



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH 2019

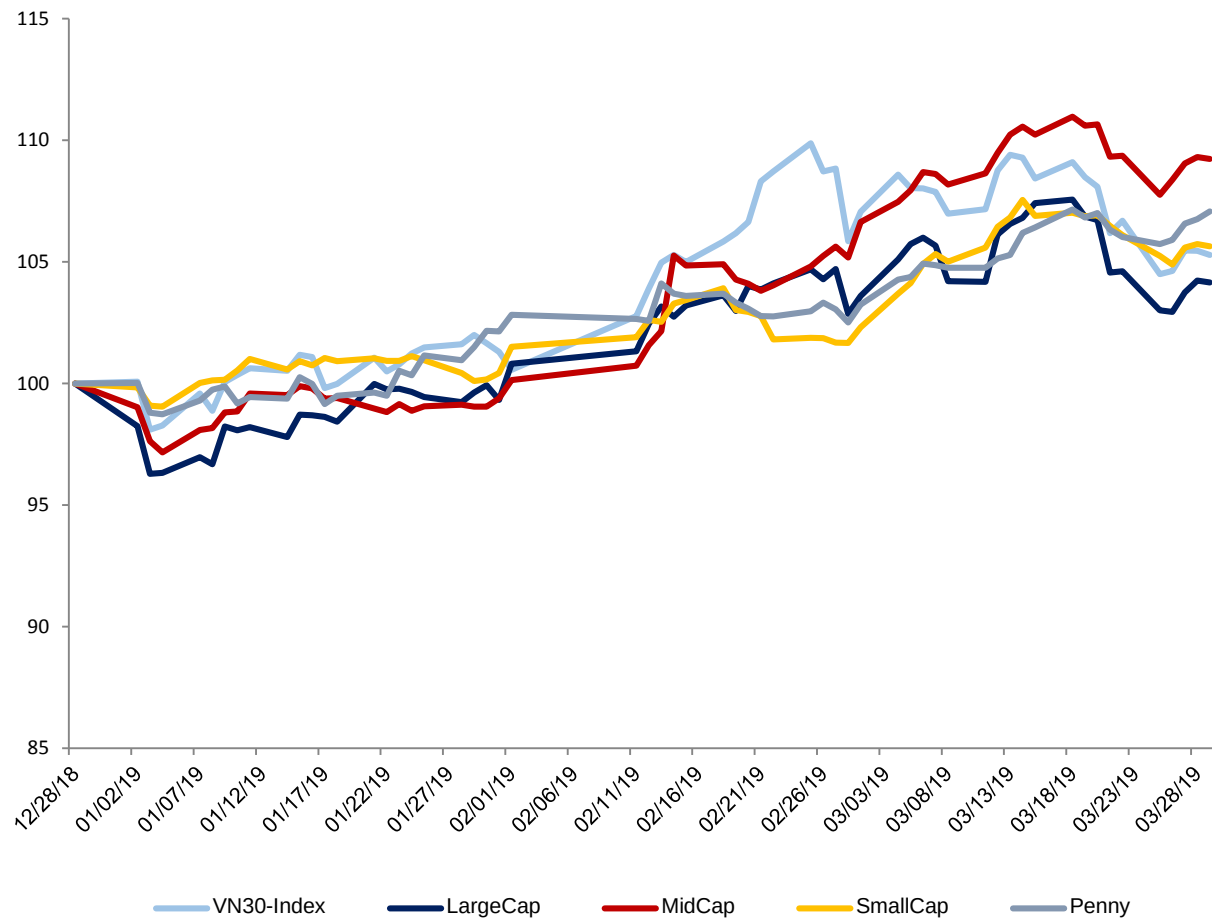
MỤC LỤC

Diễn biến TTCK trong 3 tháng đầu năm 2019	3
Top các cổ phiếu nổi bật Quý 1/2019	6
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 3T2019	7
Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	9
Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2019.....	10
Chiến lược đầu tư ngành Quý 2/2019	12
Chủ đề đầu tư Quý 2 và năm 2019	14
Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến các nhóm ngành	16
Triển vọng Ngành Quý 2 và cả năm 2019	17
Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan].....	26
Ngành Cảng biển [Khả quan].....	28
Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan]	30
Ngành Dệt may [Khả quan]	32
Ngành Điện [Khả quan]	35
Ngành Ô Tô [Khả quan]	37
Ngành Tiêu Dùng [Khả Quan].....	39
Ngành Ngân hàng [Trung lập]	42
Ngành Dầu Khí [Trung Lập]	46
Ngành Bất Động Sản [Trung Lập]	48
Ngành Xây Dựng [Trung lập]	54
Ngành Thép [Trung lập]	56
Ngành Gạch men [Trung lập]	59
Ngành Nhựa [Trung lập].....	61
Ngành Xi măng [Trung lập].....	63
Ngành Dược [Trung lập].....	66
Ngành Vận tải [Trung Lập]	68
Ngành Cao su [Trung lập].....	71
Ngành Săm lốp [Trung lập].....	73
Ngành Phân bón [Trung lập]	75
Ngành Thủy sản [Trung lập]	77
Ngành Mía đường [Kém khả quan].....	80

Diễn biến TTCK trong 3 tháng đầu năm 2019

- **Xét về chỉ số.** Chỉ số thị trường đã có những cải thiện tích cực so với quý 4/2018 với chỉ số 2 sàn HSX và HNX tăng lần lượt 88.22 điểm (+9.88% YTD) và 3.21 điểm (+3.08% YTD). VN-Index đóng cửa ở mức 980.76 điểm.
- **Về diễn biến thị trường.** Sau giai đoạn ảm đạm của thị trường chứng khoán quý 4/2018, thị trường đã có những cải thiện tích cực trong quý 1/2019 với sự hỗ trợ mạnh mẽ của các cổ phiếu trụ. Các mã hỗ trợ thị trường mạnh nhất là VIC (góp 20.13 điểm), VHM (góp 18.53 điểm), VCB (góp 15.5 điểm), GAS (góp 7.97 điểm) và VNM (góp 7.96 điểm). Ở chiều ngược lại, các cổ phiếu đóng góp mạnh nhất vào đà giảm điểm của chỉ số gồm có SAB (giảm 3.56 điểm), NVL (giảm 2.36 điểm), YEG (giảm 1.28 điểm), ROS (giảm 1.16 điểm) và VJC (giảm 0.58 điểm).
- **Nhóm cổ phiếu.** Tính đến tháng 3/2019, tất cả nhóm cổ phiếu đều có hiệu suất dương. Nhóm MidCap là nhóm có sự cải thiện hiệu suất mạnh mẽ nhất với 9.22% YTD, theo sau là nhóm Penny (+7.07% YTD), Small Cap (+5.64% YTD), VN30 (+5.27% YTD) và LargeCap (+4.12% YTD). 3 ngành có mức tăng điểm mạnh nhất là Bất động sản (+18.25% YTD) do VIC, Y tế (+15.49% YTD) do DHG và Ô tô và phụ tùng (+13.76% YTD) do DRC, 3 ngành giảm mạnh nhất gồm Truyền thông (-45.98% YTD) do YEG, Bán lẻ (-5.62% YTD) do MWG và Du lịch & Giải trí (-0.9% YTD) do VJC.
- **Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến VN-Index và TTCK quý 1/2019.** Bên cạnh những thông tin tiêu cực phần nào đã phản ánh lên thị trường như **(1) Sự giảm tốc của tăng trưởng kinh tế, (2) Kết quả tiến trình Brexit vẫn chưa xác định và (3) Lãi suất trái phiếu 10 năm của Mỹ giảm xuống mức thấp hơn lãi suất trái phiếu Mỹ 3 tháng.** Thị trường chứng khoán Việt Nam và thế giới cũng đón nhận một số thông tin tích cực như **(1) Kỳ vọng chấm dứt chiến tranh thương mại Trung- Mỹ, (2) FED thay đổi quan điểm trong điều hành bằng việc nới lỏng chính sách tiền tệ, dự kiến không tăng lãi suất trong năm 2019, (3) Giá dầu thế giới phục hồi mạnh mẽ.**
- Các thông tin trong nước cũng tích cực hỗ trợ thị trường với **các chỉ báo kinh tế tiếp tục có sự cải thiện, đặc biệt khi GDP 2018 đạt mức tăng trưởng cao nhất trong 7 năm.** Thêm vào đó, **mặt bằng kết quả kinh doanh khả quan của các công ty trong mùa công bố KQKD năm 2018 và kế hoạch kinh doanh năm 2019** cũng là yếu tố duy trì tâm lý hưng phấn của nhà đầu tư. BSC đã thực hiện Báo cáo tổng kết KQKD 2018 gửi đến quý nhà đầu tư (chi tiết xin tham khảo tại [link](https://www.bsc.com.vn/)).

- Diễn biến của các nhóm cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Các sự kiện theo mốc thời gian

Tháng	Ngày	Việt Nam	Ngày	Quốc tế
1	17	Đáo hạn HĐTL	29-30	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	18	ETF VN30 review	24	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	25	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 4		
2	4-8	Nghỉ tết Nguyên Đán	24	Tổng tuyển cử Thái Lan
	21	Đáo hạn HĐTL	28	Ishare MSCI review
3	1	CTTM Mỹ-Trung: Mức thuế quan cho 200 tỷ đồ hàng hóa Trung Quốc tăng từ 10% lên 25%	21-22	ETF VNM, ETF FTSE review
	21	Đáo hạn HĐTL	25-29	FTSE Công bố xếp hạng thị trường kỳ giữa năm
			7	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ
			19-20*	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ
4	15	Giỗ tổ Hùng Vương	10	ECB họp
	18	Đáo hạn HĐTL	Tháng 4-5	Tổng tuyển cử Ấn Độ
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 1	30/4-1/5	Fed họp
	19	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	30	Hạn cuối nộp BCTN		
5	1	Nghỉ quốc tế lao động	31	Ishare MSCI review
	16	Đáo hạn HĐTL		
	Tháng 5	Hội nghị trung ương đảng lần thứ 9		
6	21-22	ETF VNM, ETF FTSE review	6	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ
	20	Đáo hạn HĐTL	18-19	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ
	Tháng 6	Họp Quốc hội	20	MSCI công bố xếp hạng thị trường
			28-29	Cuộc họp G20
7	18	ETF VN30 review	25	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ
	18	Đáo hạn HĐTL	30-31	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ
	19	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 2		
8	15	Hạn cuối nộp BCTC bán niên	25-27	Cuộc họp G7
	15	Đáo hạn HĐTL	30	Ishare MSCI review
9	1	Nghỉ quốc khánh	12	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ
	18-19	ETF VNM, ETF FTSE review	17-18*	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ
	19	Đáo hạn HĐTL	23-27	FTSE Công bố xếp hạng thị trường kỳ cuối năm
10	17	Đáo hạn HĐTL	24	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ
	18	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục	27	Tổng tuyển cử Argentina
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 3	29-30	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	Tháng 10	Hội nghị trung ương lần thứ 10		
11	21	Đáo hạn HĐTL	29	Ishare MSCI review
	Tháng 11	Họp Quốc hội		
12	19	Đáo hạn HĐTL	10-11*	Fed họp và công bố chính sách tiền tệ
	20-21	ETF VNM, ETF FTSE review	12	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ

Top các cổ phiếu nổi bật Quý 1/2019

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/03/2019	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
VIC	115,900	21.62%	19.4
VHM	91,500	24.66%	12.4
VCB	67,300	25.80%	6.4
GAS	98,200	15.66%	5.9
VNM	134,800	12.33%	5.03

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/03/2019	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
SAB	249,700	-6.65%	-10.6
NVL	55,800	-13.08%	-7.7
YEG	1,000,000	-57.45%	-4.6
ROS	32,000	-17.31%	-3.6
VJC	116,500	-2.92%	-2.0

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá 01/01/2019	Giá 31/03/2019	%Chg
DCL	9,350	19,800	147%
NVT	6,700	11,500	119%
OGC	3,540	5,830	77%
GTN	10,300	16,600	76%
PHR	33,450	52,600	70%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá 01/01/2019	Giá 31/03/2019	%Chg
YEG	235,000	100,000	-54%
SJF	7,300	4,010	-54%
C47	19,500	11,550	-45%
FRT	71,900	49,700	-41%
ICF	1,850	1,280	-33%

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/03/2019	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
PVS	24,100	41.76	1.61
NVB	8,900	18.67	0.38
DBC	29,500	32.29	0.30
VCS	98,000	5.06	0.27
TNG	17,200	66.45	0.25

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/03/2019	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
SHB	8,900	-4.3	-0.5692
DL1	33,500	-11.61	-0.2941
VGC	18,800	-14.03	-0.2345
NTP	50,000	-5.66	-0.1394
CEO	14,000	-6.38	-0.11

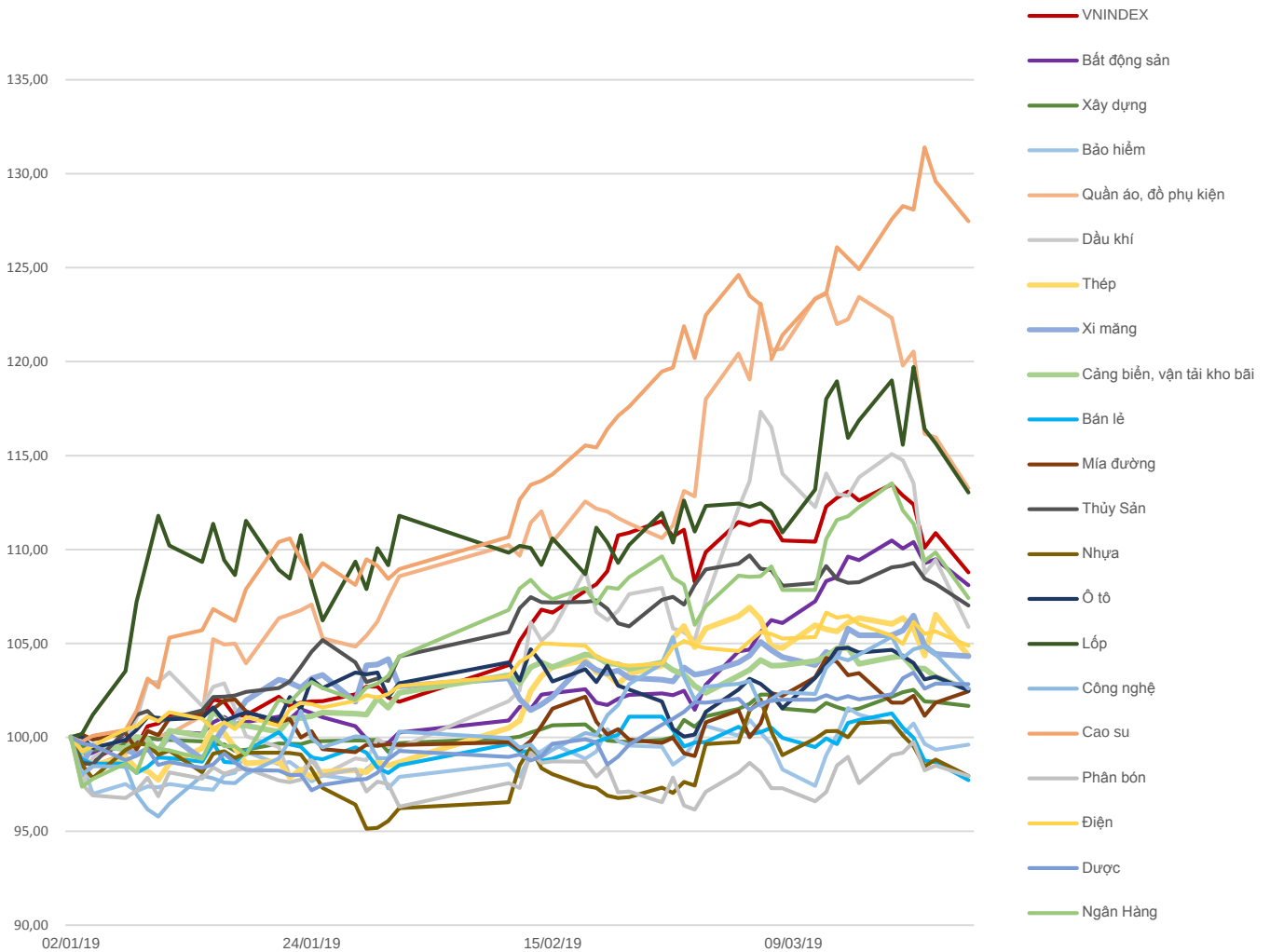
TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá 01/01/2019	Giá 31/03/2019	%Chg
SRA	11,500	35,000	204%
MBG	2,190	5,900	169%
BST	11,200	26,500	137%
BIT	600	1,400	133%
SDD	1,800	3,800	111%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá 01/01/2019	Giá 31/03/2019	%Chg
CMV	23,001	10,500	-54%
KAC	17,200	7,900	-54%
STT	9,210	5,070	-45%
HOT	48,003	28,250	-41%
ROS	60,696	40,800	-33%

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 3T2019

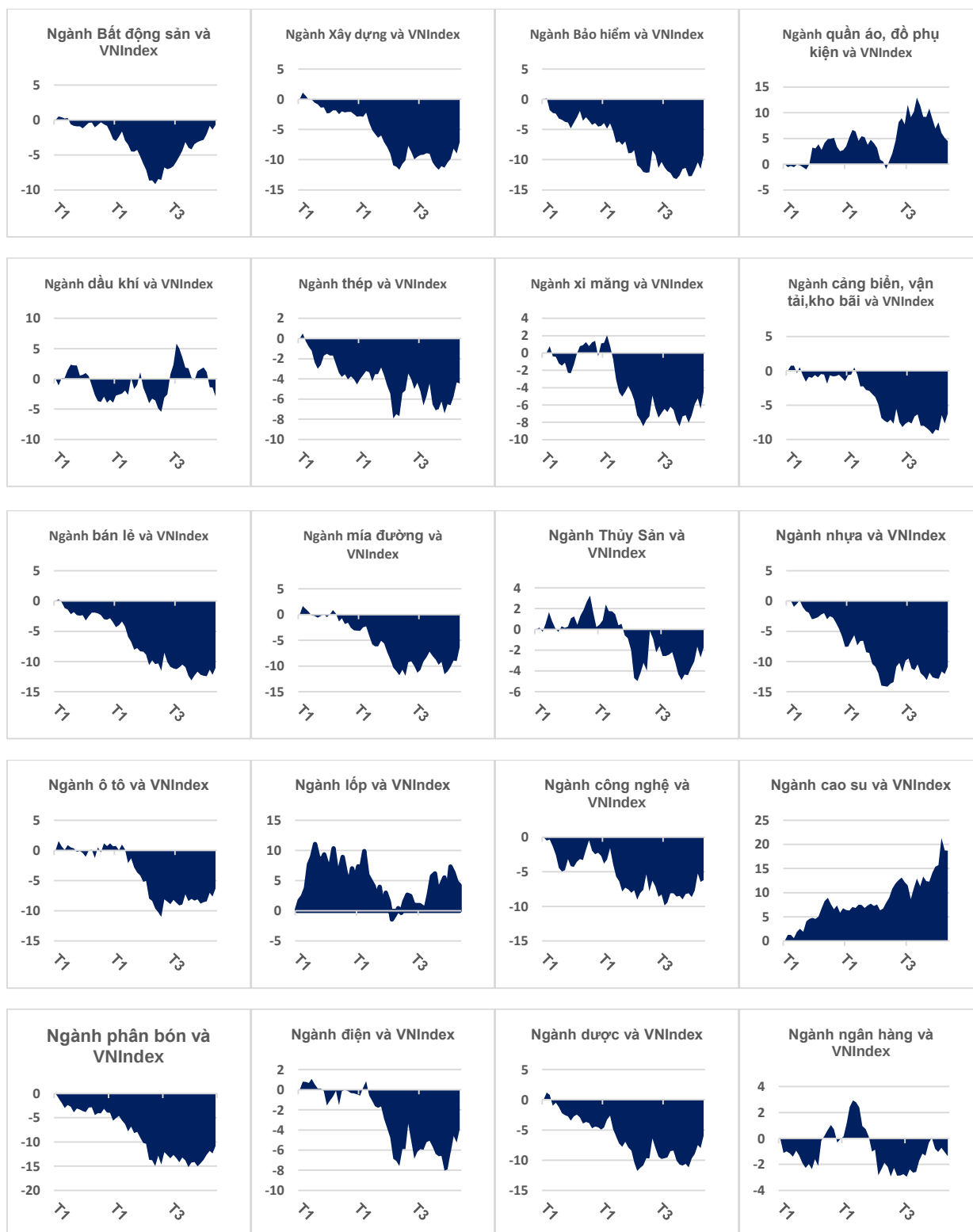
Diễn biến của VN-Index và các ngành



Nguồn: Bloomberg, BSC Research*

Lưu ý: Sử dụng phương pháp tính toán bình quân dựa trên hiệu suất cổ phiếu so với thời điểm đầu năm (không tính tới yếu tố tỷ trọng các cổ phiếu lên VN-Index).

Nhìn chung, đa phần các ngành đều có sự phục hồi đáng kể sau đợt giảm mạnh vào quý IV năm 2018. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy ngoại trừ ngành **Đệt may, Cao su và Săm lốp** có sự tăng đồng đều ở hầu hết các cổ phiếu trong ngành thì các ngành còn lại đều có hiệu suất trung bình kém hơn thị trường (VN-Index). Điều này chứng tỏ sự phân hóa rõ rệt giữa các cổ phiếu trong ngành, trong khi đó hiệu suất trung bình của một số cổ phiếu chúng tôi lưu ý ở báo cáo triển vọng ngành năm 2019 lại cho thấy sự vượt trội so với VN-Index ([Link](#)). Chiều ngược lại, Bán lẻ, Nhựa, Bảo Hiểm và Phân bón đều có mức giảm sâu hơn VN-Index.



Nguồn: BSC research

Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

	Mã CK	Giá ngày	Giá ngày	Tăng/ Giảm	KLGD TB
Ngân hàng	ACB	29,200	30,300	4%	2,211,208
	MBB	19,350	22,400	16%	4,848,791
	TCB	25,600	25,600	0%	2,425,223
	VCB	53,600	67,300	26%	1,183,230
Bảo hiểm	BMI	20,500	22,500	10%	83,772
	PVI	32,500	37,500	15%	84,132
Dầu khí	GAS	86,800	98,200	13%	552,549
	PVD*	14,200	17,900	26%	2,705,120
	PVS	17,200	20,600	20%	3,711,479
Điện	POW	15,600	15,150	-3%	2,496,158
	GEX	21,850	23,100	6%	1,302,936
	PC1	23,950	23,500	-2%	147,188
	REE	30,650	31,850	4%	572,771
Bất động sản	HDG	33,100	41,200	24%	383,913
	KBC	13,000	14,700	13%	2,910,288
	VHM	73,500	91,500	24%	719,780
	NLG	25,800	27,500	7%	496,622
Xây dựng	CTD	160,000	143,400	-10%	157,835
Thép	HPG	30,800	32,200	5%	4,767,239
	HSG	6,460	9,400	46%	4,272,626
	NKG	7,610	7,300	-4%	582,917
Gạch men	CVT	18,850	24,650	31%	264,537
	VGC	17,400	20,500	18%	2,435,944
Xi măng	HT1	13,600	15,200	12%	280,541
Nhựa	BMP	50,700	48,550	-4%	125,809
	NTP	40,500	38,000	-6%	16,704
Phân bón	BFC	25,650	24,300	-5%	160,397
	DPM	22,000	19,600	-11%	502,387
Cao su	PHR	34,000	52,600	55%	562,538
	DRC	21,600	22,350	3%	378,490
Săm lốp	DRC	21,600	22,350	3%	378,490
Công nghệ	FPT	41,200	45,500	10%	695,991
	MWG	85,500	84,800	-1%	574,395
Dệt may	TCM	22,350	30,600	37%	1,273,671
	TNG	16,300	22,500	38%	1,193,152
	MSH	41,000	51,000	24%	96,028
	VGT	10,600	12,500	18%	1,385,667
	VGG	50,200	65,800	31%	49,614
Dược phẩm	DBD	40,500	42,750	6%	25,382
	DHG	76,200	118,300	55%	239,411
	PME	59,400	58,000	-2%	3,037
Bán lẻ	PNJ	92,000	99,500	8%	274,135
	VNM	124,000	134,800	9%	828,506
Mía đường	SBT	19,292	18,350	-5%	1,511,241
Cảng biển	GMD	26,400	26,500	0%	430,051
	VSC	40,750	41,300	1%	149,539
Vận tải	PVT	15,600	17,000	9%	428,894
Thủy sản	VHC	88,400	89,800	2%	194,352

Nguồn: BSC Research

(*) Cổ phiếu mới thêm vào danh mục lưu ý trong báo cáo Triển vọng ngành Quý 2/2019

Trong số các cổ phiếu được BSC đưa vào danh sách theo dõi của báo cáo triển vọng ngành đầu năm, có 37/48 mã có tăng trưởng trong 3 tháng đầu năm 2019. **Trung bình tăng trưởng giá cổ phiếu của danh sách nói trên là 12.4% cao hơn so với chỉ số VN-Index tăng 88.22 điểm (+9.88% YTD) và chỉ số HNX-Index tăng 3.21 điểm (+3.08% YTD).**

Một số cổ phiếu có đóng góp lớn vào tăng trưởng danh mục kể trên trong Q1/2019 bao gồm một số mã tiêu biểu như sau **PHR (+54.7% YTD), DHG (+55.2% YTD), HSG (+45.5% YTD), TNG (+38% YTD), TCM (+36.9% YTD), VCB (+25.6% YTD), VHM (+24.5% YTD)**. Nhìn chung, đa phần các mã trong danh sách trên đều có sự phục hồi tốt theo xu hướng chung của thị trường. Tuy nhiên, có một số cổ phiếu trong danh sách không duy trì được xu thế tăng như **CTD, NKG, DPM, SBT, BMP, NTP, ...** đây đa phần là các mã/ngành đang gặp nhiều khó khăn riêng và không thuận lợi.

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

Những thông tin vĩ mô trong và ngoài nước, những chính sách sửa đổi bổ sung quy định mới và lộ trình các FTAs sẽ có tác động trái chiều với nhiều mức độ khác nhau lên thị trường chứng khoán nói chung, các doanh nghiệp nói riêng. BSC đã thống kê các chính sách, sự kiện quan trọng đáng lưu ý trong năm 2019:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 31/03/2019
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: giữ nguyên lãi suất (nới lỏng), kinh tế Mỹ dự báo tăng trưởng chậm lại		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
2	PCB: Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm (RMB phá giá)		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
3	ECB: hoãn thắt chặt chính sách tiền tệ		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
4	GBP: Brexit – Đồng GBP mất giá	31/10/2019	Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
5	Mặt bằng giá nguyên liệu tăng (giá dầu, thép, cao su)		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô Khu vực					
6	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Chính sách kinh tế của tổng thống Hoa Kỳ (Trump)	20/01/2017	Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
9	Các nền kinh tế Châu Á tăng trưởng tích cực		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
10	Cuộc họp OPEC	30/06/2019	Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
11	Cuộc họp G7	25-27/06/2019	Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
12	Cuộc họp G20	28-29/06/2019	Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
Chính sách sửa đổi luật					

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 31/03/2019
1	Sửa đổi luật đầu tư công		Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	Sửa đổi luật đầu tư, luật doanh nghiệp		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	Sửa đổi luật chứng khoán		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
4	Giảm tỷ lệ cho vay trung dài hạn về 30%		Tiêu cực	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
4	Giá điện, giá xăng tăng		Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
5	Kỳ vọng thông qua Luật khu hành chính kinh tế đặc biệt		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
4	Việt Nam nâng hạng thị trường sơ cấp FTSE Russell		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
8	Tăng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
9	Thoái vốn doanh nghiệp Nhà nước (SCIC, Bộ ngành)		Tích cực	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách tiền tệ					
6	Tỷ giá USD/VND cứng lại		Trung lập	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Nợ công chính phủ cao		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	Hiệp định CPTPP (*)	14/01/2019	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
2	FTA Việt Nam - EU	06-07/2019	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	RCEP ASEAN	Đang đàm phán	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research

Chiến lược đầu tư ngành Quý 2/2019

Trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu có phần ảm đạm trước nguy cơ tiềm ẩn chưa rõ ràng như (1) Chiến tranh thương mại, (2) Hỗn loạn Brexit, các vấn đề rủi ro này sẽ có ảnh hưởng nhất định đối với các quốc gia có độ mở nền kinh tế lớn, trong đó bao gồm Việt Nam. Đáng chú ý hơn, Mỹ, EU và một số quốc gia khác đã có những thay đổi nhất định về quan điểm điều hành chính sách tiền tệ/tài khóa thông qua việc nói lỏng hơn. Điều này cho thấy các tín hiệu về sự lo ngại xu hướng giảm tốc trong tăng trưởng về kinh tế toàn cầu. Việc thay đổi các quan điểm điều hành các chính sách trên ở nhiều khu vực như Mỹ, EU, Trung Quốc có thể giúp cho triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới phục hồi trong nửa cuối năm 2019 và kéo dài tăng trưởng kinh tế thế giới trong giai đoạn tiếp theo.

Xét riêng về tình hình trong nước, (1) Việc phục hồi mạnh của giá hàng hóa (dầu, thép, giá điện...) trong quý 1 và sự sụt giảm giá thịt lợn do dịch tả lợn cũng sẽ tạo áp lực nhất định lên chỉ số lạm phát của Việt Nam, (2) Dự thảo luật chứng khoán và các sản phẩm mới được triển khai (Chứng quyền) sẽ giúp tăng tính đa dạng các sản phẩm trên thị trường. Một số vấn đề quan trọng cần lưu ý trong nửa cuối năm 2018:

Sự giảm tốc của kinh tế toàn cầu và việc điều chỉnh dự phóng tăng trưởng kinh tế của nhiều quốc gia

Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) lần thứ 3 hạ dự báo triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới xuống mức thấp nhất 3.3%, giảm so với mức 3.7% cuối năm 2018 và mức 3.5% vào đầu năm 2019. Trong dự báo này IMF cũng hạ tăng trưởng kinh tế Mỹ từ mức 2.5% xuống mức 2.3%, hạ tăng trưởng Eurozone từ 1.6% xuống 1.3% và dự báo tăng trưởng Trung Quốc ở mức 6.3% so với mức 6.6% năm 2018. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng sẽ phục hồi dần trong nửa cuối năm 2019 và năm 2020 (tốc độ tăng trưởng kinh tế dự phóng đạt 3.6%) nhờ vào quan điểm nói lỏng chính sách tiền tệ ở các quốc gia lớn.

Chiến tranh thương mại

Tiến trình đàm phán của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đã có những điểm sáng tích cực hơn với sự nhượng bộ nhất định từ hai bên. Theo đó, Trung Quốc đã đưa ra các đề xuất liên quan đến việc chuyển giao công nghệ bắt buộc: Mỹ sẽ giảm bớt yêu cầu đối với Trung Quốc về vấn đề hạn chế trợ cấp cho các ngành công nghiệp, để tập trung nhiều hơn việc giải quyết các vấn đề khác như (1) Cải thiện bảo hộ trí tuệ và (2) Nâng cao khả năng tiếp cận tới thị trường Trung Quốc, đây là các vấn đề phía bên Trung Quốc đã nhượng bộ trước đó. Tiến trình thảo luận cuộc đàm phán thương mại dự kiến sẽ tiếp tục kéo dài sang đến cuối tháng 5 đến khi cả hai bên đã thực sự đạt được thỏa thuận hợp tác sơ bộ. Kết quả của cuộc đàm phán ít nhiều sẽ ảnh hưởng đến các triển vọng kinh tế thế giới và chiến lược đầu tư của các định chế tài chính lớn.

Hàng hóa và lạm phát

Giá cả các loại hàng hóa đã có sự phục hồi mạnh mẽ kể từ đầu năm 2019. Nhóm tăng giá gồm có (1) Năng lượng dầu, khí và than, (2) một số kim loại như sắt, thép, Nikel và nhôm, (3) Cao su... Ngoài ra, đối với thị trường nội địa, (1) EVN vừa công bố việc tăng giá điện bán lẻ khoảng 8.36% so với giá hiện tại và (2) Giá xăng tăng do ảnh hưởng của giá dầu thế giới cũng tạo nên những áp lực nhất định đối với lạm phát của Việt Nam. Theo đánh giá của chúng tôi, dư địa cắt giảm sản lượng từ OPEC sẽ không còn nhiều, do đó cán

cân cung cầu dầu thô sẽ phụ thuộc vào (1) Nguồn cầu chủ yếu đến từ Trung Quốc và các nước khu vực Châu Á và (2) Sản lượng khai thác dầu đá phiến của Mỹ.

Chính sách tiền tệ thay đổi chuyển sang xu hướng nới lỏng.

Trong cuộc họp vào tháng 3/2019, FED đã phát ra tín hiệu không tăng lãi suất trong năm 2019 và kết thúc thời kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ từ năm 2016 chủ yếu do (1) Tăng trưởng kinh tế Mỹ có dấu hiệu giảm tốc và (2) Áp lực chỉ số lạm phát giảm. Chương trình thắt chặt định lượng (QT) cũng sẽ được FED dừng lại vào tháng 9/2019. ECB sẽ tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ và tiếp tục giữ ở mức hiện tại đến hết năm 2019 do các yếu tố địa chính trị, Brexit. BOJ vẫn giữ nguyên chính sách tiền tệ siêu nới lỏng với mục tiêu hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế và kỳ vọng lạm phát có thể lên mức kế hoạch.

