



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH **2019**

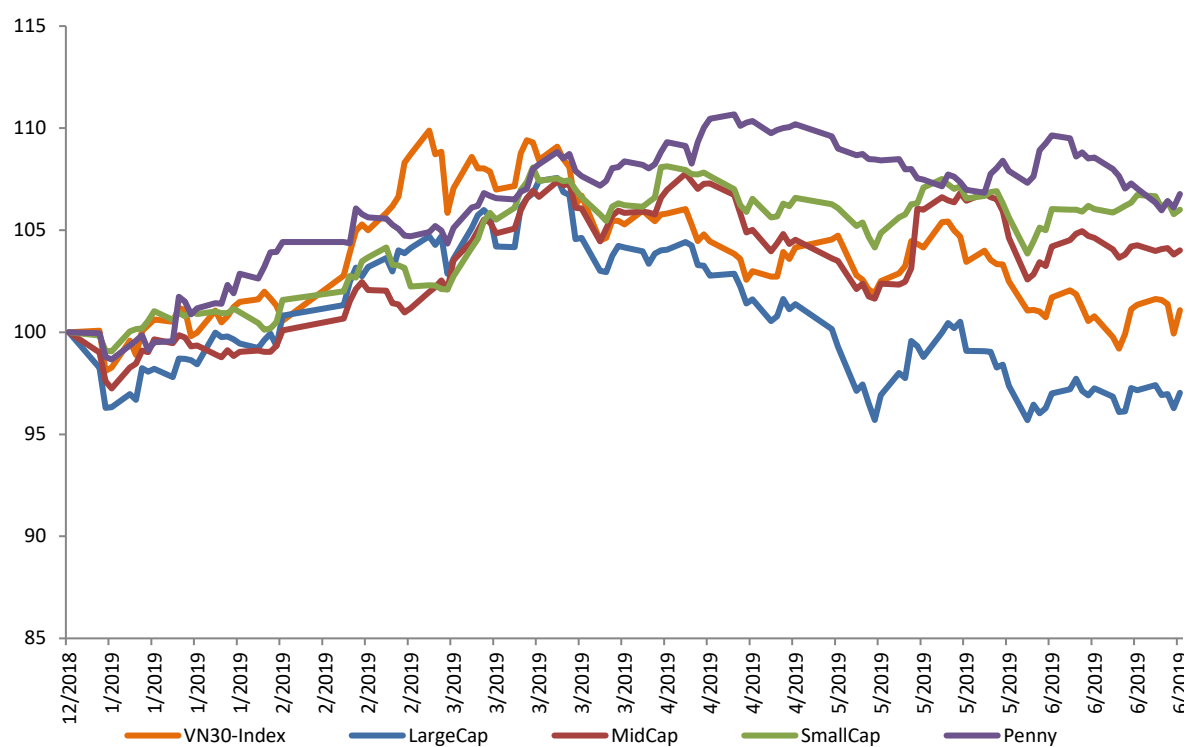
MỤC LỤC

Diễn biến TTCK trong 6 tháng đầu năm 2019	3
Top các cổ phiếu nổi bật Quý 2/2019	7
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 6T2019	8
Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	10
Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2019.....	12
Chiến lược đầu tư ngành Quý 3/2019	14
Chủ đề đầu tư Quý 3 và năm 2019	17
Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến các nhóm ngành	19
Triển vọng Ngành Quý 3 và cả năm 2019	20
Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan]	28
Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan]	30
Ngành Dệt may [Khả quan]	33
Ngành Bất Động Sản Khu công nghiệp [Khả quan]	36
Ngành Tiêu dùng [Khả quan].....	36
Ngành Ngân hàng [Khả quan]	42
Ngành Bất Động Sản [Trung Lập]	47
Ngành Cảng biển [Trung lập].....	50
Ngành Cao su [Trung lập].....	52
Ngành Dầu Khí [Trung Lập]	55
Ngành Dược [Trung lập].....	59
Ngành Điện [Trung lập]	60
Ngành Gạch men [Trung Lập]	62
Ngành Nhựa [Trung lập].....	63
Ngành Ô tô [Trung lập].....	66
Ngành Săm lốp [Trung lập].....	68
Ngành Thép [Trung lập]	70
Ngành Thủy sản [Trung lập]	72
Ngành Vận tải [Trung lập]	75
Ngành Xây dựng [Trung lập]	77
Ngành Xi măng [Trung lập].....	80
Ngành Mía đường [Kém khả quan].....	83

Diễn biến TTCK trong 6 tháng đầu năm 2019

- **Xét về chỉ số.** Chỉ số thị trường giảm nhẹ trong Quý 2/2019 do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư khi chờ đợi các tín hiệu về chính sách giảm lãi suất của Fed và các thông tin về chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Tính đến ngày 28/6/2019, chỉ số 2 sàn HSX và HNX giảm lần lượt 30.82 điểm (-3.2% QoQ) và 3.93 điểm (-3.7% QoQ). VN-Index đóng cửa ở mức 949.94 điểm.
- **Về diễn biến thị trường.** Thanh khoản trung bình 6 tháng đầu năm giảm mạnh so với năm 2018, dòng tiền tập trung vào nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ cũng như nhóm cổ phiếu trụ thị trường. Trong nửa đầu năm 2019, sàn HSX có 204 cổ phiếu tăng, 177 cổ phiếu giảm và 0 cổ phiếu không đổi, 5 cổ phiếu hỗ trợ VN-Index gồm VIC tăng 21.41% (góp 19.92 điểm), VCB tăng 31.78% (góp 19.09 điểm), GAS tăng 14.83% (góp 7.7 điểm), VHM tăng 8.04% (góp 6.26 điểm), VRE tăng 24.73% (góp 4.96 điểm). Các cổ phiếu khiến VN-Index giảm điểm mạnh nhất gồm TCB giảm -21.28% (giảm -5.79 điểm), BID giảm -7.85% (giảm -2.81 điểm), BVH giảm -9.21% (giảm -1.78 điểm), ROS giảm -23% (giảm -1.54 điểm) và YEG giảm -68.72% (giảm -1.53 điểm).
- **Nhóm cổ phiếu.** Các nhóm cổ phiếu phân theo vốn hóa đều có mức tăng giảm trái chiều. Trong 6 tháng đầu năm 2019, SmallCap và Penny là nhóm có hiệu suất vượt trội với mức tăng lần lượt là 6% và 6.77%. VN30 và MidCap cũng có mức tăng tích cực lần lượt là 1.08% và 4.02%. LargeCap là nhóm duy nhất có hiệu suất âm với -2.96%. 3 ngành có mức tăng điểm mạnh nhất là CNTT (+21.43% YTD) do FPT, Dầu khí (+19.17% YTD) do PVS, PVD, PLX và Điện, nước & Xăng dầu khí đốt (+14.91% YTD) do GAS, 3 ngành giảm mạnh nhất gồm Truyền thông (-57.97% YTD) do YEG, Dịch vụ tài chính (-6.93% YTD) do BVH và Xây dựng & Vật liệu (-6.77% YTD) do CTD.
- **Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến VN-Index và TTCK quý 2/2019.** Thị trường chứng khoán bị tác động mạnh mẽ bởi các yếu tố tiêu cực: (1) Diễn biến cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung ngày càng trở nên khó lường, (2) Dấu hiệu trì trệ trong tăng trưởng của các nền kinh tế. Tuy nhiên thị trường vẫn được nâng đỡ bởi kỳ vọng FED giảm lãi suất và xu hướng giảm lãi suất hoặc duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ của các Ngân hàng Trung ương.
- **Kinh tế vĩ mô ổn định cũng phần nào hỗ trợ thị trường khi GDP 6 tháng đầu năm 2019 tăng 6.76%,** tuy thấp hơn mức tăng của 6 tháng đầu năm 2018 nhưng vẫn cao hơn mức tăng của 6 tháng các năm 2011-2017, lạm phát trong tầm kiểm soát và dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng. Thêm vào đó, mặt bằng kết quả kinh doanh khả quan của các công ty trong mùa công bố KQKD nửa đầu năm 2018 và kế hoạch kinh doanh năm 2019 cũng là yếu tố duy trì tâm lý hưng phấn của nhà đầu tư.

- Diễn biến của các nhóm cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Lưu ý: BSC phân loại các cổ phiếu theo vốn hóa, trong đó Largecap > 2,000 tỷ đồng – Midcap từ 1,000 – 2,000 tỷ đồng -Small Cap từ 500 – 1,000 tỷ đồng -Penny < 500 tỷ đồng.

Các sự kiện theo mốc thời gian

Tháng	Ngày	Việt Nam	Ngày	Quốc Tế
7	15	ETF VN30 review	1-2	OPEC họp
	18	Đáo hạn HĐTL	25	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	19	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục	30-31	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 2		
8	15	Hạn cuối nộp BCTC bán niên	25-27	Cuộc họp G7
	15	Đáo hạn HĐTL		
	28	Ishares MSCI review		
9	1	Nghỉ quốc khánh	12	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	6	ETF FTSE VN công bố danh mục	17-18	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	13	ETF VNM công bố danh mục		
	19-20	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch	23-27	FTSE Russell Công bố xếp hạng thị trường kỳ cuối năm
		Đáo hạn HĐTL		
10	17	Đáo hạn HĐTL	24	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	18	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục	29-30	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 3		
	Tháng 10	Hội nghị trung ương lần thứ 11	31	Hạn cuối hoàn thành thỏa thuận Brexit
11	21	Đáo hạn HĐTL	Tháng 11	Mỹ quyết định áp thuế 25% lên toàn bộ ô tô và phụ tùng ô tô nhập khẩu đến Mỹ
	29	Ishares MSCI review		
	Tháng 11	Họp Quốc hội		
12	6	ETF FTSE VN công bố danh mục	10-11*	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	13	ETF VNM công bố danh mục	12	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	19	Đáo hạn HĐTL	23-27	MSCI công bố xếp hạng thị trường
	20-21	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch		
1	1	Nghỉ tết Dương	11	Tổng tuyển cử đài Loan

	16	Đáo hạn HĐTL	28-29	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	17	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục	23	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	18	ETF VN30 review		
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 4		
2	25/01-02/02	Nghỉ tết Nguyên Đán		
	20	Đáo hạn HĐTL		
	28	Ishares MSCI review		
3	6	ETF FTSE VN công bố danh mục	12	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	13	ETF VNM công bố danh mục	17-18	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	19	Đáo hạn HĐTL	23-27	FTSE Russell Công bố xếp hạng thị trường kỳ cuối năm
	19-20	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch		
4	02	Giỗ tổ Hùng Vương	15	Bầu cử Lập pháp ở Hàn Quốc
	16	Đáo hạn HĐTL	28-29	FED họp
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 1	30	ECB họp
	17	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	30	Nghỉ giải phóng miền Nam		
	30	Hạn cuối nộp BCTN		
5	1-2	Nghỉ quốc tế lao động		
	21	Đáo hạn HĐTL		
	31	Ishares MSCI review		
	Tháng 5	Hội nghị trung ương đảng lần thứ 12		
6	5	ETF FTSE VN công bố danh mục	4	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	12	ETF VNM công bố danh mục	9-10	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và lãi suất
	18	Đáo hạn HĐTL	22-26	MSCI công bố xếp hạng thị trường
	18-19	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch		
	Tháng 6	Họp Quốc hội		

Top các cổ phiếu nổi bật Quý 2/2019

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 25/06/2019	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
VCB	72,400	35.33%	21.2
VIC	116,400	22.14%	20.6
GAS	103,500	21.90%	11.1
VHM	79,500	8.31%	6.5
VRE	34,300	26.60%	5.3

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 25/06/2019	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
TCB	20,750	-19.70%	-5.4
BID	32,100	-6.70%	-2.4
BVH	80,100	-10.00%	-1.9
NVL	58,500	-8.90%	-1.6
ROS	30,000	-22.50%	-1.5

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá 25/06/2019	Giá 31/03/2019	%Chg
D2D	68,200	135,100	98%
TIP	15,900	27,600	74%
DCL	9,300	18,000	94%
GTN	10,000	18,600	86%
STK	15,300	23,500	54%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá 25/06/2019	Giá 31/03/2019	%Chg
YEG	123,800	82,000	-34%
LM8	26,250	17,250	-34%
YBM	15,400	10,400	-32%
DQC	27,000	17,800	-34%
DTL		27600	N/A

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 25/06/2019	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
PVS	23,200	31.80%	1.3
VGC	20,300	11.50%	0.4
VCG	26,800	23.50%	0.35
TAR	29,900	83.44%	0.3
TNG	19,700	42.40%	0.25

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 25/06/2019	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
DGC	27,900	-27.70%	-0.74
ACB	29,200	-1.35%	-0.49
NVB	8,300	-12.63%	-0.35
HUT	2,600	-31.58%	-0.25
SHB	7,000	-2.78%	-0.22

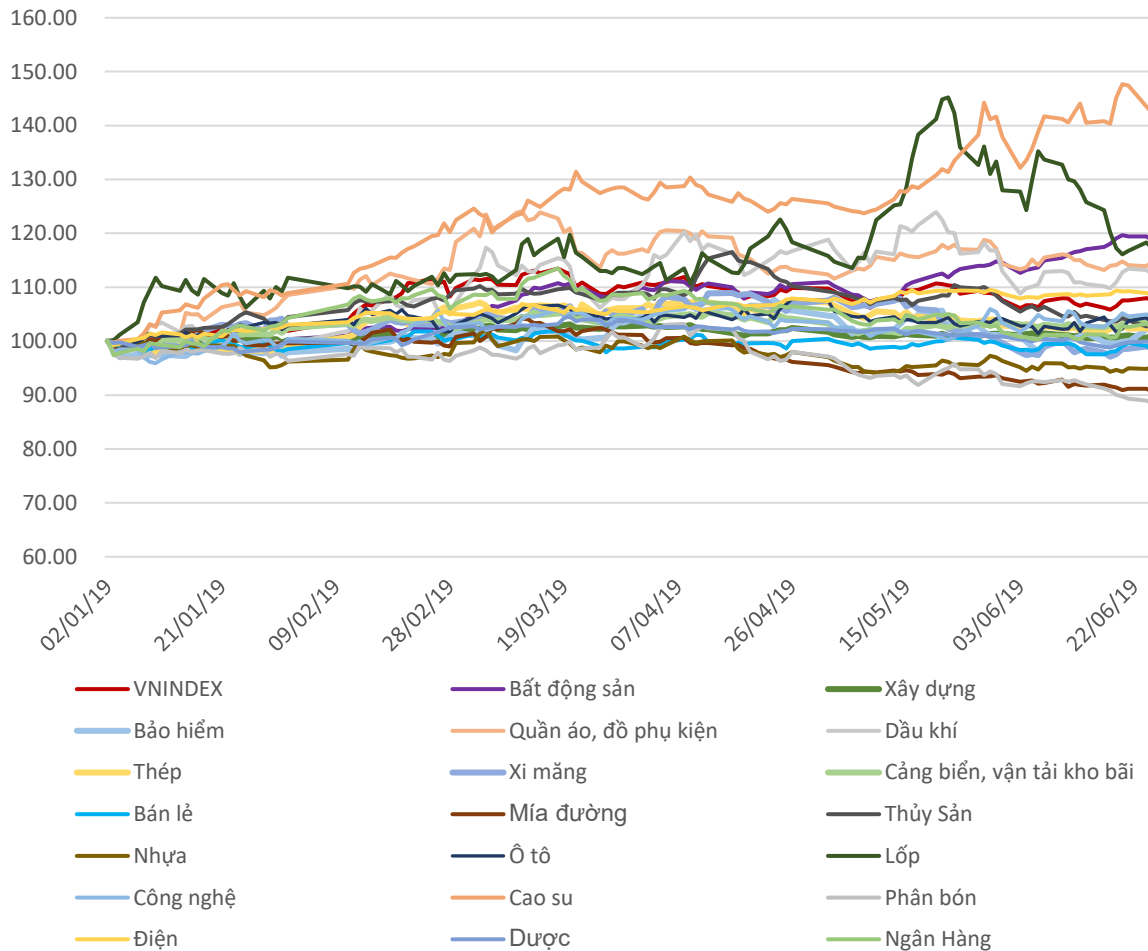
TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá 25/06/2019	Giá 31/03/2019	%Chg
VCR	4,400	28,900	557%
C69	5,000	16,500	230%
L61	10,000	26,500	165%
VMS	4,800	12,000	150%
HLV	16,500	39,500	139%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá 25/06/2019	Giá 31/03/2019	%Chg
PCG	22,300	10,300	-54%
GLT	78,000	38,400	-51%
V21	24,500	14,000	-43%
TKC	31,000	17,500	-44%
VIE	18,700	10,000	-47%

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 6T2019

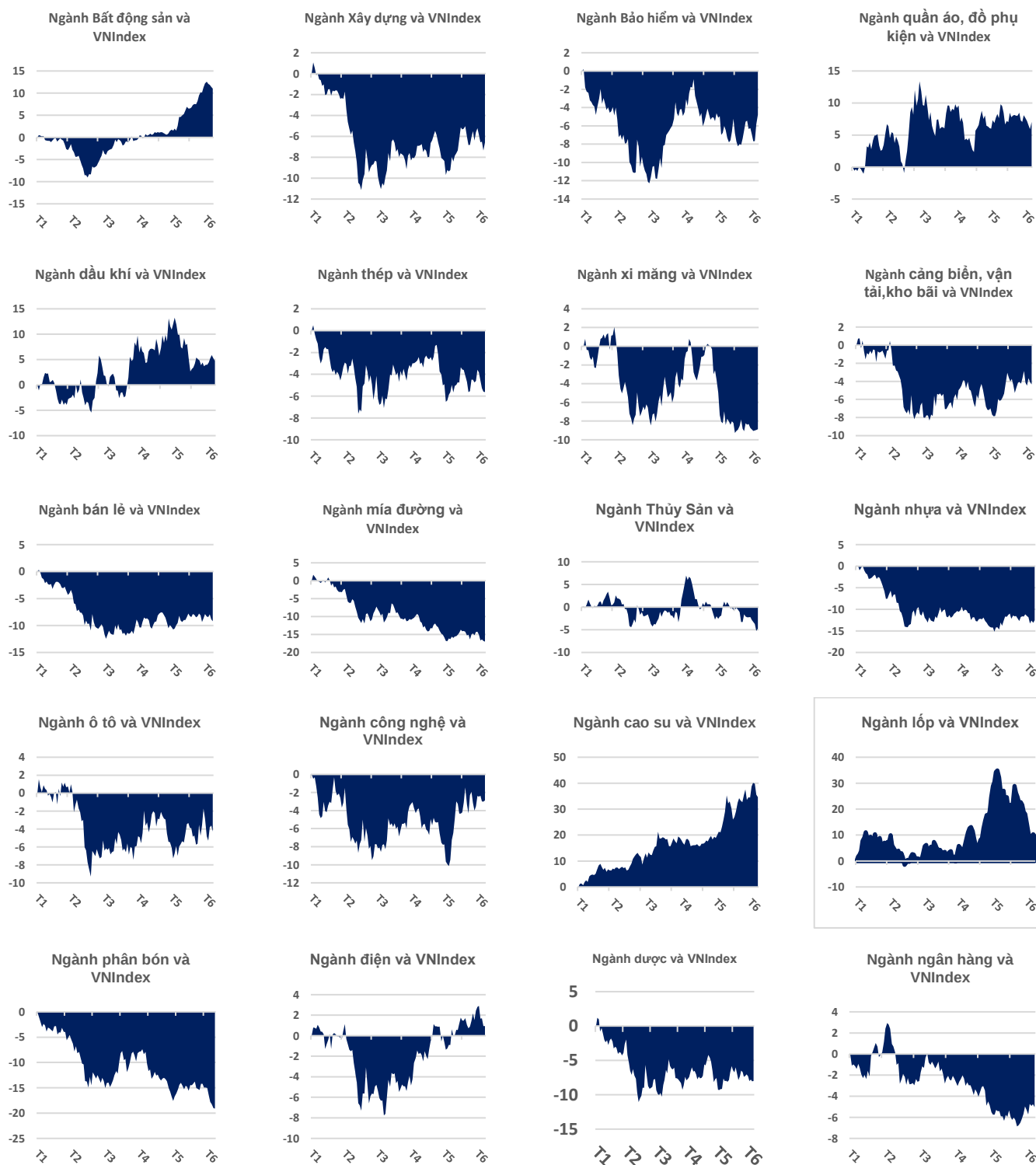
Diễn biến của Index và các ngành



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, các ngành đa phần đều tiếp tục duy trì xu hướng như trong 3 tháng đầu năm 2019. Trong đó, các nhóm ngành chúng tôi đã lưu ý trong báo cáo chiến lược trước đó như **Dệt may, Cao Su, Điện, Săm lốp, Bất Động sản và Dầu Khí**. Trong khi đó, các ngành còn lại đều cho hiệu suất kém hơn VN-Index như **Ngân Hàng, Công Nghệ, Thép, Thủy Sản**. Chiều ngược lại, **Bán lẻ, Nhựa, Bảo Hiểm, Dược phẩm, Phân bón, Cảng Biển và các ngành còn lại** đều có mức giảm sâu hơn VN-Index. Điều này cho thấy hiệu suất các ngành đều có sự phân hóa rõ rệt và tập trung nhờ một số cổ phiếu có vốn hóa lớn dẫn đến chiến lược lựa chọn cổ phiếu riêng biệt mang lại hiệu quả tốt hơn. Hiệu suất trung bình của một số cổ phiếu chúng tôi lưu ý ở báo cáo triển vọng ngành Q2/2019 vẫn tiếp tục duy trì mức cao hơn so với VN-Index cho thấy sự hiệu quả của chiến lược lựa chọn cổ phiếu.



Nguồn: BSC research

Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

	Mã CK	Giá ngày 02/01/2019	Giá ngày 15/07/2019	Tăng/ Giảm (HPR)	KLGD TB 6T2019
Ngân hàng	ACB	22,462	23,077	3%	1,463,463
	MBB	18,837	21,450	14%	2,572,372
	TCB	25,600	21,150	-17%	1,966,394
	VCB	53,600	75,000	40%	751,211
Bảo hiểm	BMI	19,535	25,850	32%	175,774
	PVI	30,850	37,300	21%	133,062
Dầu khí	GAS	85,103	106,000	25%	274,469
	PVD*	12,909	17,091	32%	3,407,760
	PVS	17,200	23,800	38%	3,290,255
Điện	POW	15,600	14,700	-6%	2,150,592
	GEX	21,850	21,600	-1%	599,965
	PC1	19,958	18,400	-8%	96,986
	REE	29,100	34,000	17%	569,223
Bất động sản	HDG	26,480	34,350	30%	441,020
	KBC	12,574	14,750	17%	2,086,053
	VHM	73,500	82,000	12%	892,069
	NLG	25,548	29,350	15%	886,492
Xây dựng	CTD	160,000	110,400	-31%	98,324
Thép	HPG	23,692	21,450	-9%	4,568,478
	HSG	5,873	7,480	27%	2,499,365
	NKG	7,610	6,220	-18%	208,141
Gạch men	CVT	16,862	20,650	22%	137,093
	VGC	16,587	20,448	23%	1,270,558
Xi măng	HT1	13,600	15,700	15%	208,347
Nhựa	BMP	47,986	50,000	4%	157,782
	NTP	39,493	33,154	-16%	30,392
Phân bón	BFC	25,015	18,200	-27%	47,029
	DPM	20,866	15,350	-26%	508,707
Cao su Săm lốp	PHR	34,000	60,800	79%	522,748
	DRC	20,997	19,100	-9%	292,294
Công nghệ	FPT	36,700	47,300	29%	1,250,089
	TCM	20,535	27,300	33%	902,765
Dệt may	TNG	13,583	21,500	58%	1,147,836
	MSH	41,000	61,200	49%	119,788
	VGT	9,963	10,400	4%	357,092
	VGG	47,609	64,300	35%	23,595
Dược phẩm	DBD	39,135	44,300	13%	37,324
	DHG	74,558	104,100	40%	18,294
	PME	57,232	48,600	-15%	7,520

Bán lẻ	PNJ	68,157	73,627	8%	493,185
	MWG	84,051	101,200	20%	672,446
	VNM	122,554	123,200	1%	679,227
Mía đường	SBT	18,842	17,000	-10%	1,378,271
Cảng biển	GMD	26,400	27,200	3%	320,860
	VSC	35,583	31,800	-11%	97,011
Vận tải	PVT	15,600	17,650	13%	358,149
Thủy sản	VHC	86,495	89,800	4%	231,613

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 34/48 mã có tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm 2019. **Trung bình tăng trưởng giá cổ phiếu của danh sách nói trên là 12.2% cao hơn so với chỉ số VN-Index tăng 80.8 điểm (+8.96% YTD) và cao hơn chỉ số HNX-Index tăng 2.97 điểm (+2.89% YTD).** (*YTD: so với mức đầu năm)

Một số cổ phiếu có đóng góp lớn vào tăng trưởng danh mục kể trên trong 6 tháng đầu năm 2019 bao gồm một số mã tiêu biểu như sau **PHR (+79% YTD), TNG (+58% YoY), MSH (+49% YTD), DHG (+40% YTD), VCB (+40% YTD), PVS (+38% YTD), TCM (+33% YTD), HDG (+30% 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 **TCB, HPG, NKG, DPM, BFC, SBT, VSC ...** 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 31/06/2019
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: khả năng giảm 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	Đã ảnh hưởng
11	Cuộc họp G7	25-27/06/2019	Đan xen	Trung bình	Đã ảnh hưởng
12	Cuộc họp G20	28-29/06/2019	Đan xen	Trung bình	Đã ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
Chính sách sửa đổi luật					
1	Sửa đổi luật đầu tư công		Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	Sửa đổi luật đầu tư, luật doanh nghiệp		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	Sửa đổi luật chứng khoán		Tích cực	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 chững lại		Trung lập	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 31/06/2019
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	Đang ảnh hưởng
3	RCEP ASEAN	Đang đàm phán	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research

Chiến lược đầu tư ngành Quý 3/2019

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, 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 nới 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 và các quốc gia khác như Malaysia, New Zealand, Philippines, India và Australia 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) Với việc giá hàng hóa (dầu, thép, thịt heo...) duy trì xu hướng giảm so với cùng kỳ giúp cho CPI lũy kế 6T2019 thể hiện dấu hiệu tích cực khi có thể duy trì tốc độ tăng trưởng thấp, tuy nhiên với việc (2) Giá thịt heo phục hồi khi dịch tả lợn dần được kiểm soát cùng (3) Giá điện bán lẻ tăng lên và (4) Sự điều chỉnh tăng giá chi phí y tế sức khỏe trong nửa cuối năm 2019 cũng sẽ tạo áp lực nhất định lên chỉ số lạm phát của Việt Nam. Tuy nhiên, các hiệp định thương mại được ký như EVFTA, CPTPP có thể giúp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn tương lai. Dự thảo luật chứng khoán và các sản phẩm mới được triển khai (Chứng quyền, Hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ) 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 2019:

Các nỗ lực điều chỉnh các chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa.....

Cả ECB và FED đều đã phát ra tín hiệu cắt giảm lãi suất trong kỳ họp tháng 6/2019 thay vì quan điểm không tăng lãi suất trước đó do các dấu hiệu như (1) Tăng trưởng kinh tế Mỹ có dấu hiệu suy yếu và (2) Áp lực chỉ số lạm phát vẫn ở mức thấp. Để củng cố cho quan điểm của chúng tôi, vào ngày 31/07/2019, Fed đã tiến hành hạ lãi suất lần đầu tiên với mức 0.25% kể từ tháng 12/2008. Chương trình thắt chặt định lượng (QT) cũng sẽ được FED dừng lại vào tháng 9/2019. ECB sẽ tiếp tục cắt giảm mức lãi suất sâu hơn và thậm chí có thể tái khởi động chương trình “nới lỏng định lượng” có tổng giá trị tới 2,900 tỷ USD trong giai đoạn 2015-2018. 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%. Đối với chính sách tiền tệ, PBOC cũng cam kết điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt cân bằng giữa thắt chặt và nới lỏng.

.....Với mục đích chính nhằm kéo dài chu kỳ tăng trưởng trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang có xu hướng chậm lại.

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 nới lỏng chính sách tiền tệ ở các quốc gia lớn.

Chiến tranh thương mại

Đàm phán thương mại Hoa Kỳ - Trung Quốc được nối lại tuy nhiên chưa có cơ sở rõ ràng để đạt được thỏa thuận toàn diện. Thông tin này dù vậy vẫn sẽ nâng đỡ thị trường ngắn hạn cũng như tiềm ẩn nguy cơ trong tương lai vẫn hiện hữu. Nguyên thủ 2 nước Hoa Kỳ - Trung Quốc đã đồng ý nối lại đàm phán thương mại. Một số nhân nhượng đã được cả 2 phía đưa ra. Hoa Kỳ nới lỏng các hạn chế đối với công ty Hoa Kỳ bán sản phẩm cho Huawei. Ở chiều ngược lại, Trung Quốc sẽ mua một lượng lớn sản phẩm nông nghiệp Hoa Kỳ. Những thông tin hiện tại chỉ là bước nhượng bộ tạm thời để nối lại đàm phán. Tuy nhiên, kết quả của cuộc đàm phán vẫn còn rất mơ hồ sau nhiều lần thất bại trước đó. Do đó, việc đạt được sự đồng thuận từ hai bên sẽ cần một quá trình đàm phán phức tạp và có thể kéo dài sang nhiệm kỳ sau của TT Hòa Kỳ. Do đó chúng tôi cho rằng thông tin này sẽ có sự ảnh hưởng lâu dài tới thị trường.

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, quặng sắt và than, (2) Một số kim loại như sắt, thép, Nickel và nhôm, (3) Cao su... Ngoài ra, đối với thị trường nội địa, mặc dù chịu ảnh hưởng từ (1) EVN vừa công bố việc tăng giá điện bán lẻ khoảng 8.36% so với giá hiện tại, (2) Sự phục hồi của giá thịt heo nhưng chỉ số lạm phát 6T2019 duy trì mức tăng trưởng thấp khoảng 2.64% so với bình quân cùng kỳ nhờ vào (3) Giá xăng, dầu có xu hướng giảm. Ngoài ra, OPEC và các nước xuất khẩu dầu mỏ khác đã đồng ý gia hạn việc cắt giảm sản lượng sản xuất dầu mỏ (1.2 triệu thùng) cho đến hết năm 2019 và có thể kéo dài sang đầu năm 2020 nhằm hỗ trợ giá dầu trong bối cảnh nguồn cầu đang có dấu hiệu suy yếu do ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại và tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại.

