



BÁO CÁO 2019

Cập nhật kết quả kinh doanh 6 tháng

MỤC LỤC

Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2019.....	3
Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính [Duy trì tăng trưởng]	17
Ngành Thủy Sản [Đà tăng trưởng suy giảm]	19
Ngành Bất Động Sản [Thiếu hụt nguồn cung]	21
Ngành Xi Măng [Hiệu quả cải thiện]	26
Ngành Bảo Hiểm [Lợi nhuận đột biến]	28
Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Duy trì tăng trưởng].....	31
Ngành Hóa Chất [Tiếp tục đi ngang]	33
Ngành Ngân Hàng [Duy trì tăng trưởng].....	35
Ngành Nhựa [Kết quả cải thiện].....	40
Ngành Ô Tô [Trung lập].....	42
Ngành Hàng Không [Duy trì tăng trưởng].....	44
Ngành Vận Tải Biển [Trung lập]	47
Ngành Cảng Biển [Trung lập]	49
Ngành Cao Su [Trung lập]	51
Ngành Dược Phẩm [Trở lại mức tăng trưởng nhẹ].....	53
Ngành Tiêu Dùng [Khả quan]	55
Ngành Xây Dựng [Trung lập]	59
Ngành Điện [Nhiệt điện lên ngôi]	61
Ngành Dệt May [Phân hóa rõ nét]	64
Ngành Dầu Khí [Giá dầu bình quân suy giảm].....	67
Ngành Thép [Khó khăn trong ngắn hạn]	69
Ngành Mía Đường [Khó khăn tiếp diễn]	73
Khuyến cáo sử dụng.....	74

Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2019

Theo thống kê, tính tới hết ngày 30/08/2019, đã có tổng cộng 1,064 doanh nghiệp công bố Báo cáo tài chính Q2/2019 (chiếm 98,1% vốn hóa trên 3 sàn). Thống kê cụ thể như sau:

Tổng doanh thu thuần nửa đầu năm 2019 của các doanh nghiệp đạt khoảng 1,379.8 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 8.1% so với cùng kỳ năm 2018. Chúng tôi lưu ý doanh thu trên không tính đến nhóm ngành bảo hiểm/tài chính, ngân hàng, chứng khoán do đặc thù của các ngành đó không có khoản mục doanh thu.

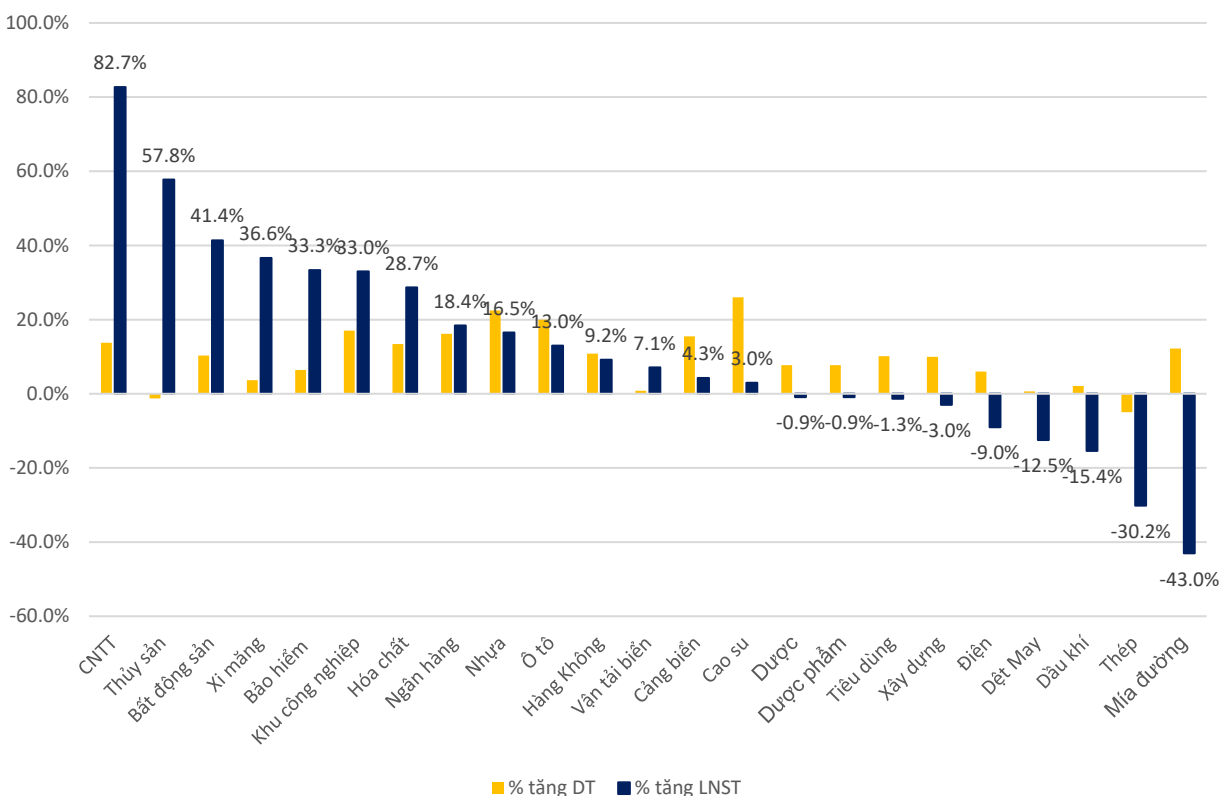
Tổng lợi nhuận ròng nửa đầu năm 2019 các doanh nghiệp công bố đạt khoảng gần 145.9 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 5.1% so với cùng kỳ năm 2018. Tuy nhiên, nếu loại trừ lợi nhuận của nhóm Ngân hàng, thì các doanh nghiệp này chỉ ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ 1.2% so với năm trước và nếu loại trừ thêm nhóm cổ phiếu bất động sản thì tăng trưởng LN của thị trường ghi nhận mức giảm -6.4% YoY. Điều này cho thấy sự phân hóa rõ nét về KQKD giữa các nhóm ngành và sự phụ thuộc tăng trưởng chính lợi nhuận vẫn đến từ hai nhóm (1) Tài chính và (2) Ngân hàng. ROE chung toàn thị trường là 14.6%, ROA là 2.4%.

Bước sang phân nửa quý III/2019, thị trường ghi nhận sự hồi phục nhẹ từ vùng đáy 940 cuối tháng 6/2019 chủ yếu nhờ vào KQKD khả quan tại một số nhóm ngành trụ cột như Ngân Hàng, Bất Động sản và Bán lẻ - Tiêu Dùng. **Những số liệu kết quả kinh doanh được công bố trong 1H2019 cho thấy dấu hiệu phục hồi tăng trưởng lại tuy nhiên mức tăng là khá khiêm tốn** nếu như so sánh với mức tăng trưởng lợi nhuận hai con số trong 2 năm gần nhất.

Có 904 doanh nghiệp ghi nhận có lợi nhuận dương trong quý đầu tiên của năm, chiếm 84.9% số doanh nghiệp công bố kết quả kinh doanh. Trong đó, có đến 469 doanh nghiệp ghi nhận mức lợi nhuận tăng trưởng dương so với cùng kỳ, chiếm 44.0% trên tổng số doanh nghiệp công bố. Top 5 doanh nghiệp có vốn hóa lớn có mức tăng trưởng ấn tượng trong nửa đầu năm 2019 tiêu biểu là: VIC (92%); VHM (40%), VCB (41%), MWG (38.8%) và VPB (29%).

Theo thống kê từ BSC, tính đến hết KQKD 1H2019, cả thị trường có 15/23 ngành ghi nhận mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ, trong đó nổi bật có thể kể đến nhóm Công nghệ thông tin – Viễn Thông (+82.7% YoY) , Thủy sản (+57.8% YoY), **Bất Động Sản (+41.4% YoY)**, Xi Măng (+36.6% YoY), Bảo Hiểm (+33.3% YoY), Khu Công Nghiệp (+33% YoY), **Ngân Hàng (+18.4% YoY)**. Ở chiều ngược lại, các nhóm ngành có kết quả kinh doanh giảm mạnh như Điện (-9% YoY), Dệt May (-12.5% YoY), Dầu khí (-15.4% YoY), Thép (-38.3% YoY), và Mía Đường (-43% YoY), sự suy giảm chủ yếu đến từ tăng trưởng nội tại của ngành và doanh nghiệp do các chi phí đầu vào tăng mạnh, cạnh tranh gay gắt (Thép – Mía Đường – Dầu khí) hoặc ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại (Dệt May).

Báo cáo kết doanh nửa đầu năm 2019



Trong giai đoạn còn lại của năm 2019, chúng tôi vẫn duy trì đưa ra một số quan điểm đối với các ngành tương tự [báo cáo quý \(24/04/2019\)](#) theo đó:

Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với các ngành: Bảo hiểm phi nhân thọ, Cảng biển, Công nghệ - Bưu Chính, Đệt may, Điện, Ô tô và Tiêu Dùng.

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với các ngành: Ngân hàng, Dầu khí, Bất động sản, Xây dựng, Thép, Gạch men, Nhựa, Xi măng, Dược, Vận tải biển, Săm lốp, Cao Su và Thủy sản

Về phía các ngành **KÉM KHẢ QUAN**, chúng tôi hạ khuyến nghị từ **TRUNG LẬP xuống KÉM KHẢ QUAN** đối với nhóm cổ phiếu **Phân Bón** do các yếu tố sau : (1) Tình trạng cạnh tranh cao do dư cung và nhu cầu trong năm 2019 dự kiến tăng trưởng thấp do ảnh hưởng bởi thời tiết khiến doanh thu các doanh nghiệp dự kiến ở mức thấp (2) giá các loại nguyên vật liệu đầu vào đã và dự kiến sẽ tiếp tục tăng làm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận (3) Nhiều dự án nhà máy của các doanh nghiệp mới được đưa vào hoạt động, chưa thể kinh doanh ổn định sẽ làm ảnh hưởng lớn lên chi phí và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Trong khi đó, đối với ngành **Mía đường** vẫn gặp nhiều khó khăn trong năm 2019

Bảng tổng hợp dưới đây bao gồm kết quả kinh doanh chi tiết các nhóm ngành, triển vọng phần còn lại năm 2019 và các cổ phiếu lưu ý của ngành.

Ngành	Quan điểm	DT 1H.19 (tỷ VND)	% YoY	LNST 1H.19 (tỷ VND)	% YoY	Diễn biến ngành Q2/2019 Triển vọng 2019	Cổ phiếu lưu ý
Công nghệ thông tin – Bưu chính	Khả quan	34,389	+13.75%	3,677	+82.7% (+22.6% nếu loại trừ ảnh hưởng của VGI)	Diễn biến ngành 1H.2019 Tăng trưởng DT của ngành chủ yếu từ nhóm công ty FPT (FPT, FOX) và VTP. LNST tăng mạnh do VGI lãi 761 tỷ (so với mức lỗ 366 tỷ cùng kỳ). Triển vọng 2019: Đối với ngành Công nghệ thông tin, BSC lạc quan đối với thị trường xuất khẩu và thị trường viễn thông cho thuê kênh doanh nghiệp. Với ngành Bưu chính, tỷ trọng mua hàng trực tuyến tiếp tục tăng nhờ TMĐT, do đó, tăng số lượng đơn hàng vận chuyển.	- FPT (MUA: TP: 75,300 VND): xuất khẩu phần mềm tăng trưởng 30%, viễn thông tăng trưởng 11% theo ngành chung, định giá ở mức hấp dẫn. - VTP (Theo dõi - TP: 134,750 VND): đơn hàng tiếp tục tăng nhờ TMĐT, biên LNG cải thiện do giảm quy mô mảng thương mại
Thủy sản	Trung lập	24,852	-1.2%	1,511	57.8% (+22.78% nếu loại trừ ảnh hưởng của HVG)	Diễn biến ngành 1H.2019: So với Q1.2019 ghi nhận nhiều doanh nghiệp KQKD đột biến, các doanh nghiệp thủy sản sang Q2.2019 cho thấy tăng trưởng chậm dần. Triển vọng 2019: Mức tăng trưởng trong các quý tới sẽ chậm lại, khiến cả năm khó ghi nhận KQKD đột biến. Giá xuất khẩu không còn động lực tăng mạnh, và chịu ảnh hưởng bởi giá chi phí đầu vào.	- VHC (MUA: TP: 92,000 VND): chúng tôi cho rằng tình hình xuất khẩu tiếp tục khó khăn trong Q3.2019 và khả quan hơn trong Q4.2019 khi nhu cầu tiêu thụ lớn theo mùa vụ và tình hình tồn kho tại các thị trường xuất khẩu thấp hơn. 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 (từ mức 50% lên mức 60%)

Bất động sản	Trung Lập	52,094	-6.6%	6,210	-14.6%	Diễn biến ngành 1H2019: Sự tăng trưởng lợi nhuận đồng đều ở nhóm các cổ phiếu bất động sản dân cư và khu công nghiệp có quy mô lớn và uy tín. Chúng tôi lưu ý, LNST của VHM và VIC chiếm đến 62.7% tổng lợi nhuận sau thuế của ngành bất động sản Triển vọng 2019: Vấn đề về pháp lý đã có dấu hiệu tích cực tuy nhiên tốc độ phê duyệt vẫn còn chậm khiến các doanh nghiệp chưa có sản phẩm mới để bán trong điều kiện nhu cầu hiện tại của thị trường vẫn còn rất nhiều. Kỳ vọng vướng mắc pháp lý sẽ được giải quyết từ năm 2020.	NLG: (MUA – TP: 40,500 VND): (1) Mở bán 3 dự án Hai Phong Vsip, Waterpoint – SouthGate và Akari City, (2) Gia tăng thêm 240 ha quỹ đất mới, (3) KQKD 2019 dự kiến duy trì tăng trưởng mức 25.2%. VHM (Theo Dõi – TP: 95,600 VND): (1) Doanh số pre-sales Q1/2019 đạt 3.2 tỷ USD, với 15,000 sản phẩm, (2) Kế hoạch bán hàng tăng trưởng mạnh dự kiến 5.5 tỷ USD với 60,000 sản phẩm, (3) 3 dự án Vinhomes sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính. HDG (MUA- TP: 43,500VND) (1) Centrosa đảm bảo nguồn lợi nhuận cho GĐ 2019-2020, (2) Triển vọng khả quan đến từ các dự án năng lượng.
Xi măng	Trung lập	11,697	3.7%	471.5	36.6%	Điểm tin ngành: (1) 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). (2) 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. Triển vọng ngành 2019: 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	- HT1 (Mua - TP: 18,900 VND): (1) Sản lượng tiêu thụ tăng 12.4%, giá bán bình quân giảm 4.4% do tỷ trọng xi măng rời tăng từ 27% lên 33%; (2) dư nợ vay ngoại tệ (EUR và USD) giảm, ước tính sẽ hoàn trả hết năm 2021 giúp giảm lãi vay và RR tỷ giá. - BCC (Mua – TP: 12,200 VND): (1) Sản lượng tiêu thụ +8% YoY (2) Biên LNG tăng từ 10.5% lên 15.1% do cải thiện tỷ trọng xi măng trong tổng sản lượng tiêu thụ và hiệu quả quản lý chi phí.

điện từ cuối Q1/2019; giá than đang trong xu hướng giảm sẽ giúp các DN cắt giảm chi phí.

Bảo hiểm	Khả quan	4,621	9%	722	40%	KQKD quý 2 của ngành bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục tăng trưởng 9%. Trong quý 2, tổng doanh thu phí bảo hiểm của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết đạt trên 4621 tỷ, tăng hơn 9% so với cùng kì năm 2018. Triển vọng năm 2019: Tiếp tục tăng trưởng ổn định nhờ tăng trưởng kinh tế. Lợi nhuận dự kiến cải thiện tốt nhờ tiết giảm chi phí nhờ áp dụng công nghệ quản trị.	PVI (Mua- TP 40,010): giữ vững thị phần số 2 và hưởng lợi từ sự hồi phục của các doanh nghiệp dầu khí. Định giá còn tương đối rẻ, dự kiến thoái vốn trong năm 2019 BMI (Mua -TP 30,100): định giá tương đối rẻ, triển vọng thoái vốn trong năm 2019
						Diễn biến ngành Q1/2019: hầu hết các doanh nghiệp niêm yết đều có kết quả kinh doanh tích cực (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	- KBC (TP: 18,150 VND): Kết quả kinh doanh khả quan mảng cho thuê khu công nghiệp với diện tích cho thuê 1H2019 tổng cộng 60ha/110ha kế hoạch. Doanh thu chuyển nhượng bất động sản không đóng góp nhiều vào kết quả kinh doanh 1H2019. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức 54% lên 56%. LHG (TP: 23,389 VND): Doanh thu cho thuê nhà xưởng đạt 191.4 tỷ đồng (+4.6% yoy),

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.

Triển vọng 2019: Làn sóng dịch chuyển nhà máy sang Việt Nam thúc đẩy ngành sẽ tiếp tục có KQKD khả quan nhờ vào trong thời gian tới do quỹ đất mới sắp đưa vào hoạt động sẽ bù đắp nguồn cung.

doanh thu mảng cho thuê nhà xây sẵn đạt khoảng 23 tỷ trong quý 2/2019 (+10% yoy). Tiến độ đền bù KCN Long Hậu 3 giai đoạn 1 khoảng 70% diện tích, doanh nghiệp đang chậm tiến độ đều bù phần diện tích còn lại.

SIP (Theo dõi): KCN Lê Minh Xuân 3 với tỷ lệ lấp đầy 30% sẽ là dự địa tăng trưởng lớn cho SIP với mức giá cho thuê khá cao 130 USD/m2/chu kỳ thuê 45 năm. Ngoài ra SIP đang triển khai thêm KCN Phước Đông giai đoạn 2 sau 2020 với diện tích 762ha, là động lực tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp.

Diễn biến ngành 1H.2019: Động lực tăng trưởng đến từ DGC (do hợp nhất với DGL). Các doanh nghiệp hóa chất còn lại đều đi ngang hoặc giảm nhẹ.

- **DGC (TP: 42,000 VND):** năm 2019 DGC dự kiến thoái 6% vốn của nhà nước. Tốc độ tăng trưởng 2019 khó đột biến như 2018. Định giá hấp dẫn với một doanh nghiệp đầu ngành hóa chất.

KQKD quý 2/2019 toàn ngành ngân hàng khả quan. Trong quý 2/2019, tổng 14 ngân hàng niêm yết đạt TOI = 71,492 tỷ VND (+22% yoy) và LNTT = 24,840 tỷ VND (+24.3% yoy). **Nợ xấu có xu hướng giảm ở các ngân hàng niêm yết.** Tỷ lệ NPL trung vị toàn ngành ở mức 1.6% (quý 1/2019: 1.8%), tỷ lệ nợ nhóm 2 = 1.3% (quý 1/2019 = 1.7%) cho thấy các NH hiện đang tập trung xử lý nợ tồn đọng từ quá khứ, làm sạch bảng cân đối.

Triển vọng 2019. Theo dự báo của BSC, trong năm 2019, LNTT của toàn ngành NH sẽ tăng

Chúng tôi khuyến nghị mua các cổ phiếu có chất lượng tài sản tốt, khả năng sinh lời cao gồm có **(1) MBB - MUA - TP 28,458 VND, (2) VCB - THEO DÕI - 77,100 VND, (4) TPB - THEO DÕI - 22,724 VND.**

Hóa chất	18,367	+13.4%	1,109	+28.7%
----------	--------	--------	-------	--------

Ngân hàng	Khả quan	71,492	22%	24,840	24.3%
-----------	----------	--------	-----	--------	-------

trưởng 14.8% yoy, điều chỉnh tăng so với báo cáo lợi nhuận trước.

Điểm tin ngành: (1) Giá hạt nhựa giảm theo giá dầu PVC -8.0% YoY, PP -11.8% YoY, HDPE -22.1% YoY. (2) 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.

Triển vọng ngành 2019: 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.

- BMP (MUA - TP: 57,300 VND): (1) Sản lượng +20% YoY, cơ cấu sản lượng tiêu thụ: (2) 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 hoạt động giảm từ 18.2% về 14.3%.

- AAA (Theo dõi): Cơ cấu doanh thu: Mảng bao bì nhựa (40% doanh thu, +20.4% YoY); mảng thương mại (46% doanh thu, +23.9% YoY); mảng bán và cho thuê đất và nhà xưởng KCN (13% doanh thu, chưa phát sinh trong 1H2018)

Diễn biến ngành Q1/2019 Ngành ô tô có tổng doanh thu đạt 16,796 tỷ đồng (+20% yoy) và LNST đạt 3,710 tỷ đồng (+13% yoy). Đóng góp chủ yếu vào tăng trưởng doanh thu đến từ các doanh nghiệp thương mại: SVC (+40% yoy), HAX (+8% yoy) và CTF (+118% yoy).

Triển vọng ngành 2019: Dư địa ngành ô tô Việt Nam còn lớn với tỷ lệ sở hữu xe chỉ đạt 2% hộ gia đình có xe (2) thu nhập bình quân đầu người VN tăng cao (3) các hiệp định thương mại tự do giảm thuế nhập khẩu ô tô về Việt Nam. Tuy

VEA (61,466 VND/cp): Kết quả kinh doanh các liên doanh khả quan: doanh số bán xe ô tô của Honda, Toyota và Ford trong 1H2019 tăng mạnh lần lượt +37% yoy; +44% yoy và 61% yoy. (3) Kế hoạch chia cổ tức cho năm 2018 dự kiến được trả vào tháng 11/2019 với mức cổ tức là 3,889 đồng/cổ phiếu

SVC (Theo dõi): Mảng kinh doanh xe thương mại của SVC mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh +39% yoy đóng góp doanh thu chính cho SVC chủ yếu là Toyota và Ford. Biên lợi nhuận

nhiên, chúng tôi cũng cho rằng thị trường ô tô sẽ trở nên cạnh tranh hơn giữa các hãng xe

gộp mảng phân phối xe giảm so với cùng kỳ từ mức 7.1% xuống 6.2%.