Ngân hàng Nhân Dân Trung Quốc (PBOC) có bước chuyển đổi từ lập trường chính sách tiền tệ “thận trọng và trung lập” sang chính sách “thận trọng và thích hợp”, qua đó có xu hướng nới lỏng một số chính sách tiền tệ. PBOC đã cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR) đối với nhiều ngân hàng thương mại và ngân hàng nước ngoài nhằm thúc đẩy quá trình tài trợ vốn với các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs). Ngoài ra, PBOC còn sử dụng các biện pháp tài khóa để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bằng việc cắt giảm thuế VAT đối với ngành sản xuất từ mức 16% về mức 13%.

So sánh ngang với TTCK khu vực

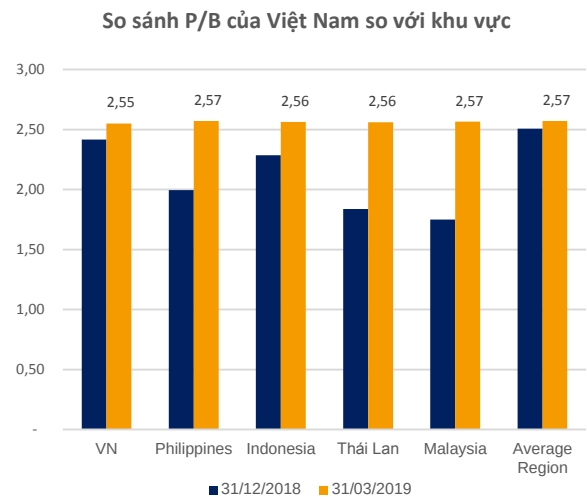
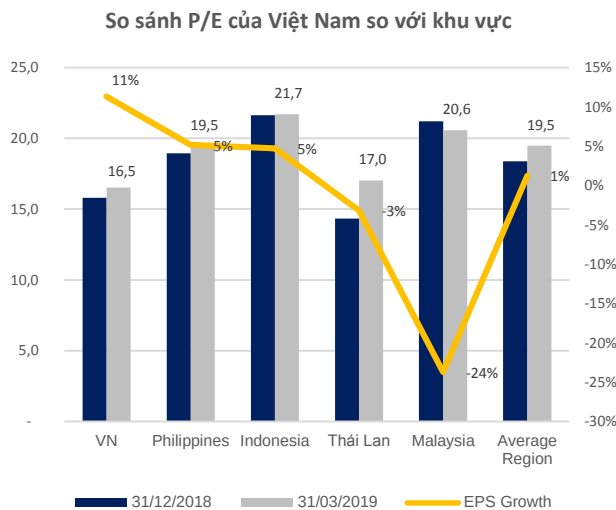
Nhìn chung, sau quá trình phục hồi vào đầu Q1/2019, định giá của TTCK Việt Nam vẫn đang ở mức tương đối hợp lý so với khu vực xét trên chỉ số P/E và P/B. Thêm vào đó cần cân nhắc yếu tố tăng trưởng lợi nhuận (EPS) – cao nhất trong khu vực Đông Nam Á (+11% yoy), tiến độ thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước đầu ngành, khả năng nâng hạng thị trường thì có thể thấy thị trường Việt Nam tương đối hấp dẫn. Tuy nhiên xét trên từng ngành thì mức chiết khấu có sự dao động khác nhau. Các ngành của Việt Nam nếu so sánh với trung vị của nhóm nước Asean là Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan thì hầu như tương đối rẻ hơn về mặt định giá.

	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	13.51	1.57	14.01	1.06	17.1	1.0	11.79	1.12	15.55	1.34	12.46	.99
Hàng tiêu dùng	12.14	1.76	20.36	1.39	18.1	1.3	32.12	2.68	2.60	1.54	16.35	1.06
Công nghiệp	10.14	1.09	15.94	1.19	11.6	1.1	23.04	1.00	15.99	1.69	15.89	1.22
Dầu khí	16.21	1.96	17.62	1.10	7.7	0.5	28.23	4.07	19.09	0.70	16.15	1.50
Dịch vụ tiêu dùng	13.77	2.36	19.10	1.26	20.2	1.5	18.00	0.99	25.92	2.74	16.35	1.06
Vật liệu cơ bản	11.07	0.82	10.95	1.67	8.0	0.8	17.96	2.92	9.71	2.27	12.19	1.07
Tiện ích	12.90	1.69	15.39	1.36	13.4	1.1	19.28	1.20	11.13	1.52	17.35	1.67
Công nghệ	13.48	1.49	17.23	1.86	22.7	2.2	n/a	n/a	n/a	n/a	11.80	1.52
Sức khỏe	15.69	2.05	27.46	2.20	15.5	1.7	85.71	2.20	n/a	n/a	27.46	3.42
Viễn thông	11.19	2.36	46.71	3.13	48.6	2.6	46.71	3.64	46.71	3.64	21.61	1.36

Nguồn: Bloomberg, BSC research

*Chúng tôi lưu ý, chúng tôi đã loại trừ các cổ phiếu có mức PE > 70 lần.

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



Nguồn: BSC Research

Chủ đề đầu tư Quý 2 và năm 2019

Trong giai đoạn ba tháng đầu năm 2019, nhờ vào các thông tin hỗ trợ tích cực về (1) Tiến triển đàm phán thương mại và (2) Dòng tiền quay lại các thị trường mới nổi, TTCK Việt Nam đã khoảng thời gian hồi phục đáng kể, diễn biến đồng pha với các thị trường mới nổi khác và thị trường châu Á. Đi kèm đó, số liệu về vĩ mô của Việt Nam năm 2019 được dự báo tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn giữ mức khả quan. Bước sang Quý II/2019, cổ phiếu Việt Nam tiếp tục diễn biến phức tạp do đã bước qua nửa cuối mùa công bố KQKD và ĐHCĐ đi kèm đó là những rủi ro chưa xác định. Cụ thể, thị trường dự báo sẽ diễn biến theo chiều hướng tăng điểm nhẹ trong nửa đầu tháng 4 và sau đó điều chỉnh nửa cuối tháng 4 đến tháng 5 và hồi phục vào cuối tháng 5- đầu tháng 6 ([link](#)). Triển vọng nhiều ngành trong 1-2 năm tới có sự khác biệt lớn do ảnh hưởng bởi các yếu tố Vĩ Mô ở quy mô toàn cầu nói chung và định hướng về chính sách vĩ mô trong nước nói riêng. Điều này sẽ khiến thị trường chứng khoán tiếp tục phân hóa mạnh và biên độ dao động lớn hơn như năm 2018. Chúng tôi cập nhật lại các chủ đề đầu tư đã được đề cập trong báo cáo triển vọng ngành 2019 bao gồm:

Thứ nhất, câu chuyện thu hút dòng vốn nước ngoài đón đầu kỳ vọng nâng hạng. Khả năng thị trường Việt Nam được nâng hạng vào tháng 9 năm 2019 đã giảm đáng kể sau bản cập nhật mới nhất ở T3/2019 của FTSE Russell. Theo đó, có đến 3/4 tiêu chí bị đánh giá tiêu cực hơn so với kỳ rà soát trước và vẫn nằm trong danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi hạng hai. Nhìn chung, theo chúng tôi đánh giá đây là một bước lùi cho tiến trình nâng hạng thị trường.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng dòng tiền nước ngoài đến từ khả năng Argentina và Kuwait chính thức được MSCI nâng hạng thị trường mới nổi lần lượt vào kỳ T5/2019 và T5/2020. **Theo đó, với giả định trên, trong kỳ T5/2019, tỷ trọng Việt Nam trong MSCI frontier 100 index sẽ tăng từ mức 17% lên 23%** (tương ứng khoảng 31 triệu USD từ ETF Ishare bổ sung) và nâng lên mức 30% vào T5/2020. Chúng tôi lưu ý, nhiều quỹ đầu tư hiện tại cũng đang đầu tư theo chỉ số MSCI Frontier 100 cũng sẽ gia tăng trọng tương ứng, do đó con số thực tế có thể sẽ cao hơn đáng kể.

Thứ hai, sự thay đổi thứ tự trong rổ VN30 và dự báo sẽ có ảnh hưởng lớn đến Vn-Index trong năm.

Trong quý I/2019, rổ VN30 đã có sự thay đổi lớn với 3/4 mã chúng tôi lưu ý trong báo cáo ngành sẽ được thêm vào lần lượt là VHM, TCB, HDB và EIB, đây là nhóm cổ phiếu có vốn hóa rất lớn. Theo đó, tổng tỷ trọng nhóm VN30 tính tới thời điểm 15/04/2019 đã chiếm 74.4% tổng vốn hóa thị trường tăng từ mức 63.9% cuối năm 2018. Ngoài ra nhà đầu tư cũng cần lưu ý các văn bản sửa đổi quy tắc rổ chỉ số VN30 và các lần tái cân bằng danh mục định kỳ, trong đó cần lưu ý về luật giới hạn tỷ trọng các nhóm liên quan. Với quy mô ngày càng lớn của nhiều quỹ đầu tư ETF mô phỏng chỉ số VN30, việc thay đổi tỷ trọng và cơ cấu danh mục VN30 sẽ tác động không nhỏ đến thị trường cơ sở và đặc biệt là thị trường phái sinh.

Thứ ba, kế hoạch niêm yết/cổ phần hóa và chuyển sàn dự kiến sẽ được thúc đẩy nhanh hơn do tiến độ năm 2018 không đạt. Trong quý I/2019, sàn HOSE đã đón nhận một thành viên mới có giá trị vốn hóa lớn chuyển từ Upcom sang là POW. Theo dự kiến trong Quý II/2019 sẽ có thêm hai thành viên có giá trị vốn hóa đáng kể khác dự kiến chuyển bao gồm HVN và VGC. Với việc các mã có tỷ trọng vốn hóa lớn được chấp thuận giao dịch trên sàn HOSE, dự kiến danh mục VN30 sẽ được có những cập nhật, bổ sung đáng kể trong năm 2019.

Thứ tư, cơ hội từ Thoái vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp đầu ngành. Sau hơn một năm trầm lắng về các giao dịch thoái vốn nhà nước, chúng tôi cho rằng giao dịch thoái vốn sẽ sôi động trở lại từ Quý 2/2019, một số doanh nghiệp đầu ngành dự kiến sẽ được thoái vốn trong Quý II và Quý III năm 2019 là DRC, CSM, SRC và BFC (Nhóm Vinachem).

Thứ năm, nhóm cổ phiếu Mid-cap với câu chuyện khác biệt sẽ nhận được nhiều chú ý hơn trong năm. Diễn biến về hiệu suất tăng trưởng của nhóm Mid-cap trong Quý I/2019 khá tương đồng với các dự báo đầu năm của chúng tôi ([link](#)), chủ yếu là các nhóm Thủy sản, Dệt may, ... hưởng lợi từ việc thay đổi chính sách, các hiệp định thương mại và chiến tranh thương mại. Cụ thể, nhóm MidCap là nhóm có sự cải thiện hiệu suất mạnh mẽ nhất với 9.22% YTD, theo sau là nhóm Penny(+7.07% YTD), SmallCap(+5.64% YTD), VN30 (+5.27% YTD) và nhóm Largecap (+4.12% YTD). Chúng tôi cho rằng nhóm Mid-cap trong Quý II/2019 sẽ tiếp tục duy trì hiệu suất tốt như Quý I/2019, tuy nhiên sự phân hóa giữa các cổ phiếu Mid-cap sẽ rõ rệt hơn, do đó nhà đầu tư nên lựa chọn những cổ phiếu có câu chuyện riêng, mức định giá chung so với ngành còn ở mức thấp và dự phóng tăng trưởng kết quả kinh doanh khả quan.

Thứ sáu, nhóm cổ phiếu mang tính chất phòng thủ, có lợi tức cao (điện) và thuộc các ngành có tiềm năng tăng trưởng ổn định (bán lẻ, tiêu dùng, đồ uống) sẽ là lựa chọn an toàn hơn so với thị trường trong giai đoạn rủi ro tăng cao trong bối cảnh tình hình thế giới diễn biến còn phức tạp chưa rõ ràng.

Thứ bảy, đầu tư công cũng là một trong những kế hoạch trọng điểm được đẩy mạnh của chính phủ trong năm 2019. Những tín hiệu đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án đầu tư hạ tầng trong Quý I /2019 cho thấy quyết tâm rõ của chính phủ trong việc đầu tư công. Một số dự án trọng điểm dự kiến triển khai như cao tốc Vân Đồn – Móng Cái (Tháng 4/2019), Sân bay Long Thành (dự kiến năm 2020), cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận (dự kiến đưa vào hoạt động từ năm 2020), Vành Đai 2 – Hồ Chí Minh (đã hoàn thành 55km/70km). Do đó, chúng tôi đánh giá cơ hội khả quan đến nhóm vật liệu xây dựng- xi măng (HT1) và đá xây dựng (KSB, CTI), nhóm xây dựng hạ tầng (CII, VCG, LCG) tham gia cung cấp nguyên liệu và tham gia xây dựng các dự án hạ tầng.

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

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

Nguồn: BSC Research

Triển vọng Ngành Quý 2 và cả năm 2019

- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Bảo hiểm phi nhân thọ, Cảng biển, Công nghệ - Bưu Chính, Dệt may, Điện, Ô tô và Tiêu Dùng**. Đây là những doanh nghiệp được dự báo sẽ có tăng trưởng mạnh trong năm 2019 nhờ nhu cầu tăng trưởng bền vững, hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển các ngành sản xuất sang Việt Nam, được hỗ trợ bởi chiến tranh thương mại Mỹ -Trung.
- Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: **Ngân hàng, Dầu khí, Bất động sản, Xây dựng, Thép, Gạch men, Nhựa, Xi măng, Dược, Phân bón, Vận tải biển, Săm lốp, Cao Su và Thủy sản**. Đây là những ngành có dấu hiệu chững lại về tăng trưởng lợi nhuận như nhóm DN xây dựng, bất động sản và các ngành VLXD; một số ngành có mặt bằng lợi nhuận cao năm ngoái như nhóm Ngân Hàng, Thủy sản, Dầu Khí; một số nhóm ngành kể trên (Nhựa, Phân bón, Vận tải biển) sẽ gặp bất lợi về giá nguyên liệu khi giá dầu có xu hướng tăng trở lại. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với ngành Xi măng lên Trung lập dựa trên tăng trưởng khả quan của tiêu thụ, hỗ trợ bởi hoạt động xuất khẩu.
- Về phía các ngành **KÉM KHẢ QUAN**, chúng tôi cho rằng ngành **Mía đường** vẫn gặp nhiều khó khăn trong năm 2019 do ngành dư cung, giá hàng hóa vẫn chưa hồi phục từ xu hướng giảm.

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

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ – KHẢ QUAN

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **Khả Quan** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ. Ngành bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục duy trì được mức tăng trưởng khả quan cho cả doanh thu và lợi nhuận trong quý 1 ngoài ra diễn biến giá của các cổ phiếu cũng tương đối tích cực khá sát với kỳ vọng của chúng tôi nhờ tiến độ rõ ràng hơn trong việc thoái vốn của nhà nước. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị mua với các doanh nghiệp đầu ngành, nhiều khả năng sẽ tiến hành thoái vốn trong năm nay là PVI và BMI.

NGÀNH CẢNG BIỂN – KHẢ QUAN

BSC đánh giá **Khả Quan** với triển vọng ngành cảng biển năm 2019 sẽ có nhiều tín hiệu khả quan như (1) Áp dụng khung giá dịch vụ khai thác cảng mới tăng 10% (2) Sản lượng container thông cảng sẽ tăng tốt nhờ các hiệp định thương mại CPTPP và EVFTA (3) Chiến tranh thương mại Trung – Mỹ sẽ làm dịch chuyển hàng hóa xuống khu vực Đông Nam Á, đặc biệt là Việt Nam.

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi với GMD và VSC.

NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với cổ phiếu ngành CNTT – Viễn Thông. Đối với cổ phiếu ngành CNTT (FPT, CMG) chúng tôi lạc quan đối với tốc độ tăng trưởng của thị trường xuất khẩu phần mềm và thị trường cho thuê kênh doanh nghiệp. Đối với cổ phiếu ngành Bưu chính (VTP), chúng tôi kỳ vọng xu hướng tiêu dùng online và số lượng cửa hàng mới nhận được từ Telecom là động lực tăng trưởng chính đối với nhu cầu đơn hàng của VTP. Đối với cổ phiếu ngành Viễn thông (VGI), chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ không chịu lỗ tỷ giá đột biến như năm 2018, từ đó, kết quả kinh doanh sẽ được cải thiện đáng kể.

NGÀNH DỆT MAY – KHẢ QUAN

Kể từ cuối năm 2018, sau khi cân nhắc các yếu tố cơ hội và rủi ro, BSC đã nâng khuyến nghị đối với ngành dệt may từ Trung lập lên Khả quan và thực tế, diễn biến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành khá sát với dự báo của chúng tôi. Cho năm 2019, BSC duy trì quan điểm **Khả quan** đối với ngành dựa trên đánh giá xuất khẩu dệt may tiếp tục tăng trưởng nhờ xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam nhưng với tốc độ thấp hơn khi nhu cầu dệt may tại một số thị trường lớn được dự báo sẽ chững lại và kim ngạch xuất khẩu năm 2018 là tương đối cao. Về hiệu quả và chi phí, BSC cho rằng chi phí nhân công tăng sẽ không phải rủi ro quá lớn đối với các doanh nghiệp như có thể thấy trong kết quả kinh doanh năm 2018.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **MSH**, theo dõi với VGG, TNG, TCM, VGT, STK

NGÀNH ĐIỆN – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá ngành điện sẽ vẫn duy trì được mức tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu và giá điện tăng trưởng ổn định. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của các nhóm doanh nghiệp dự kiến sẽ có sự phân hóa:

- Với các doanh nghiệp thủy điện, năm 2019 sẽ là năm khó khăn khi các điều kiện thiên nhiên không ủng hộ. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này được dự báo duy trì ổn định trong các tháng đầu năm 2019.
- Các doanh nghiệp nhiệt điện dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2019-2020 khi sản lượng huy động dự kiến sẽ tăng lên, kết hợp với việc dư nợ ngoại tệ của nhiều doanh nghiệp đã giảm bớt.
- Chúng tôi cũng đánh giá cao các doanh nghiệp xây lắp điện và các doanh nghiệp cung cấp thiết bị điện khi dự kiến các dự án đầu tư công liên quan đến truyền tải và xây dựng các trạm biến áp lớn dự kiến sẽ được đẩy mạnh sau thời gian dài bị trì hoãn do nhu cầu điện lớn từ phía Nam và lượng lớn các nhà máy điện mặt trời được đưa vào hoạt động. Qua đó chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp thiết bị và xây lắp điện sẽ có sự tăng trưởng mạnh trong 2 quý đầu năm 2019 khi ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các dự án điện mặt trời.

NGÀNH Ô TÔ – KHẢ QUAN

Chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** với cổ phiếu ngành ô tô dựa trên những yếu tố sau (1) dư địa ngành ô tô Việt Nam còn rất lớn khi tỷ lệ sở hữu xe chỉ đạt 2% hộ gia đình có xe, thấp hơn so với các nước trong khu vực (Malaysia - 82%, Thái Lan - 51%, Philippines - 6%), (2) thu nhập bình quân đầu người VN tăng cao (3) các hiệp định thương mại tự do giảm thuế nhập khẩu ô tô về Việt Nam xuống mức 0% sẽ thúc đẩy cầu tiêu dùng ô tô (4) Lượng cung xe nhập khẩu cũng sẽ tăng mạnh sau khi NĐ 116 được giải quyết. Tuy nhiên, chúng tôi cũng cho rằng thị trường ô tô sẽ trở nên cạnh tranh hơn giữa các hãng xe khi (1) lượng xe CBU sẽ cạnh tranh mạnh với xe lắp ráp trong nước và (2) xe ô tô của Vinfast cũng sẽ là nhân tố cạnh tranh mạnh trong các phân khúc xe.

Chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ**: VEA

NGÀNH TIÊU DÙNG – KHẢ QUAN

BSC duy trì đánh giá **Trung Lập** với ngành F&B và **Khả Quan** với ngành tiêu dùng bán lẻ. Đối với ngành F&B, chúng tôi kỳ vọng triển vọng ngành F&B sẽ tiếp tục tăng trưởng trung bình 8-9% nhờ vào (1) các hiệp định thương mại CPTPP và EVFTA sẽ giúp xuất nhập khẩu của ngành thực phẩm và đồ uống tăng trưởng (2) Hoạt động M&A trong ngành F&B sẽ tiếp tục sôi động trong năm 2019 như VNM chào mua 46% cổ phần GTN. Đối với ngành tiêu dùng bán lẻ năm 2019 sẽ tăng trưởng mạnh và ổn định trên 11%. Chúng tôi đánh giá khả quan với tốc độ tăng trưởng trên 2 con số nhờ kênh mua sắm online tiếp tục phát triển. Chúng tôi khuyến nghị mua các mã: PNJ, MWG và theo dõi VNM.

NGÀNH NGÂN HÀNG – TRUNG LẬP

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

Chúng tôi khuyến nghị MUA: MBB.

NGÀNH DẦU KHÍ – TRUNG LẬP

BSC duy trì nhận định Trung Lập với Ngành Dầu khí trong năm 2019. Triển vọng ngành dầu khí Việt Nam năm 2019 sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2018 tuy nhiên các dự án mới sẽ được kỳ vọng có nhiều tín hiệu lạc quan hơn từ năm 2020. Ngoài dự án Sao Vàng Đại Nguyệt dự kiến triển khai từ năm 2020, chúng tôi kỳ vọng các dự án Lô B Ô Môn, dự án Nam Côn Sơn GĐ2, dự án Cá Voi Xanh sẽ có nhiều thông tin tích cực hơn về triển khai dự án. Theo đó BSC đánh giá, các nhóm doanh nghiệp thượng nguồn PVS, PXS, PVD, PVB là những doanh nghiệp được hưởng lợi do áp lực tái khởi động các dự án trong bối cảnh thiếu hụt năng lượng và nguồn cung khí dự kiến từ năm 2023.

Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi: GAS, PVS, PVD.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – TRUNG LẬP (Bất động sản thương mại) và KHẢ QUAN (BDS khu công nghiệp)

- **Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm Trung Lập đối với cổ phiếu ngành bất động sản thương mại** do các yếu tố sau (1) Các vấn đề về phê duyệt pháp lý và xây dựng dự án vẫn còn tắc nghẽn; (2) Lãi suất cho vay dự báo tăng; (3) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản. Trong năm 2019, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp dựa trên các tiêu chí sau: (1) Quỹ đất sạch lớn, có khả năng mở bán trong năm 2019, giúp đảm bảo việc hạch toán lợi nhuận giai đoạn 2020 – 2022; (2) Ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận tốt nhờ vào có các dự án có thể bàn giao trong năm 2019.

Chúng tôi khuyến nghị mua các mã: VHM, NLG, HDG.

- **Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm Khả quan cho cổ phiếu ngành bất động sản khu công nghiệp** nhờ vào làn sóng FDI đổ vào Việt Nam tăng mạnh thông qua các hiệp định thương mại tự do CPTPP và sự dịch chuyển nhà máy do chiến tranh thương mại Trung – Mỹ trong bối cảnh (1) Nhu cầu thuê KCN tăng mạnh và (2) Quỹ đất cho thuê hiện hữu không còn nhiều.

Chúng tôi khuyến nghị mua các mã: KBC, LHG

NGÀNH XÂY DỰNG – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **Trung lập** với ngành Xây dựng với triển vọng trong năm 2019 và chúng tôi dự báo tăng trưởng trung bình từ 7.2%-9.2% nhờ **(1)** Dòng vốn FDI vào đầu tư ngành công nghiệp và bất động sản sẽ tăng tốt trong năm 2019; **(2)** Các dự án bất động sản lớn như của Vincity sẽ đóng góp chính vào giá trị xây dựng cho các công ty trong ngành tuy nhiên biên lợi nhuận gộp của dự án thấp. **(3)** Kỳ vọng đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng như giao thông, công trình dân dụng sẽ tiếp tục đẩy mạnh ở các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM.

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi các cổ phiếu: CTD, và HBC.

NGÀNH THÉP- TRUNG LẬP

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ thép năm 2019 dự kiến sẽ duy trì ở mức 10% tương đương năm 2018 nhờ các dự án BĐS lớn được triển khai ở Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh, tổng sản lượng dự kiến tăng khoảng 2 triệu tấn tuy nhiên với việc nguồn cung dự kiến sẽ tăng mạnh khi các nhà máy thép mới được đi vào hoạt động (dự án Dung Quất giai đoạn 1 của HPG có công suất 2 triệu tấn, các dự án nhà máy Hoa Sen Nhơn Hội công suất 200 nghìn tấn, Hoa Sen Hà Nam với công suất khoảng 200 nghìn tấn,...) khiến áp lực cạnh tranh trong ngành tăng mạnh. Ngoài ra, giá các loại nguyên liệu đầu vào (giá quặng sắt, giá điện) tăng đột biến mạnh sẽ ảnh hưởng lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận của ngành thép trong năm 2019 dự kiến sẽ có sự sụt giảm tương đối mặc cho doanh thu tiếp tục có sự tăng trưởng.

NGÀNH GẠCH MEN – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành gạch men. BSC cho rằng năm 2019 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn đối với do ngành vẫn đang trong tình trạng dư cung. Tuy nhiên, ở chiều hướng tích cực, giá nhiên liệu đầu vào giảm sẽ giúp cải thiện lợi nhuận cho các DN trong ngành so với năm 2018.

Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi: VGC (Chi tiết tham khảo [báo cáo cập nhật doanh nghiệp](#)) và theo dõi với CVT.

NGÀNH NHỰA – TRUNG LẬP

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

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BMP; Theo dõi đối với NTP và AAA (Chi tiết tham khảo báo cáo [Tổng kết KQKD 2018](#)).

NGÀNH XI MĂNG – TRUNG LẬP

Chúng tôi nâng đánh giá đối với ngành xi măng từ Kém Khả quan lên Trung lập trong năm 2019 dựa trên các đánh giá sau:

- (1) Xuất khẩu xi măng sang Trung Quốc là yếu tố làm dịu bớt cạnh tranh tại thị trường nội địa. Mặc dù thị trường này tiềm ẩn nhiều rủi ro nhưng chúng tôi cho rằng các yếu tố bất lợi ít có khả năng xảy ra trong năm 2019.
- (2) Vấn đề chúng tôi quan ngại trong báo cáo triển vọng ngành năm 2019 liên quan đến tăng giá nguyên nhiên liệu đầu vào như than, điện đã cơ bản được các DN giải quyết thông qua việc đồng loạt tăng giá bán. Do đó, BSC đánh giá biên lợi nhuận của các DN năm 2019 sẽ không bị ảnh hưởng quá lớn.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HT1**, giá mục tiêu 18,400 đồng/CP (Chi tiết tham khảo [báo cáo cập nhật doanh nghiệp](#))

NGÀNH DƯỢC – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm Trung lập đối với ngành Dược. Năm 2019, BSC cho rằng Kênh Nhà thuốc sẽ tiếp tục tăng trưởng chậm khi cạnh tranh gay gắt, cùng với việc áp dụng Bán thuốc kê đơn (yêu cầu chứng từ, nguồn gốc, đơn bác sĩ) có thể làm thay đổi thói quen mua thuốc của người dân. Trong khi đó, Kênh điều trị, đấu thầu vẫn tăng trưởng về sản lượng thuốc khi tỷ lệ người dân có bảo hiểm tiếp tục tăng, đồng thời, Luật đấu thầu sẽ ưu tiên các doanh nghiệp dược nội địa có chất lượng thuốc tốt. Vì vậy, BSC cho rằng các doanh nghiệp có tỷ trọng ETC cao (IMP, PME, DBD) tiếp tục được hưởng lợi, trong khi đó, các doanh nghiệp OTC (DHG, TRA) sẽ chuyển lại và chuyển hướng sang ETC.

NGÀNH VẬN TẢI – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị **Trung Lập** đối với ngành vận tải. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý **với tình hình mặt bằng giá dầu và mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng lên**, trong khi thương mại thế giới đi xuống qua đó sẽ tác động tiêu cực đối với nhóm ngành vận tải container.

- **Chúng tôi đánh giá ngành vận tải biển nói chung hiện vẫn đang phân hóa giữa 2 nhóm là vận chuyển hàng lỏng và hàng rời.** Hiện tại, vận chuyển hàng lỏng (dầu thô, dầu thành phẩm) vẫn tăng trưởng tốt nhờ các nhà máy lọc dầu đưa vào hoạt động như Bình Sơn và Nghi Sơn với tổng sản lượng dầu thô cần là 17 triệu tấn dầu trong năm 2019. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp nắm bắt cơ hội giá tàu thế giới hiện đang thấp để mở rộng hoạt động vận tải và trẻ hóa đội tàu.
- **Đối với ngành vận tải hàng rời hiện vẫn gặp nhiều khó khăn** do tình trạng các hãng tàu lớn sáp nhập lại với nhau nhằm nâng cấp lên các đội tàu lớn với trọng lượng hơn 198,000 DWT để tối đa hóa lợi nhuận vận chuyển. Qua đó, các công ty vận tải hàng rời Việt Nam chỉ tập trung ở đường sông, và thủy nội bộ nên khó có thể lấy được các hợp đồng vận chuyển quốc tế.
- **Đối với vận tải đường hàng không sẽ tăng trưởng chậm lại.** Đối với vận chuyển hành khách, BSC cho rằng thị trường nội địa sẽ duy trì tốc độ tăng vừa phải do giới hạn đến từ cả cầu và cung (quá tải hạ tầng tại một số cảng hàng không lớn), cạnh tranh sẽ cao hơn với sự xuất hiện của hãng hàng không mới như Bamboo Airway; trong khi các chuyến bay quốc tế có tiềm năng tăng trưởng cao hơn và cũng là chiến lược phát triển của các hãng. Với vận chuyển hàng hóa, xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam, tăng thu hút đầu tư nước ngoài, và sự phát triển của thương mại điện tử sẽ là động lực cho tăng trưởng.

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi cổ phiếu: PVT và HVN.

NGÀNH CAO SU – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành cao su tự nhiên. Dựa trên những yếu tố sau (1) Lịch sử trả cổ tức các DN trong ngành ở mức khá cao cao từ 40%-50%, (2) Các DN có vườn cây thanh lý lớn tiếp tục có nguồn thu nhập khác đáng kể từ thanh lý cao su và xu hướng chuyển đổi đất KCN phù hợp mục tiêu đầu tư dài hạn. Tuy nhiên giá bán cao su vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi trong năm 2019, vì vậy BSC cho rằng trong ngắn hạn các DN ngành cao su sẽ chưa thể có kết quả kinh doanh bứt phá.

Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi: PHR (chi tiết tham khảo [báo cáo cập nhật doanh nghiệp](#)).

NGÀNH SẴM LỐP – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành Săm lốp trong năm 2019 do (1) giá NVL kỳ vọng giảm cải thiện biên LNG; (2) Tăng công suất nhóm lốp Radial của DRC và CSM; (3) cạnh tranh cao khiến DN săm lốp khó tăng giá bán. Hiện nay, ngành săm lốp có trung bình P/E = 18.49x thấp hơn khu vực (P/E = 20.97x) và P/B = 1.28x cao hơn khu vực (P/B = 1.24x).

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DRC.

NGÀNH PHÂN BÓN – TRUNG LẬP

Các doanh nghiệp phân bón được kỳ vọng sẽ có tăng trưởng về lợi nhuận nếu chính sách thuế có sự thay đổi, ngoài ra định giá trên thị trường có thể gia tăng theo kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem, tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao do dư cung và nhu cầu tăng trưởng chậm cũng như giá các loại nguyên vật liệu đầu vào dự kiến tăng sẽ làm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ và giá bán của các DN trong ngành.

NGÀNH THỦY SẢN – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **Trung lập** đối với ngành thủy sản. Năm 2019, BSC cho rằng khó có thể kỳ vọng mức tăng trưởng đột biến ở các doanh nghiệp thủy sản. Với doanh nghiệp cá tra, mức giá bán ở đỉnh lịch sử nên còn ít dư địa tăng trưởng trong 2019. Trong khi đó, nguồn cung cá tra mở rộng (mở rộng vùng nuôi, tăng công suất nhà máy) sẽ tạo áp lực đến việc giảm giá bán sản phẩm. Đối với doanh nghiệp tôm, nguồn cung tại các nước xuất khẩu tôm lớn tiếp tục dồi dào. BSC dự báo ảnh hưởng đến giá bán của các doanh nghiệp tôm đi ngang trong 2019.

NGÀNH MÍA ĐƯỜNG – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành Mía đường do chúng tôi chưa thấy dấu hiệu khả quan về nhu cầu tiêu thụ đường trong niên vụ 2018/19. Đồng thời, nạn đường lậu từ Thái Lan vẫn chưa được giải quyết triệt để khiến nguồn cung không được kiểm soát. Trong 2H niên vụ 2018/19, chúng tôi kỳ vọng rằng giá thu mua mía giảm giúp làm giảm chi phí đầu vào, cải thiện biên LNG của doanh nghiệp.

