yoy, (2) NIM 2018 = 3.55% (+11 bps), tương đương mức NIM trung bình ngành hiện tại = 3.53% nhờ tăng tỷ trọng casa lên 16.7% huy động (cùng kỳ 15.8%) và việc tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ.

Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh, chiếm 25% cơ cấu TOI. Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ +26.02% yoy, thu nhập khác tăng mạnh lên mức 1,815 tỷ VND (+104% yoy) từ thu hồi một phần nợ xấu từ nhóm G6 và các khoản nợ xấu khác.

MBB – NHTMCP Quân đội – TP 28,413 VND – Upside 28.6% – P/E fw 8.0x

	2016	2017	2018	2019F
QUY MÔ				
Vốn điều lệ (tỷ đ)	17,127	18,155	21,605	23,333
VCSH (tỷ đ)	26,588	29,601	34,173	44,197
Tổng tài sản (tỷ đ)	256,259	313,878	362,361	424,393
Vốn chủ sở hữu/TTS	10.38%	9.43%	9.43%	10.41%
TĂNG TRƯỞNG (YOY)				
Tăng trưởng tài sản	15.93%	22.48%	15.45%	17.12%
Tăng trưởng cho vay	24.22%	22.19%	16.56%	17.80%
Tăng trưởng tiền gửi	7.30%	13.02%	8.99%	16.44%
CASA/huy động	33.93%	30.11%	33.48%	31.63%
Cho vay/tiền gửi	77.38%	83.65%	89.47%	90.51%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN				
Tỷ lệ nợ xấu	1.32%	1.20%	1.32%	1.40%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	3.50%	1.20%	1.32%	1.40%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.36%	1.15%	1.50%	1.62%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	103.18%	95.85%	113.20%	115.00%
Lãi thực thu/ TN lãi (ytd)	99.61%	100.45%	97.96%	97.96%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.94%	1.54%	1.60%	1.59%
Tài sản nghi ngờ	16,775	14,728	18,706	22,086
% TTS	6.55%	4.69%	5.16%	5.20%
% VCSH	63.09%	49.75%	54.74%	49.97%
HIỆU QUẢ KINH DOANH (YOY)				
% Thu nhập lãi thuần	80.96%	80.90%	74.64%	75.02%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	5,681	7,868	10,805	12,681
% yoy	6.72%	38.50%	37.33%	17.36%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	(2,030)	(3,252)	(3,038)	(3,144)
% vs LN trước DP	35.74%	41.33%	28.11%	24.79%
LNST (tỷ đ)	2,884	3,490	6,190	7,601
% yoy	14.78%	21.05%	77.34%	22.79%
NIM (TTM)	3.52%	4.14%	4.53%	4.61%
CIR (TTM)	42.36%	43.26%	44.70%	45.00%
ROA (TTM)	1.22%	1.23%	1.83%	1.90%
ROE (TTM)	11.70%	12.53%	19.41%	19.09%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,610	1,829	2,736	3,062
EPS pha loãng (TTM)	1,610	1,829	2,736	3,062
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	15,524	16,305	15,817	18,942

Tăng trưởng TTS +15.45% yoy, cho vay/tiền gửi = 89.5%.
Tỷ lệ casa tiếp tục ở mức cao nhất toàn hệ thống.

Nợ xấu +27.9% yoy, NPL đạt 1.26% (cùng kỳ 2017 đạt 1.15%), theo chúng tôi đánh giá là do việc mở rộng cho vay của MB Shinsei. Trong năm 2018, MB Shinsei đã cho vay +96.7% yoy, gần đạt trần quy định của NHNN. Tỷ lệ bao nợ xấu đạt mức 113%, theo chúng tôi đánh giá là an toàn (Hiện nay, NPL trung bình ngành ngân hàng đạt mức 1.65%, tỷ lệ bao nợ xấu = 80%).

TOI tăng mạnh, +68.3% yoy do tăng trưởng mạnh từ (1) Thu nhập lãi thuần +30% yoy, (2) thu nhập ngoài lãi (NII) +87% yoy và hiện đã chiếm tỷ trọng khoảng 25% TOI mà, theo đánh giá của chúng tôi, là cơ cấu tăng trưởng bền vững của hệ thống NH. Tăng trưởng tín dụng năm 2018 của MBB đạt mức 16.92%, trong đó NH mẹ +15.26% và MB shinsei +96.7%. Về thu nhập lãi thuần, lãi suất cho vay +92 bps trong khi lãi suất tiền gửi chỉ +3 bps. Điều này là do MBB đã bắt đầu chuyển dần các khoản vay của mình sang cho vay bán lẻ (tỷ trọng cho vay bán lẻ hiện nay chiếm 38%, tăng mạnh từ mức 28% năm 2017), tiếp tục tận dụng lợi thế về lượng casa lớn (chiếm 33.5% tổng huy động) và tiếp tục đóng góp cải thiện từ MB Shinsei. Mảng bảo hiểm tăng trưởng mạnh về DT, +55% yoy và đã giảm lỗ, trong năm 2018 lỗ 300 tỷ VND. MB Shinsei bắt đầu đóng góp 300 tỷ trong LN hợp nhất.

LPB – NHTMCP Lienviet Post Bank – TP 11,120 VND – Upside 22.2% – P/E

fw 8.3x

	2016	2017	2018	2019F
QUY MÔ				
Vốn điều lệ (tỷ đ)	6,460	6,460	7,500	8,250
VCSH (tỷ đ)	8,332	9,383	10,201	11,133
Tổng tài sản (tỷ đ)	141,865	163,434	175,095	210,034
Vốn chủ sở hữu/TTS	5.87%	5.74%	5.83%	5.30%
TĂNG TRƯỞNG (YOY)				
Tăng trưởng tài sản	31.86%	15.20%	7.13%	19.95%
Tăng trưởng cho vay	41.86%	26.29%	18.46%	14.03%
Tăng trưởng tiền gửi	42.97%	15.58%	-2.59%	26.16%
CASA/huy động	41.22%	28.39%	18.18%	15.13%
Cho vay/tiền gửi	71.79%	78.44%	95.39%	86.23%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN				
Tỷ lệ nợ xấu	1.11%	1.07%	1.41%	1.42%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	2.56%	2.01%	1.85%	1.64%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.20%	1.21%	1.23%	1.40%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	109.34%	114.48%	88.25%	100.00%
Lãi thực thu/ TN lãi (ytd)	107.50%	99.37%	93.50%	0.00%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	3.59%	2.92%	3.19%	3.19%
Tài sản nghi ngờ	9,230	10,141	10,490	12,188
% TTS	6.51%	6.20%	5.99%	5.80%
% VCSH	110.78%	108.07%	102.84%	109.48%
HIỆU QUẢ KINH DOANH (YOY)				
% Thu nhập lãi thuần	103.93%	102.43%	102.89%	102.74%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	1,840	2,290	1,831	2,076
% yoy	99.10%	24.44%	-20.02%	13.36%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	492	522	618	683
% vs LN trước DP	26.75%	22.78%	33.77%	32.89%
LNST (tỷ đ)	1,063	1,368	960	1,103
% yoy	203.78%	28.73%	-29.83%	14.87%
NIM (TTM)	3.57%	3.64%	3.14%	3.08%
CIR (TTM)	52.47%	55.13%	62.47%	62.01%
ROA (TTM)	0.85%	0.90%	0.57%	0.57%
ROE (TTM)	13.34%	15.45%	9.80%	10.34%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,582	2,028	1,094	1,130
EPS pha loãng (TTM)	1,582	2,028	1,094	1,130
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	12,898	14,525	13,601	13,494

Tăng trưởng TTS +7.13% yoy, cho vay/tiền gửi = 95.39%, cao hơn mức cho phép của SBV. Tỷ lệ CASA sụt giảm ảnh hưởng NIM.

Nợ xấu +56.5% yoy. NPL tăng mạnh, đạt mức 1.39%, trong đó nợ nhóm 3 tăng mạnh lên mức 0.41%, nợ nhóm 2 giảm mạnh xuống 1.19% cơ cấu nợ vay. Nếu tính thêm trái phiếu VAMC, NPL của LPB hiện đang ở mức 1.83%, cao hơn so với mức trung bình ngành ngân hàng hiện tại ở mức 1.65%. Nợ xấu tăng dẫn đến việc trích lập dự phòng tăng mạnh, chi phí dự phòng +18.5% yoy làm ảnh hưởng LN của ngân hàng. Tỷ lệ bao nợ xấu ở mức 88.25%, giảm mạnh từ mức 114.3% năm 2017, gần tương đương với trung bình ngành hiện tại (79.7%).

Thu nhập lãi thuần đạt mức 5,020 tỷ VND (-4% yoy).

Tăng trưởng tín dụng +17.31% do LPB xin thêm được hạn mức tín dụng trong 4Q2018, cho vay +18.46% yoy, huy động -2.59% yoy do giảm lượng tiền gửi từ BHXH + tổng công ty bưu điện (khoảng 50%). Tỷ lệ cho vay/tiền gửi đạt mức 95.4%, cao hơn mức 80% của SBV cho phép dẫn đến NIM giảm xuống mức 3.14%, giảm 50 bps.

Các khoản chi phí lớn làm ảnh hưởng đến LN của NH.

Trong năm 2018, LPB phát sinh khoản chi trợ cấp (khoảng 355 tỷ VND), chi công tác xã hội (khoảng 500 tỷ VND) làm tăng CIR lên mức 62.5% (cùng kỳ 55.1%). Khoản chi công tác xã hội, theo LPB, là theo định hướng và triết lý kinh doanh của NH nên LPB sẽ tiếp tục chi khoản này trong tương lai.

TPB – NHTMCP Tiên Phong – TP 21,567 VND – Upside 2.5% – P/E fw 10.1x

	2016	2017	2018	2019F
QUY MÔ				
Vốn điều lệ (tỷ đ)	5,842	5,842	8,566	8,566
VCSH (tỷ đ)	5,681	6,677	10,642	11,919
Tổng tài sản (tỷ đ)	106,311	124,119	136,179	157,147
Vốn chủ sở hữu/TTS	5.34%	5.38%	7.81%	7.58%
TĂNG TRƯỞNG (YOY)				
Tăng trưởng tài sản	39.48%	16.75%	9.72%	15.40%
Tăng trưởng cho vay	65.16%	35.97%	21.70%	15.06%
Tăng trưởng tiền gửi	39.43%	27.63%	8.31%	20.57%
CASA/huy động	13.54%	16.23%	18.16%	15.81%
Cho vay/tiền gửi	84.68%	90.22%	101.38%	96.75%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN				
Tỷ lệ nợ xấu	0.75%	1.10%	1.12%	1.04%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	2.42%	2.05%	1.62%	1.31%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	0.88%	1.06%	1.23%	1.14%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	117.00%	97.13%	110.00%	110.00%
Lãi thực thu/ TN lãi (ytd)	91.88%	100.68%	99.11%	99%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	2.81%	2.01%	1.73%	1.66%
Tài sản nghi ngờ	5,697	11,358	15,107	15,255
% TTS	5.36%	9.15%	11.09%	9.71%
% VCSH	108.72%	183.81%	174.45%	135.23%
HIỆU QUẢ KINH DOANH (YOY)				
% Thu nhập lãi thuần	91.86%	87.89%	77.80%	72.94%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	978	1,668	2,780	3,139
% yoy	28.65%	70.51%	66.66%	12.92%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	272	462	522	529
% vs LN trước DP	27.78%	27.72%	18.79%	16.84%
LNST (tỷ đ)	565	964	1,805	2,087
% yoy	0.54%	70.49%	87.29%	15.63%
NIM (TTM)	3.59%	3.63%	3.99%	3.71%
CIR (TTM)	57.63%	53.79%	50.59%	50.59%
ROA (TTM)	0.62%	0.84%	1.39%	1.42%
ROE (TTM)	10.79%	15.59%	20.84%	18.50%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,004	1,717	2,087	2,413
EPS pha loãng (TTM)	1,004	1,717	2,087	2,413
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	9,725	11,429	12,424	13,914

Tăng trưởng TTS +9.72% yoy, cho vay/tiền gửi = 101.38%, cao hơn mức cho phép của SBV. Tỷ lệ casa được cải thiện.

Nợ xấu +24% yoy, trong đó nợ nhóm 2 tăng tỷ trọng lên 2.06% (năm 2017 = 1.74%). NPL = 1.04%, tuy nhiên nếu tính cả VAMC thì tỷ lệ NPL = 1.5%. Tỷ lệ bao nợ xấu đạt 110%, theo chúng tôi đánh giá là khá an toàn.

Thu nhập lãi thuần tăng mạnh +38% yoy, đạt mức 4,378 tỷ VND (chiếm 78% TOI). Tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 của TPB đạt 19.06%. NIM trong năm 2018 đạt mức 3.99%, tăng 36 bps do (1) tập trung cho vay bán lẻ với lãi suất cao hơn. Trong năm 2018, lãi suất cho vay đạt 8.96% (tăng 167 bps), (2) tăng tỷ lệ cho vay dài hạn (lãi suất cao hơn) lên mức 45.7%.

Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh, đạt 1,249 tỷ VND (chiếm 22% TOI), +186% yoy do (1) lãi từ hoạt động dịch vụ tăng mạnh, +310% yoy do tăng trưởng từ bảo hiểm.

Chi phí hoạt động +12.9% yoy, CIR đạt mức 50.6% thấp hơn mức năm 2017 = 53.8%.

VCB – NHTMCP Vietcombank – TP 66,616 VND – Upside 2.5% – P/E fw 10.1x

	2016	2017	2018	2019F
QUY MÔ				
Vốn điều lệ (tỷ đ)	35,978	35,978	35,978	35,978
VCSH (tỷ đ)	45,292	49,443	60,103	66,948
Tổng tài sản (tỷ đ)	787,935	1,035,293	1,072,983	1,259,063
Vốn chủ sở hữu/TTS	5.75%	4.78%	5.60%	5.32%
TĂNG TRƯỞNG (YOY)				
Tăng trưởng tài sản	16.84%	31.39%	3.64%	17.34%
Tăng trưởng cho vay	18.85%	17.93%	16.41%	15.19%
Tăng trưởng tiền gửi	17.82%	20.00%	13.23%	11.13%
CASA/huy động	25.43%	26.69%	26.60%	26.33%
Cho vay/tiền gửi	78.04%	76.70%	78.86%	81.74%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN				
Tỷ lệ nợ xấu	1.50%	1.14%	0.98%	0.98%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.50%	1.14%	0.98%	0.98%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.75%	1.49%	1.62%	1.62%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	116.82%	130.67%	165.31%	165.00%
Lãi thực thu/ TN lãi (ytd)	97.51%	99.50%	97.51%	99.00%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.26%	1.11%	1.17%	1.17%
Tài sản nghi ngờ	25,043	24,103	26,880	26,872
% TTS	3.18%	2.33%	2.51%	2.13%
% VCSH	57.05%	50.89%	49.08%	42.30%
HIỆU QUẢ KINH DOANH (YOY)				
% Thu nhập lãi thuần	74.47%	74.60%	72.31%	76.04%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	14,947	17,540	25,679	26,543
% yoy	15.91%	17.35%	46.40%	3.37%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	6,369	6,198	7,379	5,889
% vs LN trước DP	42.61%	35.34%	28.73%	22.19%
LNST (tỷ đ)	6,895	9,111	14,658	16,592
% yoy	29.31%	32.13%	60.89%	13.19%
NIM (TTM)	2.61%	2.47%	2.77%	3.01%
CIR (TTM)	25.59%	21.08%	18.78%	13.09%
ROA (TTM)	0.94%	1.00%	1.39%	1.42%
ROE (TTM)	15.71%	19.23%	26.76%	26.12%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,911	2,527	4,070	4,563
EPS pha loãng (TTM)	1,911	2,527	4,031	4,563
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	13,365	14,470	17,589	19,593

Tăng trưởng TTS +3.64% yoy, tỷ lệ cho vay/tiền gửi tiếp tục giữ ở mức thấp so với tỷ lệ cho phép của SBV, đạt mức 78.86% đảm bảo thanh khoản và giúp NH tiếp tục tăng trưởng trong tương lai. Tỷ lệ casa giữ ở mức cao.

Chất lượng tài sản tiếp tục được cải thiện. NPL = 0.97% (trung bình ngành = 1.65%), tỷ lệ bao nợ xấu = 165% cao nhất toàn ngành.

Thu nhập lãi thuần +29.5% yoy do (1) tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 đạt mức 14.78%, thấp hơn mức trần 17% nhà nước cấp, (2) NIM được cải thiện lên mức 2.77%, tăng 30 bps nhờ việc chuyển dịch sang cho vay bán lẻ và cơ cấu lại các khoản nợ vay hiện tại lên các khoản vay có lãi suất cao hơn. Hiện nay, tỷ lệ cho vay bán lẻ của VCB chiếm khoảng 37% các khoản cho vay khách hàng (tăng từ mức 33% trong năm 2017), (3) tỷ lệ casa ở mức cao, 28.3% cơ cấu huy động (trung bình ngành 15.7%) giúp cho VCB tận dụng được nguồn vốn giá rẻ. **Thu nhập ngoài lãi +29.5% yoy và hiện chiếm 27.7% TOI**, theo chúng tôi đánh giá là cơ cấu LN bền vững của các NH (khoảng 70% LN đến từ thu nhập lãi thuần), trong đó có sự cải thiện phí dịch vụ +34% yoy do tăng phí dịch vụ, tích cực trong việc thu hồi xử lý nợ xấu.

BVH- Tập đoàn Bảo Việt

	2014	2015	2016	2017	2018
DT bảo hiểm thuần	12,664	15,096	18,679	23,367	28,253
Chi bồi thường	(9,627)	(11,377)	(14,360)	(17,924)	(25,347)
LNG bảo hiểm	233	424	400	536	(2,612)
CP quản lý	(1,887)	(2,012)	(2,628)	(3,148)	(3,487)
LN thuần bảo hiểm	(1,241)	(1,219)	(1,822)	(2,612)	(6,100)
DT tài chính	3,680	3,793	4,628	5,759	9,029
LN tài chính	2,856	2,890	3,504	4,338	7,327
LN trước thuế	1,627	1,469	1,399	1,934	1,366
LN sau thuế	1,331	1,175	1,165	1,603	1,135
EPS	1,850	1,658	1,651	2,286	1,570

Doanh thu bảo hiểm gốc của BVH tăng trưởng 22.8% trong đó bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng 23.01% lên mức 21.5 nghìn tỷ đồng, bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng 22% lên mức 9.8 nghìn tỷ đồng. Bảo hiểm phi nhân thọ của BVH ghi nhận tốc độ tăng trưởng rất tốt (22%, gấp đôi so với tăng trưởng bình quân ngành khoảng 10%) tuy nhiên **tỷ lệ chi trả của mảng bảo hiểm này trong năm 2018 là tương đối cao (ở mức 55% so với 47% của năm 2017)** khiến tỷ lệ chi trả chung của BVH năm nay tăng lên ở mức đáng kể.

Mặc dù chi phí chi trả tăng cao, tuy nhiên lợi nhuận tài chính tăng đột biến (tăng 69%) chủ yếu do lãi đầu tư kinh doanh chứng khoán và lãi tiền gửi đã giúp cho lợi nhuận của BVH không bị tụt lại quá sâu so với năm 2017. Tổng kết năm 2018, lợi nhuận trước thuế của BVH đạt mức 1366 tỷ đồng giảm 30% so với năm 2017.

TS NGẮN HẠN	20,409	22,163	30,299	44,963	69,981
Tiền	1,425	2,257	2,883	3,789	2,159
ĐT ngắn hạn	13,518	14,882	20,803	31,165	55,408
Các khoản phải thu	3,678	3,500	4,707	6,916	8,194
TÀI SẢN DÀI HẠN	27,160	36,390	42,697	46,440	43,787
Tài sản cố định	1,921	1,678	1,542	1,657	1,663
ĐT dài hạn	25,091	34,352	40,572	43,821	40,971
TỔNG CỘNG TS	47,568	58,553	72,996	91,402	113,769
NỢ PHẢI TRẢ	34,752	45,354	59,310	76,935	98,333
Nợ ngắn hạn	6,080	10,856	16,230	22,286	26,361
Mua bán TPCP	-	8,252	12,913	17,602	20,416
Nợ dài hạn	61	81	103	139	638
Dự phòng bảo hiểm	28,611	34,418	42,976	54,510	71,334
Dự phòng toán học	22,752	28,462	36,280	46,211	60,315
VỐN CHỦ SỞ HỮU	12,243	13,198	13,687	14,467	15,435

Về cơ cấu tài sản: Tổng các khoản đầu tư tài chính của doanh nghiệp tăng tương đối mạnh, đạt 90.6 nghìn tỷ đồng tại 31/12/2018 (+30 yoy). Trong đó chủ yếu là các khoản tiền gửi ngắn hạn (chiếm 56.4% tăng 86% so với cuối năm 2017). Danh mục đầu tư trái phiếu, cổ phiếu của BVH tăng lên mức 2.8 nghìn tỷ giá trị thuần (+20% yoy), trong đó bao gồm khoảng 400 tỷ dự phòng.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	6,400	6%	450	63%	6,593
Kế hoạch của DN					

PVI- Công ty Cổ phần PVI

	2014	2015	2016	2017	2018
DT bảo hiểm thuần	2,987	3,999	4,056	3,834	3,559
Chi bồi thường	(1,360)	(1,980)	(2,047)	(1,885)	(1,577)
LNG bảo hiểm	520	610	556	580	767
CP quản lý	(619)	(665)	(497)	(491)	(504)
LN thuần bảo hiểm	468	(125)	59	89	263
DT tài chính	700	1,181	1,084	699	740
LN tài chính	517	819	656	589	473
LN trước thuế	361	708	714	683	745
LN sau thuế	246	576	574	540	588
EPS	1,237	2,548	2,232	2,067	2,213
TS NGẮN HẠN	13,168	12,515	14,126	15,003	16,631
Tiền	1,981	759	707	1,216	326
ĐT ngắn hạn	4,124	5,833	6,290	6,016	8,373
Các khoản phải thu	6,822	5,723	6,858	7,526	7,671
TÀI SẢN DÀI HẠN	5,163	2,980	2,516	4,623	3,017
Tài sản cố định	991	277	302	276	265
ĐT dài hạn	3,139	1,067	302	1,051	191
TỔNG CỘNG TS	18,330	15,495	16,643	19,627	19,648
NỢ PHẢI TRẢ	11,443	8,761	9,821	12,794	12,613
Nợ ngắn hạn	10,860	8,362	9,712	12,431	12,552
Mua bán TPCP	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn	582	400	109	363	62
Dự phòng bảo hiểm	-	-	-	-	-
Dự phòng toán học	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	6,191	6,734	6,821	6,832	7,035
	DTT	%TT	LNST	%TT	EPS
Dự báo của BSC	8,042	10%	734	25%	3,080
Kế hoạch của DN					

-Tổng doanh thu hợp nhất năm 2018 ước đạt 10.250 tỷ đồng, hoàn thành 113,02% KH và tăng 14% so với năm 2017. Như vậy, năm 2018 là năm đầu tiên tổng doanh thu hợp nhất PVI vượt mốc 10.000 tỷ đồng. LNTT hợp nhất năm 2018 đạt 746 tỷ đồng, hoàn thành 123,39% KH và tăng 9.2% so với năm 2017.

Chi bồi thường trong năm của PVI tăng mạnh, lên mức 3,823 tỷ đồng (+42.9%yoy) tuy nhiên nhờ hoạt động hiệu quả trên thị trường tái bảo hiểm (thu bồi thường nhượng tái đạt 2703 tỷ đồng tăng 115% so với năm 2017), do đó **chi phí hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI chỉ tăng ở mức 17.2%.**

Hệ số kết hợp của PVI năm 2018 tiếp tục có sự cải thiện rõ rệt, từ mức 98% của năm 2017 xuống mức 95% của năm 2018. Lợi nhuận tài chính của PVI năm nay giảm 20% chủ yếu do thị trường chứng khoán tăng trưởng chậm lại tuy nhiên với việc ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bất động sản (doanh thu khoảng 1,300 tỷ đồng, lợi nhuận khoảng 200 tỷ đồng) nên lợi nhuận trước thuế của PVI có được sự tăng trưởng mạnh (+46% yoy) lên mức 773 tỷ đồng

Chúng tôi dự báo DTT của PVI sẽ tiếp tục tăng trưởng bằng với trung bình ngành. LNST dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh khi lãi suất huy động tăng lên trong năm 2019.

NGÀNH DẦU KHÍ

GAS – TCT Khí Việt Nam – Giá mục tiêu 97,000 VND – Theo dõi – P/E fw=17.8

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	73,393	64,300	59,076	64,570	75,627
LN gộp	20,149	13,397	11,555	15,036	18,305
DT tài chính	1,170	1,097	1,136	1,273	1,476
CP tài chính	(524)	(644)	(494)	(429)	(615)
Lãi vay	(366)	(193)	(360)	(280)	(441)
CP bán hàng	(1,412)	(1,729)	(2,130)	(2,362)	(2,638)
CP QLDN	(1,384)	(1,003)	(965)	(1,169)	(1,131)
Lãi/lỗ HĐKD	17,999	11,119	9,102	12,346	15,395
TN nhập khác (ròng)	(12)	80	51	119	(40)
LN trước thuế	17,991	11,199	9,152	12,465	15,355
LN sau thuế	14,370	8,832	7,172	9,843	12,355
LN CĐ thiếu số	247	298	152	266	253
LN Cty mẹ	14,123	8,534	7,020	9,577	12,102

Doanh thu thuần và LNST sau thuế lần lượt tăng trưởng 11.7% YoY và 25.5% YoY. Sản lượng ước tính tăng nhẹ so với năm ngoái: sản xuất và cung cấp 9,6 tỷ m3 khí, trên 1,6 triệu tấn LPG, trên 95 ngàn tấn condensate.

Giá dầu phục hồi mạnh trong năm 2018, giá dầu Brent bình quân đạt mức 73 USD/thùng (+33.3% YoY) qua đó giúp biên lợi nhuận gộp của GAS cải thiện từ mức 23.4% năm 2017 lên mức 24.2% năm 2018. Giá dầu nguyên liệu FO tăng 32.3% YoY.

Tỷ lệ chi phí bán hàng&QLDN/DTT giảm nhẹ từ mức 5.4% năm 2017 xuống mức 5.1% năm 2018 nhờ tối ưu quá hiệu quả hoạt động và tiết kiệm chi phí.

TS ngắn hạn	33,289	33,815	33,203	38,219	40,955
Tiền và DT ngắn hạn	25,764	23,848	19,436	27,079	28,308
Phải thu ngắn hạn	5,019	8,210	11,878	9,115	10,232
Tồn kho	1,860	1,212	1,291	1,652	1,952
TS ngắn hạn khác	646	545	597	372	462
TS dài hạn	20,502	22,900	23,551	23,568	21,624
Phải thu dài hạn	-	23	135	191	217
TSCĐ	19,011	14,870	17,203	15,497	18,540
TS dở dang dài hạn	-	6,598	4,739	6,368	1,230
TS dài hạn khác	924	1,323	1,306	1,396	1,550
Tổng TS	53,791	56,715	56,754	61,787	62,579
Nợ phải trả	16,112	13,826	15,910	18,627	15,114
Nợ ngắn hạn	10,612	9,002	9,183	10,931	11,199
Vay ngắn hạn	2,443	1,590	1,180	1,738	1,490
Nợ dài hạn	5,500	4,823	6,727	7,695	3,915
Vay dài hạn	5,132	4,504	6,366	7,312	3,396
Vốn chủ sở hữu	35,981	42,889	40,844	43,160	47,465
Vốn góp	18,950	18,950	19,140	19,140	19,140
LN chưa phân phối	5,144	10,251	6,158	7,011	11,212
Tổng nguồn vốn	53,791	56,715	56,754	61,787	62,579

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	80,971	3.1%	10,099	-16%	5,276

GAS đang trình phương án xin phê duyệt nâng công suất của cảng LNG Thị Vải lên gấp 3 lần. GAS dự kiến sẽ khởi công dựa án này từ cuối năm nay và trình phương án xin phê duyệt nâng công suất từ 1 triệu tấn/năm lên 3 triệu tấn/năm để đáp ứng nhu cầu khách hàng từ các nhà máy nhiệt điện NT3 và NT4.

Mỏ khí Phong Lan Đại sẽ giúp cho sản lượng tiêu thụ của GAS tăng nhẹ. Hiện tại, mỏ khí này đã bắt đầu đưa vào khai thác từ tháng 1/2019, đạt sản lượng khoảng 1.5 triệu m3/ngày. Chúng tôi dự kiến sản lượng khí năm 2019 ước đạt 10,1 triệu m3 (+2.1% YoY).

Khả năng thanh toán duy trì mức tốt nhờ lượng tiền mặt lớn. Hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh năm 2018 lần lượt đạt 3.66 lần và 3.44 lần

Cơ cấu tài sản khá an toàn với hệ số nợ khá thấp, tỷ lệ nợ/VCSH năm 2018 đạt 32% thấp hơn mức 43.2% năm 2017 do GAS đã tiến hành trả khoản nợ vay dài hạn khoảng 2.6 nghìn tỷ đồng, tương ứng giảm 49.1% so với năm 2017.

Giả định của BSC:

- (1) Giá dầu Brent bình quân năm 2018 dùng ước tính cho giá bán các sản phẩm của GAS là 65 USD/thùng.
- (2) Sản lượng khí ước tính đạt 10,110 triệu m3 (+2.1%)
- (3) Biên lợi nhuận 2019 giảm xuống còn mức 19.8% so với 24.2% năm 2018

PVD – TCTCP Khoan & Dịch vụ khoan dầu khí – Giá mục tiêu 18,900 –**Upside 1.3% – P/E fw = 20.4**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	20,884	14,444	5,360	3,902	5,503
LN gộp	4,121	3,191	832	182	395
DT tài chính	161	211	194	187	190
CP tài chính	(292)	(527)	(287)	(268)	(257)
Lãi vay	(145)	(187)	(190)	(193)	(170)
CP bán hàng	(59)	(47)	(28)	(19)	(13)
CP QLDN	(1,123)	(998)	(643)	(567)	(295)
Lãi/lỗ HĐKD	2,809	2,093	182	(477)	84
TNhap khác (ròng)	70	21	87	623	140
LN trước thuế	3,178	2,114	268	146	225
LN sau thuế	2,540	1,748	186	12	163
LN CĐ thiếu số	121	83	56	(14)	(24)
LN Cty mẹ	2,419	1,664	129	26	188

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế cty mẹ năm 2018 lần lượt đạt 5,503 tỷ đồng (+41.4% yoy) và 187.9 tỷ đồng (+315% yoy) với tình hình hoạt động các giàn khoan trong năm 2018 được cải thiện hơn :

(1) Hiệu suất sử dụng giàn cải thiện tốt từ mức 74% trong năm 2017 lên mức 85% trong năm 2018

(2) Giá các giàn khoan ký kết hợp đồng mới (giàn VI) tăng từ mức khoảng 55,000- 60,000 USD/ngày lên mức 60,000-65,000 USD/ngày.

(3) Nhiều hợp đồng dài hạn được ký hơn trong năm 2019 giúp đảm bảo hiệu suất sử dụng giàn. Hiện tại, Giàn III và Giàn II đã có hợp đồng khoan dài hạn tại Malaysia.

(4) Điều chỉnh thời gian khấu hao các giàn khoan tự nâng PVD II, III và VI từ 20 năm lên 35 năm giúp cho biên lợi nhuận cải thiện từ mức 4.9% năm 2017 lên mức 7.2% năm 2018

Khoản thu nhập khác chủ yếu đến từ việc thu hồi nợ PVEP và hoàn nhập quỹ khoa học công nghệ

TS ngắn hạn	9,452	8,211	6,817	6,288	5,671
Tiền và DT ngắn hạn	3,220	4,386	4,461	3,952	3,277
Phải thu ngắn hạn	4,909	2,756	1,527	1,555	1,613
Tồn kho	1,226	1,004	795	747	755
TS ngắn hạn khác	97	65	35	35	26
TS dài hạn	13,852	16,704	16,325	15,508	15,331
Phải thu dài hạn	-	18	17	19	15
TSCĐ	13,178	15,932	15,576	14,821	14,462
TS dở dang dài hạn	-	53	58	37	64
TS dài hạn khác	40	84	52	70	109
Tổng TS	23,305	24,915	23,143	21,796	21,002
Nợ phải trả	11,592	11,612	9,667	8,346	7,162
Nợ ngắn hạn	7,145	4,511	3,246	3,893	2,777
Vay ngắn hạn	1,157	1,133	762	1,343	362
Nợ dài hạn	4,447	7,101	6,421	4,452	4,384
Vay dài hạn	3,096	5,258	4,679	3,330	3,477
Vốn chủ sở hữu	11,479	13,304	13,475	13,450	13,841
Vốn góp	3,031	3,485	3,833	3,833	3,833
LN chưa phân phối	3,873	4,226	3,930	3,926	4,066
Tổng nguồn vốn	23,305	24,915	23,143	21,796	21,002

(tỷ đồng)	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	5,370	-2.4%	350	72%	914

Hệ số thanh toán ngắn hạn năm 2018 cải thiện tốt từ mức 1.62 lên mức 2.04 lần.