HAX (Theo dõi): Doanh thu kinh doanh xe đạt 2,196 tỷ đồng (+8% yoy) tăng nhẹ so với cùng kỳ, duy trì thị phần ổn định 38% như năm 2018. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu tăng mạnh từ mức 2.4% lên 4.6%.

Điểm tin ngành: (1) 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) (Theo ACV). (2) Cạnh tranh gay gắt giữa các hãng bay.

Triển vọng ngành 2019: Chúng tôi đánh giá tốc độ tăng trưởng ngành sẽ chậm lại trong năm 2019. Các doanh nghiệp dịch vụ hàng không tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong 2H2019 nhờ tăng trưởng ngành chung, trong khi lợi nhuận của các hãng bay sẽ gặp phải áp lực do cạnh tranh tăng cao.

- **ACV (Theo dõi):** (1) Doanh thu hợp nhất 8,925 tỷ đồng (+12% YoY), trong đó doanh thu dịch vụ hàng không đóng góp 7,126 tỷ (+12% YoY). (2) Biên LN hoạt động (EBIT) tăng nhẹ từ 43.7% lên 44.3% do CP khấu hao (chiếm trên 40% CP hoạt động) +4.8% YoY – tăng chậm hơn tốc độ tăng doanh thu.

- **HVN (Mua - TP: 39,000 VND):** (1) Tốc độ tăng trưởng doanh thu các mảng hoạt động chậm lại trong 1H2019 do tăng trưởng chung của ngành chậm hơn và cạnh tranh cao giữa các hãng bay. (2) Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) giảm từ 6.2% về 4.8% chủ yếu do chi phí sửa chữa động cơ máy bay (lớn và thường xuyên) (7.4% tổng CP SXKD) +79.5% YoY.

- **VJC (Theo dõi – TP: 135,000 VND):** (1) Doanh thu hợp nhất 26,301 tỷ (+23.9%). (2) Biên LNG giảm từ 14.1% về 13.1%, trong đó biên LNG của dịch vụ vận chuyển hành khách và phụ trợ giảm mạnh từ 12.3% về 7.4% (BSC cho rằng sự sụt giảm này là do trong quý 2 vừa rồi, VJC phải tăng thuê ướm để bù đắp cho thiếu hụt về đội bay). (3) CP bán hàng và tiếp thị phục vụ cho

Hàng không	Trung lập	89,654	10.8%	8,188	9.2%
------------	-----------	--------	-------	-------	------

mở mới các đường bay 380 tỷ (gấp 2 lần cùng kỳ).

Diễn biến ngành Q2/2019: (1) 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. (2) Sản lượng hàng hóa vận chuyển tăng trưởng ổn định đạt 823,051 triệu tấn (+8.5% YoY) trong 1H2019 theo GSO.

Triển vọng ngành 2019: BSC duy trì khuyến nghị Trung Lập đối với ngành vận tải từ giờ tới 2020F. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng quy ước về khí thải IMO sẽ ảnh hưởng rất lớn đối với ngành vận tải biển khi quy ước có hiệu lực vào năm 2020.

- **PVT (Theo dõi: TP: 19,400 VND):** Đầu tư thêm tàu aframes giúp PVT mở rộng đội tàu và trẻ hóa. NSR bảo trì vào tháng 10 nên quý 4 sẽ mất 1 – 2 chuyến tàu.

Diễn biến ngành Q1/2019: Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp ngành cao su phân hóa rõ rệt. Với các doanh nghiệp chỉ kinh doanh cốt lõi mủ cao su đều sụt giảm tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ. Ngược lại, các doanh nghiệp ngoài mảng kinh doanh mủ cao su còn có thêm doanh thu từ mảng kinh doanh khác có kết quả kinh doanh khả quan:

GVR (19,212 VND): KQKD khả quan 2019 đến từ (1) Tiềm năng chuyển đổi đất cao su thành khu công nghiệp, (2) kinh doanh gỗ (3) giá cao su phục hồi nhẹ so với năm (4) DN có kế hoạch thoái vốn các công ty không hiệu quả và chuyển sành Hose quý 3/2019.

PHR (Theo dõi): Doanh thu thành phẩm mủ cao su đạt 428.8 tỷ đồng (+15.7% yoy).Kế

Triển vọng 2019: 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, các DN trong ngành cao su luôn duy trì tỷ lệ trả cổ tức ở mức cao từ 40% - 50% và 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.

hoạch chuyển nhượng đất Nam Tân Uyên và VSIP vẫn đang triển khai, chưa đóng góp vào KQKD 1H2019 của PHR.

DPR (Theo dõi): Kinh doanh mủ cao su kém khả quan chỉ đạt 156 tỷ đồng (-11.3% yoy) do đóng góp của vườn cây Kratie chưa nhiều với năng suất trung bình ở mức thấp chỉ đạt 0.97 tấn/ha. Hai KCN của DPR đã lấp đầy gần hết, do đó sẽ không có nhiều dư địa tăng trưởng về doanh thu cho thuê.

Diễn biến ngành 1H.2019: Hầu hết các doanh nghiệp được ghi nhận suy giảm về DT và LN với biên LNG giảm nhẹ do chi phí nguyên liệu tăng trong khi giá bán đi ngang/giảm.

- **DHG (Theo dõi):** tiếp tục chịu cạnh tranh từ kênh OTC. KH phát triển ETC của DHG mới bắt đầu và chưa đóng góp vào HĐKD của DHG.

- **IMP (Theo dõi):** NM CNC Vĩnh Lộc với công suất là 250 triệu sản phẩm/năm đóng góp vào KQKD năm 2019. Ngoài ra, NM CNC Bình Dương dự kiến đạt EU – GMP vào cuối năm 2019 cũng sẽ góp phần vào tăng trưởng dài hạn của IMP.

Triển vọng 2019: Kênh OTC tăng trưởng chậm do cạnh tranh gay gắt và việc áp dụng Bán thuốc kê đơn. Kênh ETC vẫn tăng trưởng về số lượng khi tỷ lệ bảo hiểm tăng. Luật đấu thầu mới sẽ ưu tiên các doanh nghiệp được nội địa có chất lượng tốt. Rủi ro là chậm trễ trong việc triển khai Luật đấu thầu mới.

Diễn biến ngành Q2/2019: (1) 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); (2) Dịch tả lợn châu Phi (ASF) ảnh hưởng lớn tới ngành thức ăn chăn nuôi trong 1H2019.

- **VNM (Theo dõi: TP: 135,000 VND):** Thị phần nội địa tăng trưởng ổn định 5% bên cạnh đó giá bán tăng 2% để bù trừ cho phần tăng của chi phí nguyên liệu tăng. Dự báo mở rộng thị trường nước ngoài tiềm năng ở Trung Quốc.

- **PNJ (MUA – TP: 97,200 VND):** do (1) Gặp vấn đề trong việc triển khai ERP, (2) Nhu cầu tiêu dùng bán lẻ đang có xu hướng chậm lại. Doanh

Triển vọng 2019: 2H2019 sẽ tăng trưởng ổn định trên 10% đối với nhóm sản phẩm thiết yếu

tuy nhiên sẽ giảm nhẹ ở nhóm sản phẩm cao cấp và xa xỉ do thu nhập người dân ở nông thôn bị ảnh hưởng khi ngành nông nghiệp vẫn còn nhiều khó. Kỳ vọng ngành bán lẻ sẽ tiếp tục khả quan với tốc độ tăng trưởng nhờ sức tiêu thụ sản phẩm thiết yếu vẫn tăng trưởng ổn định 11%-12%..

thu và LNST Q2/2019 lần lượt chỉ đạt mức 2,961 tỷ đồng (-7.8% YoY) và 169.4 tỷ đồng (-6% YoY).

- MWG (MUA – TP: 171,400 VND): (1) BLNG cải thiện chủ yếu nhờ vào việc cơ cấu doanh thu thay đổi và doanh thu bình quân từng cửa hàng cải thiện tốt. (2) Tiết giảm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. (3) BHX – Tăng độ phủ của chuỗi BHX ở các khu vực ngoài HCM là một trong các yếu tố then chốt giúp MWG đạt được điểm hoạt động hiệu quả.

Diễn biến ngành Q2/2019: ngành (1) Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 224,464 tỷ đồng (+9% YoY) theo GSO VN. (2) TP.HCM phấn đấu đạt 95% kế hoạch giải ngân đầu tư công cho năm 2019. Ngành xây dựng vẫn đang phân hóa giữa xây dựng dân dụng và xây lắp hạ tầng..

Triển vọng ngành 2019: Dự báo tăng trưởng trung bình từ 7.2%-10.2% nhờ (1) Dòng vốn FDI vào đầu tư khu công nghiệp sẽ tăng tốt từ giờ tới 2020; (2) Kỳ vọng đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng như giao thông vận tải nhằm phát triển logistics.

- LCG (Theo Dõi - TP 11,300): LCG thực hiện các dự án điện mặt trời lớn như Solar Chư Ngọc và Mỹ Sơn và tiềm năng chuyển nhượng dự án cao.

Diễn biến ngành 1H2019: Giá điện trên thị trường cạnh tranh liên tục duy trì ở mặt bằng cao hơn so với cùng kì do hạn hán kéo dài khiến những nguồn điện giá rẻ như thủy điện có cơ cấu đóng góp thấp. Hơn 4000 MW điện mặt trời đóng điện trong khu vực phía Nam tạo

PC1 (Mua – TP: 36,600 VNĐ): (1) công ty đầu ngành được hưởng lợi từ xu thế hạ ngầm cáp điện và nhu cầu xây dựng đường dây truyền tải điện. (2) 3 thủy điện mới đi vào vận hành trong năm 2019 và 2020 là động lực tăng trưởng trong dài hạn của công ty.

áp lực lên đường dây truyền tải.

Triển vọng 2019: nhu cầu đối với ngành điện được dự báo tăng trưởng 10% / năm, lớn hơn tốc độ tăng trưởng nguồn phát đặt hệ thống điện vào nguy cơ quá tải. EVN sẽ phải đẩy nhanh tiến độ phát triển hệ thống truyền tải điện tương ứng với tốc độ gia tăng công suất ở miền Trung và miền Nam.

Điểm tin ngành: (1) Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may 1H2019 đạt 15.09 tỷ USD (+9.5% YoY), tăng trưởng mạnh hơn so với các quốc gia cạnh tranh như Trung Quốc, Bangladesh. (2) 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.

Triển vọng 2019: 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 NĐT cần theo dõi kỹ hơn về tình hình đơn hàng và những yếu tố rủi ro đối với ngành trong năm tới.

- **VGT (Theo dõi): (1)** Doanh thu bán hàng hóa (97% doanh thu, -1.7% YoY), chúng tôi cho rằng nguyên nhân do mảng sợi tại một số công ty thành viên (Vinatex Phú Hưng, Sợi Phú Bài...) bị giảm do tác động của chiến tranh thương mại. (2) Trong 1H2019, LN từ công ty liên kết đạt 370 tỷ (+9.2% YoY), đóng góp 93% LNTT cho công ty.

- **MSH (Mua - TP: 64,300 VND):** (1) Doanh thu 2,165 tỷ (+23.7% YoY) trong đó doanh thu bán hàng (đơn hàng FOB và chần ga gối) tăng mạnh 32.3% YoY, chiếm 85% doanh thu; (2) Biên LNG được cải thiện từ 19.3% lên 20.3%

- **TNG (Mua - TP: 21,000 VND):** (1) Doanh thu thuần 2,042 tỷ (+37.4% YoY). Giá trị đơn hàng đã xác nhận đến thời điểm hiện tại của là 193 triệu USD, với tương đương 4,500 tỷ đồng; (2) Biên LNG tăng nhẹ từ 16.8% lên 17%, tuy nhiên do CPBH và QLDN tăng mạnh lần lượt 31% YoY và 44.2% YoY nên biên LN hoạt động giữ nguyên so với cùng kỳ

Dệt may	Khả quan	31,016	0.6%	1,413	-12.5%
---------	----------	--------	------	-------	--------

Dầu khí	Trung Lập	257,849	-2.1%	10,514	-15.4%
---------	-----------	---------	-------	--------	--------

Điểm tin ngành: (1) Giá dầu (Brent) đã có sự điều chỉnh khá vào Q2/2019 và dao động trong biên độ 60-70 USD/thùng. (2) 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. (3) 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

Triển vọng ngành 2019 : 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 khu vực Châu Á. Triển vọng 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

-PVD (TP: 21,900VND) - Hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện - Thu hồi nợ xấu)

-GAS (TP: 111,100VND) - Thay đổi cơ chế giá khí bán cho Genco - Giá dầu Brent kỳ vọng duy trì mức cao > 68 USD/thùng).

-PVS: (TP: 25,900 VND): (1) M&C sẽ là mảng đóng góp tăng trưởng kinh doanh chính nhờ dự án Sao Vàng Đại Nguyệt và dự án Gallaf, (2) Giải thể mảng 2D&3D gây lỗ hàng năm, (3) Các hợp đồng FSO mới cho dự án SVĐN sẽ là động lực hỗ trợ cho tương lai – Giá thuê FPSO/FSO kỳ vọng cải thiện nhẹ.

Thép	Trung lập	77,639	-5.3%	3,729	-30.2%	Diễn biến ngành 1H2019: sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tiếp tục tăng trưởng với giá bán thấp hơn khoảng 5% so với trung bình 1H2018. Giá quặng cao tạo sức ép cho các doanh nghiệp làm thép lò cao như HPG. Triển vọng 2019: Chiến tranh thương mại tiếp tục tạo sức ép tiêu cực lên giá bán quốc tế và trong nước, nhu cầu xây dựng chưa thực sự tạo nên đột biến về sản lượng tiêu thụ thép.	NKG (Theo dõi): nỗ lực giải phóng hàng tồn kho giá cao, rút lui khỏi các dự án cần nhiều vốn đầu tư để củng cố hoạt động kinh doanh tồn mại giúp NKG tăng trưởng trong thị trường nội địa. Thay đổi ban lãnh đạo là tín hiệu tốt trong dài hạn cho doanh nghiệp. HPG (Theo dõi): KLH Dung Quất đã đi vào chạy thử lò cao số 1 và dự kiến sẽ vận hành thương mại GĐ 1 trong Q4 năm nay sẽ là bước ngoặt lớn với HPG. Giá quặng tăng 40% so với cùng kì tiếp tục tạo áp lực lên biên lợi nhuận trong nửa cuối năm 2019.
Mía đường	Kém khả quan	13,727	+12.20%	379	-43.0%	Diễn biến ngành 1H.2019: Tăng trưởng cả ngành đóng góp từ tăng trưởng của SBT. Triển vọng 2019/20: Ngành Mía đường vẫn sẽ khó khăn khi nhu cầu tiêu thụ đường ở mức thấp. Trong khi đó, nguồn cung dư thừa do đường lậu từ Thái Lan và Trung Quốc tràn vào. Hiệp định ATIGA có hiệu lực sẽ khiến cạnh tranh ngày càng gay gắt.	- SBT (Theo dõi): việc chuyển hướng sang vùng nguyên liệu ở nước ngoài có thể làm giảm chi phí sản xuất, tăng khả năng cạnh tranh với sản phẩm của Thái Lan. Tuy nhiên, nhu cầu tiêu thụ đường thấp và tình hình ngành đường khó khăn ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD các năm tới.

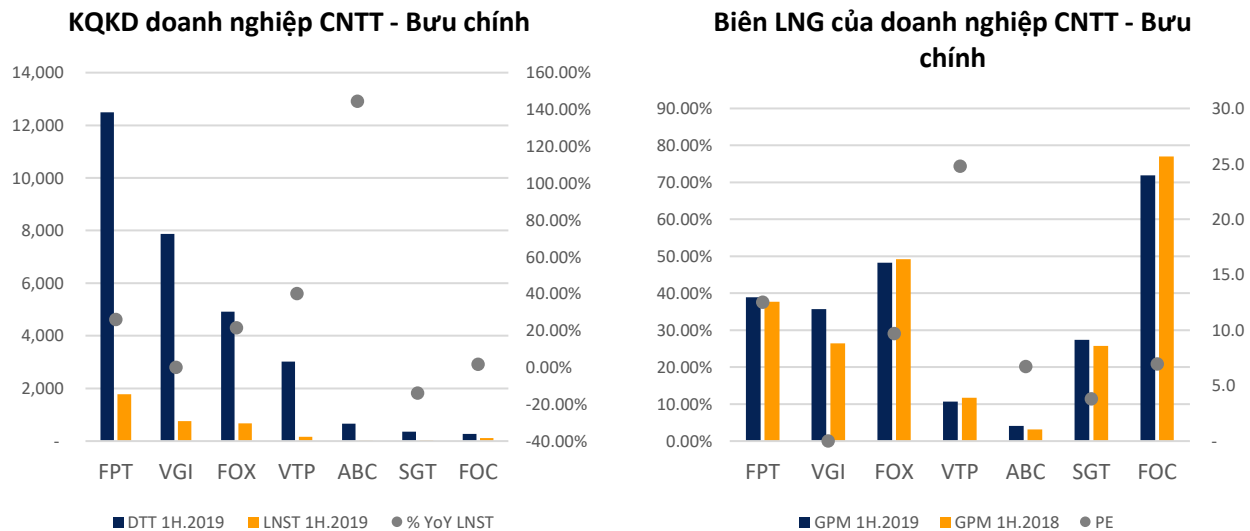
Nguồn: BSC Research, FiinPro

Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính [Duy trì tăng trưởng]

Điểm tin ngành (1) 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; (2) 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) và (3) 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.

Kết quả kinh doanh 1H.2019

Tổng doanh thu các DN CNTT – Bưu chính niêm yết đạt 34,389 tỷ (+13.75% YoY) đóng góp chủ yếu từ nhóm cổ phiếu của công ty FPT: FPT (+22.2% YoY), FOX (+17.3% YoY) và VTP (+58.5% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 33.10%, tăng so với mức cùng kỳ 30.64% nhờ hoạt động kinh doanh cải thiện của VGI. Tổng LNST ngành 3,677 tỷ (+82.7% YoY), chủ yếu đóng góp từ VGI (LN đạt 761 tỷ so với mức lỗ 366 tỷ cùng kỳ). Nếu loại trừ ảnh hưởng của VGI, tổng LNST ngành đạt 2,916 tỷ (+22.6% YoY).



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm: 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 viễn thông 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.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

FPT - MUA – Giá mục tiêu 75,300 VND/cp - P/E fw = 11.72 – Cá chép hóa rồng vàng ([Link](#))

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%.

18/9/2019

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 = 11.72

VTP - THEO DÕI – Giá mục tiêu 134,750 VND/cp - P/E fw = 22.6 – Giữ vững mức tăng trưởng

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 ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 3,017 (+58.5% YoY) và 207 tỷ (+40.9% YoY). 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. Biên LNG 1H.2019 đạt 10.7%, giảm từ mức 11.7% so với cùng kỳ.

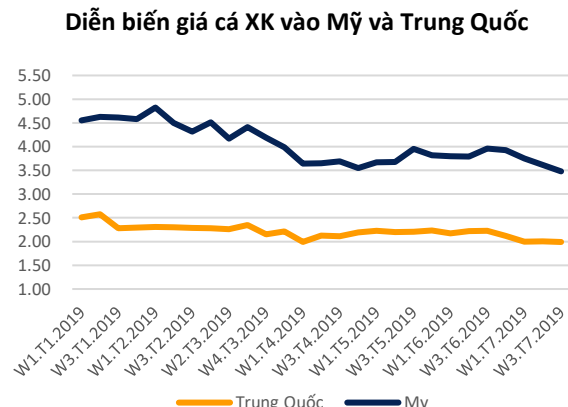
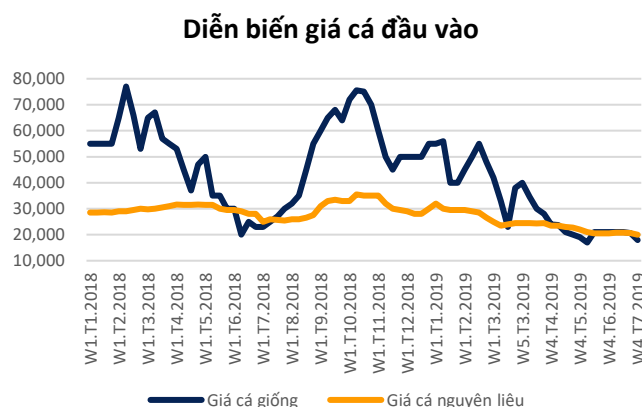
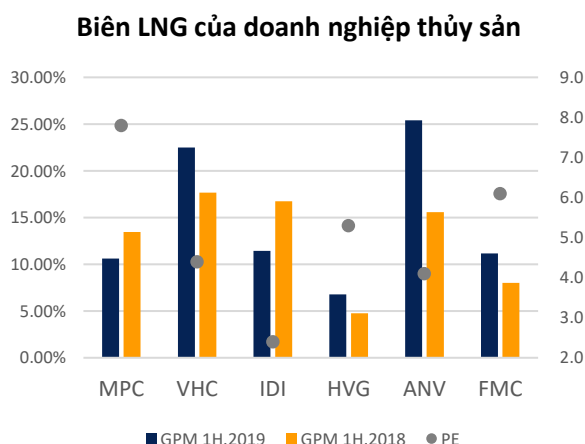
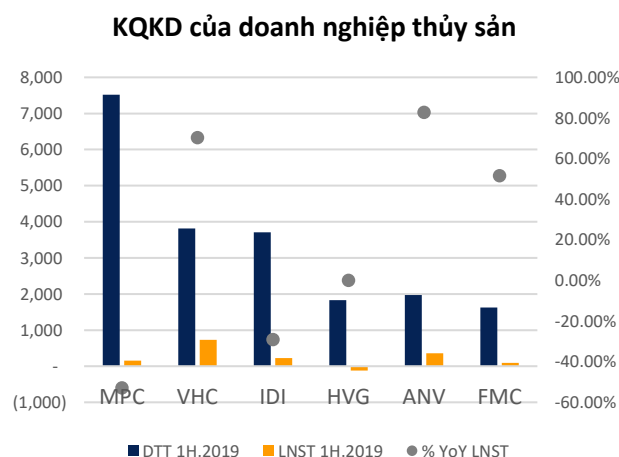
Trong Q2.2019, Viettel Post đã ra mắt nhiều sản phẩm: My Go (Giao hàng + Vận chuyển), Voso (Thương mại điện tử). Hai sản phẩm kỳ vọng sẽ tạo ra một hệ sinh thái cho khách hàng của công ty. Chúng tôi dự báo doanh thu 2019 của VTP đạt 6,861 tỷ, LNST đạt 398 tỷ, tương ứng với EPS = 6,125 VND/cp, P/E fw 2019 = 22.6 dựa trên giả định (1) ngành chuyển phát nhanh tăng trưởng 35%/năm, (2) VTP đạt 36% thị phần ngành và (3) Mức biên LNG đạt 11.5% khi công ty giảm mảng sim thẻ và thương mại.