Tổng hợp cổ phiếu lưu ý năm 2019

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
GAS	82,443	10,913	6,793	14.4	3.5	17%	21%	98,200	91,700
PVS	14,740	1,091	2,012	10.2	0.8	5%	9%	20,600	24,800
PVD	5,370	350	912	19.6	0.5	2%	3%	17,900	18,900
PVI	9,000	910	3,080	10.4	1.1	N/A	11.0%	32,000	41,751
BMI	4,386	343	3,740	5.6	0.7	N/A	13.4%	20,800	33,195
VSC	1,608	304	5,459	8.2	1.1	12.0%	15.0%	41,300	46,400
GMD	2,762	577	1,980	14.1	1.2	5.8%	8.6%	26,500	29,100
VTP	6,023	350	8,459	23.4	5.4	9.2%	36.4%	198,000	N/A
FPT	26,180	3,883	4,702	9.6	1.7	13.4%	21.5%	45,500	59,100
CMG	5,255	258	2,700	11.1	1.3	8.6%	20.6%	29,900	27,000
VGG	10,845	538	9,762	6.7	1.4	10.8%	28.5%	65,800	68,300
MSH	4,472	420	8,170	6.2	1.9	16.0%	36.7%	51,000	60,500
TNG	4,366	231	3,492	6.4	1.5	7.9%	25.2%	22,500	22,700
TCM	3,778	250	4,148	7.4	1.3	8.3%	18.1%	30,600	29,036
STK	2,571	227	3,313	6.7	1.3	10.1%	21.6%	22,200	23,000
GEX	15,524	1,453	5,114	4.9	0.9	N/A	16.0%	25,150	33,400
POW	32,155	3,428	1,462	10.4	1.2	N/A	12.0%	15,200	17,830
REE	5,414	1,985	6,593	4.9	0.9	N/A	18.0%	32,400	38,195
PC1	6,208	414	3,118	7.5	0.8	N/A	11.0%	23,400	36,566
VEA	7,424	8,288	6,913	7.6	2.8	33.0%	21.0%	52,560	N/A
PNJ	14,573	1,291	7,730	17.8	4.7	17.6%	28.5%	99,500	143,700
MWG	86,516	3,566	8,040	11.0	4.5	11.5%	39.1%	84,800	119,700
VNM	55,125	10,577	5,476	26.0	9.3	29.5%	36.4%	134,800	142,400
VCB	44,988	16,592	4,563	14.8	3.5	1.4%	26.1%	67,600	66,616
TCB	21,145	8,900	2,545	10.0	1.5	2.7%	15.8%	25,550	31,180
VPB	35,089	7,254	2,867	7.1	1.2	2.1%	18.9%	20,250	24,905
MBB	23,057	7,480	3,062	7.3	1.2	1.9%	19.1%	22,450	28,413
HDB	11,081	4,499	3,193	8.9	1.5	1.4%	17.4%	28,700	33,351
STB	13,227	2,100	1,046	11.6	0.8	0.5%	8.0%	12,200	14,722
TPB	6,354	2,087	2,413	9.2	1.6	1.4%	18.5%	22,250	21,567
ACB	15,968	5,765	3,948	7.7	1.7	1.7%	24.7%	30,300	32,686
VIB	7,286	2,562	3,202	6.0	1.2	1.7%	21.6%	19,200	21,597
LPB	5,464	1,393	1,130	8.1	0.7	0.6%	10.3%	9,200	11,120
VHM	80,063	18,412	5,579	13.3	4.7	34.7%	10.3%	91,500	92,700
NLG	3,063	930	4,209	8.0	1.3	17.0%	8.0%	27,500	36,285
HDG	5,543	689	7,253	5.7	2.1	8.1%	13.8%	41,200	58,000
KBC	3,226	1,263	2,657	7.6	1.1	12.8%	7.5%	14,500	20,120
LHG	633	189	3,773	5.2	1.1	16.0%	9.0%	20,500	25,506

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
CTD	30,568	1,427	17,343	8.2	1.4	8.4%	18.0%	143,400	153,600
HBC	19,404	614	3,099	6.3	1.2	4.0%	18.0%	18,750	20,100
HPG	73,486	9,964	4,745	7.1	1.5	N/A	21.0%	33,500	38,000
NKG	17,275	131	720	10.8	0.5	N/A	8.0%	7,600	N/A
HSG	36,142	595	1,550	4.5	0.5		10.0%	6,620	N/A
VGC	9,247	924	1,242	16.5	1.2	3.7%	8.5%	20,500	18,510
CVT	1,556	174	4,413	5.5	1.3	12.5%	25.0%	24,650	27,000
BMP	3,984	417	4,590	10.6	1.4	13.9%	15.8%	48,550	63,140
NTP	4,682	351	3,558	10.7	10.7	7.1%	14.6%	38,000	N/A
AAA(*)	10,000	510	2,550	6.6	N/A	N/A	N/A	16,850	N/A
HT1	8,758	721	1,702	8.9	1.1	7.3%	13.7%	13,700	18,400
BCC	3,898	111	892	8.9	0.5	2.3%	5.8%	7,900	N/A
DHG	4,411	679	4,678	25.3	5.6	15.5%	21.8%	118,300	N/A
PME	1,919	318	4,247	13.6	2.2	12.0%	15.0%	58,000	N/A
PVT	8,113	611	2	8.7	0.9	6.0%	11.6%	17,000	19,200
HVN	101,204	3,419	2,410	16.7	3.0	2.8%	13.0%	41,000	N/A
PHR	1,531	1,189	8,644	6.1	2.9	48.3%	23.0%	52,600	N/A
DRC	3,700	157	1,110	20.6x	1.74x	5.7%	10.1%	22,400	27,180
BFC	6,843	225	3,938	6.4	1.2	7.2%	23.1%	25,200	30,777
DPM	9,658	844	2,156	9.7	2.1	7.0%	17.5%	21,000	21,600
VHC	9,988	1,257	13,569	6.6	1.7	19.0%	29.0%	89,900	108,552
SBT	10,301	316	567	32.4	1.5	1.7%	4.1%	18,350	N/A

(*) kế hoạch của doanh nghiệp

Nguồn: BSC Research

Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan]

- Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ duy trì mức tăng trưởng trên 10% trong năm 2018
- Doanh thu phí bảo hiểm quý 1 tăng trưởng 9% so với cùng kỳ.
- Chi trả quyền lợi bảo hiểm của bảo hiểm phi nhân thọ tăng mạnh vào cuối năm do 2 đợt mưa lụt ở TP.Hồ Chí Minh và miền Trung.
- Kết quả kinh doanh bảo hiểm gốc và đầu tư có sự phân hóa.

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ duy trì mức tăng trưởng trên 10% trong năm 2018, kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng này trong năm 2019. Theo tổng cục thống kê, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ năm 2018 đạt 88 nghìn tỷ đồng, tăng 32.8% yoy còn doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ đạt 45.7 nghìn tỷ đồng, tăng 9.9%. Đối với năm 2019, mục tiêu tăng trưởng doanh thu phí của ngành bảo hiểm ở mức 25%, trong đó dự kiến lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ tăng 35%, lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ tăng 10%.

Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ quý 1 tăng trưởng 9% so với cùng kỳ. Theo báo cáo của tổng cục thống kê, doanh thu phí bảo hiểm toàn thị trường quý I/2019 ước tính tăng 17% so với cùng kỳ năm 2018, trong đó doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ tăng 23%; doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 9%.

Chi trả quyền lợi bảo hiểm của bảo hiểm phi nhân thọ tăng mạnh vào cuối năm do 2 đợt mưa lụt ở TP.Hồ Chí Minh và miền Trung. Tổng số tiền bồi thường bảo hiểm gốc của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ ước đạt 19,476 tỷ đồng, tăng 21.19% so với cùng kỳ năm 2017. Tuy nhiên nhờ việc quản lý tốt các loại chi phí và giảm thiểu được tình trạng trục lợi bảo hiểm giúp hiệu quả mảng bảo hiểm của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ vẫn được duy trì ở mức tương đối tốt.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bảo hiểm 2018 chứng lại. Tốc độ tăng trưởng của ngành bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục ở mức thấp chỉ đạt mức 10%, cùng với đó cạnh tranh tiếp tục ở mức cao khiến doanh thu của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục tăng trưởng ở mức thấp. Ngoại trừ BVH (có mảng bảo hiểm nhân thọ) và PTI (triển khai hàng loạt các chương trình bảo hiểm mới, doanh thu tăng mạnh tuy nhiên tỷ lệ bồi thường và combined ratio tăng tương ứng). Mặc dù doanh thu tăng trưởng tương đối chậm tuy nhiên nhờ việc cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua việc áp dụng công nghệ giúp hạn chế trục lợi bảo hiểm và tiết giảm chi phí giúp cho tỷ lệ bồi thường và combined ratio cải thiện rõ rệt giúp cho lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp bảo hiểm duy trì được mức tăng trưởng.

	BVH	PVI	BMI	PTI	MIG	BIC	PGI
Doanh thu phí gốc 2018	31,348	6,872	3,530	4,159	1,924	2,072	2,809
%yoy	22.8%	2.7%	3.9%	29.7%	0.2%	12.5%	7.6%
Tỷ lệ bồi thường 2018	33.7%	40.4%	41.2%	44.7%	39.6%	41.8%	48.8%
Tỷ lệ bồi thường 2017	31.9%	47.6%	42.1%	56.8%	32.2%	39.8%	52%
Combined ratio 2018	121.6%	94.7%	98.9%	100.0%	99.5%	102.6%	94.6%
Combined ratio 2017	111.1%	98%	99.7%	99.5%	105.3%	101.2%	96.7%
Lợi nhuận tài chính 2018	7,327	473	133	13	118	239	55
Lợi nhuận tài chính 2017	4,338	589	176	152	130	199	76
%yoy	68.9%	-19.7%	-24.7%	-91.3%	-9%	19.9%	-26.8%
LNTT 2018	1,366	745	218	28	136	144	175
LNTT 2017	1,945	683	198	154	56	143	156
%yoy	-29.8%	9%	9.8%	-81.5%	144.2%	0.6%	12%

Nguồn: FiinPro, BSC research

¹ Tỷ lệ bồi thường được tính = tổng chi bồi thường (bao gồm dự phòng) / doanh thu phí bảo hiểm thuần

² Hệ số kết hợp được BSC tính = (tổng chi phí kinh doanh bảo hiểm + chi phí quản lý doanh nghiệp) / DTT từ HĐ bảo hiểm

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

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

Dự kiến trong năm 2019, nhà nước dự kiến sẽ thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm đầu ngành như PVI và BMI. Với việc 2 doanh nghiệp này khẳng định được vị thế trong ngành cũng như có thị phần tương đối tốt trên thị trường, chúng tôi kì vọng việc thoái vốn tại 2 tổng công ty bảo hiểm này sẽ thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư. Hiện tại với mức định giá của PVI và BMI lần lượt là 1.1 và 0.74 lần P/B thấp hơn rất nhiều so với các thương vụ thoái vốn tại các công ty bảo hiểm tại Việt Nam và khu vực vào khoảng 1.8-2 lần P/B.

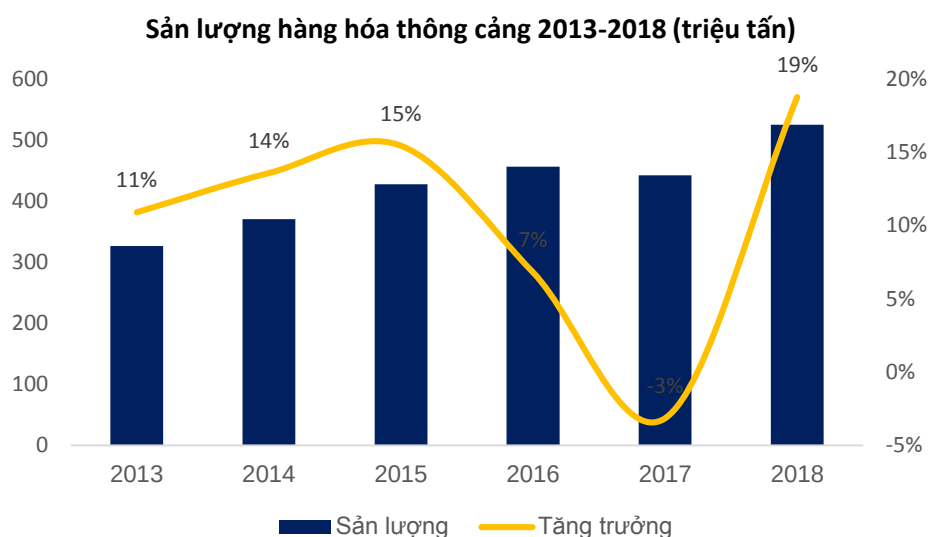
Mã CK	DT 2019 (tỷ)	LN 2019 (tỷ)	EPS 2018	P/E F	P/B	ROE (2019)	Giá đóng cửa 31/03/2019	Giá mục tiêu
PVI	9,000	910	3,080	10.39	1.1	11%	32,000	41,751
BMI	4,386	343.3	3,740	5.56	0.74	13.4%	20,800	33,195

Nguồn: BSC Research

Ngành Cảng biển [Khả quan]

- Sản lượng hàng hóa thông cảng năm 2018 đạt 524 triệu tấn tăng 18.7% yoy.
- Cảng Đà Nẵng có thêm tuyến vận tải quốc tế chạy thẳng Nhật Bản.
- KQKD 2018 tăng trưởng tốt nhờ hàng hóa xuất nhập khẩu tăng.

Sản lượng hàng hóa thông cảng năm 2018 đạt 524 triệu tấn tăng 18.7% yoy. Theo Cục Hàng hải Việt Nam, hệ thống cảng biển Việt Nam 2018 đã có được sự tăng trưởng tích cực với tổng sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam ước đạt gần 524 triệu tấn (+18.7% yoy), riêng lượng hàng container qua cảng ước tính đạt 17.7 triệu TEUs (+20% yoy). Công suất của cảng được khai thác tới 95 - 98% cải thiện so với 2017. Cục Hàng hải đã đặt mục tiêu năm 2019 với sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam sẽ tiếp tục tăng mạnh, đạt khoảng 640 triệu tấn (+7.2% yoy), trong đó sản lượng hàng hóa container ước khoảng hơn 190 triệu tấn dựa trên việc Việt Nam ký kết các hiệp định thương mại và dòng vốn đầu tư trực tiếp.



Nguồn: CHHVN, BSC.

Cảng Đà Nẵng có thêm tuyến vận tải quốc tế chạy thẳng Nhật Bản. Hãng tàu SITC vừa chính thức đưa vào khai trương tuyến dịch vụ vận tải thứ 3 qua Cảng Đà Nẵng với lịch trình: Đà Nẵng - Ningbo - Shanghai - Hakata - Moji (Nhật Bản) bằng tàu Lantau Beach sau một thời gian xúc tiến nghiên cứu thị trường mới. Tàu Lantau Beach có trọng tải lớn 12,400 DWT, chiều dài hơn 140m, sức chở hơn 1,000 TEUs, qua đó sẽ hỗ trợ tăng trưởng khả quan sản lượng hàng hóa thông cảng tại khu vực miền Trung.

KQKD 2018 tăng trưởng tốt nhờ hàng hóa xuất nhập khẩu tăng. Tổng quan ngành cảng biển hiện có 19 doanh nghiệp niêm yết trên 3 sàn HSX, HNX và Upcom với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 11,903 tỷ đồng (-2.7% yoy) và 3,774 tỷ đồng (+50.1% yoy). Tuy nhiên, nếu loại trừ đi lợi nhuận bất thường của GMD là 1,579 tỷ đồng thì lợi nhuận sau thuế cốt lõi của ngành đạt 2,195 tỷ đồng (-0.1% yoy). Biên gộp của ngành 2018 đạt 31.7% (tăng nhẹ 1.5% yoy) và biên ròng cốt lõi đạt 18.4% (giảm nhẹ -2% yoy).

Chúng tôi đánh giá tình hình kinh doanh ngành cảng biển năm 2018 chưa thật sự khởi sắc vì **(1)** Tình hình cạnh tranh khốc liệt ở khu vực cụm cảng Hải Phòng khiến giá bốc xếp giảm mạnh nhằm thu hút các hãng tàu về; **(2)** Cầu Bạch Đằng trên sông Cấm hoàn thành trong năm 2018 khiến cho các cảng phía trên thượng nguồn giảm sản lượng hàng hóa do tàu lớn không thể vào sau được. Ngoài ra, đại sứ Hàn Quốc hiện đang muốn đầu tư thêm vào khai thác cảng Lạch Huyện nhờ vào kinh nghiệm trong khai thác và phát triển cảng biển, chúng tôi lưu ý hiện tại cảng Lạch Huyện là cảng nước sâu duy nhất ở khu vực Hải Phòng và xu hướng vận chuyển bằng tàu lớn để giảm bớt chi phí logistics tiếp tục tăng cho nên chúng tôi đánh giá đây là cơ hội tốt cho sự phát triển của cảng Lạch Huyện và cả ngành cảng Việt Nam.

Bảng tổng hợp KQKD 2018

Mã	DTT 2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	%YoY
GMD	2,686	-32.6%	36.0%	25.8%	1,900	227.0%
PHP	2,045	-1.2%	31.8%	34.7%	516	7.1%
VSC	1,694	30.0%	29.3%	31.3%	354	34.1%
SGP	1,079	-7.1%	43.1%	37.7%	187	-56.8%
HAH	1,054	35.5%	20.8%	26.2%	159	3.9%
CDN	695	15.6%	33.8%	35.6%	148	12.1%
PDN	667	29.0%	29.9%	29.5%	111	46.1%
DVP	639	1.9%	49.6%	49.4%	288	0.3%

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC đánh giá **Khả Quan** với triển vọng ngành cảng biển năm 2019 sẽ có nhiều tín hiệu khả quan như (1) Áp dụng khung giá dịch vụ khai thác cảng mới tăng 10% (2) Sản lượng container thông cảng sẽ tăng tốt nhờ các hiệp định thương mại CPTPP và EVFTA (3) Chiến tranh thương mại Trung – Mỹ sẽ làm dịch chuyển hàng hóa xuống khu vực ĐNA đặc biệt là Việt Nam. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi các mã sau: GMD, và VSC.

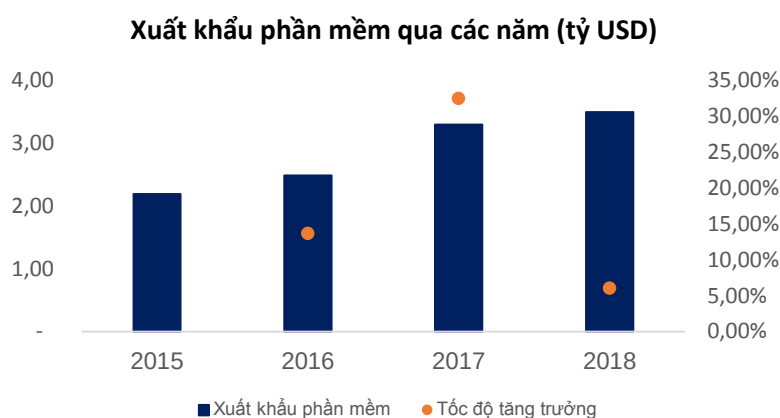
Mã cp	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 31/03/19	Giá mục tiêu
VSC	1,608	304	5,459	8.2	1.1	12%	15%	41,300	46,400
GMD	2,762	577	1,980	14.14	1.2	5.8%	8.6%	26,500	29,100

Nguồn: BSC Research

Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan]

- Năm 2018, công nghiệp ICT đạt DT là 98.9 tỷ USD (+8% YoY): công nghiệp phần mềm đạt 4.3 tỷ DT (+13.8 % YoY). Lĩnh vực viễn thông đạt 15 tỷ USD DT (+6% YoY).
- Phát triển nền kinh tế số và công nghiệp thông minh là nhiệm vụ trọng tâm nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế theo cách hiệu quả, chất lượng cao.
- Năm 2018, ngành CNTT – Viễn thông ghi nhận DT và LNST của 29 DN lần lượt đạt 70,350 tỷ (-24.5% YoY) và 4,506 tỷ (-11.7 % YoY).

Năm 2018, công nghiệp ICT đạt tổng doanh thu là 98.9 tỷ USD, tăng 8% so với năm 2017. Trong đó, công nghiệp phần mềm đạt tốc độ tăng trưởng 13.8% với doanh thu đạt 4.3 tỷ USD, xuất khẩu phần mềm đạt 3.5 tỷ USD (+6.06% YoY). Đối với lĩnh vực viễn thông, doanh thu năm 2018 đạt 15 tỷ USD, tăng 6% so với cùng kỳ.



Nguồn: BSC Research

Phát triển nền kinh tế số là nhiệm vụ trọng tâm nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế theo cách hiệu quả, chất lượng cao. Sau khi thành lập Ủy ban Quốc gia về Chính phủ Điện tử, chính phủ tiếp tục ban hành nhiều QĐ, NĐ nhằm xây dựng Chính phủ điện tử hướng tới Chính phủ số, thúc đẩy việc triển khai Cách mạng công nghiệp lần thứ 4 tại Việt Nam.

Thời gian	Sự kiện	Ghi chú
28/8/2018	Ủy ban Quốc gia về Chính phủ Điện tử	Tham mưu, xây dựng Chính phủ Điện tử giai đoạn mới
2018	Xây dựng Đề án Chuyển đổi số Quốc gia	Xây dựng lộ trình quá trình Chuyển đổi số của quốc gia
1/2/2019	Nghị định về DN khoa học và Công nghệ	Các ưu đãi đối với doanh nghiệp KH & CN
3/2019	Thành lập cục Công nghiệp ICT	Phụ trách Công nghiệp 4.0 (bên cạnh các CNTT khác)

Nguồn: BSC Research

Chuyển đổi số có vai trò quan trọng đối với quá trình phát triển của doanh nghiệp hiện đại Theo BCG, Chuyển đổi số là sự thay đổi về mặt cơ bản trong cách các doanh nghiệp tạo ra giá trị cho cổ đông bằng

việc áp dụng các công nghệ số vào toàn bộ lĩnh vực của hoạt động kinh doanh. Mô hình chuyển đổi số cho doanh nghiệp gồm 3 tầng chia thành 7 khối nền tảng. Tầng 1 là bảng chiến lược với Chiến lược được thúc đẩy bởi số hóa; tầng này sẽ xác định phương pháp tiếp cận tổng thể của doanh nghiệp nhằm tối ưu hóa việc tạo ra giá trị. Tầng 2 bao gồm hai nền tảng quan trọng (1) Số hóa phần lõi và (2) Tăng trưởng số mới; tầng 2 sẽ làm tăng hiệu quả vận hành và trải nghiệm khách hàng, từ đó, tăng tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp. Tầng 3 đề cập đến các yếu tố khả dụng (1) Con người và tổ chức (2) Dữ liệu và phân tích (3) Công nghệ (4) Hệ sinh thái; đây là các nhân tố sẽ giúp doanh nghiệp có khả năng triển khai và thành công trong chuyển đổi số. Đối với doanh nghiệp, việc ứng dụng chuyển đổi số trong hoạt động kinh doanh không chỉ tăng hiệu quả vận hành mà còn đáp ứng được sự thay đổi nhu cầu khách hàng và thị trường.

Ngành CNTT – Viễn thông ghi nhận DT và LNST của 29 DN lần lượt đạt 70,530 tỷ đồng (-24.5% YoY) và 4,506 tỷ (-11.7% YoY) do một số khoản bất thường. Sự suy giảm KQKD của ngành chủ yếu do 2 doanh nghiệp: FPT và VGI. Đối với FPT, do công ty không còn khoản lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn khỏi FRT, FTG nên LNST đạt 3,228 tỷ (-8.5%). Đối với VGI – doanh nghiệp mới niêm yết trong năm 2018, chứng kiến KQKD không khả quan khi ghi nhận lỗ 797 tỷ (so với khoản lỗ 481 tỷ cùng kỳ). BSC cho rằng nguyên nhân chủ yếu đến từ việc đồng USD tăng giá, khiến đồng nội tệ tại các thị trường đầu tư mất giá mạnh: Myanmar (-15%), Haiti (-11%) so với mức giảm 1% -2.5% hàng năm.

Mã	DTT 2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	%YoY	EPS T12M (đồng)
VGI	16,862	-11.4%	29.6%	23.6%	(797)		(339)
VTP	4,923	22.1%	11.1%	8.6%	278	63.5%	6,219
FPT	23,213	-45.5%	37.6%	22.7%	3,228	-8.5%	3,897
CMG*	3,911	2.2%	15.8%	15.2%	171	4.9%	1,907

*: KQKD 9T niên độ 2018/19

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với cổ phiếu ngành CNTT – Viễn Thông. Đối với cổ phiếu ngành CNTT (FPT, CMG) chúng tôi lạc quan đối với tốc độ tăng trưởng của thị trường xuất khẩu phần mềm và thị trường cho thuê kênh doanh nghiệp. Đối với cổ phiếu ngành Bưu chính (VTP), chúng tôi kỳ vọng xu hướng tiêu dùng online và số lượng cửa hàng mới nhận được từ Telecom là động lực tăng trưởng chính đối với nhu cầu đơn hàng của VTP. Đối với cổ phiếu ngành Viễn thông (VGI), chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ không chịu lỗ tỷ giá đột biến như năm 2018, từ đó, kết quả kinh doanh sẽ được cải thiện đáng kể. Các cổ phiếu chúng tôi lưu ý là VTP, FPT, CMG ([Link](#))

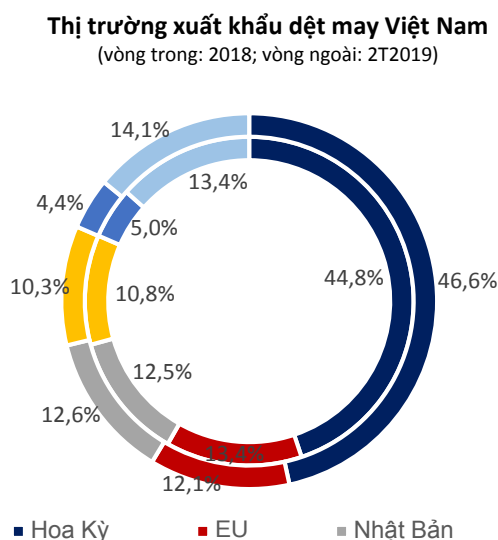
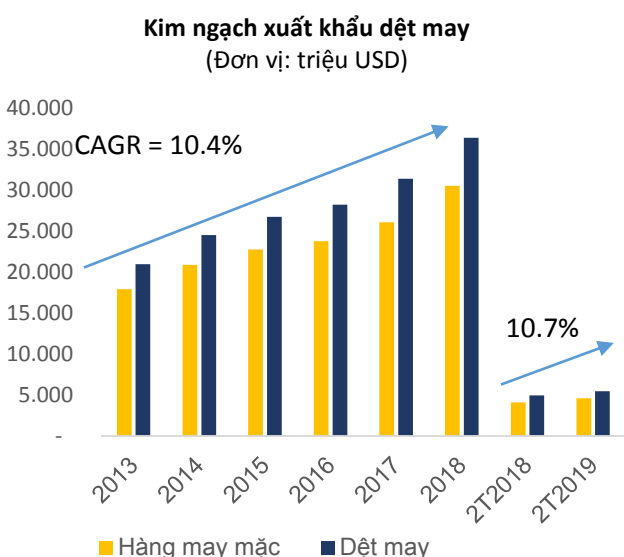
Mã	DTT 2019 (tỷ đồng)	LNST 2019 (tỷ đồng)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/3/19	Giá mục tiêu	Upside
VTP	6,023	350	8,459	23.4	5.4	9.2%	36.4%	198,000	N/A	N/A
FPT	26,180	3,883	4,702	9.6	1.7	13.4%	21.5%	45,500	59,100	29.9%
CMG	5,255	258	2,700	11.1	1.3	8.6%	20.6%	29,900	27,000	-9%

Nguồn: BSC Research

Ngành Dệt may [Khả quan]

- Kim ngạch xuất khẩu dệt may 2T2019 đạt 4.6 tỷ USD (+11.7% YoY).
- Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của dệt may Việt Nam với 46.6% thị phần.
- Kim ngạch xuất khẩu 2T2019 sang Trung Quốc tăng nhanh nhất với tốc độ 16%.
- Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) được đánh giá có tác động tích cực trong trung – dài hạn, dự kiến có thể được Nghị viện châu Âu phê chuẩn vào tháng 6-7/2019.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành dệt may.

Kim ngạch xuất khẩu dệt may 2T2019 đạt 4.6 tỷ USD (+11.7% YoY). Tốc độ tăng trưởng này thấp hơn so với tốc độ tăng 16.8% trong 2T2018 nhưng chúng tôi đánh giá đây vẫn là một mức tăng trưởng cao trong 2 tháng đầu năm. Các thị trường xuất khẩu chủ lực của dệt may Việt Nam (ngoại trừ EU chỉ tăng trưởng nhẹ) duy trì tốc độ tăng trưởng tương đối cao 7% - 15%.



Nguồn: Tổng cục Hải quan, BSC Research

Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) đang trong quá trình xem xét phê chuẩn, được đánh giá có tác động tích cực trong trung – dài hạn (phân tích chi tiết trong [Báo cáo Triển vọng ngành 2019](#)). Quá trình phê chuẩn EVFTA tại Nghị viện châu Âu dự kiến sẽ được diễn ra vào tháng 6-7, sau kỳ bầu cử nhiệm kỳ mới, chậm hơn so với ước tính của chúng tôi trước đây do EU hiện đang tập trung giải quyết một số vấn đề trọng yếu, trong đó có Brexit. Như vậy, nhiều khả năng EVFTA có thể sẽ được hoàn tất ký kết vào nửa cuối năm thay vì khoảng tháng 7-8 như trong ước tính trước đây của chúng tôi.

Doanh thu toàn ngành năm 2018 đạt 76,489 tỷ đồng (+14.1% YoY), động lực đến từ các DN may mặc (DGC +54% YoY, TNG +45.2% YoY, GMC +27% YoY). **LNST các DN dệt may niêm yết đạt 3,744 tỷ đồng (+28.4% YoY)**, phần lớn các DN may đều có sự cải thiện trong biên lợi nhuận gộp, phổ biến từ 0.5% đến 2%. Chúng tôi cho rằng năm 2018 là năm đơn hàng xuất khẩu tương đối tốt nên những doanh nghiệp lớn có khả năng chọn đơn hàng để làm, bên cạnh đó nhiều DN cũng chú trọng hơn vào việc quản lý chi phí (nhân công, hao hụt nguyên liệu) góp phần tăng biên lợi nhuận.

Mã CK	DTT 2018 (tỷ đồng)	% YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	% YoY
VGT	19,418	11.0%	9.0%	9.0%	728	6.3%
VGG	9,704	15.0%	12.0%	12.0%	492	24.2%
HTG	4,344	12.0%	9.0%	9.0%	100	26.4%
MSH	3,951	20.0%	20.0%	17.0%	370	84.6%
TCM	3,662	14.0%	19.0%	16.0%	260	35.2%
TNG	3,613	45.0%	18.0%	18.0%	181	57.1%
PPH	3,499	16.0%	8.0%	10.0%	208	11.2%
MGG	3,120	54.0%	0.0%	11.0%	48	82.1%
M10	2,981	-2.0%	16.0%	15.0%	56	6.8%
HSM	2,556	9.0%	10.0%	9.0%	52	-12.4%
STK	2,408	21.0%	14.0%	11.0%	180	80.3%
TVT	2,357	-7.0%	11.0%	11.0%	102	13.1%
GMC	2,039	27.0%	18.0%	16.0%	135	108.5%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Kể từ cuối năm 2018, sau khi cân nhắc các yếu tố cơ hội và rủi ro, BSC đã nâng khuyến nghị đối với ngành dệt may từ Trung lập lên Khả quan và thực tế, diễn biến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành khá sát với dự báo của chúng tôi. Cho năm 2019, BSC duy trì quan điểm **Khả quan** đối với ngành dựa trên đánh giá xuất khẩu dệt may tiếp tục tăng trưởng nhờ xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam nhưng với tốc độ thấp hơn khi nhu cầu dệt may tại một số thị trường lớn được dự báo sẽ chững lại và kim ngạch xuất khẩu năm 2018 là tương đối cao. Về hiệu quả và chi phí, BSC cho rằng chi phí nhân công tăng sẽ không phải rủi ro quá lớn đối với các doanh nghiệp như có thể thấy trong kết quả kinh doanh năm 2018.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **MSH**, theo dõi với VGG, TNG, TCM, VGT, STK

VGG – Theo dõi - Giá mục tiêu: 63,530 đồng/CP

Việt Tiến là doanh nghiệp may có quy mô lớn thứ 2 trong số các DN may niêm yết, với 80% doanh thu đến từ xuất khẩu hàng may mặc, còn lại là tiêu thụ tại thị trường nội địa với các thương hiệu Việt Tiến, Việt Long. Chúng tôi đánh giá cao khả năng duy trì tăng trưởng cao của VGG cũng như tình hình tài chính lành mạnh tại doanh nghiệp.