So sánh ngang với TTCK khu vực

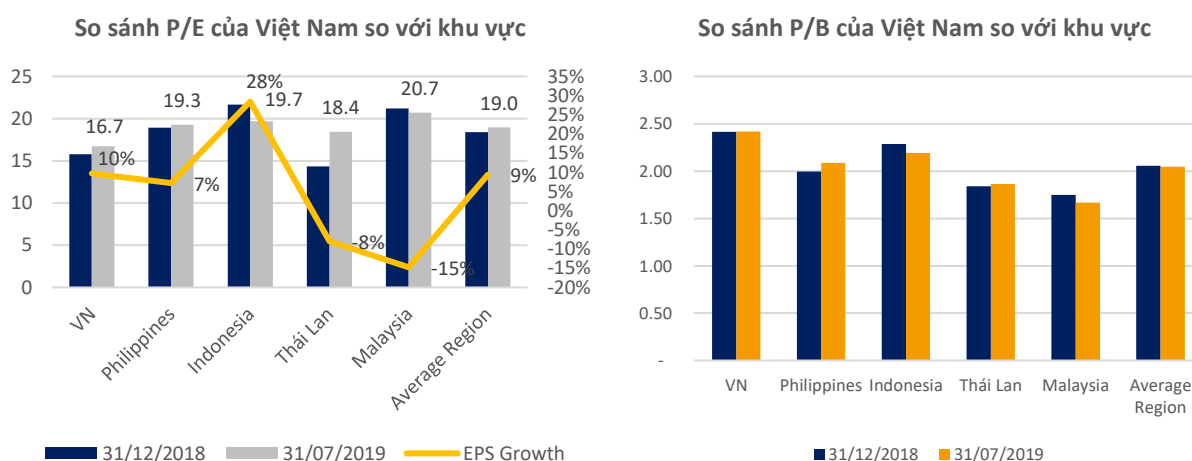
Nhìn chung, sau quá trình phục hồi vào đầu Q1/2019, thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng giảm nhẹ và dao động tích lũy trong khi đó hầu hết các thị trường khác đều chứng kiến việc tiếp tục hồi phục dẫn đến định giá của TTCK Việt Nam vẫn đang ở mức thấp hơn nhiều so với khu vực xét trên chỉ số P/E và P/B so với thời điểm cuối Q1/2019. Thêm vào đó cần cân nhắc yếu tố tăng trưởng lợi nhuận (EPS) – trong nhóm cao nhất trong khu vực Đông Nam Á (+10% YoY), chúng ta 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		Philippines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	9.36	1.11	14.29	1.06	17.35	0.94	11.63	1.09	15.51	1.38	13.1	1.0
Hàng tiêu dùng	8.19	1.35	21.09	1.32	16.15	1.17	32.71	2.65	26.02	1.48	14.6	1.0
Công nghiệp	10.42	1.06	15.77	1.12	12.12	1.10	20.08	1.00	16.49	1.86	15.1	1.1
Dầu khí	11.99	1.81	16.04	1.05	7.49	0.56	27.35	4.29		0.71	16.0	1.4
Dịch vụ tiêu dùng	18.18	2.39	17.67	1.29	17.20	1.55	18.13	1.01	26.14	2.68	14.6	1.0
Vật liệu cơ bản	12.12	0.83	11.10	1.58	8.80	0.89	17.84	2.85	10.26	2.16	12.0	1.0
Tiện ích	10.94	1.56	14.98	1.47	12.15	1.00	24.58	1.35	11.51	1.59	17.8	1.7
Công nghệ	12.86	1.36	13.85	1.54	15.75	1.64	n/a	n/a	n/a	n/a	11.9	1.4
Sức khỏe	14.04	2.06	27.77	2.32	20.25	2.21	85.55	2.32	n/a	n/a	27.8	2.9
Viễn thông	11.18	2.34	38.74	4.01	52.30	3.75	38.74	4.28	38.74	4.28	21.3	1.6

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

(Lưu ý: Tăng trưởng EPS được dùng là EPS lũy kế 12 tháng gần nhất tại ngày 15/07/2019 so sánh với cùng kỳ)

Chủ đề đầu tư Quý 3 và năm 2019

TTCK Việt Nam vận động tích cực trong quý I tuy nhiên biến động khá trì trệ trong quý II về xu hướng và thanh khoản. Tình hình thế giới phức tạp, KQKD quý I không cải thiện và sự thiếu đồng thuận của dòng tiền là một trong những nguyên nhân ảnh hưởng đến thị trường. Bước sang Quý III/2019, cổ phiếu Việt Nam dự kiến tiếp tục diễn biến phức tạp xoay quanh các thông tin liên quan đến: **(1) Triển vọng kinh tế toàn cầu, (2) Hành động của các ngân hàng trung ương những nước chủ chốt, (3) Cuộc chiến thương mại Hoa Kỳ -Trung Quốc và những căng thẳng địa chính trị tại những điểm nóng và (4) KQKD 6T2019 sớm được công bố sẽ cho nhà đầu tư thêm nhiều thông tin để đánh giá triển vọng 6 tháng cuối năm 2019 (Chúng tôi dự kiến sẽ có báo cáo cập nhật KQKD Q2/2019 cho nhà đầu tư).** 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. 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 bị chậm lại đáng kể và khó có khả năng xảy ra trong năm 2019. 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.

Công bố vào tháng 6, MSCI đưa Kuwait vào danh sách nâng hạng trong khi không đề cập đến thị trường Việt Nam. Do vậy khả năng nâng hạng của MSCI trong năm 2020 rất khó khả thi. Điểm tốt nhất thị trường có thể kỳ vọng là trong công bố chính thức tháng 9/2019 của FTSE những đánh giá về Việt Nam có khả quan hơn hay không và tháng 12/2019, trong trường hợp Kuwait được MSCI nâng hạng lên TTCK Mới nổi, điều này sẽ giúp cho Việt Nam trở thành quốc gia lớn nhất trong MSCI Frontier, tăng tỷ trọng từ 15% lên 30% theo ước tính của MSCI và thời gian thay đổi danh mục cũng phải chờ **đến tháng 6/2020**. Do vậy, BSC cho rằng kỳ vọng dòng vốn ngoại từ thay đổi xếp hạng từ Russell và MSCI không khả thi trong năm 2019.

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 II/2019, rổ VN30 đã có sự thay đổi lớn với 2/2 mã chúng tôi lưu ý trong báo cáo ngành sẽ được thêm vào lần lượt là BID và BVH, đây là nhóm cổ phiếu có vốn hóa khá lớn. Theo đó, với việc loại CII và DHG, tổng tỷ trọng nhóm VN30 tính tới thời điểm 21/07/2019 đã chiếm 78.2% 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 II/2019, sàn HOSE đã đón nhận hai thành viên mới có giá trị vốn hóa lớn chuyển từ Upcom sang là HVN và VGC. Theo dự kiến trong Quý III/2019 sẽ có thêm một thành viên có giá trị vốn hóa đáng kể khác dự kiến chuyển bao gồm GVR, các mã còn lại dự kiến sẽ tiếp tục lộ trình chuyển sàn như VEA, BCM... 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. SCIC vừa công bố [danh sách 108 DN dự kiến được thoái vốn](#) như BMI, LIC, FPT... được kỳ vọng thoái vốn trong năm 2019. Tuy nhiên, tùy tình hình từng doanh nghiệp, tiến độ thoái vốn một số doanh nghiệp bảo hiểm như PVI, BMI dự kiến sẽ bị chậm lại sang năm 2020. Lũy kế từ đầu năm, nhóm cổ phiếu Vinachem là nhóm có động thái tích cực nhất trong việc thoái vốn. Kết quả thoái vốn của nhóm cổ phiếu Vinachem trong Quý II có diễn biến trái chiều như SRC-NET (thành công), DRC-SFG (không thành công) cho thấy mức độ quan tâm của nhà đầu tư sẽ phụ thuộc nhiều vào: (1) Mức định giá và (2) Khối lượng thoái vốn. Các nhóm còn lại như CSV, DGC và BFC dự kiến tiếp tục thoái vốn trong nửa cuối năm 2019.

Thứ năm, nhóm ngành ngân hàng với mức định giá hiện tại hấp dẫn hơn sẽ là tâm điểm của thị trường nửa cuối năm 2019. Trong khi đó nhóm cổ phiếu Midcap với câu chuyện khác biệt đã thể hiện hiệu suất ấn tượng trong 6T/2019 như dự báo của chúng tôi so với nhóm cổ phiếu còn lại ([link](#)). Cụ thể, nhóm **MidCap là nhóm duy trì sự cải thiện hiệu suất tương đối tốt với 4.02% YTD, đứng đầu là nhóm Penny (+6.8% YTD), SmallCap(+6.0% YTD), VN30 (+1.08% YTD) và nhóm LargeCap (-2.96% YTD)**. Chúng tôi cho rằng hiệu suất nhóm Mid-cap trong Quý III/2019 sẽ có phần chững lại do định giá đã ở mức dần hợp lý hơn sau giai đoạn tăng tốt nửa đầu năm 2019. Trong số nhóm cổ phiếu LargeCap thì nhóm ngân hàng vẫn là nhóm chiếm trọng số chủ yếu, và ghi nhận mức tăng trưởng âm. **Do đó, chúng tôi cho rằng nhóm ngành ngân hàng với mức định giá hấp dẫn hơn (Mức PE trailing bình quân = 9.65 lần và P/B trailing bình quân = 1.34 lần - đã loại trừ VCB) có thể là nhóm ngành dẫn dắt tăng trưởng VN-Index nửa cuối năm 2019.**

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) đều cho thấy hiệu suất tốt hơn VN-Index trong nửa đầu năm 2019 và tiếp tục sẽ là lựa chọn an toàn so với thị trường khi rủi ro tăng cao trong bối cảnh tình hình thế giới diễn biến còn phức tạp chưa rõ ràng. Chúng tôi đặc biệt lưu ý đến cổ phiếu thuộc ngành điện, theo Bộ Công Thương, cả nước có thể đối mặt với tình trạng thiếu điện từ năm 2020. Do đó chúng tôi lưu ý tiềm năng tăng trưởng đến từ nhóm các DN hàng đầu có liên quan trực tiếp tới điện (POW, NT2, PPC, REE, ...) và nhóm gián tiếp như thi công điện (PC1, LCG) trong 2 – 3 năm tới.

Thứ bảy, đầu tư công cũng là một trong những kế hoạch trọng điểm được đẩy mạnh của chính phủ trong năm 2019. Lũy kế 6 tháng năm 2019, ước tính giải ngân vốn đầu tư công chỉ đạt hơn 28.6% so với kế hoạch Quốc hội giao, thấp hơn so với mức 32.53% cùng kỳ năm 2018. 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). Mặc dù tốc độ giải ngân còn khá chậm, chúng tôi vẫn cho rằng tốc độ giải ngân công nửa cuối năm 2019 sẽ có những tín hiệu lạc quan hơn. Nhóm ngành trực tiếp và gián tiếp hưởng lợi từ xu hướng trên bao gồm nhóm vật liệu xây dựng – xi măng (HT1) và đá xây dựng (KSB, CTI), nhóm xây dựng hạ tầng (CII, VCG, LCG), nhóm ngành liên quan đến khu công nghiệp (SZC, TIP, SIP, BMC, GVR, PHR, NTC,...).

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

	Chiến tranh thương mại	Giá dầu hồi phục	Fed giảm lãi suất	Kinh tế Châu Âu khó khăn / Brexit /	Đồng Yên tăng giá	Lãi suất trong nước tăng	KT Trung Quốc tăng trưởng chậm	Hiệp định CPTPP	Các Hiệp định FTAs
Vận tải	(-)	(+/-)		(+)	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)
BDS						(-)	(-)		
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 3 và cả năm 2019

- Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: **Bảo hiểm phi nhân thọ, Công nghệ - Bưu Chính, Dệt may, Bất động sản Khu công nghiệp, Ngân hàng 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: **Bất động sản dân dụng, Cảng biển, Cao su, Dầu khí, Dược, Điện, Gạch men, Hàng không, Hóa chất, Nhựa, Phân bón, Săm lốp, Thép, Thủy sản, Vận tải, Xây dựng và Xi măng**. 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 phi nhân thọ	Khả quan		BMI
2	Công nghệ - Bưu chính	Khả quan	FPT	CMG, VTP
3	Dệt may	Khả quan	STK	MSH, TNG, VGT, TCM
4	Bất động sản khu công nghiệp	Khả quan	LHG, KBC	BCM
5	Ngân hàng	Khả quan	ACB, MBB, VIB	VCB, TCB
6	Tiêu dùng	Khả quan	MWG, PNJ	VNM, FRT, MSN
7	Bất động sản dân dụng	Trung lập	DXG, NLG, HDG	
8	Cảng biển	Trung lập	GMD	VSC
9	Cao su	Trung lập	PHR, GVR	DPR
10	Dầu khí	Trung lập		GAS, PVD, PVS
11	Dược	Trung lập		IMP, DHG
12	Điện	Trung lập	PC1, GEX, POW	REE
13	Gạch men	Trung lập		VGC, CVT
14	Hàng không	Trung lập	AST	ACV, HVN, VJC
15	Hóa chất	Trung lập	DGC	CSV
16	Nhựa	Trung lập	BMP	NTP, AAA
17	Ô tô	Trung lập	VEA	
18	Phân bón	Trung lập		DPM, SFG
19	Săm lốp	Trung lập		DRC
20	Thép	Trung lập	HPG	HSG, NKG
21	Thủy sản	Trung lập		VHC
22	Vận tải	Trung lập	PVT	
23	Xây dựng	Trung lập	LCG	CTD, HBC
24	Xi măng	Trung lập	HT1, BCC	
25	Mía đường	Kém khả quan		SBT, QNS

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ do (1) lãi suất tiền gửi tăng giúp cải thiện lợi nhuận tài chính; (2) tăng trưởng phí gốc ngành bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo tăng trưởng đều đặn từ 10% – 12% trong tương lai; (3) việc áp dụng công nghệ vào hoạt động bảo hiểm giúp các DN tiết giảm được chi phí bán hàng và chi phí QLDN, 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.

NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – BƯU CHÍNH VIỄN THÔNG – 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

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. Tuy nhiên, tại thời điểm hiện tại chúng tôi khuyến nghị NGT cần theo dõi kỹ hơn về tình hình đơn hàng và những yếu tố rủi ro đối với ngành trong năm tới. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu STK, theo dõi với MSH, TNG, TCM, VGT.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** đối với BĐS Khu công nghiệp. Nửa đầu năm 2019, hầu hết các doanh nghiệp niêm yết đều có kết quả kinh doanh tích cực, như VGC – 110ha (đạt 50% KH năm), KBC – 80ha (đạt 56.4% KH năm), SZC – LNST +45% YoY, BCM – LNST +31% YoY, SIP – LNST +100% YoY. Các KCN vẫn tiếp tục hưởng lợi nhờ (1) chiến tranh thương mại, ngoài ra hiệp định EVFTA có hiệu lực sẽ thu hút nguồn vốn FDI vào trong nước, (2) giá cho thuê tăng trung bình từ 7-15% YoY và (3) giá nhân công cạnh tranh thu hút các ngành thâm dụng lao động (dệt may, giày da). Ngoài ra, nhiều DN phát triển thêm các khu đô thị liền kề khu công nghiệp có thể mang lại dòng tiền lớn đóng góp vào doanh thu, tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rủi ro pháp lý của nhiều dự án làm chậm tiến độ, ảnh hưởng KQKD của DN.

NGÀNH NGÂN HÀNG – KHẢ QUAN

Trong 2H2019, theo nhận định của BSC, DT và LN của các NH sẽ có sự phân hóa về tốc độ tăng trưởng, các NH với chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao sẽ có tốc độ tăng trưởng mạnh hơn so với trung bình ngành như VCB, MBB, ACB. Theo dự báo của BSC, trong năm 2019, LNTT của toàn ngành NH sẽ tăng trưởng 12.8% YoY, thấp hơn so với mức kỳ vọng 14.7% của kế hoạch toàn ngành với giả định (1) tăng trưởng tín dụng năm 2019 đạt mức 13%, (2) NIM toàn ngành giảm nhẹ, (3) các NH tập trung đẩy mạnh xử lý nợ xấu tồn đọng nhằm đáp ứng nhu cầu Basel II. Với việc định giá hiện tại của toàn ngành đã về mức hấp dẫn ($P/B = 1.4x$) và sẽ là ngành đóng góp phần lớn lợi nhuận của toàn thị trường trong năm nay, Chúng tôi nâng quan điểm ngành ngân hàng từ **TRUNG LẬP** lên mức **KHẢ QUAN** 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.

NGÀNH TIÊU DÙNG – KHẢ QUAN

BSC duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành tiêu dùng bán lẻ và Trung Lập với ngành F&B. 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 12-15% nhờ kênh mua sắm online tiếp tục phát triển, tuy nhiên sẽ khó khăn với các ngành hàng trang sức như PNJ do tốc độ tiêu thụ sản phẩm trang sức chậm dần và ảnh hưởng từ hệ thống ERP. Đối với ngành F&B, chúng tôi kỳ vọng triển vọng ngành F&B sẽ tiếp tục tăng trưởng trung bình trên 9-10% nhờ vào tiêu thụ sản phẩm thực phẩm và thức uống tăng mạnh dịp cuối năm, gia tăng tiêu thụ sản phẩm thịt sạch như MEAT Deli khi dịch tả lợn Châu Âu vẫn còn nhiều ảnh hưởng ở khu vực miền Nam. Chúng tôi khuyến nghị MUA các mã: PNJ, và MWG, Theo Dõi: MSN và VNM.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG – TRUNG LẬP

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) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản và (3) Phê duyệt cho vay đối với người mua nhà thắt khe hơn. 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.

NGÀNH CẢNG BIỂN – TRUNG LẬP

BSC điều chỉnh đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành cảng biển năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng trong 6 tháng cuối năm ngành cảng biển sẽ tăng trưởng tốt về sản lượng hàng hóa thông cảng đặc biệt vào giai đoạn quý 4 khi các hãng tàu vận tải biển sẽ hoạt động mạnh nhằm chốt đơn hàng cuối năm. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của các cảng cạn ICD vẫn còn rất nhiều ở khu vực kinh tế Đình Vũ Hải Phòng và Cái Mép Thị Vải khi nguồn cung cảng ICD đã gần như lấp đầy. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI các mã sau: GMD và VSC.

NGÀNH CAO SU – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành cao su tự nhiên do (1) mảng kinh doanh cao su cốt lõi trong nước vẫn có kém khả quan, mặc dù giá cao su thế giới tăng nhưng không tác động nhiều đến giá cao su trong nước tuy nhiên, (2) các DN trong ngành cao su luôn duy trì tỷ lệ trả cổ tức ở mức cao từ 40% - 50% và (3) xu hướng chuyển đổi đất cao su sang KCN sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho các DN có diện tích cây thanh lý lớn. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu GVR, theo dõi PHR, DPR.

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.

NGÀNH DƯỢC – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành dược phẩm. 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 có thể làm thay đổi thói quen mua thuốc của người dân. Trong khi đó, Kênh 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 kỳ vọng các doanh nghiệp có tỷ trọng ETC cao (IMP, PME, DBD) được hưởng lợi, trong khi đó, các doanh nghiệp OTC (DHG, TRA) sẽ chững lại và chuyển hướng sang ETC.

NGÀNH ĐIỆN – TRUNG LẬP

Với tình hình thủy văn của năm 2019, chúng tôi có quan điểm phân hóa đối với các cổ phiếu thuộc ngành điện:

- Đối với nhóm cổ phiếu thủy điện lớn (thủy điện có hồ điều tiết mùa): BSC có quan điểm **TIÊU CỰC** trong năm 2019 do tình hình thủy văn không thuận lợi. Tình hình này có thể sẽ kéo sang những năm sau khi chu kỳ El Niño thường kéo dài từ 5 – 7 năm.
- Đối với nhóm cổ phiếu nhiệt điện: các cổ phiếu nhiệt điện nhìn chung được hưởng lợi từ giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh tăng so với năm ngoái, tuy nhiên các nhà máy nhiệt điện hiện tại có nhiều yếu tố rủi ro cho năm 2020, vì vậy BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP**.
- Với nhóm cổ phiếu xây lắp điện: BSC giữ quan điểm **TÍCH CỰC** dựa trên nhu cầu xây lắp tăng cao với lượng backlog lớn cho các doanh nghiệp như PC1.

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, giá nhiên liệu đầu vào giảm sẽ giúp cải thiện lợi nhuận của các DN đồng thời nhiều DN đang tìm hướng đi xuất khẩu sang các thị trường ngách bằng việc cải thiện, phát triển công nghệ, nâng cao chất lượng sản phẩm. Chúng tôi khuyến nghị **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. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BMP.

NGÀNH Ô TÔ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành ô tô. Mảng xe nhập khẩu vẫn sẽ có kết quả kinh doanh khả quan nhờ (1) 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, (2) lượng cung xe nhập khẩu cũng sẽ tăng mạnh sau khi Nghị định 116 được giải quyết và (3) dư địa ngành ô tô Việt Nam còn lớn vì tỷ lệ sở hữu xe đạt 2% hộ gia đình có xe, thấp hơn so với các nước trong khu vực (Malaysia - 82%, Thái Lan - 51%, Philippines - 6%). Tuy nhiên mảng xe thương mại vẫn còn đang khó khăn do (1) tác động quy định siết tải trọng năm 2015 (đã nói ở trên), (2) nhiều doanh nghiệp vẫn chưa đáp ứng được tiêu chuẩn khí thải Euro 4 và (3) giá thành xe sử dụng động cơ Euro 4 cao hơn Euro 2 khoảng 200 – 300 triệu đồng/chiếc làm giảm nhu cầu sử dụng xe.

NGÀNH SẼM LỐP – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành Săm lốp trong năm 2019 do (1) giá nguyên vật liệu 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.

NGÀNH THÉP – TRUNG LẬP

Đối với ngành thép, BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP** bởi những lí do (1) nhu cầu về thép xây dựng chưa có sự khởi sắc khi thị trường bất động sản và hoạt động giải ngân hạ tầng chưa có dấu hiệu tiến triển, (2) công suất thép xây dựng và tôn mạ đều đang dư thừa trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về trung hạn, BSC kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thép sẽ tăng lên khi giải ngân đầu tư công có những chuyển biến mới và thị trường bất động sản sôi động hơn vào năm 2021.

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 do năm 2018 đã ghi nhận mức tăng trưởng cao. Với doanh nghiệp cá tra, BSC cho rằng giá bán khó có thể duy trì mức tăng 30 – 35% trong năm 2018. 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 Q1/2019, 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 cho rằng giá bán của các doanh nghiệp tôm tiếp tục đi ngang trong 2019.

NGÀNH VẬN TẢI – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với ngành vận tải. Chúng tôi lưu ý vận tải dầu thô hiện phụ thuộc nhiều vào 2 nhà máy lọc dầu Bình Sơn và Dung Quất do đó nếu Nghi Sơn bảo trì 50 ngày vào tháng 10/2019 và bảo trì lớn đối với Bình Sơn vào năm 2020 thì sẽ ảnh hưởng tới sản lượng vận tải dầu thô và thành phẩm của các doanh nghiệp vận tải biển. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI cổ phiếu PVT.

NGÀNH XÂY DỰNG – TRUNG LẬP

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Xây dựng với triển vọng trong năm 2019. Triển vọng 6 tháng cuối năm chúng tôi đánh giá ngành xây dựng dân dụng sẽ còn nhiều khó khăn do tình trạng siết chặt nguồn cung bất động sản khiến cho các doanh nghiệp xây dựng không ghi nhận nhiều

hợp đồng ký mới và hầu như ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng chuyển tiếp trong năm trước nên chúng tôi cho rằng doanh thu của các công ty xây dựng dân dụng có thể sẽ tiếp tục giảm trong năm 2020. Tuy nhiên, mảng xây lắp hạ tầng và các dự án năng lượng điện nước vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nên chúng tôi đánh giá khả quan mảng này. Qua đó, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI các cổ phiếu CTD, HBC và MUA LCG.

NGÀNH XI MĂNG – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành xi măng trong năm 2019 dựa trên các luận điểm:

- (1) Sản lượng tiêu thụ có dấu hiệu suy giảm do xây dựng nội địa chững lại, xuất khẩu sang Bangladesh và Philippines giảm sút nhưng vẫn được hỗ trợ bởi sản lượng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc.
- (2) Giá bán tăng đã cơ bản bù đắp được tăng giá điện từ cuối Q1/2019; giá than đang trong xu hướng giảm sẽ giúp các DN cắt giảm chi phí.

BSC khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HT1 (TP: 18,900 đồng/CP) và BCC (TP: 12,200 đồng/CP).

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 các yếu tố cơ bản của ngành. Nạn đường lậu từ Thái Lan vẫn chưa được giải quyết triệt để khiến nguồn cung đường nội địa vẫn dư thừa, đồng thời, nhu cầu tiêu thụ đường yếu khiến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp mía đường chưa có dấu hiệu khả quan.

Tổng hợp cổ phiếu lưu ý năm 2019

	DTT	LNST							
Mã	2019 (tỷ đ)	2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/07/19	Giá mục tiêu
ACB	15,915	5,764	3,948	7.3	1.6	1.6%	27.6%	28,800	32,686
MBB	23,501	7,651	3,082	6.7	1.1	1.9%	19.2%	20,600	28,424
TCB	21,075	11,208	2,548	7.9	1.2	2.7%	15.9%	20,200	25,986
VCB	44,988	16,575	4,563	15.2	3.5	1.4%	26.1%	69,500	68,576
VIB	7,606	2,600	3,249	5.0	1.0	1.6%	21.9%	16,300	21,658
MWG	102,644	4,979	7,297	10.7	3.3	11.0%	31.0%	91,800	132,100
PNJ	17,508	1,196	4,970	14.5	3.5	15.0%	26.0%	72,000	91,000
VNM	58,010	11,042	5,681	22.5	6.8	30.3%	37.9%	128,000	142,024
VTP	6,687	398	6,125	22.9	8.6	13.4%	44.8%	140,600	134,750
FPT	26,808	3,826	4,643	10.5	1.8	14.0%	23.0%	48,600	59,500
REE	5,414	1,985	6,593	4.9	0.9	11.4%	17.8%	32,400	38,195
POW	32,155	3,428	1,462	10.4	1.2	5.7%	11.5%	15,200	17,830
DRC	3,405	135	1,020	17.9	1.4	5.0%	8.8%	18,300	23,000
PTB	5,395	498	8,703	7.8	1.4	21.0%	28.2%	67,600	81,300
VSC	1,696	366	4,561	7.0	0.8	11.0%	13.9%	31,800	34,600
GMD	2,972	714	2,191	14.3	1.1	5.6%	8.7%	25,950	28,970
KBC	3,340	1,449	3,046	4.7	0.7	8.1%	13.8%	14,300	19,700
BCM	8,898	2897	2,799	11.5	2.08	6.5%	21.0%	27,800	N/A
VHM	80,063	18,412	5,515	17.3	4.9	34.7%	10.3%	87,800	95,600
NLG	3,298	956	3,796	7.5	1.2	17%	9%	30,000	40,500
HDG	4,398	930	7,841	4.6	1.4	25.1%	5.6%	36,200	43,500
PC1	6,208	414	3,118	7.5	0.8	5.3%	10.6%	23,400	36,566
GEX	15,524	1,453	5,114	4.9	0.9	8.4%	16.4%	25,150	33,400
HPG	73,486	9,964	4,745	7.1	1.5	11.3%	21.0%	33,500	38,000
CTD	28,561	1,510	18,356	5.6	1.0	9.2%	19.8%	102,100	114,000
HBC	18,824	593	2,996	6.5	1.2	4.0%	18.0%	15,450	18,000
GAS	79,992	12,916	6,748	16.2	3.8	19%	24%	109,000	118,000
PVS	14,740	1,091	2,012	11.3	0.9	5%	9%	22,100	25,900
PVD	5,370	350	912	20.3	0.5	2%	3%	16,900	20,000
PVT	8,158	793	2,357	6.9	0.8	6.3%	12.5%	16,200	19,280
VEA	6,614	6,504	6,095	9.5	3.0	22.3%	27.3%	58,000	61,446
DGC	5,619	658	5,734	4.8	0.8	13.8%	19.0%	32,700	42,000
VHC	9,036	1,240	13,377	6.4	1.7	18.3%	28.3%	87,300	102,000
BMP	4,275	407	4,480	11.9	1.4	13.1%	15.5%	48,800	57,300
HT1	9,058	753	1,775	8.8	1.2	7.3%	14.4%	15,700	18,900
BCC	3,898	167	1,348	6.3	0.5	3.5%	8.6%	8,500	12,200
VGC	9,317	618	1,239	14.5	1.3	3.8%	8.8%	20,900	20,900
MSH	4,695	446	8,693	6.9	2.2	16.7%	38.6%	59,900	64,300
VGG	9,903	445	8,069	7.7	1.4	9.3%	24.1%	65,500	55,000

	DTT	LNST	EPS 2019		P/B	ROA	ROE	Giá đóng cửa	Giá mục
Mã	2019 (tỷ đ)	2019 (tỷ đ)	(đ/CP)	P/E fw	fw	2019	2019	29/07/19	tiêu
TNG	4,366	232	3,492	5.8	1.4	7.9%	25.2%	20,300	21,000
STK	2,488	224	3,270	6.8	1.3	10.0%	21.3%	22,100	29,700
PHR	1,532	1,189	8,644	6.6	2.8	7.6%	13.5%	57,400	57,940
GVR	23,670	3,728	846	17.6	1.2	4.70%	3.20%	14,900	19,696
NKG	17,275	131	720	N/A	N/A	N/A	8.0%	6,100	N/A
HSG	36,142	595	1,550	N/A	N/A	N/A	10.1%	7,300	N/A

(*) kế hoạch của doanh nghiệp

Nguồn: BSC Research

Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Khả quan]

- Doanh thu phí gốc của mảng bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ 10%-12% trong năm 2019.
- Chi trả quyền lợi bảo hiểm phi nhân thọ +11% YoY trong 1H2019.
- Cạnh tranh cao khiến đa số các DN bảo hiểm phi nhân thọ suy giảm về LN thuần từ nghiệp vụ. Tuy nhiên, lãi suất tiền gửi tăng giúp LNST của các DN niêm yết tăng trưởng 21.8% YoY trong 1Q2019.

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo tăng trưởng mức 10%-12% trong năm 2019. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tính đến hết quý 2/2019, doanh thu phí gốc ngành bảo hiểm đạt mức 69,324 tỷ VND (+15.9% YoY), trong đó doanh thu phí gốc bảo hiểm phi nhân thọ đạt mức 22,297 tỷ VND (+8.8% YoY). Doanh thu phí gốc của mảng bảo hiểm xe cơ giới và sức khỏe tăng trưởng mạnh, lần lượt đạt mức 18% YoY và 10% YoY trong 1H2019. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu phí gốc ngành bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 10%-12% YoY toàn ngành với kỳ vọng nhu cầu tăng cao do cơ cấu dân số trẻ và tỷ lệ bảo hiểm phi nhân thọ/GDP của Việt Nam vẫn đang ở mức thấp (1.3% so với mức từ 3%-4% trong khu vực thị trường đang phát triển), phí bảo hiểm phi nhân thọ/người ở mức thấp (21 USD/người so với 70 USD/người tại thị trường đang phát triển).

Chi trả quyền lợi bảo hiểm phi nhân thọ +11% YoY trong 1H2019. Tổng số tiền bồi thường bảo hiểm gốc của các DN bảo hiểm phi nhân thọ ước đạt 9,101 tỷ VND (+11% YoY), chủ yếu do tỷ lệ bồi thường cao ở mảng xe cơ giới (khoảng từ 43%-45%). 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. Về tỷ lệ bồi thường, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2019 sẽ giảm nhẹ xuống mức 37.5% toàn ngành.

Kết quả kinh doanh của các DN bảo hiểm phi nhân thọ trong quý 2/2019 tăng trưởng mạnh, chủ yếu đến từ tăng doanh thu tài chính. Do cạnh tranh cao, LN thuần từ nghiệp vụ bảo hiểm của các DN chỉ tăng trưởng nhẹ +3.8% YoY. Tuy nhiên, LNST của các DN bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 572 tỷ VND (+21.8% YoY) nhờ việc cải thiện lãi suất tiền gửi ngân hàng. Trong 2H2019, chúng tôi kỳ vọng với việc (1) các DN bảo hiểm cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua việc áp dụng công nghệ giúp giảm thiểu chi phí, từ đó cải thiện tỷ lệ kết hợp và (2) lãi suất tiền gửi tiếp tục giữ ở mức cao như hiện tại khiến cho LNST toàn ngành bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng trưởng từ 15%-20% trong năm 2019.

Q2/2019	ABI	BIC	BMI	MIG	PGI	PTI	PVI	VNR
Thị phần	2.9%	3.8%	7.9%	3.8%	5.4%	8.3%	19.5%	3.9%
Doanh thu phí bảo hiểm	351	465	963	471	667	1,016	2,385	480
% YoY	20.4%	-2.4%	-1.9%	9.3%	5.2%	11.4%	13.3%	19.7%
LN thuần từ HĐ kinh doanh bảo hiểm	52	102	29	87	43	25	54	11
Tỷ lệ kết hợp	85.3%	78.0%	97.0%	81.6%	93.6%	97.5%	97.7%	97.6%
Doanh thu tài chính	27	58	28	25	5	16	158	62
% YoY	24.8%	-25.2%	-41.9%	-18.9%	-60.9%	-54.1%	7.0%	30.2%
Lãi suất đầu tư	6.5%	9.2%	9.1%	5.3%	2.7%	6.6%	7.9%	11.7%
Tổng tài sản	2,276	5,225	5,704	4,409	5,601	6,733	21,848	7,049
VCSH	812	2,190	2,285	1,018	1,423	1,852	7,200	3,060
LNTT	79	70	59	37	48	46	293	89
% YoY	48.7%	3.6%	-30.4%	145.7%	11.2%	17.8%	41.5%	14.7%
EPS	6,632	1,226	1,694	911	1,649	1,847	3,901	2,310
BVPS	21,360	18,419	25,008	7,831	16,039	23,018	31,152	23,345
ROA	9.1%	2.8%	2.8%	3.3%	2.7%	0.4%	2.9%	4.5%
ROE	26.3%	6.7%	6.9%	12.7%	10.1%	1.5%	8.8%	10.4%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ do (1) lãi suất tiền gửi tăng giúp cải thiện lợi nhuận tài chính; (2) tăng trưởng phí gốc ngành bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo tăng trưởng đều đặn từ 10%-12% trong tương lai; (3) việc áp dụng công nghệ vào hoạt động bảo hiểm giúp các DN tiết giảm được chi phí bán hàng và chi phí QLDN, 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 kỳ vọng việc thoái vốn tại 2 tổng công ty bảo hiểm này sẽ thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư.

Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LN 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E F 2019	P/B F 2019	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/7/19	Giá mục tiêu
PVI	6,305	644	2,563	14.1x	1.2x	4.65%	8.7%	36,200	40,010
BMI	3,623	179	1,866	14x	1.05x	3.2%	7.9%	26,300	30,124

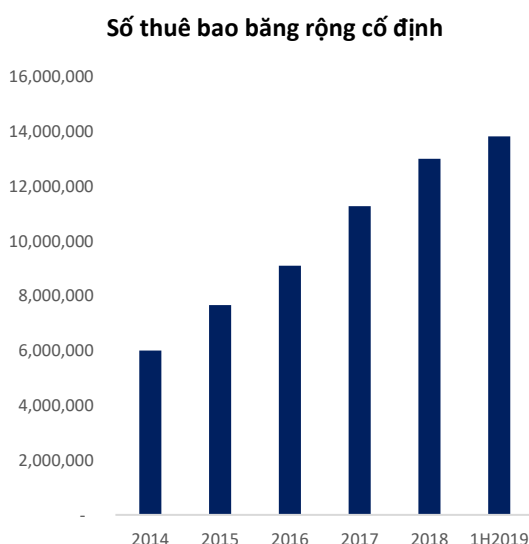
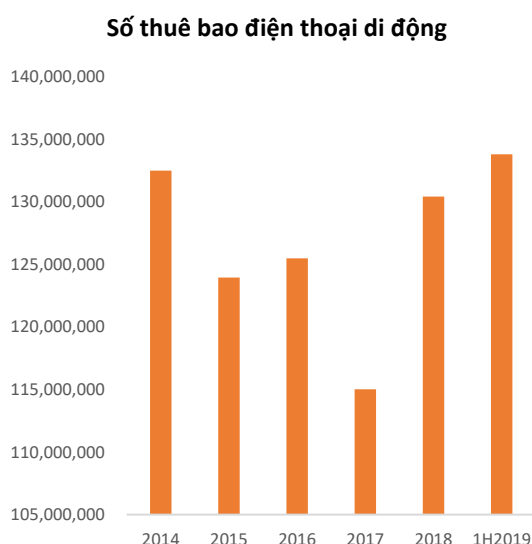
Nguồn: BSC Research

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

- Trong 1H2019, DT toàn ngành Thông tin và Truyền thông ước đạt 1,347,087 tỷ (+7% YoY), đóng góp chủ yếu đến từ ngành công nghiệp ICT.
- Trong 1H2019, DT dịch vụ viễn thông đạt 198,000 tỷ (+4.38% YoY) với số thuê bao di động đạt 134.5 triệu thuê bao (+12% YoY).
- Việt Nam xếp thứ 5 trong xếp hạng các nước cung cấp Dịch vụ gia công phần mềm, tăng một hạng so với năm ngoái theo A.T.Kearney.

Theo Bộ Thông tin và Truyền thông, trong 6 tháng đầu năm 2019, tổng doanh thu toàn ngành Thông tin và Truyền thông ước đạt 1,347,087 tỷ đồng (tăng khoảng 7% so với cùng kỳ năm 2017), trong đó đóng góp chủ yếu đến từ ngành công nghiệp ICT.

Bộ Thông tin và Truyền thông cho biết doanh thu dịch vụ viễn thông ước tính 6 tháng đầu năm 2019 đạt 198,000 tỷ đồng (+4.38% YoY). Số thuê bao điện thoại di động đến hết tháng 6/2019 vào khoảng 134.5 triệu thuê bao, tăng 12% so với cùng kỳ năm 2018. Số thuê bao điện thoại cố định đạt khoảng 4 triệu thuê bao.



Nguồn: Vnta

Việt Nam tiếp tục trong nhóm các nước đứng đầu về cung cấp Dịch vụ gia công phần mềm. Theo báo cáo 2019 Global Services Location Index của A.T. Kearney, Việt Nam xếp thứ 5 (tăng một hạng) so với báo cáo năm 2018. Mức tăng hạng phản ánh sự cải thiện trong môi trường kinh doanh tại Việt Nam. Việc các doanh nghiệp nước ngoài (Intel, IBM, Samsung Display, Microsoft) tiếp tục đầu tư vào Việt Nam sẽ duy trì mức tăng trưởng của ngành.

Xếp hạng các quốc gia về Dịch vụ gia công phần mềm



Nguồn: A.T.Kearney

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.

FPT – MUA – Giá mục tiêu 59,500 VND/cp – Upside 22.4% - P/E fw = 10.46

Lũy kế 1H2019, FPT ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 12,492 (+22.2% YoY) và 2,139 tỷ (+26.8% YoY) nhờ vào đóng góp của mảng Xuất khẩu phần mềm và Viễn thông. Trong 1H2019, Mảng Xuất khẩu phần mềm ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 4,932 tỷ đồng (+37.8% YoY) và 742 tỷ (+39.5% YoY) với tăng trưởng tại các thị trường đều trên 25% so với cùng kỳ năm trước. Mảng Dịch vụ viễn thông đạt DT và LNTT lần lượt đạt 4,650 tỷ (+17.7% YoY) và 684 tỷ (+15.5% YoY) với dịch vụ internet băng rộng tăng trưởng 14.4%.

Trong 2H2019, mảng Xuất khẩu Phần mềm vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính của FPT. Chúng tôi cho rằng các dự án liên quan đến Chuyển đổi số vẫn sẽ tăng trưởng mạnh khi nhu cầu dự án lớn với biên gộp cao hơn các dự án truyền thống. Trong 1H2019, các dự án liên quan đến Chuyển đổi số đạt 1,654 tỷ đồng, tăng trưởng 40.9% so với mức tăng trưởng chung 36% của các dự án truyền thống. Chúng tôi dự báo doanh thu 2019 của FPT đạt 26,808 tỷ, LNST đạt 3,826 tỷ, tương ứng với EPS = 4,643 VND/cp, P/E fw 2019 = 10.46.

VTP – THEO DÕI – Giá mục tiêu 134,750 VND/cp – Upside -4.1% - P/E fw = 22.9

Viettel Post là công ty hoạt động trong lĩnh vực chuyển phát với tốc độ tăng trưởng cao nhờ sự bùng nổ của Thương mại điện tử tại Việt Nam. Theo thống kê của Bộ Thông tin và Truyền thông, thị trường chuyển phát tăng trưởng với CAGR là 10% trong giai đoạn 2013 – 2017.

Lũy kế 1H2019, VTP dự kiến tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng với mức tăng 42%. BSC cho rằng tốc độ tăng trưởng chủ yếu đến từ số lượng đơn hàng vận chuyển, do khả năng tăng giá dịch vụ là thấp trong bối cảnh thị trường cạnh tranh.

Trong Q2.2019, Viettel Post đã ra mắt nhiều sản phẩm: My Go (Giao hàng + Vận chuyển), Voso (Thương mại điện tử). Hai sản phẩm kỳ vọng sẽ tạo ra một hệ sinh thái cho khách hàng của công ty.

Chúng tôi dự báo doanh thu 2019 của VTP đạt 6,861 tỷ, LNST đạt 398 tỷ , tương ứng với EPS = 6,125 VND/cp, P/E fw 2019 = 22.9.

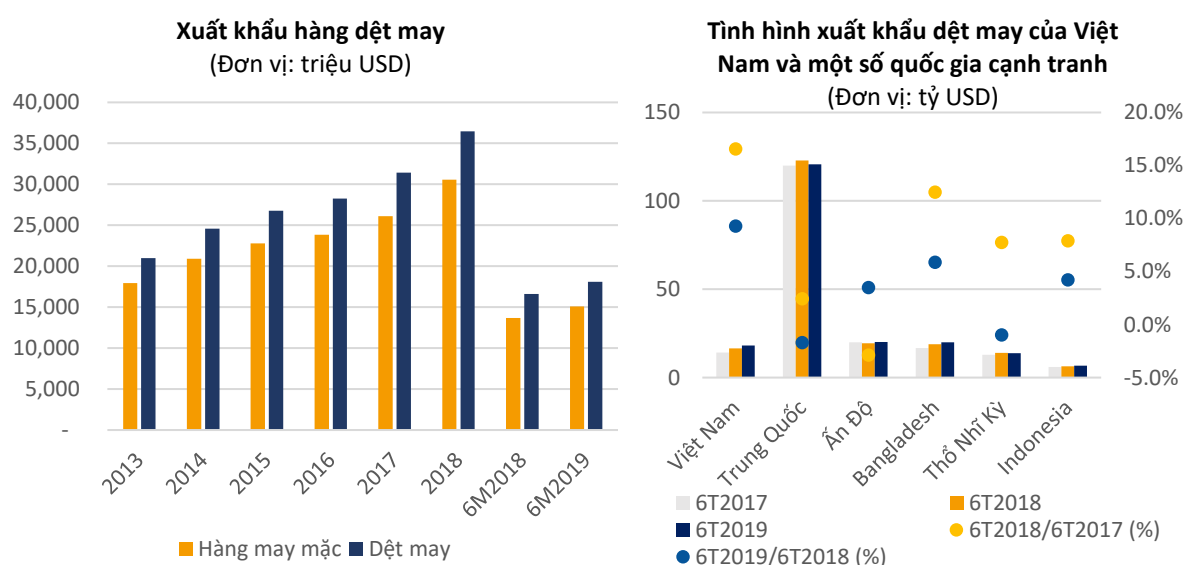
Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/7/19	Giá mục tiêu	Upside
VTP	6,861	398	6,125	22.9	8.6	13.4%	48.8%	140,600	134,750	-4.1%
FPT	26,808	3,826	4,643	10.5	1.8	14.0%	23.1%	48,600	59,500	22.4%
CMG	5,255	258	2,700	15.2	1.7	8.6%	20.6%	41,000	N/A	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Dệt may [Khả quan]

- Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may 1H2019 đạt 15.09 tỷ USD (+9.5% YoY).
- Dệt may Việt Nam xuất khẩu tăng trưởng mạnh hơn so với các quốc gia cạnh tranh như Trung Quốc, Bangladesh và cao hơn tốc độ tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc ở tất cả các thị trường chính.
- Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) đã được ký kết, được đánh giá có tác động tích cực trong trung – dài hạn.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành dệt may.

Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may 1H2019 đạt 15.09 tỷ USD (+9.5% YoY), tuy nhiên tốc độ tăng trưởng có xu hướng chậm lại so với giai đoạn trước do tốc độ giảm ở thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc. Xét về số tuyệt đối, giá trị kim ngạch xuất khẩu trong 6T2019 chỉ tăng khoảng 1.3 tỷ USD so với 6T2018, thấp hơn mức tăng gần 2 tỷ USD cùng thời điểm 2018. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của xuất khẩu dệt may Việt Nam tương đối cao so với một số quốc gia cạnh tranh như Trung Quốc (-1.7% YoY do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung), Bangladesh (+5.9% YoY). Xét về thị trường xuất khẩu, thị trường Mỹ ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao nhất 10.8% YoY, EU +4.53% YoY, Nhật Bản +5.23% YoY, Hàn Quốc +4.54% YoY và Trung Quốc +10.28% YoY. Thị phần của xuất khẩu dệt may Việt Nam sang các thị trường này hầu hết đều tăng so với cùng kỳ nhờ tốc độ tăng trưởng cao hơn so với tốc độ tăng của nhu cầu nhập khẩu hàng dệt may tại các thị trường này (Mỹ +4.9% YoY, EU -2.8% YoY, Nhật Bản +1.3% YoY) cho thấy hàng dệt may Việt Nam vẫn có lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh khác.



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Tạp chí dệt may Tháng 7/2019, BSC Research

Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) đã được ký kết ngày 30/6/2019, được đánh giá có tác động tích cực trong trung – dài hạn do 42.5% dòng thuế áp dụng đối với dệt may Việt Nam sẽ giảm về 0% ngay khi Hiệp định có hiệu lực, còn lại sẽ giảm về 0% sau 3- 7 năm, giúp dệt may Việt Nam cạnh tranh hơn với các SP từ Bangladesh và Campuchia, hiện đang được hưởng thuế GSP = 0%. Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá tác động tích cực của Hiệp định sẽ chưa đáng kể do các DN và đối tác đặt hàng cần thời gian để tìm kiếm nguồn nguyên liệu nội địa, phát triển các dự án dệt nhuộm nhằm đáp ứng được các yêu cầu của Hiệp định trong đó có quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi”.

Tại hội nghị Tổng kết 6 tháng đầu năm, đại diện Hiệp hội dệt may Việt Nam đề cập đến tình trạng đơn hàng năm nay không khả quan so với 2018. Chúng tôi cho rằng việc khan hiếm này xảy ra chủ yếu ở nhóm sợi, dệt hơn là đối với đơn hàng may mặc. Trong nhóm DN sản xuất hàng may mặc, bên cạnh một số DN lớn có đơn hàng suy giảm như Việt Tiến, May 10,... chúng tôi vẫn ghi nhận tình hình đơn hàng khả quan trong năm 2019 từ nhiều DN tư nhân có quy mô lớn như TNG, MSH và TCM. Chúng tôi cho rằng rủi ro suy giảm đơn hàng đang có dấu hiệu manh nha khi chiến tranh thương mại vẫn chưa có hồi kết, tăng trưởng kinh tế suy giảm, lợi thế nhân công giá rẻ và ưu đãi của Việt Nam dần xói mòn và các hiệp định thương mại tự do chưa đi vào hiệu lực. **Tuy nhiên, BSC vẫn lạc quan vào tăng trưởng ngành trong năm 2019, đặc biệt tại các doanh nghiệp may mặc quy mô lớn có lợi thế về tập khách hàng và các dự án mở rộng công suất.**

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

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. Tuy nhiên, tại thời điểm hiện tại chúng tôi khuyến nghị NGĐT cần theo dõi kỹ hơn về tình hình đơn hàng và những yếu tố rủi ro đối với ngành trong năm tới.

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

STK – MUA – Giá mục tiêu: 29,760 đồng/CP – Upside: +34%

Kết quả kinh doanh 1H2019:

- Doanh thu 1,100 tỷ (-7.8% YoY) do ảnh hưởng giảm của giá sợi trong tháng 5 và tháng 6/2019 bởi nguồn cung sợi filament từ Trung Quốc tăng do giảm xuất khẩu sang Mỹ (thuế 25% do trade war).
- Tỷ trọng sợi tái chế (Re) tăng từ 16% năm 2018 lên 27.5% doanh thu trong 1H2019, biên LNG tăng từ 13.6% lên 16.2%.
- LNST 1H2019 105.7 tỷ (+24% YoY), tương đương hoàn thành 59% kế hoạch năm.

Dự án sợi màu công suất 4,000 tấn tổng mức đầu tư 200,000 – 300,000 USD, **dự kiến chạy thử trong Q3/2019.**

Chúng tôi đánh giá năm 2019, tăng trưởng về doanh thu của STK sẽ không đáng kể do (1) công suất thiết kế tăng nhẹ 5% đến từ dự án sợi tái chế Trảng Bàng 5 (vận hành thương mại đầu năm 2019); (2) giá sợi bị ảnh hưởng tiêu cực do nguồn cung dư thừa của Trung Quốc. **Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc tăng tỷ trọng đóng góp của sợi tái chế (Re) và các sản phẩm có những đặc tính khác biệt (price gap cao hơn) sẽ giúp cho lợi nhuận tăng mạnh.** Động lực tăng trưởng trong 1-2 năm tới sẽ chủ yếu đến từ tăng trưởng theo chiều sâu, cải thiện khả năng sinh lời hơn là tăng trưởng chiều rộng.

Năm 2019, BSC dự báo doanh thu thuần của STK đạt 2,487 tỷ đồng (+3.3% YoY), với giả định giá sợi thường giảm 9% YoY theo diễn biến giá tại thị trường châu Á trong 5T2019; tỷ trọng đóng góp của sợi tái chế tăng từ 16% lên 32.7% giúp biên LNG tăng lên 14.5%. **LNST ước đạt 224.4 tỷ đồng (+25% YoY) tương đương với EPS = 3,270 đồng/CP.**

MSH – Theo dõi – Giá mục tiêu: 64,300 đồng/CP – Upside: +7.6%

MSH là cổ phiếu ngành may mặc ưa thích của chúng tôi dựa trên tiềm năng tăng trưởng, mở rộng sản xuất, cải thiện hiệu quả hoạt động và tình hình tài chính lành mạnh. Trong báo cáo lần này, BSC nâng dự báo kết quả kinh doanh của MSH trong năm 2019 sau khi đánh giá tăng trưởng của công ty trong nửa đầu năm.

Kết quả kinh doanh 1H2019:

- Doanh thu 2,136 tỷ (+22.1% YoY) trong đó doanh thu bán hàng (đơn hàng FOB và chần ga gối) tăng mạnh 31.7% YoY, chiếm 85% doanh thu. Công ty tiếp tục chủ động cắt giảm đơn hàng CMT nên doanh thu dịch vụ gia công -10% YoY.
- Biên LNG được cải thiện từ 19.3% lên 19.9% nhờ tăng được tỷ trọng đóng góp của đơn hàng FOB và mảng chần ga gối (từ 80% lên 85%) và cải thiện được biên lợi nhuận của mảng này (bình quân từ 21.3% lên 21.8%).
- LNST 1H2019 ước đạt 219.2 tỷ (+52% YoY), tương đương hoàn thành 56% kế hoạch năm.

Dự báo kết quả kinh doanh: BSC dự báo doanh thu thuần 2019 đạt 4,695 tỷ (+18.8% YoY) dựa trên ước tính đơn hàng xuất khẩu cho năm 2019 khoảng 184 triệu USD (+19.8% YoY), mảng chần ga gối không tăng trưởng so với 2018. Biên LNG được dự báo tăng nhẹ từ 20.1% lên 20.2% nhờ cải thiện biên LN mảng FOB và tăng tỷ trọng đóng góp của FOB và chần ga trong tổng doanh thu lên 87%. LNST ước đạt 446 tỷ (+20.8% YoY), EPS 2019 = 8,693 đồng/CP.

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 29/07/19	Giá mục tiêu
VGG	9,903	445	8,069	7.7	1.4	9.3%	24.1%	65,500	55,000
MSH	4,695	446	8,693	6.89	2.18	16.7%	38.6%	59,900	64,300
TNG	4,366	232	3,492	5.81	1.35	7.9%	25.2%	20,300	21,000
TCM	3,828	232	3,788	6.86	1.15	6.8%	16.8%	26,000	26,520
STK	2,488	224	3,270	6.76	1.30	10.0%	21.3%	22,100	29,700

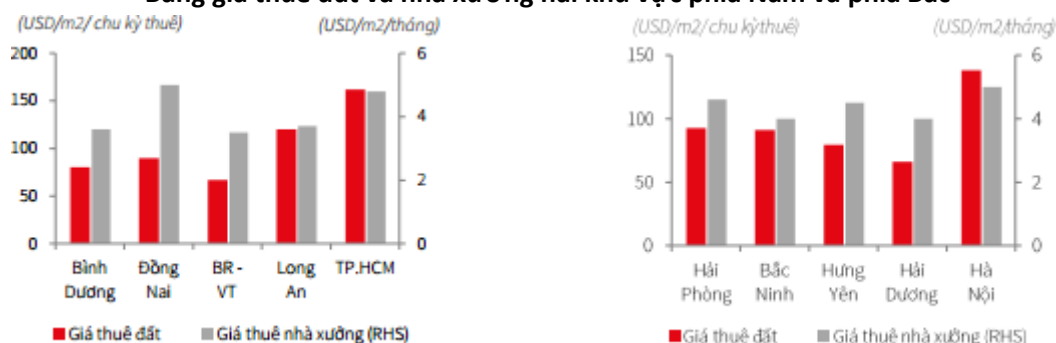
Nguồn: BSC Research

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Khả quan]

Khu vực bất động sản công nghiệp 1H2019 tiếp tục tăng trưởng khả quan. Mặc dù FDI 6 tháng đầu năm -9.2%YoY nhưng nguồn vốn FDI chủ yếu đến từ Hồng Kông (5.3 tỷ), Hàn Quốc (2.75 tỷ), Trung Quốc (2.29 tỷ) và Nhật Bản (1.95 tỷ) vẫn tăng mạnh nhờ tác động chiến tranh thương mại thúc đẩy nhu cầu đối với khu công nghiệp:

- Giá cho thuê tăng lên ở cả 2 miền do nhu cầu thuê tăng cao.** Theo JLL, cụ thể đối với khu vực phía Bắc, giá cho thuê quý 1/2019 đạt 93 USD/m²/chu kỳ thuê (+7.6% YoY). Tại khu vực phía Nam, giá thuê lên đến 95 USD/m²/chu kỳ thuê (+15.8% YoY, trong đó khu vực TP.HCM có mức giá cho thuê cao nhất cả nước ở mức 162 USD/m²/chu kỳ do nhu cầu tăng mạnh trong khi nguồn cung hạn hẹp.

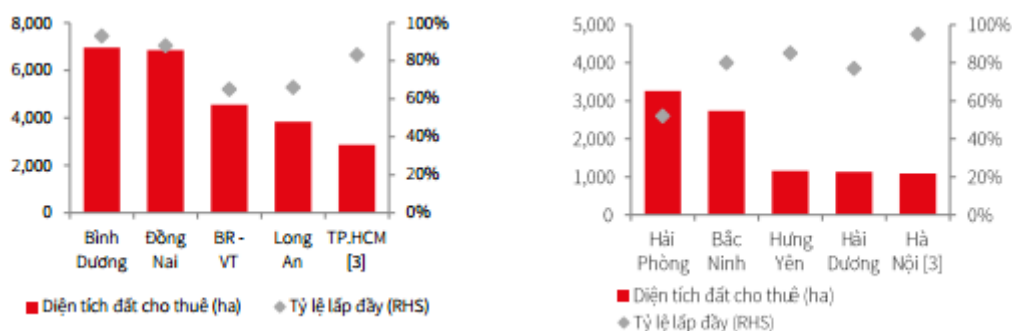
Bảng giá thuê đất và nhà xưởng hai khu vực phía Nam và phía Bắc



Nguồn: JLL

- Tỷ lệ lấp đầy trung bình ở mức cao.** Ở khu vực Bắc Bộ, tỷ lệ lấp đầy Q1/2019 đạt 72%, tập trung tại Hà Nội, Bắc Ninh và Hưng Yên. Khu vực Đông Nam Bộ, tỷ lệ lấp đầy Q2/2019 đạt 81%, chủ yếu tại TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai.

Bảng tổng nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy hai khu vực phía Nam và phía Bắc

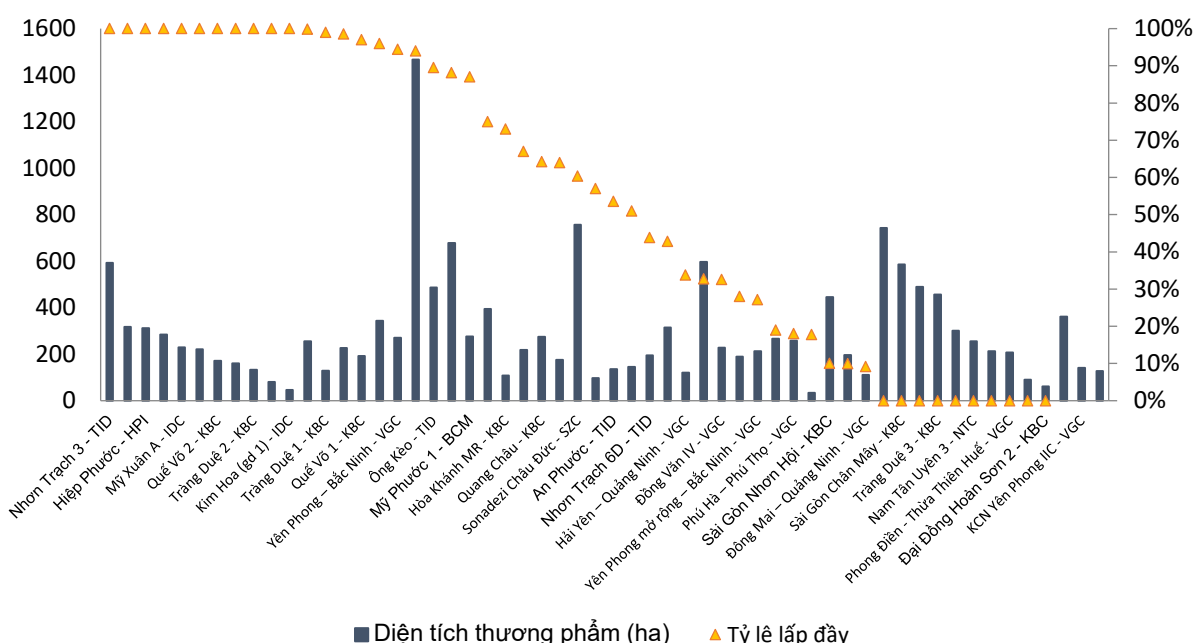


Nguồn: JLL

Nguồn cung đất tiếp tục tăng đáp ứng nhu cầu thị trường, đặc biệt là nguồn cung mới đến từ việc chuyển đổi đất cao su thành đất quy hoạch khu công nghiệp. Hiện nay, Việt Nam có khoảng 326 khu công nghiệp có tổng diện tích 95,000 ha, diện tích đất có thể cho thuê đạt gần 64,000 ha chiếm 68% tổng diện tích. Theo JLL, khoảng 13,077 ha phía Bắc và 18,290 ha khu vực phía Nam sẽ gia nhập thị trường. Ngoài ra, một số tỉnh khu vực miền Nam như Đồng Nai, Bình Dương, Bình Phước và Tây Ninh sẽ gia tăng thêm khoảng 7,000 ha quỹ đất KCN từ đất trồng cao su của GVR giai đoạn 2020 – 2025. Chúng tôi cho rằng quỹ đất mới này có chi phí giải phóng mặt bằng và đền bù khá thấp (chỉ khoảng

600 triệu đồng/ha tương đương 2.58 USD/m²) sẽ giúp các DN được hưởng lợi giá vốn rẻ, cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Bảng diện tích thương phẩm (ha) và tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp của DN niêm yết



Nguồn: BSC Research

Chúng tôi thấy rằng các KCN phía Nam của các DN niêm yết trên sàn hầu hết có tỷ lệ lấp đầy khá cao và có nhiều khu đã lấp đầy gần hết (BCM, D2D, NTC và LHG). Tuy nhiên các DN này cũng đang gấp rút mở rộng thêm các khu mới như BCM mở rộng thêm 2 KCN (Bàu Bàng Mở Rộng và Cây Trường), NTC chờ nhận bàn giao Nam Tân Uyên 3 từ Phước Hòa, LHG đang giải phóng nốt 30% mặt bằng LH3. BSC cho rằng với tiến độ đền bù hiện nay, những KCN mới này sẽ đi vào hoạt động ổn định năm 2020. Trong khi khu vực phía Bắc, một số KCN trước đây không thu hút giờ đã có khách thuê đóng góp tăng trưởng 1H2019 cho DN như KCN Đông Mai, KCN Tiền Hải, Phong Điền của VGC, KCN Sài Gòn – Chân Mây của KBC do đó các KCN phía Bắc sẽ vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng.

Về phần tài chính, lượng tiền mặt lớn và lợi nhuận tốt là lợi thế của các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp. Một số doanh nghiệp như NTC, D2D có khoản doanh thu thực hiện lớn do các DN này hạch toán tiền thuê đất chia đều hàng năm, do đó khi có khách thuê, doanh thu sẽ không tăng mạnh nhưng DN ghi nhận lượng lớn doanh thu chưa thực hiện do khách hàng trả tiền trước, lượng tiền này có thể dùng để gửi ngân hàng hoặc trả cổ tức cao hơn cho cổ đông. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá quỹ đất KCN hiện tại của NTC và D2D đều đã hết (bảng dưới đây). Với NTC, ngay sau khi DN được nhận lại đất Nam Tân Uyên 3 từ PHR (khoảng cuối năm 2019 trở đi), DN sẽ cần lượng vốn lớn để xây dựng cơ sở hạ tầng và hệ thống, vì vậy mà lượng tiền mặt sẽ không còn dồi dào như hiện nay. Với D2D, kết quả kinh doanh năm 2019 khả quan đến từ việc ghi nhận doanh thu khu dân cư Lộc An, còn mảng khu công nghiệp hiện nay quỹ đất cho thuê đã lấp đầy gần hết nên không đóng góp nhiều vào DT, chúng tôi khuyến nghị theo dõi NTC và D2D.

Bảng tổng hợp các chỉ tiêu của một số doanh nghiệp niêm yết

	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	DT chưa thực hiện dài hạn (tỷ đồng)	Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	Tiền và tương đương tiền/TTS	DT chưa thực hiện/VDL	Tổng quỹ đất hiện hữu (ha)	Các dự án hiện hữu	Các dự án sắp triển khai (ha)	Tỷ lệ lấp đầy trung bình các khu hiện hữu (%)
LHG	500,12	1,33	246,64	2006,7	12%	0,3%	245,5	Long Hậu 1 và 2: 245.5 ha	Long Hậu 3 GĐ 1: 90 ha Long Hậu 3 GĐ 2: 677 ha	100%
NTC	360	2584,8	379,79	3451,9	11%	718,0%	350	Nam Tân Uyên 1 và 2: 350 ha	Nam Tân Uyên: 355 ha	100%
VGC	4483,5	2961,8	1823,37	18245,3	10%	66,1%	1227	Tiền Sơn: 255.6 ha Yên Phong: 268.9 ha Yên Phong MR: 213 ha Hải Yên: 120 ha Đông Mai: 111.5 ha Phú Hà: 258 ha	Tiền Phong GĐ 2: 314 ha Thuận Thành Bắc Ninh: 250 ha Yên Mỹ Hưng Yên: 300 ha Tiền Hải Thái Bình MR: 166 ha	46%
D2D	107	656,7	170,44	2234,0	8%	613,7%	331,2	Nhơn Trạch 2: 331.2 ha	Châu Đức: 50 ha	98%
KBC	4757,1	7,81	810,44	16725,8	5%	0,2%	2783	Tân Phú Trung: 314 ha Quế Võ: 363 ha Quang Châu: 275 ha Đại Đồng Hoàn Sơn: 163 ha Tràng Cát: 800 ha Tràng Duệ: 262 ha Sài Gòn- Chân mây" 586 ha	Nam Sơn Hạp Lĩnh: 213 ha Tràng Duệ 3: 456 ha Bình Giang (Hải Dương): 900 ha	62%
SIP	690,5	4908,86	376,48	12241,8	3%	710,9%	1994	Đông Nam: 200 ha Phước Đông: 1524 ha Lê Minh Xuân 3: 220 ha	Lộc An Bình Sơn: 336 ha	82%
SZC	1000	250,64	386,05	2851,0	14%	25,1%	756	Sonadezi Châu Đức: 756 ha		60%
SZL	200	773,2	86,46	1666,2	5%	386,6%	488	Long Thành: 488 ha	Châu Đức: 50 ha Long Phước: 75 ha	88%

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** đối với BĐS Khu công nghiệp. Nửa đầu năm 2019, hầu hết các doanh nghiệp niêm yết đều có kết quả kinh doanh tích cực, như VGC – 110ha (đạt 50% KH năm), KBC – 80ha (đạt 56.4% KH năm), SZC – LNST +45% YoY, BCM – LNST +31% YoY, SIP – LNST +100% YoY. Các KCN vẫn tiếp tục hưởng lợi nhờ (1) chiến tranh thương mại, ngoài ra hiệp định EVFTA có hiệu lực sẽ thu hút nguồn vốn FDI vào trong nước (2) giá cho thuê tăng trung bình từ 7-15% YoY và (3) giá nhân công cạnh tranh thu hút các ngành thâm dụng lao động (dệt may, giày da). Ngoài ra, nhiều DN phát triển thêm các khu đô thị liền kề khu công nghiệp có thể mang lại dòng tiền lớn đóng góp vào doanh thu, tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rủi ro pháp lý của nhiều dự án làm chậm tiến độ, ảnh hưởng KQKD của DN.

Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/cp)	P/E 2019 fw	P/B 2019 fw	ROE 2019	ROA 2019	Giá ngày 29/07/19	Giá mục tiêu
LHG	487	146	2,913	6.04	1.28	14.5%	9.8%	19,700	N/A
KBC	3,226	1,263	2,657	7.6	1.05	12.8%	7.45%	15,300	18,150
VGC	9,532	495.2	893	16.9	1.3	8.56%	3.55%	19,700	N/A
BCM*	8,898	2,897	2,799	11.5	2.08	20.85%	6.5%	27,800	N/A

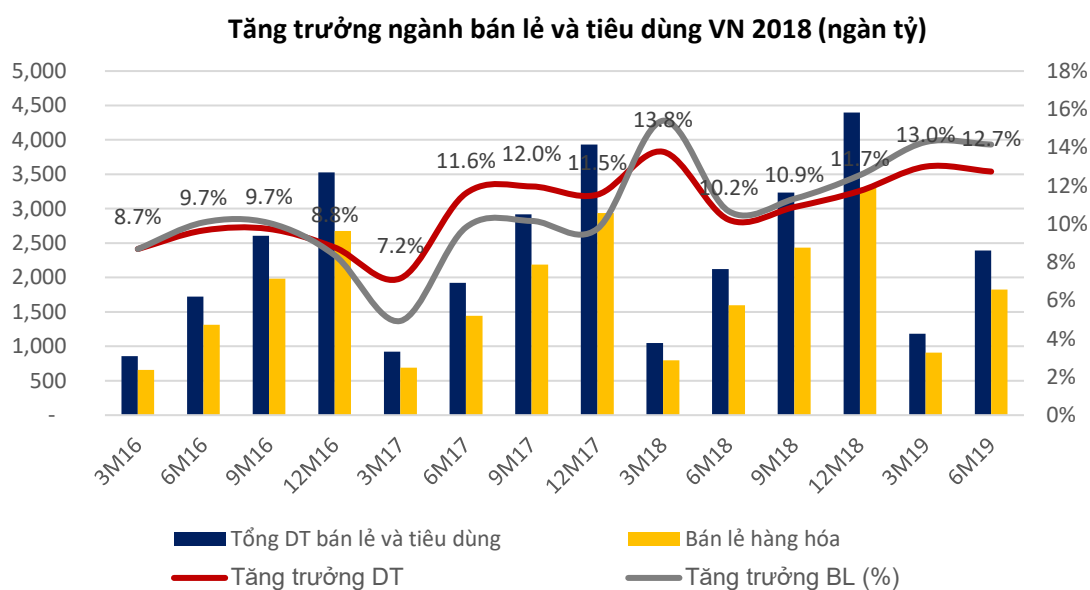
*: dựa trên kế hoạch của DN

Nguồn: BSC Research

Ngành Tiêu dùng [Khả quan]

- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong năm 1H2019 ước tính đạt 2,391.1 nghìn tỷ đồng (+12.7% YoY).
- Dịch tả lợn châu Phi (ASF) ảnh hưởng lớn tới ngành thức ăn chăn nuôi trong 1H2019.
- Thị trường FMCG ở khu vực Thành thị và Nông thôn Việt Nam đều tiến triển khả quan từ 6-8% trong 5T2019.
- BSC đánh giá **KHẢ QUAN** ngành Tiêu dùng. Chúng tôi khuyến nghị MUA với PNJ, MWG và THEO DÕI với VNM và MSN.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 2,391,1 nghìn tỷ đồng (+12.7% YoY) trong 1H2019 theo Tổng cục Thống kê (GSO). Doanh thu bán lẻ hàng hóa ước tính đạt 1,823.6 nghìn tỷ đồng (+14.2% YoY) đóng góp lớn nhất 76.3% trong tổng mức bán lẻ hàng hóa. Một số mặt hàng tăng trưởng tốt trong năm 1H2019 như lương thực thực phẩm (+13% YoY), đồ dùng dụng cụ trang thiết bị gia đình (+12.1% YoY), may mặc (+11.1% YoY),... Chúng tôi cho rằng tăng trưởng ngành bán lẻ tuy có điều chỉnh nhẹ -0.3% trong Q2/19 so với Q1/19 do có dịp Tết, tuy nhiên vẫn cao hơn 2.5% so với cùng kỳ vì thế chúng tôi đánh giá ngành vẫn tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng trên 2 con số và kỳ vọng vẫn giữ được mức tăng 12-15% trong cả năm 2019.

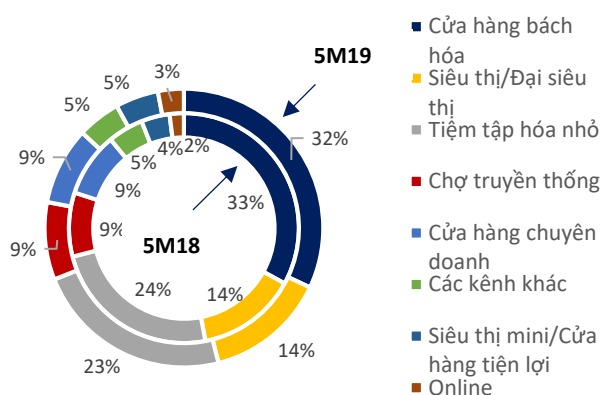


Nguồn: BSC Research, GSO

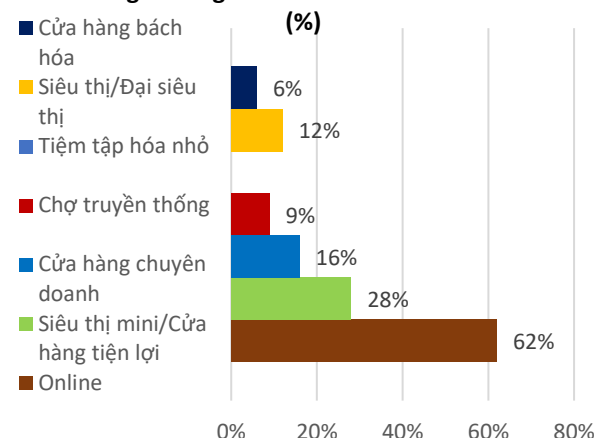
Thị trường FMCG ở khu vực Thành thị và Nông thôn Việt Nam đều tiến triển khả quan từ 6-8% trong 5T2019. Trong đó, khu vực thành thị tăng trưởng tốt nhờ sự gia tăng về khối lượng sản phẩm tiêu dùng nhưng lại chậm ở khu vực nông thôn do mùa thấp điểm sau Tết. Sản phẩm tăng trưởng tiêu biểu trong ngành FMCG ở thành thị như sản phẩm chăm sóc cá nhân (11.4% YoY), sản phẩm chăm sóc gia đình (10% YoY), còn sữa và sản phẩm từ sữa vẫn có sự tăng trưởng ấn tượng ở khu vực nông thôn với tốc độ +18.4% YoY. Bên cạnh đó, kênh bán hàng hiện đại MT như online vẫn tăng trưởng khả quan với 62% trong 5T2019 nhưng chỉ chiếm thị phần nhỏ 3%, kênh GT truyền thống như cửa hàng bách hóa vẫn chiếm tỷ trọng lớn 32% và tốc độ tăng trưởng ổn định 6%. Qua đó chúng tôi cho rằng để tiếp cận

thêm lượng khách hàng các doanh nghiệp tiêu dùng sẽ tăng cường đầu tư vào không chỉ kênh bán hàng truyền thống và tiếp tục khai thác kênh hiện đại online còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Thị phần các kênh mua sắm 5T2019 (%)



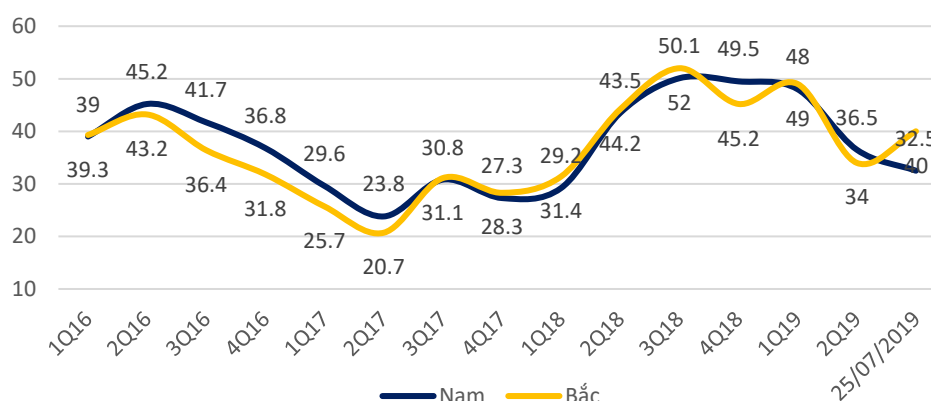
Tăng trưởng các kênh mua sắm 5T2019 (%)



Nguồn: Kantar

Dịch tả lợn châu Phi lan rộng nhanh chóng khiến cho ngành thức ăn chăn nuôi khó khăn trong năm 1H2019. Hiện tại, dịch tả lợn châu Phi đã lan rộng 62 tỉnh thành, với tổng số heo tiêu hủy hơn 3.3 triệu con, tương đương 10% tổng đàn lợn cả nước, ảnh hưởng trực tiếp tới 2.4 triệu hộ nông dân nuôi lợn. Qua đó, chúng tôi đánh giá dịch tả lợn Châu Phi ảnh hưởng nặng nề tới các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi như Dabaco và Masan Nutri Science trong 1H2019. Tuy nhiên, hiện tại chúng tôi lưu ý dịch đã giảm dần ở các tỉnh miền Bắc trong khi đó dịch đang có dấu hiệu lan nhanh ở miền Nam khiến cho giá thịt heo ở miền Bắc bắt đầu tăng lại dao động 38-42 ngàn đồng/kg và miền Nam giảm sâu còn 27-38 ngàn đồng/kg. Nếu dịch heo kết thúc sớm vào Q3-Q4/2019, chúng tôi kỳ vọng thời gian tái đàn lại vào tháng 9-10/2019 qua đó giúp thị trường thịt heo và thức ăn chăn nuôi sẽ phục hồi lại trong cuối Q2-Q3/2020.

Giá heo hơi trung bình ở miền Bắc - Nam 2016-2019 (ngàn đồng/kg)



Nguồn: MSN, Vietnammoi

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với ngành tiêu dùng bán lẻ và **TRUNG LẬP** với ngành F&B. 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 12-15% nhờ kênh mua sắm online tiếp tục phát triển, tuy nhiên sẽ khó khăn với các ngành hàng trang sức như PNJ do tốc độ tiêu thụ sản phẩm trang sức chậm dần và ảnh hưởng từ hệ thống ERP. Đối với ngành F&B, chúng tôi kỳ vọng triển vọng ngành F&B sẽ tiếp tục tăng trưởng trung bình trên 9-10% nhờ vào tiêu thụ sản phẩm thực phẩm và thức uống tăng mạnh dịp cuối năm, gia tăng tiêu thụ sản phẩm thịt sạch như MEAT Deli khi dịch tả lợn châu Âu vẫn còn nhiều ảnh hưởng ở khu vực miền Nam.

Chúng tôi khuyến nghị MUA các mã PNJ, MWG và THEO DÕI với MSN và VNM.

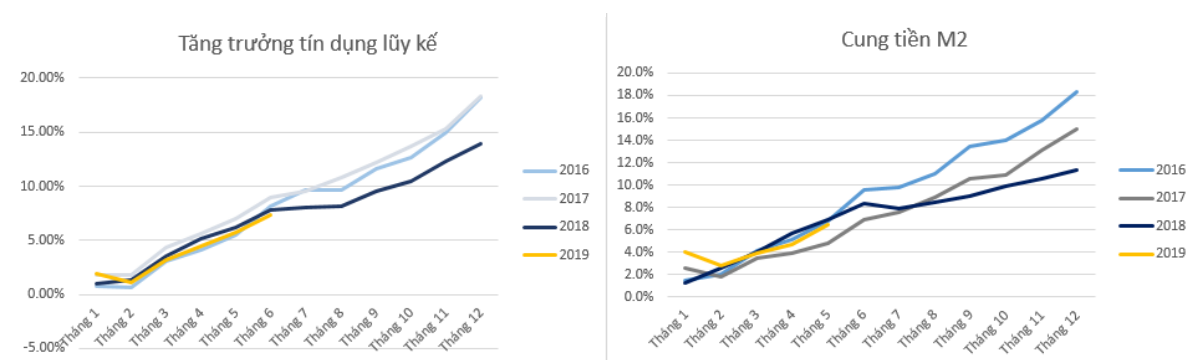
Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/07/19	Giá mục tiêu
PNJ	16,180	1,193	5,089	15.1	3.5	15%	26%	77,800	93,400
MWG	102,644	3,775	8,304	10.7	3.3	11%	31%	106,00	132,100
VNM	55,125	10,592	5,484	23.6	7.5	29.3%	36.5%	123,500	137,100
MSN	42,696	5,185	4,810	18.1	2.8	7.7%	14.1%	81,000	89,800

Nguồn: BSC Research

Ngành Ngân hàng [Khả quan]

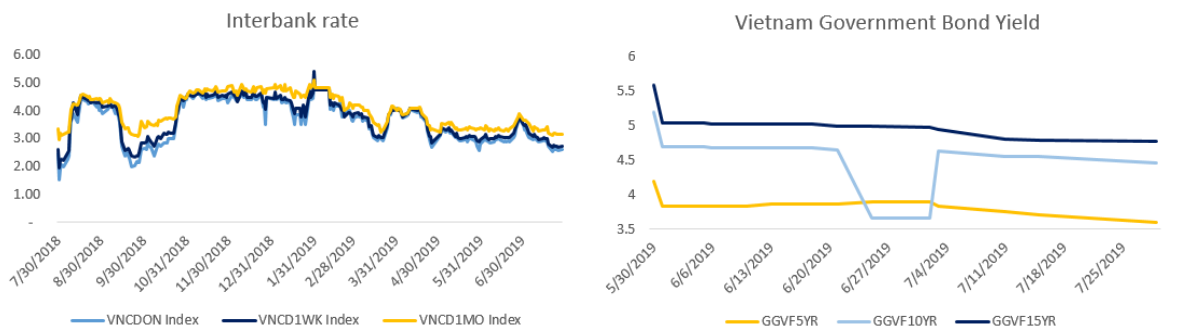
- Tăng trưởng tín dụng trong 1H2019 đạt mức 7.33%, giảm so với mức 7.86% cùng kỳ 2018. BSC kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ thấp hơn mức 14% đặt ra của SBV.
- Huy động +5.5% YtD trong 5T2019, tỷ lệ cho vay/huy động toàn ngành ngân hàng giảm nhẹ xuống mức 89%. Lãi suất interbank + lãi suất trái phiếu chính phủ vẫn giữ ở mức thấp.
- NIM của toàn ngành, theo BSC, sẽ giảm nhẹ xuống mức 3.5%.
- 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 giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành Ngân hàng 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, VIB, **THEO DÕI** với VCB do có chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao.

Tăng trưởng tín dụng trong 1H2019 đạt mức 7.33% (cùng kỳ 2018 = 7.86%), cơ cấu cho vay vẫn tập trung chủ yếu vào nông nghiệp và xây dựng (9.1%), công nghiệp và xây dựng (29.5%) và thương mại (21.9%) là những lĩnh vực được ưu tiên cho vay của chính phủ. Mức cung tiền M2 tăng trưởng lũy kế hết 5T2019 đạt mức 6.4% YtD, thấp hơn mức tăng của tín dụng. Tuy nhiên, theo BSC đánh giá, tuy mức cung tiền thấp hơn mức tăng trưởng tín dụng, mặt bằng lãi suất sẽ được SBV kiểm soát ổn định như hiện nay (trung bình lãi suất cho vay ngắn hạn từ 6%-9%, trung và dài hạn ở mức 9%-11%). Về triển vọng nửa cuối năm 2019, BSC đánh giá tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống có thể sẽ đạt mức 12%-13%, chủ yếu do (1) nhu cầu tín dụng giảm ở nhiều ngành nghề kinh doanh đang gặp khó khăn (BDS, thép,...), (2) nhu cầu tín dụng mảng khách hàng cá nhân có thể bị ảnh hưởng do nền kinh tế đang giảm tốc.



Nguồn: SBV, BSC Research

Huy động +5.5% YtD trong 5T2019, tỷ lệ cho vay/huy động giảm xuống mức 89%. Tỷ lệ cho vay/huy động của các NHTM nhà nước và NH TMCP tiếp tục giữ ở mức cao (93.4% và 84.6%), vượt quá mức NHNN cho phép. Lãi suất huy động tại các kỳ hạn trung và dài hạn tăng mạnh do nhu cầu bổ sung vốn trung và dài hạn khi bị hạn chế tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn trong thời gian tới. Lãi suất interbank vẫn ở mức thấp, trung bình khoảng 2.5%-2.6% cho lãi suất qua đêm, 2.6%-2.7% cho lãi suất 1 tuần. Lãi suất trái phiếu chính phủ tiếp tục giữ ở mức thấp từ 4.6%-4.7% cho kỳ hạn 10 năm – 15 năm và khó có thể cải thiện trong ngắn hạn.



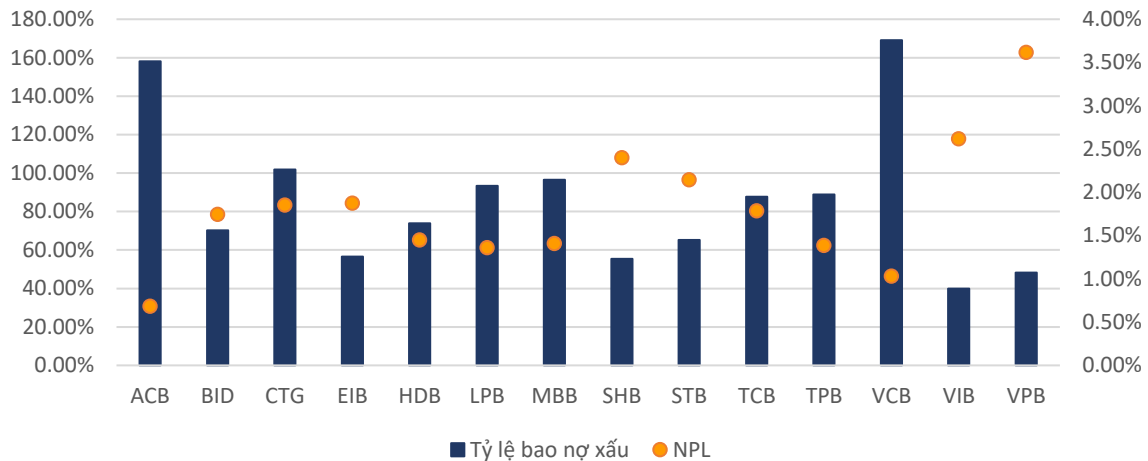
Nguồn: Bloomberg

NIM toàn ngành 2019 có thể sẽ giảm nhẹ. Tính đến hết 1Q2019, NIM toàn ngành giảm nhẹ, trung bình mức NIM của các NH niêm yết đạt 3.08% (1Q2018 = 3.11%) do (1) tăng trưởng tín dụng chậm lại, (2) lãi suất huy động tăng ở các kỳ hạn dài trong khi lãi suất cho vay ổn định. Trong quý 2/2019, FED có thể cắt giảm lãi suất có thể ảnh hưởng lên lãi suất tại Việt Nam. Chúng tôi đánh giá, trong 2H2019, NIM toàn ngành có thể sẽ giảm nhẹ do (1) áp lực tăng từ lãi suất huy động, (2) lãi suất cho vay ổn định, (3) các ngân hàng có lợi thế về nguồn casa giá rẻ cùng việc tập trung phát triển ngân hàng số.

Thu nhập ngoài lãi, mảnh đất tiềm năng của các NH, dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 20%-30% trong 2019. Trong 1Q2019, thu nhập ngoài lãi của toàn hệ thống đã tăng trưởng mạnh đến từ (1) tăng trưởng từ phí dịch vụ +48% 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 từ 20% - 30% 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,...).

Đã có thêm nhiều ngân hàng áp dụng thành công Basel II. Trong 1Q2019, tỷ lệ nợ xấu toàn ngành ngân hàng ở mức 2.02%, tăng so với mức 1.89% năm 2018. Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm VAMC + nợ tiềm ẩn) đạt mức 5.88%. Xét trong các NH niêm yết, tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ, còn 1.36% (-5 bps), tỷ lệ bao nợ xấu ở mức trung bình 74%. Nhiều ngân hàng đã xử lý xong nợ xấu VAMC (MBB, ACB, VCB, TCB, VIB,...) giúp làm giảm chi phí dự phòng, cải thiện LN. Bên cạnh đó, nhiều ngân hàng cũng đã áp dụng thành công Basel II trước hạn và sẽ có cơ chế quản lý và tăng trưởng tín dụng riêng trong thời gian tới (MBB, VIB, TPB, VCB, OCB, MSB, TCB, ACB).

Chất lượng tài sản các ngân hàng Q1/2019



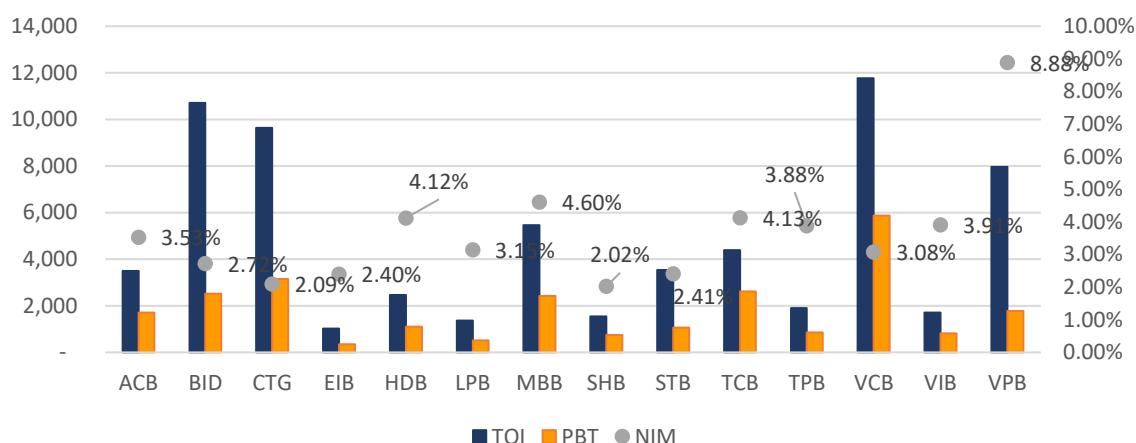
Nguồn: FiinPro, BSC Research

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), (3) phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2. Trong tháng 7/2019, BID đã đàm phán xong việc bán 15% cho KEB Hana Bank với giá 33,640 VND/cp, hiện đang hoàn thành nốt các thủ tục phát hành. Các ngân hàng khác như VPB, TPB,.. hiện đang phát hành các trái phiếu quốc tế thời hạn dài nhằm tăng vốn cấp 2, từ đó cải thiện CAR của các TCTD này.

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), ABB Bank (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). Hiện tại, OCB và MSB có thể sẽ lên sàn vào cuối năm 2019.

KQKD quý 1/2019 toàn ngành ngân hàng khả quan. Tính đến hết 1Q2019, tổng 14 ngân hàng niêm yết trên sàn đạt TOI = 66,934 tỷ VND (+10% YoY), PBT = 25,514 tỷ VND (+12.8% YoY). Trong năm 2019, các DN đặt kế hoạch tổng LNTT = 96,227 tỷ VND (+14.7% YoY), trong đó VCB đóng góp 21% tổng LNTT toàn ngành, TCB (12.2%), BID (10.7%). Theo dự báo của BSC, trong năm 2019, LNTT của toàn ngành NH sẽ tăng trưởng 12.9% YoY với giả định (1) tăng trưởng tín dụng năm 2019 đạt mức 14%, (2) NIM toàn ngành giảm nhẹ, (3) các NH tập trung đẩy mạnh xử lý nợ xấu tồn đọng nhằm đáp ứng nhu cầu Basel II.

Kết quả kinh doanh quý 1/2019



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Trong 2H2019, theo nhận định của BSC, DT và LN của các NH sẽ có sự phân hóa về tốc độ tăng trưởng, các NH với chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao sẽ có tốc độ tăng trưởng mạnh hơn so với trung bình ngành như VCB, MBB, ACB. Theo dự báo của BSC, trong năm 2019, LNTT của toàn ngành NH sẽ tăng trưởng 12.8% YoY, thấp hơn so với mức kỳ vọng 14.7% của kế hoạch toàn ngành với giả định (1) tăng trưởng tín dụng năm 2019 đạt mức 13%, (2) NIM toàn ngành giảm nhẹ, (3) các NH tập trung đẩy mạnh xử lý nợ xấu tồn đọng nhằm đáp ứng nhu cầu Basel II. Với việc định giá hiện tại của toàn ngành đã về mức hấp dẫn ($P/B = 1.4x$) và sẽ là ngành đóng góp phần lớn lợi nhuận của toàn thị trường trong năm nay, chúng tôi nâng quan điểm ngành ngân hàng từ **TRUNG LẬP** lên mức **KHẢ QUAN** 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 đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/cp)	P/E 2019	P/B 2019	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/7/2019	Giá mục tiêu
VCB	44,988	16,592	4,563	17.8	4.1	1.4%	26.1%	81,000	N/A
TCB	21,145	8,900	2,545	8.2	1.2	2.7%	15.8%	20,800	25,983
VPB	35,089	7,254	2,867	6.5	1.1	2.1%	18.9%	18,750	21,584
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	8.1	1.3	1.4%	17.4%	26,000	33,351
STB	13,227	2,100	1,046	10.5	0.7	0.5%	8.0%	10,950	14,722
TPB	6,354	2,087	2,413	9.5	1.6	1.4%	18.5%	22,900	23,654
ACB	15,968	5,765	3,948	5.8	1.3	1.7%	24.7%	23,000	32,686
VIB	7,606	2,600	3,249	5.8	1.1	1.6%	31.9%	19,000	21,597
LPB	5,394	1,245	1,275	6.4	0.6	0.7%	11.6%	8,100	10,795

Nguồn: BSC Research

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC NGÂN HÀNG NIÊM YẾT 2Q2019

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
Quy mô												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	12,886	34,187	37,234	9,810	8,881	21,605	18,852	34,966	8,566	37,089	7,835	25,300
VCSH (tỷ đ)	22,383	56,652	70,125	17,713	11,618	36,131	25,477	53,875	11,342	72,992	11,253	36,180
Tổng tài sản (tỷ đ)	335,803	1,342,939	1,146,774	202,563	181,901	383,219	425,033	326,112	139,944	1,073,332	144,836	322,080
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.7%	4.2%	6.1%	8.7%	6.4%	9.4%	6.0%	16.5%	8.1%	6.8%	7.8%	11.2%
Tăng trưởng (YtD)												
Tăng trưởng tài sản	2.0%	2.3%	-1.5%	-6.3%	3.9%	5.8%	4.7%	1.6%	2.8%	0.0%	4.2%	-0.4%
Tăng trưởng cho vay	3.0%	3.6%	-0.4%	4.7%	3.8%	6.8%	5.6%	2.4%	9.8%	6.4%	6.0%	4.5%
Tăng trưởng tiền gửi	1.9%	2.6%	-0.2%	-1.1%	0.7%	1.0%	8.0%	3.2%	2.3%	4.5%	4.5%	10.1%
CASA	16.1%	14.4%	14.6%	8.7%	11.2%	25.1%	15.0%	26.7%	16.0%	28.0%	11.6%	9.3%
Cho vay/tiền gửi	86.3%	100.9%	104.5%	101.8%	98.3%	94.6%	71.9%	78.8%	108.7%	80.3%	114.9%	123.0%
Chất lượng tài sản												
Tỷ lệ nợ xấu	0.7%	1.7%	1.9%	1.5%	1.4%	1.4%	2.1%	1.8%	1.4%	1.0%	2.6%	3.6%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm												
nợ bán cho VAMC	0.7%	2.8%	3.1%	1.8%	1.8%	1.4%	13.9%	1.8%	1.9%	1.0%	2.6%	4.4%
DPRR nợ xấu/ Tổng												
dư nợ	1.1%	1.2%	1.9%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.2%	1.8%	1.1%	1.8%
DPRR nợ xấu/ Tổng												
nợ xấu	158.1%	70.2%	101.9%	73.9%	93.4%	96.5%	65.3%	87.7%	88.8%	169.2%	40.0%	48.3%
Lãi, phí phải thu/ cho												
vay	1.1%	1.2%	0.8%	2.8%	2.9%	1.5%	8.3%	2.9%	1.4%	1.2%	1.4%	2.0%
Tài sản nghi ngờ	9,318	82,143	66,873	12,420	10,902	27,111	88,518	18,017	11,982	34,546	7,280	42,408
% TTS	2.8%	6.1%	5.8%	6.1%	6.0%	7.1%	20.8%	5.5%	8.6%	3.2%	5.0%	13.2%
% VCSH	41.6%	145.0%	95.4%	70.1%	93.8%	75.0%	347.4%	33.4%	105.6%	47.3%	64.7%	117.2%
Đòn bẩy tài chính	15.0	23.7	16.4	11.4	15.7	10.6	16.7	6.1	12.3	14.7	12.9	8.9
CAR (2018)	12.8%	9.0%	7.8%	12.1%	10.9%	10.9%	11.9%	14.3%	10.2%	12.1%	12.9%	12.3%
Hiệu quả kinh doanh (YtD)												
% Thu nhập lãi thuần	81.9%	79.8%	82.5%	82.3%	102.3%	75.8%	69.4%	76.4%	67.4%	72.2%	80.8%	85.2%
LN thuần trước												
DPRRTD (tỷ đ)	1,691	7,707	6,394	1,328	645	3,389	1,491	2,784	1,008	7,384	966	4,987
% YoY	4.1%	-9.3%	18.9%	2.7%	13.4%	29.8%	155.1%	-17.9%	73.8%	26.1%	57.5%	-5.4%
Chi phí DPRR TD (tỷ												
đ)	-16	5,187	3,242	227	133	964	430	167	155	1,506	156	3,204
% vs LN trước DP	-0.9%	67.3%	50.7%	17.1%	20.7%	28.5%	28.8%	6.0%	15.4%	20.4%	16.2%	64.3%
LNTT (tỷ đ)	1,707	2,521	3,153	1,102	511	2,424	1,061	2,617	853	5,878	810	1,783
% YoY	14.6%	1.4%	4.1%	5.3%	0.8%	26.4%	110.7%	1.9%	66.3%	34.8%	56.3%	-31.9%
LNTT (Kế hoạch)	7,279	10,300	9,500	5,077	1,900	9,560	2,607	11,750	3,200	20,000	3,400	9,500
NIM (TTM)	3.5%	2.7%	2.1%	4.1%	3.2%	4.6%	2.4%	4.1%	3.9%	3.1%	3.9%	8.9%
CIR (TTM)	51.5%	28.0%	33.6%	46.1%	52.9%	37.9%	57.9%	36.6%	47.1%	37.3%	43.6%	37.4%
ROA (TTM)	1.7%	0.6%	0.5%	1.4%	0.5%	1.8%	0.6%	2.7%	1.5%	1.5%	1.8%	2.2%
ROE (TTM)	26.4%	13.5%	8.0%	17.5%	8.8%	19.4%	9.2%	16.8%	18.9%	24.7%	23.3%	19.7%
EPS (đồng/cp) (TTM)	4,297	2,150	1,483	2,939	1,145	3,029	1,241	2,434	2,343	4,372	3,233	2,718
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	17,947	15,666	18,751	16,759	13,081	16,338	14,125	15,385	13,335	19,661	14,974	14,727
Định giá												
P/E	7.61	15.40	13.76	8.88	7.32	7.08	9.75	9.53	9.18	15.01	5.68	6.71
P/B	1.64	2.11	1.09	1.56	0.64	1.31	0.86	1.51	1.61	3.34	1.23	1.24

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

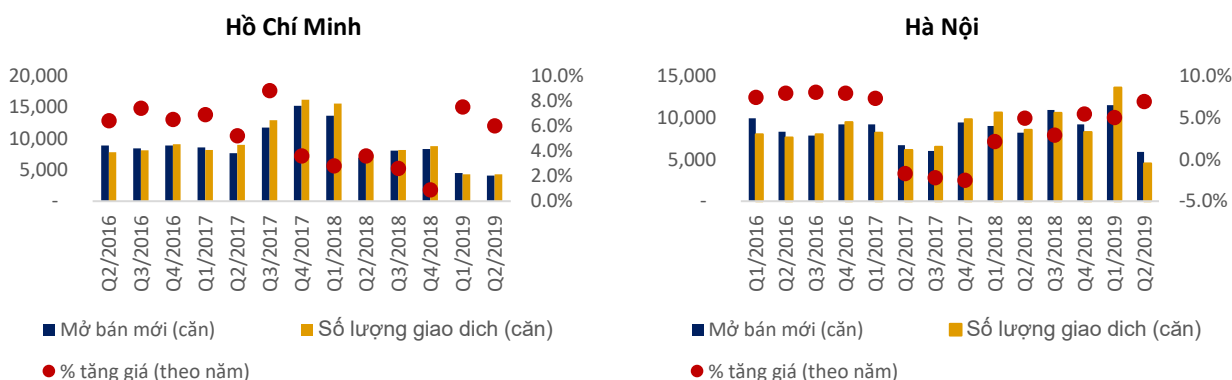
Ngành Bất động sản dân dụng [Trung Lập]

- Nguồn cung bất động sản tại thị trường bất động sản HCM tiếp tục diễn biến theo xu hướng bị thiếu hụt mạnh.
- Trong khi đó tại Hà Nội, thị trường cho thấy dấu hiệu giảm chậm lại trong nguồn cung mở mới khi không còn dự án mở mới từ Vinhomes Sportia và Vinhomes Ocean Park.
- Triển vọng thị trường năm 2019 của Hồ Chí Minh và Hà Nội khá ảm đạm, phụ thuộc vào một số chủ đầu tư lớn (Vinhomes).
- Xu hướng chuyển dịch đầu tư rõ rệt từ hai thành phố chính (HN và HCM) sang các tỉnh thành phố phát triển và BĐS du lịch trong 1-2 năm tới.
- 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) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản và (3) Phê duyệt cho vay đối với người mua nhà khắt khe hơn.