Thu hồi được khoản nợ xấu từ PVEP và hoàn nhập một phần khoản dự phòng. Tính đến cuối Q4/2018, tổng khoản nợ xấu của PVEP đạt mức 279.2 tỷ đồng, giảm 355.8 tỷ đồng so với thời điểm đầu năm, qua đó PVD đã hoàn nhập được khoảng 118.4 tỷ đồng.

Vòng quay tiền mặt cũng cải thiện tốt hơn so với giai đoạn khó khăn về mặt dòng tiền năm 2016-2017 chủ yếu nhờ vào khoản thu hồi nợ xấu từ PVEP. Vòng quay tiền mặt giảm từ mức 133.2 ngày về mức 84.6 ngày

Nợ vay ngắn hạn giảm mạnh từ mức 1,343 tỷ xuống còn 362 tỷ. Hệ số nợ/VCSH cải thiện tốt nhờ vào việc PVD giảm nợ vay ngắn hạn, theo đó tỷ lệ nợ ngắn hạn/TTS giảm từ mức 18% xuống mức 13%

Kết quả kinh doanh năm 2019 dự kiến khởi sắc với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 5,370 tỷ đồng (-2.4% yoy) và 350 tỷ đồng (+72% yoy) dựa trên một số giả định sau (1) Thu hồi khoản nợ quá hạn còn lại từ PVEP (khoảng 157.2 tỷ đồng), (2) Tỷ suất hoạt động của giàn duy trì mức cao đạt 94% và (3) Giá cho thuê giàn năm 2019 cải thiện 3.4% so với năm 2018, đạt mức 60,000 USD/ngày.

PVS – TCTCP Dịch vụ Kỹ thuật dầu khí - Giá mục tiêu 24,800 – Upside 14.8% – P/E**fw = 9.5**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	31,704	23,357	18,682	16,812	14,667
LN gộp	2,594	2,175	783	809	1,078
DT tài chính	218	378	306	295	503
CP tài chính	(193)	(378)	(160)	(84)	(66)
Lãi vay	(95)	(71)	(56)	(38)	(27)
CP bán hàng	(116)	(99)	(92)	(85)	(101)
CP QLDN	(709)	(896)	(540)	(718)	(673)
Lãi/lỗ HĐKD	2,338	1,933	964	677	1,475
TN nhập khác (ròng)	206	82	292	328	(516)
LN trước thuế	2,544	2,015	1,256	1,005	959
LN sau thuế	1,991	1,494	910	782	549
LN CĐ thiếu số	16	(24)	(129)	(19)	(474)
LN Cty mẹ	1,975	1,517	1,039	800	1,023
EPS	31,704	23,357	18,682	16,812	14,667

TS ngắn hạn	16,930	16,001	15,151	13,564	13,823
Tiền và DT ngắn hạn	8,198	8,561	6,795	7,286	8,035
Phải thu ngắn hạn	7,871	5,725	6,125	5,402	4,951
Tồn kho	588	1,190	1,651	438	469
TS ngắn hạn khác	273	524	581	438	368
TS dài hạn	9,754	10,436	10,390	10,308	8,720
Phải thu dài hạn	62	82	67	35	32
TSCĐ	4,628	4,728	4,150	3,679	2,863
TS dở dang dài hạn	430	424	499	232	188
TS dài hạn khác	653	796	742	1,239	991
Tổng TS	26,684	26,437	25,541	23,872	22,543
Nợ phải trả	15,729	14,562	13,789	11,791	10,388
Nợ ngắn hạn	11,506	9,872	9,743	7,360	6,844
Vay ngắn hạn	752	684	432	255	721
Nợ dài hạn	4,222	4,690	4,045	4,431	3,544
Vay dài hạn	1,828	1,563	1,144	901	193
Vốn chủ sở hữu	10,955	11,875	11,752	12,081	12,155
Vốn góp	4,467	4,467	4,467	4,467	4,780
LN chưa phân phối	3,159	3,326	3,189	3,509	3,735
Tổng nguồn vốn	26,684	26,437	25,541	23,872	22,543

(tỷ đồng)	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	14,740	0.5%	1,091	98.9%	2,284

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2018 lần lượt đạt 14,666 tỷ đồng (+41.4% yoy) và 549 tỷ đồng (-31.4% yoy). **Chi phí quản lý doanh nghiệp và bán hàng/DTT** tăng từ mức 4.8% năm 2017 lên mức 5.3% năm 2018. **Giải thể mảng khảo sát địa chấn ghi nhận mức lỗ nặng ảnh hưởng đến KQKD năm 2018.** Lợi nhuận gộp ghi nhận mức lỗ -376 tỷ đồng so với mức lỗ -106 tỷ đồng năm 2017. **Mảng dịch vụ tàu.** DT 2018 là 1,829 tỷ đồng (-2.7%yoy), LNG 2018 là 133 tỷ đồng (-28%yoy). **Mảng dịch vụ và căn cứ cảng.** DT 2018 là 1,584 tỷ đồng (+18.3%yoy), LNG 2018 là 371 tỷ đồng (+14.4% yoy). **Mảng Dịch vụ cơ khí và xây lắp được hỗ trợ mạnh bởi dự án Sao Vàng Đại Nguyệt.** DT 2018 đạt 7,301 tỷ đồng (-11.64%yoy). Biên LNG tăng mạnh lên mức 11% so với mức 1.9% năm 2017, LNG 2018 là 804 tỷ đồng (+407.7%yoy). **Khoản lỗ cổ đông thiểu số đạt (-474 tỷ đồng)** chủ yếu do việc giải thể mảng khảo sát địa chấn.

Cơ cấu tài sản an toàn. Cơ cấu tiền và đầu tư ngắn hạn chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu tổng tài sản đạt 36%. Tài sản ngắn hạn chiếm 61% trong cơ cấu tài sản của PVS

Năng lực hoạt động. Các chỉ số hoạt động cải thiện tốt đặc biệt là vòng quay tiền giảm xuống còn mức 6.3 ngày chủ yếu nhờ vào vòng quay hàng tồn kho cải thiện tốt trong vòng 2 năm trở lại đây

PVS trong năm 2018 đã giảm lại cơ cấu nợ vay với nợ vay ngắn hạn đạt 6,844 tỷ đồng, giảm 516 tỷ đồng. Vay nợ dài hạn giảm 887 tỷ đồng xuống còn mức 3,544 tỷ đồng.

Năm 2018, PVS đã tiến hành tăng vốn góp lên 4,780 tỷ đồng, thông qua việc phát hành thêm 31,2 triệu cổ phiếu để trả cổ tức, tương ứng 7% VDL trước đó.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 14,740 tỷ đồng (+0.5% yoy) và 1,091 tỷ đồng (+98.9% yoy). Nếu loại trừ chi phí bất thường do việc giải thể mảng khảo sát năm 2018, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2019 tăng 6.7% so với cùng kỳ năm 2018. EPS 2019FW đạt 2,284 đồng/cổ phiếu. PE FW 2019 = 9.1x lần

NGÀNH CÔNG NGHỆ

FPT – CTCP FPT - TP 59,100 VND - Upside 32.6%

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	32,644	37,960	39,531	42,659	23,213
LN gộp	6,188	7,494	8,438	9,682	8,723
DT tài chính	367	452	575	1,583	607
CP tài chính	(354)	(620)	(694)	(601)	(368)
Lãi vay	(166)	(262)	(374)	(368)	(238)
CP bán hàng	(1,618)	(2,227)	(2,638)	(3,075)	(2,048)
CP QLDN	(2,236)	(2,332)	(2,751)	(3,441)	(3,559)
Lãi/lỗ HĐKD	2,389	2,802	2,964	4,220	3,795
TN nhập khác (ròng)	70	49	50	35	58
LN trước thuế	2,459	2,851	3,014	4,255	3,852
LN sau thuế	2,079	2,438	2,576	3,528	3,228
LN CĐ thiếu số	447	507	585	596	614
LN Cty mẹ	1,632	1,931	1,991	2,931	2,615
EPS	3,723	3,811	3,410	5,129	3,897

TS ngắn hạn	16,709	18,959	21,909	16,060	18,373
Tiền và DT ngắn hạn	5,765	6,202	9,485	7,860	5,894
Phải thu ngắn hạn	4,824	5,534	6,640	6,152	6,424
Tồn kho	4,573	5,268.10	4,554	1,020	1,340
TS ngắn hạn khác	1,548	1,955	1,229	1,028	1,114
TS dài hạn	5,949	7,087	7,925	8,940	11,352
Phải thu dài hạn	318	349	381	232	110
TSCĐ	3,301	4,292	4,590	5,247	6,514
TS dở dang dài hạn	537	693	1,021	806	1,175
TS dài hạn khác	984	1,025	1,106	872	1,352
Tổng TS	22,658	26,046	29,833	25,000	29,726
Nợ phải trả	13,401	15,863	18,385	11,761	14,963
Nợ ngắn hạn	12,970	14,968	17,430	11,100	14,432
Vay ngắn hạn	6,722	8,191	9,207	4,117	6,603
Nợ dài hạn	431	896	956	661	531
Vay dài hạn	142	614	733	565	367
Vốn chủ sở hữu	9,258	10,182	11,448	13,238	14,763
Vốn góp	3,440	3,975	4,594	5,310	6,136
LN chưa phân phối	4,268	4,395	4,614	5,511	5,289
Tổng nguồn vốn	22,658	26,046	29,833	25,000	29,726

	DTT 2019	%TT	LNTT 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	26,180	13%	4,558	18%	4,702
Kế hoạch của DN	26,660	15%	4,460	16%	4,601

Năm 2018, FPT ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng: DTT và LNTT lần lượt đạt 23,213 tỷ (+17% YoY) và 3,852 tỷ (+30% YoY) theo phương pháp tương đương. Như vậy, DTT và LNTT cao hơn lần lượt 1.6% và 3.6% so với dự báo BSC.

(1) Xuất khẩu phần mềm ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 8,443 tỷ (+ 35% YoY) và 1,360 tỷ (+ 27% YoY). Các thị trường Xuất khẩu phần mềm chính giữ mức tăng trưởng cao: Nhật Bản tăng trưởng 30%, Mỹ tăng trưởng 55% (+ 30% nếu không tính Intellinet)

(2) Dịch vụ viễn thông ghi nhận KQKD tăng mạnh so với cùng kỳ. DT và LNTT lần lượt đạt 8,293 tỷ (+16% YoY) và 1,142 tỷ (+26% YoY). Biên LNG được cải thiện do giảm trích lập quỹ viễn thông công ích và phí thương quyền. DT cung cấp dịch vụ Internet băng thông rộng ghi nhận tăng trưởng 13%, đạt 5,229 tỷ.

(3) Khối Giáo dục đã có một năm tăng trưởng ấn tượng, với DT và LNTT lần lượt đạt 1,382 (+32% YoY) tỷ và 488 tỷ (+101% YoY). Hệ thống giáo dục của FPT toàn bộ các cấp đạt 36,635 học viên (+48% YoY), trong đó, có 19,380 học viên mới.

Vòng quay khoản phải thu giảm mạnh dù DT giảm 44% trong khi khoản phải thu đi ngang. Do công ty không bóc tách giá trị các khoản phải thu, chúng tôi sẽ cập nhật khi có thông tin mới.

FPT tăng 326 tỷ khoản lợi thế thương mại từ nghiệp vụ mua lại Công ty Intellinet Consulting trong năm 2018.

Nợ ngắn hạn tăng khá nhanh, tăng 2,486 tỷ so với đầu năm. Dù vậy, khả năng thanh toán vẫn trong phạm vi an toàn.

KQKD 2019 BSC dự kiến DT và LNTT tiếp tục tăng trưởng cao: lần lượt đạt 26,660 tỷ (+15% YoY) và 4,460 tỷ (+16% YoY) dựa trên 1 số giả định (1) Xuất khẩu phần mềm tăng trưởng 26% (2) Viễn thông tăng trưởng 13%.

NGÀNH BÁN LẺ

PNJ – CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận - Giá mục tiêu 143,700 – Upside

38.17%– P/E fw 13.45

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	9,199	7,706	8,565	10,977	14,573
LN gộp	889	1,168	1,411	1,912	2,779
DT tài chính	19	1	5	9	7
CP tài chính	(90)	(431)	(182)	(56)	(66)
Lãi vay	(80)	(81)	(73)	(55)	(61)
CP bán hàng	(355)	(424)	(554)	(775)	(1,171)
CP QLDN	(130)	(118)	(133)	(188)	(346)
Lãi/lỗ HKKD	333	197	548	901	1,203
TN nhập khác (ròng)	1	(11)	43	6	3
LN trước thuế	335	187	591	907	1,206
LN sau thuế	256	76	450	725	960
LN CĐ thiếu số	13	-	-	-	-
LN Cty mẹ	242	76	450	725	960

TS ngắn hạn	1,817	2,265	3,103	3,896	5,280
Tiền và DT ngắn hạn	38	38	155	335	207
Phải thu ngắn hạn	72	47	63	85	176
Tồn kho	1,672	2,135	2,839	3,402	4,816
TS ngắn hạn khác	36	45	46	74	82
TS dài hạn	1,011	711	485	596	1,023
Phải thu dài hạn	14	21	26	43	57
TSCĐ	452	486	416	487	719
TS dở dang dài hạn	-	6	8	10	68
TS dài hạn khác	13	30	36	56	178
Tổng TS	2,829	2,976	3,588	4,492	6,303
Nợ phải trả	1,532	1,661	2,088	1,543	2,558
Nợ ngắn hạn	1,395	1,581	2,022	1,489	2,542
Vay ngắn hạn	1,132	1,189	1,449	846	1,558
Nợ dài hạn	138	79	66	54	16
Vay dài hạn	137	72	59	46	8
Vốn chủ sở hữu	1,297	1,315	1,500	2,950	3,745
Vốn góp	756	983	983	1,081	1,670
LN chưa phân phối	203	113	374	772	885
Tổng nguồn vốn	2,829	2,976	3,588	4,492	6,303

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	18,482	25.9%	1,291	34.7%	7,730
Kế hoạch của DN	18,100	24%	1,184	23%	7,089

DTT PNJ năm 2018 đạt 14,573 tỷ đồng (+32.8% yoy) tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt nhờ vào việc quy mô số lượng cửa hàng mở mới tiếp tục tăng mạnh, SSSG năm 2018 duy trì ở mức cao là 20%.

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện từ mức 17.4% trong 2017 lên mức 19.1% năm 2018 chủ yếu nhờ tỷ trọng đóng góp mảng vàng trang sức (BNLG cao) tiếp tục tăng trong cơ cấu doanh thu.

SG&A/DTT năm 2018 đạt 10.3%, tăng từ mức 8.7% năm 2017.

Tổng số lượng cửa hàng cuối năm 2018 đạt 324 cửa hàng, tăng 55 cửa hàng so với thời điểm cuối năm 2017, trong đó mở mới thêm 61 cửa hàng và đóng 6 cửa hàng, vượt so với số lượng cửa hàng trong kế hoạch là 40 cửa hàng.

Lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt 960 tỷ đồng (+32% yoy).

Hàng tồn kho tăng khoảng 41.6% so với cùng kỳ chủ yếu do việc mở rộng thêm nhiều cửa hàng mới và chuẩn bị cho kế hoạch tăng trưởng năm 2019.

Số ngày hàng tồn kho của PNJ duy trì ở mức khá ổn định khoảng 127 ngày, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2019, số ngày hàng tồn kho sẽ có xu hướng giảm do PNJ sẽ bắt đầu áp dụng công nghệ quản lý ERP mới từ tháng 4/2019

Tỷ lệ nợ vay/TTS năm 2018 tăng từ mức 31% lên còn mức 41% chủ yếu do việc mở rộng của hàng mới và trong năm 2017 vốn lưu động của PNJ được hỗ trợ nhờ vào gói phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược vào năm 2016(9,83 triệu cổ phiếu) giúp PNJ thu về khoảng 975 tỷ đồng.

Nợ vay ròng của PNJ năm 2018 tăng mạnh so với năm 2017 (+84% YoY) chủ yếu do (1) Mở cửa hàng mới (55 cửa hàng) và (2) Tích trữ hàng tồn kho cho thời điểm đầu năm 2019 (thời điểm bán hàng tốt trong năm). Theo đó mỗi cửa hàng mở mới cần khoảng 15 tỷ đồng vốn lưu động/năm.

ROE năm 2019 của PNJ tiếp tục cải thiện nhẹ từ mức 24.6% năm 2017 lên mức 25.6% năm 2018.

Giả định BSC: (1) Biên lợi nhuận gộp năm 2019 ước đạt 20.6%, (2) SSSG của chuỗi vàng trang sức duy trì mức 20% và (3) Số lượng cửa hàng mở mới dự kiến trong năm 2019 là 40 cửa hàng.

MWG – CTCP Đầu tư Thế giới di động – Giá mục tiêu 119,700 – Upside**35.1% – P/E fw 11.0**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	15,757	25,253	44,613	66,340	86,516
LN gộp	2,396	3,922	7,214	11,142	15,292
DT tài chính	71	81	135	251	342
CP tài chính	(21)	(41)	(120)	(234)	(437)
Lãi vay	(21)	(39)	(120)	(233)	(436)
CP bán hàng	(1,349)	(2,351)	(4,288)	(7,017)	(9,660)
CP QLDN	(241)	(249)	(935)	(1,345)	(1,762)
Lãi/lỗ HĐKD	856	1,362	2,007	2,795	3,774
TN nhập khác (ròng)	12	23	(1)	14	12
LN trước thuế	868	1,386	2,006	2,809	3,786
LN sau thuế	674	1,076	1,578	2,207	2,880
LN CĐ thiếu số	6	4	1	1	2
LN Cty mẹ	668	1,072	1,577	2,206	2,879
EPS					

TS ngắn hạn	2,838	6,176	12,288	18,863	23,372
Tiền và DT ngắn hạn	213	344	997	3,411	3,800
Phải thu ngắn hạn	297	636	1,411	2,766	1,543
Tồn kho	2,195	4,933	9,371	12,050	17,446
TS ngắn hạn khác	133	264	510	636	583
TS dài hạn	570	1,089	2,566	3,960	4,751
Phải thu dài hạn	-	112	180	242	314
TSCĐ	434	849	2,096	3,464	3,333
TS dở dang dài hạn	-	43	80	35	257
TS dài hạn khác	113	85	210	219	787
Tổng TS	3,407	7,266	14,854	22,823	28,123
Nợ phải trả	1,923	4,782	11,013	16,914	19,139
Nợ ngắn hạn	1,923	4,782	11,013	15,714	17,929
Vay ngắn hạn	619	2,053	4,789	5,604	5,836
Nợ dài hạn	-	-	-	1,200	1,210
Vay dài hạn	-	-	-	1,200	1,208
Vốn chủ sở hữu	1,475	2,484	3,841	5,909	8,983
Vốn góp	1,120	1,469	1,540	3,170	4,435
LN chưa phân phối	318	978	2,262	2,699	3,990
Tổng nguồn vốn	3,407	7,266	14,854	22,823	28,123

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	108,220	25.4%	3,566	23.8%	8,040
Kế hoạch của DN	108,468	25%	3,571	24%	8,059

Doanh thu thuần của MWG trong 2018 ghi nhận tăng trưởng khả quan đạt 65,478 tỷ đồng (+37% yoy), tương ứng hoàn thành 86,516 tỷ đồng (+30.1% yoy). SSSG năm 2018 của hai chuỗi TGDD và ĐMX ước tính khoảng mức 10%.

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/ DTT 2018 tăng lên mức 13.0% so với mức 12.4% cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế 2018 đạt 2,880 tỷ đồng (+31% yoy). Biên lợi nhuận ròng cải thiện nhẹ so với lên kỳ xuống mức 3.28%, tăng 0.02% so với cùng kỳ

Tính đến cuối năm 2018, tổng số lượng cửa hàng của MWG ước đạt 2,187 cửa hàng (+10% yoy). Cụ thể, số lượng cửa hàng Thế giới di động năm 2018 đạt 1,032 cửa hàng (-3.7% yoy), số lượng cửa hàng ĐMX đạt 750 cửa hàng (+17% yoy) và số lượng cửa hàng BHX đạt 405 cửa hàng (+43% yoy)

Hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong TS ngắn hạn chủ yếu do đặc thù ngành bán lẻ đạt 17.446 tỷ đồng, tăng 5.396 tỷ đồng so với đầu năm. Nguyên nhân chính là do MWG chủ động chuẩn bị và tích lũy hàng hoá nhằm phục vụ nhu cầu mua sắm mùa cao điểm Tết Nguyên Đán cho 2.187 cửa hàng cuối năm 2018 (so với 1.997 cửa hàng cuối năm 2017).

MWG tập trung chủ yếu dùng vay nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động do yếu tố đặc thù của ngành bán lẻ. Ngoài ra, do yếu tố đặc thù trên, MWG cũng duy trì cơ cấu tài sản tập trung chủ yếu ở TSNH (83%) và TSDH (17%).

Tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn là 7.045 tỷ đồng, tăng 241 tỷ đồng so với 01/01/2018. Nợ của MWG tập trung chủ yếu là ở nợ ngắn hạn, chủ yếu là để tài trợ cho vốn lưu động.

MWG đặt kế hoạch kinh doanh năm 2019 với mức doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 108,468 tỷ đồng (+25% yoy) và 3,571 tỷ đồng (+24% yoy). Chi phí đầu tư tài sản cố định (CAPEX) năm 2019 dự kiến là 2,000 tỷ đồng với ½ dành cho BHX và ½ dành cho ĐMX.

Giả định BSC: (1) SLCH mở mới trong năm 2019 của chuỗi ĐMX là 150 cửa hàng trong đó có 36 cửa hàng chuyển đổi từ TGDD BHX là 304 cửa hàng. (2) Tăng trưởng bình quân của chuỗi ĐMX và TGDD là 10%, (3) Chuỗi BHX đã đạt được mức hòa vốn ở cấp độ cửa hàng và DC, (4) Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu thuần là 13%.

DGW – CTCP Thế giới số – Giá mục tiêu 29,025– Upside 24.5% – P/E fw 7.2

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	4,877	4,203	3,800	3,820	5,943
LN gộp	287	264	241	275	367
DT tài chính	11	14	19	24	32
CP tài chính	(43)	(40)	(28)	(24)	(39)
Lãi vay	(25)	(23)	(23)	(23)	(32)
CP bán hàng	(67)	(64)	(98)	(128)	(135)
CP QLDN	(39)	(45)	(54)	(54)	(89)
Lãi/lỗ HĐKD	149	129	80	93	138
TN nhập khác (ròng)	19	5	4	6	2
LN trước thuế	168	133	84	99	140
LN sau thuế	128	104	67	78	109
LN CĐ thiếu số	-	-	-	(1)	(1)
LN Cty mẹ	128	104	67	79	111

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt tăng trưởng 55.6% YoY và 39.4% YoY trong đó:

(1) **Mảng máy tính xách tay và máy tính bảng (Laptop):** Doanh thu mảng này đạt 2,401 tỷ đồng (+6% YoY), tiềm năng tăng trưởng mảng này còn hạn chế

(2) **Mảng ĐTDĐ là động lực chính trong tăng trưởng lợi nhuận của DGW năm 2018.** DT ghi nhận mức 2,355 tỷ đồng (+213% YoY) chủ yếu tới từ việc phân phối độc quyền Xiaomi.

(3) **Mảng thiết bị văn phòng ghi nhận mức doanh thu đạt 1,112 tỷ đồng (+48% YoY).** Mảng thiết bị văn phòng dự kiến tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao và ổn định trong vài năm tới do nhu cầu cao và tiềm năng thị trường còn lớn

(4) **KQKD mảng hàng tiêu dùng vẫn chưa đạt kỳ vọng.** DT mảng này chỉ ghi nhận 75 tỷ đồng (+50% YoY), chỉ chiếm 1.2% tỷ trọng cơ cấu doanh thu của DGW

Biên lợi nhuận gộp 2018 giảm xuống mức 6.1% so với mức 7.1% năm 2017. Chi phí BH và QLDN/DTT giảm nhẹ từ mức 4.8% năm 2017 xuống còn mức 3.8% năm 2018.

TS ngắn hạn	1,207	1,171	1,218	1,503	2,123
Tiền và DT ngắn hạn	73	37	38	34	71
Phải thu ngắn hạn	315	349	361	482	601
Tồn kho	732	670	714	879	1,314
TS ngắn hạn khác	88	116	106	108	137
TS dài hạn	86	84	88	93	99
Phải thu dài hạn	2	2	2	2	4
TSCĐ	83	81	85	84	84
TS dở dang dài hạn	-	-	-	-	-
TS dài hạn khác	0	1	1	7	7
Tổng TS	1,293	1,256	1,306	1,597	2,222
Nợ phải trả	958	647	677	907	1,456
Nợ ngắn hạn	928	619	673	904	1,451
Vay ngắn hạn	603	423	343	621	837
Nợ dài hạn	30	28	4	3	5
Vay dài hạn	29	23	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	335	609	630	690	766
Vốn góp	108	306	306	408	408
LN chưa phân phối	274	156	177	224	302
Tổng nguồn vốn	1,293	1,256	1,306	1,597	2,222

Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn, chiếm 96% trong cơ cấu tài sản của DGW, chủ yếu là hàng tồn kho do đặc thù của ngành của phân phối bán lẻ.

Tỷ trọng nợ ròng/VCSH đạt 1.09 lần với chủ yếu là vay nợ ngắn hạn chiếm 100% cơ cấu vay nợ, chủ yếu dùng để tài trợ cho vốn lưu động.

DGW đặt kế hoạch tăng trưởng lần lượt 65% cho doanh thu và 23% cho lợi nhuận sau thuế. Trong đó:

(1) DGW đặt kế hoạch doanh thu đi ngang cho mảng laptop, do tình trạng bão hòa cũng như cạnh tranh gay gắt.

(2) DGW đặt kế hoạch tăng trưởng 27% cho mảng ĐTDĐ, tương ứng với mức doanh thu ước đạt 3,000 tỷ đồng

(3) Mảng thiết bị văn phòng sẽ duy trì mức tăng trưởng “organic” là 25%, tương ứng DT đạt 1,390 tỷ đồng.

(4) Mảng hàng tiêu dùng đặt mục tiêu tham vọng với mức DT đạt 350 tỷ đồng (+367% YoY).

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	7,135	20%	136	25%	3,225
Kế hoạch của DN	7,150	20%	137	25%	3,225

Doanh thu và lợi nhuận 2 tháng/2019 ghi nhận kết quả khả quan lần lượt đạt 839 tỷ đồng (+29% yoy) và 16.8 tỷ đồng (+33% YoY), trong đó mảng laptop (+43% YoY), ĐTDĐ (+17% YoY)

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

DXG – CTCP Tập đoàn Đất Xanh – Giá mục tiêu 32,000VND – Upside 32.2%

– P/E fw 6.8

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	506	1,395	2,507	2,879	4,645
LN gộp	302	659	1,052	1,730	2,615
DT tài chính	84	37	105	66	207
CP tài chính	(0)	(8)	(33)	(63)	(191)
Lãi vay	(0)	(5)	(32)	(61)	(163)
CP bán hàng	(54)	(144)	(236)	(295)	(434)
CP QLDN	(82)	(125)	(173)	(249)	(346)
Lãi/lỗ HĐKD	265	485	787	1,318	2,107
TN nhập khác (ròng)	2	56	34	18	(6)
LN trước thuế	266	540	821	1,335	2,102
LN sau thuế	213	446	664	1,085	1,723
LN CĐ thiếu số	45	109	127	335	544
LN Cty mẹ	168	337	537	751	1,178

Doanh thu +61.3% chủ yếu nhờ vào (1) Bàn giao 2 dự án Lux Garden và Opal Riverside với DT đạt 1,664 tỷ đồng (+50.1% YoY), biên lợi gộp đạt mức 37.5% và (2) DT và LNG của **mảng môi giới** năm 2018 lần lượt đạt 2,336 tỷ đồng (+44.5% YoY) và 1,958 tỷ đồng (+49.7% YoY).

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống mức 56.3% năm 2017 so với mức 60.1% năm 2018 chủ yếu do tỷ trọng đóng góp DT mảng đầu tư sơ cấp tăng lên từ mức 25% lên mức 35.8% cơ cấu DT.

Chi phí bán hàng và QLDN/DTT giảm từ mức 18.9% xuống mức 16.8%

Chi phí lãi vay tăng mạnh +167% chủ yếu do khoản nợ vay dài hạn tăng mạnh

Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 1,178 tỷ đồng (+57% YoY), EPS 2018 =3,366 đồng/cp

TS ngắn hạn	16,709	18,959	21,909	16,060	18,373
Tiền và DT ngắn hạn	1,756	2,987	4,627	8,840	11,816
Phải thu ngắn hạn	776	910	1,818	1,913	1,541
Tồn kho	474	925	1,865	3,441	5,567
TS ngắn hạn khác	499	1,122	916	3,401	4,605
TS dài hạn	7	30	28	86	103
Phải thu dài hạn	405	587	936	1,424	1,913
TSCĐ	1	1	3	3	145
TS dở dang dài hạn	10	21	39	64	76
TS dài hạn khác	0	32	152	90	200
Tổng TS	40	117	124	276	269
Nợ phải trả	2,160	3,573	5,563	10,264	13,729
Nợ ngắn hạn	1,088	1,802	2,025	5,611	7,530
Vay ngắn hạn	893	1,517	1,528	3,727	5,118
Nợ dài hạn	1	156	190	658	471
Vay dài hạn	195	285	498	1,884	2,412
Vốn chủ sở hữu	119	283	494	1,871	2,394
Vốn góp	1,072	1,771	3,537	4,654	6,199
LN chưa phân phối	750	1,173	2,530	3,032	3,501
Tổng nguồn vốn	229	382	677	746	1,456

Hàng tồn kho tăng mạnh +61% YoY chủ yếu do đang triển khai và hoàn thành một số dự án (1) Opal Garden, (2) Gem Riverside, (3) Opal Boulevard, (4) Sunshine, Sunview City, (5) Opal Oceanview.

Nợ vay dài hạn tăng 27.3% YoY lên mức 2,394 tỷ đồng chủ yếu thông qua hình thức trái phiếu chủ yếu tài trợ cho việc đầu tư các dự án bất động sản.

DXG dự kiến tăng vốn điều lệ từ mức 3,501 tỷ đồng lên mức 5,202 tỷ đồng (+48.6% YoY) thông qua (1) trả cổ tức bằng cổ phiếu, (2) cổ phiếu Esop và (3) phát hành cho cổ đông hiện hữu.

DXG dự kiến mở bán khoảng 5-6 dự án và khoảng 2,633 sản phẩm đất nền/shophouse bao gồm (1) hơn 1,000 căn Gem Riverside, (2) 1,837 căn Opal Boulevard, (3) 769 căn Lux Riverview, (4) 210 căn Opal Skyview và (2) 200 căn shophouse Ông Bí – Quảng Nam.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	4,548	-2.3%	1,288	9%	3,574
Kế hoạch của DN	5,000	7.6%	1,200	1.83%	3,430

DXG đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng. Phần lớn nguồn doanh thu và lợi nhuận năm 2019 dự kiến sẽ đến từ (1) Bàn giao 100% dự án Opal Garden, (2) Chuyển nhượng các dự án, (3) Tăng trưởng từ mảng môi giới.

NLG – CTCP Đầu tư Nam Long – Giá mục tiêu 33,900 – Upside 21.1 – P/E fw 7.3

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	867	1,259	2,534	3,161	3,554
LN gộp	304	418	823	1,295	1,500
DT tài chính	28	17	26	95	129
CP tài chính	(18)	(17)	(29)	(29)	(37)
Lãi vay	(11)	(11)	(21)	(28)	(24)
CP bán hàng	(71)	(119)	(189)	(219)	(252)
CP QLDN	(127)	(154)	(154)	(195)	(239)
Lãi/lỗ HĐKD	115	145	478	944	1,116
TN nhập khác (ròng)	24	131	7	6	9
LN trước thuế	139	276	484	950	1,125
LN sau thuế	104	209	388	756	885
LN CĐ thiếu số	8	2	42	221	124
LN Cty mẹ	96	206	345	535	761
EPS	867	1,259	2,534	3,161	3,554

Doanh thu và LNST công ty mẹ ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt đạt 12%YoY và 42% YoY. Biên lợi nhuận 2018 gộp đạt 42% cải thiện nhẹ so với mức 40.9% năm 2017 chủ yếu nhờ tỷ suất LNG mảng phát triển dự án cải thiện. Cụ thể:

Doanh thu từ phát triển dự án chiếm 67.5% cơ cấu DT, tương đương 2,399 tỷ đồng. Chủ yếu đến từ bàn giao các căn hộ EhomeS Phú Hữu, Flora Kikyo, Fuji Valora, Kikyo Valora và Daila Garden

Doanh thu từ bán cổ phần của 165ha của dự án WaterPoint đạt 791.5 tỷ đồng, tương ứng 22.3% DT.