Ngành Thủy Sản [Đà tăng trưởng suy giảm]

Điểm tin ngành (1) Lũy kế 1H2019, kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 1.4 tỷ USD, giảm 12% so với cùng kỳ (2) 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 (3) Việc ký kết hiệp định EV-FTA sẽ giúp ngành thủy sản Việt Nam được hưởng lợi (đặc biệt là ngành tôm) khi mức thuế giảm.

Tổng doanh thu các DN thủy sản niêm yết đạt 24,852 tỷ (-1.24% YoY), chủ yếu do sụt giảm DT của HVG (DT giảm 1,915 tỷ so với cùng kỳ). Biên lợi nhuận gộp đạt mức 14.15% so với mức 12.49% cùng kỳ. BSC cho rằng trong 1H.2019, giá xuất khẩu tuy có giảm (-15% YTD) nhưng chi phí đầu vào có tốc độ giảm mạnh (-35% YTD) hơn khiến biên LNG của ngành vẫn ở mức cao. Tổng LNST ngành đạt 1,511 tỷ (+57.8% YoY), tuy nhiên, LNST quý 2 ngành giảm 7.4% YoY.

Nếu loại trừ HVG, LNST các DN thủy sản niêm yết đạt 1,634 tỷ (+22.78% YoY) do 1H.2018 HVG ghi nhận khoản lỗ 373 tỷ so với khoản lỗ 123 tỷ trong 1H.2019. LNST toàn ngành trong Q2.2019 (trừ HVG) đạt 779 tỷ (+13.2% YoY). So với Q1.2019 ghi nhận nhiều doanh nghiệp KQKD đột biến, các doanh nghiệp thủy sản sang Q2.2019 cho thấy tăng trưởng chậm dần. Tuy nhiên, một số doanh nghiệp vẫn tiếp tục ghi nhận LNST tăng trưởng đột biến trong Q2.2019: CMX (+251.9% YoY); FMC (+81.0% YoY) và ANV (+30.4% YoY).



Nguồn: FiinPro, BSC Research

18/9/2019

Quan điểm đầu tư: BSC cho rằng tình hình xuất khẩu cá tra trong Q3 vẫn sẽ ảnh hưởng từ xu hướng giảm từ đầu năm (thường là quý thấp điểm) và hồi phục trong Q4.2019 nhờ tính mùa vụ. BSC cho rằng trong Q3.2019, nhu cầu thị trường Mỹ vẫn ở mức thấp, thị trường Trung Quốc với việc phá giá đồng nhân dân tệ và thắt chặt các tiêu chuẩn có thể gây khó khăn cho xuất khẩu. BSC vẫn giữ quan điểm năm 2019 các doanh nghiệp cá tra khó đạt mức tăng trưởng đột biến: mức giá xuất khẩu đang trong xu hướng giảm do áp lực từ biến động chi phí đầu vào cùng với nhu cầu tiêu thụ giảm tại các thị trường chính. Đối với doanh nghiệp tôm, nguồn cung tại các nước xuất khẩu tôm lớn tiếp tục dồi dào. BSC dự báo ảnh hưởng đến giá bán của các doanh nghiệp tôm đi ngang trong 2019. Tuy nhiên, ngành tôm Việt Nam sẽ có những thuận lợi lớn từ thuế (1) Hiệp định EVFTA được ký kết sẽ giảm thuế các sản phẩm tôm về 0% ([Link](#)) và (2) POR 13 đối với sản phẩm tôm là 0% từ mức 4.58% so với kỳ POR 12.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

VHC - MUA – Giá mục tiêu 92,000 VND/cp - P/E fw = 5.8 – Lợi nhuận từ thoái vốn

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%, tiếp tục ở mức cao so với mức 17.9% cùng kỳ. 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 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. Sang Q3.2019, BSC cho rằng tình hình cá tra xuất khẩu khó khăn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến kim ngạch xuất khẩu của Vĩnh Hoàn. Đồng thời, BSC không cho rằng công ty có thể tiếp tục hưởng lợi mức chênh lệch giữa giá đầu vào và giá đầu ra như 1H.2019, biên LNG dự kiến sụt giảm trong Q3.2019.

Về triển vọng 2H2019, chúng tôi cho rằng tình hình xuất khẩu tiếp tục khó khăn trong Q3.2019 và khả quan hơn trong Q4.2019 khi nhu cầu tiêu thụ lớn theo mùa vụ và tình hình tồn kho tại các thị trường xuất khẩu thấp hơn. 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 (từ mức 50% lên mức 60%). 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 = 5.8.

MPC — THEO DÕI – P/E fw = 10.46 - Hưởng lợi từ hiệp định EVFTA

Kết thúc 1H.2019, MPC ghi nhận DT và LNTT lần lượt đạt 7,516 tỷ (+13.6% YoY) và 154.6 tỷ (-52.9% YoY) với biên LNG đạt 10.6%, giảm mạnh từ mức 13.5% cùng kỳ do giá bán giảm 2%. Kim ngạch xuất khẩu của MPC lũy kế 6T.2019 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). MPC cho biết tình trạng thiếu container lạnh để xuất khẩu và quá trình nhập hàng vào Mỹ bị kéo dài gây ảnh hưởng lớn đến KQKD 1H.2019 của công ty.

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. Về cáo buộc trốn thuế, MPC cho biết công ty chưa nhận được yêu cầu từ bên cáo buộc, tuy nhiên, nội bộ công ty và phía luật sư Mỹ đã chuẩn bị sẵn sàng về thông tin và số liệu trong TH có quyết định tiến hành điều tra.

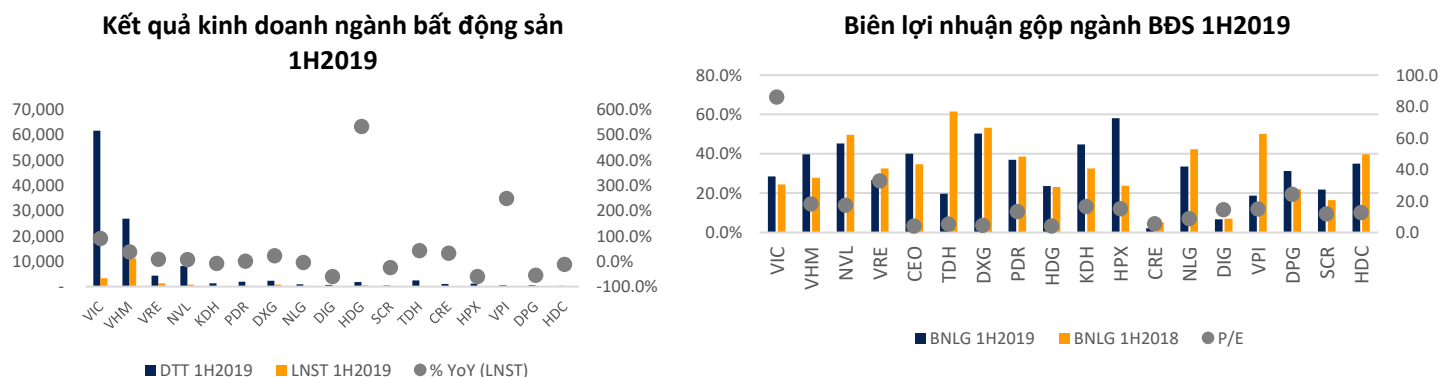
Ngành Bất Động Sản [Thiếu hụt nguồn cung]

Điểm tin ngành: (1) Nguồn cung bất động sản tại thị trường bất động sản HCM tiếp tục diễn biến theo xu hướng bị thiếu hụt mạnh. 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. (2) 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). (3) 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.

KQKD quý 1/2019 thể hiện sự phân hóa rõ nét. Tính đến hết nửa đầu năm 2019, ngành bất động sản đã có 103 doanh nghiệp công bố kết quả kinh doanh. Tổng DTT và LSNT công ty mẹ của các doanh nghiệp bất động sản lần lượt đạt 144,043 tỷ đồng (+10.31% YoY) và 23,118 tỷ đồng (+41.4% YoY) chủ yếu đến từ sự tăng trưởng mạnh của các công ty đầu ngành như VHM và VIC. Theo đó, tỷ trọng đóng góp của VIC và VHM chiếm đến 68% tăng trưởng của ngành bất động sản. Do đó, chúng ta có thể thấy sự phân hóa rõ rệt

Sự tăng trưởng lợi nhuận đồng đều ở nhóm các cổ phiếu bất động sản dân cư và khu công nghiệp có quy mô lớn và uy tín. Chúng tôi lưu ý, LNST của VHM và VIC chiếm đến 62.7% tổng lợi nhuận sau thuế của ngành bất động sản. Do đó, nếu loại trừ VHM và VIC, tổng LNST công ty mẹ của ngành Bất Động Sản Q1/2019 tăng trưởng khoảng 27.5% so với nửa đầu năm 2018 chủ yếu nhờ vào sự đóng góp của NTL (+563% YoY), HDG (+532% YoY), NBB (+490% YoY), SDI (+143% YoY), CEO (+142.3%), KBC (+76% YoY), TDH (+42.2% YoY), DXG (+21.4% YoY), BCM (+35.0% YoY), Biên lợi nhuận gộp ngành cải thiện nhẹ khoảng 0.3% từ mức 16.7% 1H2018 lên mức 17% trong 1H2019.

KQKD các doanh nghiệp bất động sản quý 1/2019



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Triển vọng nửa cuối năm 2019. 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

Chúng tôi lưu ý, đến thời điểm hiện tại các vấn đề về pháp lý đã có 1 số dấu hiệu tích cực thông qua việc chấp thuận tiếp tục triển khai 124 dự án ở Hồ Chí Minh và tốc độ phê duyệt đã có những cải thiện ít nhiều tuy nhiên

18/9/2019

xét về tiến độ chung vẫn còn chậm, trong bối cảnh nhu cầu hiện tại của thị trường vẫn còn rất nhiều và nguồn cung hạn hẹp. BSC kỳ vọng “nút thắt cổ chai” ở vấn đề pháp lý sẽ được dần gỡ từ năm 2020.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

VHM – Theo Dõi – Giá mục tiêu: 95,600 VND- PE FW 16.1 PB FW 4.9x - Khả năng mở bán được các dự án dẫn dắt động lực tăng trưởng

Lũy kế nửa đầu năm 2019, doanh thu 26,769 tỷ đồng (+72.4% YoY), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 9,783.4 tỷ đồng (+21.7% YoY), tương đương hoàn thành 47.5% kế hoạch LNST chủ yếu được dẫn dắt bởi lợi nhuận đến từ kinh doanh bất động sản chiếm đến 93% cơ cấu doanh thu.

Lợi nhuận đến từ bán buôn dự án (chiếm đến 60.4% cơ cấu doanh thu mảng bất động sản) là động lực tăng trưởng chính cho VHM trong nửa đầu năm 2019. Cụ thể, doanh thu bán buôn chủ yếu đến từ dự án Vinhomes Ocean Park đạt khoảng 15,100 tỷ đồng (chuyển nhượng đất/tòa tháp trong dự án), tương đương khoảng 6,500 căn hộ. Đối tượng mua chủ yếu hướng tới các nhà đầu tư tổ chức. 40% còn lại doanh thu chủ yếu đến từ các dự án Vinhomes Star City, Vinhomes Harmony, Vinhomes Green Bay, Vinhomes Metropolis, Vinhomes Sky Lake, Vinhomes Central Park và Vinhomes Golden River.

Biên lợi nhuận cải thiện tốt nhờ vào mảng bán buôn từ mức 27.9% 1H2018 lên mức 39.7% 1H2019. Theo đó, lợi nhuận gộp 1H2019 đạt 10,617 tỷ đồng (+144.9% YoY). Biên lợi nhuận gộp của các dự án bán buôn ghi nhận mức khá cao khoảng 50%-60% so với mức biên lợi nhuận các dự án thông thường khoảng 25-30% đối với căn hộ cao tầng và khoảng mức 40%- 45% cho các dự án đất nền. Theo đánh giá của BSC, với quy mô tương đối lớn của các dự án Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City và Vinhomes Grand Park, phương án bán buôn dự án có thể giúp cho dòng tiền của VHM cải thiện tốt hơn và tốc độ triển khai dự án có thể nhanh hơn trong bối cảnh nguồn cung đang bị hạn chế.

Doanh thu từ lợi nhuận BCC giảm 35% so với cùng kỳ, đạt 3,202 tỷ đồng chủ yếu do không có nhiều dự án được bàn giao và dự kiến phần lớn lợi nhuận sẽ được hạch toán trong nửa cuối năm nhờ dự án Vinhomes Sky Lake.

Tiến độ bán hàng. Lũy kế 1H2019, tổng số lượng sản phẩm bán hàng của VHM ước đạt khoảng 30,900 sản phẩm (+93.1% YoY), tương ứng tổng giá trị bán hàng (pre-sales) đạt 61.9 nghìn tỷ đồng (+15.0% YoY). Tốc độ giá trị bán hàng tăng chậm hơn chủ yếu do ghi nhận các sản phẩm có mức giá bán thấp hơn, chủ yếu vẫn đến từ nhóm 3 đại đô thị so với các dự án thuộc phân khúc cao cấp trước đó (Vinhomes Golden River, ...). Ngoài ra, dự án Vinhomes Grand Park cũng ghi nhận kết quả bán hàng tích cực với kết quả đặt cọc 100% số lượng căn hộ mở bán, tương đương khoảng 10,000 căn, với tổng giá trị ước tính khoảng hơn 18,000 tỷ đồng.

DXG – Mua – Giá mục tiêu: 20,750 VND- PE FW 6.1 PB FW 1.0x -Mảng môi giới dự kiến sẽ là nguồn động lực chính giúp DXG hoàn thành kế hoạch kinh doanh

Lũy kế nửa đầu năm 2019, doanh thu 2,340 tỷ đồng (+20.2% YoY), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 556.3 tỷ đồng (+28.7% YoY), tương đương hoàn thành 46.4% kế hoạch LNST đóng góp chủ yếu từ (1) Ghi nhận dự án Opal Garden (+6.5% YoY) và (2) Doanh thu từ mảng kinh doanh môi giới cốt lõi (+27.6% YoY).

- **Biên lợi nhuận giảm từ mức 53.2% 1H2019 xuống còn mức 50.2% 1H2018** chủ yếu do sự sụt giảm mạnh của biên lợi nhuận gộp mảng môi giới (Tỷ trọng đóng góp từ mảng môi giới dự án thứ cấp suy giảm) trong bối cảnh tình hình thị trường bất động sản có dấu hiệu chậm lại và giá bán đất nền có sự điều chỉnh sụt giảm.

18/9/2019

- Lợi nhuận đột biến đến từ (1) Thoái vốn công ty con dầu khí Nha Trang và (2) Đóng góp từ công ty liên kết LDG. Lũy kế 1H2019, doanh thu tài chính tăng 37%, trong đó chủ yếu đến từ việc thoái vốn khỏi công ty con, ghi nhận mức lãi 219.9 tỷ đồng. Ngoài ra, lợi nhuận đến từ công ty liên kết LDG cũng ghi nhận mức lãi đạt 57.9 tỷ đồng, so với mức lỗ -2.7 tỷ cùng kỳ.

DIG – MUA – Giá Mục Tiêu 16,000VND – PE FW 13.9 – PB FW 1.2 Khả năng mở bán được các dự án dẫn dắt động lực tăng trưởng

KQKD 1H2019 sụt giảm so với cùng kỳ do chưa ghi nhận nhiều dự án. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 695.4 tỷ đồng (-32.6% YoY) và 50.5 tỷ đồng (-48.8% YoY) chủ yếu do yếu tố độ trễ của việc hạch toán lợi nhuận bất động sản. Doanh thu 6 tháng đầu năm 2019 chủ yếu đến từ (1) Chuyển nhượng căn hộ dự án DIC Phoenix và (2) Chuyển nhượng quyền sử dụng đất dự án Nam Vĩnh Yên

Cập nhật tình hình tiến độ dự án của DIC.

(1) Dự án DIC-GateWay. Tổng số lượng căn hộ của dự án DIC- Gateway khoảng 1,580 căn, hiện tại đã xây dựng đến tầng 27/30 tầng. Hiện tại căn hộ đã bán hết khoảng 1,380 căn, còn lại 200 căn với vị trí đẹp dự kiến được mở bán cuối năm 2019. Giá bán bình quân khoảng 19-20 triệu/m² (chưa bao gồm VAT). Dự kiến dự án sẽ bắt đầu bàn giao và đóng góp vào lợi nhuận của DIG từ năm 2020. BSC ước tính tổng doanh thu dự án khoảng 2,877 tỷ đồng. (Lợi nhuận gộp dự kiến đạt mức 1,000 tỷ đồng).

(2) Dự án Nam Vĩnh Yên: Tổng quy mô diện tích của dự án là 446.92 ha, chia làm 3 phân kỳ (phân kỳ 1 với diện tích 194.74 ha). Hiện tại, DIG đang kinh doanh giai đoạn 1 với diện tích 65 ha, trong đó có 28 ha đất thương phẩm (mật độ khoảng 42%-43%). GĐ1 dự án Nam Vĩnh Yên đã hoàn tất khâu bán hàng (100%). Tổng doanh thu dự kiến ghi nhận năm 2019 ước tính khoảng 800 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 30%. Lũy kế 6T đầu năm 2019, dự án đã ghi nhận được 220-230 tỷ đồng DT, phần còn lại dự kiến ghi nhận nửa cuối năm 2019.

Đối với phân khu 2 và 3, tổng quy mô diện tích dự án khoảng 130 ha, diện tích thương phẩm ước tính khoảng 40%. Mục tiêu của DIG trong năm 2020 sẽ tập trung đền bù giải phóng và đóng tiền sử dụng đất (khoảng 1,700 tỷ). Thời gian ước tính hoàn thành công tác bán hàng dự kiến khoảng 2-3 năm. Do đó, chúng tôi ước tính dự kiến, GĐ2 Nam Vĩnh Yên sẽ được ghi nhận doanh thu lợi nhuận từ năm 2021. Giá bán dự kiến ước tính khoảng 12-14 triệu đồng/m², biên lợi nhuận khoảng 30%. BSC ước tính tổng doanh thu phân khu 2 – 3 của DIG dự kiến đạt khoảng 6,240 tỷ đồng.

(3) Dự án Đại Phước. Dự án Đại Phước nằm tại Đại Phước, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai. Hiện tại, DIG đang còn 98ha đất sạch tự triển khai, tương ứng với 34ha đất thương phẩm. DIG đã chuyển nhượng khoảng 12ha, tổng diện tích thương phẩm còn lại dự kiến khoảng 22ha. Hiện tại, DIG chưa có ý định triển khai dự án trên và đang chờ các dự án hạ tầng hoàn thiện như cầu quận 9 và vành đai 3.

(4) Dự án Long Tân. Tổng quy mô diện tích dự án khoảng 300ha. Tổng diện tích thương mại ước tính chiếm khoảng 43%. Hiện tại, DIG đã đền bù được 70ha (giá bình quân khoảng 270,000 VND/m²), dự kiến trong năm 2019 sẽ hoàn thành đền bù GĐ1 120ha. Hiện tại, do giá đền bù đang có xu hướng tăng nhanh, tới thời điểm hiện tại đang ở mức khoảng 700,000VND/m², DIG có chủ trương đẩy mạnh nỗ lực hoàn tất công tác đền bù 200ha còn lại trong năm 2020. Với giả định trên, BSC ước tính giá trị đền bù ước tính khoảng trên 2,000 tỷ đồng. Tổng mức đầu tư dự án ước tính khoảng 4,300 tỷ đồng.

(5) Dự án Victory City Hậu Giang. Tổng quy mô dự án ước tính khoảng 70ha. Hiện tại dự án đã đền bù được 10-12ha và đang xin điều chỉnh quy hoạch 1/500.

(6) Dự án Solar City – Bắc Vũng Tàu. Tổng quy mô dự án khoảng 90.5ha. DIG đang tiến hành triển khai GĐ1 với 20ha. Hiện tại, công tác đền bù đã đạt 50% với 10ha, dự kiến hoàn thành đền bù trong năm 2020.