Nguồn cung bất động sản tại thị trường bất động sản HCM tiếp tục diễn biến theo xu hướng bị thiếu hụt mạnh. Theo số liệu của JLL, tại thành phố HCM, lượng căn hộ giao dịch trong Q2/2019 đạt 4,300 căn hộ (-42% YoY), nguồn cung căn hộ mở bán mới của HCM trong Q2/2019 đạt 4,100 căn (-41% YoY và -8.9% QoQ) chủ yếu đến từ các giai đoạn tiếp theo của của các dự án hiện hữu.

Tỷ lệ hấp thụ quý 1/2019 tại thị trường Hồ Chí Minh duy trì mức cao chủ yếu do tình trạng thiếu hụt nguồn cung, tập trung chủ yếu phân khúc trung cấp. Một điểm đáng chú ý là mức giá trung bình sơ cấp tại thị trường Hồ Chí Minh tăng 21.6% theo năm.

Trong khi đó tại Hà Nội, thị trường cho thấy dấu hiệu giảm chậm lại trong nguồn cung mở mới khi không còn dự án mở mới từ Vinhomes Sportia và Vinhomes Ocean Park. Theo số liệu của JLL, tổng số lượng căn hộ căn hộ mở mới Q2/2019 chỉ đạt 5,900 căn hộ (-27.8% YoY và -48.6% QoQ) ghi nhận mức thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại đây. Tổng số lượng căn hộ giao dịch trong Q2/2019 tại HN đạt 5,900 căn (-47.4% YoY và -66.9% QoQ). Theo chúng tôi có nguyên nhân chủ yếu do (1) tình trạng nguồn cung ồ ạt đến từ 2 dự án Vinhomes Smart City và Vinhomes Ocean Park và (2) việc tăng lãi suất vay cũng như thắt chặt room tín dụng khiến cho thủ tục xét duyệt vay vốn ngân hàng gặp khó khăn hơn. Giá bán bình quân thị trường Hà Nội nhích tăng khoảng 6.9% YoY.



Nguồn: JLL, BSC Research

Triển vọng thị trường năm 2019 của Hồ Chí Minh và Hà Nội khá ảm đạm, phụ thuộc vào một vài chủ đầu tư lớn (VHM). 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. Chúng tôi nhận thấy rằng việc đẩy nhanh quá trình phê duyệt thủ tục/pháp lý dự án vẫn còn khá chậm so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi, trong đó chỉ có một số dự án được kỳ vọng sẽ được mở bán vào Q4/2019 như Akari City (NLG), Lovera Vista (KDH), Gem Riverside (DXG). Trong khi đó, triển vọng thị trường căn hộ tại Hà Nội có vẻ có dấu hiệu chững lại sau thời gian tăng trưởng mạnh.

Xu hướng chuyển dịch đầu tư rõ rệt từ hai thành phố chính (HN và HCM) sang các tỉnh thành phố phát triển và BĐS du lịch trong 1-2 năm tới. Trong điều kiện (1) quỹ đất tại khu vực nội đô của TP. Hồ Chí Minh và HN hiện đã cạn kiệt, (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 thành có tiềm năng phát triển kinh tế và du lịch như Quảng Ngãi, Bình Định, Đà Nẵng, Huế, Cần Thơ, Long An, Quảng Ninh, Hải Phòng, Bắc Ninh.....

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

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) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản và (3) Phê duyệt cho vay đối với người mua nhà khắt khe hơn. 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.

VHM (Giá ngày 29/07/2018): 87,800 VND – MUA – Giá mục tiêu 95,600 VND – Upside +8.8% – P/E FW 17.3x, P/B FW 4.9x

Các dự án Vinhomes sẽ là động lực tăng trưởng chính cho VHM trong giai đoạn sắp tới. VHM đang triển khai 3 dự án Vinhomes trong giai đoạn 2018-2022 bao gồm Vinhomes Ocean Park (44,000 sản phẩm cao tầng và 2,400 sp thấp tầng), Vinhomes Sportia (45,000 sản phẩm -281ha) và Vinhomes Grand Park (43,500 sản phẩm - 272 ha).

Tổng giá trị presale 1Q2019 ghi nhận mức 10 nghìn tỷ đồng với 5,332 sản phẩm. Tổng giá trị presale 2019 dự kiến ước đạt 5.5 tỷ đô tương đương với khoảng 60,000 sản phẩm chủ yếu đến từ các dự án Vinhomes. Việc mở bán thành công 2 dự án ở HN (đạt 80%) là yếu tố hỗ trợ giúp chúng tôi tin rằng tổng giá trị presale 2019 có thể đạt được và đây là nguồn lực đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận của VHM giai đoạn 2019-2021 nhờ việc hạch toán thấp tầng và bán buôn (Ocean Park và Sportia), Vinhomes Metropolis, Vinhomes GreenBay, Vinhomes Imperia.

Vinhomes Grand Park– Rainbow đã tiến hành mở bán (soft launched) trong T7/2019 với 10,000 căn hộ trong giai đoạn 1.

BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VHM trong năm 2019 lần lượt ước đạt 80,063 tỷ đồng (+207% YoY) và 18,412 tỷ đồng (+24.6% YoY) nhờ vào hạch toán sản phẩm thấp tầng của dự án Vincy Ocean Park và Vincy Sportia, phần còn lại của các dự án Vinhomes Greenbay, Vinhomes Metropolis, Vinhomes Skylake.

NLG (Giá ngày 29/07/2018): 30,000 VND – MUA – Giá mục tiêu 40,500 VND – Upside +35% – P/E FW 7.5x, P/B FW 1.2x

Sở hữu quỹ đất lớn và hệ thống ban lãnh đạo minh bạch. Tổng quy mô quỹ đất của NLG đạt 538.3 ha (3,551.1ha tại HCM). Các quỹ đất mới bao gồm 170ha của WaterFront, 45 ha của Đại Phước và 21 ha của Vsp-Hải Phòng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho NLG trong các năm tới. NLG cũng sở hữu cấu trúc tài chính khỏe và định giá hấp dẫn.

Kế hoạch bán hàng mạnh mẽ (Pre-sales) trong năm 2019 sẽ đảm bảo duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2019-2021. Trong năm 2019, NLG dự kiến mở bán 3 dự án (tổng doanh thu ước tính khoảng 1.2 tỷ USD) bao gồm (1) SouthGate, (2) Hai Phòng Vsp, (3) Akari City (Tổng doanh thu ước tính khoảng 346 triệu USD) và (4) Mizuki Park - Giai đoạn tiếp theo. Tổng doanh thu bán hàng dự kiến năm 2019 đạt 3,433 sản phẩm (+108% YoY), tương đương tổng doanh thu khoảng 6,019 tỷ đồng. Dự án Akari City – GĐ 1 và Waterpoint GĐ 1 dự kiến sẽ mở bán lần lượt từ T7/2019.

BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của NLG trong năm 2019 lần lượt đạt 3,298 tỷ đồng (-5.2% YoY) và 956 tỷ đồng (+25.2% YoY). EPS 2019 FW đạt 3,757 đồng/cổ phiếu (đã trừ 5% quỹ KTPL). PE FW 2019 = 8.2x lần

HDG (Giá ngày 30/11/2018): 36,200 VND – MUA – Giá mục tiêu 43,500 VND – Upside +20.1% – P/E FW 5.9x, P/B FW 1.4x

Quỹ đất lớn: chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ ghi nhận tổng cộng 10,000 tỷ đồng từ các dự án: NoongTha, Dragon City,... Các dự án M&A tiếp tục làm tăng quỹ đất trong tương lai như: Dịch Vọng, Thủ Đức, 187 Giảng Võ,... Dự án Hado Charm Villa – An Khánh Thượng sẽ trì hoãn đến quý 3/2019 do việc thi công các dịch vụ tiện ích.

Thủy điện được dự báo tăng trưởng mạnh giai đoạn 2019 – 2020 nhờ đóng góp từ 3 dự án mới với tổng công suất 267 MW sẽ hoạt động vào tháng 5 và đóng góp doanh thu lợi nhuận bắt đầu vào quý 3/2019. Dự án điện mặt trời Lê Hồng Phong đưa vào hoạt động tháng 6/2019, được hưởng lợi với giá điện 9.35 cent/kwh, ước tính đóng góp vào doanh thu 100 tỷ đồng năm 2019.

KQKD 2019 đến chủ yếu từ dự án Centrosa. Trong quý 2/2019, chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ ghi nhận doanh thu từ 2 tháp Jasmine – Iris, ước tính khoảng 4,000 tỷ đồng.

BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của HDG trong năm 2019 lần lượt đạt 5,543 tỷ đồng (+28.9% YoY) và 689 tỷ đồng (+32.7% YoY). EPS 2019 FW đạt 5,440 đồng/cổ phiếu. PE FW 2019 = 5.9x lần.

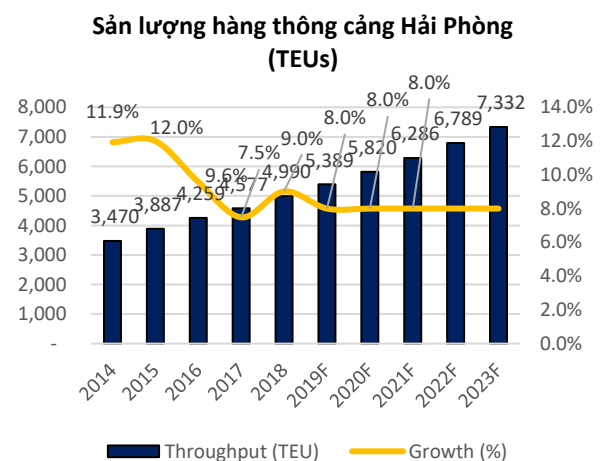
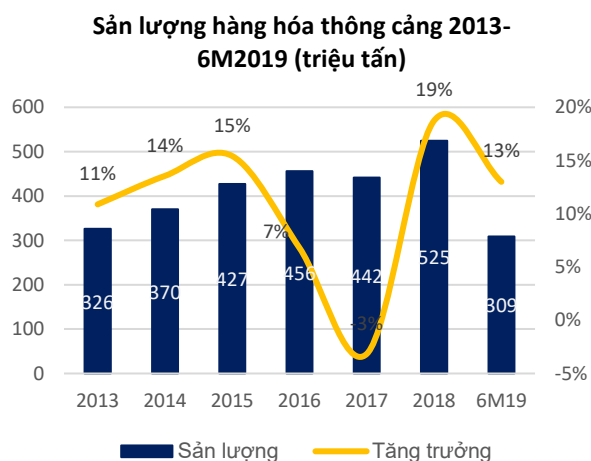
Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/7/19	Giá mục tiêu
VHM	80,063	18,412	5,515	17.3	4.9	34.7%	10.3%	87,800	95,600
NLG	3,298	956	3,796	7.5	1.2	17%	9%	30,000	40,500
HDG	4,398	930	7,841	4.6	1.4	25.1%	5.6%	36,200	43,500

Nguồn: BSC Research

Ngành Cảng biển [Trung lập]

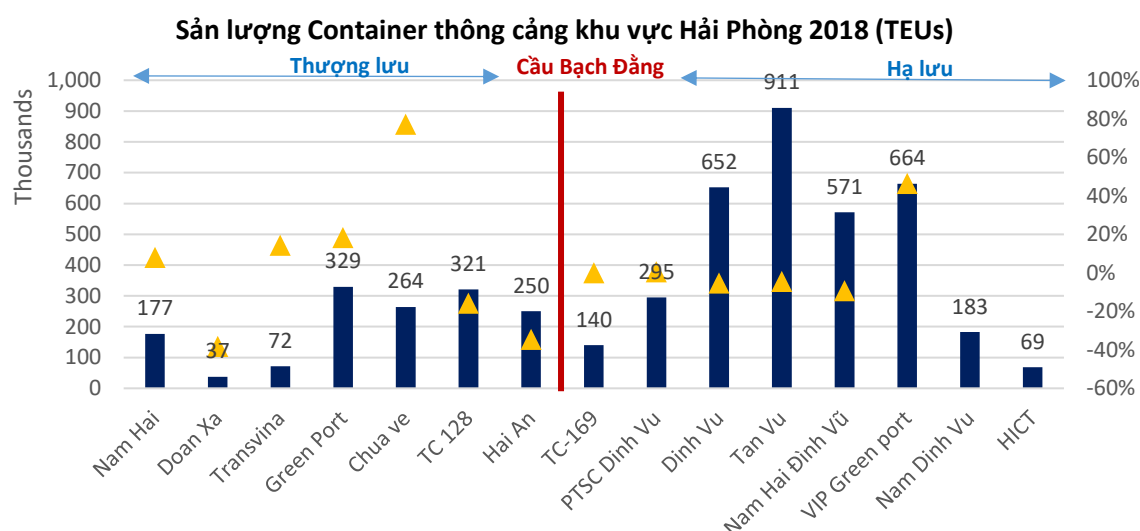
- Sản lượng hàng hóa thông cảng năm 2H2019 đạt 524 triệu tấn tăng 18.7% YoY.
- Thông tư 54 của Bộ GTVT hiện vẫn chưa thể hiện rõ vào các doanh nghiệp cảng biển trong 1H2019.
- BSC điều chỉnh đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành cảng biển. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với GMD và VSC.

Sản lượng hàng hóa thông cảng năm 6T2019 đạt 308.8 triệu tấn tăng +13% YoY, tuy nhiên sản lượng Container thông cảng lại đang tăng trưởng chậm lại +3% YoY. Theo Cục Hàng hải Việt Nam, hệ thống cảng biển Việt Nam 6T2019 đã có được sự tăng trưởng tích cực với tổng sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam ước đạt gần 308.8 triệu tấn (+13% YoY), hoàn thành được 48% mục tiêu của Cục Hàng hải, riêng lượng hàng container qua cảng ước tính đạt 9.1 triệu TEUs (+3% YoY). Cục Hàng hải đã đặt mục tiêu năm 2019 với sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam sẽ tiếp tục tăng ổn định đạt khoảng 640 triệu tấn (+7,2% YoY). **Chúng tôi đánh giá sản lượng hàng hóa thông cảng vẫn tăng tốt tuy nhiên sản lượng container hiện đang chậm lại dẫn đến tăng trưởng các cảng có sự phân hóa tùy theo vị trí thuận lợi cho tàu lớn vào cảng hay không.**



Nguồn: CHHVN, BSC, HAH

Thông tư 54 của Bộ GTVT hiện vẫn chưa thể hiện rõ vào các doanh nghiệp cảng biển trong 1H2019. Chúng tôi đánh giá thông tư 54 về quy định tăng 10% khung giá bốc xếp cho cảng biển ở 3 khu vực Việt Nam hiện vẫn còn nhiều khó khăn trong việc áp dụng do tình trạng ngành cảng biển vẫn đang dư cung nên cạnh tranh gay gắt giữa các cảng nên buộc các cảng phải hạ giá các chi phí khác nhằm thu hút các hãng tàu. Do đó, chúng tôi cho rằng việc hưởng lợi từ thông tư 54 sẽ không phản ánh đồng nhất lên tất cả doanh nghiệp mà có sự phân hóa rõ rệt dựa trên (1) vị trí và (2) quy mô. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông cảng sẽ tăng ổn định nhờ các hiệp định EVFTA, CPTPP nhằm lấp đầy nguồn cung dư của ngành và giảm bớt tình trạng cạnh tranh giá bốc xếp.



Nguồn: HAH

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC điều chỉnh đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng ngành cảng biển năm 2019. Nguyên nhân chủ yếu sản lượng hàng hóa thông cảng của Việt Nam hiện vẫn chưa thể lấp đầy được nguồn cung dư thừa ở một số nơi như Hải Phòng khiến cho tình hình cạnh tranh ở các cảng rất khốc liệt tạo áp lực lên nhiều doanh nghiệp phải hạ giá bốc xếp xuống để thu hút hãng tàu mới. Chúng tôi tin rằng các hiệp định thương mại tự do EVFTA và CPTPP sẽ là động lực thúc đẩy xuất nhập khẩu của Việt Nam, cũng như dòng vốn FPI chuyển dịch từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ góp phần gia tăng sản xuất hàng hóa trong dài hạn. Chính vì điều đó, chúng tôi điều chỉnh lại mức khuyến nghị tăng trưởng ngành Cảng Biển ở mức **TRUNG LẬP** để phù hợp hơn với triển vọng trong ngắn – trung hạn.

Chúng tôi kỳ vọng trong 6 tháng cuối năm ngành cảng biển sẽ tăng trưởng tốt về sản lượng hàng hóa thông cảng đặc biệt vào giai đoạn quý 4 khi các hãng tàu vận tải biển sẽ hoạt động mạnh nhằm chốt đơn hàng cuối năm. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của các cảng cạnh ICD vẫn còn rất nhiều ở khu vực kinh tế Đình Vũ Hải Phòng và Cái Mép Thị Vải khi nguồn cung cảng ICD đã gần như lấp đầy. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI các mã sau: GMD, và VSC.

Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/07/19	Giá mục tiêu
GMD	2,972	639	1,960	14.3	1.1	5.6%	8.7%	26,500	28,970
VSC	1,698	329	4,561	7.0	0.9	11%	13.9%	30,300	34,600

Nguồn: BSC research

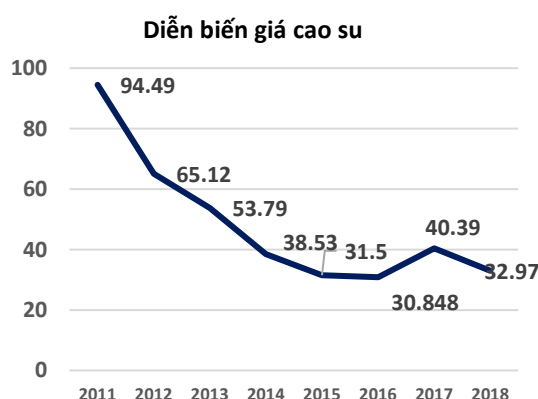
Ngành Cao su [Trung lập]

- Giá cao su thế giới 7 tháng 2019 phục hồi mạnh đạt mức trung bình 200.6 JPY/kg tăng 16.8% với năm 2018.
- Xuất khẩu cao su của Việt Nam 1H2019 tăng cả khối lượng (+9% YoY) và giá trị (+3% YoY).
- Mảng kinh doanh mủ cao su 1H2019 của các DN vẫn chưa có dấu hiệu khả quan.
- Một số doanh nghiệp DN cao su chuyển đổi hình thức kinh doanh sang bất động sản khu công nghiệp (PHR và GVR).

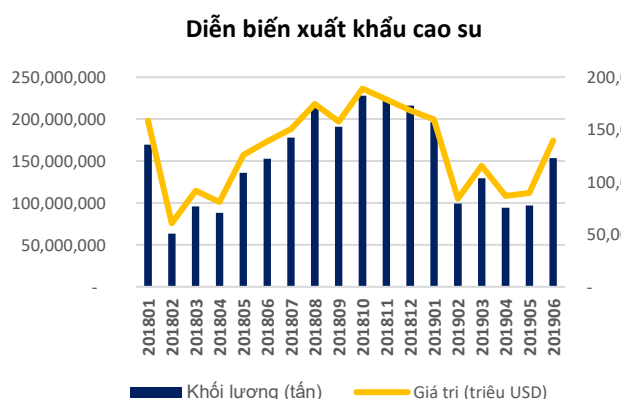
Giá cao su thế giới 7 tháng 2019 phục hồi mạnh đạt mức trung bình 200.6 JPY/kg tăng 16.8% với năm 2018. Nguyên nhân giá cao su thế giới phục hồi tốt: (1) Giá dầu trong 7 tháng 2018 đạt mức 57.5 USD/barell (+2.8% so với quý 4/2018) khiến tăng giá cao su tổng hợp tăng, kích thích cầu tiêu thụ cao su tự nhiên, (2) Ba nước sản xuất cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới là Thái Lan, Indonesia và Malaysia đã quyết định cắt giảm nguồn cung khoảng 300,000 tấn để hỗ trợ tăng giá cao su trên thị trường quốc tế, (3) Thời tiết tại Vân Nam Trung Quốc đang vào mùa khô hạn, tác động đến sản lượng khai thác mủ cao su do Vân Nam đóng góp cung cấp 50% tổng sản lượng cao su của Trung Quốc.

Mặc dù, giá cao su đã chứng kiến sự phục hồi tốt nửa đầu năm 2019, chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng giá cao su sẽ không nhiều và dự kiến chững lại nửa cuối năm, đạt trung bình khoảng 34.5 triệu/tấn (+5% YoY) do (1) tiêu thụ thị trường ô tô Trung Quốc vẫn đang trong xu hướng giảm, 6 tháng 2019 sản lượng đạt 10.1 triệu xe (-14% YoY), (2) tình trạng dư cung tiếp diễn và động thái cắt giảm sản lượng cung của 3 nước Thái Lan, Indonesia và Malaysia nhằm hỗ trợ tăng giá chỉ có tác động ngắn hạn. Xét trong dài hạn, nhu cầu cao su tự nhiên phụ thuộc vào nhu cầu lốp ô tô. Theo quan sát của chúng tôi, giá cao su trong nước kỳ vọng sẽ phục hồi theo đà của giá cao su thế giới tuy nhiên có độ trễ 1-2 tháng, hiện nay, giá bán cao su của các doanh nghiệp trong nước ở mức ổn định 33 triệu VND/tấn (tương đương trung bình năm 2018).

Xuất khẩu cao su của Việt Nam 6 tháng đầu 2019 ghi nhận mức tăng trưởng khối lượng (+9% YoY) và giá trị (+3% YoY) tuy nhiên giá xuất khẩu -6% YoY. Theo Tổng cục Hải quan, xuất khẩu cao su tính đến 6T2019 đạt khối lượng và giá trị lần lượt là 615,881 tấn (+9% YoY) và 884.23 triệu USD (+3% YoY). 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).



Nguồn: BSC Research



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, BSC Research

Mảng kinh doanh mủ cao su của các DN 1H2019 vẫn chưa có dấu hiệu khả quan. Một số DN đã ra kết quả kinh doanh 6 tháng 2019 đa phần đều sụt giảm lợi nhuận ròng đáng kể như: PHR (-47.8% YoY), DRI (-98.5% YoY), TRC (- 22.7% YoY). Nguyên nhân do (1) giá cao su trong nước không tăng mạnh theo giá cao su thế giới vẫn dao động ở mức 32 – 33 triệu đồng/tấn (-18% YoY) trong khi giá vốn ở mức 30 triệu đồng/tấn chỉ giảm -8% YoY và (2) chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh từ 12.7% - 35% YoY khiến biên lợi nhuận ròng hầu hết các DN đều giảm.

Xu hướng các doanh nghiệp DN cao su chuyển đổi hình thức kinh doanh sang bất động sản khu công nghiệp (PHR và GVR). PHR kế hoạch giai đoạn 2019 – 2020 sẽ chuyển nhượng 1 phần đất sang làm khu công nghiệp với các dự án: Nam Tân Uyên (355 ha), VSIP (691 ha), góp vốn vào KCN Tân Bình (240ha) và KCN Tân Lập (200 ha). Ngoài ra, GVR cũng chủ trương giao lại đất quy hoạch làm KCN cho các địa phương dự kiến giai đoạn 2021 – 2025 sẽ chuyển nhượng hơn 7,000 ha đất cho các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương, Bình Phước, Tây Ninh; DPR dự định sẽ chuyển đổi 500 ha thành KCN giai đoạn 2021-2023. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ mảng kinh doanh việc chuyển đổi đất cao su thành KCN sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của các doanh nghiệp có diện tích cao su thanh lý lớn, bù đắp cho mảng kinh doanh cao su chưa thực sự khả quan.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành cao su tự nhiên do (1) mảng kinh doanh cao su cốt lõi trong nước vẫn có kém khả quan, mặc dù giá cao su thế giới tăng nhưng không tác động nhiều đến giá cao su trong nước tuy nhiên, (2) các DN trong ngành cao su luôn duy trì tỷ lệ trả cổ tức ở mức cao từ 40% - 50% và (3) xu hướng chuyển đổi đất cao su sang KCN sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho các DN có diện tích cây thanh lý lớn. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu GVR, theo dõi PHR, DPR.

GVR – MUA – Giá mục tiêu 19,675 – Upside +32%

KQKD 1H2019: DT đạt 7,611 tỷ đồng (+35% YoY) và LNST đạt 1,058 tỷ đồng (+34% YoY) đóng góp doanh thu chính đến từ mảng kinh doanh mủ cao su (65% DT), chế biến gỗ (14% DT) và mảng KCN tăng trưởng gấp 3 lần YoY với doanh thu thực hiện tiếp tục tăng mạnh lên 8,000 tỷ đồng (+14% YTD).

Kế hoạch 2019: DT đạt 24,224 tỷ đồng (+23% YoY) và LNST 4,150 tỷ đồng (+27% YoY). GVR sẽ bàn giao 400 ha đất cho địa phương để thực hiện dự án sân bay Long Thành và sẽ tiếp tục bàn giao 1,700 ha nữa trước 10/2020 với giá đền bù khoảng 600 triệu đồng/ha. Chúng tôi nhận thấy tập đoàn sở hữu quỹ đất lớn nhất cả nước 492,000 ha trong đó phần lớn là đất cao su có khả năng sẽ được chuyển hóa thành đất khu công nghiệp hoặc bất động sản với chi phí giải phóng mặt bằng thấp.

Dự báo KQKD: Chúng tôi dự báo DT và LNST của tập đoàn GVR năm 2019 đạt 24,801 tỷ đồng và 4,725 tỷ đồng dựa trên giả định: Doanh thu mảng cao su đạt 16,078 tỷ đồng (+32% yoy), biên lợi nhuận gộp đạt 13% đến từ sản lượng tiêu thụ đạt 450 - 460 tấn (+20% yoy) và giá bán cao su đạt 34.5 triệu/tấn (+5% yoy) và (2) doanh thu mảng kinh doanh gỗ đạt 3,818.32 tỷ (+7% yoy), biên LNG đạt 26% với giả định sản lượng xuất gỗ +10% do ngành gỗ đang có triển vọng khả quan hưởng lợi CPTPP giảm thuế nhập khẩu máy móc và chiến tranh thương mại.

Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS F 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/07/19	Giá mục tiêu
PHR	1,531	1,189	8,644	6.1	2.9	23.4%	14.1%	68,600	N/A
GVR	23,670	3,728	846	17.61	1.2	4.7%	3.2%	14,900	19,675
DPR	1,026	185	4,618	9.96	0.76	7.62%	5.22%	43,000	N/A

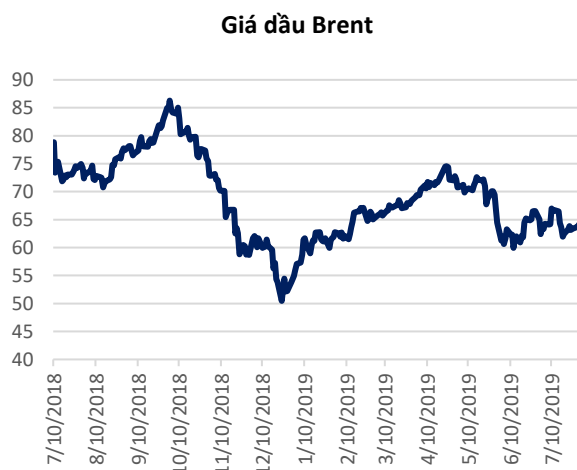
Nguồn: BSC Research

Ngành Dầu khí [Trung Lập]

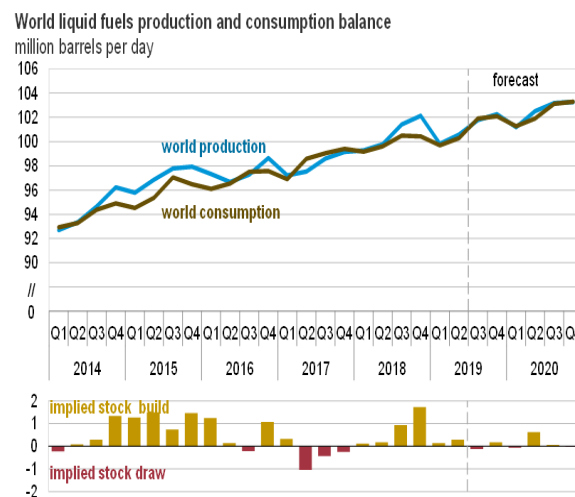
- Giá dầu (Brent) sau khi phục hồi mạnh trong Q1/2019 đã có sự điều chỉnh khá vào Q2/2019 và dao động trong biên độ 60-70 USD/thùng nhờ vào việc cân bằng trong cung cầu dầu thô.
- Nhóm OPEC + tiếp tục duy trì cam kết cắt bỏ sản lượng nhằm hỗ trợ giá dầu, đảm bảo cân bằng cung cầu trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ có dấu hiệu chậm lại.
- Sản lượng sản xuất dầu của Mỹ tiếp tục tăng chủ yếu đến từ nguồn cung dầu đá phiến nhưng có dấu hiệu chậm lại nhằm duy trì giá dầu ổn định tại mức hiện tại.
- 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 (Brent) sau khi phục hồi mạnh trong Q1/2019 đã có sự điều chỉnh khá vào Q2/2019 và dao động trong biên độ 60-70 USD/thùng nhờ vào việc cân bằng trong cung cầu dầu thô. Theo báo cáo tháng 07/2019 của EIA, nguồn cung dầu thô trong Q2/2019 nhích tăng nhẹ so với Q1/2019 (tăng khoảng 2.2 triệu thùng), cụ thể bình quân đạt 100.58 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 duy trì việc cắt giảm sản lượng khoảng 1.2 triệu thùng của OPEC từ 06/2019 và (2) Lệnh trừng phạt của Mỹ đối với Iran và Venezuela.** Ước tính tới thời điểm 29/07/2019, giá dầu thô Brent đạt 65.8 USD/thùng, giảm 9.86% so với mức bình quân năm 2018.