Chi phí bán hàng và QLDN/DTT tăng từ mức 13.1% năm 2017 lên mức 13.8% năm 2018 chủ yếu do doanh thu từ dự án tăng mạnh.

TS ngắn hạn	3,391	4,699	5,828	6,779	7,317
Tiền và DT ngắn hạn	390	440	970	2,143	2,100
Phải thu ngắn hạn	320	516	1,095	579	1,879
Tồn kho	2,610	3,673	3,698	3,884	3,211
TS ngắn hạn khác	71	70	64	173	126
TS dài hạn	539	323	381	1,127	2,255
Phải thu dài hạn	-	86	125	76	199
TSCĐ	55	50	55	56	52
TS dở dang dài hạn	-	0	-	-	10
TS dài hạn khác	109	100	131	206	271
Tổng TS	3,929	5,022	6,209	7,906	9,572
Nợ phải trả	1,938	2,596	3,062	4,183	4,290
Nợ ngắn hạn	1,476	2,102	2,179	3,061	2,694
Vay ngắn hạn	180	225	354	216	201
Nợ dài hạn	463	494	882	1,123	1,596
Vay dài hạn	438	413	350	229	806
Vốn chủ sở hữu	1,934	2,426	3,147	3,723	5,282
Vốn góp	1,340	1,416	1,421	1,572	2,391
LN chưa phân phối	219	358	578	864	1,291
Tổng nguồn vốn	3,929	5,022	6,209	7,906	9,572

Tổng số lượng sản phẩm đã bán năm 2018 giảm 11.6% về số lượng (2,610 sản phẩm) và 23.6% giá trị (đạt 3,686 tỷ đồng). Trong đó phần lớn đến từ Flora Mizuki (3 tòa) và Flora Novia (2 tòa).

Khoản phải thu ngắn hạn tăng mạnh khoảng 1,300 tỷ đồng lên mức 1,879 tỷ đồng chủ yếu do khoản tạm ứng 802 tỷ đồng mua lại cổ phần Đầu Tư Việt Thiên Lâm, đang sở hữu dự án Đại Phước Paragon.

Đầu tư tài chính dài hạn tăng 930 tỷ đồng chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng 130/165 ha dự án South Gate (thuộc giai đoạn 1 của dự án Long An).

Vay dài hạn tăng từ mức 228.5 tỷ đồng lên mức 805.9 tỷ đồng nhờ vào phát hành thành công 120 trái phiếu không chuyển đổi cho công ty TNHH Bảo hiểm nhân Thọ (BHNT) AIA, 30 trái phiếu không chuyển đổi cho BHNT Generali VN và 510 trái phiếu không chuyển đổi cho Manulife VN vs mệnh giá 1 tỷ đồng/trái phiếu, lãi suất 6.5%/năm chủ yếu dùng để tài trợ dự án.

Vốn góp tăng 819 tỷ đồng nhờ vào (1) Thực hiện trái phiếu chuyển đổi với Keppel Land (27.5 triệu cp), (2) Phát hành cho cổ đông hiện hữu (31.4 triệu cp), (3) Trả cổ tức cho cổ đông hiện hữu (21.2 triệu cp) và (4) ESOP (1.68 triệu cp).

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	3,567	7.7%	851	12%	3,849
Kế hoạch của DN	3,485	-1.9%	956	25.6%	3,998

Kế hoạch mở bán năm 2019-2021: Ehome: 4,000 sản phẩm, Flora: 11,000 sản phẩm và Valora: 4,800 sản phẩm, riêng dòng sản phẩm Flora và Valora gấp 4.3 lần so với giai đoạn 2005-2008. Riêng năm 2019, NLG dự kiến mở bán khoảng 1,800 sp từ Akari, 1,000 sp từ Mizuki và các sản phẩm đất nền NLG3 (Cần Thơ), và khoảng 500-600 SP của SouthGate.

VHM – CTCP Vinhomes – Giá mục tiêu 92,700 – Theo dõi – P/E fw = 16.97

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	6,513	4,920	11,217	15,297	38,806
LN gộp	1,671	1,634	4,454	5,167	9,726
DT tài chính	95	89	822	964	14,680
CP tài chính	(482)	(264)	(947)	(1,652)	(2,485)
Lãi vay	(404)	(265)	(385)	(902)	(2,442)
CP bán hàng	(281)	(417)	(1,298)	(1,586)	(1,297)
CP QLDN	(302)	(500)	(884)	(453)	(1,029)
Lãi/lỗ HĐKD	702	704	2,652	2,352	19,596
TN nhập khác (ròng)	(105)	274	143	(243)	13
LN trước thuế	627	978	2,795	2,109	19,609
LN sau thuế	498	792	2,207	1,565	14,754
LN CĐ thiếu số	(0)	(3)	559	156	520
LN Cty mẹ	499	795	1,649	1,410	14,234
EPS	6,513	4,920	11,217	15,297	38,806

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2019 ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhờ bàn giao các dự án lớn (Metropolis, GreenBay, Golden River, Central Park). Doanh thu năm 2018 đạt 38,806 tỷ đồng (+27% yoy), chúng tôi lưu ý mức tăng trưởng trên được so với báo cáo tài chính năm 2017 đã được đối chiếu và cấu trúc lại sau khi VHM được hợp nhất với các công ty con

Lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 9,726 tỷ đồng (-18% yoy), tương ứng với mức biên lợi nhuận gộp đạt 25.1% thấp hơn so với mức 38.9% năm 2017. Biên lợi nhuận gộp năm 2018 giảm chủ yếu do hai khoản bất thường (1) VHM chỉ cung cấp dịch vụ phân phối sản phẩm cho Vinhomes Thăng Long và (2) Phần chi phí xây dựng cao của Vinhomes Landmark 81.

Lợi nhuận từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) đạt 9,549 tỷ đồng (+720% yoy). Lợi nhuận sau thuế sau khi trừ cổ đông thiểu số đạt 14,234 tỷ đồng (+115% yoy).

TS ngắn hạn	7,078	12,377	16,492	44,421	80,466
Tiền và DT ngắn hạn	792	975	2,802	1,562	4,525
Phải thu ngắn hạn	810	3,906	4,616	24,775	41,761
Tồn kho	5,290	6,146	8,475	17,006	27,090
TS ngắn hạn khác	186	1,349	599	1,078	7,090
TS dài hạn	8,409	12,930	21,029	6,883	37,342
Phải thu dài hạn	1,501	19	100	88	4,590
TSCĐ	1,869	2,460	3,643	1,356	398
TS dở dang dài hạn	814	886	4,454	2,462	22,685
TS dài hạn khác	25	483	753	1,059	3,286
Tổng TS	15,487	25,307	37,521	51,304	117,808
Nợ phải trả	12,827	18,178	27,972	41,180	69,689
Nợ ngắn hạn	10,379	17,031	26,828	34,223	41,058
Vay ngắn hạn	5,559	3,887	9,157	8,700	6,403
Nợ dài hạn	2,448	1,148	1,143	6,957	28,631
Vay dài hạn	2,428	1,085	-	6,628	25,506
Vốn chủ sở hữu	2,660	7,129	9,549	10,124	48,119
Vốn góp	2,000	2,000	2,000	2,000	33,495
LN chưa phân phối	648	1,446	2,971	5,003	7,556
Tổng nguồn vốn	15,487	25,307	37,521	51,304	117,808

VHM ghi nhận tổng số lượng sản phẩm đã bán năm 2018 ở mức cao mặc dù thị trường bất động sản còn gặp nhiều khó khăn. Tổng số lượng sản phẩm đã bán năm 2018 là 15,167 sản phẩm với tổng giá trị đạt 67.6 nghìn tỷ đồng. Trong đó, hai dự án Vincy chiếm phần lớn tỷ trọng đạt chiếm 74.2% trong tổng số lượng sản phẩm đã bán của VHM, tương đương với 9,641 căn hộ và 1,606 sản phẩm villas, biệt thự. VHM đã triển khai mở bán 6 dự án trong năm 2018 bao gồm Vincy Ocean Park, Vincy Sportia, Vinhomes West point Vinhomes Starcity, Vinhomes MariVincy Ocean Park, Vincy Sportia, Vinhomes West point Vinhomes Starcity, Vinhomes Marina và Vinhomes Hà Tĩnh.

VHM đặt kế hoạch mở bán kỷ lục trong năm 2019. VHM dự kiến sẽ triển khai 9 dự án trong năm 2019 bao gồm Vincy Grand Park, Vinhomes Gallery và Vinhomes Galaxy. Tổng số lượng sản phẩm dự kiến bán đạt 70,000 sản phẩm với tổng giá trị ước tính khoảng 140 nghìn tỷ đồng chủ yếu đến từ dự án Vincy (căn hộ).

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	80,063	+233%	18,412	14.5%	5,496

BSC dự báo DT và LNST của công ty mẹ lần lượt đạt 80,063 tỷ đồng (+223% yoy) và 18,412 tỷ đồng (+14.5% yoy), EPS 2019FW = 5,496 đồng/cp nhờ vào việc ghi nhận LN từ các sản phẩm thấp tầng của dự án Vincy Ocean Park và Vincy Sportia, Vinhomes Metropolis, Vinhomes GreenBay, Vinhomes Harmony, Vinhomes Imperial, Vinhomes Skylake. Chúng tôi lưu ý DT kế trên đã bao gồm từ các dự án BCC. Hiện tại với thị giá ngày 19/02/2019, mức PE FW 2019 của VHM là 15.8 lần.

KBC – TCT Phát triển đô thị Kinh Bắc - Giá mục tiêu 20,120 VND– Upside 36.87%**– P/E fw 6.83**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	1,069	1,435	1,972	1,260	2,506
LN gộp	588	573	1,107	650	1,467
DT tài chính	144	317	39	431	95
CP tài chính	(292)	(41)	(99)	(109)	(194)
Lãi vay	(252)	(90)	(82)	(107)	(201)
CP bán hàng	(18)	(35)	(33)	(22)	(142)
CP QLDN	(81)	(93)	(121)	(155)	(165)
Lãi/lỗ HĐKD	341	731	915	813	1,075
TN nhập khác (ròng)	1	(1)	7	(2)	(26)
LN trước thuế	341	730	921	812	1,049
LN sau thuế	312	602	711	619	810
LN CĐ thiếu số	(14)	(10)	154	34	63
LN Cty mẹ	326	612	557	585	747

Doanh thu thuần và LNST sau thuế lần lượt tăng trưởng 99% YoY và 30.8%YoY.

(1) Mảng KCN cho thuê 120 ha (120% so với kế hoạch) đạt 2,126 tỷ chiếm 84.8% tổng DTT, biên LNG KCN tăng từ 48% lên 58% do giá cho thuê đất trung bình đạt 82USD/m2 tăng 7%-8% yoy trong khi giá vốn không thay đổi.

(2) DT từ mảng dịch vụ 163 tỷ (+19% yoy), biên LNG 90%, doanh thu của mảng dịch vụ tăng dần theo tỷ lệ lấp đầy các KCN, chiếm 6.5% tổng DTT.

DT tài chính giảm còn 95 tỷ đồng (-77.8% yoy) do năm 2017 công ty thu khoản lãi từ việc thanh lý công ty con 354 tỷ đồng.

Tỷ lệ CPBH và CP QLDN trên DT giảm từ 14.04% xuống 12.25%. Mặc dù tỷ lệ CPBH /DT tăng lên mạnh do chi phí tư vấn pháp lý nhưng bù lại tỷ lệ CP QLDN/DT giảm từ 12.3% xuống còn 6.58%.

TS ngắn hạn	10,667	12,003	13,011	13,730	14,814
Tiền và DT ngắn hạn	152	230	296	506	227
Phải thu ngắn hạn	2,848	3,362	4,382	4,744	5,799
Tồn kho	7,616	8,364	8,244	8,323	8,593
TS ngắn hạn khác	51	47	89	158	196
TS dài hạn	2,399	1,651	1,647	2,050	2,159
Phải thu dài hạn	480	356	304	725	714
TSCĐ	139	141	124	118	157
TS dở dang dài hạn	237	235	234	151	194
TS dài hạn khác	3	6	5	9	13
Tổng TS	13,066	13,654	14,658	15,780	16,973
Nợ phải trả	6,810	5,618	6,036	6,742	7,134
Nợ ngắn hạn	2,593	2,945	3,373	3,326	3,842
Vay ngắn hạn	1,017	1,205	863	1,132	1,154
Nợ dài hạn	4,217	2,673	2,664	3,416	3,292
Vay dài hạn	2,150	1,352	1,105	1,591	1,333
Vốn chủ sở hữu	6,256	8,036	8,621	9,038	9,839
Vốn góp	3,957	4,757	4,757	4,757	4,757
LN chưa phân phối	1,170	1,782	2,319	2,905	3,652
Tổng nguồn vốn	13,066	13,654	14,658	15,780	16,973

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	2,895.7	15.56%	1,070.25	32.1%	2,249
Kế hoạch của DN	2,700	7.7%	900	11%	1,892

Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh duy trì ổn định lần lượt ở mức 3.86 và 1.57.

Tỷ lệ Phải thu ngắn hạn tăng từ 35% lên 39.1% TSNH trong đó Phải thu lớn nhất là từ CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc trên 1,300 tỷ đồng.

HTK chiếm cơ cấu lớn 50.6% trong TTS chủ yếu ở KĐT Trảng Cát (3,505 tỷ đồng) và KCN Tân Phú Trung (2,377 tỷ đồng).

Các chỉ số năng lực hoạt động đều có xu hướng cải thiện, giúp làm giảm chu kỳ vòng quay tiền mặt từ hơn 500 ngày xuống còn 314 ngày do giảm chủ yếu ở khoản HTK.

Vay dài hạn giảm 258 tỷ đồng do KBC đã đáo hạn 200 tỷ trái phiếu vào cuối năm 2018.

Ghi nhận doanh thu từ KĐT Phúc Ninh: KBC đã mở bán 4.5ha/10ha giai đoạn 2, doanh thu dự kiến giai đoạn 2 vào khoảng 2000 tỷ, giá bán 18-20 triệu/ha, giá vốn 4-5 triệu/ha tương ứng mức biên LNG 70% sẽ đóng góp vào KQKD của KBC giai đoạn 2019 – 2020.

Giá định của BSC:

(1) Ước tính tổng diện tích cho thuê KCN năm 2019 đạt 120ha;

(2) Hạch toán doanh thu từ KĐT Phúc Ninh.

NTC – CTCP KCN Nam Tân Uyên

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	64	125	147	146	532
LN gộp	35	85	127	101	487
DT tài chính	41	44	66	114	144
CP tài chính	(20)	(14)	(5)	(8)	(12)
Lãi vay	(2)	(7)	(7)	(8)	(12)
CP bán hàng	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
CP QLDN	(27)	(50)	(43)	(36)	(46)
Lãi/lỗ HĐKD	28	63	142	169	570
TN nhập khác (ròng)	3	(1)	(1)	(2)	-
LN trước thuế	30	62	142	167	570
LN sau thuế	29	59	131	142	470
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	29	59	131	142	470

Doanh thu thuần và LNST sau thuế lần lượt tăng trưởng mạnh 264% YoY và 230% YoY. Riêng quý 4/2018, DT tăng mạnh nhờ khoản doanh thu khác đạt 363.84 tỷ đồng (+82% yoy) từ việc chuyển nhượng dự án Khu dân cư Nam Tân Uyên diện tích 51ha, đóng góp chủ yếu vào DTT cả năm 2018.

DT mảng KCN đạt 154.36 tỷ đồng (+11% yoy), chiếm 29% DTT **Biên LNG tăng mạnh từ 69.1% lên đến 91.5%** do hạch toán giá vốn BĐS giảm 13.48 tỷ từ việc miễn tiền thuê đất NTU1 khiến tổng giá vốn tương đương năm 2017 khoảng 45 tỷ, trong khi DTT tăng gấp 3.64 lần so với cùng kỳ.

Doanh thu tài chính đạt 144 tỷ (+27.4% yoy) tăng do lãi chênh lệch tỷ giá phát sinh trong năm và tỷ giá đánh giá lại cuối năm khoảng 20 tỷ đồng.

Tỷ lệ CPBH và CPQLDN/DT giảm từ 26% xuống 9.2% do DT tăng mạnh nhưng tổng các chi phí vẫn duy trì tương đương 2017.

TS ngắn hạn	319	353	199	1,179	1,452
Tiền và DT ngắn hạn	260	306	150	1,122	1,393
Phải thu ngắn hạn	53	42	41	50	59
Tồn kho	0	0	0	0	0
TS ngắn hạn khác	6	4	8	8	-
TS dài hạn	858	1,375	1,918	1,641	1,949
Phải thu dài hạn	24	6	-	-	-
TSCĐ	17	19	21	40	36
TS dở dang dài hạn	146	180	97	62	53
TS dài hạn khác	33	448	478	620	1,038
Tổng TS	1,177	1,728	2,117	2,820	3,401
Nợ phải trả	962	1,499	1,814	2,440	2,812
Nợ ngắn hạn	110	292	130	304	332
Vay ngắn hạn	70	219	71	105	7
Nợ dài hạn	852	1,207	1,684	2,136	2,480
Vay dài hạn	-	9	8	6	4
Vốn chủ sở hữu	215	229	302	380	589
Vốn góp	160	160	160	160	160
LN chưa phân phối	31	45	112	170	351
Tổng nguồn vốn	1,177	1,728	2,117	2,820	3,401

Cơ cấu tài sản tốt: (1) Lượng Tiền và DT ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao đạt 41% TTS. Với lượng tiền mặt dồi dào giúp DN sẵn sàng tiến hành triển khai đền bù thi công Nam Tân Uyên 3. (2) DN không có HTK.

Năng lực thanh toán: Hệ số thanh toán ngắn hạn cải thiện tăng từ 3.88 lên 4.37.

Các chỉ số năng lực hoạt động đều có xu hướng cải thiện, giúp làm giảm chu kỳ vòng quay tiền mặt từ hơn 500 ngày xuống còn 314 ngày do giảm chủ yếu ở khoản HTK.

Tỷ lệ TSDH khác/TTS tăng từ 22% lên 30% tăng chủ yếu do DN phải tiền thuê đất NTU mở rộng tăng 414 tỷ đồng.

Vay ngắn hạn giảm 98 tỷ còn 7 tỷ đồng do DN trả bớt nợ ngắn hạn: Ngân hàng VCB – chi nhánh Bình Dương hơn 74 tỷ đồng, BIDV 24 tỷ đồng.

Tháng 9/2018, Chính phủ đã phê duyệt dự án KCN Nam Tân Uyên 3 với diện tích thương phẩm 255ha/345ha, giá thuê dự kiến 65USD/m².

BSC ước tính NTU3 sẽ đem lại tổng lợi nhuận kỳ vọng là 2,932.5 tỷ đồng ghi nhận trong vòng 4 năm.

LHG - CTCP Long Hậu

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	313	232	480	488	430
LN gộp	167	100	273	271	243
DT tài chính	9	7	19	13	45
CP tài chính	(90)	(22)	(9)	(6)	(5)
Lãi vay	(30)	(17)	(8)	(6)	(5)
CP bán hàng	(9)	(8)	(15)	(20)	(14)
CP QLDN	(32)	(44)	(74)	(60)	(57)
Lãi/lỗ HĐKD	44	34	195	199	217
TNhap khác (ròng)	3	1	3	9	2
LN trước thuế	47	34	197	208	220
LN sau thuế	25	70	165	166	181
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	25	70	165	166	181

DTT giảm -12% YoY và LNST sau thuế tăng nhẹ 7% YoY.

(1) DT mảng cho thuê đất khu công nghiệp (hạch toán 1 lần) đạt 389 tỷ đồng, chiếm 91% DTT chủ yếu đến từ việc DT tái cho thuê lại diện tích bị trả lại LH1 và LH2.

(2) Mảng kinh doanh nhà xưởng cho thấy sự tăng trưởng khả quan với DT đạt 83.8 tỷ đồng (+23% YoY), chiếm 20% DTT.

Biên LNG ổn định khoảng 56%, trong đó biên LNG mảng cho thuê KCN đạt khá cao 70%

Chi phí bán hàng và QLDN/DTT duy trì 16.5% qua các năm

DT tài chính tăng +246% chủ yếu đến từ khoản lãi tiền gửi đạt 38 tỷ (+72% yoy) trong khi chi phí tài chính giảm -16% yoy giúp **Biên LN ròng tăng từ mức 34% lên 42%.**

TS ngắn hạn	804	772	903	1,340	1,437
Tiền và DT ngắn hạn	120	129	267	817	631
Phải thu ngắn hạn	409	363	419	216	339
Tồn kho	272	277	216	307	464
TS ngắn hạn khác	2	3	1	0	3
TS dài hạn	672	607	624	648	680
Phải thu dài hạn	51	19	3	-	-
TSCĐ	109	53	49	53	50
TS dở dang dài hạn	-	50	51	48	127
TS dài hạn khác	2	2	2	16	21
Tổng TS	1,476	1,379	1,527	1,988	2,117
Nợ phải trả	837	695	856	897	970
Nợ ngắn hạn	447	412	542	557	582
Vay ngắn hạn	120	87	22	24	21
Nợ dài hạn	390	283	315	339	388
Vay dài hạn	119	48	50	39	48
Vốn chủ sở hữu	639	684	670	1,091	1,147
Vốn góp	261	261	261	500	500
LN chưa phân phối	299	345	331	440	495
Tổng nguồn vốn	1,476	1,379	1,527	1,988	2,117

HTK tăng mạnh +51.2% yoy chủ yếu tăng từ chi phí đầu tư xây dựng LH3 322.25 tỷ đồng (+33.6% yoy)

Chi phí XDCBDD dài hạn 127.36 tỷ (+107% yoy) tăng từ dự án nhà xưởng, trung tâm thương mại 66.5 tỷ (+139% yoy)
Đầu tư tài chính dài hạn giảm do đầu tư cổ phiếu giảm còn 99.63 tỷ (-6.14% yoy) từ việc rút vốn góp khởi công ty CPSX Cáp Quang và Phụ kiện Việt Đức.

Nợ dài hạn tăng +14.4% yoy chủ yếu đến từ khoản vay ngân hàng Công Thương nhằm mục đích thực hiện dự án xây nhà xưởng S10, S11, Q10, F01, lô T4 tại KCN Long Hậu.

LH3 triển khai năm 2019 với diện tích thương phẩm 90ha/124ha, giá cho thuê 110\$-130\$/m2 (chưa VAT). Tiến độ hiện tại Q1/2019, LH3 đã cho thuê 10ha. Chúng tôi thận trọng ước tính tổng lợi nhuận kỳ vọng KCN LH3 khoảng 939 tỷ đồng, ghi nhận trong vòng 3 năm. Ngoài ra LHG còn triển khai bán 10,000ha nhà xưởng xây sẵn 2019, ước tính đóng góp khoảng 20 tỷ doanh thu.

NGÀNH XÂY DỰNG

CTD – CTCP Xây dựng Coteccons – Giá mục tiêu 150,600VND – Upside 6.3%

– P/E fw 8.2x.

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	7,634	13,669	20,783	27,153	28,561
LN gộp	556	1,112	1,799	2,016	1,833
DT tài chính	119	126	170	325	321
CP tài chính	(0)	(2)	(0)	(0)	(0)
Lãi vay	-	-	(0)	-	-
CP bán hàng	-	-	(2)	-	-
CP QLDN	(215)	(363)	(297)	(395)	(505)
Lãi/lỗ HĐKD	460	887	1,703	1,979	1,746
TN nhập khác (ròng)	14	39	60	82	127
LN trước thuế	464	927	1,763	2,061	1,873
LN sau thuế	357	733	1,422	1,653	1,510
LN CĐ thiếu số	30	67	-	-	-
LN Cty mẹ	327	666	1,422	1,653	1,510
EPS	7,757	14,215	18,457	21,449	18,313

TS ngắn hạn	3,636	6,486	9,943	14,464	15,324
Tiền và DT ngắn hạn	1,098	2,390	4,672	5,790	4,460
Phải thu ngắn hạn	2,129	2,609	3,484	6,480	9,054
Tồn kho	270	1,051	1,241	1,874	1,444
TS ngắn hạn khác	139	436	547	321	366
TS dài hạn	1,227	1,329	1,797	1,550	1,500
Phải thu dài hạn	-	0	0	-	-
TSCĐ	255	440	585	767	744
TS dở dang dài hạn	-	48	18	0	1
TS dài hạn khác	87	257	401	355	352
Tổng TS	4,863	7,815	11,741	16,014	16,823
Nợ phải trả	2,154	4,573	5,507	8,707	8,861
Nợ ngắn hạn	2,139	4,559	5,495	8,696	8,851
Vay ngắn hạn	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn	14	13	12	11	9
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	2,527	3,243	6,234	7,307	7,962
Vốn góp	422	469	771	771	784
LN chưa phân phối	560	639	1,435	1,741	1,604
Tổng nguồn vốn	4,863	7,815	11,741	16,014	16,823

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	30,567.5	7 %	1,427	-5.5%	17,343

DT 2018 đạt 28,561 tỷ đồng (+5%) nhờ vào các hợp đồng xây dựng khu công nghiệp, trong đó có dự án Dung Quất. Biên lợi nhuận gộp 2018 đạt 6.4% giảm 1% so với năm 2017 là 7.4%.

Chi phí QLDN tăng đạt 505 tỷ đồng (+27.8% yoy) do chi phí nhân viên đạt 340 tỷ đồng (+7% yoy) và không có hoàn nhập dự phòng nợ phải thu khó đòi.

Chúng tôi đánh giá biên gộp của CTD sẽ giảm về mức 5.6-5.9% do biên gộp xây dựng các dự án của Vincity chỉ khoảng 5% nên kéo biên gộp của CTD xuống.

Tỉ suất lợi nhuận thuần giảm còn 5.3% mức thấp nhất trong 4 năm. Qua đó, CTD hiện đang chậm lại đà tăng trưởng ảnh hưởng từ chu kỳ của ngành xây dựng đang chững lại.

Chúng tôi lưu ý các khoản phải thu ngắn hạn của CTD tăng 42.7% yoy đạt 9,054 tỷ đồng.

Tiền và DT ngắn hạn đạt 4,460 tỷ đồng giảm 22.9% yoy.

Ngoài ra, chúng tôi lưu ý Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh âm 933 tỷ, chủ yếu là do tăng các khoản phải thu ngắn hạn và giảm các khoản phải trả.

Chủ trương của CTD là không sử dụng nợ vay ngắn hạn và nợ vay dài hạn làm cho sức khỏe tài chính của CTD lành mạnh

BSC dự báo DT và LNST 2019 đạt lần lượt là 30,567.5 tỷ đồng (+7% yoy) và 1,427 tỷ đồng (-5.5% yoy) tương ứng với EPS là 17,343 đồng/cp, P/E FW = 8.2x. Chúng tôi giả định biên gộp sẽ giảm về 5.9% do tỷ trọng giá trị hợp đồng xây dựng cho Vincity lớn với biên gộp thấp và giá trị hợp đồng ký mới và chuyển tiếp trong năm 2019 ước tính đạt lần lượt 32,758 tỷ đồng (+14% yoy) và 25,167 tỷ đồng (+10% yoy).

HBC – CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình – Giá mục tiêu 20,100 VND – Upside -**0.7% – P/E fw 6.3x.**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	3,518	5,078	10,766	16,035	18,202
LN gộp	410	296	1,232	1,693	1,692
DT tài chính	70	87	103	119	61
CP tài chính	(99)	(132)	(153)	(265)	(324)
Lãi vay	(97)	(130)	(145)	(262)	(306)
CP bán hàng	(9)	(26)	(105)	(62)	(70)
CP QLDN	(280)	(120)	(378)	(479)	(569)
Lãi/lỗ HĐKD	89	114	704	1,031	781
TN nhập khác (ròng)	(0)	7	11	46	20
LN trước thuế	89	120	715	1,077	801
LN sau thuế	69	83	568	860	627
LN CĐ thiếu số	(2)	(1)	1	0	(10)
LN Cty mẹ	71	83	567	860	637
EPS	1,401	1,105	5,941	6,617	3,215
TS ngắn hạn	4,958	6,146	9,900	11,586	13,509
Tiền và DT ngắn hạn	1,333	949	1,770	1,192	423
Phải thu ngắn hạn	3,032	4,212	6,775	9,105	11,105
Tồn kho	561	923	1,229	1,188	1,810
TS ngắn hạn khác	31	62	126	102	172
TS dài hạn	845	1,145	1,550	2,342	2,388
Phải thu dài hạn	94	9	38	35	56
TSCĐ	367	638	1,086	1,420	1,433
TS dở dang dài hạn	46	42	25	54	41
TS dài hạn khác	70	179	223	446	495
Tổng TS	5,803	7,291	11,450	13,928	15,897
Nợ phải trả	4,806	6,217	9,620	11,460	12,967
Nợ ngắn hạn	4,489	5,806	8,886	10,827	12,293
Vay ngắn hạn	1,813	1,890	2,720	4,277	4,073
Nợ dài hạn	317	411	734	634	674
Vay dài hạn	104	156	434	337	269
Vốn chủ sở hữu	996	1,074	1,830	2,468	2,929
Vốn góp	574	756	954	1,299	1,961
LN chưa phân phối	135	115	535	824	630
Tổng nguồn vốn	5,803	7,291	11,450	13,928	15,897

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	19,404	6.6%	614	-4%	3,099

DT 2018 đạt 18,202 tỷ đồng nhờ vào doanh thu ghi nhận từ các hợp đồng chuyển tiếp cho năm 2018 tăng. Chi phí lãi vay đạt 306 tỷ đồng (+16.8% yoy) nên BLNT giảm về 3.4%.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý biên lợi nhuận giảm còn 9.3% do biên gộp các dự án xây dựng giảm và chi phí nguyên vật liệu tăng.

Giá trị hợp đồng chuyển tiếp năm 2018 đạt 25,524 tỷ (+74.8% yoy) và giá trị hợp đồng ký mới ước tính khoảng 25,852 tỷ đồng (+26% yoy).

Chúng tôi lưu ý các giá trị hợp đồng ký mới đóng góp nhiều nhất bởi các dự án của Vincity với tổng giá trị 3,872.82 tỷ đồng, trong đó: Vincity Ocean Park (2,470 tỷ đồng), Vincity Sportia (1,076.82 tỷ đồng), Vinhomes Westpoint (326 tỷ đồng).

Phải thu ngắn hạn đạt 11,104.5 tỷ đồng (+20.8% yoy) chủ yếu tới từ 2 khoản: (1) Phải thu ngắn hạn của khách hàng đạt 6,140.9 tỷ đồng (+90.4% yoy); và (2) Phải thu theo tiến độ KH hợp đồng XD là 4,107.4 tỷ đồng (-12.1% yoy).

Tuy nhiên, tháng 1/2019, HBC đã tích cực thu hồi công nợ đạt 2,900 tỷ đồng vì thế chúng tôi ước tính phải thu khách hàng của HBC trong 2019 có thể giảm về 9,604 tỷ đồng (-13.5% yoy).

Nợ phải trả của HBC đạt 12,967 tỷ đồng (+12.45% yoy), với tỷ lệ đòn bẩy tài chính đạt 4.4x, đa phần do nợ ngắn hạn tăng +12.7% yoy đạt 12,292.9 tỷ đồng. Trong 1/2019, nhờ việc tích cực trong thu hồi công nợ nên đã giúp tổng số dư nợ vay của HBC giảm xuống còn 3,868 tỷ đồng (-10.9% yoy).

Qua đó, chúng tôi đánh giá tích cực với HBC nếu tiếp tục giảm tỷ lệ nợ vay trong 2019 sẽ làm giảm chi phí lãi vay giúp cải thiện biên thuần.

NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG

HPG – CTCP Tập đoàn Hòa Phát – Giá mục tiêu 36,830 – Upside 16%

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	25,525	27,453	33,283	46,162	55,837
LN gộp	5,187	5,594	8,751	10,626	11,671
DT tài chính	160	249	197	186	294
CP tài chính	(564)	(566)	(368)	(556)	(772)
Lãi vay	(351)	(251)	(280)	(480)	(540)
CP bán hàng	(366)	(424)	(490)	(595)	(679)
CP QLDN	(607)	(761)	(405)	(409)	(442)
Lãi/lỗ HĐKD	3,810	4,091	7,685	9,252	10,072
TN nhập khác (ròng)	(40)	(101)	17	36	(1)
LN trước thuế	3,770	3,990	7,702	9,288	10,071
LN sau thuế	3,250	3,504	6,606	8,015	8,601
LN CĐ thiếu số	106	19	4	8	28
LN Cty mẹ	3,144	3,485	6,602	8,007	8,573
EPS					

Sản lượng của HPG năm 2018 tăng tương đối bình quân **khoảng 10%**: thép xây dựng đạt gần 2.4 triệu tấn (+9% yoy) ống thép đạt 675 nghìn tấn (+12%yoy). **Giá bán tăng khoảng 8%** giúp cho DTT của HPG vẫn duy trì được mức tăng trưởng tốt trong năm 2018 (+21% yoy).

Lợi nhuận của HPG từ đó cũng có được sự tăng trưởng tương đối tốt, đạt mức 8.6 nghìn tỷ, vượt 7.5% so với năm 2017.

TS ngắn hạn	11,746	11,915	18,183	33,068	26,014
Tiền và DT ngắn hạn	2,533	3,131	5,252	14,201	6,240
Phải thu ngắn hạn	1,720	1,608	2,395	6,555	3,915
Tồn kho	7,386	6,937	10,247	11,749	14,115
TS ngắn hạn khác	107	239	289	562	1,743
TS dài hạn	10,343	13,592	15,044	19,954	52,211
Phải thu dài hạn	-	16	18	22	22
TSCĐ	9,158	8,211	12,670	13,198	12,783
TS dở dang dài hạn	-	4,342	1,155	5,469	37,404
TS dài hạn khác	545	726	919	1,058	1,756
Tổng TS	22,089	25,507	33,227	53,022	78,225
Nợ phải trả	10,124	11,040	13,376	20,625	37,616
Nợ ngắn hạn	9,017	9,993	11,985	18,520	24,299
Vay ngắn hạn	5,737	6,117	5,488	11,329	11,495
Nợ dài hạn	1,107	1,047	1,391	2,105	13,317
Vay dài hạn	1,011	739	972	1,651	12,811
Vốn chủ sở hữu	11,796	14,467	19,850	32,398	40,609
Vốn góp	4,819	7,330	8,429	15,171	21,239
LN chưa phân phối	4,095	5,549	9,486	13,397	15,111
Tổng nguồn vốn	22,089	25,507	33,227	53,022	78,225

Hàng tồn kho tăng mạnh so với cùng kì (+20%) do HPG tiến hành mua thêm phôi thép phục vụ cho hoạt động chạy thử của nhà máy cán thép số 1 thuộc dự án Dung Quất. Dự kiến HTK của HPG sẽ tiếp tục tăng lên theo nhu cầu.

Tài sản dở dang dài hạn của HPG chủ yếu đến từ dự án Dung Quất (khoảng trên 33,000 tỷ) và dự án nhà máy tôn mạ (khoảng 2,500 tỷ đồng). Dự kiến dự án Dung Quất sẽ hoàn thành vào năm 2020.

Sau quá trình sử dụng vốn chủ sở hữu tại công ty mẹ và các công ty con để phục vụ đầu tư cho dự án Dung Quất, hiện tại HPG đã bắt đầu sử dụng nguồn vốn vay để đầu tư cho giai đoạn còn lại (dự kiến khoảng 20,000 tỷ đồng). **Với tỷ lệ vay nợ/vốn chủ tính đến hiện tại khoảng 0.6 lần (so với bình quân các doanh nghiệp tương đương vào khoảng 1.0 lần)** và lãi suất tương đối cạnh tranh, chúng tôi đánh giá vay nợ không phải là rủi ro quá lớn đối với HPG

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	75,000	+34%	8,900	+4%	4,190
Kế hoạch của DN	70,000	+24%	6,700	-23%	3,154

Năm 2019 dự kiến doanh thu của HPG sẽ tăng mạnh do sản lượng tăng khi giai đoạn 1 của dự án Dung Quất được đưa vào hoạt động, tuy nhiên biên lợi nhuận sẽ suy giảm do áp lực cạnh tranh lên cao và giá quặng tăng.

HSG – CTCP Tập đoàn Hoa Sen

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	16,107	16,945	19,739	28,269	34,100
LN gộp	1,830	2,737	4,575	4,553	3,403
DT tài chính	25	44	38	55	190
CP tài chính	(241)	(436)	(298)	(690)	(983)
Lãi vay	(182)	(233)	(220)	(589)	(828)
CP bán hàng	(720)	(896)	(1,198)	(1,619)	(1,831)
CP QLDN	(404)	(547)	(982)	(816)	(799)
Lãi/lỗ HĐKD	490	902	2,136	1,483	(19)
TN nhập khác (ròng)	57	27	40	47	248
LN trước thuế	547	929	2,176	1,529	229
LN sau thuế	433	715	1,754	1,225	136
LN CĐ thiếu số	-	-	(0)	(0)	(0)
LN Cty mẹ	433	715	1,754	1,225	136
EPS					

TS ngắn hạn	5,188	4,318	7,956	15,010	9,435
Tiền và DT ngắn hạn	108	230	228	527	424
Phải thu ngắn hạn	923	1,038	1,893	3,148	1,938
Tồn kho	3,300	2,446	4,968	9,305	5,686
TS ngắn hạn khác	857	603	867	2,030	1,388
TS dài hạn	4,055	4,489	6,001	9,098	10,399
Phải thu dài hạn	-	29	28	1	202
TSCĐ	3,888	3,829	4,656	7,180	8,039
TS dở dang dài hạn	-	417	892	1,286	1,589
TS dài hạn khác	114	175	351	521	506
Tổng TS	9,243	8,806	13,957	24,108	19,834
Nợ phải trả	6,741	5,593	9,359	18,608	14,652
Nợ ngắn hạn	5,629	4,331	7,692	15,466	10,948
Vay ngắn hạn	5,048	3,290	6,267	13,917	8,458
Nợ dài hạn	1,113	1,262	1,666	3,142	3,704
Vay dài hạn	1,107	1,257	1,662	3,137	3,700
Vốn chủ sở hữu	2,502	3,214	4,598	5,500	5,182
Vốn góp	1,008	1,310	1,965	3,500	3,850
LN chưa phân phối	1,104	1,337	2,043	1,780	1,116
Tổng nguồn vốn	9,243	8,806	13,957	24,108	19,834

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Kế hoạch của DN	31,500	-9%	500	22%	1,300

Sản lượng tiêu thụ của HSG đạt mức 1.8 triệu tấn (+12.5% yoy) tiếp tục khẳng định vị thế số 1 về mảng tôn mạ với thị phần 34% nội địa và xuất khẩu tới trên 75 quốc gia và vùng lãnh thổ. **Biên lợi nhuận gộp giảm tương đối mạnh** do giá NVL đầu vào (HRC) biến động tương đối phức tạp và chính sách hàng tồn kho chưa hợp lý của doanh nghiệp.

Các loại chi phí tăng mạnh: chi phí lãi vay tăng cao do HSG tiến hành đầu tư một loạt các nhà máy mới trong giai đoạn 2016-2018, chi phí bán hàng tăng cao theo quy mô của hệ thống phân phối (hiện tại có 491 chi nhánh, tăng 158% so với đầu năm 2016). Do đó lợi nhuận của HSG bị ảnh hưởng rõ rệt, chỉ còn ở mức 136 tỷ đồng trong năm 2018 (- 89%yoy).

Mặc dù đã điều chỉnh giảm dự trữ hàng tồn kho từ mức 3 tháng bán hàng xuống còn 1 tháng tuy nhiên **hàng tồn kho của HSG vẫn duy trì tỷ trọng tương đối lớn** trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của HSG (>50%)

TSCĐ của HSG tăng tương đối nhanh trong giai đoạn 2016-2018 khi doanh nghiệp tiến hành triển khai nhiều dự án nhà máy trên cả nước để tạo lợi thế về địa lý khi phân phối sản phẩm.

Dù đã rất nỗ lực tuy nhiên vay nợ, đặc biệt là nợ ngắn hạn của HSG vẫn đang ở mức tương đối cao. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ= 2.36 lần và nợ ngắn hạn/tài sản ngắn hạn =1.16 lần đều cao hơn rất nhiều so với trung bình ngành (lần lượt ở mức 1.07 lần và 1.16).

Về kế hoạch niên độ 2019 của doanh nghiệp, dự kiến chi phí lãi vay sẽ giảm theo dư nợ khi HSG đã hoàn thành việc đầu tư xây dựng các nhà máy mới. Chi phí bán hàng cũng sẽ giảm khi HSG tiến hành cải cách lại hệ thống phân phối.

VGC – TCT Viglacera – Giá mục tiêu: 18,300 đồng/CP – P/E fw = 17.2

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	8,009	7,820	8,139	9,197	8,984
LN gộp	1,598	1,717	1,979	2,141	2,012
DT tài chính	39	32	85	78	139
CP tài chính	(247)	(199)	(202)	(170)	(208)
Lãi vay	(220)	(161)	(161)	(151)	(178)
CP bán hàng	(490)	(537)	(561)	(562)	(635)
CP QLDN	(419)	(445)	(550)	(574)	(471)
Lãi/lỗ HĐKD	482	602	803	929	840
TN nhập khác (ròng)	(29)	(78)	(34)	(15)	2
LN trước thuế	461	524	769	914	843
LN sau thuế	368	407	621	722	667
LN CĐ thiếu số	73	78	107	122	106
LN Cty mẹ	296	328	514	600	562
EPS					

Doanh thu -2.3% YoY do sự suy giảm chính từ mảng bất động sản - KCN (-22.7% YoY) trong khi mảng VLXD tăng nhẹ 4.82%.

Biên LNG giảm do khó khăn ở mảng vật liệu xây dựng (1) mảng kính: biên giảm từ 31.5% về 14.6% do giá bán -20%, giá dầu FO (35-40% tổng chi phí) +12%; (2) nhóm gạch ốp biên giảm từ 23.6% về 22.2% do giá bán giảm từ 7-8%.

DT tài chính +80% YoY do khoản lãi từ tiền gửi +71% YoY và cổ tức và lợi nhuận được chia tăng mạnh so với cùng kỳ.

Tỷ lệ tổng CPBH và QLDN trong năm duy trì ở mức 12.3% doanh thu: CPBH/doanh thu tăng được bù đắp bởi tỷ lệ tiết kiệm trong CP QLDN.

LNST -7.6% YoY, hoàn thành 89% kế hoạch.

TS ngắn hạn	6,092	4,933	5,364	6,779	6,051
Tiền và DT ngắn hạn	1,027	719	1,064	2,411	1,772
Phải thu ngắn hạn	1,263	1,324	1,233	1,289	1,084
Tồn kho	3,672	2,761	2,920	2,896	3,041
TS ngắn hạn khác	130	129	146	183	154
TS dài hạn	6,225	6,730	7,626	9,255	10,439
Phải thu dài hạn	209	209	211	197	186
TSCĐ	3,014	3,066	3,171	3,737	3,923
TS dở dang dài hạn	592	937	1,498	1,446	1,860
TS dài hạn khác	394	355	300	282	400
Tổng TS	12,317	11,663	12,989	16,034	16,490
Nợ phải trả	9,377	8,361	8,622	9,315	9,568
Nợ ngắn hạn	5,696	4,750	4,433	4,319	4,517
Vay ngắn hạn	1,515	1,429	1,122	1,266	1,427
Nợ dài hạn	3,681	3,612	4,190	4,996	5,051
Vay dài hạn	993	811	1,024	877	683
Vốn chủ sở hữu	2,940	3,302	4,367	6,720	6,921
Vốn góp	2,645	2,645	3,070	4,484	4,484
LN chưa phân phối	75	304	716	765	769
Tổng nguồn vốn	12,317	11,663	12,989	16,034	16,490

Tiền gửi có kỳ hạn tăng gấp 2.5 lần, chiếm 3.8% tổng TS giúp DTTC tăng mạnh trong năm.

Hàng tồn kho +4.5% YoY, duy trì ổn định ở mức 18.4% tổng TS

Tỷ lệ TSDD tăng từ 57.7% lên 63.3%, do giá trị tài sản đầu tư +15.2% YoY đến từ 120 ha đất KCN được đầu tư hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật trong 2018.

Xây dựng cơ bản dở dang +28.6% YTD, chủ yếu do khoản đầu tư thêm tại các KCN Đồng Văn IV, Đông Mai, dự án gạch BTK chương áp

Vay ngắn hạn + 12.7% YTD, vay dài hạn -22.1% YTD.

Do trước năm 2016, công ty ghi nhận doanh thu từ cho thuê hạ tầng KCN theo phương pháp phân bổ trong suốt thời hạn thuê, nên còn 3,096 tỷ doanh thu chưa thực hiện trên BGDKT.

	DTT 2019	%TT	LN TT 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	9,247	2.9%	924	9.7%	1,242
Kế hoạch của DN	9,300	3.2%	950	12.7%	N/A

- **Giá định BSC: Về doanh thu:** (i) mảng VLXD động lực tăng trưởng đến từ sự phục hồi (+42.7% YoY) sau khi NM sứ Mỹ Xuân đi vào vận hành ổn định; kính gương (+12.7%) nhờ sản lượng low-e +50% (ii) mảng BDS-KCN: diện tích cho thuê 2019 tăng thêm 90ha giúp doanh thu +6.7% YoY.

- **Biên LNG được cải thiện lên 22.9%** nhờ hỗ trợ bởi giá dầu giảm, giá bán bình quân tăng ở một số nhóm như kính, sứ VS nhờ công ty tăng được tỷ lệ SP có chất lượng cao, giá bán tốt.

HT1 – CTCP xi măng Hà Tiên 1 – Giá mục tiêu: 18,000 đồng/CP – P/E fw = 9.8x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	6,758	7,608	8,237	8,209	8,376
LN gộp	1,334	1,674	1,623	1,339	1,403
DT tài chính	292	99	79	18	32
CP tài chính	(746)	(464)	(378)	(477)	(314)
Lãi vay	(523)	(417)	(347)	(312)	(276)
CP bán hàng	(321)	(86)	(138)	(123)	(135)
CP QLDN	(164)	(282)	(213)	(192)	(188)
Lãi/lỗ HĐKD	394	942	975	564	798
TN nhập khác (ròng)	1	9	44	32	8
LN trước thuế	396	950	1,019	596	806
LN sau thuế	305	739	809	471	645
LN CĐ thiếu số	-	-	-	(2)	0
LN Cty mẹ	305	739	809	473	645
EPS					

TS ngắn hạn	1,726	1,364	1,760	1,704	1,931
Tiền và DT ngắn hạn	255	353	493	347	787
Phải thu ngắn hạn	497	387	455	511	462
Tồn kho	959	610	797	827	654
TS ngắn hạn khác	15	14	14	18	28
TS dài hạn	10,936	10,556	10,020	9,373	8,705
Phải thu dài hạn	-	11	12	11	12
TSCĐ	10,699	9,248	8,627	8,149	7,479
TS dở dang dài hạn	-	1,013	1,116	956	990
TS dài hạn khác	181	243	212	217	199
Tổng TS	12,662	11,919	11,780	11,076	10,636
Nợ phải trả	8,948	7,493	6,586	5,902	5,455
Nợ ngắn hạn	3,851	3,070	3,065	3,260	3,729
Vay ngắn hạn	2,110	1,542	1,634	1,984	2,120
Nợ dài hạn	5,097	4,423	3,521	2,642	1,727
Vay dài hạn	5,097	4,417	3,515	2,635	1,719
Vốn chủ sở hữu	3,714	4,426	5,195	5,174	5,181
Vốn góp	3,180	3,180	3,816	3,816	3,816
LN chưa phân phối	316	969	1,071	908	767
Tổng nguồn vốn	12,662	11,919	11,780	11,076	10,636

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	8,678	3.6%	701.4	8.8%	1,654

Doanh thu 2018 đạt 8,376 tỷ đồng (+2% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ: xi măng 6.5 triệu tấn (+1.6% YoY), clinker 550 nghìn tấn (+28.7% YoY) và giá bán tăng khoảng 50 nghìn/tấn.

Nhờ giá bán xi măng được điều chỉnh tăng cùng với công ty giảm sản lượng gia công tại Hạ Long nên **biên LNG được cải thiện từ 16.4% lên 16.8%** mặc dù năm 2018 giá than (30% giá vốn) tăng 5-10%.

Tỷ lệ các chi phí bán hàng và QLDN được giữ ổn định ở mức 3.9% doanh thu giúp cho EBIT +5.1% YoY.

CP tài chính ròng năm 2018 -39% YoY nhờ khoản lỗ tỷ giá và lãi vay giảm lần lượt 11.5% YoY và 92.8% YoY (HT1 có khoản nợ vay dài hạn ước tính khoảng 23.5 triệu EUR tại 31/12/2018, tỷ giá EUR/VND -3.2% YTD trong khi cùng kỳ 2017 +14.5% YTD; nợ vay USD ước tính 3.2 triệu) giúp LNST tăng trưởng mạnh 32.3% YoY.

Tốc độ quay vòng hàng tồn kho và thu hồi khoản phải thu có xu hướng tăng, chu kỳ tiền mặt giảm mạnh từ 18 ngày về 4 ngày.

TSDH chiếm 85% tổng tài sản, chủ yếu dưới dạng TSCĐ hữu hình (nhà máy, trạm nghiền, MMTB).

TS dở dang dài hạn chiếm 9.3% tổng TS, là khoản DT ở dự án BOT Phú Hữu, các DA tại Bình Phước và Kiên Lương.

Nợ vay dài hạn có khoảng 38% là các khoản vay bằng ngoại tệ (EUR và USD) được Bộ Tài chính bảo lãnh, lãi suất vay rất thấp. Theo lịch trả nợ, HT1 sẽ tất toán các khoản nợ ngoại tệ vào năm 2021.

Dự báo của BSC dựa trên các giả định:

- Sản lượng tiêu thụ đạt **6.94 triệu tấn xi măng (+2% YoY)**, giá bán **+1.5% YoY**

- Giá than +5% YoY và điện +8% YoY.

- **Biên LN gộp giảm từ 16.8% về 15.9%**, EBIT -1.8%

- CP tài chính ròng -34.5% nhờ trả bớt khoảng 700-750 tỷ nợ gốc vay (40% dư nợ vay dài hạn tại 31/12/2018)

NGÀNH ĐIỆN

REE- Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh- Giá mục tiêu 38,195 đồng– Upside 12%

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	2,629	2,643	3,659	4,995	5,101
LN gộp	803	891	1,182	1,429	1,228
DT tài chính	460	428	685	175	304
CP tài chính	(42)	(81)	(68)	(275)	(111)
Lãi vay	(37)	(74)	(60)	(105)	(225)
CP bán hàng	(45)	(54)	(89)	(95)	(99)
CP QLDN	(131)	(182)	(220)	(242)	(217)
Lãi/lỗ HĐKD	1,210	1,039	1,369	1,712	2,104
TNhap khác (ròng)	53	7	7	9	14
LN trước thuế	1,262	1,046	1,376	1,721	2,118
LN sau thuế	1,099	888	1,174	1,523	1,885
LN CĐ thiếu số	37	35	80	146	101
LN Cty mẹ	1,062	853	1,093	1,377	1,784
EPS					

Doanh thu của REE tăng nhẹ 2.1% lên mức 5.1 nghìn tỷ đồng tuy nhiên biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 24% so với mức 28% của năm 2017. Nguyên nhân là do doanh thu bất động sản giảm tương đối.

Lợi nhuận tài chính đột biến nhờ ghi nhận hoàn nhập khoản đầu tư vào QTP: hoàn nhập 100 tỷ đồng /125 tỷ đồng trích lập. QTP sau khi trích lập. Ngoài ra, quý 4 Doanh thu core tăng trưởng 37%; Doanh thu bán điện tăng 17% tuy nhiên doanh thu hợp nhất của REE giảm nhẹ do doanh thu sản xuất (REE tech giảm mạnh) và REE không ghi nhận giảm khoản doanh thu BDS 40%.

TS ngắn hạn	2,929	3,747	4,105	5,651	6,016
Tiền và DT ngắn hạn	1,286	1,801	1,709	2,914	3,034
Phải thu ngắn hạn	1,030	1,369	1,148	1,131	1,966
Tồn kho	598	547	1,230	1,556	969
TS ngắn hạn khác	14	30	17	51	47
TS dài hạn	5,475	5,862	7,291	8,643	9,483
Phải thu dài hạn	69	34	37	36	34
TSCĐ	529	484	529	492	445
TS dở dang dài hạn	34	316	571	1,128	153
Đầu tư dài hạn	4,117	4,369	5,377	6,247	6,992
Tổng TS	8,403	9,609	11,397	14,295	15,500
Nợ phải trả	2,065	2,926	3,675	5,601	5,571
Nợ ngắn hạn	1,530	2,226	2,618	2,927	3,056
Vay ngắn hạn	301	430	594	672	1,111
Nợ dài hạn	535	700	1,058	2,674	2,516
Vay dài hạn	410	561	899	2,309	2,070
Vốn chủ sở hữu	6,338	6,683	7,721	8,693	9,928
Vốn góp	2,691	2,696	3,101	3,101	3,101
LN chưa phân phối	1,939	2,350	2,766	3,642	4,928
Tổng nguồn vốn	8,403	9,609	11,397	14,295	15,500
	DTT	%TT	LNST	%TT	EPS
	2019		2019		
Dự báo của BSC	5,414	6%	1,985	5%	6,593
Kế hoạch của DN					

Các khoản đầu tư vào các công ty sản xuất điện và khai thác nước đem lại dòng tiền tương đối ổn định cho REE (cổ tức từ các công ty liên kết đạt 700 tỷ đồng trong năm 2018- đạt tỷ suất 11% trên vốn đầu tư)

Tài sản dở dang dài hạn của REE sụt giảm mạnh trong năm 2018 khi doanh nghiệp hoàn thành và đưa vào hoạt động dự án Etown Center (giá trị khoảng 1,073 tỷ đồng)

Do có dòng tiền từ cổ tức của các công ty liên kết tương đối lớn nên vay nợ của REE duy trì ở mức thấp đáng kể, duy trì ở mức 0.32 lần.

LN chưa phân phối của REE duy trì ở mức cao, cùng với đó là triển vọng kinh doanh ổn định đảm bảo cho REE duy trì được mức trả cổ tức trên 15%/năm

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận của REE vẫn sẽ duy trì được mức tăng trưởng ổn định nhờ lượng backlog dồi dào và nguồn lợi nhuận ổn định từ các công ty liên kết.

POW- Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam-Giá mục tiêu 17,830 đồng–**Upside 9%**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	24,357	23,230	28,212	29,710	32,663
LN gộp	3,738	5,228	3,783	4,923	4,218
DT tài chính	1,064	523	459	414	516
CP tài chính	(1,516)	(1,699)	(1,798)	(1,806)	(1,820)
Lãi vay	(1,199)	(864)	(1,330)	(1,351)	(1,307)
CP bán hàng	(3)	(17)	(17)	(16)	(20)
CP QLDN	(399)	(991)	(739)	(799)	(778)
Lãi/lỗ HĐKD	2,860	2,997	1,702	2,737	2,172
TN nhập khác (ròng)	53	6	(6)	(4)	49
LN trước thuế	2,913	3,003	1,696	2,733	2,221
LN sau thuế	2,761	2,560	1,517	2,602	2,052
LN CĐ thiếu số	571	391	443	368	376
LN Cty mẹ	2,190	2,169	1,075	2,233	1,676
EPS					

Sản lượng của POW trong năm 2018 ước đạt **21.03 tỷ kWh (+2% yoy)** qua đó giúp Doanh thu hợp nhất tăng trưởng 12%, đạt mức trên 33 nghìn tỷ đồng. Năm 2019, PVPOW dự kiến sản lượng sẽ tăng khoảng 3% tương đương mức 21.6 tỷ kWh. Trong điều kiện các nhà máy hoạt động ổn định, chúng tôi dự báo PVPOW có thể dễ dàng hoàn thành chỉ tiêu về sản lượng trong năm 2019.

Trong giai đoạn 2018-2022, hằng năm POW sẽ chi trả khoảng **700 tỷ đồng và 200 triệu USD nợ vay**. Qua đó chi phí lãi vay của doanh nghiệp dự kiến sẽ giảm khoảng 200 tỷ đồng mỗi năm.

TS ngắn hạn	15,039	16,016	18,519	13,778	15,248
Tiền và DT ngắn hạn	5,573	6,223	4,731	3,305	3,361
Phải thu ngắn hạn	5,560	5,848	10,230	6,744	7,530
Tồn kho	3,635	3,701	3,347	3,533	4,187
TS ngắn hạn khác	270	244	211	196	170
TS dài hạn	34,141	55,267	51,214	46,805	42,855
Phải thu dài hạn	4,535	370	204	39	41
TSCĐ	25,646	51,115	48,068	43,991	40,178
TS dở dang dài hạn	314	565	281	290	366
Đầu tư dài hạn	2,776	2,432	1,728	1,527	1,318
Tổng TS	49,180	71,283	69,732	60,583	58,103
Nợ phải trả	31,625	44,956	42,935	32,859	31,255
Nợ ngắn hạn	11,417	17,043	18,078	13,868	17,492
Vay ngắn hạn	3,726	6,651	5,888	6,099	6,516
Nợ dài hạn	20,209	27,913	24,858	18,991	13,763
Vay dài hạn	19,675	27,074	24,669	18,779	13,342
Vốn chủ sở hữu	17,554	26,327	26,797	27,724	26,848
Vốn góp	13,107	21,774	21,774	21,774	23,419
LN chưa phân phối	1,619	1,348	1,015	1,282	882
Tổng nguồn vốn	49,180	71,283	69,732	60,583	58,103

Tương tự các công ty sản xuất điện khác, POW hiện có **đư nợ phải thu đối với công ty mua bán điện lớn, khoảng 7 nghìn tỷ đồng**. Chúng tôi kì vọng khi thị trường bán buôn điện cạnh tranh được triển khai chính thức vào năm 2019 sẽ hạn chế tình trạng này, đặc biệt là các doanh nghiệp có vị thế lớn như POW. Hàng tồn kho của POW duy trì ở mức cao chủ yếu là do chi phí dở dang 2 nghìn tỷ đồng liên quan đến các hợp đồng duy tu bảo dưỡng nhà máy

Cơ cấu nguồn vốn của POW hiện tại chủ yếu là các khoản **nợ (58%)** trong đó các khoản vay nợ chiếm phần trọng yếu. Mặc dù trong giai đoạn 2018-2022, mỗi năm POW sẽ chi trả khoảng 4,700 tỷ đồng nợ vay tuy nhiên do nhu cầu đầu tư 2 dự án NT3 và NT4 (khoảng 840 triệu USD vay nợ) nên nợ vay của POW vẫn sẽ ở mức cao trong thời gian tới. Ngoài ra, POW còn đang ghi nhận một khoản công nợ 2.5 nghìn tỷ liên quan đến hợp đồng sửa chữa bảo dưỡng cụm nhà máy Cà Mau và nhà máy Nhơn Trạch 2.

Lợi nhuận trước thuế dự kiến +63% so với năm 2018 do (1) nhà máy Cà Mau 1 và 2 hết khấu hao, giúp tiết kiệm chi phí khấu hao (2) Lỗ tỷ giá và chi phí lãi vay giảm do dư nợ giảm (3) Giá bán dự kiến sẽ tăng do nhu cầu tăng và giá nguyên liệu đầu vào tăng.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	33,000	6%	3,770	63%	6,593
Kế hoạch của DN					

PC1- Công ty cổ phần Xây lắp điện 1- Giá mục tiêu 28,910 đồng– Upside**18%**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	3,100	3,101	3,008	3,161	5,085
LN gộp	667	429	527	482	859
DT tài chính	8	9	14	11	26
CP tài chính	(14)	(12)	(22)	(103)	(143)
Lãi vay	(13)	(10)	(20)	(96)	(143)
CP bán hàng	(18)	(6)	(0)	17	(54)
CP QLDN	(94)	(126)	(129)	(143)	(160)
Lãi/lỗ HĐKD	549	281	329	264	533
TN nhập khác (ròng)	(1)	38	72	40	40
LN trước thuế	549	319	401	304	573
LN sau thuế	425	246	305	257	486
LN CĐ thiếu số	1	0	(0)	20	25
LN Cty mẹ	423	245	305	237	462
EPS					

Doanh thu thuần của PC1 trong năm 2018 tăng trưởng tương đối mạnh nhờ (1) hạch toán doanh thu BĐS từ dự án Mỹ Đình Plaza II (900 tỷ đồng), (2) doanh thu bán điện tăng mạnh (+100.2 %yoy) nhờ 2 dự án Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A hoạt động ổn định cả năm 2018 sau khi bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2017.

Lợi nhuận từ việc bán BĐS (khoảng 160 tỷ) là động lực tăng trưởng chính cho LNST của PC1 trong năm 2018.

TS ngắn hạn	1,610	2,121	2,046	3,095	3,229
Tiền và DT ngắn hạn	415	571	439	667	791
Phải thu ngắn hạn	538	961	1,046	1,300	1,633
Tồn kho	626	568	532	1,085	759
TS ngắn hạn khác	32	21	29	42	46
TS dài hạn	468	1,143	2,484	3,118	3,428
Phải thu dài hạn	-	79	86	-	0
TSCĐ	238	97	920	2,755	2,522
TS dở dang dài hạn	-	706	1,191	61	447
Đầu tư dài hạn	17	19	94	108	199
Tổng TS	2,078	3,263	4,530	6,213	6,657
Nợ phải trả	1,178	1,893	2,467	3,398	3,383
Nợ ngắn hạn	1,071	1,287	1,377	1,762	1,805
Vay ngắn hạn	115	63	135	226	416
Nợ dài hạn	107	606	1,090	1,636	1,578
Vay dài hạn	74	461	981	1,595	1,554
Vốn chủ sở hữu	864	1,370	2,063	2,815	3,273
Vốn góp	201	342	753	1,155	1,328
LN chưa phân phối	611	798	765	717	920
Tổng nguồn vốn	2,078	3,263	4,530	6,213	6,657

Trong giai đoạn 2017-2018, PC1 triển khai đồng loạt nhiều dự án thủy điện và bất động sản do đó HTK (chi phí sản xuất kinh doanh dở dang), TSCĐ và TS dở dang dài hạn của doanh nghiệp tăng rất mạnh. Hiện tại, tổng công suất thủy điện của PC1 đã đạt mốc 114 MW với 4 nhà máy và dự kiến doanh nghiệp sẽ hoàn thành dự án Mộng Ân và Bảo Lạc B trong giai đoạn 2019-2020, nâng tổng công suất mức 162 MW (+42%).

Việc đầu tư nhiều dự án thủy điện khiến cho vay nợ của PC1 tăng mạnh trong giai đoạn 2017- 2018 khi tỉ lệ nợ vay của các dự án ở mức 70%, tuy nhiên với việc các dự án thủy điện của PC1 đều được hưởng giá điện cao, biên LNG ở mức tốt (50%-60%) do đó chúng tôi cho rằng PC1 không phải đối mặt với nhiều rủi ro thanh khoản trong thời gian tới

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	6,400	6%	450	63%	6,593
Kế hoạch của DN					

Đối với năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu của PC1 sẽ ở mức 6,400 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế dự kiến ở mức 450 tỷ đồng tương đương với mức tăng trưởng lần lượt là 57% và 41% so với năm 2018 sau khi loại trừ lợi nhuận đột biến từ BĐS; EPS năm 2019 ở mức 3,390 đồng/cổ phiếu

PPC- Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	7,482	7,665	5,977	6,236	7,117
LN gộp	497	964	504	791	1,181
DT tài chính	1,055	343	411	412	249
CP tài chính	(143)	(733)	(254)	(120)	115
Lãi vay	(139)	(120)	(125)	(72)	(24)
CP bán hàng	-	-	-	-	-
CP QLDN	(107)	(104)	(108)	(81)	(81)
Lãi/lỗ HĐKD	1,303	470	618	1,002	1,463
TNhap khác (ròng)	8	19	(2)	1	(14)
LN trước thuế	1,302	604	616	1,003	1,449
LN sau thuế	1,054	566	554	854	1,155
LN CĐ thiếu số	9	5	6	-	-
LN Cty mẹ	1,045	561	549	854	1,155
EPS					

TS ngắn hạn	7,480	5,973	6,184	3,586	3,926
Tiền và DT ngắn hạn	4,633	3,108	2,896	759	1,323
Phải thu ngắn hạn	2,139	2,200	2,727	2,260	2,363
Tồn kho	705	660	557	552	237
TS ngắn hạn khác	3	5	5	16	3
TS dài hạn	3,844	5,097	4,403	3,963	3,048
Phải thu dài hạn	-	2,350	1,708	933	210
TSCĐ	1,096	425	362	303	285
TS dở dang dài hạn	-	305	380	385	54
Đầu tư dài hạn	4	4	3	73	51
Tổng TS	11,324	11,069	10,588	7,548	6,975
Nợ phải trả	5,608	5,330	5,394	2,072	1,292
Nợ ngắn hạn	1,526	1,319	1,568	1,565	1,292
Vay ngắn hạn	327	349	382	444	530
Nợ dài hạn	4,083	4,011	3,825	507	-
Vay dài hạn	4,083	4,011	3,825	507	-
Vốn chủ sở hữu	5,674	5,739	5,194	5,477	5,683
Vốn góp	3,262	3,262	3,262	3,262	3,262
LN chưa phân phối	1,899	2,116	1,496	1,579	1,595
Tổng nguồn vốn	11,324	11,069	10,588	7,548	6,975

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	8,140	6%	1200	4%	3,750
Kế hoạch của DN					

Doanh thu quý 4 tăng trưởng 15%, doanh thu cả năm 2018 tăng 14% đến từ sản lượng điện tăng 13% và giá điện bình quân được cải thiện do công ty đã tận dụng được các cơ hội trên thị trường phát điện.