18/9/2019

- **BSC đánh giá DIG là doanh nghiệp có quỹ đất lớn với nhiều dự án có quy mô đáng kể và có giá vốn khá rẻ.** Tuy nhiên do danh mục dự án quá nhiều (Tổng số lượng dự án được đầu tư trong 2019 lên tới hơn 16 dự án) dẫn tới việc đầu tư dàn trải và đòi hỏi nhu cầu vốn khá lớn là những quan ngại chủ yếu của BSC đối với DIG. Thêm vào đó, quy mô dự án lớn đòi hỏi thời gian triển khai đều khá dài dẫn tới rủi ro liên quan đến chu kỳ bất động sản. Mặc dù sở hữu nhiều quỹ đất lớn có vị trí đắc địa, nhưng BSC đánh giá khả năng triển khai dự án của DIG còn khá yếu trong các công tác đền bù và bán hàng dẫn tới việc tiến độ dự án đều bị kéo dài so với thời gian ước tính trước đó như dự án Đại Phước dự kiến triển khai năm 2021 (so với 2019 trước đó), Nam Vĩnh Yên GĐ 2 năm 2021 (so với năm 2020), dự án Long Tân năm 2021 (so với năm 2020)

- **Kết quả kinh doanh được kỳ vọng tăng tốc từ cuối năm 2019.** BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2019 của DIG lần lượt đạt 2,880 tỷ đồng (+17% yoy) và 553 tỷ đồng (+29.2% yoy) dựa trên giả định hạch toán (1) 20% phần còn lại dự án DIC-Phoenix (DT ước đạt 343 tỷ đồng), (2) Giả định hạch toán được 20% dự án GateWay (DT ước đạt 575 tỷ đồng) và (3) Dự án Nam Vĩnh Yên GĐ1 đóng góp khoảng 800 tỷ doanh thu. LNST ước tính khoảng 442 tỷ đồng (+36.5% YoY). EPS 2019F = 1,478 đồng/cp. Với mức giá ngày 02/08/2019, DIG đang giao dịch với mức PE FW 2019 là 8.8 lần, thấp hơn mức định giá so với các doanh nghiệp trong ngành.

NLG – MUA – Giá Mục Tiêu 40,500VND – PE FW 7.5 – PB FW 1.2 – Dự Án WaterPoint được mở khóa và gia tăng quỹ đất đảm bảo tăng trưởng trong tương lai.

Kế hoạch kinh doanh 2019: NLG đặt kế hoạch doanh thu và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 3,485 tỷ đồng, tương đương năm 2018 và 955.8 tỷ đồng (+25.2% yoy) và thông qua chi trả cổ tức năm 2019 bằng 10% tiền mặt và 10% cổ phiếu. Ngoài ra, NLG cũng đặt kế hoạch kinh doanh năm 2020 duy trì mức tăng trưởng ổn định lần lượt 11.1% doanh thu và 17.9% lợi nhuận sau thuế so với kế hoạch năm 2019.

Kết quả kinh doanh Q1/2019. Doanh thu Q1/2019 ghi nhận mức thấp, chỉ đạt 332 tỷ đồng (-38% YoY) chủ yếu do phần lớn các dự án trọng điểm đang trong quá trình xây dựng, chúng tôi cho rằng, phần lớn doanh thu của NLG dự kiến sẽ được bắt đầu bàn giao và hạch toán nhiều từ Q3/2019. Biên lợi nhuận Q1/2019 đạt 28.9%, giảm so với mức 33.5% cùng kỳ chủ yếu do bàn giao nhiều các dự án EhomeS có biên lợi nhuận thấp. Tuy nhiên, LNST công ty mẹ Q1/2019 vẫn duy trì mức tăng trưởng 16% so với cùng kỳ, đạt 145 tỷ đồng chủ yếu do việc hạch toán lợi nhuận bất thường từ việc đánh giá lại khoản mua lại của dự án Paragon Đại Phước – Đồng Nai (45ha). Chúng tôi cho rằng phần lớn doanh thu của NLG sẽ được hạch toán trong giai đoạn nửa cuối năm 2019.

HDG – MUA – Giá Mục Tiêu 43,500VND – PE FW 6.4 – PB FW 1.6 - Điểm rơi lợi nhuận từ dự án Centrosa và nguồn doanh thu ổn định của mảng năng lượng đảm bảo duy trì tốc độ tăng trưởng tương lai.

Kết quả kinh doanh 1H2019

Doanh thu 1,846 tỷ (gấp 2.8 lần cùng kỳ), trong đó: bất động sản 1,199 tỷ doanh thu (cùng kỳ: 11.9 tỷ); năng lượng 310.8 tỷ doanh thu (+92% YoY); cho thuê khách sạn, văn phòng, và dịch vụ quản lý: 151 tỷ doanh thu (+23.4% YoY); xây lắp 188 tỷ (-47% YoY). Biên LNG tăng từ 32.6% lên 44.7% nhờ mảng BĐS có đóng góp lớn, biên LNG mảng này cũng tăng từ 22.4% lên 42.4%. Lợi nhuận sau thuế đạt 503 tỷ (gấp 6.4 lần cùng kỳ), tương đương hoàn thành 63.5% kế hoạch năm.

Mảng bất động sản

- 1H2019 ghi nhận 1,199 tỷ doanh thu trong đó (1) dự án Centrosa (1,146 tỷ doanh thu từ 206 căn Orchid và 121 căn Jasmine); doanh thu từ dự án Q12 40 tỷ, Noongtha 6.6 tỷ (2/5 căn đã bán).
- Dự kiến trong 2H2019 ghi nhận 1,821 tỷ từ dự án Centrosa (510 căn Jasmine)

Pipeline dự án trong thời gian tới:

18/9/2019

- Dự án Charm Villas (An Khánh – An Thượng): dự kiến mở bán vào Q3/2019. Công ty dự kiến sẽ đầu tư thêm 130 tỷ vào hạ tầng và cảnh quan, dự thu 257 tỷ từ phần thấp tầng của dự án An Khánh – An Thượng (chưa ghi nhận doanh thu), đóng góp doanh thu 2020 -2021.
- Dự án Greenland (2,000 tỷ doanh thu, 400 tỷ LNG, 1231 căn chung cư) đang thi công móng, dự kiến mở bán trong Q1/2020; đóng góp doanh thu giai đoạn 2021-2022.
- Dự án Nongtha Central (6,000 tỷ doanh thu, 1,300 tỷ LNG, 241 căn liền kề và 586 villas): tổng đầu tư đến cuối 2018 là 240 tỷ, công ty cho biết tiền bán 5 căn đã có thể cover được chi phí đầu tư này. Về tiến độ, công ty cho biết sẽ hoàn thiện theo phân kỳ và mở bán nhiều đợt. Chúng tôi cho rằng việc triển khai dự án Nongtha sẽ cần thời gian do thị trường bất động sản ở Lào còn nhiều sơ khai và khác biệt so với Việt Nam như việc người Lào chú trọng vào diện tích sử dụng hơn là tiện ích căn hộ.
- Các dự án khác: Kha Vạn Cân (2.7 ha), 62 Phan Đình Giót (2.2 ha), 30 Tạ Quang Bửu (1,036 m2), Dịch Vọng (9,861 m2), CC3 Cầu Giấy (4,506 m2): đang trong quá trình xin/ điều chỉnh quy hoạch 1/2000 hoặc đang được sử dụng làm mặt bằng cho thuê...Bên cạnh đó, HDG cũng tích cực tìm kiếm quỹ đất, mục tiêu nâng lên 12.7ha vào năm 2020 và 15.4 ha năm 2021.

Mảng năng lượng

- **1H2019**: ghi nhận 307 tỷ doanh thu do có đóng góp của thủy điện Nhận Hạc (đi vào hoạt động từ Q3/2018) với 155.6 tỷ doanh thu. Doanh thu từ Nậm Pông và Za Hưng ước đạt 139.5 tỷ (-13% YoY), từ điện mặt trời Hồng Phong 4.1 là 15.7 tỷ (bắt đầu vận hành thương mại từ 4/6/2019), sản lượng phát điện trong tháng 6 và tháng 7 lần lượt là 7.28 và 7.7 triệu kWh.
- **2H2019**: HDG dự kiến ghi nhận 300 tỷ doanh thu trong 2H2019, LNTT 229.6 tỷ đồng

Cập nhật tiến độ các dự án điện đang đầu tư:

Dự án thủy điện Sông Tranh 4 (tổng đầu tư đến thời điểm hiện tại 1000 tỷ/1700 tỷ, công suất 48 MW) đã thi công đập, kè và GPMB, dự kiến phát điện Q4/2020

Đắc Mi 2 (tổng đầu tư đến thời điểm hiện tại (700/3100 tỷ TMĐT) đã thi công cầu, đập và thiết bị 2 tổ máy, dự kiến thiết kế lắp đặt thêm 1 tổ máy (48 MW), nâng tổng công suất dự án lên 147 MW, dự kiến phát điện thương mại Q1/2021

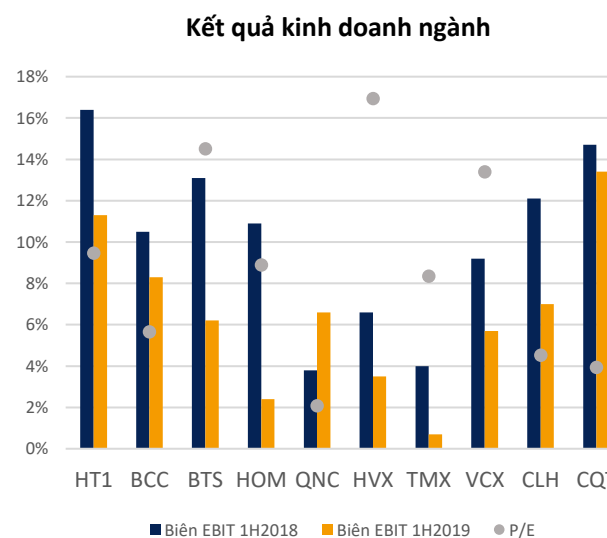
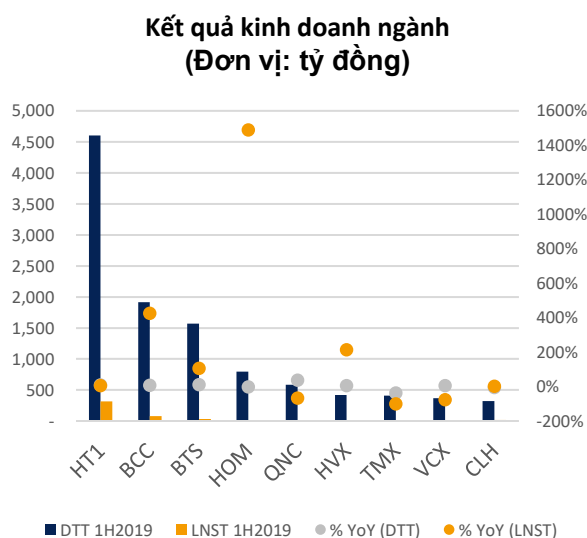
Kế hoạch của HDG đến năm 2022, mảng năng lượng sẽ có công suất 364 MW (gấp đôi công suất hiện tại) đóng góp 1,500 tỷ doanh thu và 600 tỷ lợi nhuận mỗi năm.

18/9/2019

Ngành Xi Măng [Hiệu quả cải thiện]

Điểm tin ngành: (1) 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). (2) 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.

Tổng doanh thu của các doanh nghiệp xi măng niêm yết đạt 11,697 tỷ (+3.7% YoY). Các DN dẫn dắt tăng trưởng ngành gồm HT1 (+358 tỷ, ~ 8.4% YoY nhờ sản lượng +12.4% YoY), QNC (+156 tỷ, ~ 36.7% YoY nhờ doanh thu từ hoạt động bán và giao khoán khai thác than +70 tỷ và thương mại +97 tỷ), BTS (+136 tỷ, ~9.6% YoY), BCC (+130 tỷ, ~7.3% YoY). Ở chiều ngược lại TMX ghi nhận doanh thu giảm 254 tỷ (-38.4% YoY) do sản lượng tiêu thụ trong nước chiếm 70% sản lượng, -20% YoY và không có hoạt động xuất khẩu trong 1H2019. Trong bối cảnh nhu cầu tăng chậm lại, các DN có quy mô lớn, thương hiệu và thị trường tiêu thụ sẽ có nguồn lực và lợi thế trong việc đẩy mạnh sản lượng và duy trì tăng trưởng.



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Biên LNG chung của toàn ngành tăng từ 12.4% lên 13.7% với biên ở phần lớn các DN tăng từ 1-5%, ngoại trừ HT1 (biên LNG -1.3%), TXM (biên LNG -2.1%) do thay đổi trong cơ cấu sản phẩm tiêu thụ. Các DN tỷ trọng xi măng trong cơ cấu doanh thu tăng (BCC tăng từ 86.6% lên 91.8%, BTS tăng từ 90.8% lên 92.2%) thì sẽ có biên LNG cải thiện. Với HT1, biên LNG giảm do tỷ trọng tiêu thụ xi măng rời với giá bán thấp trong cơ cấu sản lượng từ 27% lên 33%.

LNST của ngành đạt 471.5 tỷ (+36.6% YoY) với nhiều DN ghi nhận tăng trưởng cao sau giai đoạn 1H2018 còn khó khăn, đặc biệt như **BCC (+64 tỷ)**, **QNC (+42.3 tỷ)** trong khi cùng kỳ ghi nhận lỗ hơn 40 tỷ nhờ tăng được giá bán bình quân, tiết kiệm chi phí SX, bán hàng và hồi phục của mảng than. Việc tăng giá bán trong 1H2019 và việc quản lý chi phí hiệu quả hơn tại một số là những nhân tố hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành.

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

18/9/2019

- (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.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp**HT1 – MUA - Giá mục tiêu: 18,900 đồng/CP – P/E fw: 8.7 – P/B fw: 1.15**

Doanh thu 4,601 tỷ (+8.4% YoY), LNST 314 tỷ (-2.9% YoY), hoàn thành 51.5% và 43.1% kế hoạch

- 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 với giá bán thấp trong cơ cấu tiêu thụ từ 27% lên 33%)
- Biên LNG giảm mạnh từ 17.2% về 15.9% do thay đổi trong cơ cấu sản phẩm xi măng tiêu thụ
- Tỷ lệ CPBH và QLDN tăng nhẹ từ 3.8% lên 4% chủ yếu do tăng CP mua ngoài và nhân viên lần lượt 11.9% và 12.7%.
- Chi phí tài chính -10% YoY nhờ CP lãi vay giảm 17.2 tỷ (12%) do dư nợ vay dài hạn giảm 500 tỷ kể từ đầu năm.
- Các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của HT1 duy trì tốt với số ngày vòng quay tiền mặt giảm từ 21 cùng kỳ về 3 tính bình quân 12 tháng đến cuối Q2/2019. Dòng tiền hoạt động luôn duy trì >0.

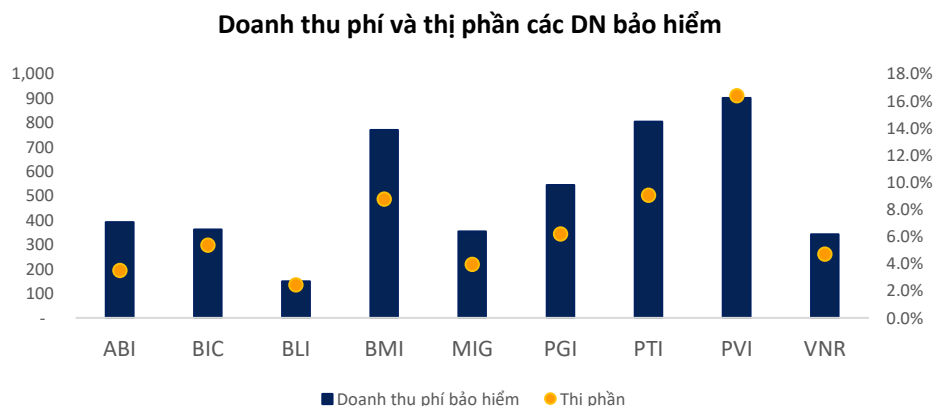
BCC – MUA - Giá mục tiêu: 12,200 đồng/CP – P/E fw: 5.6 – P/B fw: 0.45

Doanh thu 1,915 tỷ (+7.3% YoY), LNTT 100.8 tỷ (gấp 4 lần cùng kỳ), hoàn thành 44% và 59% kế hoạch.

- 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%.
- Biên LNG tăng từ 10.5% lên 15.1% do cải thiện tỷ trọng xi măng trong tổng sản lượng tiêu thụ và hiệu quả quản lý chi phí Nhờ đó, biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) tăng từ 3.9% lên 8.4%.

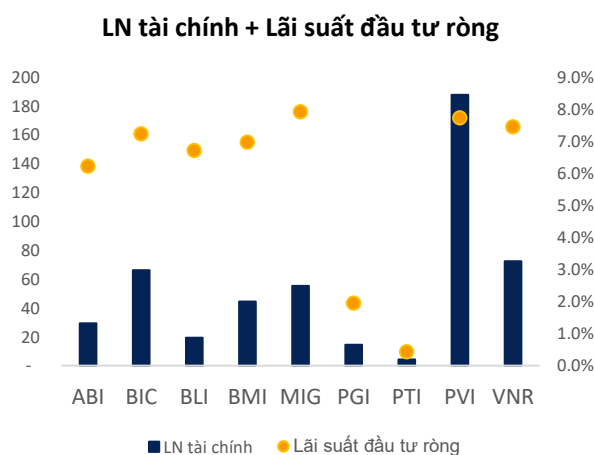
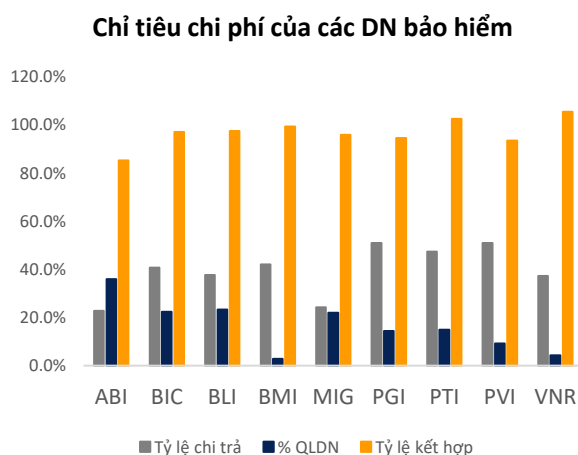
Ngành Bảo Hiểm [Lợi nhuận đột biến]

KQKD quý 2 của ngành bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục tăng trưởng 9%. Trong quý 2, tổng doanh thu phí bảo hiểm của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết đạt trên 4621 tỷ, tăng hơn 9% so với cùng kỳ năm 2018. Đối với hoạt động đầu tư, hầu hết các doanh nghiệp đều có lợi nhuận tăng trưởng nhờ lãi suất huy động của các ngân hàng có xu hướng tăng trong năm 2019, tổng lợi nhuận tài chính của ngành quý 2 đạt 493 tỷ đồng tăng đến 73% so với cùng kỳ nhờ đột biến tại PVI khi doanh nghiệp có ghi nhận doanh thu bất thường từ BĐS. Quá đó, lợi nhuận sau thuế của nhóm các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ có sự tăng trưởng gần 40% trong quý 2 đạt mức trên 722 tỷ đồng.



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Hiệu quả hoạt động được cải thiện. Về hiệu quả hoạt động, các doanh nghiệp bảo hiểm hầu hết đều có sự cải thiện tương đối mạnh mẽ, đặc biệt là PVI khi hệ số kết hợp trong quý 2 của doanh nghiệp chỉ còn ở mức 93.4%; hầu hết các doanh nghiệp bảo hiểm còn lại đều duy trì được lãi ở hoạt động chính bảo hiểm, ngoại trừ PTI (tiếp tục đẩy mạnh phát triển sản phẩm mới để lấy thị phần khiến cho tỷ lệ chi trả tăng mạnh) và VNR (do chi phí hoa hồng bảo hiểm tăng mạnh).



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Triển vọng 2019. BSC tiếp tục đánh giá cao triển vọng của nhóm bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2019 do (1) doanh thu phí bảo hiểm tiếp tục duy trì tăng trưởng 10% (2) hiệu quả hoạt động tiếp tục được cải thiện khi các doanh nghiệp áp dụng các quý trình quản lý mới (3) lợi nhuận tài chính tăng trưởng nhờ lãi suất huy động có xu hướng tăng (4) Các doanh nghiệp bảo hiểm lớn chuẩn bị thoái vốn, với mức định giá hiện tại đang ở mức tương đối hấp dẫn.