Nhóm OPEC + tiếp tục duy trì cam kết cắt bỏ sản lượng nhằm hỗ trợ giá dầu, đảm bảo cân bằng cung cầu trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ có dấu hiệu chậm lại. Ngày 03/07/2019, nhóm nước OPEC+ bao gồm các nước OPEC và Nga, Kazakhstan, Malaysia và Mexico đã thống nhất kéo dài cam kết cắt bỏ sản lượng thêm 9 tháng đến T3/2020 nhằm hỗ trợ giá dầu. Chúng tôi tin rằng nếu các nước OPEC+ cam kết tuân thủ chặt chẽ quy định trên có thể giúp hỗ trợ giá dầu và duy trì được mức cung cầu ổn định.



Nguồn: EIA, Bloomberg

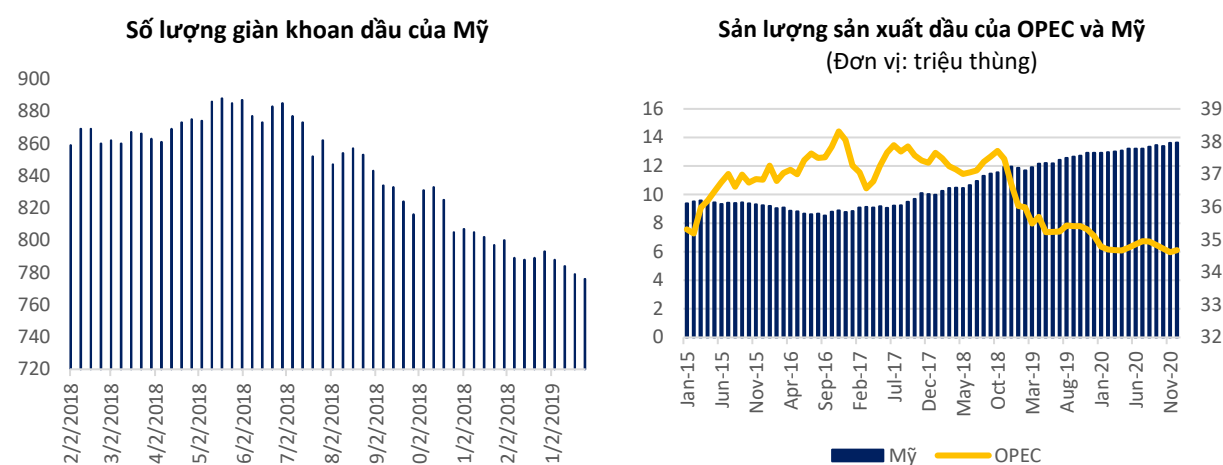


Source: Short-Term Energy Outlook, July 2019



Sản lượng sản xuất dầu của Mỹ tiếp tục tăng chủ yếu đến từ nguồn cung dầu đá phiến nhưng có dấu hiệu chậm lại nhằm duy trì giá dầu ổn định tại mức hiện tại. Số lượng giàn khoan khai thác dầu của Mỹ đang hoạt động tiếp tục xu hướng giảm mạnh, đạt mức thấp nhất kể từ T2/2018 chủ yếu do các doanh nghiệp tập trung vào lợi nhuận nhiều hơn việc cố gắng gia tăng sản lượng. Tuy nhiên, sản lượng khai thác dầu thô của Mỹ vẫn đang ghi nhận mức tăng, đạt mức kỷ lục 12.4 triệu thùng vào T7/2019,

nhưng xu hướng trên đang có dấu hiệu chậm lại. Với các tín hiệu trên, chúng tôi cho rằng việc gia tăng nguồn cung hiện tại đối với dầu thô đang phụ thuộc nhiều vào việc điều tiết sản lượng khai thác dầu đá phiến của Mỹ và dự kiến tốc độ gia tăng khai thác sẽ chậm lại để duy trì giá dầu ở mức hiện tại.



Nguồn: BSC Research, Bloomberg, EIA

Giá dầu bình quân trong Q2/2019 dao động tích lũy quanh biên độ 60-70 USD/thùng như quan điểm trong báo cáo ngành trước đó của chúng tôi. **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 2H2019 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) Diễn biến sản lượng dầu đá phiến của Mỹ, (2) Lệnh trừng phạt Mỹ đối với Iran và Venezuela. Ngoài ra, một số yếu tố dài hạn có thể ảnh hưởng đến tâm lý 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. Theo đánh giá của chúng tôi, dư 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.

Tổng hợp dự phóng giá dầu (USD/thùng)

	2019F	2020F	2021F	2022F	Thời điểm
Morgan Stanley	65	60			07/2019
Citigroup Inc.	78				06/2019
Fitch Group	73				05/2019
JP Morgan	73	64			11/2018
EIA	65.15	62			03/2019
IMF	59.2	59.0			07/2019
Canada Energy Board	67.75	67.75	67.75	68.50	
World Bank	66	65	65.5	67	04/2019

Nguồn: BSC Research

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 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 thương 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.

PVD (Giá ngày 29/07/2019): 16,900 VND – MUA – Giá mục tiêu 20,000 VND – Upside +18.3% – P/E FW 20.3x, P/B FW 0.5x

Hiệu suất hoạt động dự kiến cải thiện mạnh từ mức 85% năm 2018 lên mức 94% năm 2019. Chúng tôi dự báo tỷ suất hoạt động năm 2020 dự kiến sẽ đạt mức 98% nhờ vào (1) Sự phục hồi giá dầu và (2) PVD đã ký kết hầu hết các hợp đồng trong năm 2020.

Giá cho thuê giàn khoan cải thiện. Giá cho thuê giàn khoan trung bình năm 2018 ước đạt khoảng 58,000 USD. Chúng tôi kỳ vọng rằng tỷ lệ này sẽ cải thiện trong năm 2019 lên mức 60,000 USD. Ngoài ra, PVD kỳ vọng tỷ lệ này trong năm 2020 sẽ cải thiện thêm 10%.

Thu hồi nợ xấu và thay đổi chính sách khấu hao giúp hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận PVD trong năm 2019. (1) PVD thay đổi chính sách khấu hao cho giàn PVD II, PVD III và từ mức 20 năm lên 35 năm, (2) Chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ thu hồi hết khoảng nợ quá hạn còn lại trong năm 2019 (ước đạt 200 tỷ đồng) trong năm 2019 và Q1/2020. Năm 2019, PVD dự kiến hạch toán chi phí dự phòng khoảng 90 tỷ cho khoản nợ của PVEP trong trường hợp không thu hồi nợ thành công.

Điểm nhấn đầu tư: (1) Thu hồi nợ xấu (2) Thay đổi chính sách khấu hao, (3) Phục hồi giá cho thuê giàn và cải thiện hiệu suất hoạt động.

PVS (Giá ngày 29/07/2019): 22,100 VND – MUA – Giá mục tiêu 25,900 VND – Upside +17.1% – P/E FW 20.3x, P/B FW 0.5x

Mảng M&C phục hồi nhờ vào việc đảm bảo tiến độ dự án Sao Vàng Đại Nguyệt(500 triệu USD) và dự án Gallaf (320 triệu USD). Một số dự án dự kiến có khả năng tiếp tục được triển khai năm 2020 bao gồm Lô B ô Môn (2020-2024), Sư Tử Trắng (2020-2024) và Nam Côn Sơn GĐ 2 (2020). Chúng tôi kỳ vọng backlog mảng M&C dự kiến khoảng 2.1 tỷ USD.

Giải thể mảng 2D&3D năm 2018. PVS ghi nhận lỗ 376 tỷ VND năm 2018. Trong năm 2019, dự kiến sẽ còn phải ghi nhận một khoản nhỏ trích lập dự phòng. Chúng tôi cho rằng giải thể mảng 2D&3D giúp biên lợi nhuận gộp của PVS cải thiện trong năm 2019.

Kỳ vọng việc ký hợp đồng FSO cho SVĐN sẽ hỗ trợ lợi nhuận 2021-2022. Giá trị hợp đồng ký kết dự kiến đạt 176 triệu USD.

PVS (Giá ngày 29/07/2019): 109,000 VND – MUA – Giá mục tiêu 118,000 VND – Upside +8.2% – P/E FW 16.2x, P/B FW 3.8x

Giả định trong kịch bản cơ sở, giá dầu Brent bình quân năm 2019 đạt 68 USD/thùng và bãi bỏ cơ chế Take-or-Pay(Trong bao tiêu) sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của GAS cải thiện. Từ 20/3/2019, Bộ Thương Mại yêu cầu chỉ sử dụng một cơ chế giá (46%MFO) – ngoài bao tiêu cho hầu hết các doanh nghiệp điện. Trước đó, có hai cơ chế giá với giá trong bao tiêu thấp hơn với mức giá ngoài bao tiêu.

Mỏ Phong Lan Đại đi vào hoạt động cuối năm 2018. Tổng sản lượng dự trữ khí khô của PLD ước tính khoảng 3 tỷ m3 khí khô. Chúng tôi kỳ vọng mỏ Phong Lan Đại sẽ giúp sản lượng block 6.1 năm 2019 tăng thêm 20% so với cùng kỳ, gần như là hỗ trợ cho phần sản lượng sụt giảm khai thác của block 6.1.

Dự án SVĐN sẽ giúp cải thiện sản lượng GAS từ năm 2021. Dự án Nam Côn Sơn GĐ 2 dự kiến khởi công nửa cuối 2019 sẽ giúp vận chuyển khoảng 1 tỷ m3 khí khô/năm dự kiến bắt đầu đón dòng khí từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt từ cuối năm 2020.

Dự án dài hạn LNG Thị Vải là một trong những dự án quan trọng dài hạn giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của GAS. Hiện tại dự án đang trong quá trình đấu thầu, dự kiến ký EPC vào Q3/2019.

	DTT	LNST	EPS					Giá đóng	Giá
	2019	2019	2019			ROA	ROE	cửa	mục
Mã CK	(tỷ đ)	(tỷ đ)	(đ/CP)	P/E fw	P/B fw	2019	2019	29/07/19	tiêu
GAS	79,992	12,916	6,748	16.2	3.8	19%	24%	109,000	118,000
PVS	14,740	1,091	2,012	11.3	0.9	5%	9%	22,100	25,900
PVD	5,370	350	912	20.3	0.5	2%	3%	16,900	20,000

Nguồn: BSC Research

Ngành Dược [Trung lập]

- Lũy kế 6 tháng năm 2019, kim ngạch nhập khẩu dược phẩm và nguyên vật liệu dược lần lượt đạt 1,378 triệu USD (+10.1% YoY) và 200.8 triệu USD (+10.2% YoY).
- Thông tư 15 về Quy định đấu thầu thuốc sẽ ảnh hưởng tích cực đến các doanh nghiệp tham dự đấu thầu từ năm 2020.
- Hơn 15,178 nhà thuốc (chiếm 80% số lượng nhà thuốc cả nước) đã thực hiện kết nối liên thông với Cơ sở dữ liệu Dược quốc gia.

Nhập khẩu dược phẩm và nguyên vật liệu dược tăng trưởng lần lượt +10.1% YoY và +10.2% YoY trong 1H2019. Theo Tổng cục Hải quan, kim ngạch nhập khẩu dược phẩm đạt 1,378 triệu USD (+10.1% YoY). Các thị trường nhập khẩu dược có mức tăng giảm trái chiều: Pháp (192 triệu USD, +26.4% YoY); Đức (146 triệu USD; -8.1% YoY); Ấn Độ (120 triệu USD, -5.1% YoY). Đối với nguyên vật liệu dược, kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam đạt 200.8 triệu USD (+10.2% YoY). Trung Quốc tiếp tục là thị trường cung cấp nguyên liệu chính cho Việt Nam với kim ngạch là 129.8 triệu USD (+12.9% YoY).

Ngày 11/7/2019, Bộ Y tế ban hành Thông tư 15 về Quy định việc đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập. Thông tư 15 sẽ có hiệu lực từ ngày 1/10/2019 và bổ sung các quy định về các gói thuốc đấu thầu. BSC kỳ vọng rằng thông tư 15 sẽ thúc đẩy việc đấu thầu tại kênh ETC cho các doanh nghiệp nội địa có chu trình sản xuất theo tiêu chuẩn EU – GMP (IMP, PME, DBD).

Hơn 80% nhà thuốc trên cả nước đã kết nối Cơ sở dữ liệu Dược quốc gia. Theo thông tin từ Bộ Y tế, tính đến 5/4/2019, có 15,178 nhà thuốc (chiếm 80% số lượng nhà thuốc cả nước) đã thực hiện kết nối liên thông với Cơ sở dữ liệu Dược quốc gia. BSC cho rằng việc kết nối Cơ sở dữ liệu Dược sẽ cung cấp thông tin cho người dân cũng như cơ quan quản lý, đồng thời, sẽ không gây nhiều thay đổi đáng kể trong hoạt động của nhà thuốc.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu 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 có thể làm thay đổi thói quen mua thuốc của người dân. Trong khi đó, Kênh 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 kỳ vọng các doanh nghiệp có tỷ trọng ETC cao (IMP, PME, DBD) được hưởng lợi, trong khi đó, các doanh nghiệp OTC (DHG, TRA) sẽ chững lại và chuyển hướng sang ETC.

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/7/19	Giá mục tiêu
DHG	4,411	679	4,678	21.5	4.7	15.5%	21.8%	100,600	N/A
PME	1,919	318	4,247	11.6	1.9	12.0%	15.0%	49,350	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Điện [Trung lập]

- Sản lượng điện thương phẩm tăng trưởng 10% so với cùng kỳ.
- Công suất truyền tải điện chưa theo kịp công suất phát điện mới là cơ hội cho các doanh nghiệp xây lắp điện.
- El Nino gây hạn hán làm ảnh hưởng đến sản lượng của thủy điện và đẩy giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng 6.9% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành điện.

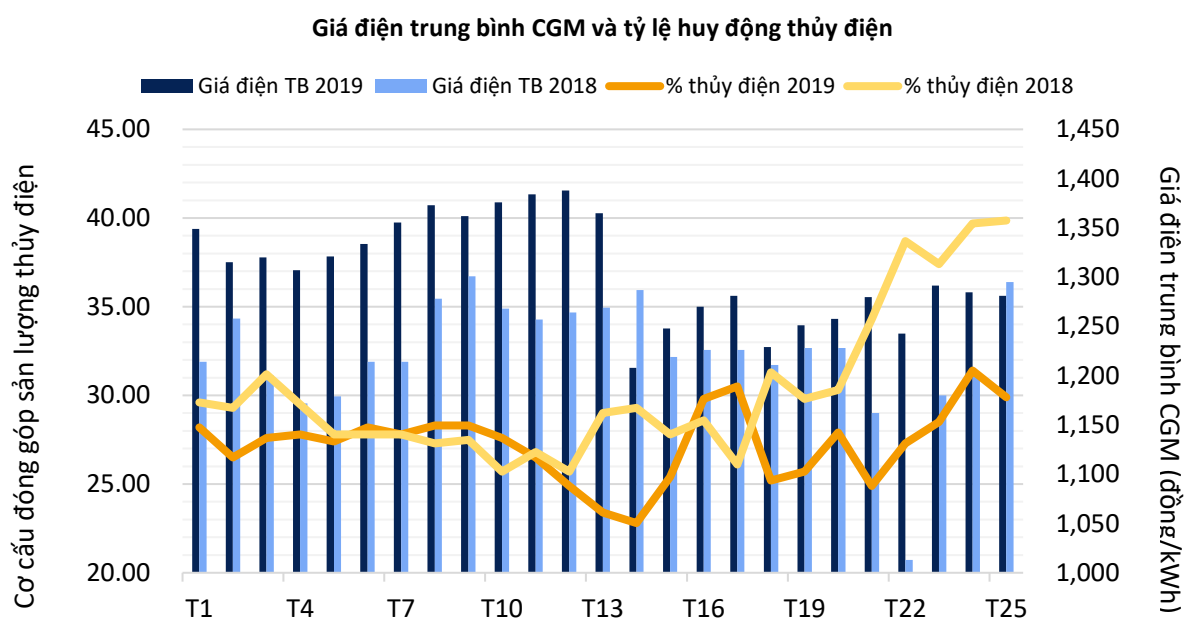
Sản lượng điện thương phẩm tăng trưởng ổn định đạt 10% so với cùng kỳ. Theo EVN, 6T2019 sản lượng điện sản xuất đạt 117.38 tỷ kWh (+10.6% YoY), trong đó điện thương phẩm đạt 100.9 tỷ kWh (+10.01% YoY). Trong nửa đầu năm, EVN đã thực hiện khởi công 72 công trình và hoàn thành 57 công trình lưới điện từ 110 – 500 kV. Tổng công suất nguồn tới tháng 6/2019 là 53,326 MW (+13% YoY).

Công suất truyền tải điện chưa theo kịp công suất phát điện tăng mới là cơ hội cho các doanh nghiệp xây lắp điện. Tính đến 30/6/2019, có khoảng 4,464 MW công suất điện mặt trời đã hòa lưới điện thành công, riêng tỉnh Ninh Thuận và Bình Thuận đóng góp 2,027 MW điện mặt trời và điện gió. Dự kiến tới tháng 12/2020, công suất điện tái tạo tại 2 tỉnh này còn lên đến 4240 MW. Tuy nhiên khả năng truyền tải lưới điện chưa theo kịp tốc độ tăng công suất tại khu vực này do 2 nguyên nhân chính:

- Thời gian xây dựng đường dây truyền tải điện (2 năm) lâu hơn thời gian thi công dự án điện mặt trời (3-6 tháng) khiến công suất truyền tải không đủ đáp ứng.
- Công suất điện thực tế lớn hơn công suất điện trên quy hoạch dẫn tới hiện tượng quá tải cho đường dây. Theo QĐ 11/2017/QĐ-TTg về cơ chế khuyến khích phát triển dự án điện mặt trời tại Việt Nam, điểm i khoản 1 điều 13, Bộ Công thương được phép phê bổ sung các dự án điện mặt trời có công suất nhỏ hơn 50MW mà không cần trình Thủ tướng Chính phủ bổ sung vào Quy hoạch điện, trong khi việc xây dựng đường dây truyền tải điện phải theo quy hoạch và được tính toán dựa trên công suất phát điện theo quy hoạch.

Đối với các doanh nghiệp xây lắp điện, điều này có thể có tác động tích cực trong vòng một đến hai năm tới khi mà: (1) áp lực đẩy mạnh khối lượng xây lắp hạ tầng truyền tải điện và dự kiến sẽ có cơ chế riêng cho các dự án cụ thể của EVN và (2) tốc độ ghi nhận doanh thu các dự án điện hiện hữu của EVN sẽ được đẩy nhanh hơn dự kiến để các dự án điện tái tạo kịp thời vận hành đúng công suất.

El Nino gây hạn hán làm ảnh hưởng đến sản lượng điện của thủy điện. Tính đến tháng 7, có tới 9/25 hồ thủy điện ở miền Trung – Tây Nguyên nằm ở ngang mực nước chết (trong đó có các hồ của thủy điện Sông Ba Hạ, Thủy điện Thác Mơ, Sông Tranh 2, Vĩnh Sơn B ...). Lượng nước hụt ở các hồ thủy điện khoảng 29.3 tỷ m³, tương đương 12.49 tỷ kWh xấp xỉ bằng sản lượng điện đóng góp của thủy điện trong 10 tuần. Đối với các doanh nghiệp điện trên sàn, nhìn chung việc thiếu nước về hồ chứa sẽ làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp thủy điện. Tuy nhiên, BSC cho rằng việc thiếu sự đóng góp của thủy điện trong cơ cấu huy động điện năm nay sẽ đẩy giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh lên cao. Giá mua điện trung bình của EVN trên thị trường phát điện cạnh tranh năm 2019 dự kiến tăng 6.9% so với cùng kì lên mức 1,307 đồng/kWh.



QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Với tình hình thủy văn của năm 2019, chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành điện do có sự phân hóa rõ rệt đối với các cổ phiếu thuộc ngành điện:

- **Đối với nhóm cổ phiếu thủy điện lớn (thủy điện có hồ điều tiết mùa):** BSC có quan điểm tiêu cực trong năm 2019 do tình hình thủy văn không thuận lợi. Tình hình này có thể sẽ kéo sang những năm sau khi chu kỳ El Niño thường kéo dài từ 5 – 7 năm.
- **Đối với nhóm cổ phiếu nhiệt điện:** Các cổ phiếu nhiệt điện nhìn chung được hưởng lợi từ giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh tăng so với năm ngoái, tuy nhiên đối với POW, công ty hiện đang phải đàm phán lại một số nhà máy có thể sẽ khiến giá hợp đồng giảm đáng kể, vì vậy BSC giữ quan điểm trung lập cho năm 2019 và 2020.
- **Với nhóm cổ phiếu xây lắp điện:** BSC giữ quan điểm tích cực dựa trên nhu cầu xây lắp tăng cao với lượng backlog lớn cho các doanh nghiệp như PC1.

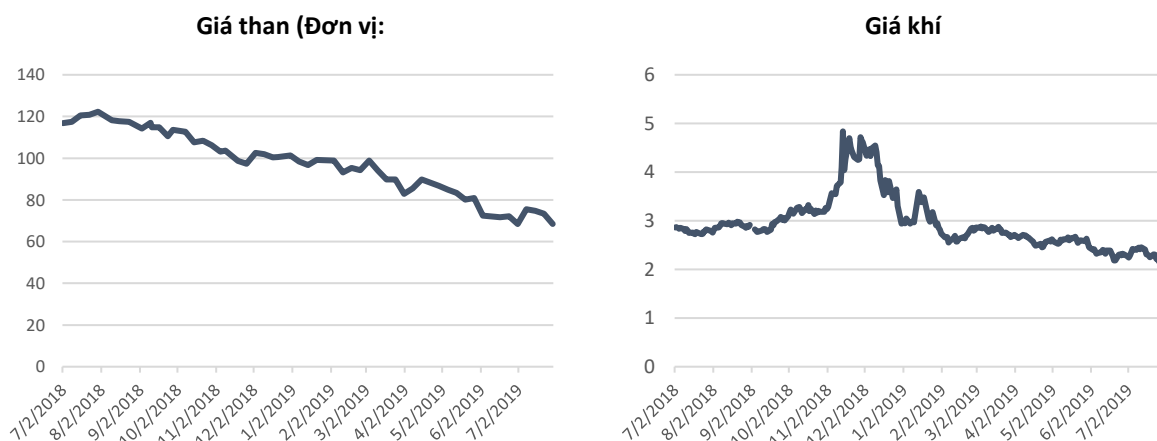
Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST	EPS	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/7/2019	Giá mục tiêu
		2019 (tỷ đ)	2019 (đ/cp)						
GEX	15,524	1,453	5,114	4.38	0.79	6.7%	16%	22,400	33,400
POW	32,155	3,428	1,462	9.61	1.06	5.4%	12%	14,050	17,830
REE	5,414	1,985	6,593	4.94	0.91	9.6%	18%	32,600	38,200
PC1	6,208	414	3,118	5.53	0.59	5.5%	11%	17,250	36,600

Nguồn: BSC Research

Ngành Gạch men [Trung Lập]

- Giá nhiên liệu 1H2019 giảm, cải thiện biên lợi nhuận gộp. Giá than -21% YtD, giá khí -14% YTD.
- Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành gạch men trong năm 2018.

Giá nhiên liệu 1H2019 giảm, cải thiện biên lợi nhuận gộp. Giá than -21% YtD, giá khí -14% YtD giúp giảm chi phí giá vốn của các doanh nghiệp gạch men. Nhiều doanh nghiệp tăng biên lợi nhuận gộp khoảng 2-3% như VHL từ mức 14% lên 17%, VIT từ 9% đến 13%, VTA từ 12% lên 14%. Ngoài ra, các doanh nghiệp còn tăng cường cải thiện công nghệ, phát triển các sản phẩm mới khác biệt để giữ ưu thế về giá.



Nguồn: BBG, BSC Research

Năng lực sản xuất nội địa hoạt động tiếp tục duy trì ở mức công suất cao vượt quá nhu cầu trong khi ngành xây dựng dân dụng hiện tại có dấu hiệu chậm lại. 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. Hầu hết các doanh nghiệp hiện tại đều đang chạy hết công suất thiết kế. Chúng tôi nhận thấy tín hiệu tích cực từ một số DN định hướng kinh doanh thị trường ngách để giải quyết bài toán đầu ra khi thị trường trong nước đang dư cung như VGC và VIT nghiên cứu ra mắt sản phẩm mới với tiềm năng xuất khẩu 70% sản lượng.

KQKD 1H2019 phân hóa: Doanh thu tăng tại 1 số doanh nghiệp sản xuất gạch granite như CVT +4% YoY và VIT +23% YoY. Trong khi nhóm doanh nghiệp ceramic và ngói đất sét đều có doanh thu giảm nhẹ VHL -5.6% YoY do thị trường đã tương đối bão hòa.

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, giá nhiên liệu đầu vào giảm sẽ giúp cải thiện lợi nhuận của các DN đồng thời nhiều DN đang tìm hướng đi xuất khẩu sang các thị trường ngách bằng việc cải thiện, phát triển công nghệ, nâng cao chất lượng sản phẩm. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với CVT.

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 29/07/19	Giá mục tiêu
CVT	1,566	170	4,413	5.59	1.26	12.5%	25.0%	19,700	26,500

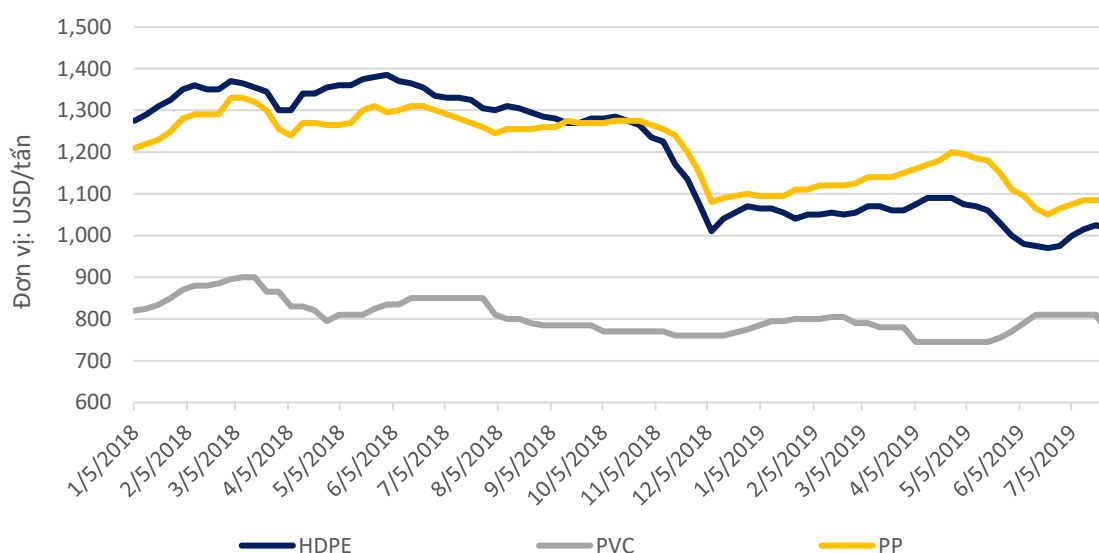
Nguồn: BSC Research

Ngành Nhựa [Trung lập]

- Giá hạt nhựa giảm theo giá dầu PVC -8.0% YoY, PP -11.8% YoY, HDPE – 22.1% YoY.
- Nhập khẩu nguyên liệu nhựa 6T2019 đạt 2.98 triệu tấn (+11.8% YoY), lượng nhập PE + 22.3% YoY, PVC +21.8% YoY trong khi PP -4.7% YoY trong 5T2019.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** với ngành nhựa.

Giá hạt nhựa giảm theo giá dầu PVC -8.0% YoY, PP -11.8% YoY, HDPE – 22.1% YoY. Kể từ đầu năm đến nay, giá dầu Brent bình quân giao dịch ở mức 65.8 USD/thùng (-7% YoY) đã khiến cho giá nhiều loại hạt nhựa giảm mạnh, nhất là HDPE hay PP có tương quan cao với giá dầu. Chúng tôi đánh giá xu hướng giảm của giá dầu và giá hạt nhựa sẽ là yếu tố giúp cải thiện biên 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. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý áp lực cạnh tranh cao ở nhóm nhựa xây dựng có thể khiến cho các DN phải tăng chiết khấu, chia sẻ phần chi phí tiết kiệm được từ giá nguyên liệu giảm cho các đại lý và do đó không giúp cải thiện biên lợi nhuận.

Diễn biến giá hạt nhựa



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhập khẩu nguyên liệu nhựa 6T2019 đạt 2.98 triệu tấn (+11.8% YoY), trong đó nhập khẩu PE và PP chiếm gần 55% sản lượng. Theo số liệu 5T2019, sản lượng nhập khẩu PE tăng mạnh 22.3% YoY, PVC +21.8% YoY trong khi PP -4.7% YoY. Giá nhập khẩu hạt nhựa bình quân trong 6 tháng đầu năm cũng giảm khoảng 10% so với cùng kỳ, theo diễn biến chung của giá hạt nhựa thế giới.

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. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BMP.

BMP – MUA – Giá mục tiêu: 57,300 đồng/CP – Upside: +17.4%

Kết quả kinh doanh 1H2019

- Sản lượng +20% YoY, cơ cấu sản lượng tiêu thụ: 80% ống PVC (+24% YoY), 5% ống PE (-15% YoY), 2% ống PPR (+150% YoY), 13% còn lại là phụ tùng, bình xịt. Tổng doanh thu 2,111 tỷ (+15.3% YoY).
- Giá nguyên vật liệu 6T2019 với PVC gần như đi ngang so với cùng kỳ, PE giảm nhẹ, tuy nhiên biên LNG của BMP giảm 2% trong 6T2019.
- Công ty giữ nguyên chính sách về giá và chiết khấu nền đối với các loại SP, tuy nhiên từ 15/1/2019, BMP thay đổi chính sách vận chuyển hàng hóa, khoán 2% giá trị đơn hàng cho các đại lý nếu tự vận chuyển khiến cho CP bán hàng cho hệ thống PP phát sinh thêm khoảng 64.97 tỷ trong 1H2019 (tương đương 3% doanh thu) góp phần khiến biên LN thuần giảm từ 13.3% về 9.9%

Đánh giá về tình hình tiêu thụ và cạnh tranh trong 1H2019: công ty cho biết tín hiệu thị trường tích cực, về phía đối thủ lớn tại thị trường miền Nam là Hoa Sen: hoạt động quảng cáo, chiết khấu trầm lắng hơn giai đoạn trước; công ty đánh giá điều này có đóng góp phần nào trong tăng trưởng sản lượng 1H2019.

BSC dự báo doanh thu thuần của BMP đạt 4,184 tỷ (+6.8% YoY) với giá định sản lượng tiêu thụ đạt 104 nghìn tấn (+10% YoY), chiết khấu nền, chiết khấu thương mại và chiết khấu thanh toán không đổi, giá bán đầu ra không có điều chỉnh so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận hoạt động giảm từ 15.6% về 14% do tác động của chi phí khoán vận chuyển trong năm. LNST dự báo đạt 408 tỷ (-4.6% YoY), tương đương với EPS = 4,480 đồng/CP, P/E fw = 10.6x.

AAA – THEO DÕI

Kết quả kinh doanh 1H2019: Doanh thu 5,085 tỷ (+67% YoY), LN trước thuế 438 tỷ (gấp 3.3 lần cùng kỳ), tương ứng hoàn thành 51% và 69% kế hoạch doanh thu và LN cả năm. Trong đó:

- Mảng bao bì nhựa (40% doanh thu, +20.4% YoY): Sản lượng đạt 45,800 tấn (+29% YoY) với động lực tăng trưởng chính đến từ thị trường Nhật Bản (32% doanh thu, +40% YoY); Mỹ (10% doanh thu, +82% YoY).
- Mảng thương mại (46% doanh thu, + 23.9% YoY), biên LNG được cải thiện so với cùng kỳ sau khi ký được hợp đồng bao tiêu sản phẩm PP với BSR.
- Mảng bán và cho thuê đất và nhà xưởng KCN (13% doanh thu, chưa phát sinh trong 1H2018): Tỷ lệ lấp đầy đến hết 1H2019 đạt 59% (kế hoạch năm 2019 lấp đầy 40%).