Kết quả kinh doanh 2018: Doanh thu thuần đạt 9,704 tỷ đồng (+14.8% YoY). Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ 11.7% lên 12%, chi phí bán hàng được tiết giảm giúp cho lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT) đạt 471 tỷ đồng (+30.2% YoY). Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tốt, không sử dụng nợ vay dài hạn và tỷ lệ nợ vay ngắn hạn chỉ chiếm 1.7% nguồn vốn, chi phí tài chính của Việt Tiến rất thấp. Lãi từ liên doanh liên kết +30.2% YoY sau khi nhà máy Việt Long Hưng đi vào hoạt động đầu năm 2018. LNST dành cho cổ đông

công ty mẹ đạt 468 tỷ (+23.7% YoY), EPS = 8,237 đồng/CP (chưa tính trích lập quỹ KTPL). Tại giá đóng cửa ngày 29/3/2019, VGG đang giao dịch với P/E = 8x, cao hơn so với mức trung vị ngành hiện tại khoảng 7x.

VGT- Theo dõi

BSC đánh giá với các khoản đầu tư vào công ty con và công ty liên kết là những doanh nghiệp hiệu quả trong ngành dệt may, Vinatex sẽ được hưởng lợi từ tăng trưởng chung của ngành. Hiện tại, cổ phiếu VGT đang được giao dịch dưới giá trị sổ sách (P/B = 0.72x), các tài sản VGT và các công ty con sở hữu (đặc biệt là đất đai) có giá trị lợi thế lớn. Bên cạnh đó, việc thoái vốn nhà nước tại VGT từ 53.49% về 0% trong năm 2019 được kỳ vọng sẽ là catalyst để cổ phiếu được đánh giá lại, phản ánh đầy đủ hơn những lợi thế của doanh nghiệp.

Kết quả kinh doanh 2018: Doanh thu thuần hợp nhất 19,418 tỷ đồng (+11.3% YoY). Hiệu quả quản lý chi phí được cải thiện (biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ 9.1% lên 9.4%, tỷ lệ CPBH & QLDN giảm từ 8.1% về 7.3% doanh thu). Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết +19.5% YoY, đóng góp 81% lợi nhuận trước thuế hợp nhất. LNST dành cho cổ đông công ty mẹ 439.35 tỷ (+13.8%).

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
VGG	10,845	538	9,762	6.74	1.39	10.8%	28.5%	65,800	68,300
MSH	4,472	420	8,170	6.24	1.89	16.0%	36.7%	51,000	60,500
TNG	4,366	231	3,492	6.44	1.50	7.9%	25.2%	22,500	22,700
TCM	3,778	250	4,148	7.38	1.27	8.3%	18.1%	30,600	29,036
STK	2,571	227	3,313	6.70	1.30	10.1%	21.6%	22,200	23,000

Nguồn: BSC Research

Ngành Điện [Khả quan]

- Sản lượng điện sản xuất và thương phẩm của EVN tăng trưởng 10% so với cùng kỳ.
- Giá bán lẻ điện tăng mạnh 8.36% từ cuối quý 1.
- Khung giá phát điện mới không tác động nhiều lên các doanh nghiệp điện trên sàn

Sản lượng điện thương phẩm duy trì tăng trưởng hằng năm ở mức trên 10%. Năm 2018, sản lượng điện thương phẩm của EVN có mức tăng trưởng 10.36%, đạt mức 212.9 tỷ kWh. Đối với năm 2019, dự kiến sản lượng sản xuất mục tiêu của EVN là 232.5 tỷ kWh, tăng 9.2% so với năm 2018. Đối với năm 2019, dự kiến nhu cầu điện sẽ tiếp tục tăng trưởng trên 10% tuy nhiên nguồn cung điện từ các dự án điện mặt trời sẽ kịp hoàn thành trong quý 2 năm 2019 để đảm bảo nhu cầu điện năng cho sản xuất và sinh hoạt của năm 2019 (hiện đã có khoảng hơn 2800 MW kí hợp đồng mua bán điện).

Sản lượng điện thương phẩm 3 tháng đầu năm tăng 9.58% trong đó nhiệt điện than vẫn đóng góp tỷ trọng lớn. Lũy kế 3 tháng đầu năm, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn hệ thống đạt 53.65 tỷ kWh, tăng 9.58% so với cùng kỳ năm 2018; sản lượng điện thương phẩm toàn EVN ước đạt 46.19 tỷ kWh, tăng 9.25% so cùng kỳ năm trước, trong đó sản lượng điện thương phẩm nội địa tăng 9.2%. Trong Quý I, các nhà máy nhiệt điện tua bin khí, nhiệt điện than được khai thác cao để đáp ứng nhu cầu phụ tải; trong đó tua bin khí chiếm 21.75%, nhiệt điện than chiếm 50.25% sản lượng điện sản xuất và mua của EVN, góp phần quan trọng trong việc cung cấp điện cho miền Nam.

Giá điện bán lẻ tăng mạnh 8.36% từ cuối quý 1. Cụ thể, giá bán lẻ điện bình quân vừa được điều chỉnh là 1,864.44 đồng/kWh (chưa gồm thuế VAT), tăng 8.36% so với trước đó (1,720.65 đồng/kWh). Dự kiến với việc tăng giá điện lần này, mỗi năm EVN sẽ thu thêm được 20,000 tỷ đồng. Số tiền này dự kiến sẽ được EVN thanh toán cho các đối tác cung cấp than khí và các nhà máy bán điện cho EVN. Qua đó các doanh nghiệp có các khoản chênh lệch tỷ giá được hoàn lại nợ đọng từ EVN từ các năm trước nhiều khả năng sẽ được thanh toán, giảm áp lực về tài chính cho các doanh nghiệp.

Khung giá phát điện mới không tác động nhiều lên các doanh nghiệp điện trên sàn. Bộ Công Thương vừa ban hành Quyết định số 281 về việc ban hành khung giá phát điện năm, theo đó nâng mức trần khung giá điện với nhà máy nhiệt điện than và thủy điện. Tuy nhiên, khung giá mới này chỉ áp dụng cho các nhà máy mới và có công suất tương đối lớn (trên 600MW) trong khi đó các doanh nghiệp điện than lớn trên sàn đều có mức công suất nhỏ và vừa <600 MW do đó ảnh hưởng lên các doanh nghiệp điện trên sàn là không đáng kể.

Kết quả kinh doanh 2018. Đối với các doanh nghiệp phát điện, hầu hết doanh thu đều có tăng trưởng tốt về doanh thu do sản lượng và giá bán tăng theo nhu cầu điện (ngoại trừ CHP tiến hành bảo trì đại tu tổ máy khiến doanh thu sụt giảm). Doanh thu của các doanh nghiệp thủy điện nhìn chung không tăng mạnh do sản lượng bị ảnh hưởng bởi thời tiết khi hiện tượng Lalina có xu hướng suy yếu nhường chỗ cho hiện tượng El Nino. Sản lượng thủy điện sụt giảm là điểm hỗ trợ cho sản lượng của các doanh nghiệp nhiệt điện tăng trưởng tốt, tạo điều kiện để doanh thu của các doanh nghiệp này tăng trưởng tốt. Tuy nhiên do giá các loại nguyên vật liệu đầu vào (than đá và khí) tăng mạnh và chi phí tài chính lớn do đó hầu hết các doanh nghiệp nhiệt điện đều ghi nhận lợi nhuận có sự sụt giảm (trừ PPC khi doanh nghiệp đã chi trả hầu hết các khoản nợ và có ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến trong năm 2018 từ hoàn nhập khoản đầu tư). Doanh thu của mảng công ty xây lắp, thiết bị điện có tăng trưởng thấp, các doanh nghiệp vẫn phải phụ

thuộc vào các mảng kinh doanh khác (logistic, bất động sản) khi các dự án đầu tư xây lắp lớn ngành điện vẫn chậm tiến độ do áp lực nợ công và thay đổi cơ quan điều hành quản lý.

Tổng hợp kết quả kinh doanh 2018

Tỷ đồng	Ngành nghề	DTT 2017	DTT 2018	+yoy	Biên LNG 2017	Biên LNG 2018	LNST 2017	LNST 2018	+yoy
POW	Nhiệt điện	29,710	32,663	9.9%	16.6%	12.9%	2,602	2,052	-21.1%
NT2	Tua bin khí	6,761	7,670	13.4%	20.6%	13.2%	810	782	-3.5%
VSH	Thủy điện	527	564	7.0%	59.2%	61.9%	284	306	7.7%
SJD	Thủy điện	495	496	0.2%	57.2%	55.2%	193	191	-1.0%
PPC	NĐ than	6,236	7,117	14.1%	12.7%	16.1%	854	1,122	31.4%
CHP	Thủy điện	861	470	-45.4%	65.6%	43.6%	410	96	-76.6%
GEX	Thiết bị điện	12,095	13,828	14.3%	16.4%	16.0%	906	1,283	41.6%
PC1	Xây lắp điện	3,161	5,085	60.9%	15.2%	16.9%	256	486	89.8%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành điện. Nhu cầu và giá điện tăng trưởng ổn định tiếp tục đảm bảo tăng trưởng cho các doanh nghiệp ngành điện.

- Với các doanh nghiệp thủy điện, năm 2019 sẽ là năm khó khăn khi các điều kiện thiên nhiên không ủng hộ. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này được dự báo duy trì ổn định trong các tháng đầu năm 2019.
- Các doanh nghiệp nhiệt điện dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2019-2020 khi sản lượng huy động dự kiến sẽ tăng lên, kết hợp với việc dư nợ ngoại tệ của nhiều doanh nghiệp đã giảm bớt.
- Chúng tôi cũng đánh giá cao các doanh nghiệp xây lắp điện và các doanh nghiệp cung cấp thiết bị điện khi dự kiến các dự án đầu tư công liên quan đến truyền tải và xây dựng các trạm biến áp lớn dự kiến sẽ được đẩy mạnh sau thời gian dài bị trì hoãn do nhu cầu điện lớn từ phía Nam và lượng lớn các nhà máy điện mặt trời được đưa vào hoạt động. Qua đó chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp thiết bị và xây lắp điện sẽ có sự tăng trưởng mạnh trong 2 quý đầu năm 2019 khi ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các dự án điện mặt trời.

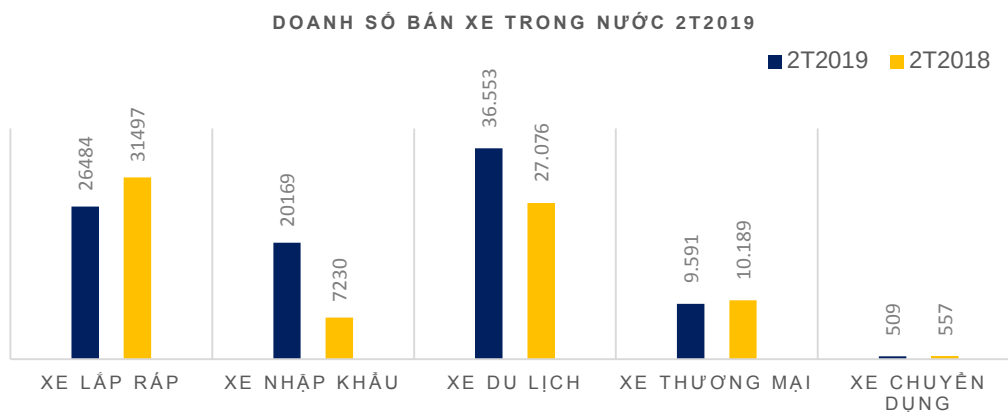
Mã	DT	LNST	EPS	P/E	P/B	ROE	Giá ngày	Giá mục
CK	2019	2019	2019	fw	fw	2018	31/03/2018	tiêu
GEX	15,524	1453	5,114	4.9	0.89	16%	25,150	33,400
POW	32,155	3,428	1,462	10.4	1.15	12%	15,200	17,830
REE	5,414	1,985	6,593	4.9	0.9	18%	32,400	38,195
PC1	6,208	414	3,118	7.5	0.8	11%	23,400	36,566

Nguồn: BSC Research

Ngành Ô Tô [Khả quan]

- Tỷ trọng xe nhập khẩu tăng mạnh trở lại đồng thời doanh số 2T/2019 đạt 46,653 chiếc (+23% YoY).
- KQKD 2018: DT và LNST của 9 DN lần lượt 34,141 tỷ đồng (+0.4% yoy) và 8,056.6 tỷ đồng (+35.5% yoy).
- Chính sách: Miễn thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc về Việt Nam và tăng các loại thuế phí xe bán tải.

Tỷ trọng xe nhập khẩu tăng (CBU) mạnh trở lại kéo theo doanh số bán xe 2T2019 đạt 46,653 chiếc (+23% YoY). Theo thống kê hiệp hội sản xuất ô tô Việt Nam, trong 2 tháng đầu năm 2019, doanh số bán xe các loại đạt: 36,533 xe du lịch (+35% YoY), 9,591 xe thương mại (-6% YoY), 509 chiếc và xe chuyên dụng (-9% yoy). Xét về xuất xứ, doanh số xe nhập khẩu đạt 20,169 chiếc (+179% YoY), xe lắp ráp đạt 26,484 chiếc (-16% YoY). Nguyên nhân chủ yếu là do nghị định 116 ban hành đầu năm 2018 quy định về các điều kiện nhập khẩu xe tạo rào cản việc nhập khẩu xe vào trong nước, nguồn cung xe nhập khẩu nửa đầu năm 2018 giảm mạnh. Tuy nhiên từ tháng 6/2018 đến nay, các hãng xe đã đáp ứng được yêu cầu của nghị định, lượng xe CBU tăng trở lại. Ngoài nguyên nhân nguồn cung xe nhập khẩu phục hồi, doanh số dòng xe du lịch tăng mạnh còn đến từ việc giá xe trung bình các mẫu phổ biến giảm khoảng 10-12%, phù hợp hơn với sức mua của người tiêu dùng. Chúng tôi cho rằng lượng xe CBU sẽ tăng mạnh trở lại năm 2019 và cạnh tranh mạnh với xe lắp ráp trong nước.



Nguồn: VAMA, BSC Research

Những thay đổi trong chính sách thuế tác động đến ngành ô tô hiện tại:

- (1) **Miễn thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc về Việt Nam:** Các hiệp định thương mại ATIGA, CPTPP đã thông qua và EVFTA đang trong quá trình đàm phán cho phép thuế nhập khẩu ô tô từ các khu vực về Việt Nam về mức 0%. Các hiệp định này sẽ làm giảm giá xe đáng kể, kích thích cầu tiêu thụ CBU, là tín hiệu tốt cho các hãng xe nhập khẩu và tiêu cực đối với các hãng xe lắp ráp. Chúng tôi cho rằng DN phân phối MBV như HAX sẽ được hưởng lợi, ngược lại Thaco là doanh nghiệp sản xuất xe có tỷ lệ nội địa hóa sẽ đối mặt với áp lực cạnh tranh các dòng xe nhập khẩu.
- (2) **Tăng các loại thuế phí xe bán tải:** Bộ tài chính đề xuất dự thảo tăng lệ phí trước bạ xe bán tải chở hàng dưới 1,5 tấn và xe dưới 5 chỗ ngồi khoảng 3-4 lần so với hiện tại và thuế tiêu thụ đặc biệt xe bán tải cũng dự kiến tăng từ 15%-20% lên 30%-45%. Mẫu xe bán tải Ford Ranger của Ford Việt Nam đang là dòng xe bán chạy nhất với doanh số chiếm 61% thị phần có thể sẽ bị ảnh hưởng khi giá xe tăng lên

từ việc tăng thuế phí. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng dự thảo này sẽ không tác động quá lớn do các DN cho biết sẽ áp dụng các chương trình ưu đãi, khuyến mại đảm bảo sự tăng trưởng phân khúc xe bán tải dài hạn.

KQKD 2018, DT và LNST của 9 DN trong ngành lần lượt 34,140.8 tỷ đồng (+0.4% yoy) và 8,056.6 tỷ đồng (+35.5% yoy). Trong các DN niêm yết ngành ô tô, 2 doanh nghiệp phân phối xe ô tô con (SVC và HAX) tăng trưởng về lợi nhuận. Về doanh nghiệp phân phối xe tải, TMT có kết quả kém khả quan với doanh thu sụt giảm -48.2% yoy; HHS có DT mảng xe tải giảm -57% yoy tuy nhiên LN tăng +111% yoy chủ yếu đến từ mảng bất động sản vì DN dịch chuyển cơ cấu doanh thu tập trung vào bất động sản (hơn 60% DT). VEA là trường hợp đặc biệt, DN kinh doanh xe tải và đầu máy nông nghiệp có mảng kinh doanh cốt lõi không hiệu quả; tuy nhiên DN vẫn có kết quả kinh doanh khả quan nhờ vào việc nắm giữ cổ phần ở 3 công ty lớn (Honda, Toyota, Ford).

Mã	DTT 2018	%YoY	Biên LNG		LNST 2018	%YoY
	(tỷ VND)		2018	2017	(Tỷ VND)	
VEA	7,073	7.8%	8.5%	9.4%	7,130	40%
SVC	14,857	7.8%	6.9%	5.2%	300	116%
HAX	4,756	24.1%	4.8%	3.8%	98	17%
TMT	1,209	-48.2%	13.8%	10.4%	1	-91%
HHS	1,152	-6.7%	13.7%	1.1%	194	111%
HTL	786	-2.5%	6.7%	10.0%	6	-78%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với cổ phiếu ngành ô tô dựa trên những yếu tố sau (1) dư địa ngành ô tô Việt Nam còn rất lớn khi tỷ lệ sở hữu xe chỉ đạt 2% hộ gia đình có xe, thấp hơn so với các nước trong khu vực (Malaysia - 82%, Thái Lan - 51%, Philippines - 6%), (2) thu nhập bình quân đầu người VN tăng cao (3) các hiệp định thương mại tự do giảm thuế nhập khẩu ô tô về Việt Nam xuống mức 0% sẽ thúc đẩy cầu tiêu dùng ô tô (4) lượng cung xe nhập khẩu cũng sẽ tăng mạnh sau khi NĐ 116 được giải quyết. Tuy nhiên, chúng tôi cũng cho rằng thị trường ô tô sẽ trở nên cạnh tranh hơn giữa các hãng xe khi (1) lượng xe CBU sẽ cạnh tranh mạnh với xe lắp ráp trong nước và (2) xe ô tô của Vinfast cũng sẽ là nhân tố cạnh tranh mạnh trong các phân khúc xe.

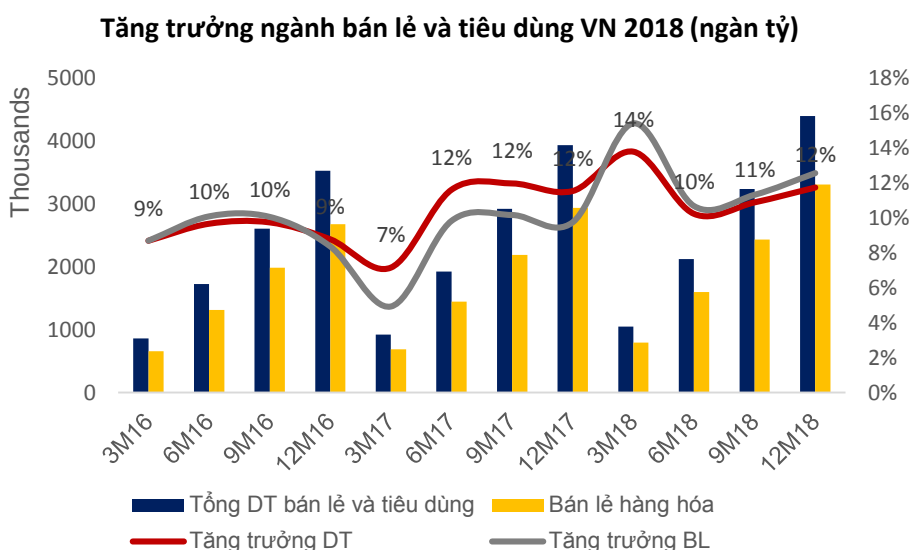
Mã CP	DT 2019 (tỷ VND)	LNST 2019 (tỷ VND)	EPS F 2019	P/E fw 2019	P/B fw 2019	ROE 2019	ROA 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
VEA	7,424	8,288.2	6,913	7.6	2.83	33%	21%	52,560	#N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Tiêu Dùng [Khả Quan]

- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong năm 2018 ước tính đạt 4,395.7 nghìn tỷ đồng (+11.7% yoy).
- Xu hướng tăng trưởng FMCG hiện đang chững lại tại Thành thị nhưng vẫn tăng trưởng tích cực tại nông thôn.
- KQKD 2018 tích cực đối với nhóm các doanh nghiệp bán lẻ nhưng tăng trưởng chậm lại ở nhóm thực phẩm và đồ uống.

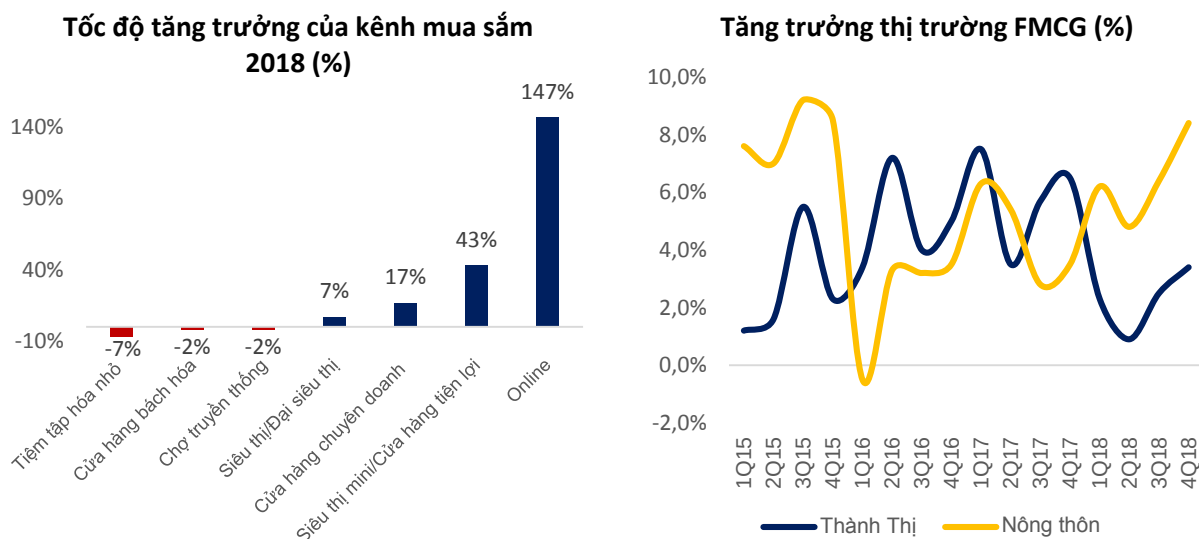
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong năm 2018 ước tính đạt 4,395.7 nghìn tỷ đồng (+11.7% yoy). Theo tổng cục thống kê, doanh thu bán lẻ hàng hóa ước tính đạt 3,306.1 nghìn tỷ đồng (+12.4% yoy) đóng góp lớn nhất 75.2% trong tổng mức. Qua đó, tốc độ tăng trưởng toàn ngành bán lẻ và tiêu dùng duy trì ở mức 12% yoy, trong đó đóng góp nhiều nhất là ngành bán lẻ với xu hướng tăng trưởng cải thiện hơn năm 2017. Một số mặt hàng tăng trưởng tốt trong năm 2018 như lương thực thực phẩm (+12.6% yoy), đồ dùng dụng cụ trang thiết bị gia đình (+12.3% yoy), may mặc (+12.1% yoy), v.v...



Nguồn: BSC Research, GSO.

Xu hướng tăng trưởng FMCG hiện đang chững lại tại Thành thị nhưng vẫn tăng trưởng tích cực tại Nông thôn theo Kantar. Tại thành thị, tăng trưởng giá trị ngành FMCG ước tính đạt 2.3% yoy thấp nhất trong giai đoạn 2014-2018 trong đó ngành hàng Sữa và SP từ sữa vẫn trì trệ với tăng trưởng đạt -0.7% yoy nhưng ngành hàng Chăm sóc cá nhân và gia đình vẫn duy trì được tăng trưởng khả quan ước tính từ 5.8%-6.3% yoy trong 2018. Tại nông thôn trái ngược lại với thành thị, tăng trưởng FMCG khả quan với 6.4% yoy trong đó ngành hàng Sữa và SP từ sữa tăng tốt 7.9% yoy; thức uống tăng 8.1% yoy và SP chăm sóc cá nhân tăng 9% yoy. BSC cho rằng ngành sữa hiện tại đang có sự thay đổi hành vi tiêu dùng khi sữa vẫn là một mặt hàng thiết yếu ở nông thôn cho nên nhu cầu vẫn tăng trưởng trong khi đó nhu cầu sữa tươi lại chuyển sang các sản phẩm sữa có hạt hoặc sữa nhập khẩu khiến cho tiêu thụ sữa nội địa ở thành thị giảm bớt.

Bên cạnh đó, chúng tôi lưu ý kênh mua sắm online và siêu thị mini/cửa hàng tiện lợi tiếp tục phát triển rất mạnh ước đạt tăng lần lượt 147% yoy và 43% yoy. BSC cho rằng xu hướng tăng trưởng kênh mua sắm hiện đại sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh và sẽ thay thế cho các kênh truyền thống.



Nguồn: Kantar, BSC Research

KQKD 2018 tích cực đối với nhóm các doanh nghiệp bán lẻ nhưng tăng trưởng chậm lại ở nhóm thực phẩm và đồ uống. Tổng quan ngành tiêu dùng hiện có 94 doanh nghiệp niêm yết trên 3 sàn HSX, HNX và Upcom đã có báo cáo tài chính 2018. Đối với ngành F&B, DTT và LNST đạt 309,974 tỷ đồng (+8.6% yoy) và 33,697 tỷ đồng (+15.5% yoy) với cơ cấu đóng góp chính chủ yếu đến từ Đồ uống không cồn (19.7%), Bia (19.7%), Thực phẩm (16.3%) và Sữa và chế phẩm từ sữa (15.8%) theo báo cáo của Nielsen. Nếu loại trừ đi lợi nhuận bất thường của MSN trong năm 2017 và 2018 lần lượt 938 tỷ và 1,511 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế cốt lõi của ngành 2018 đạt 32,186 tỷ đồng (+10.4% yoy). Biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 25.8% (-0.46% yoy) và biên lợi nhuận ròng cải thiện lên 10.4% (+0.5% yoy).

Đối với ngành tiêu dùng bán lẻ, DTT đạt 158,209 tỷ đồng (+22.5% yoy) và LNST đạt 5,129.8 tỷ đồng (+20.1% yoy) riêng 3 công ty MWG, PNJ và FRT đã đạt 116,387 tỷ đồng (+28.7% yoy) chiếm 75% tổng DT ngành. Biên lợi nhuận gộp ngành 2018 đạt 15.41% cải thiện nhẹ so với năm 2017 là 14.82%.

Bảng tổng hợp KQKD 2018

Mã	Sản phẩm	DTT 2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	%YoY
PNJ	Bán lẻ	14,573	32.8%	19.1%	17.4%	960	32.5%
MWG	Bán lẻ	86,516	30.4%	17.7%	16.8%	2,880	30.5%
FRT	Bán lẻ	15,298	16.4%	13.4%	13.8%	348	20.0%
VNM	Sữa	52,562	3.0%	46.8%	47.5%	10,206	-0.7%
GTN	Sữa	3,008	-20.4%	15.5%	11.6%	104	-31.5%
SAB	Bia	35,949	5.1%	22.5%	25.9%	4,400	-11.1%
BHN	Bia	9,311	-5.0%	24.2%	26.2%	519	-21.2%
MSN	Tiêu dùng	38,188	1.5%	31.1%	30.9%	5,622	55.8%
KDC	Dầu ăn	7,607	8.4%	17.0%	20.7%	163	-63.0%

Nguồn: BSC researchs

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC duy trì đánh giá **Trung Lập** với ngành F&B và **Khả Quan** với ngành tiêu dùng bán lẻ. Đối với ngành F&B, chúng tôi kỳ vọng triển vọng ngành F&B sẽ tiếp tục tăng trưởng trung bình 8-9% nhờ vào (1) các hiệp định thương mại CPTPP và EVFTA sẽ giúp xuất nhập khẩu của ngành thực phẩm và đồ uống tăng trưởng (2) Hoạt động M&A trong ngành F&B sẽ tiếp tục sôi động trong năm 2019 như VNM chào mua 46% cổ phần GTN. Đối với ngành tiêu dùng bán lẻ năm 2019 sẽ tăng trưởng mạnh và ổn định trên 11%. Chúng tôi đánh giá khả quan với tốc độ tăng trưởng trên 2 con số nhờ kênh mua sắm online tiếp tục phát triển. Chúng tôi khuyến nghị mua các mã: PNJ, MWG và VNM.

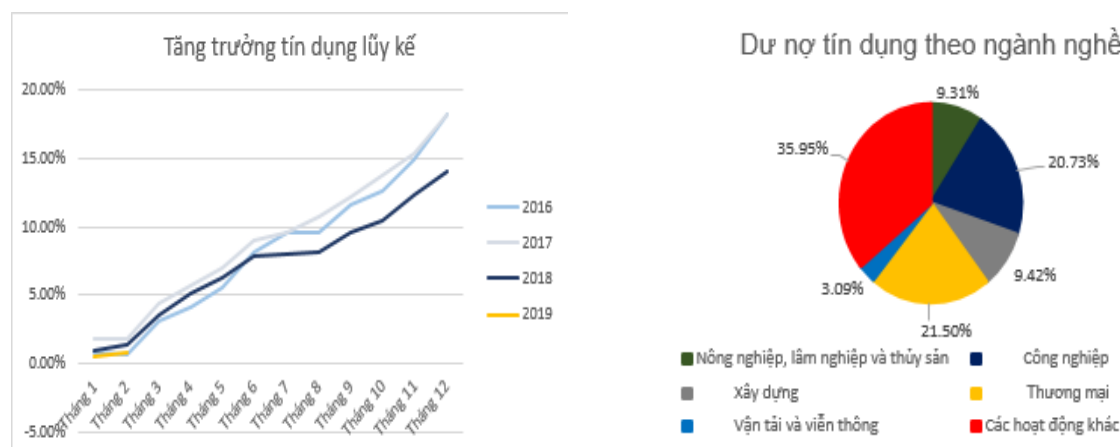
Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 31/03/19	Giá mục tiêu
PNJ	14,573	1,291	7,730	17.79	4.66	17.55%	28.5%	99,500	143,700
MWG	86,516	3,566	8,040	11.0	4.45	11.5%	39.1%	84,800	119,700
VNM	55,125	10,577	5,476	25.97	9.29	29.5%	36.4%	134,800	142,400

Nguồn: BSC research

Ngành Ngân hàng [Trung lập]

- Tăng trưởng tín dụng trong 1Q2019 đạt mức 2.28%, giảm so với mức 3.5% cùng kỳ 2018. SBV đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 14% trong năm 2019.
- Huy động -1.23% trong 1T2019, đẩy tỷ lệ cho vay/huy động toàn ngành ngân hàng lên mức 90.28%.
- NIM của toàn ngành, theo BSC, sẽ giảm nhẹ xuống mức 3.5% (cùng kỳ 2018: 3.6%).
- Các ngân hàng sẽ tăng vốn điều lệ đáp ứng yêu cầu vốn theo yêu cầu của Basel II.
- Các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh xử lý nợ xấu, bước đầu thành công trong việc áp dụng Basel II.
- Một số ngân hàng dự kiến niêm yết (OCB, MSB, Seabank,...)
- Chúng tôi hạ quan điểm ngành Ngân Hàng xuống **TRUNG LẬP** do giảm tăng trưởng tín dụng và các ngân hàng hướng đến tăng trưởng bền vững. Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu ACB, MBB, TCB, THEO DÕI với VCB do có chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao.

Tăng trưởng tín dụng trong 1Q2019 đạt mức 2.28% (cùng kỳ 2018 = 3.5%). Trong năm 2018, tăng trưởng tín dụng đạt mức khoảng 14%, chủ yếu tập trung vào cho vay công nghiệp (khoảng 21%) và thương mại (21.5%). 2 ngành này cũng có tốc độ tăng trưởng cao nhất, lần lượt khoảng 10% và 18% so với năm 2017. Trong năm 2019, SBV đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng mức 14%, khá thận trọng so với năm 2018 = 17% và tập trung vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh, lĩnh vực ưu tiên (công nghiệp, xây dựng, nông nghiệp, dịch vụ,...) và giảm dần tín dụng cho vay vào các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro (bất động sản,...). Theo đánh giá của BSC, tốc độ tăng trưởng tín dụng trong năm 2019 sẽ khoảng từ 14% - 15% giúp đảm bảo tăng trưởng dài hạn cho hệ thống.



Nguồn: SBV, BSC Research

Huy động -1.23% trong 1T2019, đẩy tỷ lệ cho vay/huy động toàn ngành ngân hàng lên mức 90.28%. Tỷ lệ cho vay/huy động của NHTM nhà nước ở mức cao, 95.32% trong khi tỷ lệ này ở NH TMCP là 86.16%, vượt quá mức NHNN cho phép. Cung tiền M2 tính đến hết 1Q2019 tăng trưởng 9.8% làm giảm áp lực lãi suất liên ngân hàng, từ đó giảm áp lực tăng lãi suất huy động trên thị trường 1.