Q22019	ABI	BIC	BLI	BMI	MIG	PGI	PTI	PVI	VNR
QUY MÔ									
Tổng tài sản	2,374	5,499	1,908	5,515	4,659	5,646	7,166	21,460	7,262
VCSH	783	2,143	703	2,198	1,426	1,454	1,772	6,966	2,957
Tài sản đầu tư	1,888	3,662	1,157	2,548	2,788	2,955	3,923	9,726	3,881
Tài sản đầu tư/TTS	79.5%	66.6%	60.7%	46.2%	59.8%	52.3%	54.8%	45.3%	53.4%
HIỆU QUẢ KINH DOANH									
Thị phần	3.5%	5.4%	2.4%	8.8%	3.9%	6.2%	9.0%	16.4%	4.7%
Doanh thu phí bảo hiểm	393	362	150	769	355	544	804	901	342
% YoY	23.4%	10.6%	-21.9%	-1.4%	6.5%	0.0%	19.9%	-0.7%	113.6%
LN thuần từ HDKD bảo hiểm	59	13	5	6	17	36	(26)	112	(22)
Tỷ lệ kết hợp	85.2%	97.0%	97.4%	99.2%	95.8%	94.4%	102.5%	93.4%	105.4%
LN tài chính	29	66	19	44	55	14	4	188	72
% YoY	27.0%	26.6%	234.5%	127.0%	68.1%	43.4%	N/A	148.3%	11.8%
Lãi suất đầu tư ròng	6.2%	7.2%	6.7%	7.0%	7.9%	1.9%	0.4%	7.7%	7.4%
LNTT	89	79	24	53	74	51	(14)	300	66
% yoy	32.3%	34.7%	426.0%	-30.3%	-5.0%	7.8%	N/A	198.8%	-21.1%
ĐỊNH GIÁ									
EPS	5,525	1,397	1,407	1,515	1,281	1,680	194	3,317	2,221
BVPS	21,245	18,033	11,714	24,063	10,970	16,386	22,029	29,017	22,288
P/E	5	17	5	18	9	10	77	11	9
P/B	1.4	1.3	0.6	1.1	1.1	1.0	0.7	1.3	0.9

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

BMI – Giá mục tiêu 30,100 VND/cp – Upside 20.9% - P/E F 2019 = 13x, P/B F 2019 = 0.9x

18/9/2019

Trong quý 2/2019, BMI ghi nhận doanh thu bảo hiểm gốc khoảng 769 tỷ đồng, xấp xỉ so với cùng kỳ tuy nhiên hoạt động nhượng tái bảo hiểm lại tăng mạnh 23% lên mức 282 tỷ đồng khiến cho doanh thu thuần mảng bảo hiểm trong quý 2 sụt giảm khoảng 7%, chỉ đạt mức 769 tỷ đồng. Hiệu quả hoạt động mảng bảo hiểm vẫn duy trì ở mức ổn định và có lãi nhẹ với tỷ lệ combined ratio đạt 99.2%. Hoạt động đầu tư trong quý 2 của BMI có sự cải thiện đáng kể khi lợi nhuận tài chính quý đạt 44 tỷ đồng (+100% yoy) chủ yếu do giảm trích lập giảm giá các khoản đầu tư khi thị trường chứng khoán trong quý 2/2019 có ít biến động. Qua đó, LNST của BMI trong quý 2 đạt 52.9 tỷ đồng (-30.3% yoy) suy giảm so với cùng kỳ chủ yếu do không còn ghi nhận khoản doanh thu bất thường khoảng 30 tỷ đồng

PVI – Giá mục tiêu 40,010 VND/cp – Upside 7% - P/B 2019 = 1.2x

Trong 2Q2019, PVI đã ghi nhận DTT từ hoạt động bảo hiểm và LNTT đạt mức 901 tỷ VND (-0.7% yoy) và 288 tỷ VND (+187.6% yoy). LN của PVI trong quý 2/2019 chủ yếu đến từ LN từ HĐ tài chính +147.8% yoy cùng thu nhập khác tăng mạnh (đến từ ghi nhận dự án BDS). Thị phần của PVI trong 1H2019 đạt mức 15.8%, tăng nhẹ so với mức 14.7% năm 2018. Doanh thu phí gốc của PVI đạt mức 3,977 tỷ VND (+9.7% yoy), thị phần cai thiện lên mức 15.8% so với năm 2018. Tỷ lệ kết hợp của PVI trong 1H2019 đạt mức 96.8%, tăng mạnh so với mức cùng kỳ (92%). Trong năm 2019, với kỳ vọng ngành bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng trưởng được 12% yoy, chúng tôi dự báo DTT của PVI đạt mức 10.9% yoy, tỷ lệ kết hợp năm 2019 tăng nhẹ lên mức 95.8%. Thị phần của PVI sẽ giữ ở mức 14.5% trong năm 2019. LN từ tài chính tăng mạnh +147.8% yoy, đạt mức 188 tỷ VND, lãi suất ròng đầu tư đạt mức 8.2%. Trong quý 2/2019, lãi suất tiền gửi tăng giúp cho LN đầu tư của PVI tăng mạnh (80%-85% danh mục đầu tư của PVI đầu tư vào tiền gửi ngân hàng.) Trong 2019, chúng tôi kỳ vọng với việc tăng lãi suất của tiền gửi, PVI sẽ ghi nhận khoảng 600 tỷ LN từ đầu tư. (+26.8% yoy) với giả định lãi suất ròng đầu tư đạt mức 7.5%. Tiến độ thoái vốn tại PVN. Hiện nay, PVN đang hoàn thành nốt về việc định giá, kỳ vọng thoái vốn cuối năm nay.

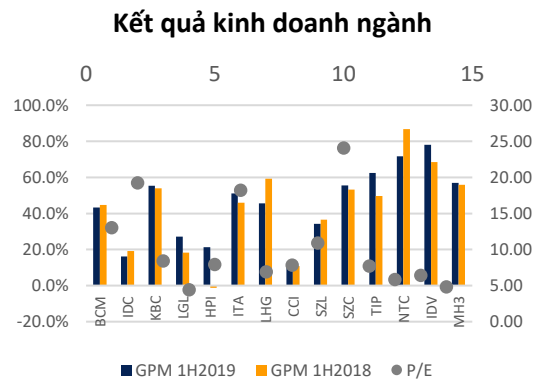
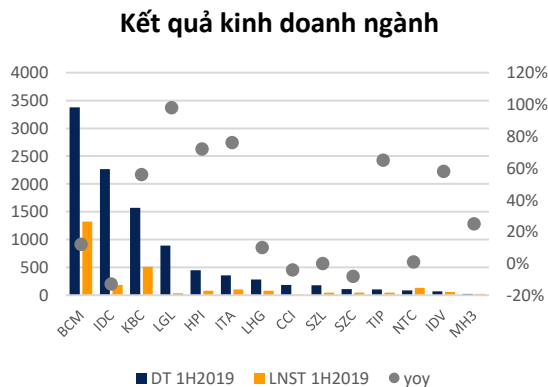
BVH – THEO DÕI

Trong 1H2019, doanh thu phí bảo hiểm thuần đạt mức 15,412 tỷ VND (+15.5% yoy), LNTT đạt mức 831 tỷ VND (-16% yoy). LN giảm do năm nay không còn khoản ghi nhận từ bán trái phiếu làm giảm doanh thu tài chính. Trong 1H2019, phí bảo hiểm của BVH tăng trưởng tốt, tuy nhiên có phần chậm lại. Tính về khai thác mới, BVH vẫn xếp thứ 1 thị trường với thị phần với tăng trưởng 17.8%. Tỷ lệ duy trì hợp đồng trong 13 tháng gần nhất đạt 96%. BVH tiếp tục đẩy mạnh các sản phẩm mới + phát huy lợi thế hiện có thể giữ vững thị phần số 1 về bảo hiểm nhân thọ. Mảng bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng từ 10%-15% yoy, combined ratio = 99%. Tỷ lệ combined ratio đạt mức 97%-98% là mức lý tưởng cho BVH. Định hướng: tỷ lệ đền bù = 50%. Danh mục đầu tư tập trung vào trái phiếu kỳ hạn dài (90% portfolio). Gross yield = 7% - 8%. Thời gian tới: giảm tỷ trọng trái phiếu, tăng tỷ trọng tiền gửi.

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Duy trì tăng trưởng]

Điểm tin ngành: (1) Giá cho thuê tăng lên ở cả 2 miền do nhu cầu thuê tăng cao (khu vực phía Bắc +7.6% yoy, khu vực phía Nam +15.8% yoy) (2) Tỷ lệ lấp đầy trung bình ở mức cao (Khu vực phía Bắc: 72%, khu vực phía Nam: 81%) (3) 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.

Kết quả kinh doanh ngành bất động sản khu công nghiệp 1H2019 khả quan với tổng doanh thu đạt 9,952 tỷ đồng (+17% yoy) và LNST đạt 2,690 tỷ đồng (+33% yoy). 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 doanh nghiệp bất động sản KCN sẽ 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.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

KBC – Mua - Giá mục tiêu 18,150 VND/cp – PE fwd = 7.1x, PB fwd = 0.8x- Khu công nghiệp phía Bắc được hưởng lợi rõ nét từ chiến tranh thương mại

Trong 1H2019, KBC đạt doanh thu 1H2019 khoảng 1,569 tỷ đồng (+56.3% yoy) và LNST khoảng 511.54 tỷ đồng (+75% yoy), hoàn thành 40.23% VÀ 49.3% kế hoạch đến từ (1) Kết quả kinh doanh khả quan mảng cho thuê khu công nghiệp với diện tích cho thuê 1H2019 tổng cộng 60ha so với 110ha kế hoạch đến chủ yếu từ KCN Quang Châu, Tân Phú Trung và một phần nhỏ Quế Võ 2 và Trảng Duệ 2. (2) Doanh thu chuyển nhượng bất động sản chỉ khoảng 1.7 tỷ đồng, không đóng góp nhiều vào kết quả kinh doanh 1H2019. KĐT Phúc Ninh dự kiến 2019 sẽ ghi nhận khoảng 4ha với giá bán trung bình 22 triệu đồng/m², biên LNG 60%. KĐT Trảng Duệ, Hải Phòng sẽ ghi nhận 7ha với giá bán 10 triệu đồng/m² với biên LNG khoảng 40%. Chúng tôi cho rằng dòng tiền từ mảng KĐT sẽ giúp KBC hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2019, đóng góp 1,500 tỷ doanh thu. (3) Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức 54% lên 56% nhờ vào mảng cho thuê KCN có giá cho thuê mảng KCN tăng mạnh (khoảng +15% yoy) trong khi chi phí vốn không tăng mạnh. (4) Chi phí quản lý và bán hàng đạt 141 tỷ đồng (+41.4% yoy) với tốc độ tăng

18/9/2019

trường chậm hơn doanh thu. **(5)** Cơ cấu vốn: 6 tháng 2019, KBC đã phát hành khoảng 600 tỷ trái phiếu, dự kiến sẽ phát hành thêm 500 tỷ nữa, tổng lượng trái phiếu phát hành 1,100 tỷ với lãi suất 10.5%. BSC cho rằng KBC vẫn đang được hưởng lợi từ chiến tranh thương mại. Cụ thể, khu công nghiệp Quang Châu, chủ yếu thu hút các doanh nghiệp sản xuất đồ điện tử công nghệ cao với khách thuê lớn đến từ Foxconn và các vệ tinh. Khu công nghiệp Tân Phú Trung cho thuê đột biến 20ha nửa đầu năm so với trước đó tốc độ cho thuê chỉ khoảng 16-17 ha/năm.

LHG – Giá mục tiêu (2020) 23,389 VND/cp – PE fwd = 6.7 – PB fwd = 0.7 - Chậm tiến độ đền bù đất cho dân cư

Trong 1H2019, LHG đạt doanh thu khoảng 280 tỷ đồng (+10.17% yoy) và LNST khoảng 79 tỷ đồng (-32% yoy), hoàn thành 40.23% VÀ 49.3% kế hoạch đến từ **(1)** Doanh thu cho thuê nhà xưởng đạt 191.4 tỷ đồng (+4.6% yoy), doanh thu mảng cho thuê nhà xây sẵn đạt khoảng 23 tỷ trong quý 2/2019 (+10% yoy). Hiện nay tiến độ đền bù KCN Long Hậu 3 giai đoạn 1 khoảng 70% diện tích, doanh nghiệp đang chậm tiến độ đền bù phần diện tích còn lại, chúng tôi cho rằng KCN Long Hậu 3 sẽ đi vào hoạt động ổn định năm 2020. **(2)** Biên lợi nhuận ròng 1H.2019 sụt giảm từ mức 59% xuống 45.6%. LHG đã duy trì biên lợi nhuận gộp trung bình khoảng trên 55% các năm trước. Tuy nhiên, công ty đang đẩy nhanh triển khai Long Hậu 3 và giá vốn KCN LH3 sẽ tăng lên do chi phí đền bù lớn và tốn nhiều thời gian hơn khiến biên lợi nhuận giảm khoảng 4-5% yoy. BSC cho rằng khi KCN Long Hậu 3 đền bù xong 30% còn lại đi vào hoạt động ổn định, Long Hậu 3 sẽ là nguồn cung mới thu hút các nhà đầu tư nhờ vào vị trí đắc địa, giáp ngay thành phố HCM, giao thông thuận tiện và chính sách phát triển hạ tầng khá tốt, BSC ước tính tổng giá trị kỳ vọng KCN Long Hậu 3 mang lại rơi vào khoảng khoảng 1,172 tỷ đồng bắt đầu giai đoạn 2019 - 2020, ghi nhận trong vòng 4 năm.

SIP – Theo dõi - Giá hiện tại 121,500 VND/cp – PE 40.85 – PB 5.7 – Quỹ đất tiềm năng

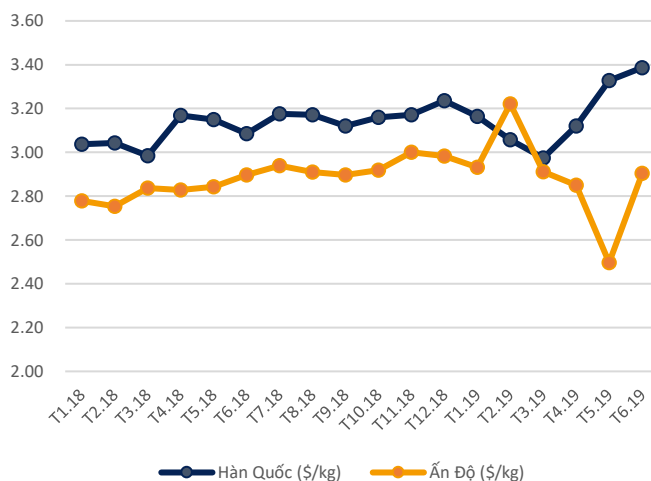
Trong 1H2019, SIP đạt doanh thu khoảng 1,979.5 tỷ đồng (+34% yoy) và LNST khoảng 213.9 tỷ đồng (+65% yoy), lần lượt hoàn thành 65% và 106% kế hoạch đến từ **(1)** Doanh thu kinh doanh điện nước 1,428 tỷ đồng, chiếm 72% cơ cấu doanh thu, doanh thu cung cấp tiện ích KCN chiếm 6%. **(2)** Doanh thu cho thuê hạ tầng KCN đạt 65 tỷ đồng, chỉ chiếm khoảng 3% doanh thu. DN hạch toán doanh thu cho đất phân bổ đều trong thời gian thuê (từ 48 – 50 năm). Khoản thu nhập này chủ yếu nằm ở doanh thu chưa thực hiện và người mua trả tiền trước. Doanh thu chưa thực hiện trong kỳ đạt 4,904 tỷ đồng, khoản người mua trả tiền trước đạt 3,125 tỷ đồng. Hai khoản mục này tăng lên khoảng 1,161 tỷ đồng so với đầu năm 2019 cho thấy triển vọng kinh doanh hạ tầng KCN khả quan đến từ nhu cầu thuê đất KCN ngày càng tăng mạnh nhờ xu hướng dịch chuyển công xưởng từ Trung Quốc. **(3)** Các KCN của SIP gồm có KCN Đông Nam, KCN Lê Minh Xuân 3 và Phước Đông với tỷ lệ lấp đầy lần lượt 72%; 30% và 92%. KCN Lê Minh Xuân 3 với tỷ lệ lấp đầy 30% sẽ là dư địa tăng trưởng lớn cho SIP do KCN này có vị trí thuận lợi tại huyện Bình Chánh, Hồ Chí Minh với mức giá cho thuê khá cao 130 USD/m²/chu kỳ thuê 45 năm. Ngoài ra SIP đang triển khai thêm KCN Phước Đông giai đoạn 2 sau 2020 với diện tích 762ha, là động lực tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên cổ phiếu SIP đang giao dịch với mức PE 40.85 quá cao so với trung bình ngành 10x, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **Theo dõi** cổ phiếu SIP.

18/9/2019

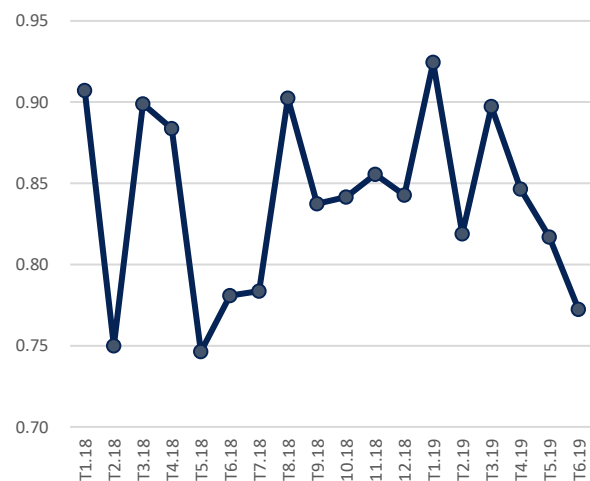
Ngành Hóa Chất [Tiếp tục đi ngang]

Diễn biến giá nguyên liệu và giá bán một số sản phẩm: Giá xuất khẩu Phốt pho vàng của Việt Nam trong Q2.2019 có sự biến động khác nhau giữa các thị trường: Tại Hàn Quốc, giá bán đạt 3.29 USD/kg (+5.1% YoY); tại Ấn Độ, giá bán đạt 2.08 USD/kg (-27.2% YoY); tại Nhật Bản, giá bán đạt 335 ¥/kg (+7.9% YoY). Giá xuất khẩu Axit Phosphoric của Việt Nam trong Q2.2019 vào Ấn Độ đạt 0.8 USD/kg (+4% YoY).

Giá phốt pho vàng vào Hàn Quốc và Ấn Độ



Giá Axit Phosphoric vào Ấn Độ



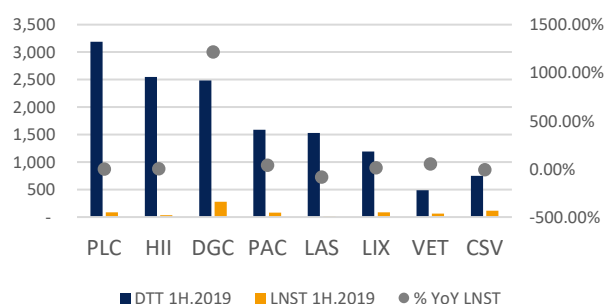
Nguồn: TCHQ

Kết quả kinh doanh 1H.2019

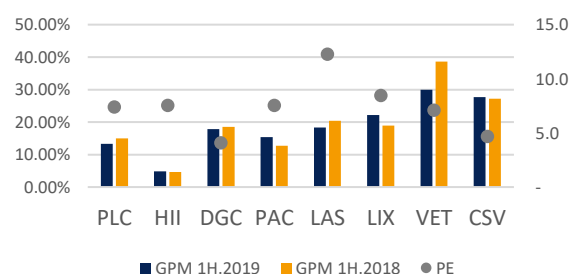
Tổng doanh thu các DN hóa chất niêm yết đạt 18,367 tỷ (+13.37% YoY) động lực tăng trưởng đến từ DGC do hợp nhất với DGL. Nếu loại trừ ảnh hưởng của DGC, tổng DT của ngành đạt 15,880 tỷ (-0.2% YoY). Biên LNG Q2.2019 đạt mức 15.84%, giảm nhẹ so với mức biên 15.98% cùng kỳ.

Tổng LNST ngành 1,019 tỷ (+28.69% YoY), trong đó, toàn bộ mức lợi nhuận tăng thêm (227 tỷ) đóng góp chủ yếu từ DGC (mức LN tăng thêm: 259 tỷ). Nếu loại trừ DGC, tổng LNST ngành đạt 739 tỷ (-4.5% YoY). Các doanh nghiệp hóa chất còn lại đều đi ngang, hoặc giảm nhẹ.

KQKD của doanh nghiệp hóa chất



Biên LNG của doanh nghiệp hóa chất



Nguồn: FiinPro, BSC Research

18/9/2019

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp**PAC - THEO DÕI – Giá mục tiêu 28,500 VND/cp - P/E fw = 7.84– Kỳ vọng từ nhà máy mới ([Link](#))**

KQKD 1H.2019 ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng nhờ giá kẽm thế giới giảm mạnh khiến chi phí đầu vào giảm. PAC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 1,586 tỷ (+2.6% yoy) và 101 tỷ (+38 % yoy). Biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 15.2% so với cùng kỳ là 12.7%. Ấc quy cho ô tô vẫn chiếm tỷ trọng chính, chiếm 85% tổng doanh thu. Pin chiếm 10% doanh thu, còn lại là các sản phẩm khác. Sản phẩm ắc quy chủ yếu vẫn phục vụ cho ô tô tại thị trường nội địa.

Tiến độ dự án di dời nhà máy Kế hoạch di dời nhà máy sang KCN An Phước đã có từ rất lâu nhưng hiện tại, công ty vẫn chưa được Vinachem phê duyệt kế hoạch đầu tư.

Công ty dự kiến trả cổ tức không thấp hơn 15% cho năm 2019, thấp hơn mức cổ tức 20% năm 2020. PAC cũng cho biết công ty sẽ cân đối giữa cổ tức tiền mặt và cổ tức cổ phiếu để phù hợp với tình hình đầu tư của doanh nghiệp.