Năm 2018, số lần sửa chữa của PPC đạt mức thấp trong nhiều năm, do đó hiệu quả hoạt động của công ty được cải thiện đáng kể. Biên lợi nhuận gộp từ mức 12.67% của năm 2017 tăng lên 16.6% cùng với hiệu quả từ hoạt động tài chính (giảm nợ vay xuống còn 1 nửa so với năm 2018, chi phí lãi vay giảm còn 33% so với năm 2017) và hoàn nhập lại khoản dự phòng đầu tư vào QTP khoảng 200% trong năm 2018 giúp cho lợi nhuận tài chính của PPC trong năm 2018 tăng 24%. Qua đó lợi nhuận sau thuế của PPC trong năm 2018 tăng 35.4%.

Các khoản tương đương tiền của PPC chủ yếu là các khoản đầu tư tài chính vào các công ty nhiệt điện than khác: trong đó lớn nhất là đầu tư vào 2 nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng và Quảng Ninh lần lượt là 1400 và 800 nghìn tỷ đồng

Các nhà máy của PPC hầu hết đều đã hết khấu hao, giá trị ghi sổ còn lại thấp tuy nhiên hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn tương đối ổn định. Đây là lợi thế lớn của PPC trên thị trường phát điện.

Với việc thanh lý các khoản đầu tư, PPC đã hoàn thành trả hết nợ vay. Dự kiến phần vay ngắn hạn sẽ được PPC hoàn thành chi trả trong năm 2019.

Chúng tôi lưu ý rằng năm 2018 PPC có ghi nhận 1 khoản lợi nhuận tài chính đột biến do đó chúng tôi dự kiến lợi nhuận của PPC trong năm 2019 sẽ khó có được mức tăng trưởng mạnh, LNST dự kiến sẽ ở mức khoảng 1,200 tỷ đồng tương đương với mức EPS 3750 đồng/cổ phiếu.

NGÀNH TIÊU DÙNG

VNM – CTCP Sữa Việt Nam – Giá mục tiêu: 142,400 VND – P/E fw 27.2x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	35,072	40,080	46,794	51,041	52,562
LN gộp	11,392	16,262	22,336	24,234	24,611
DT tài chính	574	649	723	816	760
CP tài chính	(82)	(163)	(102)	(87)	(118)
Lãi vay	(40)	(31)	(46)	(29)	(51)
CP bán hàng	(3,684)	(6,258)	(10,759)	(11,537)	(12,266)
CP QLDN	(795)	(1,233)	(1,053)	(1,268)	(1,133)
Lãi/lỗ HĐKD	7,464	9,271	11,160	12,226	11,877
TN khác (ròng)	150	96	77	3	175
LN trước thuế	7,613	9,367	11,238	12,229	12,052
LN sau thuế	6,068	7,770	9,364	10,278	10,206
LN CĐ thiếu số	(1)	(4)	14	(17)	(22)
LN Cty mẹ	6,069	7,773	9,350	10,296	10,227
EPS	6,068	6,474	6,442	7,093	5,295

DT đạt 52,562 tăng nhẹ 3% yoy, thị phần VNM tăng lên 58.9% toàn ngành sữa Việt Nam. Chúng tôi lưu ý ngành sữa Việt Nam và Châu Á đều đang chậm dần đà tăng do nhu cầu tiêu thụ sữa giảm đi.

Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng 23.33% trong cơ cấu doanh thu và tiếp tục tăng 6.3% yoy do đặc thù ngành FMCG phải tăng cường quảng cáo thu hút khách hàng và chi cho các chiến dịch khuyến mãi.

TS ngắn hạn	15,458	16,732	18,674	20,307	20,560
Tiền và DT ngắn hạn	8,997	10,027	11,109	11,525	10,197
Phải thu ngắn hạn	2,777	2,685	2,867	4,592	4,639
Tồn kho	3,555	3,810	4,522	4,021	5,526
TS ngắn hạn khác	129	209	176	170	198
TS dài hạn	10,312	10,746	10,705	14,360	16,806
Phải thu dài hạn	22	21	22	54	88
TSCĐ	8,086	8,214	8,321	10,609	13,365
TS dở dang dài hạn	890	844	993	1,929	868
TS dài hạn khác	495	585	618	1,117	1,325
Tổng TS	25,770	27,478	29,379	34,667	37,366
Nợ phải trả	5,970	6,554	6,973	10,794	11,095
Nợ ngắn hạn	5,453	6,004	6,457	10,196	10,640
Vay ngắn hạn	1,280	1,475	1,333	268	1,060
Nợ dài hạn	517	550	515	599	455
Vay dài hạn	346	368	327	275	216
Vốn chủ sở hữu	19,680	20,924	22,406	23,873	26,271
Vốn góp	10,006	12,007	14,515	14,515	17,417
LN chưa phân phối	7,158	5,392	5,592	5,737	7,155
Tổng nguồn vốn	25,770	27,478	29,379	34,667	37,366

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	55,125	4.74%	10,577	3.42%	5,476
Kế hoạch của DN					

VNM luôn là một công ty tài chính khỏe mạnh với lượng tiền mặt lớn. Tuy nhiên các khoản phải thu ngắn hạn có tăng lên 5,526 tỷ đồng (+37.4% yoy) do thay đổi chính sách bán hàng để hỗ trợ điểm bán. Tiền mặt giảm nhẹ xuống còn 10.1 ngàn tỷ khiến hệ số thanh toán ngắn hạn giảm còn 1.93x tuy nhiên vẫn trong mức an toàn.

Hiện tại, VNM đang áp dụng chính sách bán hàng mới nhằm hỗ trợ cho đối tác, vì thế số ngày phải thu đã tăng lên 24.2 ngày so với 20.7 ngày năm 2017. Ngoài ra, VNM cần đẩy mạnh bán hàng nhằm ổn định lại số ngày HTK hiện đã tăng lên 62.3 trong năm 2018.

Nợ vay ngắn hạn và dài hạn của VNM thấp chỉ chiếm 3.4%. Bên cạnh đó, VNM vẫn duy trì chia cổ tức bằng tiền mặt cao với 50% vốn điều lệ.

Kế hoạch HDKD 2019 (1) VNM dự báo 2019 sản lượng dự kiến tăng 5% (chưa bao gồm sữa học đường), giá bán dự kiến tăng 1-3% nên doanh thu 2019 dự kiến tăng 7-8%. (2) Tiếp tục duy trì SG&A/DTT cao nhằm đạt mục tiêu tăng 1% thị phần sữa nội địa (năm 2018 SG&A/DTT đạt 25.46%). (3) Xuất khẩu đẩy mạnh ở thị trường Đông Nam Á và M&A với các đối tác ở các quốc gia Myanmar, Philippines và đợi hiệp định xuất khẩu sữa giữa Việt Nam và Trung Quốc dự kiến ký vào tháng 4/2019 để xuất khẩu sang Trung Quốc.

MSN – CTCP Tập đoàn Masan – Theo Dõi – P/E TTM = 18.34x – P/B TTM = 2.65x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	16,089	30,628	43,297	37,624	38,188
LN gộp	6,600	9,809	12,930	11,632	11,881
DT tài chính	1,571	1,382	769	1,405	1,902
CP tài chính	(1,711)	(2,715)	(3,291)	(3,696)	(3,091)
Lãi vay	(1,465)	(2,407)	(3,112)	(3,435)	(2,668)
CP bán hàng	(2,865)	(4,044)	(4,971)	(5,291)	(4,314)
CP QLDN	(1,048)	(1,665)	(1,936)	(1,912)	(2,015)
Lãi/lỗ HĐKD	2,546	3,266	4,481	4,182	6,277
TN nhập khác (ròng)	246	(40)	(35)	(43)	(33)
LN trước thuế	2,740	3,227	4,446	4,139	6,244
LN sau thuế	2,037	2,527	3,772	3,608	5,622
LN CĐ thiếu số	957	1,049	981	505	705
LN Cty mẹ	1,080	1,478	2,791	3,103	4,917
EPS	1,447	1,965	2,462	2,727	4,227

Doanh thu đạt 38,188 tỷ đồng (+2% yoy), LNST phân bổ cho cty mẹ đạt 4,916 tỷ đồng (+58% yoy), tương đương EPS = 4,561 đồng/cp, P/E = 18.16x. Nếu loại trừ đi 1,487 tỷ từ doanh thu tài chính trong Q2/18 và 931 tỷ tiền bán trái phiếu chuyển đổi TCB trong Q4/17, thì LNST sẽ còn lại = 3,478 tỷ đồng (+44.7% yoy), tương đương EPS = 2,990 đồng/cp, P/E = 26.5x.

Chi phí lãi vay 2018 đạt 2.67 ngàn tỷ (-22.3% yoy) nhờ vào thanh toán các khoản vay nợ dài hạn.

LNST 2018 đạt 5,622 tỷ đồng (+55.8% yoy) tương ứng với biên thuần cải thiện lên 14.7% tăng 5.1% từ 9.6% năm 2017.

TS ngắn hạn	16,428	16,709	22,876	15,145	12,500
Tiền và DT ngắn hạn	9,209	8,618	14,920	8,057	4,962
Phải thu ngắn hạn	5,177	3,127	2,277	2,247	2,413
Tồn kho	1,605	4,418	5,390	4,333	4,333
TS ngắn hạn khác	438	547	290	508	792
TS dài hạn	36,537	55,140	50,163	48,384	52,079
Phải thu dài hạn	1,388	10,432	1,817	1,454	1,377
TSCĐ	24,065	26,998	29,821	29,830	29,204
TS dở dang dài hạn	-	5,480	2,356	1,838	2,171
TS dài hạn khác	1,547	3,085	3,927	3,924	3,979
Tổng TS	52,965	71,850	73,039	63,529	64,579
Nợ phải trả	31,040	44,741	52,726	43,303	30,499
Nợ ngắn hạn	11,797	15,005	17,898	15,533	15,796
Vay ngắn hạn	6,042	8,367	8,618	9,166	9,244
Nợ dài hạn	19,243	29,735	34,828	27,770	14,703
Vay dài hạn	17,522	27,253	32,472	25,630	12,752
Vốn chủ sở hữu	15,016	27,109	20,313	20,225	34,080
Vốn góp	7,358	7,467	7,681	11,574	11,632
LN chưa phân phối	7,072	8,561	7,016	12,350	16,193
Tổng nguồn vốn	52,965	71,850	73,039	63,529	64,579

Tiền và tương đương tiền giảm đáng kể -38.4% tương đương 3,095 tỷ để thanh toán một phần nợ vay dài hạn. Hệ số thanh toán ngắn hạn và nhanh đều giảm bớt cho lượng tiền mặt của doanh nghiệp giảm mạnh.

Số ngày hàng tồn kho giảm về 60.12 ngày giúp cho vòng quay tiền mặt nhanh hơn chứng tỏ hoạt động bán hàng của MSN hiệu quả hơn.

Vay dài hạn 2018 đạt 12,752 tỷ đồng (-49.75% yoy) qua đó sẽ làm giảm chi phí nợ vay 2018 và dự kiến sẽ tiếp tục giảm 1,000 tỷ vào năm 2019. Tỷ số Nợ/VCSH của MSN về 0.89 sẽ giúp cho tài chính doanh nghiệp lành mạnh hơn.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Kế hoạch của DN	45,000	18%	5,000	44%	4,639

SAB – Tổng CTCP Bia – Rượu – NGK Sài Gòn – Giá mục tiêu 252,500 VND –**Upside 0.2% - P/E Fw = 39.9x**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	24,611	27,144	30,569	34,165	35,949
LN gộp	6,184	7,558	8,268	8,959	8,084
DT tài chính	367	419	751	505	630
CP tài chính	(89)	(122)	(69)	82	(39)
Lãi vay	(107)	(77)	(82)	(42)	(35)
CP bán hàng	(2,342)	(2,683)	(2,782)	(2,788)	(2,768)
CP QLDN	(912)	(1,110)	(782)	(854)	(914)
Lãi/lỗ HKKD	3,552	4,433	5,692	6,300	5,348
TNhap khác (ròng)	44	37	15	14	39
LN trước thuế	3,595	4,470	5,707	6,315	5,387
LN sau thuế	2,808	3,600	4,655	5,137	4,400
LN CĐ thiếu số	181	190	177	297	225
LN Cty mẹ	2,627	3,410	4,478	4,840	4,175
EPS	4,588	4,864	6,442	6,915	6,158

TS ngắn hạn	10,571	12,194	10,714	13,747	14,690
Tiền và DT ngắn hạn	7,537	8,879	6,619	10,827	12,012
Phải thu ngắn hạn	1,065	1,085	1,090	677	766
Tồn kho	1,845	1,925	2,126	2,100	1,814
TS ngắn hạn khác	124	306	879	142	99
TS dài hạn	11,199	9,378	8,479	8,332	7,688
Phải thu dài hạn	40	34	38	25	6
TSCĐ	7,168	5,855	5,463	5,010	4,567
TS dở dang dài hạn	402	81	77	111	144
TS dài hạn khác	1,288	1,142	896	934	762
Tổng TS	21,770	21,572	19,193	22,079	22,379

Nợ phải trả	9,282	7,507	6,760	7,317	6,269
Nợ ngắn hạn	8,151	6,760	6,474	7,178	5,941
Vay ngắn hạn	437	1,052	1,042	720	594
Nợ dài hạn	1,131	748	286	139	328
Vay dài hạn	912	610	164	5	15
Vốn chủ sở hữu	12,488	14,065	12,433	14,762	16,110
Vốn góp	6,413	6,413	6,413	6,413	6,413
LN chưa phân phối	4,110	5,558	3,853	6,135	7,471
Tổng nguồn vốn	21,770	21,572	19,193	22,079	22,379

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	37,252	3%	4,513	3%	6,312

DT = 36,034 tỷ đ (+5% yoy), LNST = 4,400 tỷ đ (-11% yoy), tương đương EPS = 6,861 đ/cp, P/E = 33.9x. Tuy nhiên cả năm 2018, lợi nhuận cả năm đạt 4,400 tỷ đồng giảm -11% so với 2017 là 4,948 tỷ đồng nguyên nhân chủ yếu do GVHB tăng lên 27,864 tỷ đồng (+10% yoy). Biên gộp 2018 là 22.4% giảm 3.3% so với biên gộp 2017 là 25.7%.

Cụ thể, Q4/18 DT tăng lên 10,406 tỷ đồng +7% yoy, nhờ vào giá bán tăng khả quan so với năm ngoái, bên cạnh đó là cải thiện số ngày tồn kho nên lượng hàng tồn giảm.

Lợi nhuận Q4/18 giảm còn 919 tỷ đồng so với năm ngoái là 1,230 tỷ đồng do không có khoản lợi nhuận bất thường như năm 2017 và chi phí bán hàng tăng mạnh do các chương trình hỗ trợ sale như UTC, AFF Suzuki.

Hệ số thanh toán ngắn hạn của SAB trong 2018 đạt 2.47 lần thể hiện qua lượng tiền và đầu tư ngắn hạn đạt 12 ngàn tỷ (+11% yoy) trong khi đó nợ phải trả đạt 6,269 tỷ đồng (-14.3% yoy).

Hàng tồn kho năm 2018 chủ động giảm đạt 1,814 tỷ đồng (-13.6% yoy) là một trong những chiến lược của ban lãnh đạo mới trong việc cắt giảm bớt lượng bia tồn kho từ năm 2017 giúp số ngày hàng tồn kho giảm xuống còn 25.6 ngày.

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính đạt 0.39 lần trong năm 2018 giảm tương đối so với năm 2017 là 0.5 lần nhờ chính sách cắt giảm các khoản vay ngắn hạn trong năm 2018 đạt 594.2 tỷ đồng (-17.8% yoy).

Triển vọng kinh doanh năm 2019 của SAB sẽ tập trung phát triển thị phần sản phẩm bia cao cấp khu vực nội thành hiện đang là phân khúc cạnh tranh mạnh của các thương hiệu ngoại lớn như Heineken, Sapporo,...Ngoài ra, SAB sẽ tiếp tục cắt giảm các chi phí như giảm giá nguyên liệu lon, đóng bớt các cửa hàng không hiệu quả và cắt giảm bớt kho chứa để tinh gọn lại bộ máy nhằm cải thiện biên lợi nhuận.

SBT – CTCP Thành Thành Công Biên Hòa – Còn nhiều thách thức

	Q2.17/18	Q3.17/18	Q4.17/18	Q1.18/19	Q2.18/19
Doanh thu thuần	3,902	2,731	2,165	2,523	2,777
LN gộp	420	358	334	141	145
DT tài chính	349	168	119	220	238
CP tài chính	(297)	(182)	(187)	(167)	(232)
Lãi vay	(260)	(133)	(192)	(159)	(195)
CP bán hàng	(118)	(82)	(75)	(74)	(105)
CP QLDN	(161)	(98)	(124)	(76)	(137)
Lãi/lỗ HĐKD	212	166	71	45	(92)
TN nhập khác (ròng)	6	(7)	125	(3)	113
LN trước thuế	218	159	196	42	21
LN sau thuế	176	138	150	37	(24)
LN CĐ thiếu số	2	(4)	(1)	(1)	(1)
LN Cty mẹ	174	142	151	38	(23)
EPS	435	320	151	77	-301

TS ngắn hạn	10,450	11,189	10,152	9,650	9,463
Tiền và DT ngắn hạn	785	686	944	1,153	1,606
Phải thu ngắn hạn	6,604	6,556	5,068	5,597	4,747
Tồn kho	2,498	3,682.27	3,899	2,547	2,700
TS ngắn hạn khác	561	265	241	354	409
TS dài hạn	8,031	7,717	7,820	7,670	7,258
Phải thu dài hạn	289	52	295	542	492
TSCĐ	4,759	4,726	4,746	4,577	4,497
TS dở dang dài hạn	421	439	200	191	197
TS dài hạn khác	1,724	1,697	1,816	1,663	1,596
Tổng TS	18,481	18,906	17,973	17,320	16,721
Nợ phải trả	11,352	11,614	11,685	11,141	10,637
Nợ ngắn hạn	8,020	8,305	8,913	8,502	8,060
Vay ngắn hạn	5,943	6,460	7,720	7,561	6,689
Nợ dài hạn	3,332	3,308	2,772	2,639	2,576
Vay dài hạn	3,200	3,188	2,663	2,519	2,459
Vốn chủ sở hữu	7,129	7,292	6,287	6,180	6,085
Vốn góp	5,570	5,570	5,570	5,570	5,570
LN chưa phân phối	613	753	888	892	746
Tổng nguồn vốn	18,481	18,906	17,973	17,320	16,721

	DTT 2019	%TT	LNTT 2019	%TT	EPS
Kế hoạch của DN	11,545	10.3%	680	0%	1,112

Trong 6T đầu FY 2018/19, SBT đạt DTT 5,300 tỷ (-3.07% YoY) và LNST đạt 13 tỷ (-94.9% YoY). Riêng Q2, DTT đạt 2,777 tỷ (-28.8% YoY) và ghi nhận khoản lỗ 23.8tỷ.

Sản lượng đường tiêu thụ trong Q2 đạt 188,000 tấn, trong khi đó, giá bán trung bình đạt 12.6 triệu/tấn (-16.6% YoY). Công ty cho biết biên LNG giảm mạnh do giá bán đầu ra giảm mạnh và nhanh hơn giá vốn: đơn giá bán bình quân thấp hơn so với cùng kỳ, trong khi đường tồn kho vụ trước (chi phí cao hơn) vẫn còn chuyển qua.

Trong 6T đầu niên độ, nhờ thanh lý tài sản cố định ghi nhận 110 tỷ, LNTT của SBT không bị lỗ.

Hệ số thanh toán NH vẫn trong khoảng an toàn, đạt mức 1.17

Số ngày hàng tồn kho đang có xu hướng tăng nhanh, lên mức 126 ngày từ 91 ngày.

HTK giảm khá mạnh so với đầu năm, BSC cho rằng do Q2.18/19 các nhà máy chưa bắt đầu sản xuất mía vụ mới.

SBT đang giảm dần vay NH và DH. Về tỷ trọng, công ty giảm các khoản vay ngắn hạn của ngân hàng, tăng tỷ trọng các khoản vay từ việc phát hành trái phiếu: trái phiếu NH có lãi suất là 10.5% - 11%/năm; trái phiếu DH chịu lãi suất thả nổi.

Năm 2019, SBT dự kiến LNTT đi ngang so với 2018. Sản lượng đường tiêu thụ dự kiến đạt 846,733 tấn (+47.9% YoY).

DHG – CTCP Dược Hậu Giang

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	3,913	3,608	3,783	4,063	3,888
LN gộp	2,131	1,413	1,713	1,783	1,720
DT tài chính	37	34	58	89	108
CP tài chính	(67)	(89)	(85)	(98)	(96)
Lãi vay	(5)	(9)	(12)	(25)	(29)
CP bán hàng	(1,099)	(458)	(632)	(732)	(726)
CP QLDN	(313)	(262)	(297)	(318)	(287)
Lãi/lỗ HĐKD	689	637	757	723	718
TNhap khác (ròng)	33	64	(0)	(3)	14
LN trước thuế	722	701	757	719	732
LN sau thuế	534	593	713	642	652
LN CĐ thiếu số	0	4	3	(0)	(2)
LN Cty mẹ	533	589	710	642	654
EPS	5,169	5,748	4,485	4,367	4,448

TS ngắn hạn	2,386	2,221	2,747	2,939	3,149
Tiền và ĐT ngắn hạn	757	928	1,307	1,480	1,536
Phải thu ngắn hạn	845	644	692	800	675
Tồn kho	781	639.32	733	634	887
TS ngắn hạn khác	4	10	15	25	51
TS dài hạn	1,096	1,142	1,199	1,148	1,058
Phải thu dài hạn	1	-	5	4	2
TSCĐ	914	1,068	1,103	1,027	977
TS dở dang dài hạn	50	16	17	36	14
TS dài hạn khác	115	42	58	67	41
Tổng TS	3,483	3,363	3,946	4,087	4,207
Nợ phải trả	1,189	842	1,052	1,328	1,062
Nợ ngắn hạn	1,120	780	994	1,265	1,002
Vay ngắn hạn	177	271	355	470	558
Nợ dài hạn	69	62	58	63	60
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	2,294	2,521	2,894	2,759	3,145
Vốn góp	872	872	872	1,307	1,307
LN chưa phân phối	556	606	761	321	551
Tổng nguồn vốn	3,483	3,363	3,946	4,087	4,207

	DTT 2019	%TT	LNTT 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	4,249	9.3%	771	5.3%	4,669

KQKD 2018 tăng trưởng chậm. DTT và LNST của DHG lần lượt đạt 3,888 tỷ (-4.3% YoY) và 651 tỷ (+1.8% YoY), tương ứng hoàn thành được 96.8% KH DTT và 95.3% KH LNTT.

(1) Hàng sản xuất đạt 3,703 tỷ, tăng trưởng 4%, hoàn thành 89.7% KH.

(2) Hàng khác đạt 705 tỷ (-27.9% YoY) do công ty thoái khỏi mảng Phân phối hàng cho bên thứ 3 để tiến hành nối tỷ lệ sở hữu của NĐT Nước ngoài.

Sản lượng thuốc sản xuất tăng 4% Hai nhóm sản phẩm chính: Kháng sinh và Giảm đau tăng trưởng lần lượt 4% và 2% so với cùng kỳ.

Chi phí nhân viên chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí (~57%), ghi nhận 581 tỷ, giảm 3% so với cùng kỳ.

Hệ số thanh toán ngắn hạn cải thiện tốt từ 2.32 lên 3.14

Vòng quay HTK 2018 giảm xuống 2.85 từ mức 3.34 năm 2017, khiến CCC tăng lên thành 159 ngày (từ 123 ngày). Chúng tôi cho rằng việc bán hàng chậm lại khiến DHG giãn thời gian thu tiền từ các hiệu thuốc.

Nợ NH tiếp tục xu hướng tăng, ghi nhận 558 tỷ tiền NH, chịu lãi suất dao động quanh 0.23% - 0.69% /tháng.

KQKD 2019 BSC dự kiến tăng trưởng nhẹ với DT và LNTT lần lượt đạt 4,249 tỷ (+9% YoY) và 717 tỷ (+5% YoY) do cạnh tranh gay gắt tại OTC. Dự phóng dựa trên 1 số giả định (1) Giá trị thuốc sản xuất trong nước tăng 8% (2) Giá trị sản xuất thuốc của DHG so với toàn ngành giảm nhẹ còn 7.6%.

DBC – CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	5,119	5,791	6,256	5,855	6,674
LN gộp	588	700	815	763	1,079
DT tài chính	18	17	44	67	41
CP tài chính	(123)	(123)	(113)	(120)	(193)
Lãi vay	(117)	(94)	(111)	(120)	(189)
CP bán hàng	(111)	(148)	(183)	(210)	(258)
CP QLDN	(133)	(164)	(192)	(225)	(281)
Lãi/lỗ HĐKD	240	283	372	276	387
TN nhập khác (ròng)	10	1	151	3	6
LN trước thuế	249	284	523	279	393
LN sau thuế	206	253	451	200	360
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	206	253	451	200	360
EPS	3,102	3,066	5,040	2,471	4,350

TS ngắn hạn	2,976	3,119	3,228	3,328	3,771
Tiền và ĐT ngắn hạn	369	420	649	639	528
Phải thu ngắn hạn	418	425	595	568	346
Tồn kho	2,143	2,248.88	1,938	2,038	2,701
TS ngắn hạn khác	46	25	46	83	195
TS dài hạn	1,244	1,496	2,301	3,661	4,579
Phải thu dài hạn	-	5	6	7	3
TSCĐ	1,217	1,166	1,401	2,529	3,225
TS dở dang dài hạn	-	307	858	967	1,213
TS dài hạn khác	21	17	16	72	50
Tổng TS	4,220	4,615	5,529	6,989	8,350
Nợ phải trả	2,390	2,669	3,190	4,487	5,603
Nợ ngắn hạn	2,215	2,411	2,630	3,462	4,075
Vay ngắn hạn	1,222	1,510	1,759	2,294	2,711
Nợ dài hạn	175	258	560	1,024	1,528
Vay dài hạn	168	249	555	1,013	1,287
Vốn chủ sở hữu	1,830	1,946	2,339	2,503	2,747
Vốn góp	627	627	753	828	828
LN chưa phân phối	206	221	415	198	360
Tổng nguồn vốn	4,220	4,615	5,529	6,989	8,350

	DTT 2019	%TT	LNTT 2019	%TT	EPS
Kế hoạch của DN	7,800	17%	405	3%	4,298

Năm 2018, DBC ghi nhận KQKD tăng trưởng mạnh. DTT và LNST lần lượt đạt 6,674 tỷ DT (+14% YoY) và 360 tỷ (+80% YoY).

(1) Mảng TACN: Dthu đạt 3,003 tỷ (+12% YoY), sản lượng đạt 486,000 tấn (+7% YoY). Thức ăn cho lợn chiếm 58% DT, thức ăn cho gà chiếm 31% DT và thức ăn thủy sản chiếm 6% DT.

(2) Mảng chăn nuôi lợn: Dthu đạt 1,735 tỷ (+100% YoY). Sản lượng lợn giống đạt 259,000 con (+265% YoY). Sản lượng lợn thịt đạt 32,500 tấn (+30% YoY). Giá thịt lợn hơi bình quân năm 2018 đạt 42,500 VND/kg (+50% YoY).

(3) Mảng chăn nuôi gà: Dthu đạt 600 tỷ. Sản lượng gcon giống đạt 22.8 triệu (+60% YoY). Sản lượng trứng gà đạt 130 triệu quả (+16% YoY).

Vòng quay khoản phải thu tăng mạnh lên mức 25.3 từ 15.6

Hiện tại, DBC đang tiến hành 1 số dự án đầu tư

(1) Dự án gà Bình Phước: Quy mô: 350k gà bố mẹ (40 triệu con giống/năm). Số tiền đã giải ngân: 131.5/301 tỷ. Dự kiến đưa vào vận hành từ tháng 5/2019

(2) Dự án thức ăn chăn nuôi Bình Phước: quy mô: 70k tấn/năm. Số tiền đã giải ngân: 57.8/110 tỷ. Dự kiến đưa vào vận hành từ tháng 6/2019.

Hệ số nợ/ VCSH tăng mạnh lên mức 2.04 từ mức 1.79.

Năm 2019, công ty đặt KHKD LNTT đi ngang so với 2018:

(1) Mảng TACN: DT 3,432 tỷ (+14% YoY);

(2) Mảng chăn nuôi lợn: DT 2,262 tỷ (+30% YoY);

(3) Mảng chăn nuôi gà: DT 1,404 tỷ (+133% YoY).

NGÀNH DỆT MAY

MSH – CTCP May Sông Hồng – Giá mục tiêu: 60,500 đồng/CP – P/E fw = 6x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	2,406	2,548	2,992	3,282	3,951
LN gộp	434	461	496	564	793
DT tài chính	13	50	55	58	59
CP tài chính	(37)	(80)	(32)	(49)	(46)
Lãi vay	(36)	(27)	(39)	(37)	(34)
CP bán hàng	(116)	(108)	(132)	(151)	(148)
CP QLDN	(114)	(125)	(169)	(188)	(208)
Lãi/lỗ HĐKD	181	198	217	234	450
TN nhập khác (ròng)	(1)	2	(3)	(2)	(0)
LN trước thuế	181	200	214	231	450
LN sau thuế	142	160	185	200	370
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	142	160	185	200	370
EPS					

Doanh thu thuần +20.3% YoY, trong đó (1) doanh thu CMT đạt 858 tỷ đồng (-0.5% YoY) do công ty chủ động cắt giảm đơn hàng CMT từ SAE-A để dành năng lực sản xuất cho FOB; (2) doanh thu FOB ước đạt 2,692 tỷ đồng (+30.9% YoY) nhờ đơn hàng tăng mạnh từ Haddad, G-III, Columbia; (3) doanh thu chăn-ga-gối đạt 400 tỷ đồng(+10% YoY).

Biên LNG tăng mạnh từ 17.2% lên 20.1% nhờ (1) tỷ trọng FOB/ tổng doanh thu tăng từ 63% lên 68% trong khi CMT giảm từ 26% xuống 22%; (3) cắt giảm hao phí nguyên vật liệu và áp dụng ERP vào sản xuất giúp tiết kiệm chi phí.

CPBH -2.2% YoY, tỷ lệ trên doanh thu giảm từ 4.6% về 3.7% nhờ giảm chủ yếu ở CP cho văn phòng Hồng Kông.

Biên EBIT tăng mạnh từ 6.9% lên 11.1% cùng doanh thu tài chính ròng tăng khoảng 4.5 tỷ giúp LNST +84.5% YoY.