Kế hoạch kinh doanh 2H2019: Sản lượng 50,000 tấn (tương đương cùng kỳ). Tỷ lệ lấp đầy KCN lên 90% (tương đương +13ha). Doanh thu kế hoạch 4,915 tỷ, LNST 176 tỷ (hoàn toàn từ hoạt động core), như vậy kế hoạch kinh doanh không có điều chỉnh so với ĐHCĐ. **Dựa trên triển vọng kinh doanh thời gian tới và tiến độ hoàn thành kế hoạch trong 1H2019, chúng tôi đánh giá AAA nhiều khả năng sẽ hoàn thành vượt mức KH lợi nhuận năm 2019.**

Trong thời gian tới, công ty dự kiến đẩy mạnh sản phẩm tự hủy sinh học (bao bì, dao thìa đĩa...), mục tiêu đóng góp 50-60% doanh thu năm 2024. Công ty mẹ, tập đoàn An Phát Holdings (APH) cũng vừa thực hiện mua lại cổ phần chi phối tại một công ty Hàn Quốc sở hữu công thức sản xuất nguyên liệu tự hủy PBTA. Thời gian tới, tập đoàn sẽ đầu tư một nhà máy sản xuất hạt nhựa tự hủy (công suất 20,000 tấn/năm, CAPEX 20 triệu USD; đầu tư GD1 5,000 tấn, CAPEX ước khoảng 6 triệu USD) tại KCN

Anphat Complex nhằm tự chủ về nguyên liệu tự hủy đầu vào cho sản xuất. Dự kiến nhà máy có thể đi vào vận hành từ cuối năm 2020. Với việc tự chủ về nguyên liệu của tập đoàn, AAA kỳ vọng sẽ có thể giảm được giá thành sản phẩm tự hủy, nhờ đó đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm này.

Dự án KCN 180 ha tại Nam Sách, Hải Dương: AAA cho biết sau khi nhận được chấp thuận đầu tư chính thức sẽ thực hiện đầu tư dự án này với dự kiến doanh thu dự án 2,500 tỷ.

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 29/07/19	Giá mục tiêu
BMP	4,275	407	4,480	11.9	1.41	13.1%	15.5%	48,800	57,300
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*

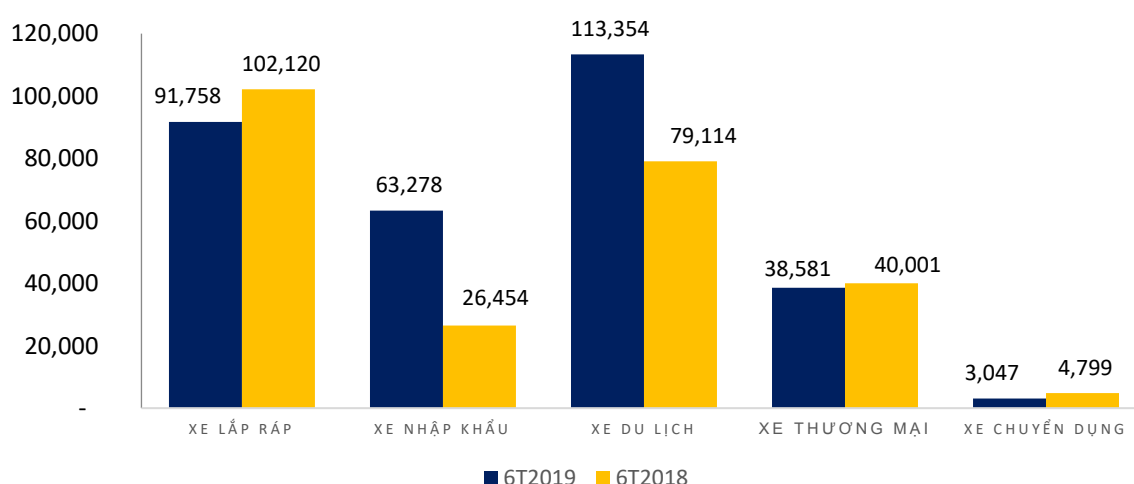
Ngành Ô tô [Trung lập]

- Doanh số bán xe toàn thị trường ô tô Việt Nam 1H2019 đạt 154,273 xe (+21% YoY).
- Phí trước bạ xe bán tải tăng khiến giá xe bán tải tăng.

Doanh số bán xe toàn thị trường ô tô Việt Nam 1H2019 đạt 154,273 xe (+21% YoY). Về mặt xuất xứ, doanh số xe lắp ráp trong nước -10% YoY trong khi khu xe nhập khẩu +203% YoY. Về tính năng, xe ô tô du lịch -35% YoY; xe thương mại -1,5% YoY và xe chuyên dụng -32% YoY. Chúng tôi cho rằng lượng tiêu thụ xe nhập khẩu tăng mạnh nhờ vào (1) giá xe bắt đầu giảm nhờ cạnh tranh của các hãng xe và (2) nguồn cung xe nhập khẩu tăng do nghị định 116 được giải quyết các hãng xe được phép nhập khẩu xe bình thường tuy nhiên chúng tôi lưu ý tốc độ tăng trưởng này sẽ quay trở về mức bình thường, không đột biến so với cùng kỳ như 1H2019. Xe nhập khẩu tăng chiếm thị phần của xe lắp ráp trong nước và mảng kinh doanh xe thương mại và chuyên dụng sẽ tiếp tục không khả quan do năm 2015 Chính phủ ra quy định siết tải trọng, khiến nhu cầu thay xe tăng lên đẩy sản lượng bán xe đạt đỉnh, sau đó lượng cầu xe thương mại bắt đầu giảm dần qua các năm, dự kiến tình trạng này sẽ còn kéo dài thêm khoảng 2 - 3 năm nữa mới đến giai đoạn siết tải trọng tiếp theo. Tuy nhiên kinh doanh xe thương mại và chuyên dụng sẽ tiếp tục không khả quan do năm 2015 Chính phủ ra quy định siết tải trọng, khiến nhu cầu thay xe tăng lên đẩy sản lượng bán xe đạt đỉnh, sau đó lượng cầu xe thương mại bắt đầu giảm dần qua các năm, dự kiến tình trạng này sẽ còn kéo dài thêm khoảng 2 - 3 năm nữa mới đến giai đoạn siết tải trọng tiếp theo.

Phí trước bạ xe bán tải tăng khiến giá xe bán tải tăng. Nghị định 20/2019 sửa đổi, bổ sung quy định về tính lệ phí trước bạ thay đổi cách tính với xe tải van và xe bán tải: xe 5 chỗ ngồi trở xuống, có khối lượng chuyên chở dưới 1,500 kg, mức thu lệ phí trước bạ lần đầu sẽ bằng 60% lệ phí trước bạ của ô tô con. Ở lần nộp lệ phí trước bạ lần thứ 2 trở đi, mức thu là 2% áp dụng thống nhất toàn quốc. Chúng tôi cho rằng quy định này sẽ làm đội giá bán xe tăng lên, giảm doanh số kinh doanh xe bán tải.

Doanh số bán xe 6 tháng 2019



Nguồn: VAMA, BSC Research

KQKD quý 2/2019, DT và LNST của các DN đã công bố kết quả kinh doanh lần lượt 8,210 tỷ đồng (+25.6% YoY) và 2,224 tỷ đồng (+7.1% YoY). Trong đó, hai doanh nghiệp phân phối xe ô tô (SVC và HAX) tăng về mặt doanh thu tuy nhiên LNST giảm mạnh so với cùng kỳ SVC (-36.6% YoY) và HAX (-20.1% YoY). Nguyên nhân do lượng cung xe nhập khẩu tăng mạnh khiến tăng cạnh tranh giữa hãng xe khiến

biên LNG gộp mảng phân phối xe giảm. Ngược lại, VEA có doanh thu giảm -31.3% YoY do hoạt động kinh doanh cốt lõi là xe thương mại kém hiệu quả tuy nhiên LNST tăng trưởng +14% nhờ vào cổ tức từ các công ty liên doanh với doanh số bán xe ô tô 1H2019 tăng mạnh so với cùng kỳ (Honda +60% YoY, Toyota +44% YoY và Ford +62% YoY).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá TRUNG LẬP với cổ phiếu ngành ô tô Mảng xe nhập khẩu vẫn sẽ có kết quả kinh doanh khả quan nhờ (1) 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, (2) lượng cung xe nhập khẩu cũng sẽ tăng mạnh sau khi NĐ 116 được giải quyết và (3) dư địa ngành ô tô Việt Nam còn lớn vì tỷ lệ sở hữu xe đạt 2% hộ gia đình có xe, thấp hơn so với các nước trong khu vực (Malaysia - 82%, Thái Lan - 51%, Philippines - 6%). Tuy nhiên mảng xe thương mại vẫn còn đang khó khăn do (1) tác động quy định siết tải trọng năm 2015 (đã nói ở trên), (2) nhiều doanh nghiệp vẫn chưa đáp ứng được tiêu chuẩn khí thải Euro 4 và (3) giá thành xe sử dụng động cơ Euro 4 cao hơn Euro 2 khoảng 200 – 300 triệu đồng/chiếc làm giảm nhu cầu sử dụng xe.

Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/07/19	Giá mục tiêu
VEA	7,424	8,288.2	6,913	7.6	2.83	21%	33%	63,000	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Theo BSC, sản lượng lốp trong năm 2019 được dự báo sẽ tăng trưởng +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 2018.
- Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành Sản 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 6T2019, sản lượng ô tô đạt 154,955 xe (+23.3% YoY), trong đó lượng xe nhập khẩu tăng mạnh +232% YoY, xe lắp ráp trong nước -14% 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 Asean 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, từ 33-34 triệu VND/tấn 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 68 USD/thùng (-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 2018. Hiện nhà nước đã thực hiện thoái vốn tại DRC trong 2Q2019, nhưng không thành công trong quý 2/2019.

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 săm lốp khó tăng giá bán. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu DRC.

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 29/07/19	Giá mục tiêu
DRC	3,405	135	1,020	18x	1.4x	5%	8.8%	18,400	23,600

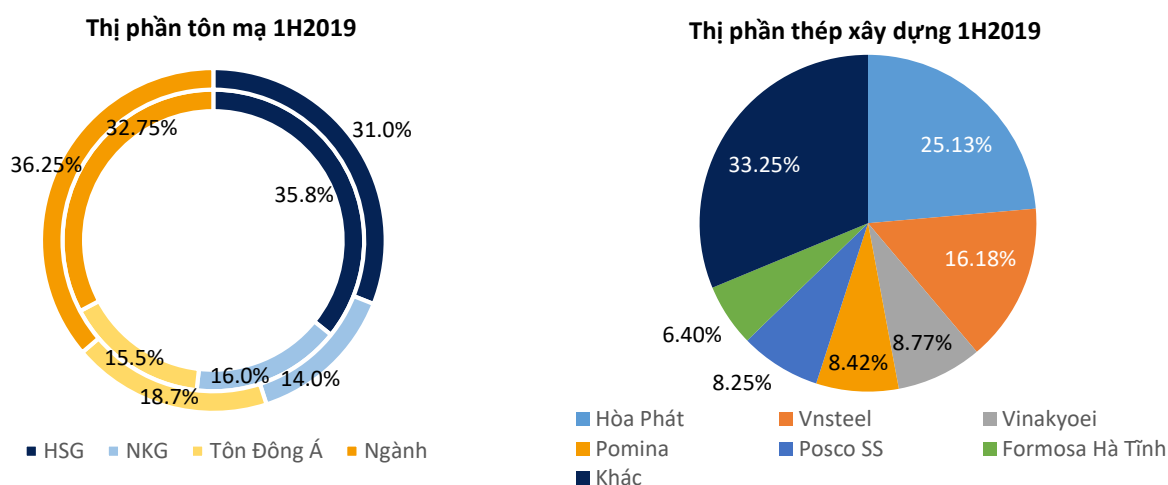
Nguồn: BSC Research

Ngành Thép [Trung lập]

- Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 22.9% trong khi mặt bằng giá chung giảm.
- Tiêu thụ ống thép gần như không tăng trưởng khi tôn mạ giảm 5.3% do sản lượng xuất khẩu giảm.
- Quặng sắt tăng mạnh và sẽ thiết lập mặt bằng giá quặng mới trong năm 2019.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành thép.

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng với mặt bằng giá thấp hơn cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng 6T2019 đạt 5.3 triệu tấn (+8.96% YoY) tuy nhiên mặt bằng chung giá thép xây dựng giảm so với năm 2018 do (1) nhu cầu xây dựng có dấu hiệu chậm lại khi các dự án bất động sản phía Nam gặp vướng mắc về giấy phép xây dựng và (2) chi tiêu cho hạ tầng không có dấu hiệu tích cực. Hòa Phát vẫn tiếp tục dẫn đầu với 25.1% thị phần (+ 2.8% YoY) theo sau là VNSteel, Vinakyoel và Pomina.

Tiêu thụ ống thép gần như không tăng trưởng; tôn mạ giảm do xuất khẩu giảm. Tiêu thụ ống thép 6T2019 đạt 1.19 triệu tấn (+1.4% YoY) trong đó sản lượng tiêu thụ của Hòa Phát tăng khoảng 14% đến từ việc lấy thị phần của HSG và SeAH. Tiêu thụ tôn mạ đạt 1.78 triệu tấn, giảm 5% so với cùng kỳ chủ yếu giảm ở sản lượng xuất khẩu do xu hướng bảo hộ mặt hàng này tại các nước Đông Nam Á. Các doanh nghiệp dẫn đầu thị phần vẫn là HSG (31% thị phần), Tôn Đông Á (18.7% thị phần) và NKG (14% thị phần).



Nguồn: Báo cáo Hiệp hội Thép

Quặng sắt tăng mạnh và được dự báo sẽ thiết lập mặt bằng mới trong năm 2019, bình quân 85-95 USD/tấn, theo dự báo của BSC. Sự cố vỡ đập của Vale tại Brazil vào tháng 1 và ảnh hưởng của cơn bão Veronica tại Úc khiến ba nhà khai thác quặng sắt lớn nhất thế giới phải cắt giảm sản lượng đã đẩy giá quặng lên mức đỉnh trong 5 năm gần đây. Tính đến ngày 24/7/2019, giá quặng 62% Fe xuất khẩu tại Úc đi Trung Quốc ở mức USD 116 /tấn và trung bình năm 2019 (Ytd) là USD 95.5 /tấn so với mức giá trung bình năm 2018 là USD 68.5 /tấn. Trong ngắn hạn, giá quặng sẽ không thể giảm sâu và sẽ dự báo được duy trì ở mức trên trên USD 100 /tấn do (1) nguồn cung từ các đập còn lại của Vale được dự báo sẽ chỉ có thể được bù đắp phần nào cho tới cuối năm, (2) lượng tồn kho quặng tại Trung Quốc đang ở mức thấp kỷ lục sẽ là lực hỗ trợ cho đà giảm của giá quặng. Sau đó giá quặng có thể sẽ tiếp tục điều chỉnh về ngưỡng cân bằng hơn cho cả các nhà sản xuất quặng và sản xuất thép. BSC dự báo giá

quặng sẽ duy trì ở ngưỡng trên USD 100/tấn trong vòng một đến hai tháng tới do giá quặng sẽ được hỗ trợ bởi lực mua từ các doanh nghiệp thép Trung Quốc trong bối cảnh lượng quặng tồn kho của Trung Quốc đang ở mức thấp kỷ lục và sau đó sẽ giảm về ngưỡng USD 95 /tấn trong năm 2019. Cho cả năm 2019, BSC đưa ra dự báo giá quặng trung bình trong ngưỡng USD 85 – 95 /tấn. Đối với năm 2020, BSC dự báo giá quặng sẽ có thể hạ nhiệt về ngưỡng USD 80 – 85 /tấn khi Vale có thể dần bù đắp sản lượng ở các mỏ bị đóng cửa.

Giá HRC hạ nhiệt khi tiêu dùng xe ô tô của Trung Quốc và thế giới có dấu hiệu chậm lại. Sau khi giảm vào hồi đầu năm do những lo ngại về chiến tranh thương mại khiến đồng tiền nhiều nước xuất khẩu thép giảm giá và kết quả kinh doanh kém của các hãng sản xuất ô tô và đồ dùng gia dụng của Trung Quốc (2 ngành công nghiệp tiêu thụ chính sản phẩm thép cán nóng), giá HRC đã hồi phục trở lại trong quý II và duy trì mặt bằng giá ở mức USD 510 /tấn. Gần nhất, giá HRC nội địa và nhập khẩu giao tháng 9 đều đã tăng khi Formosa thông báo cắt giảm sản lượng HRC từ 16 – 20% trong tháng 8. Hiện tại giá HRC giao tháng 9 của Formosa ở mức từ USD 530 – 540 / tấn.

Giá than mỡ luyện coke có thể sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối 2019. Tuy không có nhiều biến động trong nửa đầu năm 2019, giá than coke được dự báo sẽ có thể hạ nhiệt trong nửa cuối 2019 khi nguồn cung từ Mông Cổ, Nga được gia tăng, bù đắp cho sản lượng thiếu hụt than từ Trung Quốc. Hiện tại giá than mỡ luyện coke từ Nga được giao dịch ở ngưỡng USD 190 – 195 /tấn.

Hoạt động xây dựng đình trệ tạo áp lực giảm giá thép xây dựng trong bối cảnh cạnh tranh cao. Trong 6T đầu năm giá thép xây dựng nhìn chung giảm so với cùng kỳ nhưng đã hồi phục lại kể từ mức đáy ở cuối năm 2018. Để dự báo cho giá thép xây dựng trong năm 2019, BSC đưa ra 2 kịch bản. Kịch bản 1 với nhiều khả năng xảy ra: nhu cầu xây dựng nội địa không có tiến triển lớn và không có bất ngờ tiêu cực lớn từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, giá thép sẽ đi ngang ở mức 12.3 – 12.5 triệu đồng/tấn và có thể sẽ giảm nhẹ vào cuối Q4 khi nhà máy Dung Quất của Hòa Phát chính thức vận hành thương mại. Kịch bản tích cực: thị trường bất động sản trong miền Nam tháo gỡ được khó khăn vào cuối năm 2019 khiến nhu cầu xây dựng quay trở lại lớn, giá thép trong nước được hỗ trợ tăng lên mức khoảng 12.6 – 12.7 triệu đồng/tấn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Đối với ngành thép, BSC giữ quan điểm **TRUNG LẬP** bởi những lí do (1) nhu cầu về thép xây dựng chưa có sự khởi sắc khi thị trường bất động sản và hoạt động giải ngân hạ tầng chưa có dấu hiệu tiến triển và (2) công suất thép xây dựng và tôn mạ đều đang dư thừa trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về trung hạn, BSC kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thép sẽ tăng lên khi giải ngân đầu tư công có những chuyển biến mới và thị trường bất động sản sôi động hơn vào năm 2021.

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/cp)	PE fw	PB fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá đóng cửa 29/07/19	Giá mục tiêu
HPG	66,389	7,064	2,559	8.64	N/A	11.3%	16.7%	22,100	21,752
NKG	17,275	131	720	N/A	N/A	N/A	8%	6,100	N/A
HSG	36,142	595	1,550	N/A	N/A	N/A	10%	7,300	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Thủy sản [Trung lập]

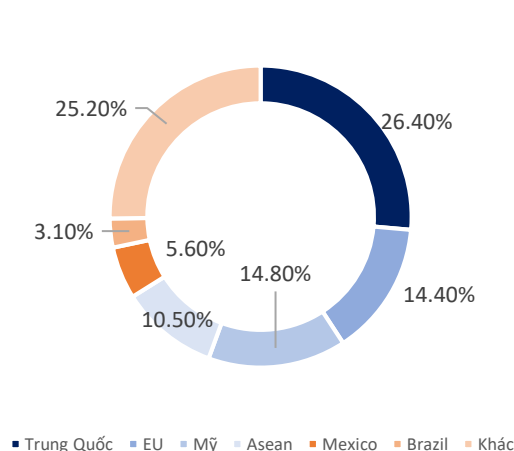
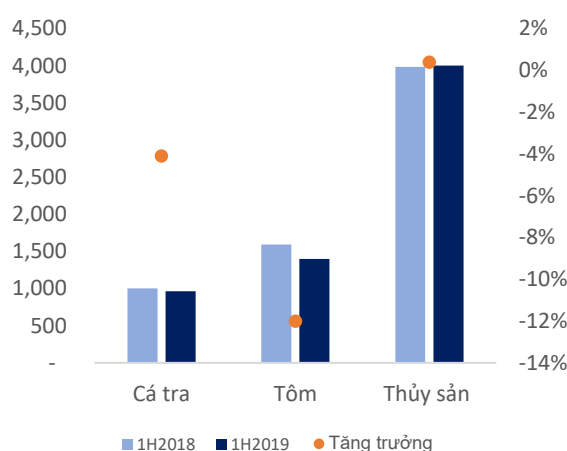
- Lũy kế 1H2019, kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 1.4 tỷ USD, giảm 12% so với cùng kỳ.
- Lũy kế 1H2019, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 961.6 triệu USD, giảm 4.1% so với cùng kỳ. Thị trường Mỹ ghi nhận mức sụt giảm mạnh (-27.9% YoY) với kim ngạch đạt 141.9 triệu USD.
- Việc ký kết hiệp định EVFTA sẽ giúp ngành thủy sản Việt Nam được hưởng lợi (đặc biệt là ngành tôm) khi mức thuế giảm.

Kim ngạch xuất khẩu tôm tiếp tục suy giảm trong nửa đầu năm 2019 do nhu cầu tiêu thụ yếu. Giá trị xuất khẩu tôm trong 1H2019 đạt 1.4 tỷ USD (-12% YoY). Trong đó, thị trường EU – thị trường nhập khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam ghi nhận mức sụt giảm 25.9% với kim ngạch đạt 300.5 triệu USD. Giá xuất khẩu ở mức thấp cùng với nhu cầu tiêu thụ yếu khiến cho sản phẩm tôm chưa tăng trưởng như kỳ vọng.

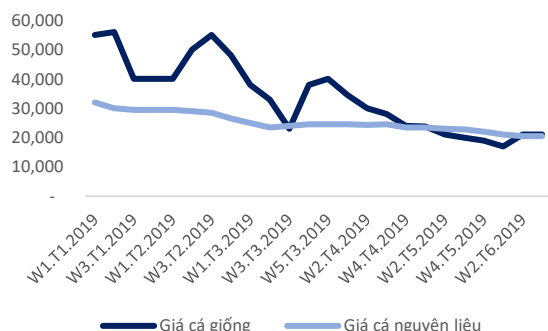
Kết thúc 1H2019, cá tra ghi nhận mức sụt giảm sau giai đoạn tăng trưởng mạnh trong năm 2018. Giá trị xuất khẩu cá tra đạt 961.6 triệu USD (-4.1% YoY). Trong đó, thị trường Mỹ ghi nhận mức sụt giảm mạnh với tổng giá trị XK đạt 141.9 triệu USD (-27.9% YoY). (1) Nguồn cung nguyên liệu dồi dào hơn năm trước cùng với (2) mức tồn kho tại các thị trường xuất khẩu vẫn cao là nguyên nhân chính khiến việc xuất khẩu giảm sút so với cùng kỳ.

Lũy kế 1H2019, xuất khẩu thủy sản đạt kim ngạch 4 tỷ USD (+0% YoY): tôm đạt 1.4 tỷ USD (-12% YoY), cá tra đạt 961 triệu USD (-4% YoY)

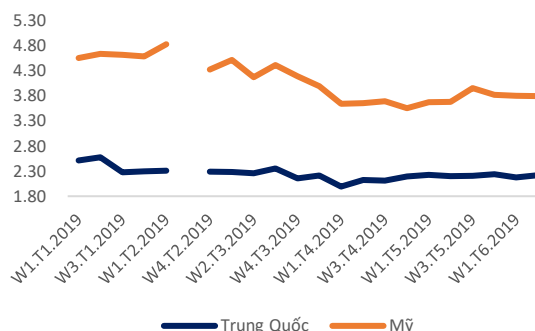
Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu cá tra trong 1H2019: Trung Quốc tiếp tục là thị trường đứng đầu về thị phần, thị trường Mỹ tụt xuống vị trí thứ hai và gần bị bắt kịp bởi EU



Lũy kế 1H2019, giá cá tra giống và nguyên liệu tiếp tục xu hướng giảm



Giá xuất khẩu cá tra vào Mỹ và Trung Quốc đều có xu hướng giảm



Nguồn: BSC Research

Hiệp định EVFTA được ký kết sẽ giúp ngành thủy sản được hưởng lợi. Sau khi EVFTA được ký kết, sau 1 năm, thuế NK tôm nguyên liệu (tôm hùm xanh ướp đá; tôm sắt PD tươi đông lạnh;...) vào EU sẽ về 0% từ mức hiện tại là 12.5%, thuế sản phẩm tôm (tôm sú PD đông lạnh, tôm sú lật đầu còn vỏ,...) về 0% từ 20% hiện tại. **Điều này giúp các doanh nghiệp xuất khẩu tôm hưởng lợi lớn do mức giảm thuế mạnh ngay trong năm đầu và EU là thị trường nhập khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam.** Tuy nhiên, với các sản phẩm cá tra, BSC cho rằng tác động của việc giảm thuế trong mỗi năm không tạo ra ảnh hưởng đột biến do mức thuế hiện tại ở mức thấp, cùng với thời gian giảm về 0% khá dài (3 năm giảm từ mức 9% về 0%).

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 do năm 2018 đã ghi nhận mức tăng trưởng cao. Với doanh nghiệp cá tra, BSC cho rằng giá bán khó có thể duy trì mức tăng 30 – 35% trong năm 2018. 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 cho rằng giá bán của các doanh nghiệp tôm tiếp tục đi ngang trong 2019.

VHC – MUA – Giá mục tiêu 102,000 VND/cp – Upside 16.7% - P/E fw = 6.1

Lũy kế 1H2019, VHC ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 3,814 tỷ (-5.6% YoY) và 795 tỷ (+55.6% YoY) với biên LNG đạt 22.3%. Trong đó, DT và LNTT của Q2 đạt 2,024 tỷ (-9.6% YoY) và 449 tỷ (+12.8% YoY). Kim ngạch xuất khẩu của VHC đạt 158 triệu USD (+0% YoY). Sau khi được hưởng lợi trong Q1.2019 nhờ giá bán neo ở mức cao và chi phí đầu vào giảm, VHC đang bắt đầu chịu ảnh hưởng tiêu cực trong bối cảnh ngành cá tra đang khó khăn hơn. Hai thị trường chính của Vĩnh Hoàn (Mỹ và Trung Quốc) đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng âm trong 1H2019 do nhu cầu nhập khẩu thấp.

Về triển vọng 2H2019, chúng tôi cho rằng tình hình xuất khẩu sẽ khả quan hơn trong quý cuối năm khi nhu cầu tiêu thụ lớn và hàng tồn kho năm trước không còn. Đối với năm 2020, việc công ty tiến hành

khai thác vùng nuôi mới làm tăng sản lượng và tỷ lệ chủ động nguồn nguyên liệu của công ty. BSC dự báo doanh thu 2019 của VHC đạt 9,036 tỷ, LNST đạt 1,328 tỷ, tương ứng với EPS 2019 = 14,340, P/E fw 2019 = 6.1.

ANV – THEO DÕI – P/E fw = 10.46

Lũy kế 1H2019, ANV ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 1,975 tỷ (+17.3% YoY) và 408 tỷ (+89.7% YoY) với biên LNG đạt 25.4%. Trong đó, DT và LNTT của Q2 đạt 1,064 tỷ (+22.6% YoY) và 177 tỷ (+39.4% YoY). Kim ngạch xuất khẩu của ANV đạt 66.6 triệu USD (+11% YoY). Thị trường Trung Quốc và Đông Nam Á của ANV ghi nhận mức tăng trưởng mạnh với tốc độ tăng lần lượt là 53% và 30%. Công ty cho biết công ty sẽ tập trung phát triển thị trường Trung Quốc – Hong Kong trong thời gian tới. Công ty đã ký kết hợp tác độc quyền với Fenglei (doanh nghiệp bán buôn tại Trung Quốc) để phân phối sản phẩm cá tra với thương hiệu riêng của Nam Việt.

Công ty hiện đang tiến hành xây dựng vùng nuôi Bình Phú với diện tích 600 ha. Vùng nuôi này dự kiến phục vụ cho thị trường Trung Quốc, kỳ vọng có thể thu hoạch từ tháng 11 năm 2019. Công ty kỳ vọng vùng nuôi sẽ đóng góp 150,000 tấn cá vào năm 2020 và nâng lên 250,000 tấn vào năm 2021.

MPC – THEO DÕI – P/E fw = 10.46

Kết thúc Q1.2019, MPC ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 3,363 tỷ (+9.5% YoY) và 90 tỷ (-30.4% YoY) với biên LNG đạt 10.2%. Kim ngạch xuất khẩu của MPC đạt 286 triệu USD (+1% YoY), trong đó, thị trường Mỹ đạt 110.8 triệu USD (+12% YoY), thị trường Nhật đạt 55 triệu USD (-15% YoY) và thị trường Châu Âu đạt 38.4 triệu USD (+23% YoY). Sản lượng xuất khẩu lũy kế 6T.2019 đạt 25,658 tấn (+3% YoY) nhưng giá bán giảm nhẹ (-2% YoY). BSC cho rằng Minh Phú vẫn chịu ảnh hưởng chung bởi diễn biến chưa khả quan của ngành tôm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ được hưởng lợi khi hiệp định EVFTA có hiệu lực và mức thuế tôm giảm về 0% từ mức 12.5% (tôm hùm, tôm PD tươi đông lạnh) và từ mức 20% (tôm sú PD đông lạnh) trong 1 năm.

Mã CK	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/07/19	Giá mục tiêu	Upside
VHC	9,036	1,329	14,340	6.1	1.7	19%	29%	87,300	102,000	16.8%

Nguồn: BSC Research

Ngành Vận tải [Trung lập]

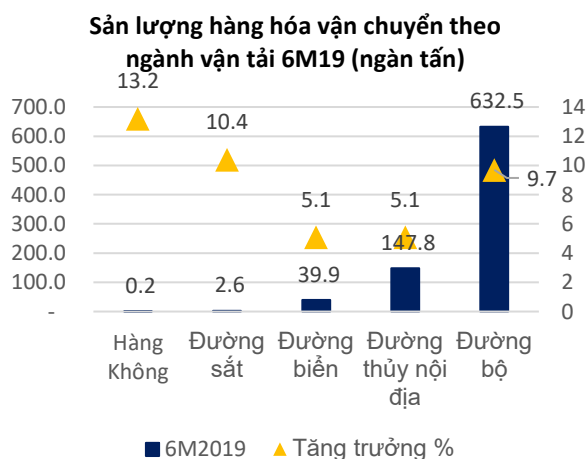
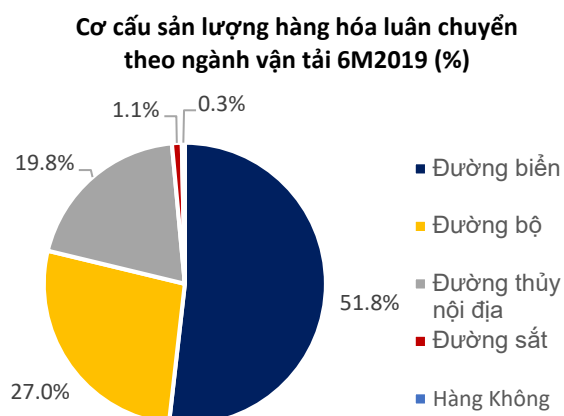
- Vận tải hành khách 6T2019 đạt 2,496 triệu lượt (+10,7% YoY), trong đó vận tải hành khách đường bộ và đường hàng không có mức tăng cao nhất lần lượt là 10.9% YoY và 8.3% YoY.
- Sản lượng hàng hóa vận chuyển tăng trưởng ổn định đạt 823,051.2 triệu tấn (+8.5% YoY) trong 6 tháng đầu năm 2019 theo GSO.
- Quy ước khí thải IMO sẽ làm ảnh hưởng lớn tới ngành vận tải biển trong năm 2019 -2020.
- BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** với cảng Vận tại. Chúng tôi khuyến nghị MUA PVT.