DGC - MUA – Giá mục tiêu 42,000 VND/cp - P/E fw = 4.7 – Mức định giá hấp dẫn ([Link](#))

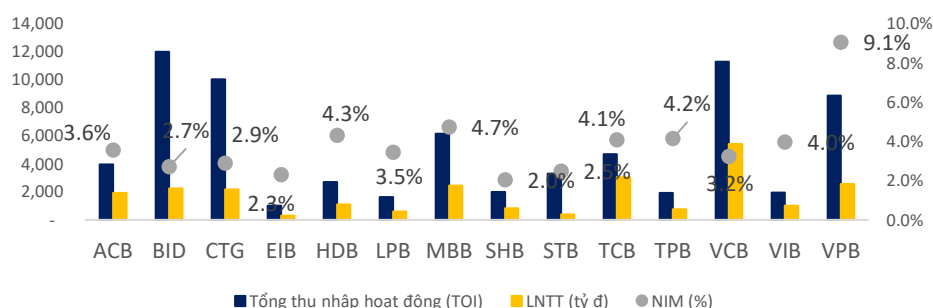
Kết quả kinh doanh 1H.2019 tăng mạnh do cùng kỳ chưa hợp nhất với DGL. DGC ghi nhận DT và LNST 1H.2019 lần lượt đạt 2,487 tỷ (+759% YoY) và 281 tỷ (gấp 12 lần so với cùng kỳ). Với kết quả trên, công ty mới hoàn thành 36.5% KH DT và 40% KH LN. Mức tăng trưởng mạnh này chủ yếu do trong 1H.108, DGC chưa tiến hành hợp nhất với DGL. BSC cho rằng nếu tính cả KQKD của DGL trong 1H.2018, thì Hóa chất Đức Giang có KQKD sụt giảm. Chúng tôi cho rằng (1) việc bảo trì nhà máy WPA trong Q1.2019 khiến việc sản xuất và xuất khẩu sản phẩm này bị sụt giảm; (2) sản lượng phốt pho vàng Việt Nam xuất khẩu sang Hàn Quốc và Nhật Bản bị sụt giảm là những nguyên nhân chính khiến KQKD không khả quan trong 1H.2019. Năm 2019, chúng tôi dự báo DT đạt mức 5,619 tỷ (-7.3% YoY) và LNTT đạt 722 tỷ (-21% YoY) do do (1) Giá bán chung các mặt hàng giảm -2% (2) Sản lượng duy trì năm 2018 và (3) Các chi phí tăng (điện tăng 8%, apatit tăng 5%). EPS dự phóng 2019 đạt 5,798 VND/cp.

Cập nhật một số dự án của doanh nghiệp (1) Dự án Nhà máy NPK (công suất: 100,000 tấn): công ty dự kiến cuối 2019 nhà máy sẽ tạo ra sản phẩm. Hiện tại, thị trường đầu ra sẽ hướng đến nội địa hoặc xuất khẩu sang Phillipine. (2) Mở Apatit 25: DGC đã giải quyết xong với Bộ Quốc Phòng và hiện đang hoàn thành thủ tục làm giấy phép đầu tư. (3) Dự án Bất động sản: DGC cho biết công ty đang chờ thủ tục hoàn thiện để có thể tiến hành xây dựng dự án. Về tiến độ bán hàng, công ty cho biết số lượng các căn biệt thự liền kề đã bán hết, số lượng căn chung cư đã bán 100 căn trên tổng 800 căn của dự án.

Ngành Ngân Hàng [Duy trì tăng trưởng]

KQKD quý 2/2019 toàn ngành ngân hàng khả quan. Trong quý 2/2019, tổng 14 ngân hàng niêm yết đạt TOI = 71,492 tỷ VND (+22% yoy) và LNTT = 24,840 tỷ VND (+24.3% yoy). Thu nhập lãi thuần đạt 55,216 tỷ VND (+20.2% yoy, chiếm 77% TOI) nhờ (1) tăng trưởng tín dụng lũy kế hết 2Q2019 đạt 7.36% ytd, thấp hơn mức 7.86% trong 2Q2018. Nhiều NH đã gần hết room tăng trưởng như TPB, VIB, VPB,.. và đã xin cấp thêm tăng trưởng tín dụng từ SBV (đã được chấp thuận), tuy nhiên, mức tăng trưởng tín dụng còn lại ở các NH này là không nhiều. (2) NIM trung bình của các NH niêm yết đạt mức 3.51%, +32 bps so với cùng kỳ 2018 và +15 bps so với cuối năm 2018. Thu nhập từ hoạt động phi tín dụng tăng trưởng tốt (+28.4% yoy), chủ yếu đến từ tăng phí dịch vụ (+44.2% yoy).

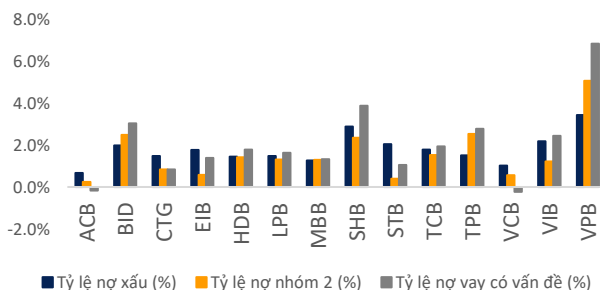
KQKD các ngân hàng niêm yết



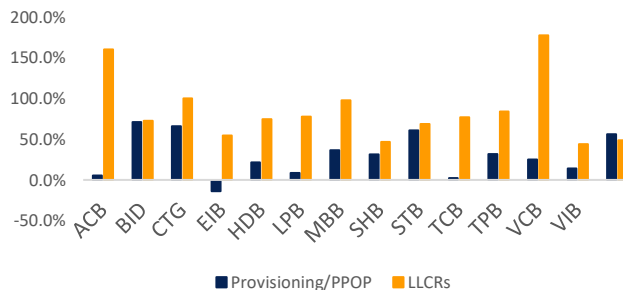
Nguồn: FiinPro, BSC Research

Nợ xấu có xu hướng giảm ở các ngân hàng niêm yết. Tỷ lệ NPL trung vị toàn ngành ở mức 1.6% (quý 1/2019: 1.8%), tỷ lệ nợ nhóm 2 = 1.3% (quý 1/2019 = 1.7%) cho thấy các NH hiện đang tập trung xử lý nợ tồn đọng từ quá khứ, làm sạch bảng cân đối. Bên cạnh đó, giảm nợ xấu giúp các NH giảm được chi phí trích lập dự phòng, từ đó cải thiện LN. Một số ngân hàng ghi nhận giảm mạnh chi phí dự phòng, hỗ trợ lợi nhuận trong thời gian qua như TCB, ACB là ví dụ điển hình. Tỷ lệ chi phí dự phòng/LN thuần trước dự phòng được đẩy mạnh nhằm xóa các khoản nợ xấu (28.2% sv 18.7% trong quý 2/2018). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCRs) = 75.9%. 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 (Hiện đã có MBB, VIB, TPB, VCB, OCB áp dụng thành công).

Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng

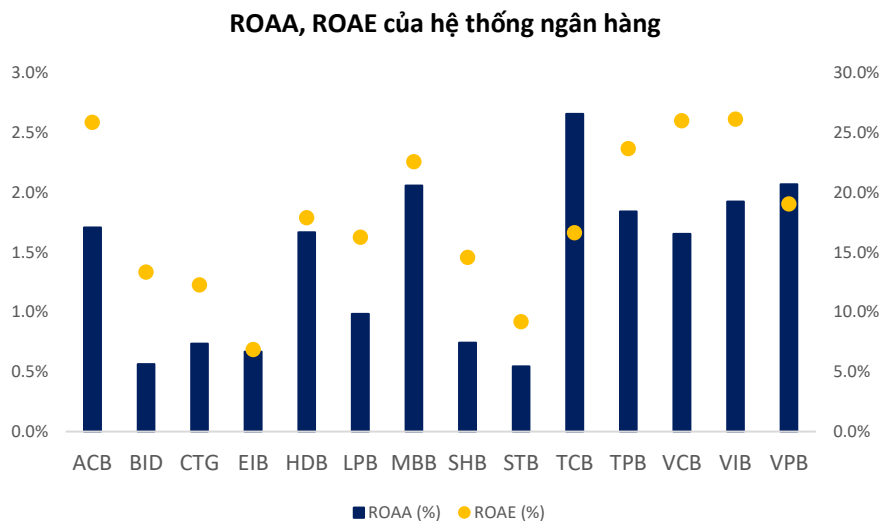


Chi phí dự phòng



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Định giá về mức hợp lý, có thể cân nhắc tăng tỷ trọng trong thời gian tới. Hiện nay, ngành ngân hàng đang được giao dịch với mức định giá P/E = 8.4x, P/B = 1.4x, đã giảm khá nhiều từ mức đỉnh. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể cân nhắc tăng tỷ trọng vào những cổ phiếu tốt và đang có mức định giá rẻ so với tăng trưởng như MBB, ACB.



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Triển vọng 2019. 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 14.8% yoy, điều chỉnh tăng so với báo cáo lợi nhuận trước 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. Hiện nay, ngành ngân hàng đang được giao dịch với mức giá khá hấp dẫn P/B F 2019 = 1.2x.

Bảng 1: Tình hình HDKD của các NH niêm yết

Q22019	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
<u>1. QUY MÔ</u>												
Vốn điều lệ	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	23,834	57,589	72,497	18,604	11,877	35,526	25,499	56,366	11,282	77,337	11,621	38,208
Tổng tài sản	350,938	1,400,186	1,183,796	210,291	189,955	402,264	439,170	360,663	145,716	1,122,970	163,856	348,732
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.8%	4.1%	6.1%	8.8%	6.3%	8.8%	5.8%	15.6%	7.7%	6.9%	7.1%	11.0%
<u>2. TĂNG TRƯỞNG</u>												
% tài sản	6.6%	6.6%	1.7%	-2.7%	8.5%	11.0%	8.2%	12.4%	7.0%	4.6%	17.7%	7.9%
% cho vay	8.8%	7.7%	2.4%	11.9%	8.4%	11.3%	8.9%	15.9%	15.3%	10.1%	19.1%	11.6%
% tiền gửi	7.9%	7.1%	2.5%	1.6%	4.1%	7.9%	11.1%	9.4%	6.2%	8.6%	16.8%	15.5%
% TOI	23.2%	11.9%	18.1%	14.5%	70.4%	28.5%	23.7%	17.3%	31.2%	22.1%	34.5%	29.5%
% LN thuần trước DPRR	2.8%	19.7%	32.6%	11.9%	169.3%	34.5%	9.8%	9.5%	37.0%	34.1%	52.1%	28.0%
% PBT	15.3%	-9.4%	-2.5%	9.2%	445.3%	28.3%	-18.8%	15.9%	49.9%	48.3%	59.8%	45.7%
<u>3. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN</u>												
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.2%	2.5%	0.8%	1.4%	1.3%	1.3%	0.4%	1.5%	2.5%	0.6%	1.2%	5.1%
Tỷ lệ nợ xấu	0.7%	2.0%	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%	2.0%	1.8%	1.5%	1.0%	2.2%	3.4%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	-0.2%	3.0%	0.8%	1.8%	1.6%	1.3%	1.0%	1.9%	2.8%	-0.2%	2.4%	6.8%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.1%	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.8%	1.0%	1.7%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	160.2%	72.5%	100.1%	74.7%	77.9%	97.6%	68.5%	77.1%	83.9%	177.5%	44.0%	48.5%
DPRR nợ xấu/Nợ nhóm 2-5	117.4%	32.2%	63.8%	37.8%	41.3%	48.1%	57.3%	41.6%	31.2%	115.0%	28.3%	19.6%
Huy động từ interbank/Tổng huy động	3.5%	3.8%	8.2%	11.2%	8.5%	14.7%	0.2%	16.8%	19.6%	5.1%	15.0%	6.2%
Lãi, phí phải thu/ Cho vay	1.0%	1.2%	0.8%	2.6%	3.2%	1.6%	7.6%	2.5%	1.6%	1.1%	1.3%	1.8%
Đòn bẩy tài chính	14.7	24.3	16.3	11.3	16.0	11.3	17.2	6.4	12.9	14.5	14.1	9.1
LDR	81.1%	94.0%	90.0%	82.1%	80.6%	80.5%	70.4%	70.5%	76.1%	81.5%	85.5%	93.6%
<u>4. HIỆU QUẢ KINH DOANH</u>												
Tổng thu nhập hoạt động	3,949	11,995	10,037	2,708	1,626	6,158	3,301	4,688	1,917	11,303	1,948	8,869
LN thuần trước DPRR	2,026	7,775	6,418	1,415	661	3,851	1,016	3,117	1,122	7,236	1,174	5,826
LNTT (tỷ đ)	1,915	2,251	2,182	1,109	605	2,451	400	3,045	767	5,425	1,010	2,560
Thu nhập lãi thuần/TOI	73.5%	76.2%	82.0%	85.8%	96.1%	71.4%	61.3%	66.6%	73.3%	75.9%	78.6%	83.7%

CASA	17.4%	15.0%	15.2%	10.2%	13.3%	33.0%	15.6%	30.4%	18.0%	30.6%	12.1%	10.4%
Lãi suất gộp bình quân	33.7%	30.9%	29.0%	38.0%	37.9%	34.3%	32.3%	29.5%	35.9%	25.3%	35.6%	61.8%
Lãi suất huy động vốn bình quân	20.3%	20.9%	18.2%	20.7%	24.0%	15.6%	22.9%	15.2%	19.1%	13.1%	20.0%	25.5%
Lãi suất ròng	13.4%	10.0%	10.8%	17.3%	13.9%	18.7%	9.4%	14.3%	16.8%	12.2%	15.7%	36.3%
NIM	3.6%	2.7%	2.9%	4.3%	3.5%	4.7%	2.5%	4.1%	4.2%	3.2%	4.0%	9.1%
DPRR/PPOP	5.5%	71.0%	66.0%	21.6%	8.5%	36.3%	60.6%	2.3%	31.7%	25.0%	13.9%	56.1%
CIR	50.0%	31.8%	34.9%	47.0%	56.4%	37.7%	63.4%	35.0%	44.3%	36.6%	41.6%	35.8%
ROAA (%)	1.7%	0.6%	0.7%	1.7%	1.0%	2.1%	0.5%	2.7%	1.8%	1.7%	1.9%	2.1%
ROAE (%)	25.9%	13.3%	12.3%	17.9%	16.3%	22.6%	9.2%	16.6%	23.7%	26.0%	26.1%	19.0%

5. ĐỊNH GIÁ

EPS (đồng/cp)	4,758	2,068	1,898	3,206	2,195	3,700	652	2,756	2,863	4,703	4,127	3,239
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	18,496	16,845	19,471	18,964	13,373	16,444	13,526	16,120	13,171	20,852	14,833	15,102
PER (x)	6.8	16.7	13.9	8.8	4.8	6.8	8.6	8.3	8.4	16.7	5.7	6.5
PBR (x)	1.5	2.2	1.1	1.5	0.6	1.4	0.7	1.3	1.6	3.8	1.4	1.2

Nguồn: FiinPro, BSC Research

18/9/2019**Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp****VCB – THEO DÕI – P/E F 2019 = 17x, P/B F 2019 = 4x**

Trong quý 2/2019, VCB đã ghi nhận TOI = 11,303 tỷ VND (+22% yoy), PBT = 5,424 tỷ VND (+48.3% yoy). Thu nhập lãi thuần +26.2% yoy trong 2Q2019 do (1) tăng trưởng tín dụng +9.7% ytd. TTS +4.7% ytd, cho vay khách hàng +9.9% ytd, huy động +8.6% ytd. (2) NIM = 3.27%, cải thiện so với mức 2.81% cùng kỳ 2018 nhờ việc chuyển dịch cơ cấu bán lẻ. Thu nhập ngoài lãi trong 2Q2019 +10.8% yoy trong đó (1) thu từ dịch vụ +26.3% yoy. (2) thu từ kinh doanh ngoại hối +65% yoy. (3) về mảng bảo hiểm, VCB dự kiến sẽ ký hợp đồng độc quyền với một đối tác bảo hiểm nước ngoài trị giá 1 tỷ USD (FWD hoặc Prudential), (4) Thu từ xử lý nợ xấu dự kiến ở mức 3,000 tỷ VND. Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt. NPL = 1.01%, là ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành nếu xét về quy mô lớn. Tỷ lệ bao nợ xấu (LLCR) = 178%. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của VCB được kiểm soát ở mức thấp = 28%, LDR = 80% (SBV đặt trần = 90%) giúp cho VCB đảm bảo thanh khoản và tiếp tục tăng trưởng. CAR TT41 = 9.8% (Tier 1 = 7.8%).

MBB – MUA – Giá mục tiêu 28,458 VND/cp – Upside 22% - P/E F 2019 = 7.4x, P/B F 2019 = 1.2x

KQKD 2Q2019 tiếp tục khả quan: TOI = 6,158 tỷ VND (+28.5% yoy), PBT = 2,451 tỷ VND (+28.3% yoy). TTS +11% ytd, cho vay +11.3% ytd, huy động +7.9% ytd. Tăng trưởng tín dụng trong 1H2019 đạt mức 13.9% ytd, NIM trong 1H2019 được cải thiện nhẹ Thu nhập lãi thuần đạt mức 4,395 tỷ VND (+25.4% yoy) nhờ (1) tăng trưởng tín dụng trong 1H2019 đạt mức 13.9% ytd, trong đó ngân hàng mẹ tăng trưởng 13.2% ytd, M Credit tăng trưởng 33.4% ytd. (2) NIM được cải thiện lên mức 4.74% (+11 bps so với quý 2/2018, +5 bps so với quý 1/2019). Thu nhập ngoài lãi +37% yoy, kỳ vọng tăng trưởng từ 30%-50% trong năm 2019 nhờ mảng bảo hiểm + thu phí dịch vụ. Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt. NPL ngân hàng hợp nhất = 1.18%, trong đó NH mẹ = 1.08%, M Credit = 11%. Tỷ lệ bao nợ xấu (LLCR) = 97.6%. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức 34%. CAR theo Basel II = 10.5%, giảm nhẹ so với mức 11% cuối năm 2018.

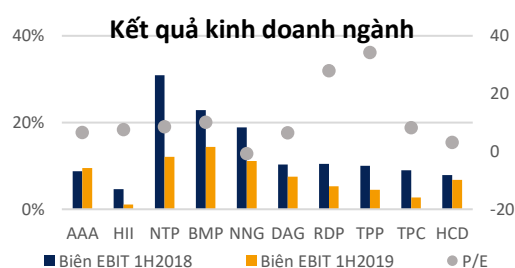
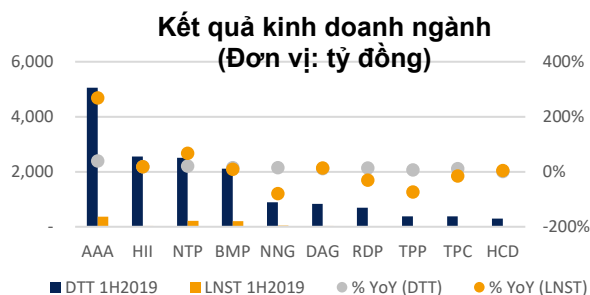
TPB – THEO DÕI – Giá mục tiêu 22,724 VND/cp – P/E F 2019 = 8.5x, P/B F 2019 = 1.5x

Trong quý 2/2019, TPB đã ghi nhận TOI = 3,827 tỷ VND (+44.5% yoy), PBT = 1,620 tỷ VND (+58.2% yoy). Thu nhập từ lãi tiếp tục tăng trưởng ấn tượng từ việc tăng cho vay mua ô tô và mortgage. Tăng trưởng tín dụng trong 1H2019 đạt mức 12.9% ytd, hiện TPB cũng đã xin SBV mức tăng trưởng tín dụng 17% trong năm 2019. NIM được cải thiện lên mức 4.2% (cùng kỳ 2018: 3.66%). Thu nhập ngoài lãi trong 2Q2019 của TPB +29.4% yoy, trong đó: thu nhập phí dịch vụ +58% yoy. Về mảng bancassurance, trong 1H2019, TPB đã thu được 350 tỷ VND từ phí, 40% là đến từ bảo hiểm nhân thọ (bán cho Manulife). Chất lượng tài sản trung bình: NPL = 1.4%, NPL (bao gồm VAMC) = 1.58%. TPB dự kiến sẽ tắt toán xong trái phiếu VAMC trong 2019. Tỷ lệ bao nợ xấu ở mức 83.8% ở mức trung bình toàn ngành. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức 20.2%, thấp hơn mức quy định 40% (sẽ giảm về 30% trong thời gian tới). LDR = 80%, CAR theo TT36 = 9.4%, CAR TT41 = 9.02% (sau khi mua cổ phiếu quỹ). CIR trong năm 2019 được kì vọng kiểm soát ở mức < 45%. Hiện nay, TPB tập trung đầu tư các máy Live bank (6T2019: 115 máy, chi phí đầu tư trung bình 30 – 40,000 USD/máy) giúp giảm chi phí nhân công + đáp ứng nhu cầu 24/24 của khách hàng. Bên cạnh đó, TPB cũng sẽ kiểm soát tốt chi phí để giảm mức CIR về dưới 45% (năm 2018: 50%).

Ngành Nhựa [Kết quả cải thiện]

Điểm tin ngành: (1) Giá hạt nhựa giảm theo giá dầu PVC -8.0% YoY, PP -11.8% YoY, HDPE - 22.1% YoY. (2) 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.

Tổng doanh thu của các doanh nghiệp nhựa niêm yết đạt 13,524 tỷ (+22.5% YoY, loại trừ HII do đã được hợp nhất vào AAA), dẫn dắt bởi AAA (+1,435 tỷ, ~ +39.6% YoY), NTP (+423 tỷ, ~+20.4% YoY), BMP (+280 tỷ, ~+15.3% YoY). Đối với AAA, doanh thu có đóng góp thêm từ mảng cho thuê hạ tầng và nhà xưởng KCN (chưa phát sinh trong 1H2018). Với 2 DN ống nhựa và NTP và BMP, tăng trưởng chủ yếu đến từ tăng sản lượng bán nhờ cơ cấu lại kênh phân phối cũng như chính sách chiết khấu cạnh tranh hơn với các đối thủ.