TS ngắn hạn	976	1,231	1,360	1,675	1,870
Tiền và DT ngắn hạn	99	89	47	344	682
Phải thu ngắn hạn	281	300	403	487	512
Tồn kho	315	325	413	534	661
TS ngắn hạn khác	16	46	28	8	14
TS dài hạn	592	706	832	705	651
Phải thu dài hạn	0	-	-	-	4
TSCĐ	428	617	661	648	608
TS dở dang dài hạn	42	13	31	0	2
TS dài hạn khác	22	75	91	58	37
Tổng TS	1,568	1,937	2,192	2,381	2,521
Nợ phải trả	1,052	1,315	1,539	1,625	1,587
Nợ ngắn hạn	844	1,022	1,245	1,433	1,486
Vay ngắn hạn	382	406	516	723	676
Nợ dài hạn	208	293	294	192	101
Vay dài hạn	208	293	294	192	101
Vốn chủ sở hữu	516	622	653	755	934
Vốn góp	108	227	227	238	476
LN chưa phân phối	269	370	353	391	271
Tổng nguồn vốn	1,568	1,937	2,192	2,381	2,521

Tỷ trọng tiền và đầu tư ngắn hạn dưới dạng tiền gửi chiếm 27% tổng tài sản

Hàng tồn kho +23.9% YTD, chủ yếu tăng từ tồn kho nguyên vật liệu cho sản xuất (+43% YTD). Tốc độ quay vòng hàng tồn kho chậm lại (số ngày luân chuyển HTK tăng từ 64 lên 69 ngày).

Tỷ lệ nợ/ tổng nguồn vốn có xu hướng giảm về 63% năm 2018, trong đó ngoài các khoản vay thì CP phải trả người lao động chiếm tỷ trọng đáng kể 13.5%.

Nợ vay (NH+ DH) -15% YTD, tỷ lệ giảm từ 38% về 31% tổng TS.

Vốn góp tăng gấp đôi sai khi phát hành tăng vốn từ nguồn quỹ ĐTPT và LNGL

Công ty đã thực hiện **ứng trước cổ tức 2018 tỷ lệ 40% tiền mặt**.

	DTT 2019	%TT	LN TT 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	4,452	12.7%	519	15.4%	8,840
Kế hoạch của DN	4,300	8.8%	475	5.6%	N/A

Dự báo của BSC dựa trên các giả định:

- **Giá trị các đơn hàng xuất khẩu đạt 174.7 triệu USD (+13.2% YoY)**, động lực đến từ Haddad và GIII, trong khi doanh thu mảng chăn ga duy trì mức thực hiện 2018.
- **Biên LNG các mảng duy trì tương đương 2018.**

TNG – CTCP Đầu tư và Thương mại TNG – Giá mục tiêu: 22,740 đồng/CP – P/E

fw =4.6x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	1,377	1,924	1,888	2,489	3,613
LN gộp	262	349	333	437	641
DT tài chính	3	18	16	14	28
CP tài chính	(68)	(98)	(88)	(90)	(136)
Lãi vay	(63)	(57)	(67)	(74)	(91)
CP bán hàng	(27)	(37)	(29)	(67)	(102)
CP QLDN	(107)	(147)	(140)	(150)	(211)
Lãi/lỗ HĐKD	63	86	92	144	219
TN nhập khác (ròng)	1	2	3	(8)	(5)
LN trước thuế	64	88	95	137	214
LN sau thuế	53	71	81	115	181
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	53	71	81	115	181
EPS					

TS ngắn hạn	538	701	771	1,111	1,371
Tiền và ĐT ngắn hạn	14	56	12	10	13
Phải thu ngắn hạn	175	263	266	433	489
Tồn kho	325	348	445	611	808
TS ngắn hạn khác	24	33	48	57	61
TS dài hạn	660	913	1,075	1,116	1,210
Phải thu dài hạn	-	0	4	7	8
TSCĐ	642	735	901	909	979
TS dở dang dài hạn	-	157	105	123	132
TS dài hạn khác	14	20	64	76	91
Tổng TS	1,198	1,614	1,846	2,227	2,581
Nợ phải trả	936	1,186	1,325	1,597	1,787
Nợ ngắn hạn	748	912	1,011	1,322	1,358
Vay ngắn hạn	618	667	833	1,075	1,031
Nợ dài hạn	188	274	314	275	429
Vay dài hạn	188	274	314	275	229
Vốn chủ sở hữu	262	428	521	629	795
Vốn góp	163	295	343	411	493
LN chưa phân phối	36	48	81	115	181
Tổng nguồn vốn	1,198	1,614	1,846	2,227	2,581

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	4,015	11.1%	223	23.5%	4,134
Kế hoạch của DN	4,000	10.7%	220	21.7%	4,078

Doanh thu thuần tăng mạnh +45% YoY nhờ đơn hàng may mặc xuất khẩu tăng tốt. Ước tính khoảng 60% đơn hàng của TNG đến từ 2 khách hàng lớn là Decathlon và TCP.

Biên LNG tăng nhẹ so với cùng kỳ 2017, đạt 17.7% - khá cao so với một số DN sản xuất hàng may mặc tương tự trong ngành như TCM (biên LNG mảng may 16-18%), VGG (11-12%), MSH (biên LNG mảng hàng may mặc xuất khẩu 13-16%).

Chi phí tài chính ròng 108 tỷ (-43% YoY), CP lãi vay -23% do dư nợ vay ròng tăng.

Tỷ lệ CPBH và QLDN ổn định ở mức 8.7% doanh thu.

LNST tăng mạnh 57% YoY.

Phải thu +12.9% YoY, tốc độ thu hồi được cải thiện so với 2017 từ bình quân 48 ngày giảm còn 41 ngày.

Hàng tồn kho tính +32% YoY, 85% là thành phẩm và nguyên liệu. Với tốc độ luân chuyển hàng tồn kho khoảng 87 ngày thì dự kiến HTK này sẽ được hạch toán vào giá vốn hết trong Q1/2019.

TSCĐ +7.7% so với đầu năm chủ yếu do tài sản tăng thêm từ việc mua lại NM may tại Đồng Hỷ cũng như đầu tư thêm MMTB trong kỳ.

Tỷ lệ nợ vay giảm nhẹ từ 60.7% về 56.5%, cơ cấu nợ vay có sự dịch chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn nhờ công ty mới huy động thành công 200 tỷ trái phiếu chuyển đổi với lãi suất 4.8%/năm cộng tỷ lệ trượt giá của VND so với USD trong T10/2018.

Vốn góp +20% do công ty phát hành cổ phiếu trả cổ tức. Về phân phối lợi nhuận 2018, công ty dự kiến sẽ tiếp tục trả cổ tức bằng cổ phiếu (tỷ lệ 25%) để dành tiền cho hoạt động đầu tư mở rộng.

Dự báo của BSC dựa trên các giả định:

- Đơn hàng xuất khẩu đạt 167 triệu USD (+10.3% YoY), doanh thu từ chuỗi TNG Fashion tương đương cùng kỳ.

- Lương nhân công +4% YoY.

- Biên LNG tăng nhẹ 17.8%.

TCM – CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công – P/E fw = 8.1x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	2,571	2,792	3,071	3,209	3,662
LN gộp	376	426	419	503	679
DT tài chính	13	24	26	26	32
CP tài chính	(47)	(87)	(68)	(71)	(89)
Lãi vay	(27)	(27)	(38)	(48)	(52)
CP bán hàng	(69)	(86)	(97)	(112)	(144)
CP QLDN	(102)	(121)	(144)	(148)	(230)
Lãi/lỗ HKKD	175	162	140	193	275
TN nhập khác (ròng)	6	5	(6)	42	48
LN trước thuế	182	167	133	235	323
LN sau thuế	168	154	115	193	260
LN CĐ thiếu số	(0)	0	1	1	1
LN Cty mẹ	168	154	114	192	259
EPS					

TS ngắn hạn	995	1,171	1,310	1,607	1,893
Tiền và DT ngắn hạn	145	93	126	282	419
Phải thu ngắn hạn	191	200	369	475	280
Tồn kho	625	781	729	806	1,138
TS ngắn hạn khác	34	98	86	44	56
TS dài hạn	1,066	1,338	1,510	1,429	1,354
Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
TSCĐ	719	871	1,178	1,185	1,107
TS dở dang dài hạn	21	59	33	12	39
TS dài hạn khác	72	152	150	126	137
Tổng TS	2,060	2,509	2,820	3,035	3,247
Nợ phải trả	1,247	1,614	1,905	1,964	1,971
Nợ ngắn hạn	986	1,231	1,468	1,626	1,701
Vay ngắn hạn	647	818	894	969	1,008
Nợ dài hạn	260	382	437	337	270
Vay dài hạn	222	340	392	294	222
Vốn chủ sở hữu	814	896	916	1,072	1,276
Vốn góp	492	492	492	517	542
LN chưa phân phối	204	236	201	299	406
Tổng nguồn vốn	2,060	2,509	2,820	3,035	3,247

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	3,778	3.2%	250.4	-3.4%	4,148
Kế hoạch của DN (tr USD)	155.2	0.8%	8.2	-13.7%	N/A

Doanh thu +14% YoY, trong đó mangle may mặc (70% tổng doanh thu, +23% YoY), mangle vải +50% YoY trong khi mangle sợi -31% YoY do thu hẹp công suất.

Biên LNG tăng từ 15.7% lên 18.5% nhờ (i) biên LNG mangle sợi tăng mạnh sau khi cơ cấu lại; (ii) tăng tỷ trọng mangle vải có biên LN cao cũng như nâng cao năng suất của công nhân may.

Tỷ lệ CPBH/QLDN tăng nhẹ từ 3.5% lên 3.9%. CP QLDN + 56% YoY, tỷ trọng trong tổng doanh thu tăng từ 4.6% lên 6.3% do trích lập đối với khoản phải thu từ Sear (khoảng 3 triệu USD).

TCM ghi nhận khoảng 56 tỷ LN khác từ thanh lý TSCĐ tại NM sợi 3 và từ chuyển nhượng đất tại Trảng Bàng.

Cơ cấu khoản phải thu tại 31/12/2018: 30% Sear & Kmart; 25% Eland và các bên liên quan; 24% với Eddie Bauer. Đối với khoản phải thu từ Sear, công ty đã trích lập khoảng 70%, và dự kiến sẽ đàm phán lại về hình thức thanh toán để giảm thiểu bớt rủi ro.

Hàng tồn kho +41% YoY chủ yếu do thành phẩm +76%, tạo động lực tăng trưởng cho doanh thu trong những quý tới.

Trong năm công ty đã thực hiện thoái vốn tại chứng khoán Thành Công (TCSC) làm giảm đầu tư dài hạn.

Số dư nợ vay ngắn hạn tương đối ổn định. Vay và nợ thuê tài chính dài hạn -24.3% YTD theo lịch trả nợ.

Vốn chủ sở hữu +5% do công ty phát hành cổ phiếu để trả cổ tức năm 2018.

Dự báo của BSC dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng doanh thu mangle vải +10%, mangle may đơn hàng đạt 115 triệu USD (+1.2% YoY).
- CP nhân công +4% YoY.

STK – CTCP Sợi Thế Kỷ – Giá mục tiêu: 23,000 đồng/CP – P/E fw = 13.8

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	1,458	1,035	1,358	1,989	2,408
LN gộp	213	187	129	217	335
DT tài chính	2	14	1	8	16
CP tài chính	(13)	(53)	(30)	(30)	(59)
Lãi vay	(8)	(5)	(16)	(27)	(29)
CP bán hàng	(32)	(24)	(25)	(32)	(33)
CP QLDN	(35)	(38)	(45)	(59)	(56)
Lãi/lỗ HĐKD	135	86	29	104	202
TN nhập khác (ròng)	1	1	1	1	(3)
LN trước thuế	136	87	31	105	199
LN sau thuế	106	71	29	100	180
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	106	71	29	100	180
EPS					

Doanh thu thuần đạt 2,408 tỷ đồng (+21% YoY) nhờ giá bán bình quân năm 2018 tăng 20.9% YoY trong khi sản lượng tiêu thụ tương đương cùng kỳ.

Tỷ giá USD/VND tăng mạnh trong năm khiến **STK phải ghi nhận 29.7 tỷ lỗ tỷ giá (cùng kỳ 2.3 tỷ)**.

Tỷ lệ CPBH giảm từ 1.6% về 1.4% doanh thu.

Tỷ lệ CP QLDN/doanh thu giảm từ 2.9% về 2.3% giúp cho biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) tăng mạnh từ 6.3% lên 10.2%.

LNST tăng mạnh 80% YoY

TS ngắn hạn	463	467	594	613	796
Tiền và DT ngắn hạn	148	7	87	117	198
Phải thu ngắn hạn	112	74	85	63	69
Tồn kho	184	356	402	399	499
TS ngắn hạn khác	20	30	20	34	31
TS dài hạn	782	1,252	1,431	1,365	1,308
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
TSCĐ	744	607	1,350	1,208	1,146
TS dở dang dài hạn	-	563	1	2	14
TS dài hạn khác	37	42	40	129	146
Tổng TS	1,245	1,719	2,025	1,979	2,105
Nợ phải trả	570	1,029	1,329	1,200	1,195
Nợ ngắn hạn	208	401	678	732	847
Vay ngắn hạn	26	190	391	341	427
Nợ dài hạn	363	628	652	468	348
Vay dài hạn	207	627	652	467	348
Vốn chủ sở hữu	675	690	695	779	910
Vốn góp	423	465	535	599	599
LN chưa phân phối	222	188	123	143	274
Tổng nguồn vốn	1,245	1,719	2,025	1,979	2,105

Số dư tiền và tương đương tiền tăng mạnh +70% YTD.

Quy mô khoản phải thu tương đối nhỏ, tốc độ quay vòng nhanh (~ 8 ngày)

Hàng tồn kho +24.8% YTD (chủ yếu tăng từ tồn kho thành phẩm +110 tỷ (+48%)).

Dư nợ vay ngắn hạn tăng 100 tỷ, duy trì ở mức 17% doanh thu, tương đương cùng kỳ.

Vay dài hạn -120 tỷ theo lịch trả nợ. Các khoản vay của STK đều là vay USD, lãi suất thấp.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	2,571	6.8%	227.4	26.6%	3,313
Kế hoạch của DN	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Dự báo của BSC dựa trên các giả định:

- Sản lượng sợi tiêu thụ tăng trưởng 5.5% YoY, giá bán các loại sợi không đổi, nhưng giá bán bình quân tăng nhờ tăng tỷ lệ đóng góp của sợi Re lên 19% doanh thu.

- Chi phí nguyên liệu đơn vị -1% YoY. LN từ hoạt động kinh doanh dự báo đạt 271 tỷ (+10.6% YoY).

- CP tài chính ròng ước tính đạt 19 tỷ (-56% YoY)

NGÀNH THỦY SẢN

VHC – CTCP Vĩnh Hoàn – TP 108,000 – Upside 14.8%

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	6,292	6,493	7,304	8,152	9,323
LN gộp	823	803	1,067	1,172	2,042
DT tài chính	238	166	87	58	148
CP tài chính	(65)	(210)	(93)	(89)	(178)
Lãi vay	(38)	(37)	(68)	(71)	(56)
CP bán hàng	(245)	(253)	(266)	(274)	(209)
CP QLDN	(162)	(118)	(115)	(142)	(143)
Lãi/lỗ HKKD	590	389	680	725	1,747
TNhap khác (ròng)	(3)	(2)	(7)	(9)	(39)
LN trước thuế	587	387	672	715	1,708
LN sau thuế	463	321	565	593	1,452
LN CĐ thiếu số	24	(2)	(1)	(0)	(0)
LN Cty mẹ	439	323	567	593	1,452
EPS	4,587	3,274	5,707	6,551	15,585

TS ngắn hạn	3,119	2,847	2,748	2,999	4,130
Tiền và DT ngắn hạn	892	296	334	418	651
Phải thu ngắn hạn	670	1,188	1,150	1,328	2,000
Tồn kho	1,455	1,299.75	1,214	1,198	1,377
TS ngắn hạn khác	102	63	50	54	103
TS dài hạn	1,373	1,510	1,702	2,032	2,169
Phải thu dài hạn	-	4	1	1	2
TSCĐ	1,170	1,067	1,323	1,515	1,407
TS dở dang dài hạn	-	246	177	224	259
TS dài hạn khác	110	181	184	290	105
Tổng TS	4,492	4,357	4,451	5,030	6,299
Nợ phải trả	2,605	2,268	2,058	2,109	2,275
Nợ ngắn hạn	2,534	1,819	1,517	1,683	2,242
Vay ngắn hạn	2,036	1,334	866	1,012	1,269
Nợ dài hạn	71	449	541	426	33
Vay dài hạn	8	438	518	399	-
Vốn chủ sở hữu	1,870	2,089	2,393	2,922	4,024
Vốn góp	924	924	924	924	924
LN chưa phân phối	725	936	1,250	1,785	2,876
Tổng nguồn vốn	4,492	4,357	4,451	5,030	6,299

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	10,217	8%	1,315	-9.4%	14,193

Năm 2018, VHC ghi nhận KQKD vô cùng ấn tượng. DTT và LNST lần lượt đạt 9,323 tỷ (+14.4% YoY) và 1,452 tỷ (+140.2% YoY).

Kim ngạch xuất khẩu của VHC đạt 378 triệu USD (+26% YoY): kim ngạch vào Mỹ đạt 242 triệu USD (+63% YoY); kim ngạch vào Trung Quốc đạt 68 triệu (+171% YoY).

Biên LNG đạt 21.9%, mức cao nhất trong lịch sử công ty do giá bán tăng trưởng mạnh khoảng 35% so với 2017 (theo ước tính của BSC). Mức tăng trưởng ấn tượng do:

- (1) Giá đầu vào tăng mạnh khi nguồn cung cá giống và cá nguyên liệu bị thiếu hụt
- (2) Nhu cầu tiêu thụ tại hai thị trường chính (Mỹ, Trung Quốc) tăng khiến người mua sẵn sàng trả một mức giá cao hơn mức trung bình.
- (3) Mức thuế POR 13 chính thức cao hơn 62% so với mức POR 12 cũng là yếu tố tích cực đối với VHC khi các doanh nghiệp cá tra khác không xuất được sang Mỹ.

Hệ số thanh toán NH cải thiện lên mức 1.84 từ mức 1.78

Giá trị khoản phải thu tăng mạnh, đạt 1,924 tỷ (+ 47.7% QoQ). Đáng chú ý, khoản phải thu của Coast Beacon ghi nhận 1,451 tỷ, tăng 63.2% so với quý trước.

Vay NH tiếp tục tăng lên mức 1,269 tỷ, chủ yếu để bổ sung vốn lưu động.

KQKD 2019 BSC dự kiến DT và LNST giảm: lần lượt đạt 10,217 tỷ (+8% YoY) và 1,315 tỷ (-9% YoY) dựa trên 1 số giả định (1) Sản lượng tăng 10%; (2) Giá bán giảm tại Mỹ và đi ngang tại các thị trường khác.

MPC – CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	15,095	12,287	11,973	15,665	16,925
LN gộp	2,016	1,072	983	1,864	2,198
DT tài chính	147	270	142	142	130
CP tài chính	(258)	(441)	(311)	(280)	(337)
Lãi vay	(167)	(217)	(226)	(181)	(205)
CP bán hàng	(695)	(729)	(638)	(772)	(898)
CP QLDN	(158)	(165)	(151)	(162)	(196)
Lãi/lỗ HĐKD	1,053	8	25	792	896
TN nhập khác (ròng)	(5)	4	76	0	(0)
LN trước thuế	1,048	12	101	792	902
LN sau thuế	921	(7)	82	714	824
LN CĐ thiếu số	166	(39)	10	75	116
LN Cty mẹ	755	32	72	639	708
EPS	10,930	474	1,053	9,382	5,110

TS ngắn hạn	7,592	7,264	6,615	8,032	7,623
Tiền và DT ngắn hạn	1,785	1,759	2,069	2,016	964
Phải thu ngắn hạn	1,270	1,114	1,260	1,913	1,906
Tồn kho	4,451	4,312	3,220	4,073	4,674
TS ngắn hạn khác	86	78	64	29	79
TS dài hạn	1,693	1,961	1,557	1,478	1,483
Phải thu dài hạn	-	241	15	15	7
TSCĐ	1,550	1,316	1,156	979	1,040
TS dở dang dài hạn	-	145	161	158	172
TS dài hạn khác	119	145	112	206	139
Tổng TS	9,285	9,225	8,171	9,510	9,106
Nợ phải trả	7,010	6,982	5,878	6,519	5,368
Nợ ngắn hạn	6,462	2,942	2,335	4,411	4,119
Vay ngắn hạn	5,929	2,386	1,769	3,476	3,377
Nợ dài hạn	549	4,040	3,544	2,107	1,249
Vay dài hạn	500	3,969	3,476	2,043	1,190
Vốn chủ sở hữu	1,787	2,244	1,802	2,992	3,738
Vốn góp	700	700	700	700	1,400
LN chưa phân phối	763	774	766	1,452	1,511
Tổng nguồn vốn	9,285	9,225	8,171	9,510	9,106

	DTT 2019	%TT	LNTT 2019	%TT	EPS
Kế hoạch của DN			2,300	155%	13,142

Năm 2018, MPC ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 16,925 tỷ (+8% YoY) và 824 tỷ (+15% YoY).

Giá trị kim ngạch xuất khẩu đạt 750 triệu USD (+8% YoY). Sản lượng cả năm 2018 đạt 67,000 tấn (+19.5% YoY). Giá bán giảm 10%, BSC cho rằng nguồn cung tôm thế giới tăng vì (1) Ấn Độ được mùa tôm (2) Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu tôm do lo sợ bị đánh thuế

Cơ cấu thị trường xuất khẩu: Mỹ (306 triệu USD, + 11% YoY); Nhật (153 triệu USD, -6% YoY); Châu Âu (67 triệu USD, +49% YoY); Hàn Quốc (54 triệu USD, -0.2% YoY).

Biên chi phí bán hàng và QLDN tăng lên 6.4% từ mức 5.9%, chủ yếu do tăng chi phí dịch vụ mua ngoài (vận chuyển, thuê kho, phí hoa hồng,...)

Khoản phải thu đi ngang: Censea Inc (182 tỷ); Aqua Star (144 tỷ); H.T.Foods (67 tỷ); Kailliss Bros PTY (45 tỷ)

Vòng quay HTK giảm xuống 3.37 từ mức 3.78, làm tăng kỳ thu tiền bình quân lên 134 ngày.

Chủ yếu các khoản vay ngắn hạn là vay ngân hàng, nhằm tài trợ vốn lưu động.

Vay dài hạn là trái phiếu doanh nghiệp với lãi suất 7.5%/năm, đáo hạn năm 2020.

Hệ số nợ/VCSH giảm mạnh xuống mức 1.44 từ mức 2.18

Năm 2019, MPC dự kiến LNTT đạt 2,300 tỷ (+155% YoY):

- (1) Kim ngạch xuất khẩu dự kiến đạt 850 triệu USD (+13% YoY)
- (2) Sản lượng dự kiến đạt 77,400 tấn (+16% YoY)
- (3) Giá xuất khẩu dự kiến đi ngang, đạt 10.9 USD/kg.

HVG – CTCP Hùng Vương

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	2,700	2,292	1,452	1,599	1,345
LN gộp	0	118	61	160	155
DT tài chính	217	(76)	134	243	2
CP tài chính	(125)	(111)	(67)	(37)	(55)
Lãi vay	(122)	(101)	(66)	(62)	(49)
CP bán hàng	(84)	(108)	(47)	(51)	(62)
CP QLDN	(32)	(90)	(35)	(25)	(17)
Lãi/lỗ HĐKD	3	(306)	23	246	25
TN nhập khác (ròng)	5	(15)	(21)	137	(3)
LN trước thuế	7	(321)	2	383	22
LN sau thuế	7	(387)	14	373	22
LN CĐ thiếu số	(18)	15	(16)	7	3
LN Cty mẹ	25	(402)	30	366	18
EPS	114	-1,775	134	1,534	82

TS ngắn hạn	8,230	7,233	6,102	6,586	6,708
Tiền và DT ngắn hạn	200	190	206	408	136
Phải thu ngắn hạn	5,283	4,583	3,841	3,963	4,105
Tồn kho	2,439	2,153.01	1,745	1,897	2,157
TS ngắn hạn khác	309	307	311	318	311
TS dài hạn	3,646	3,483	2,168	1,849	1,868
Phải thu dài hạn	2	2	2	4	2
TSCĐ	1,809	1,780	816	748	738
TS dở dang dài hạn	900	764	286	250	222
TS dài hạn khác	466	509	268	231	223
Tổng TS	11,877	10,716	8,270	8,434	8,576
Nợ phải trả	9,672	8,558	6,504	6,290	6,386
Nợ ngắn hạn	8,912	7,983	6,159	5,964	6,074
Vay ngắn hạn	5,287	4,911	3,351	2,941	2,778
Nợ dài hạn	760	575	345	326	312
Vay dài hạn	749	564	335	319	300
Vốn chủ sở hữu	2,205	2,158	1,767	2,145	2,191
Vốn góp	2,270	2,270	2,270	2,270	2,270
LN chưa phân phối	(451)	(697)	(646)	(409)	(406)
Tổng nguồn vốn	11,877	10,716	8,270	8,434	8,576

Niên độ 18/19, HVG ghi nhận DTT và LNST hợp nhất lần lượt đạt 1,345 tỷ (-50.1% YoY) và 21.5 tỷ (+194.5% YoY).

- (1) Xuất khẩu thủy sản: DT đạt 3,298 tỷ (-55% YoY)
- (2) Thức ăn thủy sản: DT đạt 2,140 tỷ (-26% YoY)
- (3) Chế biến thủy sản nội địa: DT đạt 1,530 (+18% YoY)

HVG đã thoái tại 1 số công ty nhằm cơ cấu tài sản và nợ vay:

(1) Trong Q1 niên độ 17/18, HVG đã chuyển nhượng toàn bộ cổ phần FMC, với số tiền lãi 132 tỷ.

(2) Trong Q4 niên độ 17/18, HVG đã chuyển nhượng 57.22% sở hữu tại VTF với số tiền lãi là 335 tỷ.

Hiện tại, công ty có 4,105 tỷ khoản phải thu: khách hàng trong nước (2,232 tỷ) và khách hàng nước ngoài (1,218 tỷ).

Nợ quá hạn giảm xuống còn 1,261 tỷ (-45% YoY), HVG đã dự phòng 683 tỷ. Hiện tại, HVG còn 1 số khoản nợ xấu: M&T Seafood (234 tỷ); Folgender LTD (148 tỷ).

Tổng TS trong Q1 niên độ 18/19 giảm so với cùng kỳ sau khi HVG thoái khỏi FMC, VTF.

Công ty đang 2,778 tỷ nợ vay ngân hàng, giảm so với Q1.17/18.

Lãi suất cho các khoản vay VND dao động quanh 5.3% - 8.9%; cho các khoản vay USD dao động quanh 4.5% - 5.8%.

Năm 2019, HVG đặt KH LNST tăng mạnh:

- (1) Mảng XK thủy sản dự kiến doanh số là 4,400 tỷ, sản lượng xuất khẩu là 60,000 tấn. Lợi nhuận gộp là 700 tỷ, LNST là 75 tỷ.
- (2) Mảng kinh doanh thức ăn thủy sản dự kiến doanh số là 6,000 tỷ, sản lượng thức ăn là 550,000 tấn. Lợi nhuận gộp là 820 tỷ, LNST dự kiến đạt 180 tỷ.

Trong thuế sơ bộ POR14, HVG đang được hưởng mức thuế 0%.

NGÀNH VẬN TẢI

ACV – TCT Cảng Hàng không Việt Nam – Theo dõi – P/E fw = 26.5x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	10,555	13,173	14,650	13,849	16,088
LN gộp	3,066	3,517	5,826	5,693	7,728
DT tài chính	2,504	960	1,385	1,219	1,556
CP tài chính	(501)	(811)	(1,036)	(701)	(892)
Lãi vay	(66)	(90)	(100)	(96)	(96)
CP bán hàng	(416)	(428)	(700)	(295)	(306)
CP QLDN	(1,296)	(1,203)	(1,282)	(824)	(874)
Lãi/lỗ HĐKD	3,358	2,055	4,245	5,341	7,551
TN nhập khác (ròng)	49	223	2,424	61	77
LN trước thuế	3,408	2,277	6,669	5,402	7,628
LN sau thuế	2,634	1,753	5,290	4,204	6,216
LN CĐ thiếu số	2	41	185	21	13
LN Cty mẹ	2,632	1,712	5,105	4,182	6,203

Doanh thu thuần +16.3%, trong đó (i) doanh thu dịch vụ hàng không +19.2% YoY nhờ sản lượng hành khách qua cảng đạt 104 triệu lượt, +10.5%; hàng hóa 1,509 nghìn tấn, +10.5% và giá một số dịch vụ hành khách, phục vụ mặt đất và soi chiếu an ninh tăng 10-40% theo QĐ 2345/2017; (ii) doanh thu DV phi hàng không +17.5% YoY chủ yếu đến từ cho thuê quảng cáo và bãi gửi xe (tăng gấp 2.5 cùng kỳ).

Tổng CP hoạt động +4.4% YoY, trong đó CP khấu hao (45% tổng chi phí) -5% YoY, CP nhân viên (31% tổng chi phí) +12% YoY. Biên EBIT tăng từ 32.9% lên 40.7%.

Nhờ có số dư tiền và đầu tư tài chính lớn, **thu từ lãi tiền gửi đóng góp 17% LN TT**. Tỷ giá JPY/VND +3.4% YoY khiến ACV phải ghi nhận lỗ tỷ giá 774 tỷ (+58% YoY).

TS ngắn hạn	19,002	21,815	22,315	26,667	31,670
Tiền và DT ngắn hạn	14,567	17,331	16,806	18,877	24,369
Phải thu ngắn hạn	3,376	3,478	4,499	7,300	6,460
Tồn kho	540	712	721	402	493
TS ngắn hạn khác	519	295	289	88	348
TS dài hạn	24,771	23,036	24,627	22,494	22,074
Phải thu dài hạn	442	179	277	16	329
TSCĐ	23,568	20,661	21,982	18,980	18,251
TS dở dang dài hạn	-	1,054	738	637	513
TS dài hạn khác	439	467	385	170	171
Tổng TS	43,772	44,852	46,942	49,161	53,744
Nợ phải trả	23,282	24,237	22,609	21,726	23,209
Nợ ngắn hạn	7,540	8,151	8,581	7,315	8,047
Vay ngắn hạn	250	308	263	148	155
Nợ dài hạn	15,742	16,086	14,028	14,411	15,161
Vay dài hạn	12,268	13,119	13,964	14,328	15,043
Vốn chủ sở hữu	20,490	20,615	24,333	27,436	30,535
Vốn góp	16,274	17,093	21,772	21,772	21,772
LN chưa phân phối	2,904	1,807	2,277	4,900	6,147
Tổng nguồn vốn	43,772	44,852	46,942	49,161	53,744

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	17,314	7.60%	7,478	20.50%	3,263

Các khoản tiền gửi ngắn hạn chiếm 44% tổng TS (+35% YTD), giúp cho ACV có được lãi tiền gửi ổn định; đảm bảo nguồn cho các dự án đầu tư mới.

51% phải thu khách hàng là đối với 3 hãng vận tải hàng không nội địa. Phần lớn khoản phải thu khác là với nhà nước liên quan đến đầu tư TS và các CP phát sinh ở khu bay. Về tài sản khu bay, hiện vẫn chưa có phương án xử lý chính thức nên ACV vẫn hạch toán riêng đối với các khoản thu/ chi liên quan.

Nguyên giá TSCĐ +8.7% YoY nhờ hoàn thành các dự án mở rộng nhà ga và bãi đỗ tại TSN, Phú Quốc...

Nợ ngắn hạn chủ yếu là các khoản phải trả liên quan đến tài sản khu bay, không có dư nợ vốn lưu động.

Nợ dài hạn chiếm 28% tổng nguồn vốn, là khoản vay ODA bằng JPY để đầu tư nhà ga T2-Nội Bài.

LN chưa phân phối tăng từ LN trong kỳ, **dự kiến cổ tức 2018 là 9% tiền mặt**.

Dự báo của BSC dựa trên các giả định:

- Sản lượng hành khách qua các CHK 2019 đạt **112.1 triệu lượt (+7.9% YoY)**, sản lượng HHBK **1,666 nghìn tấn (+10.9% YoY)**.

- Chi đầu tư TSCĐ 450 tỷ, tập trung vào sửa chữa hạ tầng nhà ga và đầu tư MMTB.

- Tỷ giá USD/VND và JPY/VND tăng 1% YoY.