Nguồn: SBV

NIM toàn ngành 2019 có thể sẽ giảm nhẹ. Tính đến hết năm 2018, trung bình NIM của các NH đang niêm yết ở mức 3.53%, tăng nhẹ 5 bps do (1) lãi suất đầu ra tăng cao hơn so với lãi suất đầu vào; (2) tăng tỷ lệ huy động/cho vay vượt quá trần cho phép của SBV. Trong quý 1/2019, FED đã ra thông báo dự kiến sẽ không tăng lãi suất trong năm nay làm giảm bớt áp lực tăng lãi suất huy động. Về lãi suất cho vay, Ngân hàng Nhà nước sẽ kiểm soát về việc tăng lãi suất cho vay khiến các NH có thể không tăng được lãi suất đầu ra tương ứng để giữ vững mức NIM hiện nay. Theo đó, các ngân hàng sẽ phải thay đổi, tập trung vào tận dụng nguồn casa giá rẻ (TCB, MBB,...), ngân hàng số (giúp tiết kiệm chi phí lãi) và chuyển hướng cho vay bán lẻ với lãi suất cao hơn. Chúng tôi cho rằng việc giảm áp lực tăng lãi suất huy động có thể sẽ giúp các NH toàn ngành giảm nhẹ xuống mức 3.5% trong năm 2019. (2018: 3.6%)

Thu nhập ngoài lãi, mảnh đất tiềm năng của các NH, dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 20%-30% trong 2019. Trong năm 2018, thu nhập ngoài lãi của toàn hệ thống đã tăng trưởng 26.7% yoy đến từ (1) tăng trưởng từ phí dịch vụ +21.1% yoy nhờ việc tăng trưởng khách hàng và tăng phí dịch vụ, (2) tích cực thu hồi nợ xấu ngoại bảng, (3) thu từ bán chéo sản phẩm bancassurance. Trong năm 2019, BSC kỳ vọng thu nhập ngoài lãi của toàn ngành tiếp tục tăng trưởng mạnh 20% yoy đối với toàn hệ thống nhờ việc tiếp tục tăng phí dịch vụ, tăng trưởng khách hàng cá nhân và khai phá các mảnh đất mới nhiều tiềm năng (bancassurance, trái phiếu,...).

Các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh xử lý nợ xấu, bước đầu thành công trong việc áp dụng Basel II. Theo Ủy ban giám sát tài chính quốc gia (NFSC), nợ xấu của các tổ chức tín dụng trong năm 2018 khoảng 163,000 tỷ VND, dự phòng rủi ro tín dụng +30.1% yoy, tỷ lệ bao nợ xấu được cải thiện lên mức 78.2% (cùng kỳ 65.4%). Ước tính đến cuối tháng 12/2018, toàn hệ thống các TCTD đã xử lý được 149.22 nghìn tỷ nợ xấu, tỷ lệ nợ xấu nội bảng của hệ thống giảm xuống mức 1.89% (cùng kỳ 1.99%). Hiện nay, VCB và VIB đã hoàn thành việc áp dụng Basel II, do đó, theo NHNN, sẽ có cơ chế tăng trưởng tín dụng riêng.

Các ngân hàng sẽ tăng vốn điều lệ đáp ứng yêu cầu vốn theo yêu cầu Basel II thông qua (1) chi trả cổ tức bằng cổ phiếu; (2) phát hành tăng vốn cho cổ đông nước ngoài (VCB, BID). Trong quý 1/2019, VCB đã phát hành 2.55% cho cổ đông chiến lược GIC (vẫn còn hơn 7% room nước ngoài) và dự kiến sẽ tiếp tục phát hành trong năm nay.

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

KQKD 2018 tích cực. 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,...

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

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

Mã CK	DT 2019 (tỷ VND)	LNST 2019 (tỷ VND)	EPS 2019 (VND/cp)	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 30/3/2019	Giá mục tiêu
VCB	44,988	16,592	4,563	14.8	3.45	1.42%	26.12%	67,600	66,616
TCB	21,145	8,900	2,545	10.0	1.48	2.67%	15.84%	25,550	31,180
VPB	35,089	7,254	2,867	7.06	1.22	2.11%	18.90%	20,250	24,905
MBB	23,057	7,480	3,062	7.33	1.19	1.90%	19.09%	22,450	28,413
HDB	11,081	4,499	3,193	8.9	1.46	1.37%	17.37%	28,700	33,351
STB	13,227	2,100	1,046	11.6	0.83	0.49%	8.02%	12,200	14,722
TPB	6,354	2,087	2,413	9.22	1.60	1.42%	18.50%	22,250	21,567
ACB	15,968	5,765	3,948	7.67	1.67	1.66%	24.66%	30,300	32,686
VIB	7,286	2,562	3,202	6.00	1.16	1.69%	21.64%	19,200	21,597
LPB	5,464	1,393	1,130	8.14	0.68	0.57%	10.34%	9,200	11,120

Nguồn: BSC Research

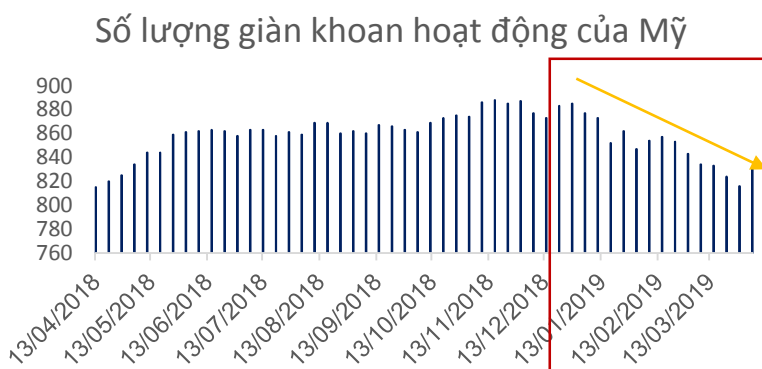
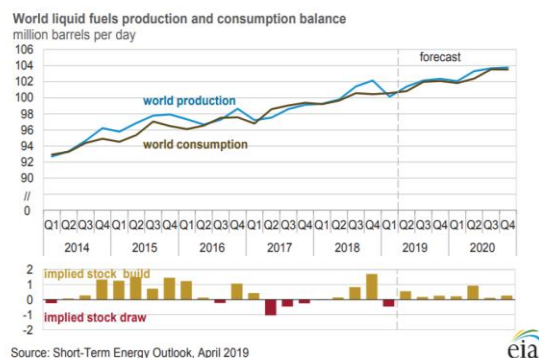
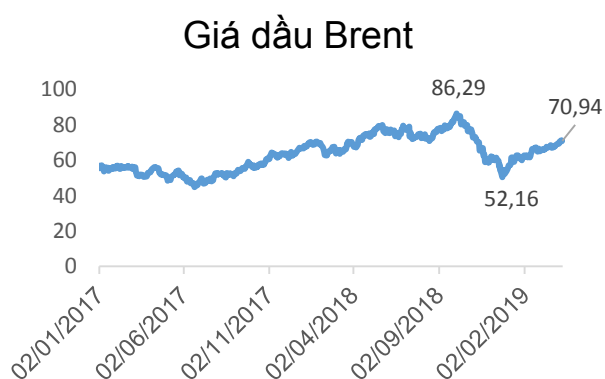
	MBB	CTG	VCB	BID	STB	TCB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
Quy mô												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	21,605	37,234	35,978	34,187	18,852	34,966	25,300	12,886	9,810	7,500	8,566	7,835
VCSH (tỷ đ)	34,173	67,469	63,889	54,693	24,632	51,783	34,750	21,018	16,828	10,201	10,642	10,667
Tổng tài sản (tỷ đ)	362,361	1,164,318	1,072,983	1,313,038	406,041	321,049	323,308	329,333	216,107	175,095	136,179	139,000
Vốn chủ sở hữu/TTS	9.43%	5.79%	5.95%	4.17%	6.07%	16.13%	10.75%	6.38%	7.79%	5.83%	7.81%	7.67%
Tăng trưởng (ytd)												
Tăng trưởng tài	15.45%	6.32%	3.64%	9.21%	10.20%	19.18%	16.40%	15.83%	14.14%	7.13%	9.72%	12.86%
Tăng trưởng cho	16.16%	8.89%	16.26%	14.12%	14.94%	-0.89%	21.38%	15.92%	17.86%	18.43%	21.59%	20.71%
Tăng trưởng tiền gửi	8.99%	9.68%	13.23%	15.08%	9.17%	17.84%	27.93%	11.85%	6.24%	-2.59%	8.31%	24.11%
CASA	33.48%	15.02%	28.27%	16.35%	14.85%	27.14%	13.25%	16.67%	8.35%	18.18%	18.16%	14.29%
Cho vay/tiền gửi	88.13%	103.16%	77.58%	98.65%	72.48%	78.20%	127.53%	84.44%	95.11%	94.21%	100.21%	112.25%
Chất lượng tài sản												
Tỷ lệ nợ xấu	1.34%	1.59%	1.00%	1.71%	2.14%	1.78%	3.56%	0.73%	1.55%	1.43%	1.13%	2.54%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.34%	1.59%	1.00%	1.71%	2.14%	1.78%	3.56%	0.73%	1.55%	1.43%	1.13%	2.54%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.52%	1.53%	1.65%	1.27%	1.39%	1.51%	1.64%	1.12%	1.10%	1.26%	1.17%	0.92%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	113%	96%	165%	74%	65%	85%	46%	152%	71%	88.25%	103%	36%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.33%	1.86%	1.40%	2.12%	2.35%	2.17%	2.42%	1.50%	2.58%	3.46%	1.76%	1.53%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)												
% Thu nhập lãi thuần	74.64%	78.34%	72.31%	78.57%	65.37%	60.64%	79.46%	73.85%	80.99%	102.89%	77.80%	79.78%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	10,805	14,490	25,679	28,366	3,839	12,507	20,452	7,321	4,999	1,831	2,780	3,362
% yoy	37.33%	-17.44%	46.40%	20.64%	66.31%	7.40%	26.78%	40.21%	45.59%	-20.02%	66.66%	91.57%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	(3,038)	(7,748)	(7,379)	(18,894)	(1,592)	(1,846)	(11,253)	(932)	(994)	(618)	(522)	(620)
% vs LN trước DP	28.11%	53.47%	28.73%	66.61%	41.47%	14.76%	55.02%	12.74%	19.89%	33.77%	18.79%	18.46%
LNST (tỷ đ)	6,190	5,428	14,658	7,542	1,790	8,474	7,356	5,137	3,202	960	1,805	2,193
% yoy	77.34%	-27.23%	60.89%	8.58%	51.51%	31.47%	14.20%	142.53%	63.81%	-29.83%	87.29%	95.09%
NIM (TTM)	4.56%	2.08%	2.78%	2.98%	2.34%	4.13%	8.81%	3.56%	4.05%	3.50%	3.69%	3.79%
CIR (TTM)	44.70%	49.59%	34.64%	36.24%	67.12%	31.84%	34.21%	47.83%	47.05%	62.47%	50.59%	44.45%
ROA (TTM)	1.83%	0.48%	1.39%	0.61%	0.46%	2.87%	2.45%	1.67%	1.58%	0.93%	1.39%	1.67%
ROE (TTM)	19.41%	8.27%	25.18%	14.52%	7.48%	21.53%	22.83%	27.73%	20.27%	15.92%	20.84%	22.55%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,865	1,456	4,070	2,152	950	2,420	2,907	3,987	2,897	1,280	2,107	2,800
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	15,109	18,040	17,739	15,109	13,066	14,790	13,735	16,311	15,938	13,601	12,424	13,615
Định giá												
P/E	7.71	14.49	14.69	15.10	13.69	11.38	7.45	7.63	10.77	7.03	10.11	6.32
P/B	1.46	1.17	3.37	2.15	0.99	1.86	1.58	1.86	1.96	0.66	1.71	1.30

Nguồn: BSC Research

Ngành Dầu Khí [Trung Lập]

- Giá dầu phục hồi mạnh từ đầu năm 2019 nhờ vào việc cân bằng trong cung cầu dầu thô, đạt 71.15 USD/thùng, tăng 29.6% so với thời điểm đầu năm 2019.
- BSC duy trì nhận định Trung Lập với Ngành Dầu khí trong năm 2019, triển vọng ngành dầu khí Việt Nam năm 2019 sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2018 tuy nhiên các dự án mới sẽ được kỳ vọng có nhiều tín hiệu lạc quan hơn từ năm 2020.

Giá dầu phục hồi mạnh từ đầu năm 2019 nhờ vào việc cân bằng trong cung cầu dầu thô. Theo báo cáo tháng 04/2017 của EIA, nguồn cung dầu thô trong Q1/2019 sụt giảm mạnh so với Q4/2018 (giảm khoảng 2 triệu thùng), cụ thể đạt 100.1 triệu thùng/ngày. Số liệu này cũng cho thấy cung cầu hiện tại đang khá cân bằng, chủ yếu nhờ vào việc **(1) Cam kết cắt giảm sản lượng khoảng 1.2 triệu thùng của OPEC từ 01/2019 và (2) Lệnh trừng phạt của Mỹ đối với Iran và Venezuela**. Ước tính tới thời điểm 15/04/2019, giá dầu thô Brent đạt 71.15 USD/thùng, tăng 29.6% so với thời điểm đầu năm 2019 (01/01/2019). Ngoài ra, số lượng giàn khoan Mỹ đang hoạt động có xu hướng giảm lại so với Q4/2018 cũng là dấu hiệu cho thấy tốc độ tăng trưởng về nguồn cung tại Mỹ có xu hướng giảm, đạt mức thấp nhất trong vòng 10 tháng trở lại đây, điều này phần nào ủng hộ xu hướng tăng giá dầu trong giai đoạn đầu năm 2019.



Nguồn: BSC Research, Bloomberg, EIA

Mặc dù, giá dầu có diễn biến phục hồi nhanh hơn dự kiến trước đó của chúng tôi, tuy nhiên triển vọng giá dầu không thay đổi nhiều so với quan điểm trong báo cáo triển vọng ngành năm 2019. **Theo đó, BSC duy trì giả định mức giá dầu Brent năm 2019 ước tính khoảng 65-66 USD/thùng làm mức giá cơ bản cho dự báo kết quả kinh doanh nhóm ngành dầu khí.** Chúng tôi cho rằng diễn biến giá dầu trong Q2/2019 sẽ diễn biến khá phức tạp do có nhiều sự kiện có thể ảnh hưởng đến tình trạng cân bằng cung cầu hiện tại: (1) OPEC+ sẽ tiến hành cuộc họp vào tháng 6 để quyết định có gia hạn việc cắt giảm sản lượng từ đầu năm 2019. (2) Lệnh trừng phạt Mỹ đối với Iran và Venezulea. Ngoài ra, một số yếu tố dài hạn có thể ảnh hưởng đến tâm lí như (3) lo ngại sụt giảm về nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới giảm hay (4) việc sản lượng dầu đá phiến mỹ tăng mạnh. Theo đánh giá của chúng tôi, dự địa của việc cắt giảm sản lượng từ nhóm OPEC+ sẽ không còn nhiều, do đó cán cân cung cầu dầu thô sẽ phụ thuộc vào nhu cầu chủ yếu đến từ Trung Quốc và các nước khu vực Châu Á.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì nhận định Trung Lập với Ngành Dầu khí trong năm 2019, triển vọng ngành dầu khí Việt Nam năm 2019 sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2018 tuy nhiên các dự án mới sẽ được kỳ vọng có nhiều tín hiệu lạc quan hơn từ năm 2020. Ngoài dự án Sao Vàng Đại Nguyệt dự kiến triển khai từ năm 2020, chúng tôi kỳ vọng các dự án Lô B Ô Môn, dự án Nam Côn Sơn GD2, dự án Cá Voi Xanh sẽ có nhiều thông tin tích cực hơn về triển khai dự án. Theo đó BSC đánh giá, các nhóm doanh nghiệp thượng nguồn PVS, PXS, PVD, PVB là những doanh nghiệp được hưởng lợi do áp lực tái khởi động các dự án trong bối cảnh thiếu hụt năng lượng và nguồn cung khí dự kiến từ năm 2023.

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
GAS	82,443	10,913	6,793	14.4	3.5	17%	21%	98,200	91,700
PVS	14,740	1,091	2,012	10.2	0.8	5%	9%	20,600	24,800
PVD	5,370	350	912	19.6	0.5	2%	3%	17,900	18,900

Nguồn: BSC Research

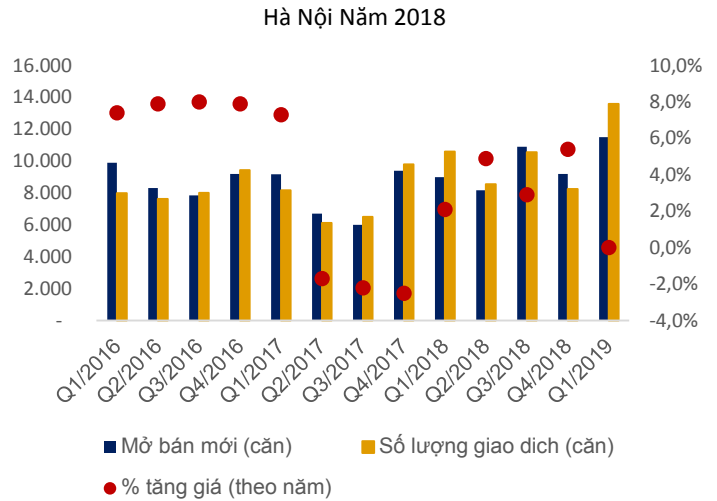
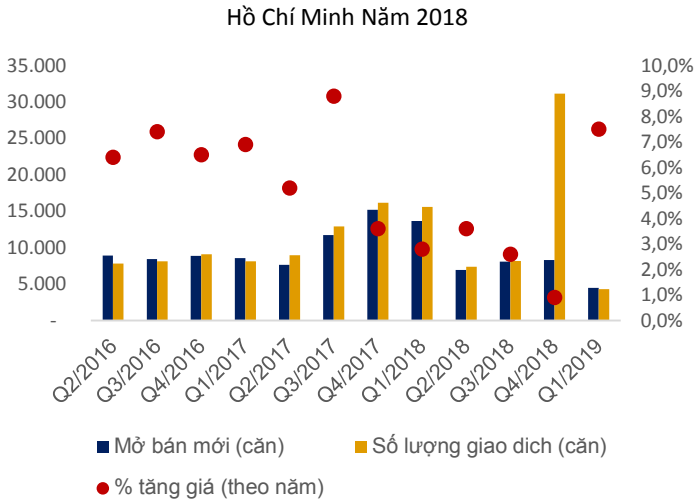
Ngành Bất Động Sản [Trung Lập]

- Nguồn cung bất động sản tại thị trường bất động sản HCM chậm lại đáng kể như dự báo trước đó của chúng tôi, trong khi đó tại Hà Nội, thị trường tiếp tục duy trì sự sôi động chủ yếu nhờ vào các dự án Vincy
- Triển vọng thị trường năm 2019 của Hồ Chí Minh và Hà Nội khá trái chiều.
- Xu hướng gia tăng quỹ đất ở các khu vực ngoại thành /tỉnh giáp ranh với Hồ Chí Minh của các doanh nghiệp niêm yết.
- Kết quả kinh doanh 2018 của ngành bất động sản duy trì mức tăng trưởng cao do điểm rơi lợi nhuận, tổng lợi nhuận ngành tăng 111% so với cùng kỳ.
- Khu vực bất động sản công nghiệp hưởng lợi mạnh mẽ từ (1) đàm phán thương mại Mỹ - Trung và (2) làn sóng FDI đổ vào Việt Nam tăng mạnh thông qua các hiệp định thương mại tự do CPTPP.
- Nguồn cung thị trường khu công nghiệp 2019 dự kiến sẽ đến từ việc mở rộng các khu công nghiệp hiện hữu.
- Động lực tăng trưởng chính của các DN ngành KCN sẽ đến từ (1) việc mở rộng quỹ đất và (2) giá cho thuê tăng lên.

Nguồn cung bất động sản tại thị trường bất động sản HCM chậm lại đáng kể như dự báo trước đó của chúng tôi (báo cáo ngành). Theo số liệu của JLL, tại thành phố HCM, lượng căn hộ giao dịch trong Q1/2019 đạt 4,300 căn hộ (-72% YoY và -51% QoQ), nguồn cung căn hộ mở bán mới của HCM trong Q1/2019 đến từ khoảng 11 dự án chủ yếu là các dự án nhỏ lẻ; đạt 4,500 căn (-67% YoY và -46% QoQ).

Chúng ta có thể thấy tỷ lệ hấp thụ quý 1/2019 tại thị trường Hồ Chí Minh đạt khoảng 95.5%. Điều này cho thấy (1) Số lượng giao dịch thành công sẽ phụ thuộc vào nguồn cung mới, chủ yếu phân khúc bình dân/cao cấp (2) Nhu cầu hiện hữu về mặt nhà ở tại thành phố Hồ Chí Minh còn rất lớn. Giá bán bình quân thứ cấp (không bao gồm các dự án mở mới) tại thị trường Hồ Chí Minh có nhích tăng nhẹ khoảng 2.9% QoQ và 7.5% YoY chủ yếu do việc khát nguồn cung. Nếu tính luôn các dự án mở mới, giá bán chung toàn thị trường tăng 22.7% do các dự án mở mới chủ yếu thuộc phân khúc hạng sang như Centennial, Park Legend, Grand Manhattan.

Trong khi đó tại Hà Nội, thị trường tiếp tục duy trì sự sôi động chủ yếu nhờ vào các dự án Vincy. Theo số liệu của JLL, tổng số lượng căn hộ giao dịch đạt 13,600 căn hộ (+28.3% yoy và +64.8% yoy). Tổng số lượng căn hộ mở bán mới trong Q1/2019 tại HN là 11,500 căn (+25% yoy và +27% yoy), đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây, trong đó chủ yếu 75% số lượng căn hộ đến từ 2 dự án Vincy Ocean Park và Vincy Sportia. Điều này cho thấy thị trường bất động sản Hà Nội vẫn phụ thuộc lớn vào tiến độ mở bán các dự án của Vinhomes (VHM). Giá bán bình quân thứ cấp tại thị trường Hà Nội nhích tăng nhẹ 1.6% ở phân khúc bình dân.

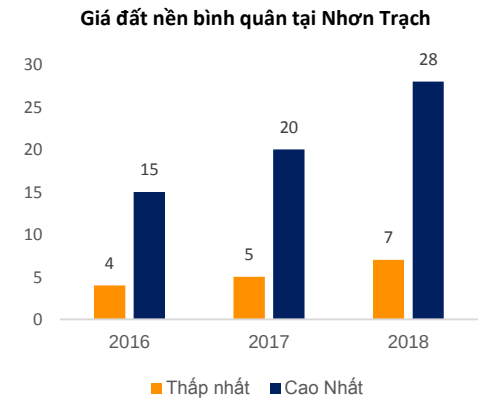
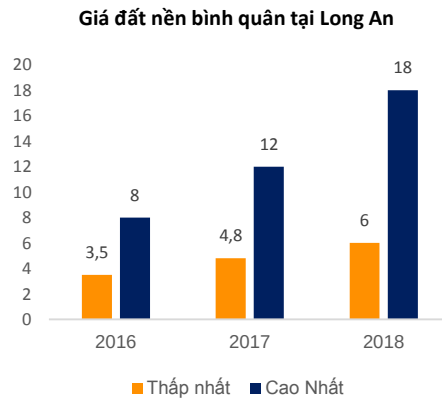
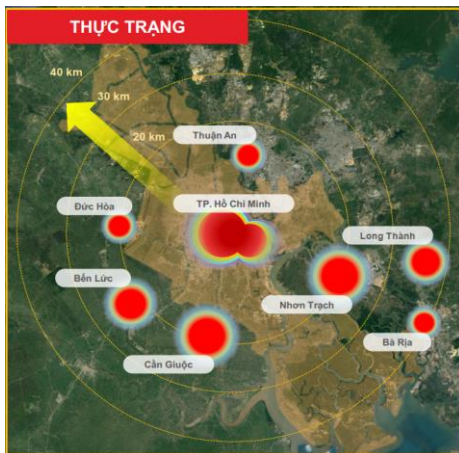


Nguồn: JLL, BSC Research

Triển vọng thị trường năm 2019 của Hồ Chí Minh và Hà Nội khá trái chiều. Như phân tích trước đó của chúng tôi trong báo cáo ngành, nguồn cung tại thị trường Hồ Chí Minh sẽ phải phụ thuộc lớn vào việc giải quyết các vấn đề liên quan đến pháp lý và thủ tục phê duyệt dự án. Theo đó, chúng tôi nhận thấy một số tín hiệu tích cực hơn về việc đẩy nhanh quá trình phê duyệt thủ tục/pháp lý dự án, do đó BSC vẫn kỳ vọng các dự án có thể được phê duyệt trong nửa cuối năm 2019. Trong khi đó, triển vọng thị trường Hà Nội vẫn khả quan hơn, dự kiến năm 2019, nguồn cung mới được kỳ vọng duy trì mức cao khoảng 10,000 -12,000 căn/quý.

Xu hướng gia tăng quỹ đất ở các khu vực ngoại thành/tỉnh giáp ranh với Hồ Chí Minh của các doanh nghiệp niêm yết. Trong điều kiện (1) quỹ đất tại khu vực nội đô của Hồ Chí Minh hiện đã cạn kiệt và (2) Đình trệ về thủ tục phê duyệt pháp lý các dự án tại Hồ Chí Minh và (3) Các dự án hạ tầng kết nối giữa các khu vực ngoại thành được đẩy mạnh, chúng tôi nhận thấy xu hướng dịch chuyển việc thu gom các quỹ đất với diện tích lớn (Mô hình thành phố mini) ở khu vực ngoại thành/tỉnh lân cận Hồ Chí Minh nhằm chuẩn bị cho giai đoạn tương lai. Tuy nhiên, việc phát triển các bất động sản sẽ gặp một số rủi ro như (1) Phụ thuộc nhiều vào kế hoạch xây dựng các hệ thống hạ tầng kết nối, (2) Tốc độ hình thành khu dân cư còn thấp và các tiện ích xung quanh vẫn còn ít, (3) Tính đầu cơ tại một số khu vực nóng

Một số dự án lớn vừa được một số doanh nghiệp niêm yết được thu tóm có thể kể đến như: (1) Nam Long: dự án Waterfront (Nhơn Trạch – Đồng Nai), Đại Phước (NT-ĐN), Vsip Hải Phòng; (2) Novaland: BĐS nghỉ dưỡng ở các tỉnh ven biển Khánh Hòa, Bình Thuận, Cần Thơ; (3) Vinhomes: Vinhomes Grand Park (Q.9), sân golf Củ Chi – 200ha, (4) LDG: Bình Nguyên (Bình Dương), Viva Square (Đồng Nai), (5) PDR: Khu dân cư Bàu Cả (Quảng Ngãi), Nhơn Hội (Bình Định).



Nguồn: DKRA Report

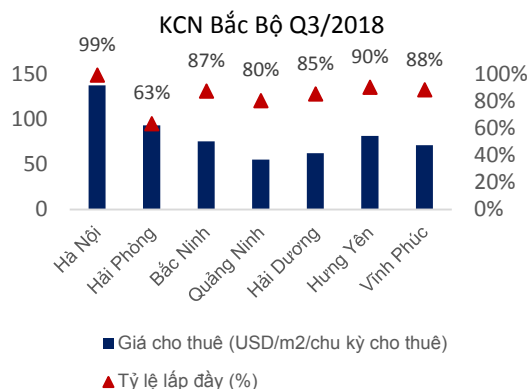
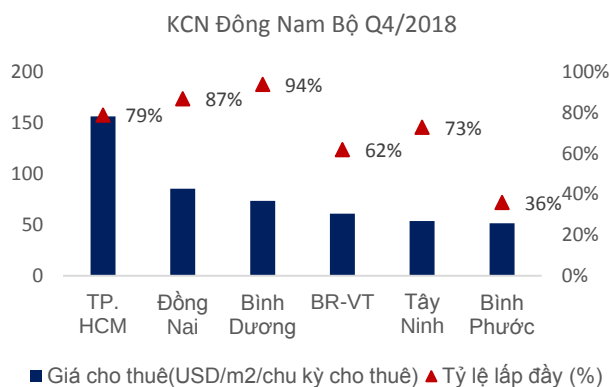
Kết quả kinh doanh 2018 của ngành bất động sản duy trì mức tăng trưởng cao do điểm rơi lợi nhuận, tổng lợi nhuận ngành tăng 111% so với cùng kỳ. Theo thống kê của chúng tôi, tổng doanh thu của ngành năm 2018 đạt 254,981 nghìn tỷ đồng (+40.2% yoy), LNST đạt 37,263 nghìn tỷ đồng (+111.0% yoy). VHM vẫn tiếp tục đóng góp chính trong tăng trưởng doanh thu ngành, chiếm 37% doanh thu và 71% lợi nhuận sau thuế. Nếu loại trừ VHM do lợi nhuận năm 2017 chưa hợp nhất với các công ty con, LNST ngành bất động sản chỉ tăng trưởng 14.7%, đạt khoảng 18,672 tỷ đồng. Thị trường bất động sản có sự phân hóa nhất định, trong đó động lực tăng trưởng lợi nhuận ngành vẫn đến từ các doanh nghiệp BĐS có vị thế và quy mô lớn, khả năng triển khai dự án tốt có uy tín trên thị trường như DXG (+57% YoY), NVL (+59% YoY), KDH (+61% YoY), NLG (+43% YoY).

Mã	DTT 2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	%YoY	KH Trả tiền trước/HTK (Q4 2018)	KH Trả tiền trước/HTK (Q3 2018)
VIC	121,894	36%	23.7%	29.7%	3,777	-15%	45.7%	84%
VHM	38,664	153%	26.0%	33.8%	14,284	913%	38.5%	52%
VRE	9,124	65%	39.9%	50.8%	2,404	19%	98.5%	110%
NVL	15,290	31%	33.7%	28.0%	3,227	59%	23.7%	34%
KDH	2,917	-5%	42.5%	33.9%	808	61%	23.5%	26%
PDR	2,148	62%	31.7%	39.1%	643	46%	0.2%	1%
DXG	4,645	61%	56.3%	60.1%	1,178	57%	22.3%	21%
NLG	3,480	10%	43.2%	41.0%	763	43%	33.1%	24%
DIG	2,345	47%	24.1%	24.6%	324	65%	32.5%	33%
HDG	3,221	40%	38.6%	34.0%	633	255%	50.4%	8%
VPI	258	-70%	170.6%	52.2%	422	0%	6.2%	0%
HPX	2,020	87%	24.5%	26.2%	452	39%	85.4%	55%
SCR	2,929	60%	21.8%	30.1%	215	-6%	41.4%	84%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Khu vực bất động sản công nghiệp hưởng lợi mạnh mẽ từ (1) đàm phán thương mại Mỹ - Trung và (2) làn sóng FDI đổ vào Việt Nam tăng mạnh thông qua các hiệp định thương mại tự do CPTPP giúp nhu cầu thuê đất KCN được cải thiện mạnh. Phân khúc BĐS khu công nghiệp ở khu vực phía Bắc và khu vực phía Nam đều cho thấy các tín hiệu tăng trưởng khá tốt:

- **Giá cho thuê trung bình tăng tốt** trong điều kiện nguồn cầu tăng mạnh trong khi nguồn cung quỹ đất sẵn sàng đáp ứng còn hạn chế. Cụ thể đối giá thuê khu vực phía Bắc và phía Nam lần lượt là 82 USD/m²/chu kỳ thuê(+11% so với Q1/2018) và 80.3 USD/m²/chu kỳ thuê(+10.9% so với Q2/2018).
- **Tỷ lệ lấp đầy tiếp tục được cải thiện.** Đối với KCN Bắc Bộ, tỷ lệ lấp đầy Q3/2018 đạt 85% (+7% YTD). Đối với KCN Đông Nam Bộ, tính trên diện tích thương phẩm có sẵn (không tính đến nguồn cung mới từ Bình Dương) thì tỷ lệ lấp đầy đạt 66% (+300 bps YTD), tính chung cả khu vực thì tỷ lệ lấp đầy là 72% (-5% YTD).
- **Nhu cầu nhà xưởng xây sẵn cho thuê và để bán gia tăng.** Với sự phát triển mạnh mẽ của thương mại điện tử, hệ thống logistics – kênh phân phối ngày càng chiếm vai trò quan trọng, do đó nhu cầu nhà xưởng/nhà kho gia ngày càng nhiều. Ngoài ra, do giá thuê đất có xu hướng tăng cao và tính tiện lợi, thuê nhà xưởng xây sẵn được coi là giải pháp thay thế. Năm 2018, nhiều DN trong ngành đã nắm bắt được xu hướng này, tập trung phát triển mảng nhà xưởng như: KBC và LHG. Chúng tôi cho rằng trong năm 2019, nhà kho/nhà xưởng xây sẵn sẽ được đẩy mạnh và có yêu cầu khắt khe và đa dạng hơn về chất lượng/loại hình nhà xưởng.