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Biên LNG của ngành tăng từ 14.6% lên 15.9% nhờ vào giá nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh. Cụ thể, BNGL cải thiện mạnh nhất từ một số DN bao bì nhựa và nhựa gia dụng AAA (+4.4%), TPP (+3.9%), RDP (+1.4%) nhờ giá đóng góp của mảng kinh doanh mới (AAA) và giá hạt nhựa nguyên liệu giảm HDPE - 22.1% YoY, PVC -8.0% YoY, PP -11.8% YoY.

LNST của ngành diễn biến trái ngược với doanh thu, đạt 925.4 tỷ (-31.8% YoY) do ảnh hưởng từ doanh thu tài chính của NNG (-702 tỷ, ~-93.9% YoY), cụ thể trong 1H2018 NNG ghi nhận 702.8 tỷ từ chuyển nhượng CTCP thực phẩm Hồng Phú trong khi 1H2019 không có khoản lợi nhuận đột biến tương tự. Nếu loại trừ khoản thu nhập từ hoạt động này tại NNG, LNST toàn ngành ước tăng 16.5% nhờ tăng trưởng mạnh ở AAA và NTP. Tốc độ tăng trưởng LN toàn ngành thấp hơn doanh thu do tỷ trọng đóng góp ở nhóm nhựa VLXD (biên LNST cao hơn) giảm từ 42.2% về 40.3%, LNST tại BMP (28% LNST ngành năm 2018) giảm 6.7% YoY (phân tích bên dưới).

Triển vọng ngành 2019: 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.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

AAA – THEO DÕI - Giá mục tiêu: N/A – P/E fw: 6.2

18/9/2019

Doanh thu 5,085 tỷ (+67% YoY), LNST 364 tỷ (gấp 3.3 lần cùng kỳ), hoàn thành 51% và 69% kế hoạch năm.

- Cơ cấu doanh thu: 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%).
- Biên LNG tăng từ 8.8% lên 13.2% nhờ cải thiện biên LN mảng bao bì (từ 15% lên 15.7%) và đóng góp thêm của mảng cho thuê đất (4.5% doanh thu) với biên LNG = 61.6% và mảng cho thuê nhà xưởng (9% doanh thu) với biên LNG = 33.5%.
- Chi phí bán hàng +86% YoY, tỷ lệ CPBH/ doanh thu tăng đáng kể từ 1.8% lên 2.1% trong khi tỷ lệ CP QLDN/DT giảm từ 1.6% về 1.3%.
- Tỷ lệ Nợ/ Tổng TS tăng từ 55% lên 61% chủ yếu do khoản nợ vay dài hạn từ trái phiếu phát hành trong năm 2018 với giá trị tại 30/06/2019 là 668 tỷ.

Các chỉ tiêu về hoạt động suy giảm, đặc biệt là số vòng quay khoản phải thu giảm từ 12-13 về 9.6 chủ yếu do khoản phải thu phát sinh từ việc cho thuê dài hạn đất và hạ tầng KCN (517 tỷ) và khoản trả trước ngắn hạn cho xây dựng các nhà xưởng thuộc dự án KCN An Phát Complex (375 tỷ).

BMP – MUA - Giá mục tiêu: 57,300 đồng/CP – P/E fw: 11.9 – P/B fw: 1.41

Doanh thu 2,111 tỷ (+15.3% YoY), LNST 208.2 tỷ (-7.5% YoY), hoàn thành 49.1% và 48.3% kế hoạch năm.

- Sản lượng +20% YoY nhờ cơ cấu lại kênh phân phối, hạn chế cạnh tranh giữa các đại lý với nhau, 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.
- 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 từ 24.2% về 22.9% trong 6T2019, trong đó biên LNG của mảng bán thành phẩm giảm mạnh từ 29.7% về 24%.
- 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 hoạt động giảm từ 18.2% về 14.3%.
- Các chỉ tiêu về vòng quay hoạt động, tỷ lệ nợ, dòng tiền và khả năng thanh toán duy trì ở mức tốt.

NTP – THEO DÕI - Giá mục tiêu: N/A – P/E fw: 10.7 – P/B fw: 1.47

Doanh thu 2,502 tỷ (+20.4% YoY), LNST 218.8 tỷ (+46.2% YoY), hoàn thành 50% và 59% kế hoạch năm.

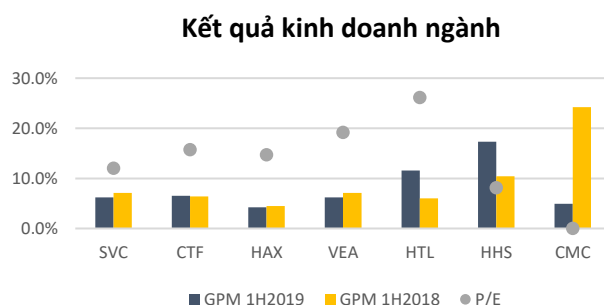
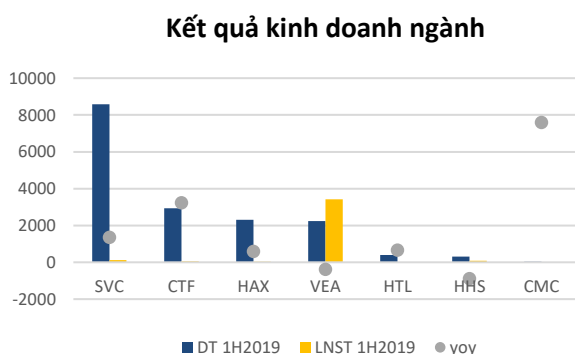
- Doanh thu bán hàng hóa +19.6% YoY, trong đó doanh thu với các bên liên quan đạt 678.7 tỷ (+14.4% YoY), tỷ trọng trong doanh thu thuần giảm từ 28.6% về 27.3%.
- Biên LNG trong kỳ tăng nhẹ từ 31% lên 31.1% nhờ chi phí nguyên vật liệu giảm
- Tỷ lệ CPBH và QLDN trên doanh thu giảm. Tuy nhiên tỷ lệ chiết khấu trong CP bán hàng bồi khấu/ doanh thu tăng từ 9.5% lên 11%. Biên LN hoạt động (EBIT) của NTP tăng từ 10.4% lên 12.1%.

- Chi phí lãi vay tăng 20 tỷ (+39% YoY) do dư nợ vay bình quân trong 1H2019 tăng khoảng 50 tỷ, trong đó nợ vay ngắn hạn +63 tỷ.

Ngành Ô Tô [Trung lập]

Điểm tin ngành: (1) Doanh số bán xe toàn thị trường ô tô Việt Nam 1H2019 đạt 154,273 xe (+21% YoY). (2) Phí trước bạ xe bán tải tăng khiến giá xe bán tải tăng.

Lũy kế kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2019, Ngành ô tô có tổng doanh thu đạt 16,796 tỷ đồng (+20% yoy) và LNST đạt 3,710 tỷ đồng (+13% yoy). Đóng góp chủ yếu vào tăng trưởng doanh thu đến từ các doanh nghiệp thương mại: SVC (+40% yoy), HAX (+8% yoy) và CTF (+118% yoy) nhờ vào sự phục hồi của xe nhập khẩu tăng mạnh. Các doanh nghiệp lắp ráp xe tải như HTL, HHS chỉ đóng góp vào tổng doanh thu và lợi nhuận ngành một phần nhỏ. Lợi nhuận sau thuế của ngành tăng trưởng chủ yếu đến từ VEA với LNST đạt 3,028 tỷ đồng (+13% yoy). Xét tổng quan chung về ngành, 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.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

VEA – Mua - Giá mục tiêu 61,466 VND/cp – PE fwd 11.8x – PB fwd 2.5x – Tăng trưởng nhờ các công ty liên doanh liên kết ([link](#))

Kết quả kinh doanh 1H2019 của VEA, doanh thu đạt 2,242 tỷ đồng (-33.3% yoy) và LNST đạt 3,418 tỷ đồng (+13% yoy) trong đó: **(1)** Doanh thu mảng kinh doanh cốt lõi xe tải và các loại máy nông nghiệp vẫn kém khả quan. Hàng tồn kho xe Euro khoảng gần 2,400 chiếc tương ứng với giá trị khoảng 1,000 tỷ đồng. VEA có kế hoạch trích lập dự phòng 200 tỷ cho hàng tồn kho và chính sách giảm 20% giá bán bán các loại xe tồn kho để đẩy mạnh công tác bán hàng. **(2)** Kết quả kinh doanh các liên doanh khả quan: doanh số bán xe ô tô của Honda, Toyota và Ford trong 1H2019 tăng mạnh lần lượt +37% yoy; +44% yoy và 61% yoy. Nguyên nhân chủ yếu nhờ các doanh nghiệp đã giải quyết được nghị định 116 nên lượng cung xe nhập khẩu tăng mạnh, đáp ứng nhu cầu tiêu thụ xe. **(3)** Kế hoạch chia cổ tức cho năm 2018 dự kiến được trả vào tháng 11/2019 với mức cổ tức là 3,889 đồng/cổ phiếu. **(4)** Kế hoạch chuyển sàn HOSE: Việc chuyển sàn của VEA sẽ được thực hiện vào khoảng quý 2/2020 khi doanh nghiệp đã xử lý các ý kiến ngoại trừ kiểm

toán và hoàn thành báo cáo tài chính xét soát năm 2019. **(5)** Thu nhập tài chính từ lãi tiền gửi của DN đạt 368 tỷ đồng (+154% yoy) nhờ vào vị thế tiền gửi dồi dào, tại ngày 30/6/2019, lượng tiền mặt của DN lên đến hơn 10,139 tỷ đồng.

SVC – Theo dõi – Giá hiện tại 41,000 VND/cp – PE fwd 4.25 – PB fwd 0.7 - Tăng trưởng doanh thu nhưng biên lợi nhuận gộp giảm

Trong 1H2019, SIP đạt doanh thu khoảng 8,576.8 tỷ đồng (+39.6% yoy) và LNST khoảng 115 tỷ đồng (+3% yoy), hoàn thành 47.1% và 47.7% kế hoạch trong đó **(1)** Mảng kinh doanh xe thương mại của SVC mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh +39% yoy với sản lượng 6 tháng đầu năm tăng 37% yoy, đóng góp doanh thu chính cho SVC chủ yếu là Toyota và Ford. **(2)** Biên lợi nhuận gộp mảng phân phối xe giảm so với cùng kỳ từ mức 7.1% xuống 6.2%. Nguyên nhân do mảng phân phối xe giảm do lượng cung xe nhập khẩu tăng mạnh khiến tăng cạnh tranh giữa hãng xe. Ngoài ra, hiện nay các nhà sản xuất có chính sách giới hạn xe nhập khẩu (CBU), tăng cường xe lắp ráp trong nước để đạt tiêu chuẩn thông tư 125 hưởng thuế nhập khẩu linh kiện. Trong khi đó biên LNG của xe lắp ráp luôn thấp hơn xe nhập khẩu do giá bán thấp hơn, khiến biên LNG chung giảm. **(3)** Biên lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ - phụ kiện – phụ tùng tiếp tục ở mức cao tuy nhiên tốc độ phát triển các trạm sửa chữa khá chậm do chi phí lớn. LN gộp của mảng dịch vụ - phụ tùng – phụ kiện năm 2018 đạt 514 tỷ (+21.3% yoy), tương đương với mức BLN gộp là 45.3% năm 2018 so với mức 44.2% năm 2017.

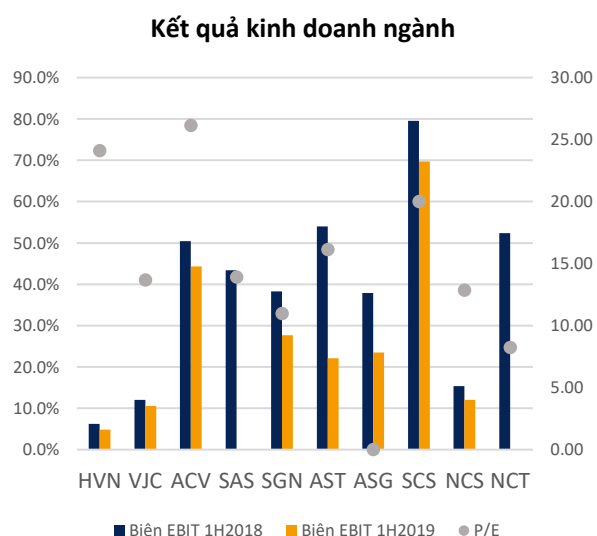
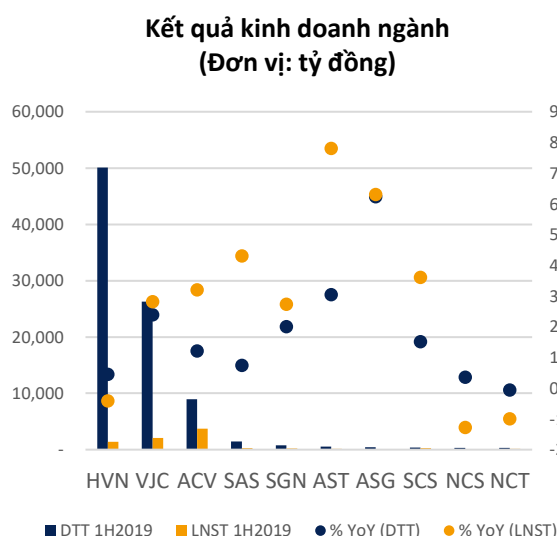
HAX – Theo dõi – Giá hiện tại 19,300 VND/cp – PE fwd 5.6x – PB fwd 1.6x - Duy trì ổn định thị phần xe BMW

Kết quả kinh doanh 1H2019 của HAX đạt doanh thu khoảng 2,311 tỷ đồng (+8% yoy) và LNST khoảng 30 tỷ đồng (-11% yoy), lần lượt hoàn thành 41% và 24.7% kế hoạch: **(1)** Doanh thu kinh doanh xe đạt 2,196 tỷ đồng (+8% yoy) tăng nhẹ so với cùng kỳ, doanh số 5 tháng 2019 bán đạt 2,544 xe duy trì thị phần ổn định 38% như năm 2018. **(2)** Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu tăng mạnh từ mức 2.4% lên 4.6% do khoản chi phí khấu hao tài sản cố định tăng mạnh +64% yoy. Ngoài doanh thu bán hàng, HAX còn có thêm thu nhập khác từ tiền thưởng đạt chỉ tiêu bán hàng từ MBV Việt Nam.

Ngành Hàng Không [Duy trì tăng trưởng]

Điểm tin ngành: (1) 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) (Theo ACV). (2) Cạnh tranh gay gắt giữa các hãng bay.

Tổng doanh thu của các doanh nghiệp hàng không niêm yết đạt 89,654 tỷ (+10.8% YoY), với TOP 3 công ty lớn nhất ngành (ACV, HVN, VJC) đóng góp 94.1% tăng trưởng. 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) đã giúp cho doanh thu của cảng hàng không và các hãng bay được lợi. Các công ty dịch vụ hàng không (phục vụ mặt đất, hành khách, hàng hóa và suất ăn) cũng được hưởng lợi từ tăng trưởng chung của ngành, ngoại trừ CIA (-28% YoY) và NCT (-0.6% YoY) do cạnh tranh cao.



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp phân hóa. Tổng công ty cảng hàng không vẫn duy trì được biên LNG trên 50%. Trong khi đó, biên LNG tại các hãng bay giảm khoảng 1% và đối với riêng hoạt động dịch vụ hàng không, biên LNG cũng giảm đáng kể (VJC giảm từ 12.3% về 7.4%). Trong bối cảnh giá dầu giảm, việc các hãng bay không cải thiện được biên LN cho thấy tình hình cạnh tranh trong ngành ngày càng diễn ra gay gắt khi sản lượng HK bắt đầu tăng trưởng chững lại và có thêm hãng bay mới gia nhập (Bamboo Airways).

Tổng LNST của các DN trong ngành 1H2019 đạt 8,188.6 tỷ (+9.2% YoY), trong đó tốc độ tăng trưởng nhanh được ghi nhận chủ yếu ở nhóm dịch vụ: AST (+47.6% YoY nhờ hợp nhất mảng bán hàng miễn thuế cũng như LN từ các cửa hàng tại CHK Cam Ranh và Đà Nẵng mới mở trong 2H2018), SAS (+35.6% YoY), SCS (+20.9% YoY), ACV (+20% YoY). Với các hãng bay, trong khi VJC duy trì được tăng trưởng lợi nhuận thì LNST của HVN -8.6% YoY do hoạt động kém hiệu quả ở một số công ty con như NTCS, NCS...

Triển vọng ngành 2019: Chúng tôi đánh giá tốc độ tăng trưởng ngành sẽ chậm lại trong năm 2019. Các doanh nghiệp dịch vụ hàng không tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong 2H2019 nhờ tăng trưởng ngành chung, trong khi lợi nhuận của các hãng bay sẽ gặp phải áp lực do cạnh tranh tăng cao.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

ACV – THEO DÕI - Giá mục tiêu: N/A - P/E fw: 28 – P/B fw:4.9

Lũy kế nửa đầu năm 2019, Doanh thu 8,925 tỷ (+12.1% YoY), LNST 3,703 tỷ (+19.9% YoY), hoàn thành 46.6% và 55.7% kế hoạch:

- Doanh thu hợp nhất 8,925 tỷ đồng (+12% YoY), trong đó doanh thu dịch vụ hàng không đóng góp 7,126 tỷ (+12% YoY) nhờ tăng trưởng về sản lượng hành khách qua các cảng thuộc quản lý của ACV trong ước đạt 7.8% YoY và nhịp tăng cuối của giá một số dịch vụ theo điều chỉnh của thông tư 2345/2017/TT-BGTVT. Dịch vụ phi hàng không ghi nhận doanh thu 1,021 tỷ (+11% YoY) và doanh thu bán hàng 779 tỷ (+14.1% YoY).
- Biên LN hoạt động (EBIT) tăng nhẹ từ 43.7% lên 44.3% do CP khấu hao (chiếm trên 40% CP hoạt động) +4.8% YoY – tăng chậm hơn tốc độ tăng doanh thu.
- Doanh thu tài chính 876 tỷ (19% LNTT, +32% YoY), chủ yếu đến từ thu lãi tiền gửi ACV có số dư tiền gửi lớn (28,372 tỷ tại 30/06/2019, +4,600 tỷ so với đầu năm). CP tài chính không có biến động nhiều so với cùng kỳ.
- LNST 1H2019 đạt 3,703 tỷ (+20% YoY), EPS T12M = 2,859 đồng/CP, P/E fw = 28.6x.

HVN – MUA - Giá mục tiêu: 39,000 đồng/CP - P/E fw: 14 – P/B fw: 2.17 Lũy kế nửa đầu năm 2019, Doanh thu 50,115 tỷ (+4.5% YoY), LNST 1,381.3 tỷ (-8.6% YoY), hoàn thành 45% và 41.1% kế hoạch

(HVN đã điều chỉnh giảm kế hoạch 2019, cụ thể giảm sản lượng hành khách vận chuyển 6% xuống 23.4 triệu, doanh thu hợp nhất giảm 6.4% còn 104,539 tỷ đồng).

- Doanh thu vận tải hàng không đạt 40,484 tỷ đồng (+3.9% YoY), đóng góp 81% tổng doanh thu; doanh thu bán hàng 6,934 tỷ (+7.1% YoY), hoạt động phụ trợ 2,226 tỷ (+9.8% YoY). Tốc độ tăng trưởng doanh thu các mảng hoạt động chậm lại trong 1H2019 do tăng trưởng chung của ngành chậm hơn và cạnh tranh cao giữa các hãng bay.
- Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) giảm từ 6.2% về 4.8% chủ yếu do chi phí sửa chữa động cơ máy bay (lớn và thường xuyên) (7.4% tổng CP SXKD) +79.5% YoY do nhiều máy bay đến hạn bảo dưỡng, sửa chữa lớn chi phí nhân công 4,953 tỷ (+7.6% YoY). Chi phí nguyên vật liệu trong kỳ chỉ tăng nhẹ 1.6% nhờ được hỗ trợ bởi giá dầu thấp.
- Chi phí tài chính của công ty trong kỳ giảm khoảng 500 tỷ so với cùng kỳ nhờ giảm hạch toán lỗ chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên, HVN vẫn duy trì việc trích và hạch toán trước lỗ chênh lệch tỷ giá ước tính cho cả năm trong báo cáo bán niên (từ 2016) với ước tính mức biến động tỷ giá năm 2019 là 2%. Nếu loại trừ phần trích lập trước này thì chi phí tài chính của HVN sẽ giảm 170 tỷ và LNST tăng tương ứng 136 tỷ.
- LNST giảm 8.6% do (1) doanh thu tài chính -191 tỷ, (2) lợi nhuận giảm tại một số công ty con như NCS (-16.4% YoY), NCT (-9.4% YoY) trước áp lực cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ như VNACS, ALS.

Khoản chi phí phải trả của HVN +1,437 tỷ YTD, trong đó khoản chi phí trích trước ngắn hạn khác tăng mạnh 923 tỷ đồng. Dựa trên quan điểm thận trọng, HVN thường trích trước một số khoản chi phí từ đầu năm như CP bảo dưỡng sửa chữa hay lỗ chênh lệch tỷ giá cho cả năm.