HVN – TCT Hàng không Việt Nam – Giá mục tiêu: 37,000 đồng/CP – P/E fw = 29x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	69,030	65,942	70,089	83,014	96,821
LN gộp	7,472	9,023	10,843	10,698	12,207
DT tài chính	890	1,752	900	906	1,156
CP tài chính	(2,963)	(4,925)	(3,049)	(2,286)	(3,673)
Lãi vay	(1,184)	(1,154)	(1,365)	(1,558)	(1,561)
CP bán hàng	(3,609)	(4,023)	(4,456)	(4,889)	(4,757)
CP QLDN	(1,556)	(2,062)	(2,245)	(2,337)	(2,608)
Lãi/lỗ HKKD	234	(193)	2,067	2,074	2,309
TNhap khác (ròng)	582	1,242	534	1,084	930
LN trước thuế	724	1,049	2,601	3,159	3,240
LN sau thuế	417	806	2,105	2,666	2,533
LN CĐ thiếu số	164	300	51	288	251
LN Cty mẹ	252	506	2,055	2,379	2,282
EPS					

Doanh thu vận tải hàng không 78,577 tỷ (chiếm 80.5%) +14% YoY, doanh thu bán hàng (14% doanh thu) +42.2% YoY, doanh thu dịch vụ phụ trợ vận tải +4.1% YoY.

Biên LNG giảm từ 12.9% về 12.6% do chi phí nhiên liệu (30-35% tổng chi phí) tăng mạnh 30% YoY.

Năm 2018, tỷ giá USD/VND tăng mạnh đã khiến cho HVN phải ghi nhận **1,476 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá** (gấp 3 lần cùng kỳ, tương đương 30% EBIT).

LNST đạt 2,533 tỷ (-4.7% YoY), hoàn thành vượt 32% kế hoạch

TS ngắn hạn	18,833	19,257	22,309	20,970	20,122
Tiền và ĐT ngắn hạn	5,691	4,956	3,529	7,951	6,479
Phải thu ngắn hạn	10,891	12,169	15,623	9,443	9,437
Tồn kho	1,864	1,727	2,712	3,228	3,693
TS ngắn hạn khác	386	405	445	348	514
TS dài hạn	53,375	69,925	74,171	67,464	62,060
Phải thu dài hạn	4,296	7,036	4,833	4,177	2,017
TSCĐ	39,910	55,316	61,410	55,066	51,026
TS dở dang dài hạn	-	549	262	287	249
TS dài hạn khác	6,818	5,059	5,600	5,818	6,633
Tổng TS	72,208	89,182	96,480	88,434	82,182
Nợ phải trả	61,271	77,039	80,236	70,993	63,575
Nợ ngắn hạn	26,123	27,735	29,363	32,615	32,011
Vay ngắn hạn	11,177	13,751	11,036	9,692	8,254
Nợ dài hạn	35,148	49,305	50,873	38,378	31,564
Vay dài hạn	34,336	48,483	49,829	37,431	30,212
Vốn chủ sở hữu	10,441	12,142	16,245	17,440	18,607
Vốn góp	9,023	11,199	12,275	12,275	14,183
LN chưa phân phối	41	65	1,801	2,916	3,312
Tổng nguồn vốn	72,208	89,182	96,480	88,434	82,182

Tiền & ĐT giảm 3,887 tỷ đồng (-51.6% YoY), khiến tỷ lệ tiền/tổng TS giảm từ 8.5% về 4.4%. ĐTTT NH dưới dạng tiền gửi tăng gấp 7 lần.

HTK +12.4% YTD, chủ yếu là do tăng lên của hàng mua đi đường, tồn kho NVL không biến động nhiều.

TSCĐ chiếm trên 75% tổng TS, trong đó chủ yếu là máy bay và động cơ thuê tài chính (44.15%) và sở hữu (16.6%).

HVN có khoản phải trả người bán chiếm 15-17% tổng TS, chủ yếu là khoản phải trả thu bán chứng từ vận chuyển hành khách, phải trả người bán và interlines.

Tỷ lệ nợ vay giảm từ 53.2% về 46.8% theo lịch hoàn trả các khoản vay và thuê TC.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	99,982	3.3%	3,159	38.4%	1,415
Kế hoạch của DN	112,000	13.2%	N/A	N/A	N/A

Dự báo của BSC dựa trên một số giả định sau:

- **Doanh thu vận tải hàng không +3.4% YoY**, sản lượng hành khách của VNA tăng 0.7%, tỷ lệ lấp đầy tăng nhẹ lên 81.5%; sản lượng hàng hóa và các chuyến bay thuê +5% YoY.
- **Giá Jet A1 bình quân 2019 = 78-79 USD/ thùng (-7% YoY)**.
- **Tỷ giá USD/VND +1% YoY**, chi phí tài chính ròng 1,152 tỷ (-54% YoY)

VJC – CTCP Hàng không VietJet – Giá mục tiêu: 125,000 đồng/CP – P/E fw = 11x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	8,706	19,845	27,499	42,360	52,388
LN gộp	880	2,110	3,902	6,018	7,536
DT tài chính	77	154	145	170	466
CP tài chính	(210)	(562)	(654)	(610)	(1,055)
Lãi vay	(64)	(130)	(181)	(238)	(258)
CP bán hàng	(186)	(318)	(518)	(574)	(714)
CP QLDN	(141)	(203)	(189)	(224)	(330)
Lãi/lỗ HKKD	409	1,160	2,671	4,741	5,822
TN nhập khác (ròng)	35	8	32	8	7
LN trước thuế	444	1,168	2,703	4,749	5,829
LN sau thuế	360	1,171	2,496	4,517	5,217
LN CĐ thiếu số	(0)	0	0	(1)	0
LN Cty mẹ	360	1,170	2,496	4,517	5,217
EPS					

TS ngắn hạn	4,230	6,258	10,313	19,522	19,789
Tiền và DT ngắn hạn	797	1,194	2,743	6,857	7,982
Phải thu ngắn hạn	3,255	4,691	7,129	12,142	11,009
Tồn kho	94	164	138	243	422
TS ngắn hạn khác	85	209	304	280	376
TS dài hạn	3,447	5,787	9,749	12,387	19,433
Phải thu dài hạn	1,391	2,885	5,105	5,726	9,290
TSCĐ	33	29	1,047	1,518	2,700
TS dở dang dài hạn	146	137	181	226	1,264
TS dài hạn khác	1,868	2,727	3,348	4,849	6,111
Tổng TS	7,677	12,045	20,063	31,908	39,222
Nợ phải trả	6,710	9,897	15,329	21,871	25,298
Nợ ngắn hạn	4,211	6,394	10,570	15,140	15,916
Vay ngắn hạn	2,602	3,543	6,102	6,905	5,852
Nợ dài hạn	2,499	3,504	4,759	6,731	9,382
Vay dài hạn	-	-	695	625	572
Vốn chủ sở hữu	967	2,147	4,734	10,037	13,925
Vốn góp	800	1,450	3,000	4,513	5,416
LN chưa phân phối	165	686	1,703	5,253	8,137
Tổng nguồn vốn	7,677	12,045	20,063	31,908	39,222

	DTT	%TT	LNST	%TT	EPS
Dự báo của BSC	54,252	3.60%	6,045	16.50%	10,772
Kế hoạch của DN	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

DT vận chuyển hàng khách 25,031 tỷ đồng tỷ (tỷ trọng 47.8%, +47% YoY) nhờ sản lượng hành khách 23.1 triệu (+33.5% YoY), DT bình quân tải cung ứng (RASK) 4.47 cents/USD (+3.7% YoY). DT phụ trợ +53.3%YoY, DT bán và thuê lại máy bay SLB -6.4% YoY (SLB 16 chiếc, -1 chiếc so với 2017).

Biên EBIT giảm từ 13.6% về 12.4% do giá Jet A1 (+28% YoY) khiến CP nhiên liệu bình quân trên ASK tăng lên 1.8 US cent (+16.9% YoY), CASK ex-fuel đạt 2.2 US cent (-1.8% YoY); CASK +5.54% YoY đạt 4 US cent.

Chi phí tài chính khác (chủ yếu là chiết khấu các khoản dự phòng phải trả) tăng mạnh trong năm khiến CP tài chính tăng gấp đôi.

Phải thu khác (NH+DH) chiếm trên 40% tổng TS, +11.9% YTD. Các khoản phải thu này chủ yếu là đặt cọc mua MB (-16% YoY), đóng góp vào quỹ bảo dưỡng sửa chữa (+50%) do đội bay tăng thêm 12 chiếc năm 2018.

TS khác (NH+DH) chủ yếu là các khoản chi phí bảo dưỡng máy bay, sửa chữa lớn chiếm 16-17% tổng tài sản.

Tỷ lệ Nợ/ Tổng TS giảm nhẹ từ 67% về 64%, trong đó chủ yếu là các khoản dự phòng chi phí bảo dưỡng và hoàn trả máy bay và động cơ thuê trong khi nợ vay chỉ chiếm 16% tổng nguồn vốn.

Năm 2018, VJC đã phát hành cổ phiếu trả cổ tức 20% làm tăng vốn góp.

Dự báo của BSC dựa trên một số giả định sau:

- **Doanh thu vận tải hàng không 27,314 tỷ (+9.1% YoY)** với giả định số chuyến bay tăng 7%, động lực đến từ các đường bay quốc tế; tỷ lệ lấp đầy load factor 88.05%. Doanh thu SLB 16,711 tỷ (-9.7%) với giả định trong năm VJC sẽ bán và thuê lại 14 máy bay.
- **Giá Jet A1 giả định -7% YoY**, giúp tiết kiệm CP hoạt động, cải thiện biên EBIT từ 12.4% lên 14.2%

PVT – CTCP Vận tải dầu khí – Giá mục tiêu 19,260 VND – Upside 10.7% –**P/E fw 8.6x.**

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	5,268	5,761	6,734	6,148	7,534
LN gộp	549	777	762	806	1,055
DT tài chính	159	132	159	187	223
CP tài chính	(146)	(227)	(150)	(160)	(178)
Lãi vay	(95)	(97)	(123)	(160)	(122)
CP bán hàng	(6)	(8)	(9)	(10)	(10)
CP QLDN	(190)	(212)	(227)	(233)	(248)
Lãi/lỗ HĐKD	367	494	562	591	842
TN nhập khác (ròng)	91	52	40	28	100
LN trước thuế	486	546	602	646	968
LN sau thuế	402	433	483	497	771
LN CĐ thiếu số	61	65	68	78	127
LN Cty mẹ	341	368	416	418	644
EPS	1,333	1,439	1,477	1,599	2,183

DTT cả năm 2018 đạt 7,523 tỷ đồng (+22.4% yoy). Lợi nhuận gộp đạt 1,083.4 tỷ đồng (+28% yoy) tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt 14.4% cải thiện nhẹ so với mức 13.76% năm 2017. LNST phân bổ cho công ty mẹ = 652.1 tỷ đồng (+44.8% yoy), tương đương EPS 2018 = 2,183 đồng/cp. Nếu trừ đi 78.5 tỷ lợi nhuận từ thanh lý tài sản cố định (thanh lý tàu Hercules) thì LNST cốt lõi đạt 573.6 tỷ đồng (+27.4% yoy), tương ứng EPS 2018 = 1,904 đồng/cp.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 14% trong năm 2018 nhờ vào đưa vào hoạt động tàu PVT Hera giảm bớt các chi phí.

Chúng tôi lưu ý trong đầu năm 2019, PVT sẽ tiếp tục mua mới 1 tàu Aframax và thanh lý tàu cũ vì thế thu nhập khác sẽ tăng trong Q1/2019.

TS ngắn hạn	3,258	3,628	3,723	3,935	4,274
Tiền và DT ngắn hạn	2,397	2,639	2,898	2,921	2,851
Phải thu ngắn hạn	646	850	703	855	1,145
Tồn kho	103	103	86	95	147
TS ngắn hạn khác	112	36	35	65	132
TS dài hạn	6,092	6,028	5,347	5,257	5,960
Phải thu dài hạn	-	13	8	15	9
TSCĐ	5,590	5,523	5,062	4,920	5,627
TS dở dang dài hạn	-	0	0	7	1
TS dài hạn khác	114	113	42	76	132
Tổng TS	9,350	9,656	9,070	9,192	10,234
Nợ phải trả	5,377	5,331	4,737	4,546	5,099
Nợ ngắn hạn	1,522	2,178	1,874	2,044	2,243
Vay ngắn hạn	629	902	530	537	668
Nợ dài hạn	3,856	3,153	2,862	2,502	2,856
Vay dài hạn	3,238	2,716	2,432	2,153	2,318
Vốn chủ sở hữu	3,131	4,325	3,573	4,645	5,136
Vốn góp	2,559	2,559	2,814	2,814	2,814
LN chưa phân phối	426	678	581	606	841
Tổng nguồn vốn	9,350	9,656	9,070	9,192	10,234

Chúng tôi lưu ý các khoản phải thu ngắn hạn của PVT chủ yếu từ PV Oil, BSR và các công ty con của PVT đang có dấu hiệu tăng lên do chính sách công nợ của PVT.

Trong năm 2019, PVT sẽ tiếp tục đầu tư 8 tàu tiếp với tổng vốn đầu tư là 60 triệu USD.

Số ngày phải thu tăng lên 36.46 trong cùng kỳ quý trước làm hạn chế dòng vốn lưu động của PVT.

PVT đầu tư đội tàu với tỉ lệ VSCH:Vay là 3:7, vì thế các khoản nợ sẽ tăng khi PVT quyết định mua tàu. Các khoản vay chủ yếu từ USD nên sẽ bị ảnh hưởng của rủi ro tăng tỉ giá VND/USD. Nếu VND/USD tăng/giảm 3% thì LNTT giảm/tăng 38.01 tỷ đồng.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	8,122	8%	745.1	6.2%	2,165
Kế hoạch của DN	5,500	-27%	400	-48.7%	1,162

NGÀNH CẢNG BIỂN

GMD – CTCP Gemadept – Giá mục tiêu 29,100 VND – Upside 4.3% – P/E fw

14.5x.

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	3,013	3,586	3,742	3,923	2,686
LN gộp	625	947	1,018	1,024	966
DT tài chính	665	56	39	173	1,618
CP tài chính	(251)	28,250	(151)	(132)	(52)
Lãi vay	(113)	(118)	(121)	(142)	(129)
CP bán hàng	(32)	(45)	(63)	(86)	(100)
CP QLDN	(280)	(261)	(297)	(355)	(325)
Lãi/lỗ HĐKD	752	491	597	734	2,261
TN nhập khác (ròng)	(51)	15	(116)	(84)	(79)
LN trước thuế	701	506	481	650	2,182
LN sau thuế	565	461	444	581	1,900
LN CĐ thiếu số	34	58	54	77	70
LN Cty mẹ	531	402	390	504	1,830
EPS	4,598	3,271	2,009	1,962	6,153

DTT đạt 2,686 (-31.5% yoy) do thoái bớt vốn lại mảng logistics. Mảng cảng phía Nam tăng trưởng tốt nhờ cảng Phước Long +35% yoy; phía Bắc ổn định với hệ thống cụm 3 cảng: Cảng Nam Hải (-10% yoy), Cảng Nam Hải Đình Vũ (+5% yoy) và Cảng Nam Đình Vũ mới hoàn thành Q1/2018 với 190,000 TEUs.

BLNG gộp đạt 36% trong 2018 nhờ cơ cấu lại tập trung vào hoạt động khai thác cảng với biên gộp cao hơn mảng logistics.

CP Lãi vay/DTT đạt 5% cần lưu ý do hiện tại GMD đang có nhiều dự án cảng đang xây dựng và tỷ lệ vay 6:4.

LNST đạt 1,900 tỷ (+227% yoy), doanh thu tài chính từ thoái vốn 2 công ty Gemadept Logistics Holding và Gemadept Shipping Holding.

TS ngắn hạn	2,395	2,678	2,140	2,158	1,292
Tiền và DT ngắn hạn	1,075	996	813	891	283
Phải thu ngắn hạn	1,167	1,515	1,128	1,069	849
Tồn kho	91	107	87	103	60
TS ngắn hạn khác	63	60	112	94	99
TS dài hạn	5,784	6,321	7,978	9,079	8,660
Phải thu dài hạn	177	198	151	131	74
TSCĐ	2,461	2,432	2,698	3,224	3,423
TS dở dang dài hạn	799	1,086	1,824	2,448	1,693
TS dài hạn khác	402	595	997	956	795
Tổng TS	8,180	8,999	10,118	11,237	9,952
Nợ phải trả	2,961	3,385	4,251	4,145	3,402
Nợ ngắn hạn	1,169	1,606	2,961	2,584	1,464
Vay ngắn hạn	407	424	1,579	679	637
Nợ dài hạn	1,791	1,779	1,290	1,561	1,938
Vay dài hạn	1,480	1,455	928	1,256	1,630
Vốn chủ sở hữu	5,219	5,614	5,867	7,092	6,550
Vốn góp	1,161		1,794	2,883	2,969
LN chưa phân phối	1,031	1,153	1,131	1,108	572
Tổng nguồn vốn	8,180	8,999	10,118	11,237	9,952

GMD có cơ cấu TS Dài hạn chiếm chủ yếu 87% Tổng TS do công ty đầu tư vào nhiều cảng biển mới như Cảng Nam Hải Đình Vũ, Gemalink, v.v

Hệ số Nợ/VCSH hiện đang duy trì ở mức 52% tuy nhiên dự án Gemalink sẽ làm nợ vay tăng đáng kể sẽ ảnh hưởng tới tài chính doanh nghiệp.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý nợ vay dài hạn đạt 1,938 tỷ đồng (+24.15% yoy) tăng 400 tỷ do xây dựng dự án Nam Đình Vũ GD1.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	2,828	5.31%	593.6	6.3%	1,901
Kế hoạch của DN					

VSC – CTCP Tập đoàn Container Việt Nam – Giá mục tiêu 46,400 VND –

Upside 4% – P/E fw 8.2x.

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	891	928	1,082	1,303	1,694
LN gộp	312	371	396	408	496
DT tài chính	16	14	17	10	9
CP tài chính	8	(2)	(44)	(50)	(35)
Lãi vay	(0)	(1)	(44)	(50)	(35)
CP bán hàng	(3)	(8)	(11)	(15)	(27)
CP QLDN	(45)	(41)	(53)	(61)	(63)
Lãi/lỗ HĐKD	301	344	311	298	387
TN nhập khác (ròng)	1	2	1	0	1
LN trước thuế	302	346	311	298	388
LN sau thuế	248	277	262	264	354
LN CĐ thiếu số	-	(3)	11	27	54
LN Cty mẹ	248	279	251	237	300
EPS	7,182	6,282	4,967	4,261	5,395

TS ngắn hạn	480	586	605	492	603
Tiền và DT ngắn hạn	268	411	364	261	283
Phải thu ngắn hạn	159	93	130	155	201
Tồn kho	7	10	9	13	21
TS ngắn hạn khác	46	72	102	62	99
TS dài hạn	1,015	1,638	1,792	1,987	1,886
Phải thu dài hạn	-	0	-	0	0
TSCĐ	415	959	1,215	1,202	1,189
TS dở dang dài hạn	6	83	11	75	8
TS dài hạn khác	493	487	461	598	577
Tổng TS	1,495	2,224	2,397	2,479	2,489
Nợ phải trả	279	793	882	769	545
Nợ ngắn hạn	270	375	297	369	271
Vay ngắn hạn	4	7	58	120	14
Nợ dài hạn	10	418	585	400	273
Vay dài hạn	9	418	585	400	273
Vốn chủ sở hữu	1,216	1,431	1,515	1,710	1,945
Vốn góp	345	414	456	501	501
LN chưa phân phối	251	275	258	285	382
Tổng nguồn vốn	1,495	2,224	2,397	2,479	2,489

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	1,608	-5%	303.9	-1.2%	5,489
Kế hoạch của DN					

DTT 2018 = 1,694 tỷ (+30% yoy), LNST = 354 tỷ (+34% yoy), tương đương EPS 2018 = 5,395 đ/cp, P/E = 8.1x, P/B = 1.01x. Sản lượng container thông cảng Vip Green Port đạt 660,000 TEUS, Green Port đạt 320,000 TEUS, thuê một phần từ cảng PTSC Đình Vũ đạt 180,000 TEUS và cảng Nam Hải Đình Vũ đạt 10,000 TEUS. Tổng sản lượng 2018 ước tính đạt 1,170,000 TEUS nhờ vào: (1) Lướt tàu phục vụ tăng lên 12 chuyến/tuần có thêm các hãng tàu mới Evergreen, Maersk Line, và OOCL. (2) Đưa vào hoạt động cảng Depot khoảng 10 ha, giúp tăng hiệu suất sử dụng kho bãi cho VGP. (3) Tối ưu hóa lực lượng lao động làm tăng hiệu quả.

Biên lợi nhuận gộp 2018 đạt 29.3% thấp hơn -1.83% năm 2017 do chi phí dịch vụ thuê ngoài tăng lên từ việc VSC phải thuê thêm một phần cảng PTSC Đình Vũ và cảng Nam Đình Vũ.

VSC có hệ số thanh toán ngắn hạn 2018 cải thiện lên 2.22x đảm bảo lượng tiền mặt thanh toán cho các khoản vay ngắn hạn.

Sức khỏe tài chính lành mạnh thông qua hệ số Nợ/VCSH đạt 28% và giảm đều từ 2015 đến nay.

Số ngày phải thu 2018 đạt 32.6 ngày duy trì ổn định trong 4 năm gần đây và số ngày phải trả hiện giảm còn 30 ngày, công ty hạn chế sử dụng công nợ lại. Qua đó, chu kỳ tiền mặt đạt 7.7 ngày cao hơn trung bình 4 năm nhưng vẫn ổn định.

Chúng tôi đánh giá triển vọng của VSC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ (1) Tổng sản lượng hàng hóa vào khu vực cảng Hải Phòng dự báo tăng trưởng 10-12% trong năm 2019. (2) VSC có quan hệ tốt với các hãng tàu nên lượng hàng hóa vào ổn định (3) Triển khai cổng thông tin online E-PORT giúp tối đa hóa hiệu quả và cắt giảm thời gian và chi phí cho khách hàng của VSC.

NGÀNH Ô TÔ

VEA - Tổng CTy Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	5.098,2	5.899,1	6.324,9	6.585,5	7.073
LN gộp	425.98	625.6	637.7	620.07	604
DT tài chính	16.41	73.3	435.3	254.1	417
CP tài chính	(44.1)	(149.7)	(317.6)	(41.6)	(80)
Lãi vay	(34.9)	(32.2)	(25.7)	(35.6)	(20)
CP bán hàng	(188.5)	(225.1)	(315)	(282.4)	(169)
CP QLDN	(435.5)	(614.2)	(529.9)	(595.4)	(471)
Lãi/lỗ HĐKD	(225.6)	(290.2)	(89.5)	(45.3)	346.49
TNhap khác (ròng)	77.3	37.1	25.90	(2.9)	42
LN trước thuế	3,492.2	4,590.3	4,575.9	5,169.9	6,848.7
LN sau thuế	3,343.9	4,337	4,512.3	5,121.9	7,192
LN CĐ thiếu số	3,325.1	4,370	4,492.1	5,085.9	7,130
LN Cty mẹ	(4.58)	(2.95)	(12.42)	(39.85)	59

Doanh thu thuần và LNST sau thuế lần lượt tăng trưởng 7.4% YoY và 40.4%YoY. LN của VEA tăng mạnh chủ yếu từ lợi nhuận các công ty Liên doanh, liên kết: LNST Honda 16,800 tỷ đồng (+ 12.13% yoy), Toyota 3,600 tỷ đồng (+15.79% yoy) và Ford 1,070 tỷ đồng VND (-5% yoy). Năm 2018, Honda Việt Nam đóng góp đến 83.6% lợi nhuận của VEA nhờ vào việc tăng thị phần từ 73% lên 76%, sản lượng xe máy tiêu thụ đạt 2.55 triệu xe (+7.1% yoy), giá bán xe trung bình đạt 33.22 triệu/xe (+14.9% yoy), biên LNG 30%.

Thu nhập tài chính từ khoản tiền gửi đạt 416.69 tỷ (+63.8% yoy) nhờ doanh nghiệp giảm khoản phải thu và tồn kho, tăng lượng tiền mặt gửi 9,988 tỷ đồng (+157% yoy).

Tỷ lệ CPBH và CP QLDN trên DT giảm từ 13.3% xuống 9% do DN cắt giảm chi phí hoạt động và hoàn nhập dự phòng đã trích năm trước.

TS ngắn hạn	4,541	5,321	8,274	10,987	16,406
Tiền và DT ngắn hạn	1,318	1,512	4,103	4,640	9,992
Phải thu ngắn hạn	1,304	1,669	1,688	2,610	4,014
Tồn kho	1,802	2,024	2,372	3,503	2,302
TS ngắn hạn khác	117	117	111	234	98
TS dài hạn	11,076	11,752	12,102	12,374	10,005
Phải thu dài hạn	144	164	116	117	156
TSCĐ	2,086	2,284	2,390	2,333	2,347
TS dở dang dài hạn	0	169	216	301	118
TS dài hạn khác	219	310	293	317	375
Tổng TS	15,616	17,073	20,376	23,361	26,411
Nợ phải trả	1,648	1,821	7,066	4,786	1,582
Nợ ngắn hạn	1,368	1,535	6,822	4,563	1,415
Vay ngắn hạn	625	505	428	285	380
Nợ dài hạn	280	287	244	223	167
Vay dài hạn	263	235	198	175	120
Vốn chủ sở hữu	13,720	15,251	13,310	18,575	24,829
Vốn góp	4,539	4,901	13,288	13,288	13,288
LN chưa phân phối	7,744	8,081	-250	4,993	11,364
Tổng nguồn vốn	15,616	17,073	20,376	23,361	26,411

	DTT		LNST		EPS
	2019	%TT	2019	%TT	
Dự báo của BSC	7,424	5%	8,288.2	15.5%	6,193

Tiền và DT ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn 61% TSNH tăng so với 2017 là 42% giúp DN đảm bảo thanh khoản và ghi nhận thêm doanh thu tài chính hàng năm.

HTK chiếm khoảng 14% TSNH chủ yếu là xe Euro 4.

Chỉ số TT ngắn hạn tăng mạnh từ 2.41 lên 11.59 lần do khoản tiền và DT ngắn hạn tăng mạnh như chúng tôi đề cập ở trên.

Các chỉ số hoạt động cải thiện có xu hướng tăng giúp vòng quay tiền mặt giảm từ 197 ngày xuống 147 ngày.

Tỷ lệ Nợ phải trả/TTS giảm mạnh từ 20.48% xuống 5.9% do DN trả bớt các khoản nợ ngắn hạn.

VEA lên kế hoạch thoái vốn các công ty con không hoạt động hiệu quả, nhằm giảm chi phí hoạt động còn khoảng 236 tỷ (-49.8% yoy), DN tập trung phát triển mảng công nghiệp phụ trợ (dây chuyền đúc và rèn), kế hoạch đầu tư khoảng 500 tỷ vào các công ty con.

Kế hoạch trả cổ tức: công ty sẽ trả cổ tức năm 2018 bằng tiền mặt 37%, và dự kiến năm 2019 là 45%. BSC ước tính với 37% tỷ lệ trả cổ tức thì tỷ suất cổ tức sẽ là 7.3% (với giá đóng cửa ngày 15/03/2019 - 50,500 đồng/cp)

Giá định của BSC:

1) LNST của Honda 2019 là 18,150 tỷ đồng (+8% yoy) do Honda giữ vững thị phần xe máy, market size thị trường tăng 2% và giá bán tăng khoảng 5% (2) LNST của Toyota và Ford là 3,938.2 tỷ đồng (+9.39% yoy) và 1,286.4 tỷ đồng (+20% yoy).

HAX - CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	1,220	1,821	2,880	3,833	4,756
LN gộp	36	52	100	146	230
DT tài chính	0	0	1	0	0
CP tài chính	(5)	(5)	(12)	(36)	(43)
Lãi vay	(4)	(5)	(12)	(36)	(42)
CP bán hàng	(24)	(36)	(59)	(84)	(109)
CP QLDN	(11)	(19)	(23)	(41)	(52)
Lãi/lỗ HĐKD	(4)	(7)	6	(15)	27
TN nhập khác (ròng)	21	44	91	125	98
LN trước thuế	17	37	97	110	125
LN sau thuế	16	28	78	84	98
LN CĐ thiếu số	(0)	(1)	0	0	(0)
LN Cty mẹ	17	29	78	84	99

DTT và LNST của HAX lần lượt đạt 4,756 tỷ đồng (+24.1% yoy) và 98 tỷ đồng (+16% yoy) trong đó:

- (1) Doanh số bán ra đạt 2,400 xe (+24.4% yoy), HAX đạt vị trí số 1 trong hệ thống đại lý chính hãng Mercedes-Benz. Mặc dù năm 2018, NB 116 đã làm giảm lượng xe CBU nhập vào VN nhưng HAX vẫn đạt doanh số bán xe Mercedes-Benz tích cực, doanh thu kinh doanh xe đạt 4,430 tỷ đồng (+22.8% yoy).
 (2) Số lượt sửa chữa đạt 22,520 lượt (+29.7% yoy), DT mảng dịch vụ đạt 301.6 tỷ đồng (+36.2% yoy)
 (3) DT hoa hồng bảo hiểm đạt 23.6 tỷ (+203% yoy).

Biên LNG duy trì từ 4-5% do đặc thù DN phân phối xe nên giá vốn nhập xe chiếm tỷ trọng cao so với DT.

TS ngắn hạn	191	363	663	1.105	1.399
Tiền và DT ngắn hạn	13	23	41	69	121
Phải thu ngắn hạn	67	74	215	359	663
Tồn kho	110	253	390	629	590
TS ngắn hạn khác	1	13	18	48	24
TS dài hạn	52	79	198	371	418
Phải thu dài hạn	-	0	0	0	6
TSCĐ	50	73	127	308	360
TS dở dang dài hạn	-	-	4	-	-
TS dài hạn khác	0	6	67	63	52
Tổng TS	242	442	861	1.476	1.817
Nợ phải trả	140	311	556	1.087	1.364
Nợ ngắn hạn	140	311	554	1.083	1.361
Vay ngắn hạn	59	147	338	885	998
Nợ dài hạn	-	1	1	4	4
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	101	130	305	390	453
Vốn góp	111	111	142	233	350
LN chưa phân phối	(15)	13	88	84	99
Tổng nguồn vốn	242	442	861	1.476	1.817

Tỷ trọng Khoản phải thu trên TTS tăng từ 32.4% lên 47.4% do 1 phần đến từ khoản phải thu 253 tỷ (+52% yoy) về tiền thưởng của MBV cho công ty đạt chỉ tiêu bán xe.

HTK giảm tỷ trọng so với TSNH từ 57% xuống còn 44% do DN bù đắp lượng cung thiếu hụt nhập về nước, HTK hầu như không còn các mẫu xe 2016 và 2017.

Hệ số Nợ/TTS khá cao ở mức 0.75 và hệ số Nợ/VCSH tăng từ 2.79 lên 3.01 chủ yếu do vay nợ để mua xe ô tô do MBV sản xuất từ HAX để thuê và bổ sung vốn kinh doanh mua bán xe thương hiệu Mercedes và nhãn hiệu Fuso.

Năm 2018, thị phần của HAX chiếm hơn 38% toàn thị trường. Công ty trở thành vị trí dẫn đầu các đại lý phân phối MBV. BSC cho rằng doanh số bán xe HAX 2019 sẽ tiếp tục tăng mạnh do (1) nguồn cung xe CBU đã được lưu thông vào cuối năm 2018 và (2) Hiệp định thương mại tự do EVFTA sẽ thúc đẩy cầu tiêu thụ dòng xe hạng sang.

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Kế hoạch của DN	5,707.2	20%	117.6	20%	3,358

Kế hoạch DN 2019:

DN đặt kế hoạch (1) đạt 45% thị phần thị trường đại lý chính hãng Mercedes-Benz (2) DT và LN tăng trưởng 20%.