Vận tải hành khách 6T2019 đạt 2,496 triệu lượt (+10,7% YoY), trong đó vận tải hành khách đường bộ và đường hàng không có mức tăng cao nhất lần lượt là 10.9% YoY và 8.3% YoY (Tổng cục thống kê). Sản lượng hành khách luân chuyển tăng 9.5% đạt 113.6 tỷ lượt khách.km; trong đó vận tải đường bộ chiếm 70% (+10.3% YoY), vận tải đường hàng không cung cấp 30,6 tỷ lượt khách.km (+ 8,8% YoY). Theo thống kê của Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV), sản lượng hành khách qua các cảng hàng không của trong nước 6T2019 đạt 57 triệu lượt (+9.5% YoY), trong đó quốc tế là 20 triệu (+13% YoY), quốc nội đạt 37 triệu (+7.5% YoY). Sản lượng hành khách qua Tân Sơn Nhất và Nội Bài chiếm 61% tổng sản lượng, tăng trưởng lần lượt 4.3% YoY và 9.9% YoY. CHKQT Đà Nẵng và Cam Ranh ghi nhận tăng trưởng mạnh với sản lượng hành khách qua cảng lần lượt là 7.6 triệu lượt (+17% YoY) và 4.8 triệu lượt (+18% YoY).

Sản lượng hàng hóa vận chuyển tăng trưởng ổn định đạt 823,051.2 triệu tấn (+8.5% YoY) theo GSO.

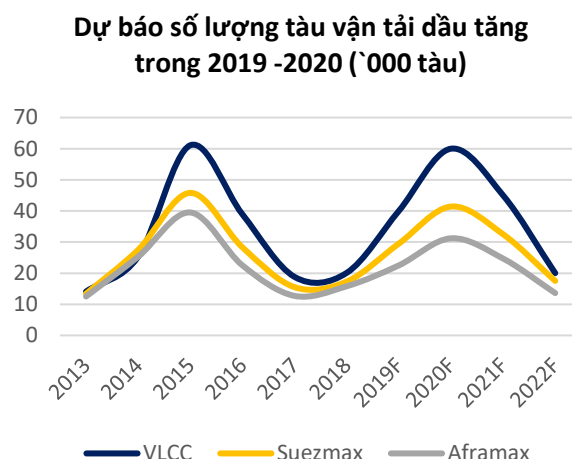
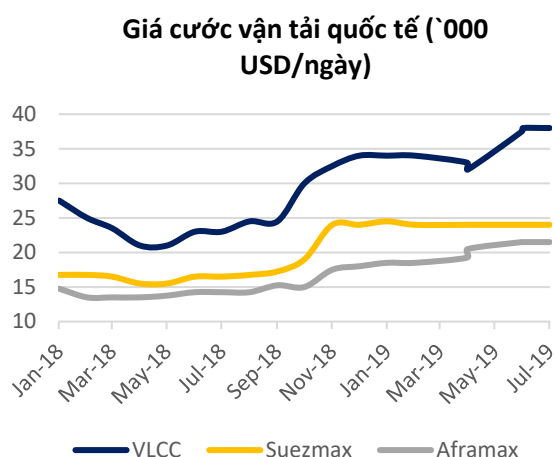
Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng hàng hóa vận tải cả nước tăng trưởng ổn định 8.5% trong đó đóng góp nhiều nhất là đường bộ với 632,546.8 nghìn tấn(+9.7% YoY), đường thủy nội địa là 147,821.6 nghìn tấn (+5.1% YoY), đường biển đạt 39,885.3 nghìn tấn (+5.1% YoY) và cuối cùng là hàng không đạt 211.4 nghìn tấn (+13.2% YoY). Tuy nhiên, nếu nhìn vào hàng hóa luân chuyển thì chúng tôi đánh giá hàng hóa vận chuyển bằng đường biển phải chiếm tỷ trọng hơn 51.7% trên thông sản lượng hàng hóa luân chuyển và tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm đạt 6.7% YoY. Qua đó, chúng tôi đánh giá vận tải biển vẫn là con đường giao thương hàng hóa quan trọng đối với Việt Nam kết nối với thế giới với lợi thế vị trí địa lý thuận lợi cho các tuyến hàng hải quốc tế và hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ -

Trung.



Nguồn : GSO

Quy ước khí thải IMO sẽ làm ảnh hưởng lớn tới ngành vận tải biển trong 2019 – 2020. Quy ước IMO sẽ có hiệu lực vào ngày 1/1/2020 áp dụng cho tất cả các hãng tàu phải giảm lượng khí thải lưu huỳnh xuống dưới 0.5% nhằm giảm thiểu lượng khí thải gây ô nhiễm môi trường. Hiện các hãng tàu có 3 phương pháp xử lý trước quy định IMO là (1) Lắp đặt bộ lọc Surplus Scrubber với chi phí 1-1.5 triệu USD/máy; (2) Sử dụng nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh thấp nhưng giá sẽ cao; (3) Thay thế tàu chạy bằng diesel nhưng sẽ không nhiều cảng có sẵn lượng diesel để nạp nhiên liệu cho tàu. Qua đó, chúng tôi đánh giá sẽ có 2 ảnh hưởng lớn đối với ngành vận tải biển: (1) Cung tàu trên thế giới sẽ giảm mạnh do các tàu có độ tuổi trên 10 năm sẽ phải thanh lý tàu; (2) Giá cước tàu sẽ tăng lên do các tàu vận tải sẽ giảm đi.



Nguồn: Fearnley

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với ngành vận tải. Chúng tôi lưu ý vận tải dầu thô hiện phụ thuộc nhiều vào 2 nhà máy lọc dầu Bình Sơn và Dung Quất do đó nếu Nghi Sơn bảo trì 50 ngày vào tháng 10 2019 và bảo trì lớn đối với Bình Sơn vào năm 2020 thì sẽ ảnh hưởng tới sản lượng vận tải dầu thô và thành phẩm của các doanh nghiệp vận tải biển. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu: PVT, HVN, và VJC.

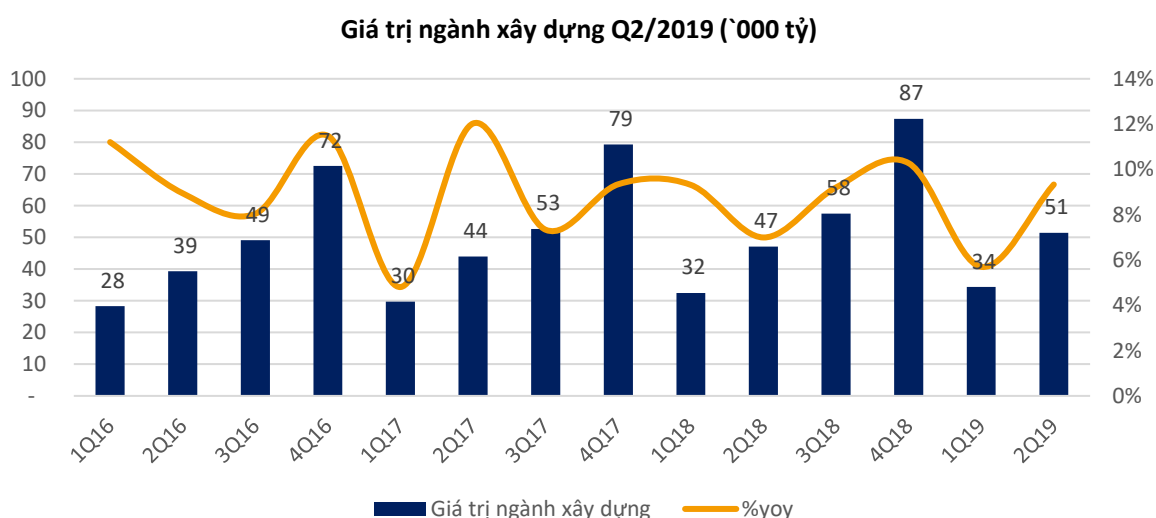
Mã CK	DT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/07/19	Giá mục tiêu
PVT	8,113	611	2.171	8.7	0.91	6%	11.6%	17,450	19,200
HVN	73,306	3,567	2,515	16.8	2.6	5.1%	15.6%	42,500	39,000
VJC	59,284	7,160	11,750	11.3	5.0	16.1%	38.7%	133,400	135,000

Nguồn: BSC Research

Ngành Xây dựng [Trung lập]

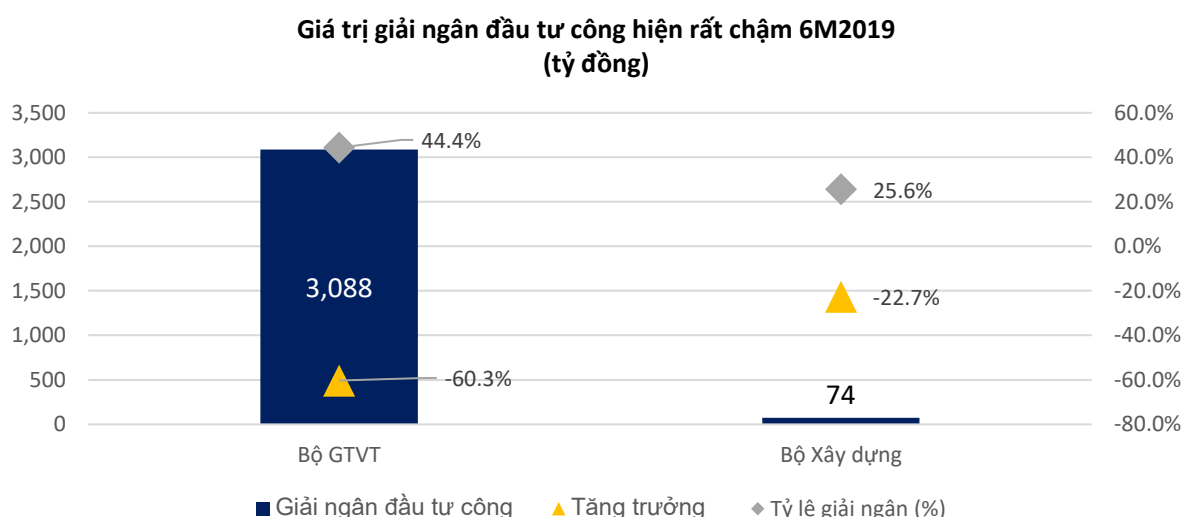
- Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 224,464 tỷ đồng (+9% YoY) theo GSO VN.
- TP.HCM phấn đấu đạt 95% kế hoạch giải ngân đầu tư công cho năm 2019.
- BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành xây dựng.

Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 85,798 tỷ đồng (+7.85% YoY) theo Tổng cục Thống kê. Tính riêng quý 2 năm 2019, tổng giá trị ngành xây dựng đã đạt 51,461 tỷ đồng tăng +9.33%. Qua đó, ngành xây dựng đóng góp vào tổng giá trị toàn ngành GDP là 5.5%. Chúng tôi cho rằng ngành xây dựng có sự phân hóa đáng kể đối với các dự án như dân dụng, hạ tầng và năng lượng. Đối với các doanh nghiệp xây dựng dân dụng, hiện tình trạng siết chặt nguồn cung bất động sản cả nước tăng mạnh khiến cho các doanh nghiệp xây dựng dân dụng gặp khó khăn như CTD, và HBC. Tuy nhiên, các doanh nghiệp xây dựng năng lượng nhìn chung tốt hơn nhờ các dự án cao năng lượng tái tạo như điện mặt trời, thủy điện nhờ cơ chế giá cước điện tái tạo hỗ trợ.



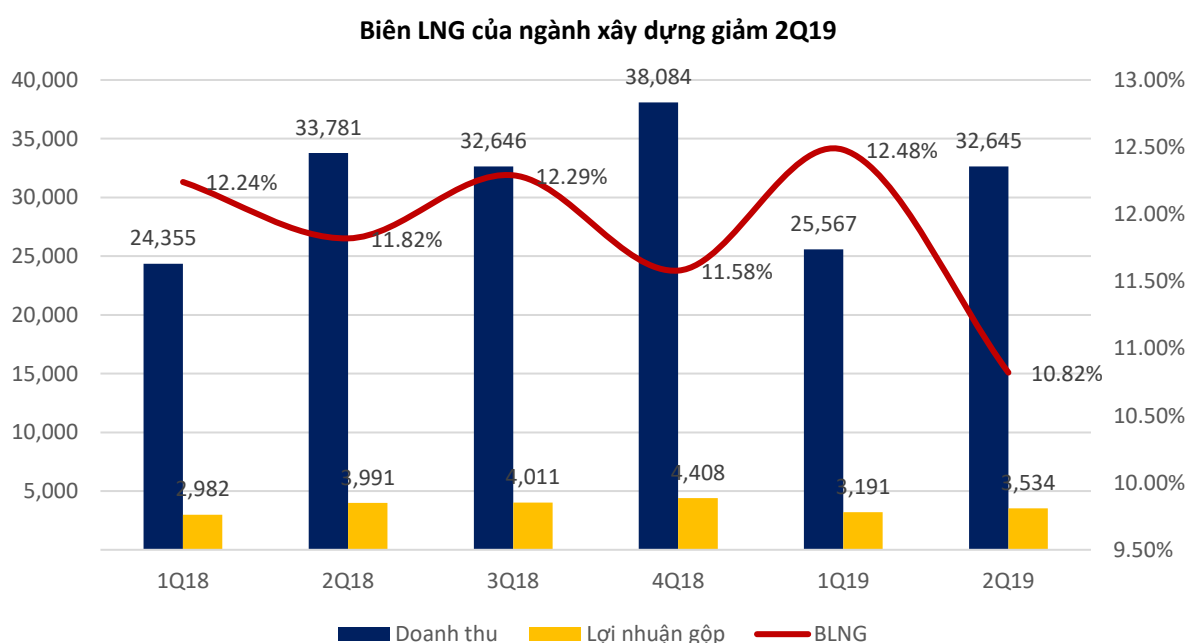
Nguồn: GSO

Tình hình giải ngân đầu tư công cả nước Việt Nam hiện vẫn khá chậm chỉ đạt 26.54% trong 6 tháng đầu năm 2019. Tính tới 6M2019, giá trị giải ngân vốn cho Bộ Xây Dựng đạt 74 tỷ đồng (-22.7% YoY) và Bộ Giao Thông Vận tải chỉ đạt 3,088 tỷ đồng (-60.3% YoY) tương đương chỉ đạt 39.7% so với cùng kỳ. Qua đó, chúng tôi đánh giá tình hình giải ngân cho đầu tư công năm nay sẽ còn nhiều khó khăn do tính hiệu quả của các dự án đầu tư công vào hạ tầng còn thấp, kéo dài thời gian thi công khiến cho đội vốn Nhà nước lên rất nhiều. Vì thế, chúng tôi cho rằng tiến độ giải ngân cho đầu tư công từ giờ tới cuối năm 2019 sẽ tiếp tục chậm nếu nhà nước chưa tháo gỡ các nút thắt về điều chỉnh quy định sử dụng vốn đầu tư công.



Nguồn: GSO, MPI

BLNG của ngành xây dựng giảm tương đối về 10.82% trong Q2/2019 do tình trạng thiếu hụt hợp đồng xây dựng mới. Theo thống kê có 94 doanh nghiệp xây dựng kể quả kinh doanh Q2/2019, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xây dựng hiện đang giảm mạnh về 10.82% so với cùng kỳ là 11.82%. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân của việc sụt giảm biên gộp là do tình trạng khan hiếm nguồn cung bất động sản trên thị trường trong 6 tháng đầu năm khiến cho lợi thế thương lượng của các chủ đầu tư có dự án BĐS tăng lên, qua đó các nhà thầu xây dựng buộc phải cắt giảm biên gộp lại nhằm đấu giá thành công các hợp đồng xây dựng. Chúng tôi đánh giá tình hình sẽ tiếp tục khó khăn cho ngành xây dựng trong 2H19 khi tình trạng BĐS không có nguồn cung vẫn tiếp diễn.



Nguồn: Fiinpro

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. Triển vọng 6 tháng cuối năm chúng tôi đánh giá ngành xây dựng dân dụng sẽ còn nhiều khó khăn do (1) Tình trạng siết chặt nguồn cung bất động sản khiến cho các doanh nghiệp xây dựng không ghi nhận nhiều hợp đồng ký mới và hầu như ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng chuyển tiếp trong năm trước nên chúng tôi cho rằng doanh thu của các công ty xây dựng dân dụng có thể sẽ tiếp tục giảm trong năm 2020, (2) Cạnh tranh gay gắt khiến biên lợi nhuận bị bào mòn. Tuy nhiên, mảng xây lắp hạ tầng và các dự án năng lượng điện nước vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nhờ một số dự án trọng điểm như sân bay Long Thành, xây dựng các dự án thủy điện, điện mặt trời bổ sung cho mạng lưới điện quốc gia,... nên chúng tôi đánh giá khả quan mảng này. Qua đó, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI các cổ phiếu: CTD, HBC và MUA LCG.

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 29/07/19	Giá mục tiêu
CTD	27,149	1,280	15,557	6.5	0.9	7.5%	15.4%	115,000	108,900
HBC	17,191	526	2,667	6.5	1.2	3.1%	16.7%	14,050	16,000
LCG	2778.6	204.6	1,870	5.9	0.7	4%	12%	10,200	12,900

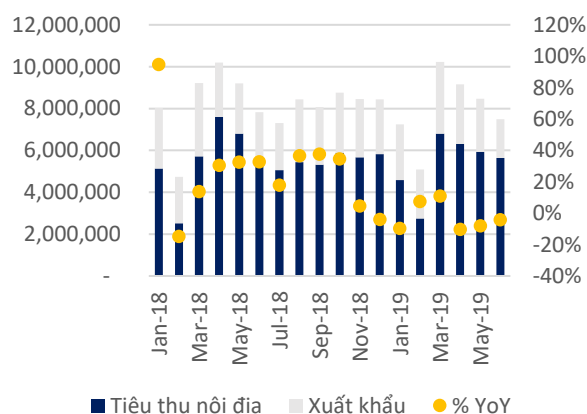
Nguồn: BSC Research

Ngành Xi măng [Trung lập]

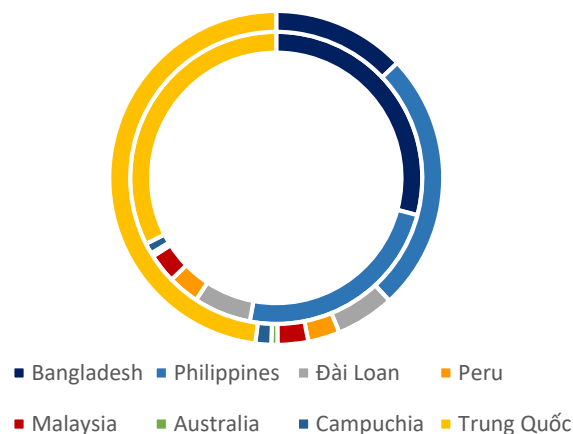
- Nửa đầu năm 2019, tiêu thụ xi măng và clinker đạt 47.7 triệu tấn (-3.1% YoY), trong đó tiêu thụ nội địa 32 triệu tấn (-4% YoY), xuất khẩu 15.67 triệu tấn (-1% YoY).
- Giá than giảm từ cuối Q2/2019 giúp giảm bớt áp lực chi phí với DN, giá điện tăng cơ bản đã được bù đắp bằng việc tăng giá cuối Q1/2019.
- Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu của các DN xi măng.

Nửa đầu năm 2019, tiêu thụ xi măng và clinker đạt 47.7 triệu tấn (-3.1% YoY), trong đó tiêu thụ nội địa đạt 32 triệu tấn (-4% YoY) do tình hình xây dựng chậm lại từ đầu năm. Xuất khẩu xi măng đạt 15.67 triệu tấn (-1% YoY) với Trung Quốc tiếp tục là thị trường xuất khẩu chủ lực (40% thị phần; +11% YoY). Xuất khẩu xi măng sang thị trường Trung Quốc tăng nhanh kể từ năm 2017 do Trung Quốc đẩy mạnh chiến dịch hạn chế các hoạt động sản xuất công nghiệp nặng (thép, xi măng...) để giảm ô nhiễm không khí, nhưng chúng tôi không lạc quan vào sự tăng trưởng này sau năm 2020. Ngược lại, các thị trường xuất khẩu lớn khác như Bangladesh ghi nhận giảm 3.4 triệu tấn (-67% YoY), chúng tôi cho rằng mức giảm này là do năng lực sản xuất nội địa của Bangladesh tăng lên, thay thế một phần sản phẩm nhập khẩu) và Philippines giảm 855 nghìn tấn (-21% YoY do ảnh hưởng của thuế tự vệ tạm thời 4 USD/tấn áp lên SP xi măng Việt Nam).

Sản lượng xi măng tiêu thụ 2018-2019
(Đơn vị: tấn)

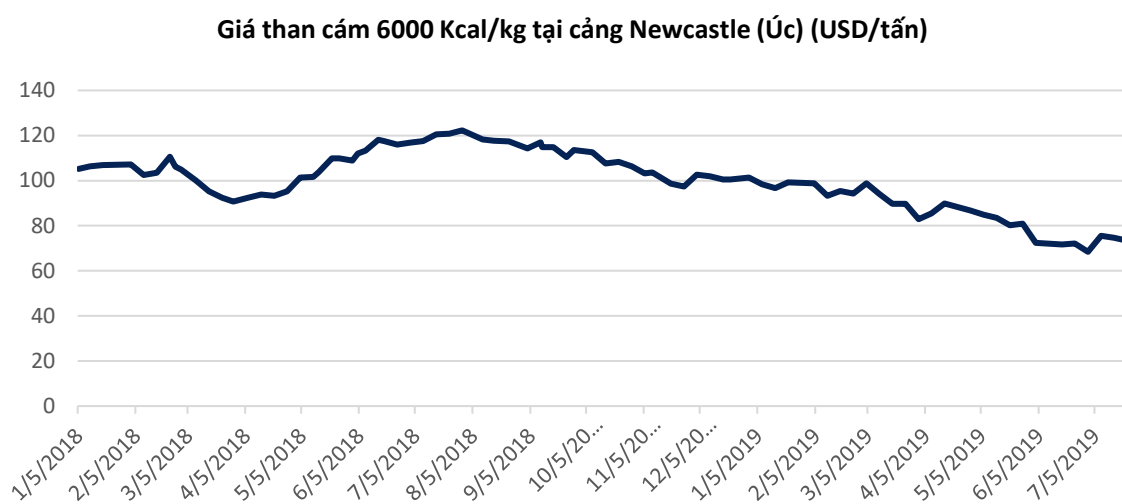


Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu (vòng trong: 1H2018; vòng ngoài: 1H2019)



Nguồn: FiinPro, Tổng cục hải quan

Giá than cám đầu vào trong xu hướng giảm nhẹ, giảm áp lực chi phí đối với các DN. Giá than cám FOB tại cảng Newcastle (Úc) -25% YTD, hay -19% YoY. Theo cập nhật của chúng tôi tại một số doanh nghiệp sản xuất xi măng, giá than đã giảm khoảng 50,000-70,000 đồng/tấn so với thời điểm đầu năm (tương ứng với mức giảm 2-2.5%). Nguyên liệu than chiếm từ khoảng 30% giá vốn của xi măng nên giá than giảm sẽ hỗ trợ cho các DN xi măng cải thiện lợi nhuận trong bối cảnh cạnh tranh tăng lên khi tiêu thụ có dấu hiệu chững lại.



Nguồn: Bloomberg

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành xi măng trong năm 2019 dựa trên các luận điểm:

- (1) Sản lượng tiêu thụ có dấu hiệu suy giảm do xây dựng nội địa chững lại, xuất khẩu sang Bangladesh và Philippines giảm sút nhưng vẫn được hỗ trợ bởi sản lượng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc.
- (2) Giá bán tăng đã cơ bản bù đắp được tăng giá điện từ cuối Q1/2019; giá than đang trong xu hướng giảm sẽ giúp các DN cắt giảm chi phí.

BSC khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HT1 (TP: 18,900 đồng/CP) và BCC (TP: 12,200 đồng/CP).

HT1- MUA – Giá mục tiêu: 18,900 đồng/CP – Upside: + 20.3%

Kết quả kinh doanh 1H2019: Sản lượng tiêu thụ 3.6 triệu tấn (+12.4% YoY). Doanh thu thuần đạt 4,366 tỷ (+8% YoY, thấp hơn tốc độ tăng sản lượng do tăng tỷ trọng xi măng rời trong cơ cấu tiêu thụ từ 27% lên 33%), biên LNG giảm từ 17.1% về 15.9%, LNST đạt 314 tỷ (-3% YoY), tương ứng hoàn thành lần lượt 52% và 48.7% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm.

Về KQKD 2H2019, chúng tôi dự báo kết quả của HT1 sẽ tích cực hơn nhờ giá than đã được điều chỉnh giảm 2-3% YTD, giúp giảm tác động tiêu cực từ việc thay đổi cơ cấu sản phẩm với tỷ trọng xi măng rời cao hơn. Cụ thể, doanh thu thuần của HT1 dự báo đạt 9,058 tỷ đồng (+8.1% YoY; cao hơn 3.4% so với dự báo của chúng tôi trong [báo cáo cập nhật](#) gần nhất do tình hình tiêu thụ 1H2019 tốt hơn dự báo). Biên LNG giảm từ 16.8% về 16% với giả định giá than +1% YoY, giá điện +8% YoY; LNST đạt 752.6 tỷ đồng (+16.7% YoY) nhờ tiết kiệm được khoảng 100 tỷ CP tài chính nhờ trả bớt nợ vay. EPS 2019F = 1,775 đồng/CP (cao hơn 4.3% so với cập nhật gần nhất của chúng tôi).

BCC - MUA – Giá mục tiêu: 12,200 đồng/CP – Upside: +43.5%

Kết quả kinh doanh 1H2019:

- Sản lượng khoảng 2.2 triệu tấn xi măng và clinker (~2 triệu tấn xi măng, 200 nghìn tấn clinker) (+8% YoY), trong đó xuất khẩu chiếm 30%.
- Doanh thu 1,915 tỷ (+7.3% YoY), LNTT 100.8 tỷ (gấp 4 lần cùng kỳ), tương ứng hoàn thành lần lượt 44% và 59% kế hoạch DT và LN năm.

Dự án trạm nghiền và đóng bao xi măng mới (+30-35% công suất): dự kiến sẽ chạy thương mại từ T7/2019, đã hoàn thành lắp đặt. Khi dây chuyền vào vận hành sẽ giúp tăng sản lượng xi măng nghiền tại NM và hiệu quả hoạt động. Tổng mức đầu tư khoảng 920 tỷ đồng, tỷ lệ vay nợ 38% nhưng công ty cho biết nợ vay liên quan đến dự án cơ bản đã được hoàn trả hết (tỷ lệ vay nợ ước tính 38%) do đó sẽ không phát sinh khoản vay dài hạn trong 1H2019 liên quan đến đầu tư dự án trạm nghiền này. Khấu hao dự kiến tăng thêm khi dây chuyền đi vào vận hành trong full năm khoảng 55-60 tỷ.

Dự báo kết quả kinh doanh: Chúng tôi giữ nguyên dự báo với doanh thu của BCC ở 3,898 tỷ (+6% YoY) Về chi phí, BSC điều chỉnh giảm giả định tăng giá than từ 5% về 1% do công ty cho biết từ 5/6/2019, giá than công ty nhập giảm khoảng 50,000 đồng/tấn (-2%); lãi vay giảm 20 tỷ so với dự báo trước đó do công ty cho biết đã tỷ lệ nợ vay đầu tư trạm nghiền mới giảm từ 70% (KH) về 38% và công ty đã cơ bản hoàn trả hết. LNST 2019F = 166.8 tỷ (+78.1% YoY), tương đương với EPS = 1,348 đồng/CP.

Tương ứng với thay đổi trong dự báo kết quả kinh doanh của BCC năm 2019, định giá của chúng tôi theo kết hợp phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA (tỷ trọng 50:50) tăng từ 11,200 đồng/CP (Báo cáo [Update](#) ngày 16/05/2019) lên 12,200 đồng/CP. Cụ thể với phương pháp PE, dự báo EPS của chúng tôi tăng từ 1,012 đ/CP lên 1,348 đ/CP (+33.2%), tuy nhiên chúng tôi thận trọng hơn khi giảm mức P/E mục tiêu cho BCC từ 10x về 8x do BSC không quá lạc quan vào tình hình tiêu thụ của ngành năm 2020 khi tại thời điểm này chưa thấy các tín hiệu tích cực từ xây dựng và đầu tư công trong nước. Đối với phương pháp EV/EBITDA, BSC giữ nguyên số nhân mục tiêu là 5 lần, EBITDA 2019F được dự báo tăng lên 586 tỷ so với 558 tỷ trong báo cáo cập nhật trước đó do thay đổi trong giả định về CP nguyên nhiên liệu đầu vào.

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 29/07/2019	Giá mục tiêu
HT1	9,058	752.6	1,775	8.8	1.15	7.3%	14.4%	15,700	18,900
BCC	3,898	166.8	1,348	6.3	0.5	3.5%	8.6%	8,500	12,200

Nguồn: BSC Research

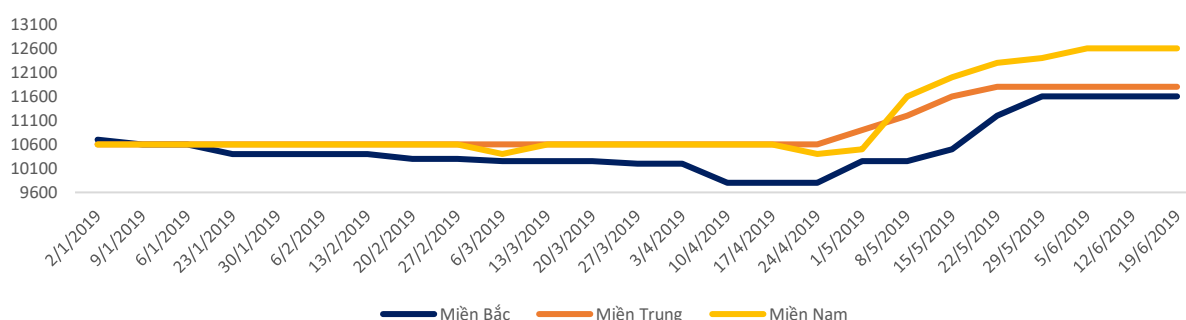
Ngành Mía đường [Kém khả quan]

- Niên vụ mía 2018/19 chứng kiến sự suy giảm về sản lượng mía ép (-12% YoY) và đường (-8.6% YoY). Giá thu mua mía đang ở mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây, khiến người dân trồng mía thua lỗ.
- Giá đường hiện đang giao dịch quanh mức 11,600 – 12,600 đồng/kg (+9.4% - 18.8% YtD) tùy khu vực.

Niên vụ mía 2018/19 chứng kiến sự suy giảm về sản lượng mía ép và đường. Theo báo cáo của Hiệp hội Mía đường Việt Nam, các nhà máy đường đã ép được 12 triệu tấn mía (-12% YoY) và sản xuất 1.2 triệu tấn đường (-8.6% YoY). Giá mía 10 CCS tại ruộng tại khu vực phía Bắc được thu mua từ 750 – 900 đồng/kg, miền Trung và Tây Nguyên từ 720 – 800 đồng/kg và miền Nam từ 720 – 800 đồng/kg. Mức giá này là mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây và người dân trồng mía đang lỗ nặng.

Giá đường phục hồi nhưng vẫn ở mức thấp trung bình 3 năm trở lại đây. Trong tháng 5, giá đường nội địa tăng liên tục từ mức 10,600 đồng/kg hồi đầu năm chủ yếu do nguồn cung đường Thái Lan bị thắt chặt. Các kỳ nghỉ lễ tại Việt Nam và Thái Lan trùng nhau khiến giao dịch biên giới chậm lại, đồng thời, việc siết chặt tại các cửa khẩu khiến hàng tồn kho tại các đầu nậu buôn đường Thái sụt giảm. Tuy nhiên, BSC cho rằng việc tăng giá mang tính mùa vụ và sẽ không kéo dài khi nguồn cung tăng trở lại trong thời gian tới. Đồng thời, nhu cầu tiêu thụ đường tại Việt Nam vẫn ở mức thấp, khiến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp mía đường chưa có dấu hiệu khởi sắc.

Giá đường tại 3 miền trong năm 2019



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 các yếu tố cơ bản của ngành. Nạn đường lậu từ Thái Lan vẫn chưa được giải quyết triệt để khiến nguồn cung đường nội địa vẫn dư thừa, đồng thời, nhu cầu tiêu thụ đường yếu khiến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp mía đường chưa có dấu hiệu khả quan.

Mã	DTT 2019 (tỷ đ)	LNST 2019 (tỷ đ)	EPS 2019	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 29/07/19	Giá mục tiêu
SBT	10,301	316	567	29.0	1.3	1.7%	4.1%	16,450	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>