Nguồn: JLL, BSC Research

Nguồn cung thị trường khu công nghiệp 2019 dự kiến sẽ đến từ việc mở rộng các khu công nghiệp hiện hữu. Hiện tại tổng diện tích đất KCN cho thuê khu vực Bắc Bộ và Đông Nam bộ lần lượt đạt 39,036 ha(+5.4% so vs Q2/2018) và 18,126 ha(+16% so vs Q1/2018). Thị trường phía Nam ghi nhận nguồn cung mới chính đến từ Bình Phước và Bà Rịa – Vũng Tàu thể hiện xu hướng các KCN dịch chuyển ra các tỉnh lân cận do quỹ đất hiện tại không còn nhiều. Dự kiến đến 2020, nguồn cung mới sẽ được tăng mạnh nhờ vào việc tiếp tục mở rộng, cụ thể phía khu vực Đông Nam Bộ và phía Bắc sẽ ghi nhận thêm lần lượt 11,940 ha và 19,322 ha.

Động lực tăng trưởng chính của các DN ngành KCN sẽ đến từ (1) việc mở rộng quỹ đất và (2) giá cho thuê tăng lên. BSC cho rằng ngành KCN sẽ tiếp tục hưởng lợi với nguồn cầu tăng mạnh đến từ các tập đoàn lớn Samsung, LG, Foxconn và các vệ tinh trong khi nguồn cung mới được dự báo sẽ dồi dào hơn. Cụ thể, KBC có khả năng xin được KCN Trảng Duệ 3 – 687 ha vào Đình Vũ Cát Hải tháng 6/2019; NTC dự kiến bắt đầu nhận bàn giao đất từ CTCP Cao su Phước Hòa vào cuối Q2/2019 theo phương thức bàn giao từng phần với tổng diện tích thương phẩm 255ha/355ha; LHG đang triển khai LH3 với diện tích thương phẩm 90ha/124 ha.

Mã	DTT			Biên		LNST		%YoY
	DTT 2018 (tỷ VND)	DTT 2017 (Tỷ VND)	%YoY	LNG 2018	LNG 2017	LNST 2018 (Tỷ VND)	LNST 2017 (Tỷ VND)	
KBC	2506	1260	99%	59%	52%	810	619	31%
NTC	532	146	264%	92%	69%	470	142	231%
LHG	430	488	-12%	57%	56%	181	166	9%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP (Bất động sản thương mại) và KHẢ QUAN (Bất động sản khu công nghiệp)

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm Trung Lập đối với cổ phiếu ngành bất động sản thương mại do các yếu tố sau (1) Các vấn đề về phê duyệt pháp lý và xây dựng dự án vẫn còn tắc nghẽn; (2) Lãi suất cho vay dự báo tăng; (3) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản. Trong năm 2019, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp dựa trên các tiêu chí sau: (1) Quỹ đất sạch lớn, có khả năng mở bán trong năm 2019, giúp đảm bảo việc hạch toán lợi nhuận giai đoạn 2020 – 2022; (2) Ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận tốt nhờ vào có các dự án có thể bàn giao trong năm 2019. Chúng tôi khuyến nghị mua các mã: VHM, NLG, HDG.

Mã	DTT 2019 (tỷ đồng)	LNST 2019 (tỷ đồng)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/3/19	Giá mục tiêu	Upside
VHM	80,063	18,412	5,579	13.3	4.7	34.7%	10.3%	91,500	92,700	1.13%
NLG	3,063	930	4,209	8.0	1.3	17%	8%	27,500	36,285	28.2%
HDG	5,543	689	7,253	5.7	2.1	8.1%	13.8%	41,200	58,000	40.7%

Nguồn: BSC Research

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm Khả quan cho cổ phiếu ngành bất động sản khu công nghiệp nhờ vào làn sóng FDI đổ vào Việt Nam tăng mạnh thông qua các hiệp định thương mại tự do CPTPP và sự dịch chuyển nhà máy do chiến tranh thương mại Trung – Mỹ trong bối cảnh (1) Nhu cầu thuê KCN tăng mạnh và (2) Quỹ đất cho thuê hiện hữu không còn nhiều. Chúng tôi khuyến nghị mua các mã: KBC ([báo cáo cập nhật](#)) và LHG.

LHG – MUA - TP 25,506 – Upside 25.8%

Cập nhật KQKD 2018: DT và LNST lần lượt là 430 tỷ đồng (-11.84% yoy) và 180.84 tỷ đồng (+9.1% yoy). (1) Mảng cho thuê KCN năm 2018 đạt DT 389 tỷ đồng (-39.78% yoy) với 14.3 ha, biên LNG mảng KCN ở mức 68%. (2) Cho thuê nhà xưởng, khu lưu trú với DT 84 tỷ đồng (+23% yoy). (3) DT tài chính năm 2018 đạt 45 tỷ tăng gấp 3.46 lần YoY chủ yếu đến từ lãi tiền gửi ngân hàng (chiếm 82.8% DT tài chính) (4) Kế hoạch trả cổ tức 2018 bằng tiền mặt khoảng 16%.

Dự báo 2019: BSC dự báo kết quả kinh doanh của LHG trong năm 2019 với DT và LNST lần lượt là 633.2 tỷ đồng (+47.1% yoy) và 188.7 tỷ đồng(+7.53% yoy). Chúng tôi giả định dựa trên (1) dự kiến cho thuê 4ha diện tích nhà xưởng (bao gồm hơn 32,000m2 KCN Long Hậu và 10,000m2 khu CNC Đà Nẵng). (2) trung bình LH3 sẽ cho thuê khoảng 20-30 ha/năm, giá cho thuê LH3 dao động từ 110-130 USD/m2(chưa tính VAT) trong vòng 4 năm.

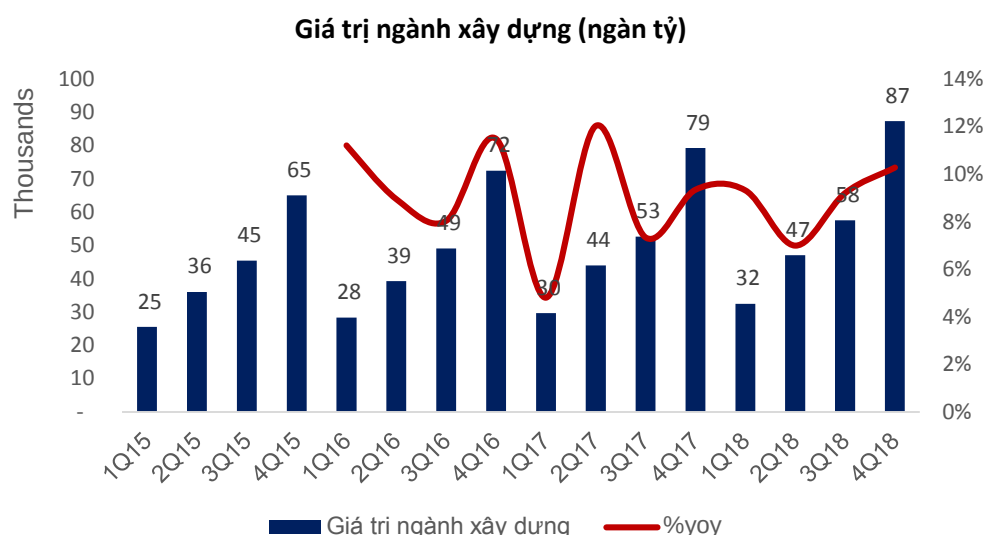
Mã	DTT 2019 (tỷ đồng)	LNST 2019 (tỷ đồng)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROE 2019	ROA 2019	Giá ngày 29/3/19	Giá mục tiêu	Upside
KBC	3,226	1,263	2,657	7.6	1.05	12.8%	7.45%	14,500	20,120	25.8%
LHG	633.2	188.7	3,773	5.2	1.11	16%	9%	20,500	25,506	24.4%

Nguồn: BSC Reseach

Ngành Xây Dựng [Trung lập]

- Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 224,464 tỷ đồng (+9% yoy) theo GSO VN.
- TPHCM phấn đấu đạt 95% kế hoạch giải ngân đầu tư công cho năm 2019.
- KQKD 2018 của ngành xây dựng nhìn chung vẫn còn nhiều thách thức.

Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 224,464 tỷ đồng (+9% yoy) theo Tổng cục thống kê. Tính riêng quý 4 năm 2018, tổng giá trị ngành xây dựng đã đạt 87,401 tỷ đồng tăng +10.28% cao nhất trong 4 quý gần nhất. Qua đó, ngành xây dựng đóng góp vào tổng giá trị toàn ngành GDP là 6.4% tăng nhẹ 0.1% so với năm 2017.



TPHCM phấn đấu đạt 95% kế hoạch giải ngân đầu tư công cho năm 2019. Qua đó, UBND TPHCM đã yêu cầu đẩy nhanh tiến độ thẩm định, phê duyệt và quyết định đầu tư các dự án đầu tư công nhằm đảm bảo thực hiện được 50% tại thời điểm 31/07/2019 và 95% cuối năm 2019. Trong năm 2018, kết quả giải ngân công khá chậm đạt 56.6% kế hoạch bao gồm các dự án ODA đạt 51.6%, dự án giao thông sử dụng vốn NSNN đạt 94.3% và dự án sử dụng nguồn vốn trái phiếu chính phủ đạt 37.7%. Một số các dự án hạ tầng trọng điểm 2019 bao gồm: đoạn 1 vành đai 3 (Bến Lức – Quốc lộ 22), nút giao An Sương, Mỹ Thủy, cầu vượt Nguyễn Kiệm – Nguyễn Thái Sơn,... Đối với cơ sở hạ tầng ở Hà Nội, lãnh đạo thành ủy Hà Nội tiếp tục đẩy mạnh thực hiện các dự án quan trọng như vành đai 1 (Hoàng Cầu – Voi Phục), và vành đai 2 (Ngã Tư Vọng – Ngã Tư Sở).

KQKD 2018 của ngành xây dựng nhìn chung vẫn còn nhiều thách thức. Tổng quan ngành xây dựng có 186 doanh nghiệp niêm yết trên 3 sàn HSX, HNX, Upcom đã có báo cáo tài chính 2018 với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 208,531 tỷ đồng (+7.11% yoy) và 9,470 tỷ đồng (-25.76% yoy). Biên lợi nhuận gộp và ròng 2018 đạt lần lượt 11.8% (giảm nhẹ 0.2% so với năm 2017) và 4.54% (giảm -2.01% so với 2017) một trong những nguyên nhân khiến cho biên ròng giảm là chi phí tài chính tăng 17.82% trong năm 2018. Tính riêng xây dựng hạ tầng, DTT và LNST trong năm 2018 lần lượt đạt 120,640 tỷ đồng (-4.2% yoy) và 5,692 tỷ đồng (-36% yoy), biên gộp và ròng đạt 13.8% và 4.7% giảm lần lượt -0.67% và -2.38% so với cùng kỳ.

Chúng tôi đánh giá tình hình ngành xây dựng tuy có tăng trưởng nhưng nếu xét về tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp trong ngành (CTD -8.6% yoy, HBC – 27.9% yoy) đang có xu hướng giảm về mặt KQKD chủ yếu do **(1)** Ảnh hưởng của ngành bất động sản đang siết chặt nguồn cung ra ngoài thị trường; **(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.

Bảng tổng hợp KQKD 2018.

Mã	DTT 2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	%YoY
CTD	28,561	5.2%	6.4%	7.4%	1,510	-8.7%
HBC	18,201	13.5%	9.3%	10.5%	627	-27.2%
VCG	9,721	-10.8%	12.5%	16.2%	636	-61.0%
PC1	5,085	60.9%	16.9%	15.2%	486	89.8%
CC1	5,948	-2.63	8.04%	6.89%	230	494.9%
SNZ	4,315	13.9%	30.98%	30.6%	794	35.36%
ROS	3,463	-21.6%	6.6%	9.3%	185	-78.2%
CII	2,708	32.7%	28.4%	19.5%	207	-87.2%
C4G	3,313	-18.2%	12.7%	12.6%	171	27.6%
FCN	2,859	23.2%	14.9%	14.5%	252	41.6%

Nguồn: BSC research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **Trung lập** với ngành Xây dựng với triển vọng trong năm 2019 và chúng tôi dự báo tăng trưởng trung bình từ 7.2%-9.2% nhờ **(1)** Dòng vốn FDI vào đầu tư ngành công nghiệp và bất động sản sẽ tăng tốt trong năm 2019; **(2)** Các dự án bất động sản lớn như của Vincity sẽ đóng góp chính vào giá trị xây dựng cho các công ty trong ngành tuy nhiên biên lợi nhuận gộp của dự án thấp. **(3)** Kỳ vọng đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng như giao thông, công trình dân dụng sẽ tiếp tục đẩy mạnh ở các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi các cổ phiếu: CTD và HBC.

Mã cp	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	Giá 31/03/19	Giá ngày	Giá tiêu	mục
CTD	30,567.5	1,427	17,343	8.2	1.4	8.4%	18%	143,400		153,600	
HBC	19,404	613.6	3099	6.3	1.2	4%	18%	18,750		20,100	

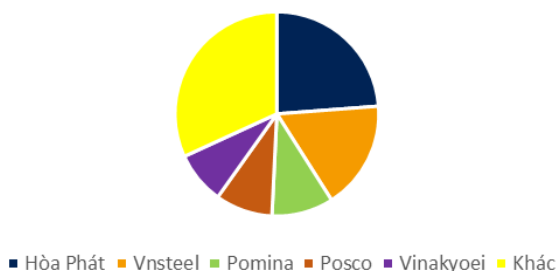
Nguồn: BSC research

Ngành Thép [Trung lập]

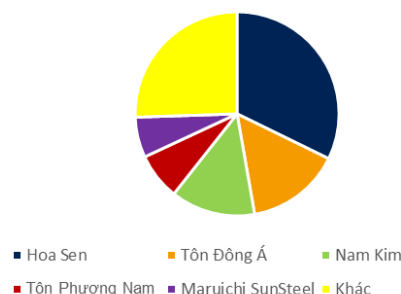
- Tiêu thụ nội địa năm 2018 đạt trên 21.8 triệu tấn, duy trì được đà tăng trưởng 21%
- Giá quặng sắt tăng mạnh trên 30% từ đầu năm 2019, giá điện tăng 8.36% ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp lò điện.
- Giá thép đầu ra tăng khoảng 8% từ tháng 2, đạt mức 13 triệu/tấn thép xây dựng vào tháng 3.

Tiêu thụ nội địa năm 2018 vẫn duy trì được đà tăng trưởng (+ 21% YoY). Tổng sản lượng tiêu thụ thép năm 2018 đạt mức 21.8 triệu tấn, tăng 21% so với năm 2017. Trong đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2018 đạt xấp xỉ 10 triệu tấn, tăng khoảng 9% so với năm 2017. Với mặt hàng ống thép, sản lượng tiêu thụ tháng đạt trên 2.3 triệu tấn, +8% yoy; mặt hàng tôn mạ cũng đạt mức tăng trưởng cao 9.6% so với năm 2017 với tổng sản lượng tiêu thụ năm 2018 đạt mức trên 3.8 triệu tấn. Thị phần ngành thép vẫn tập trung ở các doanh nghiệp dẫn đầu như HPG và HSG.

Thị phần thép xây dựng 2018



Thị phần tôn mạ 2018



Nguồn: BC HH Thép, BSC Research

Giá quặng sắt tăng mạnh đầu năm 2019 (+ 30% so với cuối năm 2018), giá điện tăng ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp lò điện.

Giá quặng sắt trong năm 2018 duy trì ở mức ổn định, tuy nhiên đã tăng mạnh trong quý 1 do thiếu hụt nguồn cung. Sản lượng xuất khẩu của Brazil (nước xuất khẩu lớn thứ 2 thế giới) được dự báo giảm khi Vale, công ty khai thác quặng sắt giảm sản lượng khoảng 40 triệu tấn (9% tổng sản lượng- chủ yếu là loại quặng 62% FE) sau sự kiện vỡ đập vào cuối tháng 1. Giá các loại quặng sắt chất lượng cao qua đó tăng mạnh, trên 20% trong vòng 2 tuần và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao khi các nhà cung cấp khác chưa thể bù đắp sản lượng thiếu hụt trong ngắn hạn. Hiện tại giá quặng đang được giao dịch với giá khoảng 80 USD/tấn, cao hơn khoảng 23% so với cuối năm 2018. Ngoài ra, việc cơn lốc nhiệt đới Veronica gây ảnh hưởng cho cảng Hedland- cảng xuất khẩu quan trọng đối với các mỏ quặng sắt miền Tây Úc cũng khiến giá quặng sắt tăng mạnh. Chúng tôi dự báo giá quặng sắt sẽ duy trì ở mức cao ít nhất cho đến hết quý 2, sau đó suy giảm khi các mỏ quặng ở các nước như Úc sẽ tăng sản lượng để bù đắp lại sự thiếu hụt trên thị trường và giá quặng sẽ giảm nhiệt dần vào cuối năm. Qua đó giá quặng bình quân cho năm 2019 dự kiến sẽ ở mức khoảng 75 USD/tấn tăng khoảng 15% so với năm 2018

Tương tự như giá quặng sắt, nhu cầu than luyện cốc được hỗ trợ khi các nhà máy hoạt động trở lại sau khi chính phủ Trung Quốc nới lỏng chính sách hạn chế sản xuất vào mùa đông trong khi nguồn cung bị sụt giảm khi nhiều mỏ than tại Trung Quốc phải đóng cửa vì nhà nước tăng cường quản lý khiến cho giá than tăng tương đối mạnh vào cuối năm 2018.

Giá điện tăng 8.63% ảnh hưởng lớn lên các doanh nghiệp lò điện. Giá điện bán lẻ chính thức sẽ tăng lên 8.63% bắt đầu từ đầu quý 1. Với việc chi phí giá điện hiện đang chiếm khoảng gần 20% chi phí giá thành của các doanh nghiệp lò điện, chúng tôi dự báo các doanh nghiệp lò điện sẽ gặp tương đối khó khăn trong sản xuất kinh doanh vào 3 quý cuối năm. Tuy nhiên, các doanh nghiệp sử dụng lò cao, đặc biệt là HPG sẽ được hưởng lợi khi doanh nghiệp nhờ công nghệ lò cao có thể tự sản xuất khoảng 40% nhu cầu điện, qua đó tạo lợi thế giá thành so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

Giá thép xây dựng đầu ra tăng 8% từ tháng 2 lên lại mức 13 triệu đồng/tấn. Giá thép trong tháng 1 tiếp tục giảm, chạm ngưỡng 12 triệu đồng/tấn (-8% so với trung bình năm 2018) do ảnh hưởng sự sụt giảm của giá thép Trung Quốc khi lo ngại nhu cầu sẽ sụt giảm khi (1) triển vọng kinh tế Trung Quốc do chiến tranh thương mại, (2) nguồn cung đã tăng mạnh khi sản lượng thép đạt mức kỷ lục do biên lợi nhuận ngành thép Trung Quốc đạt mức cao trong năm 2018. Tuy nhiên, cuối tháng 2 khi chính phủ Trung Quốc tung ra các chính sách hỗ trợ nền kinh tế đã giúp giá thép nước này tăng mạnh. Giá thép trong nước qua đó cũng hồi phục mạnh, hiện đang duy trì ở mức trung bình của năm 2018 vào khoảng 13 triệu đồng/tấn thép xây dựng.

Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành thép dự kiến sẽ sụt giảm. Việc tăng giá của các loại nguyên vật liệu sẽ tác động mạnh lên giá vốn của các doanh nghiệp thép bắt đầu từ quý 2. Giá bán các mặt hàng thép mặc dù đã tăng theo giá nguyên vật liệu tuy nhiên mức độ tăng vẫn còn thấp, khoảng 8% và dự kiến sẽ tăng mạnh hơn mức hiện tại do đó biên lợi nhuận gộp của ngành dự kiến sẽ sụt giảm tương đối bắt đầu từ quý 2 năm 2019.

Cập nhật KQKD 2018 của các doanh nghiệp trong ngành: Doanh thu của các doanh nghiệp thép đều có sự tăng trưởng tốt nhờ sản lượng tăng và giá thép trong nước ở mức cao. Giá thép duy trì ở mức cao, tuy nhiên do nguồn cung tăng mạnh khiến cạnh tranh tăng cao do đó biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp đều sụt giảm, đặc biệt là các doanh nghiệp tôn mạ do ảnh hưởng bởi giá HRC tăng cùng với đó là xuất khẩu gặp khó khăn. Tỷ lệ vay nợ của nhiều doanh nghiệp cũng tăng mạnh do việc đầu tư các dự án mới cùng với việc biên lợi nhuận sụt giảm khiến lợi nhuận của các doanh nghiệp thép hầu hết đều giảm mạnh. Về kế hoạch kinh doanh 2019, hầu hết các doanh nghiệp đều đặt kế hoạch tương đối thận trọng do nguyên liệu đầu vào có xu hướng tăng mạnh. Riêng đối với quý 1 năm 2019, sản lượng tiêu thụ duy trì ổn định và giá thép trong quý đã có sự hồi phục tương đối tốt do đó chúng tôi kỳ vọng doanh thu của các doanh nghiệp thép sẽ duy trì được ở mức tương đương so với quý 1 năm 2018. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp bị suy giảm do giá quặng tăng sẽ tạo áp lực lên lợi nhuận, do đó chúng tôi dự kiến các doanh nghiệp ngành thép sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu bị sụt giảm từ quý 1/2019.

Tỷ đồng	Loại hình	DTT 2017	DTT 2018	+yoy	Biên LNG 2017	Biên LNG 2018	LNST 2017	LNST 2018	+yoy
HPG	Thép xây dựng	46,855	56,580	20.8%	22.7%	20.6%	8,015	8,601	7.3%
HSG	Tôn mạ	28,474	34,198	20.1%	16.0%	10.0%	1,225	136	-88.9%
NKG	Tôn mạ	12,638	14,861	17.6%	10.8%	5.3%	708	57	-91.9%
VIS	Thép xây dựng	6,150	5,314	-13.6%	3.4%	-3.0%	43	(326)	-858.1%
POM	Thép xây dựng	11,384	13,468	18.3%	9.7%	5.7%	698	434	-37.8%
SMC	Thương mại thép	12,665	16,473	30.1%	5.5%	4.0%	276	168	-39.1%

Nguồn: FiinPro, BSC research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **Trung Lập** đối với ngành Thép. Năm 2019, ngành thép dự kiến sẽ phải đối mặt với (1) Cạnh tranh tăng cao khi sản lượng tiêu thụ thép năm 2019 dự kiến chỉ duy trì ở mức tăng trưởng 10% tương đương năm 2018 nhờ các dự án BĐS lớn được triển khai ở Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh, tuy nhiên với việc nguồn cung dự kiến sẽ tăng mạnh khi các nhà máy thép mới được đi vào hoạt động (dự án Dung Quất giai đoạn 1 của HPG có công suất 2 triệu tấn, các dự án nhà máy Hoa Sen Nhơn Hội công suất 200 nghìn tấn, Hoa Sen Hà Nam với công suất khoảng 200 nghìn tấn,...) (2) Giá các loại nguyên liệu đầu (giá quặng sắt, giá điện) vào tăng đột biến. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận của ngành thép trong năm 2019 dự kiến sẽ có sự sụt giảm tương đối mặc cho doanh thu tiếp tục có sự tăng trưởng.

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

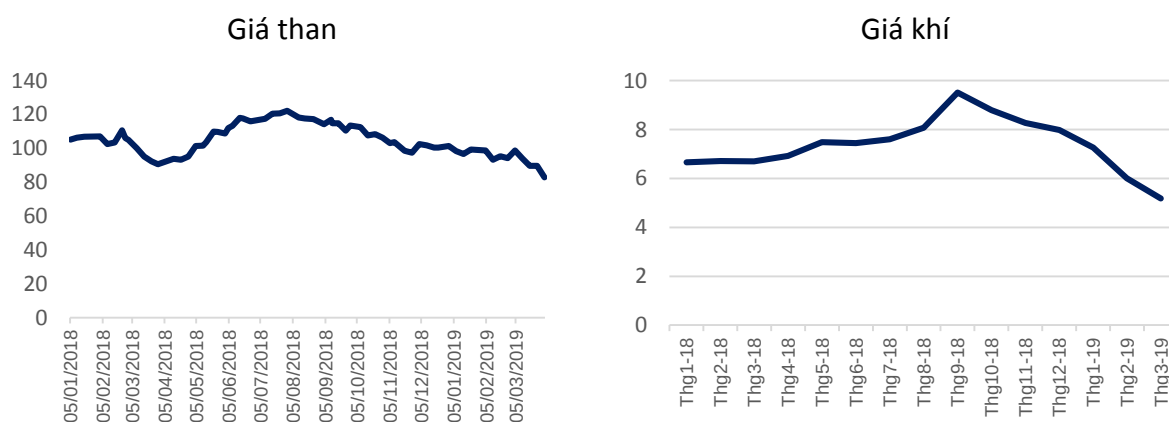
Nguồn: BSC Research

Ngành Gạch men [Trung lập]

- Giá nhiên liệu giảm: giá khí Q1/2019 -23% YTD, giá than -6.9% YTD.
- Kết quả kinh doanh 2018 của các DN gạch men phân hóa
- Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP đối với cổ phiếu ngành gạch men trong năm 2018.

Ngành gạch men trong tình trạng dư cung, giá bán vẫn tiếp tục giảm: Theo số liệu Viện VLXD, năm 2017 tổng sản lượng sản xuất đạt 821 triệu m²/năm, trong khi tổng sản lượng tiêu thụ khoảng hơn 500 triệu m²/năm. Tình trạng dư cung tiếp diễn cùng với các loại gạch nhập khẩu từ Trung Quốc và một số nước Châu Âu khiến nhiều DN phải giảm giá bán để cạnh tranh, khiến lợi nhuận giảm sút.

Giá nhiên liệu năm 2019 có xu hướng giảm: Năm 2018, giá than tăng +21.2% so với năm 2017 % nguyên nhân là do cầu tiêu thụ than năm 2018 tăng mạnh, giá khí không biến động nhiều làm tăng chi phí đầu vào sản xuất của các DN trong ngành, khiến biên LNG thu hẹp từ 1-3. Năm 2019, EIA dự báo sản lượng cung khí sẽ tăng thêm 8% - 10%, mặc dù nhu cầu khí đốt tự nhiên tiếp tục tăng nhưng nguồn cung vẫn đáp ứng kịp. Theo số liệu BBG và Indexmundi, Q1/2019 giá khí trung bình -23% YTD, giá than trung bình -6.9% YTD. Chúng tôi cho rằng giá khí 2019 sẽ giảm và tác động tích cực lên giá vốn của DN, cải thiện biên LNG



Nguồn: BBG, Indexmundi, BSC Research

Kết quả kinh doanh 2018 phân hóa: Doanh thu tăng tại 1 số doanh nghiệp sản xuất gạch granite như CVT +23% yoy (sản lượng tiêu thụ hơn 16 triệu tấn +20% YoY), VIT +28% yoy và TTC +16% yoy. Trong khi nhóm doanh nghiệp ceramic và ngói đất sét (VGC, VHL, TCR) đều có doanh thu giảm nhẹ do thị trường đã tương đối bão hòa. Hầu hết các DN ngành gạch biên LNG năm 2018 đều thu hẹp từ 1-3% nguyên nhân do giá nguyên liệu đầu vào tăng trong khi giá bán giảm.

Mã	DTT 2018 (tỷ VND)	DTT 2017 (Tỷ VND)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (Tỷ VND)	LNST 2017 (Tỷ VND)	%YoY
VGC	8984.1	9196.5	-2%	22%	23%	667.4	722.1	-8%
VHL	2011.2	2039.6	-1%	0%	0%	145.3	155.7	-7%
CVT	1448.7	1181.1	23%	20%	24%	168.1	173.8	-3%
TCR	1349.3	1357.9	-1%	11%	13%	-109.3	-71.8	52%
VIT	1244.9	970.7	28%	11%	13%	44.0	36.5	21%
TTC	398.3	344.3	16%	13%	16%	15.1	19.7	-23%

Nguồn: FinnPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm TRUNG LẬP với cổ phiếu ngành gạch men. BSC cho rằng năm 2019 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn đối với do ngành vẫn đang trong tình trạng dư cung. Tuy nhiên, ở chiều hướng tích cực, giá nhiên liệu đầu vào giảm sẽ giúp cải thiện lợi nhuận cho các DN trong ngành so với năm 2018. Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi với cổ phiếu VGC (Chi tiết tham khảo [báo cáo cập nhật doanh nghiệp](#)) và theo dõi với CVT.

CVT – Theo dõi – Giá mục tiêu: 26,500 đồng/CP – Upside: +8%

Kết quả kinh doanh 2018:

- Sản lượng gạch tiêu thụ 16,721,339 m² (+20% YoY) sau khi đưa dây chuyền gạch CMC 2.3 vào sản xuất (+21.4% công suất) từ tháng 2/2018; sản lượng ngói 546,632 m² (+19% YoY). Giá bán bình quân sản phẩm +3% nhờ tăng được tỷ trọng gạch granite có giá bán cao, đặc biệt là granite thấm muối tan và vi tinh.
- Tổng doanh thu đạt 1,553 tỷ (+23.5% YoY), tỷ lệ chiết khấu tăng nhẹ lên 6.58%. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 24.3% về 19.7%, chúng tôi đánh giá sự suy giảm này chủ yếu do các chi phí phát sinh trong quá trình chạy thử dây chuyền mới CMC 2.3. LNST đạt 162 tỷ đồng (-7% YoY), EPS = 4,194 đồng/CP.
- Phân phối lợi nhuận 2018: dự kiến tỷ lệ cổ tức 25% tiền mặt, trích quỹ KTPL và ĐTPT tương ứng 5% LNST.

Kế hoạch kinh doanh 2019: Sản lượng tiêu thụ (+7.65% YoY), doanh thu 1,700 tỷ đồng (+9.47% YoY), lợi nhuận 220 tỷ (+8.3% YoY), cổ tức 25-30%.

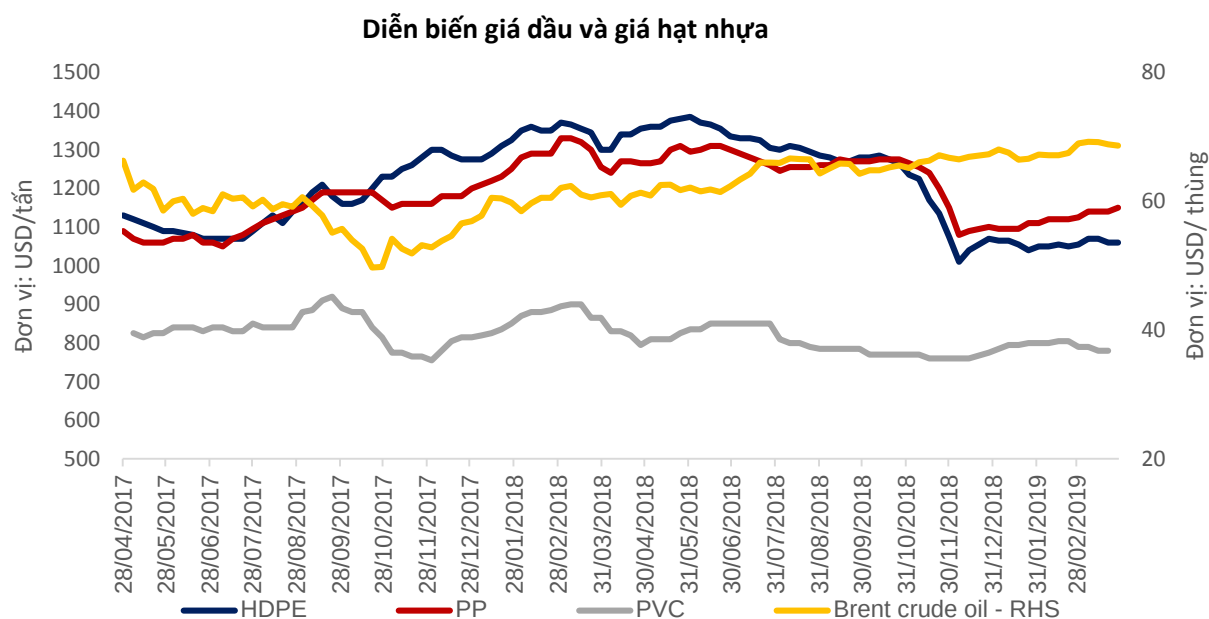
Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
VGC	9,247	924	1,242	16.51	1.24	3.7%	8.5%	20,500	18,510
CVT	1,556	174	4,413	5.48	1.26	12.5%	25.0%	24,650	27,000

Nguồn: BSC Research

Ngành Nhựa [Trung lập]

- Giá hạt nhựa giảm theo giá dầu PVC -8.6% YoY, PP -12.2% YoY, HDPE – 20.7% YoY.
- Nhập khẩu nguyên liệu nhựa 2T2019 đạt 933 nghìn tấn (+11.3% YoY) chứng tỏ nhu cầu đối với nhóm ngành nhựa gia tăng.
- Doanh thu toàn ngành năm 2018 đạt 29,785 tỷ đồng (+23.9% YoY). LNST các DN nhựa niêm yết đạt 1601 tỷ (+0.2% YoY).
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP với ngành nhựa.