NGÀNH CAO SU

DRC – CTCP Cao su Đà Nẵng – TP 27,180 VND – Upside 13% – P/E fw 20.2x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	3,251	3,318	3,361	3,669	3,551
LN gộp	804	799	701	458	427
DT tài chính	10	11	16	8	12
CP tài chính	(143)	(124)	(83)	(74)	(98)
Lãi vay	(85)	(55)	(43)	(42)	(49)
CP bán hàng	(161)	(77)	(85)	(118)	(113)
CP QLDN	(68)	(84)	(73)	(66)	(55)
Lãi/lỗ HĐKD	442	526	476	207	173
TN nhập khác (ròng)	11	7	18	0	2
LN trước thuế	452	532	494	208	175
LN sau thuế	353	415	395	166	139
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	353	415	395	166	139
EPS	2,972	4,234	3,252	1,132	1,110

TS ngắn hạn	1,111	1,304	1,247	1,090	1,246
Tiền và DT ngắn hạn	85	240	51	67	51
Phải thu ngắn hạn	296	278	419	412	315
Tồn kho	716	785	771	596	846
TS ngắn hạn khác	15	0	6	15	35
TS dài hạn	2,026	1,839	1,568	1,704	1,587
Phải thu dài hạn	-	0	0	0	0
TSCĐ	1,993	1,760	1,488	1,518	1,517
TS dở dang dài hạn	-	59	16	131	0
TS dài hạn khác	29	16	59	50	66
Tổng TS	3,137	3,143	2,815	2,794	2,833
Nợ phải trả	1,602	1,470	1,233	1,268	1,310
Nợ ngắn hạn	793	877	842	859	1,065
Vay ngắn hạn	337	446	513	525	707
Nợ dài hạn	808	593	392	409	245
Vay dài hạn	808	593	392	409	245
Vốn chủ sở hữu	1,536	1,673	1,582	1,527	1,523
Vốn góp	831	914	1,188	1,188	1,188
LN chưa phân phối	495	461	225	142	113
Tổng nguồn vốn	3,137	3,143	2,815	2,794	2,833

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	3,933	10.8%	157	12.9%	1,192
Kế hoạch của DN					

DTT 2018 -3.2% yoy. Sản lượng tiêu thụ lốp Bias giảm mạnh, -20% yoy, lốp Radial tiêu thụ tăng 12.63% yoy. Lốp Radial cũng tiếp tục có lãi, biên LNG trong 2018 đạt 2.7%.

So với 2017, giá cao su tự nhiên giảm 19.84%, giá cao su nhân tạo giảm 15.7%, hóa chất +24.8% yoy và than đen +41.06% yoy khiến **biên LNG của DN đi ngang, đạt mức 12% (cùng kỳ 12.5%)**.

Chi phí tài chính tăng do tăng nợ tài trợ cho dự án Radial giai đoạn 2.

Lợi nhuận sau thuế của DRC năm 2018 đạt 139 tỷ đồng (-16.3%yoy) tương đương với mức EPS vào khoảng 1,110 đồng/cổ phiếu

Phải thu KH giảm 23.5% yoy.

HTK tăng 42% yoy do DN nhập thêm NVL về sản xuất lốp Radial cho giai đoạn 2.

Nợ ngắn hạn tăng 24% yoy để tài trợ cho NVL sản xuất lốp cho GĐ 2 nhà máy Radial.

PHR - CTCP Cao su Phước Hòa – P/E fw 5.68

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	1,605	1,227	1,178	1,654	1,558
LN gộp	275	169	158	284	256
DT tài chính	70	73	77	75	163
CP tài chính	(32)	(35)	(21)	(51)	(39)
Lãi vay	(31)	(35)	(19)	(49)	(28)
CP bán hàng	(39)	(24)	(18)	(21)	(25)
CP QLDN	(82)	(67)	(61)	(81)	(79)
Lãi/lỗ HĐKD	191	156	158	233	347
TN nhập khác (ròng)	141	105	101	179	413
LN trước thuế	344	261	260	412	760
LN sau thuế	267	215	223	330	637
LN CĐ thiếu số	3	3	3	5	15
LN Cty mẹ	264	212	220	325	622

TS ngắn hạn	1,21	890	1,194	1,051	1,363
Tiền và DT ngắn hạn	825	602	825	539	707
Phải thu ngắn hạn	108	107	160	218	297
Tồn kho	215	148,3	177	258	295
TS ngắn hạn khác	61	33	31	36	64
TS dài hạn	2,219	2,41	2,666	3,244	3,724
Phải thu dài hạn	-	10	7	8	9
TSCĐ	1,847	533	622	923	1,212
TS dở dang dài hạn	-	1,579	1,566	1,381	1,137
TS dài hạn khác	65	66	154	338	338
Tổng TS	3,429	3,3	3,86	4,295	5,087
Nợ phải trả	1,13	1,107	1,565	1,884	2,41
Nợ ngắn hạn	829	779	1,016	1,063	798
Vay ngắn hạn	491	360	603	463	127
Nợ dài hạn	301	329	549	821	1,612
Vay dài hạn	257	254	232	239	377
Vốn chủ sở hữu	2,253	2,193	2,296	2,411	2,677
Vốn góp	813	813	813	813	1,355
LN chưa phân phối	483	314	377	290	304
Tổng nguồn vốn	3,429	3,3	3,86	4,295	5,087

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	1,531.5	-2%	1,189.2	91%	8,644

DTT giảm -5.6% yoy trong đó doanh thu bán mủ cao su 2018 đạt 1,442 tỷ đồng (-10.2% yoy), chiếm 92.5% tổng DTT, biên LNG 2018 giảm từ 14.1% xuống còn 8.5%. (1) Sản lượng tiêu thụ đạt 31,614.35 tấn mủ cao su (+7.37% yoy) tuy nhiên sản lượng thu hoạch 13,109.6 tấn (-10% yoy).

(2) Giá bán cao su của PHR đạt 32.97 triệu/tấn (-18.24% yoy) trong khi giá vốn cao su trung bình là 30.3 triệu/tấn (-8% yoy).

Biên LN từ HĐKD cải thiện lên mức 22.27% so với mức 14.08% năm 2017 do (1) DN cắt giảm lương nhân công, (2) tiết giảm chi phí NVL.

LNST tăng mạnh 93% chủ yếu do thu nhập khác từ hoạt động thanh lý cao su đạt 425 tỷ đồng (+112% yoy) với diện tích thanh lý 1,300 ha, giá bán 280 triệu đồng/ha.

Hệ số thanh toán ngắn hạn tăng từ 0.99 lên 1.71 cho thấy sự cải thiện khả năng thanh khoản của DN.

Tỷ lệ Phải thu ngắn hạn/TSNH duy trì 52% mỗi năm, lượng phải thu tăng chủ yếu từ khoản thu về cổ tức được chia 52.5 tỷ từ NTC và 7.7 tỷ từ KCN Tân Bình.

HTK chiếm khoảng 22% TSNH, chủ yếu là thành phẩm để bán trong kỳ tới.

TSDD dài hạn lớn chiếm 22.3% TTS do DN đầu tư vào vườn cây kiến thiết cơ bản diện tích lớn (khoảng 6,000 - 7,000 ha)

Chu kỳ vòng quay tiền mặt tăng từ 62 ngày lên 87.9 ngày do tăng chủ yếu ở khoản HTK

Vay ngắn hạn giảm 336 tỷ đồng do DN trả bớt nợ ngắn hạn, giảm chi phí lãi vay.

Tỷ lệ nợ vay/TTS tăng từ mức 44% lên 47% tăng chủ yếu vay để thực hiện dự án trồng và chăm sóc 8.000 ha cao su tại Campuchia.

Hiện nay, PHR còn khoảng hơn 3,000 ha gỗ già và sẽ tiếp tục thanh lý trung bình mỗi năm 1,000ha cho đến năm 2022 giúp đảm bảo khoản thu nhập này trong ít nhất 2-3 năm tới.

Giá định của BSC:

1) Giá cao su sẽ ở mức 33 triệu đồng/tấn, sản lượng tiêu thụ ước đạt 29,400 tấn.

(2) Giá gỗ cao su ở mức 300 triệu đồng/ha.

(3) Thu nhập khác từ việc thoái vốn và bàn giao đất cho NTC và VSIP ước đạt 746 tỷ đồng

DPR - CTCP Cao su Đồng Phú

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	924	855	853	1.070	1.030
LN gộp	285	203	215	318	340
DT tài chính	54	55	52	57	65
CP tài chính	(19)	(16)	(6)	(12)	(16)
Lãi vay	(4)	(2)	(3)	(8)	8
CP bán hàng	(19)	(16)	(15)	(15)	(16)
CP QLDN	(51)	(65)	(66)	(79)	(85)
Lãi/lỗ HĐKD	250	160	181	269	288
TN nhập khác (ròng)	6	30	9	1	14
LN trước thuế	256	190	189	270	302
LN sau thuế	214	156	161	225	235
LN CĐ thiếu số	-	11	8	12	1
LN Cty mẹ	214	145	153	213	235

TS ngắn hạn	1,132	1,200	1,170	1,195	1,245
Tiền và DT ngắn hạn	599	749	622	519	277
Phải thu ngắn hạn	80	118	57	80	87
Tồn kho	140	128	113	133	142
TS ngắn hạn khác	37	36	39	54	40
TS dài hạn	2,180	2,193	2,277	2,288	2,446
Phải thu dài hạn	52	46	59	58	76
TSCĐ	687	634	714	1,092	1,378
TS dở dang dài hạn	1,206	1,298	1,267	845	593
TS dài hạn khác	10	17	19	37	128
Tổng TS	3,312	3,393	3,448	3,483	3,690
Nợ phải trả	658	722	794	859	1,252
Nợ ngắn hạn	268	290	265	260	520
Vay ngắn hạn	68	92	61	22	47
Nợ dài hạn	390	432	529	598	732
Vay dài hạn	206	221	211	203	191
Vốn chủ sở hữu	2,654	2,672	2,654	2,624	2,438
Vốn góp	430	430	430	430	430
LN chưa phân phối	709	661	578	515	297
Tổng nguồn vốn	3,312	3,393	3,448	3,483	3,690

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	1,111.9	-2%	289.5	15.1%	6,853

DTT và LNST của DPR lần lượt đạt 1,029.84 tỷ đồng (-3.7% yoy) và 234.9 tỷ đồng (+10.2% yoy) trong đó:

(1). Sản lượng tiêu thụ cao su 2018 đạt 15,820 tấn (-4.6% yoy), sản lượng thu hoạch 13,627 tấn cao su (-4.6% yoy), năng suất khai thác đạt 2.1 tấn/ha (2) Giá bán cao su bình quân đạt 32.9 triệu/ha -17.54% yoy, giá vốn cao su không đổi là 30.6 triệu/tấn khiến biên LNG mỏng cao su giảm từ 23% xuống còn 7% (3) Diện tích vườn thanh lý năm 2018 là 554.45 ha đã ghi nhận doanh thu 155,246 tỷ đồng (+213% yoy).

Tỷ lệ CPBH&QLDN/DTT tăng từ 8.78% lên 9.8% do chi phí NVL và chi phí dịch vụ mua ngoài tăng.

LNST tăng 10.2% YoY chủ yếu do thu nhập khác từ hoạt động thanh lý cao su đạt 155 tỷ đồng (+55% yoy) do giá gỗ cao su đạt 280 triệu/ha (+8% yoy) và diện tích thanh lý đạt 554.45 ha (+44% yoy).

Hệ số thanh toán ngắn hạn giảm từ 5.23 xuống 2.39 cho lượng tiền và tương đương tiền giảm -46.6% yoy.

Cơ cấu vốn ổn định: tỷ lệ TSNH/TTS duy trì 0.34 mỗi năm.

Hệ số nợ/TTS tăng từ 0.24 lên 0.34 do khoản doanh thu chưa thực hiện 418 tỷ đồng (+54.7 yoy).

Tỷ lệ TSDD dài hạn/TTS giảm còn 16%, năm 2017 là 24.3% do chi phí XDDD các vườn KTCB Việt Nam, Campuchia giảm mạnh 440 tỷ (-32% yoy) trong khi TTS tăng +6% yoy.

Các chỉ số năng lực hoạt động có xu hướng giảm, khiến tăng chu kỳ vòng quay tiền mặt từ 64 ngày lên 76 ngày do giảm chủ yếu ở khoản phải trả doanh thu chưa thực hiện 418 tỷ đồng (+54.7 yoy).

KCN Bắc Đồng Phú: Năm 2018 nhu cầu thuê đất công nghiệp tại Bình Phước đã tăng mạnh, Giá cho thuê dự kiến giai đoạn 2018-2020 sẽ khoảng từ 30-32USD/m2/thời gian còn lại cho thuê của dự án.

Giá định của BSC:

(1) giá bán cao 33 triệu đồng/tấn, sản lượng tiêu thụ ước đạt 18,280.5 tấn (2) thanh lý khoảng 500 ha cây cao su với giá bán 280 triệu/ha; (3) thu nhập khác từ kinh doanh BĐS.

NGÀNH NHỰA

BMP – CTCP Nhựa Bình Minh –Giá mục tiêu: 63,140 đồng/CP - P/E fw = 11.7x

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	2,416	2,792	3,309	3,825	3,920
LN gộp	669	890	1,061	923	872
DT tài chính	27	28	49	24	24
CP tài chính	(20)	(30)	(42)	(98)	(105)
Lãi vay	(7)	(4)	(3)	(1)	(0)
CP bán hàng	(124)	(126)	(167)	(136)	(166)
CP QLDN	(73)	(96)	(115)	(124)	(96)
Lãi/lỗ HĐKD	479	667	786	590	530
TNhap khác (ròng)	1	(2)	(2)	(7)	1
LN trước thuế	481	665	784	583	531
LN sau thuế	377	519	627	465	428
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	377	519	627	465	428
EPS					

Tổng doanh thu +1.8% YoY nhờ sản lượng đạt 94,582 tấn (+0.2% YoY). Cơ cấu sản lượng tiêu thụ: PVC: 85-86%, PE 10%, PPR 4%. Tỷ lệ giảm trừ doanh thu giảm từ 5.7% về 5.1%.

Chi phí NVL bình quân +15.3% trong khi giá bán không thể điều chỉnh do cạnh tranh khiến biên LNG giảm từ 24.1% về 22.2%.

CP bán hàng +22% do khoản chi phí dịch vụ mua ngoài +36% YoY để tổ chức các HN khách hàng.

Tỷ lệ chiết khấu thanh toán tăng nhẹ. Tổng tỷ lệ chiết khấu là 7.9% DT gộp, giảm so với 8.6% cùng kỳ.

Biên EBIT giảm từ 17.3% về 15.6%. LNST -7.9% YoY

TS ngắn hạn	1,486	1,886	2,186	1,815	1,805
Tiền và DT ngắn hạn	704	1,041	895	895	612
Phải thu ngắn hạn	394	505	810	510	598
Tồn kho	374	333	472	385	567
TS ngắn hạn khác	15	8	9	26	27
TS dài hạn	443	552	705	1,057	1,006
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
TSCĐ	211	281	594	935	857
TS dở dang dài hạn	-	9	34	10	13
TS dài hạn khác	218	248	11	45	67
Tổng TS	1,929	2,438	2,891	2,872	2,811
Nợ phải trả	210	423	594	423	356
Nợ ngắn hạn	210	423	594	423	356
Vay ngắn hạn	58	61	106	61	59
Nợ dài hạn	-	0	0	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1,718	2,015	2,297	2,449	2,454
Vốn góp	455	455	455	819	819
LN chưa phân phối	323	448	540	346	309
Tổng nguồn vốn	1,929	2,438	2,891	2,872	2,811

	DTT		LNST		EPS
	2019	%TT	2019	%TT	
Dự báo của BSC	3,984	1.6%	417	-2%	4,590
Kế hoạch của DN	4,076	4%	437	2%	4,828

Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn -200 tỷ YTD do công ty ứng trước cổ tức 2018 tỷ lệ 15% vào cuối năm 2018.

Tốc độ luân chuyển khoản phải thu tăng nhẹ từ 9.4 vòng lên 10 vòng.

HTK + 47.4% YoY, trong đó tồn kho thành phẩm chiếm 38%, tăng gấp đôi so với cùng kỳ nhưng ở mức tương đương 2016. BSC đánh giá điều này có thể do ảnh hưởng của chương trình chiết khấu khuyến mại nhân dịp thành lập công ty cuối năm 2017 đã khiến các đại lý tăng nhập hàng.

Vay ngắn hạn chỉ chiếm 2% tổng tài sản, không có nợ vay dài hạn.

Công ty đã thực hiện **ứng trước cổ tức 2018 tỷ lệ 15% tiền mặt**, tổng cổ tức đã chi trả 122.8 tỷ khiến LNST chưa phân phối - 10.6% YoY.

Dự báo của BSC dựa trên các giả định:

- Sản lượng tiêu thụ năm 2019 đạt 96,470 tấn (+2% YoY).
- Giá bán không đổi, tỷ lệ chiết khấu thương mại tăng lên 5.5% trong khi chiết khấu thanh toán giảm về 2.5%.
- Giá hạt nhựa giữ nguyên như 2018.
- Tỷ lệ trích quỹ KTPL 10% LNST.

NTP – CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	2,998	3,556	4,354	4,430	4,520
LN gộp	926	1,266	1,570	1,473	1,331
DT tài chính	3	2	2	2	15
CP tài chính	(38)	(52)	(56)	(77)	(108)
Lãi vay	(36)	(49)	(55)	(76)	-
CP bán hàng	(414)	(681)	(878)	(779)	(733)
CP QLDN	(113)	(152)	(193)	(182)	(148)
Lãi/lỗ HĐKD	364	400	453	547	376
TN nhập khác (ròng)	(2)	11	(6)	10	3
LN trước thuế	382	412	447	557	380
LN sau thuế	325	366	398	493	332
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	325	366	398	493	332
EPS					

TS ngắn hạn	1,416	1,807	1,924	2,302	2,612
Tiền và DT ngắn hạn	50	240	110	125	83
Phải thu ngắn hạn	650	823	1,080	1,293	1,489
Tồn kho	703	742	717	853	995
TS ngắn hạn khác	14	2	17	32	45
TS dài hạn	1,164	1,445	1,496	1,959	2,204
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
TSCĐ	1,010	1,050	1,115	1,315	1,552
TS dở dang dài hạn	-	174	215	192	184
TS dài hạn khác	38	87	19	8	11
Tổng TS	2,580	3,252	3,420	4,262	4,816
Nợ phải trả	1,114	1,532	1,586	2,176	2,563
Nợ ngắn hạn	1,091	1,454	1,399	1,933	2,327
Vay ngắn hạn	840	1,071	994	1,456	1,884
Nợ dài hạn	23	79	187	243	236
Vay dài hạn	23	71	174	238	236
Vốn chủ sở hữu	1,466	1,719	1,833	2,086	2,253
Vốn góp	563	620	744	892	892
LN chưa phân phối	379	435	367	461	536
Tổng nguồn vốn	2,580	3,252	3,420	4,262	4,816

Tổng doanh thu +2% YoY nhờ sản lượng đạt 90,400 tấn (+1.3% YoY). Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 68% PVC (giữ nguyên so với cùng kỳ), 14% PE và 16% PPR (tăng so với 2017).

Biên LNG giảm từ 33.2% về 29.4% do giá hạt nhựa trong năm tăng, đặc biệt là PE và PPR.

Tỷ lệ CPBH giảm từ 17.6% về 16.2% doanh thu, trong đó khoảng 13% là chi phí chiết khấu, bồi khấu cho các đại lý. **CP QLDN -18% YoY**, tỷ trọng trong doanh thu giảm từ 4.1% về 3.3%.

Năm 2018, NTP đã tăng số năm khấu hao đối với một số MMTB và thiết bị văn phòng để giúp bù đắp một phần tăng CP nguyên vật liệu, ước tính CP tiết kiệm được là 107 tỷ.

Lãi từ liên doanh liên kết giảm mạnh do trong năm 2017 công ty ghi nhận đột biến từ NTP miền Nam.

LNST giảm mạnh 32.7% YoY.

Phải thu khách hàng +26.8%, thời gian thu hồi bình quân tăng 15 ngày lên 104 ngày.

HTK +16.6% YoY, tăng chủ yếu do tồn kho nguyên vật liệu (+50% YTD). Tốc độ luân chuyển HTK chậm lại đáng kể, số ngày vòng quay HTK tăng từ 96 lên 104 ngày.

TSCĐ +18% YoY do tăng từ xây dựng cơ bản dở dang hoàn thành tại NM ở cơ sở Dương Kinh

Tỷ lệ Nợ được duy trì tương đối cân bằng với VCSH ở mức 53%, trong đó nợ vay (NH+DH) chiếm 44% tổng nguồn vốn (+25% YoY).

AAA – CTCP Nhựa và Môi trường xanh An Phát

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	1,561	1,615	2,144	4,070	8,012
LN gộp	183	190	307	550	673
DT tài chính	8	22	30	56	62
CP tài chính	(26)	(50)	(54)	(95)	(209)
Lãi vay	(17)	(24)	(27)	(81)	(126)
CP bán hàng	(79)	(75)	(57)	(106)	(157)
CP QLDN	(36)	(42)	(63)	(79)	(124)
Lãi/lỗ HĐKD	57	49	166	326	246
TN nhập khác (ròng)	1	2	1	2	8
LN trước thuế	57	51	167	328	254
LN sau thuế	48	41	143	263	212
LN CĐ thiếu số	1	1	1	40	32
LN Cty mẹ	47	40	142	223	180
EPS					

TS ngắn hạn	694	1,072	1,362	2,143	3,979
Tiền và DT ngắn hạn	367	470	407	560	1,356
Phải thu ngắn hạn	179	364	456	961	1,613
Tồn kho	138	214	451	537	863
TS ngắn hạn khác	11	24	49	85	147
TS dài hạn	727	883	1,716	2,433	3,550
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	21
TSCĐ	651	637	1,434	2,299	2,199
TS dở dang dài hạn	29	191	215	98	1,208
TS dài hạn khác	8	13	22	36	63
Tổng TS	1,422	1,955	3,078	4,576	7,529
Nợ phải trả	635	1,135	2,123	2,951	4,549
Nợ ngắn hạn	508	667	1,140	1,991	3,206
Vay ngắn hạn	329	439	801	1,418	2,492
Nợ dài hạn	128	468	983	960	1,343
Vay dài hạn	128	171	983	960	1,343
Vốn chủ sở hữu	786	819	955	1,625	2,980
Vốn góp	396	495	570	836	1,712
LN chưa phân phối	188	116	162	284	266
Tổng nguồn vốn	1,422	1,955	3,078	4,576	7,529

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Kế hoạch của DN	10,000	25%	510	155%	2,550

Doanh thu +97% YoY, trong đó (1) doanh thu bán hàng hóa đóng góp 52%, tăng gấp 4 lần với đóng góp khoảng 3000 tỷ đến từ mảng thương mại hạt nhựa; (2) doanh thu bán thành phẩm +26.4% YoY nhờ sản lượng đạt 85,500 tấn (+14% YoY), giá bán bình quân +12% YoY. Cơ cấu thị trường xuất khẩu bao bì nhựa năm 2018: EU 44%, Nhật 29%, Mỹ 19%.

Biên LNG giảm mạnh từ 13.5% về 8.4% do (i) mảng bao bì nhựa biên gộp tăng nhẹ lên 16.8% trong khi (ii) mảng thương mại biên giảm mạnh từ 6.3% về 2.7% do công ty hợp đồng bao tiêu 35% PP của BSR bị trì hoãn trong khi công ty vẫn phải làm thị trường để phục vụ tiêu thụ sau này.

Tỷ lệ CPBH và QLDN/ doanh thu giảm từ 4.5% về 3.5%.

Lãi vay +56% do dư nợ vay tăng, lỗ tỷ giá gấp 4 lần cùng kỳ, ngoài ra công ty còn ghi nhận CP tài chính khác 35 tỷ.

Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn tăng mạnh 710 tỷ tại thời điểm cuối năm, chiếm 9.4% tổng TS.

Phải thu NH +67.8% YoY, cả phải thu khách hàng và trả trước người bán đều tăng mạnh do ảnh hưởng của mảng thương mại hạt nhựa.

HTK +60.8% YoY, chủ yếu do tăng ở thành phẩm và hàng hóa. Tốc độ luân chuyển tăng đáng kể từ 7 lên 10.5 vòng/năm.

TS dở dang DH tăng khoảng 1,100 tỷ chủ yếu từ KCN Việt Hòa – Kenmark.

Vay ngắn hạn +76% YoY, vay dài hạn +40% YoY. Tỷ lệ Nợ giảm nhẹ về 60%. Q4/2018, AAA đã thực hiện phát hành 400 tỷ TP chuyển đổi kèm chứng quyền để phát triển KCN CNC An Phát Complex.

Vốn góp tăng gấp đôi nhờ phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:1, giá 14,000 đồng/CP vào tháng 5/2018.

NGÀNH HÓA CHẤT

DPM – TCT Phân bón và hóa chất dầu khí - TP 20,600 đồng/cổ phiếu-

Upside -1%- P/E FW 10.76

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	9,549	9,765	7,925	7,996	9,297
LN gộp	2,428	3,153	2,396	2,111	1,899
DT tài chính	407	257	234	165	124
CP tài chính	(5)	(7)	(14)	(1)	(74)
Lãi vay	(3)	(3)	(4)	(0)	(63)
CP bán hàng	(702)	(751)	(735)	(803)	(612)
CP QLDN	(571)	(597)	(499)	(639)	(486)
Lãi/lỗ HĐKD	1,278	1,856	1,385	837	854
TN nhập khác (ròng)	7	25	8	16	16
LN trước thuế	1,285	1,880	1,393	853	871
LN sau thuế	1,134	1,522	1,165	708	712
LN CĐ thiếu số	38	34	24	13	13
LN Cty mẹ	1,096	1,488	1,141	694	700

TS ngắn hạn	7,201	8,082	5,816	5,017	5,172
Tiền và DT ngắn hạn	5,155	5,771	4,154	3,257	2,672
Phải thu ngắn hạn	406	821	513	257	521
Tồn kho	1,492	1,365	923	1,223	1,663
TS ngắn hạn khác	147	125	227	281	317
TS dài hạn	2,910	2,837	3,753	5,247	5,962
Phải thu dài hạn	2	22	2	2	1
TSCĐ	2,049	1,854	1,910	1,835	5,313
TS dở dang dài hạn	247	612	1,350	2,862	137
TS dài hạn khác	109	87	163	241	215
Tổng TS	10,111	10,919	9,569	10,264	11,134
Nợ phải trả	1,106	2,372	1,340	2,221	2,879
Nợ ngắn hạn	1,044	1,835	1,159	1,418	1,514
Vay ngắn hạn	94	2	-	-	202
Nợ dài hạn	62	536	180	803	1,365
Vay dài hạn	1	230	-	629	1,032
Vốn chủ sở hữu	9,005	8,548	8,229	8,043	8,255
Vốn góp	3,800	3,800	3,914	3,914	3,914
LN chưa phân phối	1,470	1,038	625	442	657
Tổng nguồn vốn	10,111	10,919	9,569	10,264	11,134

	DTT 2019	%TT	LNST 2019	%TT	EPS
Dự báo của BSC	9,490	2.1%	755	6%	1,928
Kế hoạch của DN	9,968	7.2%	471	-44.9%	1,202

Doanh thu cả năm 2018 của DPM đạt gần 9,400 tỷ đồng (+15% yoy)- tăng mạnh chủ yếu do sản lượng tăng thêm của tổ hợp NH3-NPK được đưa vào hoạt động từ giữa năm 2018 và giá bán trung bình nửa cuối năm 2018 tăng 17%

Giá khí trong năm 2018 tăng mạnh+27%yoy khiến cho biên lợi nhuận gộp của DPM bị ảnh hưởng mạnh

Tổng chi phí giảm 20% do giảm CP bán hàng thông qua nhiều chính sách khác nhau (chế độ lương thưởng hợp lý, tiết kiệm các khoản chi phí bất thường...)

Lợi nhuận sau thuế của DPM năm 2018 đạt 712 tỷ đồng (+0.56%yoy) tương đương với mức EPS vào khoảng 1,820 đồng/cổ phiếu

TSCĐ của DPM tăng mạnh trong năm 2018 (+190% yoy) chủ yếu đến do việc hoàn thành cụm nhà máy NH3-NPK với tổng đầu tư khoảng 4,000 tỷ đồng)

Nợ dài hạn của DPM tăng mạnh trong giai đoạn 2016-2018 (+275%/năm) chủ yếu để phục vụ cho việc triển khai cụm nhà máy mới.

Sản lượng dự kiến tiêu thụ dự kiến tăng 13% lên mức 1,350 tấn doanh thu dự kiến tăng khoảng 6% (do dự kiến giá bán năm 2019 sẽ giảm do áp lực cạnh tranh). Lợi nhuận dự phóng sẽ giảm so với năm 2018, chỉ ở mức 471 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng có thể hoàn thành được kế hoạch này một cách tương đối dễ dàng trong năm 2019.

DGC – CTCP Bột giặt và Hóa chất Đức Giang

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	2,037	2,438	2,622	626	6,062
LN gộp	363	471	419	116	1,368
DT tài chính	37	96	31	90	42
CP tài chính	(22)	(31)	(19)	(1)	(56)
Lãi vay	(12)	(8)	(6)	-	(27)
CP bán hàng	(95)	(130)	(133)	(51)	(341)
CP QLDN	(28)	(44)	(44)	(15)	(92)
Lãi/lỗ HĐKD	260	413	342	140	920
TN nhập khác (ròng)	0	0	0	0	(5)
LN trước thuế	260	413	342	140	916
LN sau thuế	221	390	320	128	882
LN CĐ thiếu số	72	110	78	-	1
LN Cty mẹ	149	280	242	128	880
EPS	4,224	5,412	2,982	2,466	12,389

TS ngắn hạn	944	827	839	371	2,134
Tiền và DT ngắn hạn	8	11	186	83	520
Phải thu ngắn hạn	742	609	470	239	749
Tồn kho	156	177.67	173	35	797
TS ngắn hạn khác	38	30	11	14	68
TS dài hạn	733	1,007	1,165	516	2,610
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
TSCĐ	535	613	651	36	2,345
TS dở dang dài hạn	64	29	36	11	157
TS dài hạn khác	35	48	49	30	108
Tổng TS	1,677	1,835	2,005	886	4,744
Nợ phải trả	743	641	641	220	1,563
Nợ ngắn hạn	743	641	641	220	1,563
Vay ngắn hạn	453	333	386	-	1,133
Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	934	1,194	1,364	666	3,181
Vốn góp	335	422	500	500	1,078
LN chưa phân phối	127	240	296	60	1,155
Tổng nguồn vốn	1,677	1,835	2,005	886	4,744

	DTT		LNST		
	2019	%TT	2019	%TT	EPS
Kế hoạch của DN	6,812	12.3%	700	-20.6%	6,493

Năm 2018, DGC chứng kiến KQKD ấn tượng sau khi hợp nhất với DGL. DTT và LNST lần lượt đạt 6,062 tỷ (+868% YoY) và 882 tỷ (+589% YoY).

(1) Phốt pho vàng: DT đạt 2,498 tỷ (+31% YoY), sản lượng đạt 40,900 tấn (+26% YoY), giá bán đạt 61.07 triệu/tấn.

(2) WPA 50%: DT đạt 1,485 tỷ (+14% YoY), sản lượng đạt 192,868 tấn (-9%), giá bán đạt 7.7 triệu/tấn

(3) HPO 85%: DT đạt 523 tỷ (+31% YoY); sản lượng đạt 25,291 tấn (+17% YoY), giá bán đạt 20.7 triệu/tấn

(4) Phân bón MAP: DT đạt 660 tỷ (+128% YoY); sản lượng đạt 73,812 tấn (+98% YoY), giá bán đạt 8.9 triệu/tấn

(5) Phụ gia TACN (DCP): DT đạt 436 tỷ (+27% YoY); sản lượng đạt 57,765 tấn (+12% YoY); giá bán đạt 7.5 triệu/tấn.

Sau khi sát nhập DGL, khoản phải thu tăng đột biến: Chemtrade Phosphorus Specialties LLC (76 tỷ); Agrifields DMCC (116 tỷ)

DGC đang triển khai 2 dự án chế biến sâu:

(1) Dự án NPK hóa học 100,000 tấn/năm

(2) Dự án Phốt pho đỏ 5,000 tấn/năm

Trong các khoản vay nợ ngắn hạn, công ty ghi nhận:

(1) Khoản vay 136 tỷ từ ông Đào Hữu Duy Anh (thành viên HĐQT) với lãi suất 7%/năm

(2) Khoản vay 997 tỷ từ ngân hàng

Năm 2019, công ty đặt kế hoạch LNST giảm mạnh so với 2018:

(1) Phốt pho vàng: DT dự kiến 3,300 tỷ (+32% YoY), sản lượng 50,000 tấn (+22% YoY)

(2) WPA 50%: DT dự kiến 1,565 tỷ (+5% YoY), sản lượng 192,000 tấn (-0.4% YoY)

(3) HPO 85%: DT dự kiến 286 tỷ (-45% YoY), sản lượng 15,000 tấn (-41% YoY)

(4) Phân bón MAP: DT dự kiến 600 tỷ (-9% YoY), sản lượng 70,000 tấn (-5% YoY)

(5) Phụ gia TACN (DCP): DT dự kiến 455 tỷ (+4% YoY), sản lượng 70,000 tấn (+21% YoY)

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như phân tích tình hình kết quả kinh doanh và triển vọng tương lai của các 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: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

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

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

Bloomberg: BSCV <GO>