Giá hạt nhựa giảm theo giá dầu PVC -8.6% YoY, PP -12.2% YoY, HDPE – 20.7% YoY. Kể từ đầu năm đến nay, giá dầu Brent bình quân giao dịch ở mức 63.5 USD/thùng (-5.2% YoY) đã khiến cho giá nhiều loại hạt nhựa giảm mạnh, nhất là HDPE hay PP có tương quan cao với giá dầu. Mặc dù giá dầu có dấu hiệu tăng trong thời gian gần đây nhưng nhiều tổ chức vẫn giữ quan điểm giá dầu bình quân năm 2019 sẽ dao động dưới mức 70 USD/thùng (năm 2018 là 72 USD/thùng). Chúng tôi đánh giá xu hướng giảm của giá dầu và giá hạt nhựa sẽ là yếu tố giúp cải thiện lợi nhuận của các DN nhựa, đặc biệt là nhóm nhựa xây dựng khi giá đầu ra không thể điều chỉnh tương ứng với giá nguyên liệu đầu vào.



Nguồn: Bloomberg

Nhập khẩu nguyên liệu nhựa 2T2019 đạt 933 nghìn tấn (+11.3% YoY) chứng tỏ nhu cầu đối với nhóm ngành nhựa gia tăng bởi phần lớn nguyên liệu đầu vào cho ngành được nhập khẩu. Sản phẩm nhựa từ chất dẻo xuất khẩu đạt 185.9 nghìn tấn (+52.3% YoY).

Doanh thu toàn ngành năm 2018 đạt 29,785 tỷ đồng (+23.9% YoY), trong đó tăng trưởng mạnh nhất ghi nhận tại AAA (+96.9% YoY) chủ yếu đến từ mở rộng mảng thương mại hạt nhựa; PLP (+65.3% YoY), TPP (+42.3% YoY). Tổng lợi nhuận gộp của các DNNY đạt 4,504 tỷ (-1.53% YoY) do giá nguyên liệu tăng, biên

lợi nhuận của hầu hết các DN đều suy giảm, xu hướng thấy rõ ở các DN nhựa xây dựng (BMP, NTP, DNP, DAG...)

Mã CK	Sản phẩm	DTT 2018 (tỷ đồng)	% YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	% YoY
AAA	Bao bì	8,012	96.9%	8.4%	13.5%	212	-19.4%
NTP	Ống nhựa	4,520	2.0%	29.4%	33.2%	332	-32.7%
BMP	Ống nhựa	3,920	2.5%	22.2%	24.1%	428	-7.9%
DNP	Ống nhựa, nước	2,181	44.9%	16.3%	19.2%	14	-80.6%
RDP	Bao bì	1,552	17.4%	8.9%	8.2%	7	-112%
DAG	Cửa nhựa, thanh profile	1,541	-6.4%	9.3%	8.5%	54	-9.1%
SPP	Bao bì	1,105	5.5%	11.1%	11.6%	22	3.2%

Nguồn: FiinPro, BSC research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

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

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BMP; Theo dõi đối với NTP và AAA (Chi tiết tham khảo báo cáo [Tổng kết KQKD 2018](#)).

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
BMP	3,984	417	4,590	10.58	1.41	13.9%	15.8%	48,550	63,140
NTP	4,682	351	3,558	10.68	10.68	7.1%	14.6%	38,000	N/A
AAA(*)	10,000	510	2,550	6.61	N/A	N/A	N/A	16,850	N/A

Nguồn: BSC Research; (*): kế hoạch của doanh nghiệp

Ngành Xi măng [Trung lập]

- Tiêu thụ xi măng 3T2019 đạt 23.08 triệu tấn (+4% YoY), động lực từ thị trường nội địa.
- Nhiều doanh nghiệp xi măng đã điều chỉnh giá bán tăng 30,000-50,000 đồng/tấn (tương đương +2-3%) trước lộ trình tăng giá điện 8.36% năm 2019.
- Philippines áp thuế tự vệ tạm thời 4 USD/tấn đối với xi măng nhập khẩu từ Việt Nam trong vòng 200 ngày kể từ 18/01/2019.
- Xuất khẩu sang Trung Quốc tăng mạnh, giúp cải thiện tình hình cạnh tranh của ngành.
- Tổng doanh thu 2018 của các DN xi măng niêm yết đạt 23,345 tỷ đồng (+5.9% YoY); Lợi nhuận sau thuế toàn ngành đạt 990 tỷ (+75.5% YoY)
- Chúng tôi nâng khuyến nghị với ngành từ **KÉM KHẢ QUAN** lên **TRUNG LẬP**.

Tiêu thụ xi măng 3T2019 đạt 23.08 triệu tấn (+4% YoY), trong đó tiêu thụ nội địa 14.52 triệu tấn (+5.9% YoY) nhờ Q1/2019 nhu cầu xây dựng dân dụng tốt, nhiều dự án BĐS lớn được triển khai. Hoạt động xuất khẩu xi măng đạt 8.56 triệu tấn (+0.93% YoY).

Nhiều doanh nghiệp xi măng đã điều chỉnh giá bán tăng 30,000-50,000 đồng/tấn (tương đương +2-3%) trước lộ trình tăng giá điện 8.36% kể từ 20/3/2019. Trong cơ cấu giá vốn sản xuất xi măng, điện năng chiếm khoảng 10-15%, do đó giá điện tăng ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của các DN. Chúng tôi đánh giá mức tăng giá trên cơ bản có thể bù đắp được phần tăng trong giá điện cho sản xuất, do đó sẽ không ảnh hưởng nhiều đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp.

Philippines áp thuế tự vệ tạm thời 4 USD/tấn đối với xi măng nhập khẩu từ Việt Nam trong vòng 200 ngày kể từ 18/01/2019. Đây là thị trường xuất khẩu lớn thứ 3 của xi măng Việt Nam (21% thị phần) với sản lượng năm 2018 đạt 6.6 triệu tấn (+43% YoY), giá xuất khẩu bình quân 47 USD/tấn. Theo thông báo của Philippines, các mặt hàng xi măng mã HS 25232990 (xi măng pooc lăng khác) và xi măng chịu nước mã HS 25239000 sẽ bị áp thuế tự vệ khoảng 4 USD/tấn (+8.5%). Mức thuế này có thể làm giảm sức cạnh tranh của xi măng Việt Nam tại thị trường Philippine nhưng chúng tôi cho rằng về xuất khẩu chung sẽ không bị ảnh hưởng nhiều bởi xuất khẩu của Việt Nam giờ đang được hỗ trợ bởi thị trường Trung Quốc.

Năm 2018, Trung Quốc vượt qua Bangladesh, vươn lên là thị trường xuất khẩu lớn nhất của xi măng và clinker Việt Nam với 9.89 triệu tấn; gấp 6.6 lần cùng kỳ. Xuất khẩu xi măng sang Trung Quốc tăng nhanh kể từ năm 2017, do Trung Quốc siết chặt các quy định về môi trường liên quan đến hoạt động sản xuất công nghiệp nặng (thép, xi măng...) để giảm ô nhiễm không khí. Theo ước tính của DBS, chiến dịch này có thể làm giảm 2% sản lượng clinker tại quốc gia này, tương đương 45-47 triệu tấn, gấp 4.5 lần sản lượng nhập khẩu từ Việt Nam. **Chúng tôi đánh giá việc tăng trưởng xuất khẩu sang Trung Quốc là một yếu tố tích cực cải thiện tình hình cạnh tranh của ngành trong năm 2019.** Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý đối với những rủi ro liên quan đến xuất khẩu sang Trung Quốc như: (1) nhu cầu xây dựng chững lại, các dự án hạ tầng lớn chậm tiến độ; (2) sản lượng sản xuất nội địa tăng lên khi những hạn chế về môi trường được nới lỏng có thể làm giảm đột ngột lượng xuất khẩu, ảnh hưởng chung tới tiêu thụ toàn ngành.

Tổng doanh thu các doanh nghiệp xi măng niêm yết năm 2018 đạt 23,345 tỷ đồng (+5.9% YoY); tăng trưởng đóng góp chủ yếu từ HOM (+1.4%); CCM (+1.2%); VCX (+1.1%) trong khi ở chiều ngược lại TMX

kéo tăng trưởng ngành giảm 1.3%. Biên LNG của một số DN xi măng được cải thiện nhờ tăng được tỷ trọng xi măng trong sản lượng tiêu thụ. Giá bán xi măng được nhiều DN tăng thêm 20,000-50,000 đồng/tấn cũng giúp giảm bớt ảnh hưởng tiêu cực từ tăng giá than đầu vào. **Lợi nhuận sau thuế toàn ngành đạt 990 tỷ (+75.5% YoY)**, với LN tăng mạnh ở HT1 (+159 tỷ, tương đương +32.7% YoY), BCC (+92.79 tỷ; cùng kỳ lỗ 3.48 tỷ); VCX (+100.61 tỷ, gấp 6 lần LN 2017).

	DTT 2018 (tỷ đồng)	% YoY	Biên LNG 2017	Biên LNG 2018	LNST 2018 (tỷ đồng)	% YoY
HT1	8,878	0.3%	15.2%	15.8%	641	31.9%
BCC	3,681	5.9%	11.9%	12.3%	88	N/A
BTS	3,151	14.2%	14.0%	1957.0%	3	0.2%

Nguồn: FiinPro, BSC research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi nâng đánh giá đối với ngành xi măng từ **Kém Khả quan** lên **Trung lập** trong năm 2019 dựa trên các đánh giá sau:

- (1) Xuất khẩu xi măng sang Trung Quốc là yếu tố làm dịu bớt cạnh tranh tại thị trường nội địa. Mặc dù thị trường này tiềm ẩn nhiều rủi ro nhưng chúng tôi cho rằng các yếu tố bất lợi ít có khả năng xảy ra trong năm 2019.
- (2) Vấn đề chúng tôi quan ngại trong báo cáo triển vọng ngành năm 2019 (link) liên quan đến tăng giá nguyên nhiên liệu đầu vào như than, điện đã cơ bản được các DN giải quyết thông qua việc đồng loạt tăng giá bán. Do đó, BSC đánh giá biên lợi nhuận của các DN năm 2019 sẽ không bị ảnh hưởng quá lớn.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HT1**, giá mục tiêu 18,400 đồng/CP (Chi tiết tham khảo [báo cáo cập nhật doanh nghiệp](#))

BCC – Theo dõi

Kết quả kinh doanh 2018:

- Sản lượng tiêu thụ đạt 4.37 triệu tấn, trong đó xi măng 3.65 triệu tấn (+17% YoY); clinker 0.73 triệu tấn (-15% YoY).
- Doanh thu thuần 3,681 tỷ đồng (+5.9% YoY), biên LNG được cải thiện từ 11.9% lên 12.3% nhờ tăng được tỷ trọng xi măng trong tổng tiêu thụ. LNST đạt 88 tỷ đồng (cùng kỳ ghi nhận lỗ 3.5 tỷ).

Kế hoạch kinh doanh 2019:

- Sản lượng tiêu thụ: 4.4 triệu tấn (+0.5% YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ xi măng 4.1 triệu tấn (+12.3% YoY), clinker 300 nghìn tấn (-58.8% YoY). Chiến lược của công ty là sẽ tập trung tiêu thụ tại thị trường nội địa, giữ vững thị phần tại những thị trường trọng điểm: Thanh Hóa, Hà Tĩnh, Bình Trị Thiên; tiếp tục thực hiện các đơn hàng xuất khẩu.
- Doanh thu 4,005 tỷ đồng (+8.9% YoY), LN trước thuế 171 tỷ (+51% YoY). LNTT tăng trưởng mạnh hơn doanh thu do công ty sẽ tăng tỷ trọng nghiền xi măng trên tổng sản lượng tiêu thụ (giá bán clinker tương đương 60-65% giá bán xi măng).

- Cổ tức 2019 dự kiến 7%.
- Đầu tư mới (1) Hệ thống nghiền xi măng đóng bao (tổng đầu tư 908 tỷ) dự kiến hoàn thiện trong Q2/2019; (2) kho nguyên liệu (tổng đầu tư 384 tỷ), dự kiến đi vào hoạt động Q1/2020.

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
HT1	8,758	721	1,702	8.93	1.12	7.3%	13.7%	13,700	18,400
BCC	3,898	110.5	892	8.85	0.48	2.3%	5.8%	7,900	N/A

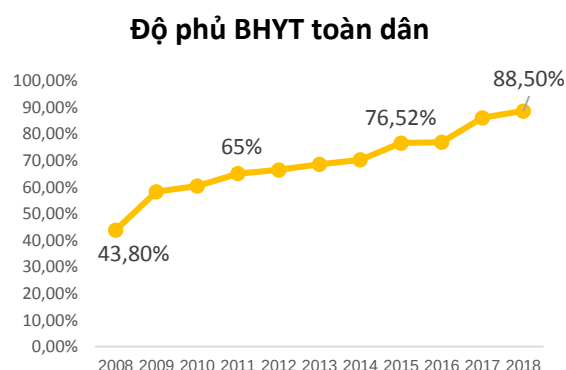
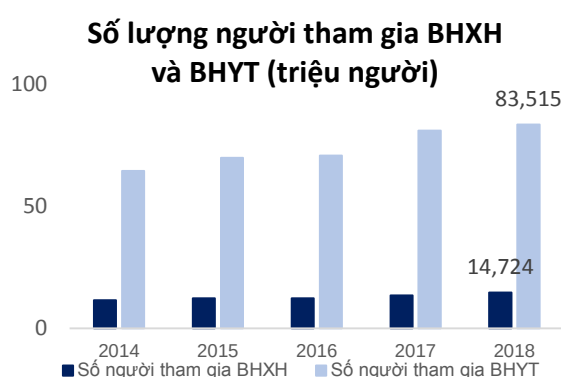
Nguồn: BSC Research

Ngành Dược [Trung lập]

- Lũy kế 2 tháng năm 2019, kim ngạch nhập khẩu dược phẩm và nguyên vật liệu dược lần lượt đạt 402 triệu USD (+15% YoY) và 65 triệu USD (+20% YoY).
- Kênh ETC được hưởng lợi khi tỷ lệ người dân tham gia bảo hiểm xã hội dự kiến tăng trong năm 2019.
- Năm 2018, ngành Dược phẩm ghi nhận DT và LNST của 30 DN lần lượt đạt 48,797 tỷ (-2.2% YoY) và 2,648 tỷ (-4.6% YoY) do cạnh tranh tại kênh OTC khiến các doanh nghiệp lớn bị sụt giảm KQKD.

Nhập khẩu dược phẩm và nguyên vật liệu dược tăng trưởng lần lượt +15% YoY và +20% YoY trong 2T.2019. Theo Tổng cục Hải quan, kim ngạch nhập khẩu dược phẩm đạt 402 triệu USD (+15% YoY). Các thị trường nhập khẩu dược có mức tăng giảm trái chiều: Pháp (55 triệu USD, +42% YoY); Đức (45 triệu USD; -12% YoY); Ấn Độ (37 triệu USD, -7% YoY). Đối với nguyên vật liệu dược, kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam đạt 65 triệu USD (+20% YoY). Trung Quốc tiếp tục là thị trường cung cấp nguyên liệu chính cho Việt Nam với kim ngạch là 39 triệu USD (+14% YoY).

Kênh ETC được hưởng lợi khi tỷ lệ người dân tham gia bảo hiểm xã hội dự kiến tăng trong năm 2019. Kết thúc năm 2018, theo Bảo hiểm Xã hội, Việt Nam có 14.72 triệu người (+9% YoY) tham gia BHXH, chiếm khoảng 30.4% lực lượng lao động trong độ tuổi. Đối với BHYT, toàn quốc có 83.5 triệu người tham gia, đạt tỷ lệ bao phủ BHYT là 88.5% (so với 86% năm 2017). Theo KH của Thủ tướng trong QĐ 1167, chỉ tiêu thực hiện BHYT năm 2019 và 2020 lần lượt đạt 88.1% và 90.7%. Độ phủ BHYT và BHXH tăng sẽ kích thích nhu cầu sử dụng thuốc qua kênh Đấu thầu, Bệnh viện.



Nguồn: BSC Research

Năm 2018, ngành Dược phẩm ghi nhận DT và LNST của 30 DN lần lượt đạt 48,797 tỷ (-2.2% YoY) và 2,648 tỷ (-4.6% YoY) do cạnh tranh tại kênh OTC khiến các doanh nghiệp lớn bị sụt giảm KQKD. Hầu hết các doanh nghiệp dược có tỷ trọng bán hàng qua Kênh Nhà thuốc đều có sự suy giảm hoặc tăng trưởng rất thấp về LNST: TRA (-32.9% YoY), DVN (-11.7% YoY) và DHG (+1.4% YoY). Ở chiều ngược lại, các doanh nghiệp dược có tỷ trọng bán qua Kênh Điều trị, Đấu thầu vẫn ghi nhận được tốc độ tăng trưởng cao hơn so với trung bình ngành: IMP (+18.2% YoY); PME (+8.0% YoY). BSC cho rằng xu hướng này tiếp tục diễn ra trong năm 2019 do (1) Kênh OTC suy giảm khi cạnh tranh gay gắt trong khi QĐ 4041 ảnh hưởng tiêu cực đến thói quen mua thuốc của người dân và (2) Nhu cầu tiêu thụ qua Kênh ETC tăng khi tỷ lệ người dân tham gia BHXH tăng và những ưu đãi cho doanh nghiệp nội địa khi lựa chọn nhà thầu được thực hiện khi Dự thảo đấu thầu có hiệu lực.

Mã	DTT 2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	%YoY	EPS T12M (đồng)
DVN	49	-43.6%	16.3%	12.6%	96	255%	405
DHG	3,882	-4.4%	44.2%	43.9%	651	1.4%	4,445
PME	1,675	3.2%	48.1%	48.1%	309	8.0%	4,084
TRA	1,798	-3.8%	52.0%	55.7%	175	-32.6%	3,352
DBD	1,401	0.9%	30.5%	35.4%	163	-0.6%	2,801
IMP	1,185	1.7%	39.6%	37.5%	139	18.8%	2,524

Nguồn: Doanh nghiệp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Năm 2019, BSC cho rằng Kênh Nhà thuốc sẽ tiếp tục tăng trưởng chậm khi cạnh tranh gay gắt, cùng với việc áp dụng Bán thuốc kê đơn (yêu cầu chứng từ, nguồn gốc, đơn bác sĩ) có thể làm thay đổi thói quen mua thuốc của người dân. Trong khi đó, Kênh điều trị, đấu thầu vẫn tăng trưởng về sản lượng thuốc khi tỷ lệ người dân có bảo hiểm tiếp tục tăng, đồng thời, Luật đấu thầu sẽ ưu tiên các doanh nghiệp được nội địa có chất lượng thuốc tốt. Vì vậy, BSC cho rằng các doanh nghiệp có tỷ trọng ETC cao (IMP, PME, DBD) tiếp tục được hưởng lợi, trong khi đó, các doanh nghiệp OTC (DHG, TRA) sẽ chững lại và chuyển hướng sang ETC. Các mã cổ phiếu chúng tôi lưu ý là DHG, PME, IMP ([Link](#))

IMP – THEO DÕI

IMP là một trong các doanh nghiệp dược có hoạt động đấu thầu qua ETC với chất lượng sản phẩm và tiêu chuẩn nhà máy cao. Hiện tại, công ty đang sở hữu 4 nhà máy: trong đó có 2 nhà máy đang theo tiêu chuẩn EU – GMP (NM IMP Bình Dương và CNC IMP Vĩnh Lộc). BSC cho rằng NM CNC Vĩnh Lộc sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2019 của IMP do mới được cấp giấy chứng nhận EU – GMP từ T1.19 với tổng công suất là 250 triệu sản phẩm/năm. Bên cạnh đó, IMP cũng đang xây dựng và hoàn thiện NM CNC Bình Dương (vốn đầu tư là 470 tỷ đồng) dự kiến đạt chứng chỉ EU – GMP vào cuối năm 2019 và bắt đầu sản xuất thương mại vào đầu năm 2020.

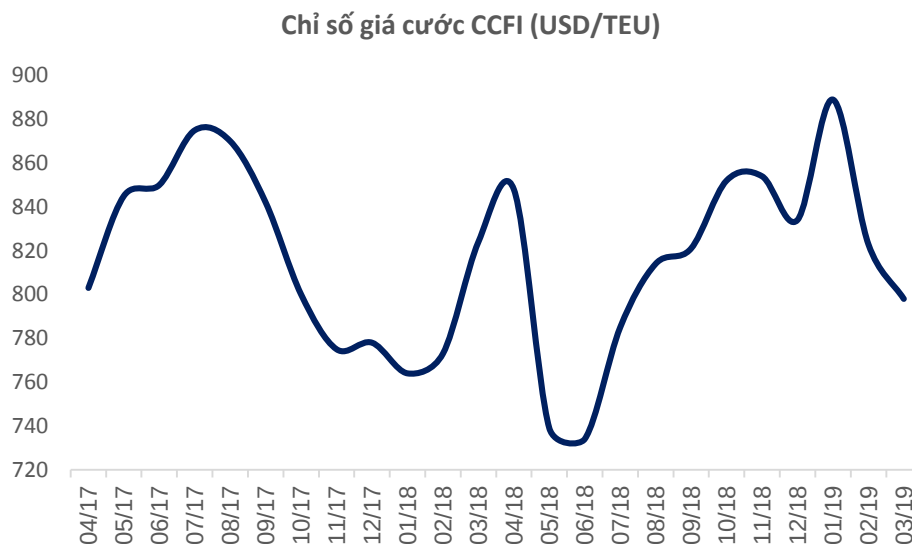
Năm 2019, chúng tôi kỳ vọng rằng tác động của Dự thảo đấu thầu sẽ cải thiện mảng đấu thầu của IMP do các ưu đãi đối với doanh nghiệp nội địa. Tuy nhiên, BSC cũng lưu ý rằng việc Dự thảo đấu thầu chậm trễ trong việc ban hành cũng là rủi ro đối với hoạt động của IMP do việc đấu thầu hiện tại còn nhiều bất cập với các doanh nghiệp nội địa.

Mã	DTT 2019 (tỷ đồng)	LNST 2019 (tỷ đồng)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/3/19	Giá mục tiêu
DHG	4,411	679	4,678	25.3	5.6	15.5%	21.8%	118,300	N/A
PME	1,919	318	4,247	13.6	2.2	12.0%	15.0%	58,000	N/A

Ngành Vận tải [Trung Lập]

- Giá cước vận tải nhìn chung suy yếu giảm 8.5% yoy trong năm 2018.
- Chi phí nhiên liệu tăng cao cũng góp phần khiến biên lợi nhuận của ngành suy yếu với mức tăng bình quân +31.5% yoy.
- Sản lượng hành khách qua các cảng hàng không 2018 đạt 104 triệu lượt (+10.5% YoY).
- KQKD 2018 của ngành vận tải biển tăng trưởng khả quan nhóm hàng lỏng.

Giá cước vận tải nhìn chung suy yếu giảm 8.5% yoy trong năm 2018. Giá cước CCFI (China Containerized Freight Index) trung bình cho cả năm duy trì ở mức 800 USD/Teu thấp hơn 8.57% so với 2017. Tuy nhiên, thị trường vận tải biển được kích hoạt bởi việc xuất hàng từ Trung Quốc sang Mỹ nhằm tránh bị đánh thuế cao, cộng hưởng với việc các hãng tàu kiểm soát nguồn cung tốt hơn đã giúp đẩy mạnh cả hai chỉ số CCFI và SCFI (Shanghai Containerized Freight Index). Trong quý 1/2019, chỉ số giá cước vận tải biển CCFI tiếp tục giảm về dưới 800 USD/TEU giảm -6.89% yoy và có xu hướng tiếp tục giảm, qua đó BSC lưu ý nếu giá cước vận tải biển tiếp tục giảm thì doanh thu Q2/2019 của các doanh nghiệp vận tải biển có thể suy giảm.

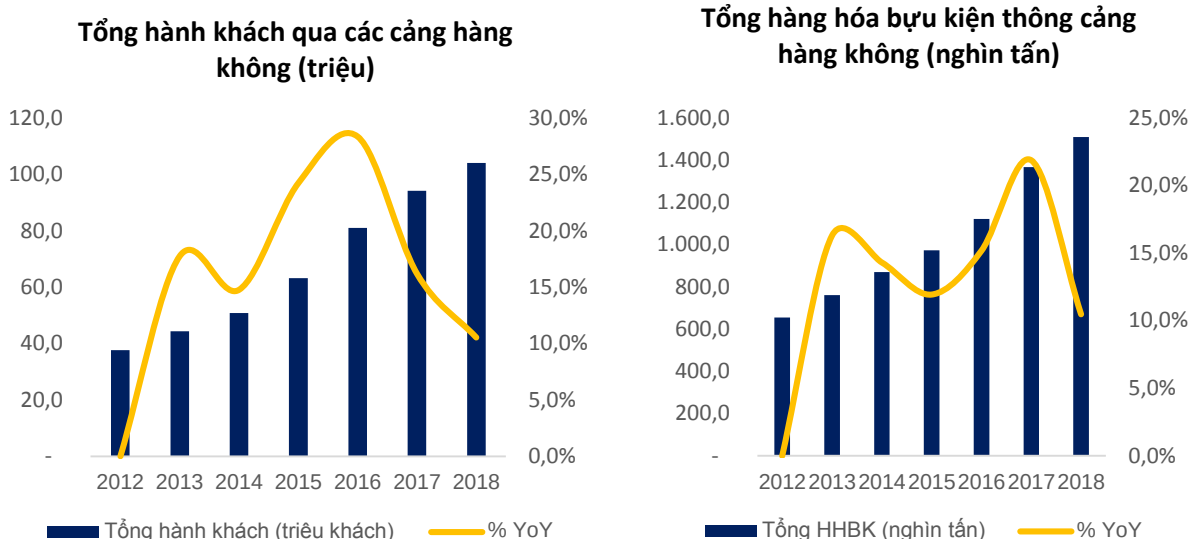


Nguồn: SSE, BSC research

Chi phí nhiên liệu tăng cao cũng góp phần khiến biên lợi nhuận của ngành suy yếu với mức tăng bình quân +31.5% yoy. Hiện tại, các tàu vận chuyển đường biển sử dụng 2 loại dầu chính là dầu FO và DO nhưng chủ yếu là dầu DO. Trong năm 2018 giá dầu Do dao động trong 15,000-17,500 đồng/lít cao hơn 29%-34% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, việc giảm giá dầu gần đây sẽ giảm bớt căng thẳng cho các hãng tàu. Bên cạnh đó, BSC cập nhật tình hình nhà máy lọc dầu Bình Sơn (BSR) hiện hầu như đã xong giải tỏa mặt bằng 99.8% vào tháng 2/2019 để tiếp tục thực hiện đầu tư thêm nhà máy nhằm tăng sản lượng từ 6.5 lên 8.5 triệu tấn với tổng giá trị đầu tư là 1.82 tỷ USD. Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn chuẩn bị bảo dưỡng 50 ngày dự kiến trong tháng 4-5/2019 qua đó sẽ ảnh hưởng tới các hợp đồng vận tải dầu thô và thành phẩm của các công ty trong ngành.

Sản lượng hành khách qua các cảng hàng không 2018 đạt 104 triệu lượt (+10.5% YoY): trong đó khách nội địa đạt 67 triệu lượt (+5% YoY), khách quốc tế 37 triệu lượt (+22.1% YoY), tốc độ tăng trưởng chậm lại

so với mức 16.2% trong năm 2017. Tính chung cả năm, các hãng hàng không nội địa vận chuyển được khoảng 51.2 triệu lượt khách (+14.7% YoY), trong đó sản lượng hành khách của VietJet tăng mạnh 33.5%, vượt sản lượng của Vietnam Airlines. Tổng lượng hàng hóa bưu kiện (HHBK) qua cảng hàng không đạt 1,509 nghìn tấn (+10.5% YoY), HHBK nội địa 548 nghìn tấn (+18.9% YoY), HHBK quốc tế 961 nghìn tấn (+6.2% YoY).



Nguồn: BSC research

KQKD 2018 của ngành vận tải biển tăng trưởng khả quan cho vận tải hàng lỏng tuy nhiên vẫn còn nhiều khó khăn cho vận tải hàng rời. Tổng quan ngành vận tải biển hiện có 11 doanh nghiệp đang niêm yết trên 3 sàn HSX, HNX và Upcom với DTT và LNST đạt lần lượt 15,295 tỷ đồng (+18.6% yoy) và 1,099.7 tỷ đồng (+36.9% yoy). BSC đánh giá tình hình 2018 của ngành vận tải có cải thiện hơn 2017 nhờ (1) Nhóm ngành hàng lỏng hoạt động ổn định với giá cước trong nước tốt hơn giá cước quốc tế (2) NMLD BSR hoạt động ổn định sau khi bảo dưỡng năm 2017 khiến các đơn hàng vận tải dầu tăng lại. Tuy nhiên, nếu loại trừ đi lợi nhuận bất thường của PVT từ việc thanh lý tàu thì lợi nhuận sau thuế cốt lõi của ngành đạt 1,021.7 tỷ đồng (+27.2% yoy). Biên gộp của ngành 2018 là 12.43% (+ 2.25% yoy) và biên ròng cốt lõi đạt 6.68% (+0.5% yoy).

Mã	DTT 2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	%YoY
PVT	7,523	22.4%	14.4%	13.8%	780	46.1%
VTO	1,599	26.9%	15.2%	17.3%	97	3.2%
GSP	1,550	20.0%	7.3%	7.2%	64	20.8%
VIP	778	6.7%	25.7%	25.3%	81	3.8%
PJT	626	11.2%	12.8%	13.0%	36	5.9%
VOS	1,683	4.4%	3.1%	-7.6%	17	54.5%
VNA	765	36.9%	4.6%	-7.0%	33	-143.4%
VFR	217	1.9%	1.1%	-12.4%	-52	-240.5%

Nguồn: FiinPro, BSC research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị **Trung Lập** đối với ngành vận tải. Chúng tôi đánh giá ngành vận tải biển nói chung hiện vẫn đang phân hóa giữa 2 nhóm là vận chuyển hàng lỏng và hàng rời. Hiện tại, vận chuyển hàng lỏng (dầu thô, dầu thành phẩm) vẫn tăng trưởng tốt nhờ các nhà máy lọc dầu đưa vào hoạt động như Bình Sơn và Nghi Sơn với tổng sản lượng dầu thô cần là 17 triệu tấn dầu trong năm 2019. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp nắm bắt cơ hội giá tàu thế giới hiện đang thấp để mở rộng hoạt động vận tải và trẻ hóa đội tàu.

Đối với ngành vận tải hàng rời hiện vẫn gặp nhiều khó khăn do tình trạng các hãng tàu lớn sát nhập lại với nhau nhằm nâng cấp lên các đội tàu lớn với trọng lượng hơn 198,000 DWT để tối đa hóa lợi nhuận vận chuyển. Qua đó, các công ty vận tải hàng rời Việt Nam chỉ tập trung ở đường sông, và thủy nội bộ nên khó có thể lấy được các hợp đồng vận chuyển quốc tế. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi cổ phiếu: PVT.

Chúng tôi đánh giá năm 2019, vận tải đường hàng không sẽ tăng trưởng chậm lại. Đối với vận chuyển hành khách, BSC cho rằng thị trường nội địa sẽ duy trì tốc độ tăng vừa phải do giới hạn đến từ cả cầu và cung (quá tải hạ tầng tại một số cảng hàng không lớn), cạnh tranh sẽ cao hơn với sự xuất hiện của hãng hàng không mới như Bamboo Airway; trong khi các chuyến bay quốc tế có tiềm năng tăng trưởng cao hơn và cũng là chiến lược phát triển của các hãng. Với vận chuyển hàng hóa, xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam, tăng thu hút đầu tư nước ngoài, và sự phát triển của thương mại điện tử sẽ là động lực cho tăng trưởng. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi cổ phiếu: HVN.

Mã cp	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E FW	P/B FW	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 31/03/19	Giá mục tiêu
PVT	8,113	611	2,171	8.7	0.91	6%	11.6%	17,000	19,200
HVN	101,204	3,419	2,410	16.7	2.99	2.8%	13%	41,000	N/A

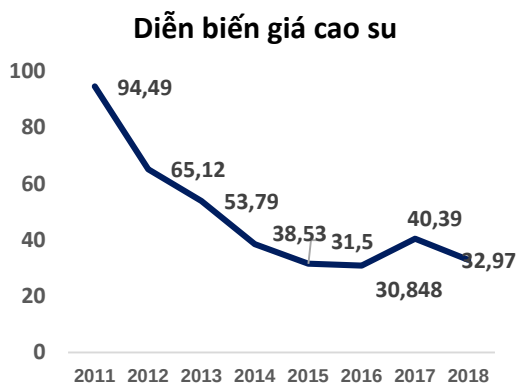
Nguồn: BSC research

Ngành Cao su [Trung lập]

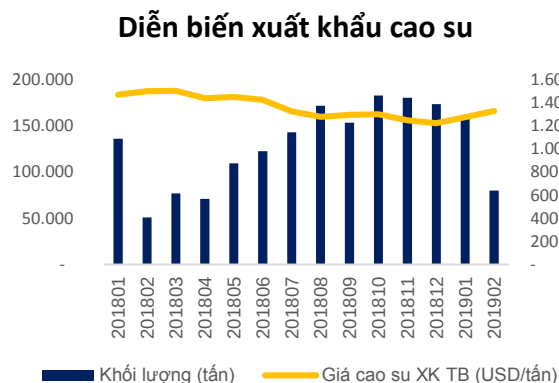
- Tình trạng dư cung vẫn tiếp tục. Dự báo năm 2019 lượng cung sẽ tăng 4.6% YoY trong khi lượng cầu tăng 4.2% YoY, hàng tồn kho ở mức cao.
- Xuất khẩu cao su của Việt Nam 2.5 tháng đầu 2019 tăng cả khối lượng (+28% yoy) và giá trị (+13% yoy), tuy nhiên giá xuất khẩu giảm -12% yoy.
- KQKD 2018: các DN cao su đều sụt giảm DT bán mủ cao su tuy nhiên LNST của 11 DN tăng +12% YoY nhờ thu nhập từ thanh lý cao su (PHR, DPR).

Giá cao su sẽ khó phục hồi. BSC cho rằng giá cao su năm 2019 sẽ đi ngang khi xét đến các yếu tố sau: (1) Theo ARNP dự báo năm 2019 lượng cung sẽ tăng 4.6% YoY trong khi lượng cầu tăng 4.2% YoY ; chúng tôi ước tính lượng hàng tồn kho hết 2019 ở mức cao 1,127 triệu tấn (+6.8% yoy), do đó cao su tự nhiên vẫn trong tình trạng dư cung. (2) Giá dầu Brent năm 2019 được các tổ chức Goldman Sach, BBG và EIA đều dự báo ở mức thấp trung bình 60 - 61USD/thùng (-14.5% yoy) thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ cao su tổng hợp. (3) Tiêu dùng cao su tự nhiên tăng trưởng chậm lại trong khi nếu khi giá cao su trở nên hấp dẫn nguồn cung sẵn sàng tăng lên, lập tức đẩy giá cao su giảm xuống.

Xuất khẩu cao su của Việt Nam 2.5 tháng đầu 2019 mặc dù tăng về khối lượng (+28% yoy) và giá trị (+13% yoy) nhưng giá cao su có xu hướng giảm (-12% yoy). Theo tổng cục Hải quan, xuất khẩu cao su tính đến 2.5 tháng đầu 2019 đạt khối lượng và giá trị lần lượt là 292,673 tấn (+28% YoY) và 382.5 triệu USD (+13% YoY). Tuy nhiên, giá cao su xuất khẩu trung bình đạt 1,307 USD/tấn giảm -12% so với cùng kỳ. Trung Quốc vẫn là nước nhập khẩu cao su lớn nhất của Việt Nam chiếm 64% tổng sản lượng xuất khẩu, đạt 195.8 triệu (+34% YoY). Ấn Độ và Hàn Quốc là các thị trường xuất khẩu lớn tiếp theo với lượng xuất khẩu 2 tháng đầu năm 2019 tăng lần lượt 42.9% và 7.7% so với 2T2018.



Nguồn: PHR, BSC Research



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, BSC Research

Mảng kinh doanh mủ cao su của các DN năm 2018 không khả quan. Doanh thu của 11 DN trong ngành đạt 4,918 tỷ đồng (-4.1% YoY). Nguyên nhân do giá cao su trung bình từ giảm mức 42 triệu đồng/tấn xuống 32.9 triệu đồng/tấn (-18% YoY) trong khi giá vốn ở mức 30 triệu đồng/tấn chỉ giảm -8% yoy, khiến biên LNG mảng cao su hầu hết các DN đều giảm, kinh doanh mủ cao su kém hiệu quả.

Động lực tăng trưởng chính đến từ thanh lý gỗ cao su. Mặc dù doanh thu bán mủ cao su sụt giảm nhưng tổng LNST của các DN trong ngành vẫn tăng 12% YoY nhờ thu nhập từ thanh lý gỗ cây cao su. Đóng góp chính đến từ PHR và DPR ghi nhận LNST lần lượt 636.9 tỷ đồng (+93% YoY) và 235.2 tỷ đồng (+5% YoY). Cụ thể năm 2018, PHR đã thanh lý khoảng 1,300 ha và DPR thanh lý hơn 554 ha và giá thanh lý gỗ cao su tăng mạnh ở mức 280 triệu đồng/ha (+27.3% YoY) tạo nguồn thu nhập lớn từ thanh lý gỗ cây cao su, bù đắp mảng kinh doanh cốt lõi khó khăn. Các DN còn lại trong ngành đều sụt giảm KQKD do phần lớn chỉ dựa vào kinh doanh mủ cao su.

Mã	DTT 2018 (tỷ VND)	DTT 2017 (Tỷ VND)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (Tỷ VND)	LNST 2017 (Tỷ VND)	%YoY
PHR	1,561	1,654	-5,6%	16%	17%	637	330	93%
DPR	1,030	1,070	-3,7%	33%	30%	235	225	5%
TRC	354	405	-12,6%	16%	28%	120	145	-17%
DRI	518	583	-11,1%	34%	44%	51	145	-64%
HRC	178	170	5,1%	12%	16%	8	9	-7%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành cao su tự nhiên. Dựa trên những yếu tố sau (1) Lịch sử trả cổ tức các DN trong ngành ở mức khá cao từ 40%-50%, (2) Các DN có vườn cây thanh lý lớn tiếp tục có nguồn thu nhập khác đáng kể từ thanh lý cao su và xu hướng chuyển đổi đất KCN phù hợp mục tiêu đầu tư dài hạn. Tuy nhiên giá bán cao su vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi trong năm 2019, vì vậy BSC cho rằng trong ngắn hạn các DN ngành cao su sẽ chưa thể có kết quả kinh doanh bứt phá. Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi đối với cổ phiếu PHR (chi tiết tham khảo [báo cáo cập nhật doanh nghiệp](#)).

Mã CP	DT 2019 (tỷ VND)	LNST 2019 (tỷ VND)	EPS F 2019	P/E fw 2019	P/B fw 2019	ROE 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/03/19	Giá mục tiêu
PHR	1,531	1,189	8,644	6.1	2,9	48.3%	23%	52,600	#N/A

Nguồn: BSC research

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Sản lượng lốp trong năm 2019 được dự báo +9.6% yoy
- Các doanh nghiệp sản lốp gặp cạnh tranh gay gắt với lốp Radial Trung Quốc và các DN FDI.
- Giá NVL được kỳ vọng giảm hỗ trợ giảm giá vốn của các DN sản lốp (80% giá vốn hàng bán đến từ NVL).
- DRC đưa nhà máy Radial vào hoạt động tăng công suất trong năm 2019 giúp giảm chi phí cố định/sản phẩm. CSM tăng công suất nhà máy Radial bán thép lên 700,000 lốp/năm.
- Vinachem dự kiến thoái vốn tại DRC, CSM và SRC, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong quý 2/2018.
- Chúng tôi giữ quan điểm TRUNG LẬP cho ngành Săm lốp trong năm 2019 do (1) giá NVL kỳ vọng giảm cải thiện biên LNG; (2) Tăng công suất nhóm lốp Radial; (3) cạnh tranh cao khiến DN sản lốp khó tăng giá bán. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu DRC.

Sản lượng lốp trong năm 2019 toàn ngành, theo dự báo của BSC, sẽ tăng trưởng 9.6% yoy. Trong 2T2019, sản lượng ô tô đạt 46,653 xe (+21.39% yoy), trong đó lượng xe nhập khẩu tăng mạnh +181.73% yoy, xe lắp ráp trong nước -15.31% yoy. Theo đánh giá của BSC, việc tăng trưởng sản lượng xe nhập khẩu là do các DN đã giải quyết được vấn đề thông tư 116, từ đó giảm việc tiêu thụ xe ô tô trong nước và nhập xe ngoại. Chúng tôi kỳ vọng, trong năm 2019, sản lượng ô tô tiêu thụ +14.3% yoy với kỳ vọng (1) thuế nhập khẩu về 0% trong khối Asian giúp giảm giá xe tại Việt Nam; (2) xe nhập khẩu tăng trưởng trở lại sau thời gian vướng mắc; (3) xe lắp ráp tăng trưởng tốt do nhu cầu mua xe cao (CAGR = 20%/năm trong giai đoạn 2012 – 2018); (4) lượng xe ô tô tại Việt Nam còn thấp (34 xe/1,000 người) trong khi thu nhập của người dân tiếp tục cải thiện. Chúng tôi cũng nâng dự báo sản lượng lốp trong năm 2019 sẽ tăng 9.6% yoy từ việc tăng trưởng sản lượng ô tô trong tương lai.

Khả năng tăng giá bán thấp do cạnh tranh cao khiến DN khó tăng giá bán để bù đắp sự biến động về giá NVL. Trong năm 2018, trung bình giá bán lốp của các DN chỉ tăng từ 3%-5% trong khi chi phí giá NVL biến động mạnh khiến LN của các DN bị ảnh hưởng.

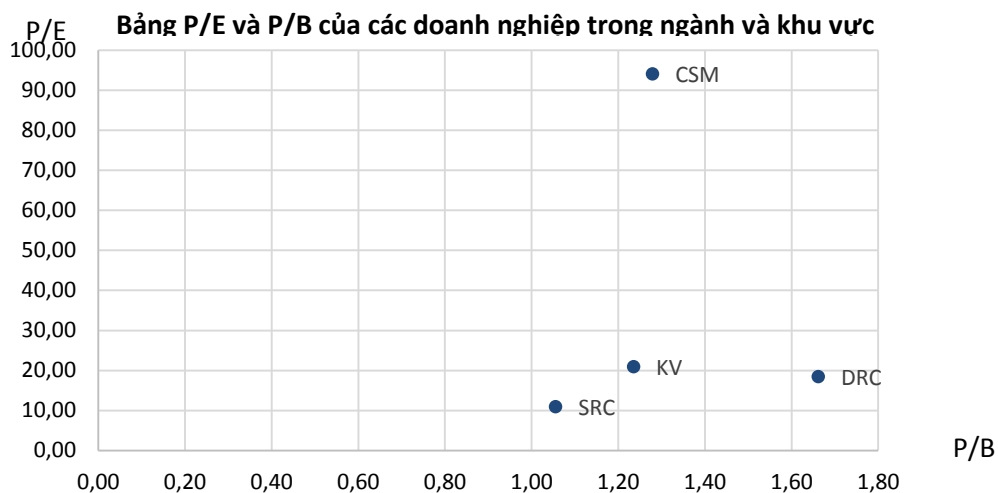
Khả năng cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ vào (1) Giá cao su được dự báo ở mức thấp và (2) giá hóa chất + than đen có khả năng giảm trong năm 2019. Bên cạnh đó, giá dầu được dự báo (theo báo cáo vĩ mô của BSC) ở mức 64 -67 USD/barrel (-10% yoy) hỗ trợ làm giảm giá cao su nhân tạo. (Cao su tự nhiên và cao su nhân tạo đóng góp khoảng 40% chi phí giá vốn của DN sản lốp). Bên cạnh đó, giá hóa chất + than đen (chiếm khoảng 20% chi phí giá vốn) cũng có khả năng giảm do giá dầu được dự báo giảm giảm. Việc này hỗ trợ giảm chi phí giá vốn của các DN và cải thiện biên LNG.

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

Vinachem dự kiến sẽ thoái vốn tại các DN sản lốp (DRC, CSM, SRC) giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% trong quý 2/2018. Điều này tạo được nhiều sự chú ý của nhà đầu tư.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành Săm lốp trong năm 2019 do (1) giá NVL kỳ vọng giảm cải thiện biên LNG; (2) Tăng công suất nhóm lốp Radial của DRC và CSM; (3) cạnh tranh cao khiến DN sản xuất khó tăng giá bán. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DRC. Hiện nay, ngành sản xuất có trung bình P/E = 18.49x thấp hơn P khu vực (P/E = 20.97x) và P/B = 1.28x cao hơn khu vực (P/B = 1.24x).



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Mã CK	DT (tỷ đ)	2019	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (VND/cp)	P/e fw	P/B	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 30/11/18	Giá mục tiêu
DRC	3,700		157	1,110	20.6x	1.74x	5.71%	10.1%	22,400	27,180

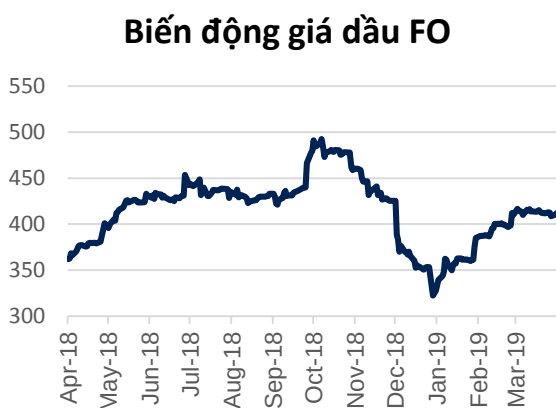
Nguồn: BSC Research

Ngành Phân bón [Trung lập]

- Giá các loại phân bón có xu hướng giảm khoảng 7%-10% trong quý I.
- Giá khí đầu vào tăng mạnh làm ảnh hưởng lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Xu hướng chuyển dịch sang các sản phẩm có chất lượng cao nhằm cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp.
- Nhiều doanh nghiệp phân bón dự kiến thoái vốn trong năm 2019.

Giá các loại phân bón có xu hướng trái chiều trong quý I. Giá ure trung bình trong quý I/2019 giảm còn 253 USD/tấn tương ứng với mức giảm khoảng 12% so với mức 286 USD/tấn của quý 4/2018 trong khi đó giá DAP có xu hướng đi tăng, trung bình đạt 390 USD/tấn tăng khoảng 4% so với mức 379 USD/tấn của quý 4/2018. Tại thị trường Việt Nam, giá ure cũng giảm khoảng 7% 600 đồng/tấn xuống mức 7,900 đồng/kg trong quý 1/2019.

Giá khí đầu vào tăng theo xu hướng giá dầu làm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Giá dầu trong quý I/2019 đã tăng tương đối mạnh +27.8% so với cuối năm 2018 làm ảnh hưởng lớn tới biên lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất phân bón, đặc biệt là Ure. Ngoài ra giá các loại nguyên vật liệu khác như H_2SO_4 , than cũng có xu hướng tăng nhẹ ảnh hưởng tương đối lên biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp phân bón trong quý 1/2019.



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Xu hướng chuyển dịch sang sản phẩm NPK cấp cao. Hiện tại, DPM đã đưa vào hoạt động tổ hợp NPK-NH₃ với sản phẩm NPK hóa học chất lượng cao với công suất khoảng 250 nghìn tấn. Ngoài ra, DGC hiện tại cũng có kế hoạch xây dựng nhà máy với công suất 100 nghìn tấn, nhà máy NPK Ure nóng chảy của DCM với công suất 300 nghìn tấn dự kiến cũng vận hành vào quý 2/2019. Do cạnh tranh trong ngành phân bón ở mức cao, việc chuyển dịch sang sản phẩm có chất lượng cao sẽ giúp các doanh nghiệp cạnh tranh thị phần tốt hơn, cải thiện biên lợi nhuận.

Tiến độ thoái vốn tại các doanh nghiệp phân bón. Dự kiến trong năm 2019, tập đoàn Hóa Chất Việt Nam sẽ thoái vốn xuống mức 51% tại LAS và giảm tỷ lệ sở hữu xuống mức 36% tại các doanh nghiệp phân bón như BFC, SFG. Hiện tại tập đoàn Hóa Chất Việt Nam đang đứng trước áp lực phải trả nợ vay lớn từ dự án Đạm Ninh Bình do đó chúng tôi kì vọng việc thoái vốn của tập đoàn sẽ được tiến hành một cách khẩn

trương và hoàn thành trong năm 2019. Ngoài ra, DPM và DCM hiện tại cũng nằm trong danh sách thoái vốn của PVN tuy nhiên vướng mắc trong cơ chế giá khí sẽ là rào cản lớn để thu hút nhà đầu tư tại 2 doanh nghiệp này.

Kết quả kinh doanh 2018 tăng nhẹ so với năm 2017. Doanh thu của các doanh nghiệp phân bón tăng khoảng 3% so với năm 2017. Hầu hết doanh thu của các doanh nghiệp đều có mức tăng trưởng nhẹ khi sản lượng giảm nhẹ trong khi giá bán được cải thiện tốt. Biên lợi nhuận gộp của hầu hết các doanh nghiệp phân bón đều giảm do giá các loại nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh, qua đó cũng khiến cho lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành phân bón có mức tăng trưởng không đáng kể.

Tỷ đồng	Ngành ngành	DTT 2017	DTT 2018	+yoy	Biên LNG 2017	Biên LNG 2018	LNST 2017	LNST 2018	+yoy
DPM	NPK, Ure	8,102	9,395	16.0%	26.1%	20.2%	708	712	0.6%
DCM	Ure	5,833	6,827	17.0%	23.7%	21.0%	641	659	2.8%
BFC	NPK	6,428	6,500	1.1%	15.7%	12.9%	349	253	-27.5%
LAS	Phân lân	4,100	3,800	-7.3%	19.1%	19.1%	152	123	-19.1%
DDV	DAP	2,011	2,346	16.7%	9.1%	15.3%	15	202	1246.7%
QBS	Thương mại	3,495	2,187	-37.4%	5.1%	3.5%	23	59	156.5%
SFG	Lân, NPK	2,392	2,265	-5.3%	9.7%	9.1%	92	67	-27.2%

Nguồn: FiinPro, BSC research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm cổ phiếu phân bón. Các doanh nghiệp phân bón được kỳ vọng sẽ có tăng trưởng về lợi nhuận nếu chính sách thuế có sự thay đổi, ngoài ra định giá có thể gia tăng theo kế hoạch thoái vốn của PVN và Vinachem, tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao do dư cung và nhu cầu tăng trưởng chậm cũng như giá các loại nguyên vật liệu đầu vào dự kiến tăng sẽ làm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ và giá bán của các DN trong ngành.

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

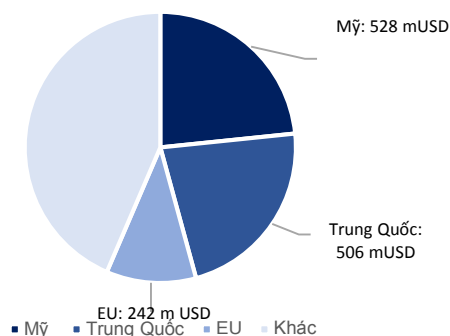
Nguồn: BSC Research

Ngành Thủy sản [Trung lập]

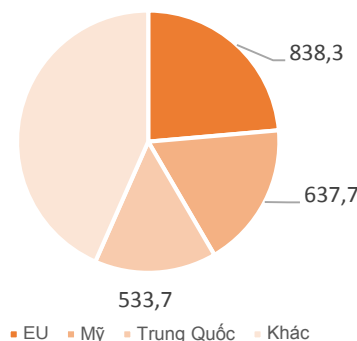
- Năm 2018, giá trị xuất khẩu cá tra đạt 2.26 tỷ USD (+26.5% YoY), tuy nhiên, giá trị xuất khẩu tôm đạt 3.55 tỷ USD (-7.8% YoY).
- Lũy kế 2T2019, xuất khẩu thủy sản đạt kim ngạch 1.12 tỷ USD (+4% YoY): tôm đạt 389 triệu USD (-12% YoY), cá tra đạt 284 triệu USD (+8% YoY).
- Năm 2018, ngành Thủy sản ghi nhận LNST của 26 DN đạt 4,041 tỷ đồng, tăng 126.5% so với năm 2017: đóng góp tăng trưởng chính đến từ VHC và HVG

Năm 2018, cá tra và tôm ghi nhận kết quả xuất khẩu trái ngược nhau. Giá trị xuất khẩu cá tra đạt 2.26 tỷ USD (+26.5% YoY). Nguồn cung khan hiếm trong khi nhu cầu tiêu thụ ở mức cao khiến giá xuất khẩu cá tra tăng trung bình 30 – 35% năm 2018. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, xuất khẩu tôm Việt Nam không khả quan như mong đợi, giảm 7.8% so với năm 2017 và đạt 3.55 tỷ USD kim ngạch. Nguồn cung tôm tăng ở Ấn Độ, Trung Quốc làm ảnh hưởng đến giá xuất khẩu tôm thế giới và khiến cạnh tranh thêm gay gắt.

Cơ cấu thị trường XK cá tra 2018

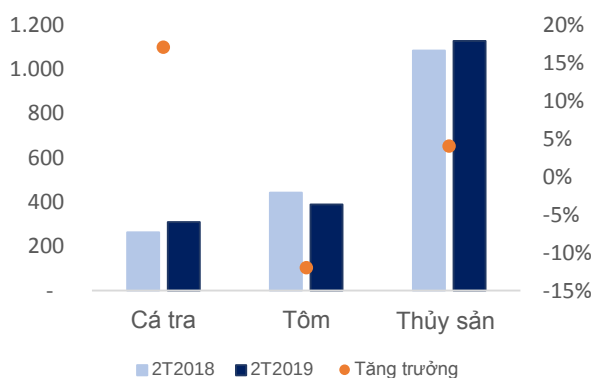


Cơ cấu thị trường XK tôm 2018

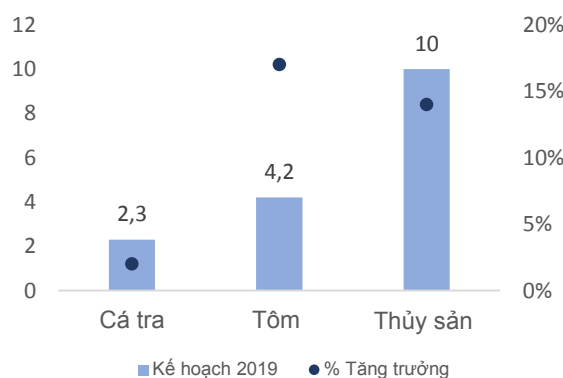


Nguồn: VASEP, BSC Research

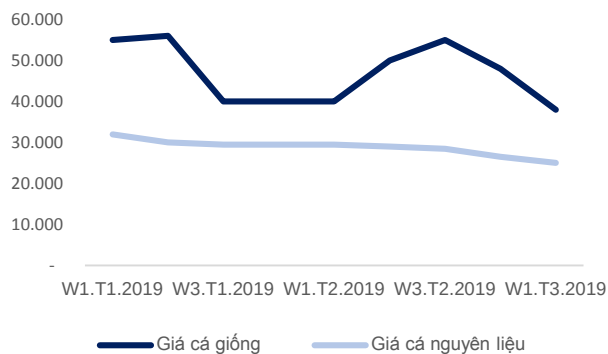
Lũy kế 2T2019, xuất khẩu thủy sản đạt kim ngạch 1.12 tỷ USD (+4% YoY): tôm đạt 389 triệu USD (-12% YoY), cá tra đạt 284 triệu USD (+17% YoY)



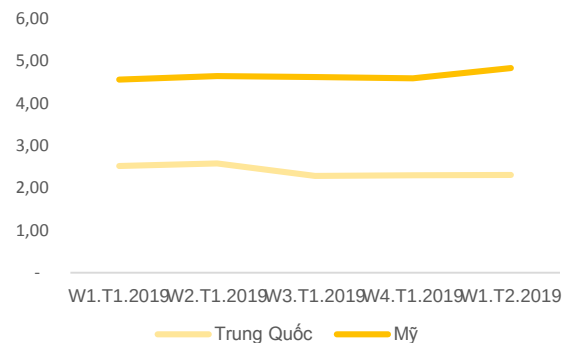
Thủy sản Việt nam đặt KH XK thủy sản 2019 đạt 10 tỷ USD (+14% YoY): tôm đạt 4.2 tỷ USD (+17% YoY), cá tra đạt 2.3 tỷ USD (+2% YoY)



Lũy kế 2T.2019, giá cá tra giống và nguyên liệu đang xu hướng giảm



Giá xuất Mỹ vẫn ở mức cao trong khi giá xuất Trung Quốc đang giảm theo giá cá nguyên liệu



Nguồn: BSC Research

Năm 2018, ngành Thủy sản ghi nhận LNST tăng trưởng ấn tượng của 26 DN đạt 4,041 tỷ đồng, tăng 126.5% so với năm 2017. Đóng góp tăng trưởng chính đến từ VHC và HVG: VHC ghi nhận LNST đạt 1,452 tỷ (+140.2% YoY) và HVG ghi nhận LNST đạt 30 tỷ so với khoản lỗ 728 tỷ cùng kỳ. Năm 2018, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đều có mức tăng trưởng ấn tượng do nhu cầu các thị trường tốt và giá bán tăng mạnh (~ 25% – 30%): ACL (+994.4% YoY); AAM (+747.6% YoY); ANV (+319.6% YoY). Trái lại, các doanh nghiệp xuất khẩu tôm có tốc độ tăng trưởng thấp hơn do năm 2018, nguồn cung tôm ở Ấn Độ dồi dào làm ảnh hưởng đến giá xuất khẩu của tôm Việt Nam: FMC (+57.6% YoY); MPC (+15.3% YoY).

Mã	DTT 2018 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 2018	Biên LNG 2017	LNST 2018 (tỷ đồng)	%YoY	EPS T12M (đồng)
MPC	16,925	8.0%	12.9%	11.9%	824	15.4%	5,110
FMC	3,807	8.8%	10.4%	7.8%	180	62.2%	3,888
VHC	9,323	14.4%	21.9%	14.4%	1,452	140.2%	15,585
IDI	7,001	31.4%	14.2%	12.1%	638	86%	3,423
ANV	4,118	39.6%	20.9%	14.6%	604	319.4%	4,811

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **Trung lập** đối với ngành thủy sản. Năm 2019, BSC cho rằng khó có thể kỳ vọng mức tăng trưởng đột biến ở các doanh nghiệp thủy sản. Với doanh nghiệp cá tra, mức giá bán ở đỉnh lịch sử nên còn ít dư địa tăng trưởng trong 2019. Trong khi đó, nguồn cung cá tra mở rộng (mở rộng vùng nuôi, tăng công suất nhà máy) sẽ tạo áp lực đến việc giảm giá bán sản phẩm. Trong Q1.19, diễn biến giá bán phù hợp với dự phóng của chúng tôi: Giá cá nguyên liệu giảm khiến giá bán các thị trường (trừ Mỹ) đều giảm nhẹ. Đối với doanh nghiệp tôm, nguồn cung tại các nước xuất khẩu tôm lớn tiếp tục dồi dào.

BSC dự ảnh hưởng đến giá bán của các doanh nghiệp tôm đi ngang trong 2019. Các cổ phiếu chúng tôi lưu ý là VHC, MPC ([Link](#))

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/3/19	Giá mục tiêu	Upside
VHC	9,988	1,257	13,569	6.6	1.7	19%	29%	89,900	108,552	20.7%

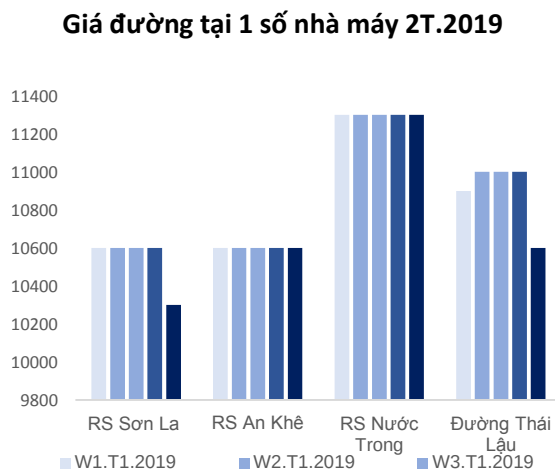
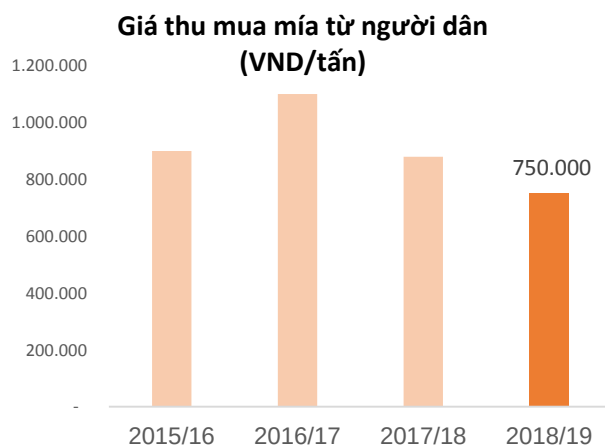
Nguồn: BSC Research

Ngành Mía đường [Kém khả quan]

- Trong 2T.2019, giá đường nội địa tại nhà máy dao động quanh mức 10,300 – 11,000 VND/kg (-16.8% YoY) do nguồn cung ổn định.
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện do giá thu mua mía tiếp tục giảm (-14.7% YoY).
- KQKD 6T niên vụ 2018/19 của 4 doanh nghiệp mía đường đạt 6,745 tỷ DT (+6.0% YoY) và 37 tỷ LNST (-88.8% YoY) do biên lợi nhuận gộp giảm mạnh.

Lũy kế 2 tháng 2019, giá đường nội địa tiếp tục giao dịch quanh mức đáy 10,300 – 11,000 VND/kg (-16.8% YoY) do nguồn cung ổn định BSC cho rằng do các nhà máy vẫn chưa vào vụ sản xuất mới, cùng với việc siết chặt đường lậu biên giới dịp đầu năm khiến nguồn cung đường trên thị trường từ đầu năm không dư thừa, giúp giá bán đường nội địa dao động quanh mức đáy. Dù vậy, xét cả niên vụ 2018/19 (từ Tháng Bảy 2018 đến Tháng Sáu 2019) thì giá bán đường đã giảm 16.8% so với cùng kỳ, gây áp lực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện do giá thu mua mía tiếp tục giảm (-14.7% YoY). Giá mua mía hiện tại dao động quanh mức 750,000 VND/tấn (-14.7% YoY), đây là năm thứ 3 liên tiếp giá giảm khi nhu cầu thu mua mía tại nhà máy không cao trong bối cảnh việc tiêu thụ đường khó khăn. BSC kỳ vọng với giá bán đường trong 2H niên vụ 2018/19 dao động quanh mức đáy (10,300 – 11,000 VND/kg), trong khi giá thu mua mía giảm so với 1H niên vụ 2018/19 sẽ cải thiện 1 phần biên gộp của doanh nghiệp.



Nguồn: BSC Research

Ảnh hưởng của Hiệp định thương mại hàng hóa các nước ASEAN (ATIGA) đối với sản phẩm đường đối với nguồn cung đường nội địa vẫn chưa rõ ràng. Sau khi ATIGA có hiệu lực (năm 2020), khoảng 22 nhà máy đường có công suất dưới 3,000 tấn sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực nhất và có khả năng cao đóng cửa do thua lỗ. BSC cho rằng điều này sẽ thu hẹp nguồn cung nội địa và tác động tích cực đến các doanh nghiệp có thị phần lớn. Dù vậy, các doanh nghiệp nội địa cũng sẽ phải chịu cạnh tranh với sản phẩm đường từ các nước Asean (Thái Lan) vốn đang có giá bán rẻ hơn so với sản phẩm Việt Nam.

KQKD 6T niên vụ 2018/19 của doanh nghiệp mía tiếp tục suy giảm do biên lợi nhuận gộp giảm mạnh. DTT của 4 doanh nghiệp mía đường lần lượt đạt 6,745 tỷ (+6.0% YoY) trong khi LNST đạt 37 tỷ (-88.8% YoY). 3/4 doanh nghiệp ghi nhận sụt giảm lợi nhuận, trong đó, SBT chứng kiến mức suy giảm mạnh nhất: LNST đạt 13 tỷ (-95.0% YoY). BSC cho rằng giá bán đường giảm nhanh hơn so với giá thu mua mía khiến KQKD của các doanh nghiệp bị ảnh hưởng mạnh.

Mã	DTT 18/19 (tỷ đồng)	6T (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 6T 18/19	Biên LNG 6T 17/18	LNST 18/19 (tỷ đồng)	6T (tỷ đồng)	%YoY	EPS (đồng)	6M
SBT	5,300		-3.1%	5.4%	11.1%	13		-95.9%	114	
LSS	792		66.3%	7.4%	15.3%	(9)			(133)	
SLS	447		82.4%	14.8%	28.3%	36		-37.9%	3,710	

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành Mía đường do chúng tôi chưa thấy dấu hiệu khả quan về nhu cầu tiêu thụ đường trong niên vụ 2018/19. Đồng thời, nạn đường lậu từ Thái Lan vẫn chưa được giải quyết triệt để khiến nguồn cung không được kiểm soát. Trong 2H niên vụ 2018/19, chúng tôi kỳ vọng rằng giá thu mua mía giảm giúp làm giảm chi phí đầu vào, cải thiện biên LNG của doanh nghiệp. Cổ phiếu chúng tôi lưu ý: SBT ([Link](#))

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2018	ROE 2018	Giá ngày 29/3/19	Giá mục tiêu
SBT	10,301	316	567	32.4	1.5	1.7%	4.1%	18,350	N/A

Nguồn: BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

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

BSC Trụ sở chính

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

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

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

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

Bloomberg: BSCV <GO>