18/9/2019**VJC – THEO DÕI - Giá mục tiêu: 135,000 đồng/CP – P/E fw = 11 – P/B fw = 4.9**

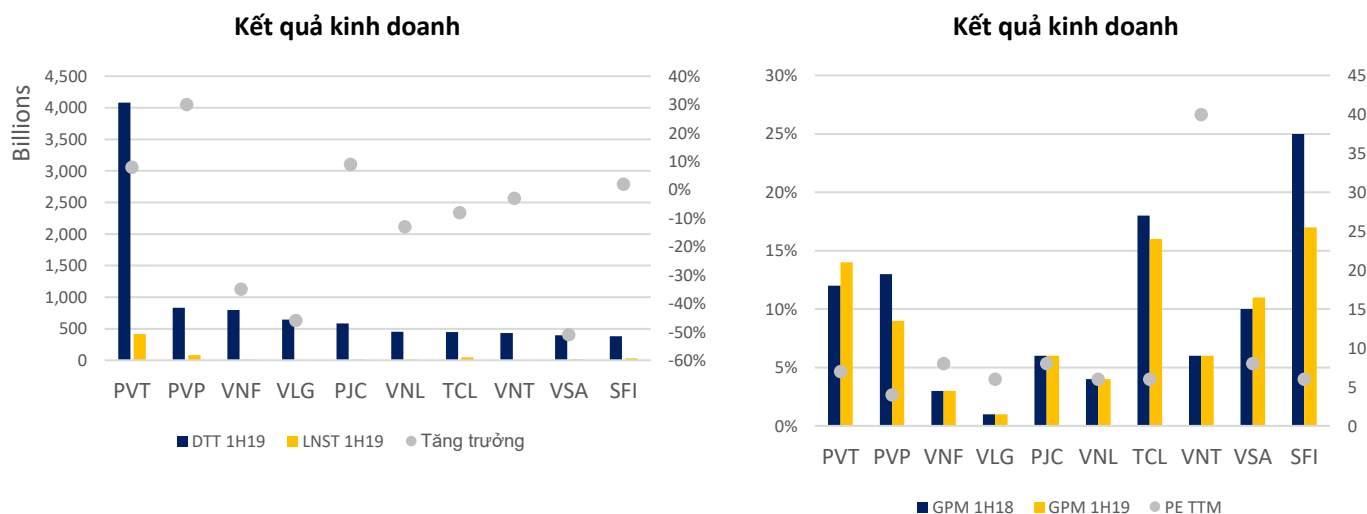
Lũy kế nửa đầu năm 2019, Doanh thu 26,301 tỷ (+23.9% YoY), LNST 2,084 tỷ (+4.3% YoY), hoàn thành 45% và 38.5% kế hoạch.

- Doanh thu hợp nhất 26,301 tỷ (+23.9%) trong đó doanh thu từ vận tải hành khách đạt 13,555 tỷ (51.5% doanh thu, +7.8% YoY), doanh thu hoạt động phụ trợ 5,459 tỷ (+41.9% YoY), doanh thu chuyển giao sở hữu và cho thuê tàu bay 6,662 tỷ (+41.7% YoY). Trong Q2/2019, doanh thu vận tải hành khách -3.6% YoY, BSC cho rằng sự suy giảm bị ảnh hưởng bởi việc thiếu đội bay trong mùa cao điểm hè.
- Biên LNG giảm từ 14.1% về 13.1%, trong đó biên LNG của dịch vụ vận chuyển hành khách và phụ trợ giảm mạnh từ 12.3% về 7.4% (BSC cho rằng sự sụt giảm này là do trong quý 2 vừa rồi, VJC phải tăng thuê ước để bù đắp cho thiếu hụt về đội bay, chúng tôi cho rằng từ giờ đến cuối năm VJC vẫn phải duy trì thuê ước máy bay nếu tiến độ bàn giao máy bay vẫn còn chậm, ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả vận hành). Biên LNG của nghiệp vụ chuyển giao máy bay và quyền mua tăng từ 18.5% lên 20.7%, chủ yếu do lợi nhuận cao từ việc chuyển nhượng quyền mua máy bay trong Q1/2019 (25.9%).
- CP bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong kỳ tăng mạnh lần lượt 52.4% và 45% do khoản CP bán hàng và tiếp thị phục vụ cho mở mới các đường bay 380 tỷ (gấp 2 lần cùng kỳ). Biên LN hoạt động (EBIT) giảm từ 12% về 10.6%.
- LNST 1H2019 đạt 2,085 tỷ (+4.3% YoY), EPS T12M = 10,824 đồng/CP.

Ngành Vận Tải Biển [Trung lập]

Cập nhật (1) 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. (2) Sản lượng hàng hóa vận chuyển tăng trưởng ổn định đạt 823,051 triệu tấn (+8.5% YoY) trong 1H2019 theo GSO. (3) Quy ước khí thải IMO sẽ làm ảnh hưởng lớn tới ngành vận tải biển trong năm 2019 -2020. Nhìn chung, ngành vận tải biển có sự phân hóa giữa nhóm hàng rời vẫn còn khó khăn và hàng lỏng như xăng dầu thì khả quan trong 1H2019.

Ngành vận tải biển có 22 công ty đã có báo cáo tài chính Q2/2019. Trong đó, tổng doanh thu thuần đạt 10,586.7 tỷ đồng (+0.8% yoy), lợi nhuận gộp đạt 1,123.8 tỷ đồng (+10.9% yoy) với biên lợi nhuận gộp đạt 10.6% cao hơn 1.04% so với cùng kỳ (BLNG 2018 = 9.58%). Lợi nhuận sau thuế 1H2019 đạt 538.8 tỷ đồng (+7.11% yoy). Lợi nhuận sau thuế của ngành tăng đa phần nhờ nhóm vận tải dầu khí cụ thể PVT với LNST là 418.3 tỷ đồng (+7.8% yoy) chiếm tỷ trọng 77.6 cơ cấu, PVT tăng trưởng tốt nhờ vận tải thêm cho NSR trong Q2/19 và biên gộp cải thiện khi đầu tư thêm tàu mới.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm: BSC duy trì khuyến nghị **Trung Lập** đối với ngành vận tải từ giờ tới 2020F. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng quy ước về khí thải IMO sẽ ảnh hưởng rất lớn đối với ngành vận tải biển khi quy ước có hiệu lực vào năm 2020. Việc phải sử dụng nhiên liệu có lượng Lưu Huỳnh dưới 0.5% sẽ khiến cho các hãng tàu phải (1) Đầu tư bộ Scrubber để lọc khí thải cho đội tàu chạy quốc tế; (2) Sử dụng nhiên liệu dầu DO và FO có lượng Lưu Huỳnh thấp tuy nhiên chi phí nguyên vật liệu sẽ tăng; (3) Sử dụng tàu chạy dầu diesel thay thế. Qua đó, chúng tôi cho rằng giá cước vận chuyển sẽ tăng tốt vào năm sau khi các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam nắm bắt thời cơ đầu tư cho đội tàu tốt vào năm nay.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

PVT – Giá mục tiêu 19,500 đồng – PE fw 8.7x – PB fw 0.9x – Sóng càn lớn tàu càn lớn

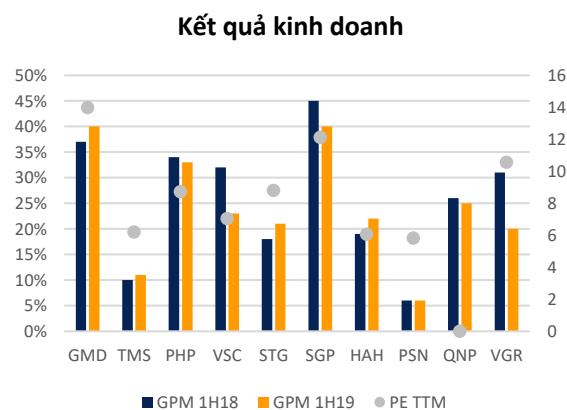
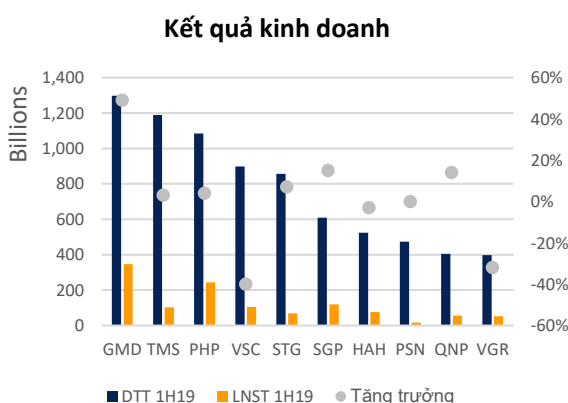
DT và LNTT 6T2019 sẽ đạt lần lượt 4,170 tỷ (+7.6% yoy) và 480 tỷ (+0.9% yoy, nếu loại trừ lãi từ thanh lý tàu PVT Hercules 78 tỷ vào 1H18 thì tăng trưởng LNTT đạt +20.9% yoy), hoàn thành lần lượt 76% kế hoạch DT và 96% kế hoạch LNTT.

- NML Nghi Sơn (NSR) chưa lấp đầy công suất trong 2019, PVT hợp tác thuê tàu với SK vận chuyển cho NSR 1 chuyến/tháng vì thế ước tính cho năm 2019 sẽ chạy 10-11 chuyến/năm. Ngoài ra, do đi thuê tàu VLCC nên BLNG thấp dưới 3% nhưng sẽ cải thiện nếu PVT đầu tư tàu VLCC vào Q3-4/19.
- PVT hiện đang vận chuyển 100% thị phần khí LPG cả nước và nhu cầu sử dụng khí LPG cả nước bình quân tăng 12%/năm. BLNG của vận chuyển khí LPG cao do khấu hao các tàu gần hết.
- DT vận chuyển than đạt 105 tỷ đồng, BLNG đạt 13.3%. PVT vận chuyển chủ yếu cho NMNĐ Vinh Tân và Duyên Hải với sản lượng ước tính 2 triệu tấn cho năm 2019. Hiện tại, 2 nhà máy nhiệt điện Long Phú 1 và Sông Hậu 1 đang chậm tiến độ nhưng nếu vận hành trong tương lai thì sẽ tăng sản lượng vận chuyển 3 triệu tấn nâng tổng sản lượng 5 triệu tấn than cho PVT.

Ngành Cảng Biển [Trung lập]

Cập nhật (1) Sản lượng hàng hóa thông cảng năm 2H2019 đạt 524 triệu tấn tăng 18.7% YoY. (2) Thông tư 54 của Bộ GTVT hiện vẫn chưa thể hiện rõ tác động lên doanh thu của các doanh nghiệp cảng biển trong 1H2019. Ngành cảng biển Việt Nam nhìn chung duy trì mức tăng trưởng thấp 4.3% trong 1H2019 do lượng hàng thông cảng thường sẽ thấp trong 1H2019.

Ngành cảng biển có 33 công ty đã có báo cáo tài chính Q2/2019 với kết quả HĐKD tăng nhẹ +4.3% YoY trong 1H2019. Trong đó, tổng doanh thu đạt 20,976.2 tỷ đồng (+15.46% yoy), lợi nhuận gộp đạt 3,114 tỷ đồng (+5.2% yoy) với biên lợi nhuận gộp đạt 14.92% thấp hơn -1.45% so với cùng kỳ (BLNG 2018 = 16.37%). Chúng tôi lưu ý nếu loại trừ các doanh nghiệp phục vụ logistics và kho bãi thì biên gộp cốt lõi của các doanh nghiệp hoạt động khai thác cảng biển vẫn cao trên 25%. Lợi nhuận sau thuế 1H2019 đạt 1,846 tỷ đồng (-40% yoy). Nếu loại trừ doanh thu tài chính bất thường từ thoái vốn công ty con của GMD là 1,519 tỷ vào Q2/2018, thì LNST ngành tăng 4.3% (LNST cốt lõi Q2/2018 = 1,770 tỷ đồng).



Nguồn: FiinPro, BSC Research

BSC đánh giá **TRUNG LẬP** với triển vọng tăng trưởng từ 8%-10% ngành cảng biển trong nửa cuối năm 2019-2020. Chúng tôi lưu ý thường Quý 3 – 4 sẽ là thời điểm các doanh nghiệp xuất nhập khẩu phải xuất hàng hóa đi các nước hoạt nhập khẩu nguyên vật liệu để chuẩn bị sản xuất cho năm sau vì thế đây sẽ là cao điểm cho sản lượng hàng hóa thông cảng. Qua đó, một số các doanh nghiệp cảng còn công suất và có vị trí tốt vẫn có thể tăng trưởng tốt dịp cuối năm như GMD.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

GMD – Cánh cổng ra thế giới - Giá mục tiêu 37,650 đồng – PE fw 14.8x – PB fw 1.2x

Doanh thu GMD 6 tháng đầu năm 2019 giảm còn 1,297 tỷ đồng (-0.1% yoy) tuy nhiên LNST đạt 348 tỷ đồng (+47.5% yoy đã loại trừ lợi nhuận bất thường 2019); hoàn thành 46% kế hoạch doanh thu và 57% kế hoạch LNST.

- DT cảng biển đạt 1,133 tỷ đồng (+10.8% yoy) nhờ vào sản lượng thông cảng GMD tăng 4.5%. (1) Sản lượng bình quân trong 6M19 tăng 5%; (2) Khung giá sàh bốc xếp tăng 10% theo thông tư 54 mà chúng tôi đã đề cập trong báo cáo trước. Trong đó, sản lượng hàng hóa thông qua 3 cảng của Nam Đình Vũ , Nam Hải Đình Vũ và Nam Hải đạt 455,000 TEUs (+1% yoy) hoàn thành 42% kế hoạch sản lượng container ở khu vực Hải Phòng là 1,083,000 TEUs.
- Mảng logistics và cho thuê văn phòng giảm mạnh chỉ đạt 164 tỷ đồng (-41% yoy), biên lợi nhuận gộp đạt 20.3% thấp hơn 0.5% so với cùng kì.

VSC – Cần thay đổi vận hành tiến tới tương lai - Giá mục tiêu 34,600 đồng – PE fw 6.9x – PB fw 0.9x

VSC KQKD 1H2019 với DT và LNST đạt lần lượt 897 tỷ đồng (+12.7% yoy) và 106 tỷ đồng (-40% yoy),

- Lợi nhuận giảm mạnh do (1) BLNG giảm về 22.7% trong Q2/19 so với cùng kỳ là 31.7%, (2) Chi phí khác tăng mạnh 13.85 tỷ đồng (+390% yoy) chủ yếu do VSC đi thuê thêm một số xe bốc xếp container (3) Chi phí thuế tăng lên 40 tỷ đồng (+131% yoy) do truy thu thuế của công ty con GIC.
- Chúng tôi cho rằng VSC hiện đang gặp trục trặc trong việc quản lý cảng khiến cho các chi phí tăng mạnh, bên cạnh đó sản lượng hàng hóa thông cảng của Green Port -29% yoy và VIP Green Port là +8% yoy trong 1H2019.

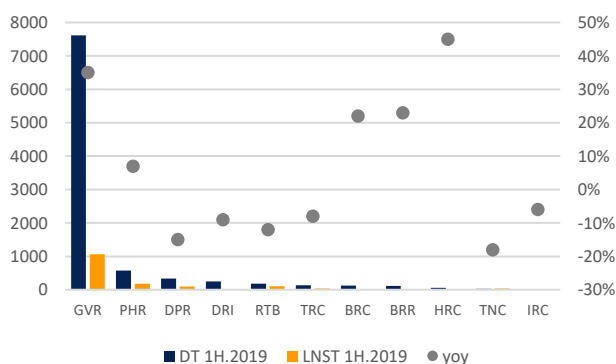
Chúng tôi dự báo KQKD VSC 2019F với DT và LNST đạt lần lượt 1,695.8 tỷ đồng (+0.1% yoy) và 329.4 tỷ đồng (-7% yoy), tương đương EPS FW là 4,561 VND/CP.

Ngành Cao Su [Trung lập]

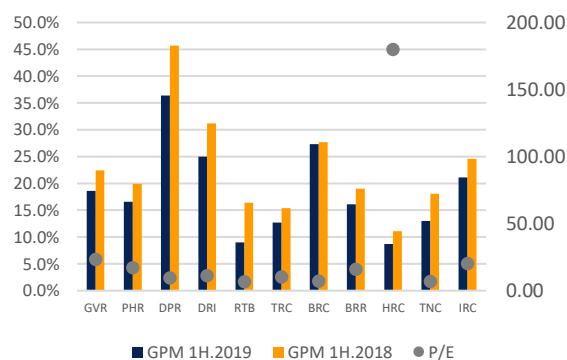
Điểm tin ngành: (1) Giá cao su thế giới 7 tháng 2019 phục hồi mạnh đạt mức trung bình 200.6 JPY/kg tăng 16.8% với năm 2018. (2) Xuất khẩu cao su của Việt Nam 1H2019 tăng cả khối lượng (+9% YoY) và giá trị (+3% YoY). (3) Mảng kinh doanh mủ cao su 1H2019 của các DN vẫn chưa có dấu hiệu khả quan. (4) Một số doanh nghiệp DN cao su chuyển đổi hình thức kinh doanh sang bất động sản khu công nghiệp (PHR và GVR).

Ngành cao su có 11 doanh nghiệp đã ra báo cáo tài chính 1H.2019, trong đó tổng doanh thu đạt 9,490 tỷ đồng (+26% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 1791 tỷ đồng (+3% yoy). Giá cao su trong nước phục hồi nhẹ khoảng 5% so với cùng kỳ. 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. 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). Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp ngành cao su phân hóa rõ rệt. Với các doanh nghiệp chỉ kinh doanh cốt lõi mủ cao su đều sụt giảm tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ: DPR (-15% yoy), DRI (-9% yoy), TRC (-8% yoy). Ngược lại, các doanh nghiệp ngoài mảng kinh doanh mủ cao su còn có thêm doanh thu từ mảng kinh doanh khác có kết quả kinh doanh khả quan: GVR (+35% yoy) – doanh thu khác từ kinh doanh gỗ và bất động sản khu công nghiệp, PHR (+7% yoy) – doanh thu khác đến từ thanh lý gỗ cao su. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu ngành cao su tự nhiên với quan điểm trung lập dựa trên những điểm nhấn sau: (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.

Kết quả kinh doanh ngành



Kết quả kinh doanh ngành



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

GVR – Mua - Giá mục tiêu 19.212 – PE fwd = 16.26x – PB fwd = 1.2x - Tiềm năng khu công nghiệp

Trong 1H2019, GVR đã ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,611 tỷ đồng (+35% yoy) và LNST đạt 1,058 tỷ đồng (+34% yoy), hoàn thành 31.4% và 25.4% kế hoạch năm nhò: **(1)** Doanh thu từ mảng kinh doanh mủ cao su đạt 4,484 tỷ đồng (+59% yoy - 59% tổng doanh thu), biên lợi nhuận gộp ở mức 13%. Doanh thu mủ cao su

18/9/2019

tăng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ tăng khoảng hơn 60% yoy nhưng giá cao su vẫn ở mức thấp 32 – 33 triệu đồng/tấn. **(2)** Doanh thu từ gỗ đạt 1,579 tỷ đồng (+7% yoy) đóng góp 18% tổng doanh thu với biên lợi nhuận gộp ở mức khá cao 26% so tăng từ mức 11% của 1H.2018. **(3)** Doanh thu KCN đạt 265 tỷ (gấp hơn 2.4 lần so với cùng kỳ), trong đó doanh thu chưa thực hiện dài hạn tăng đạt 7,890 tỷ đồng (+13% yoy) đến từ cho thuê hạ tầng KCN, cho thấy mảng KCN tiếp tục có kết quả khả quan. Chúng tôi cho rằng GVR sẽ có kết quả kinh doanh khả quan 2019 và các năm sau dựa trên (1) Tiềm năng chuyển đổi đất cao su thành khu công nghiệp, (2) kinh doanh gỗ khả quan (3) giá cao su phục hồi nhẹ so với năm 2018 khoảng 5% và (4) DN có kế hoạch thoái vốn các công ty không hiệu quả và chuyển sành Hose quý 3/2019. ([chi tiết báo cáo phân tích doanh nghiệp](#)).

PHR – Theo dõi - Giá hiện tại 68,200 – PE fwd 14.67- Kỳ vọng lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng KCN Nam Tân Uyên 3 và VSIP

Trong 1H.2019, PHR đạt DT khoảng 560 tỷ đồng (+7% yoy) và LNST khoảng 177 tỷ đồng (-19% yoy), hoàn thành 25.5% và 14.2% kế hoạch đến từ: **(1)** Doanh thu thành phẩm mủ cao su đạt 428.8 tỷ đồng (+15.7% yoy) do (i) sản lượng tiêu thụ đạt +25.7% yoy, (ii) giá bán trung bình vẫn ở mức thấp đạt 33.51 triệu đồng/tấn (-6.4% yoy) và (iii) biên lợi nhuận gộp đạt mức 10.2% giảm từ mức 20% của 1H2018 do giá bán nửa đầu năm 2018 vẫn ở mức cao đạt 39 – 40 triệu đồng/tấn. **(2)** khu công nghiệp Tân Bình đã cho thuê được 10.78 ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 82.05% đóng góp 75 tỷ đồng tương ứng 13% tổng doanh thu doanh nghiệp, biên LNG mảng cho thuê khu công nghiệp tăng từ mức 65% lên 68% nhờ giá cho thuê đạt 30 USD/ha/thời hạn cho thuê (+20% yoy). **(3)** Thu nhập tài chính đạt 44 tỷ VND (+105% yoy) và kế hoạch trả cổ tức 2019 khoảng 40% mệnh giá, tương đương với tỷ suất cổ tức trên thị giá cổ phiếu PHR ngày 24/08/2019 là 5.54%. **(4)** Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết tăng đáng kể +56% yoy chủ yếu từ CTCP Nam Tân Uyên đóng góp chính. **(5)** Kế hoạch chuyển nhượng đất Nam Tân Uyên và VSIP vẫn đang triển khai, chưa đóng góp vào KQKD 1H2019 của PHR, chúng tôi cho rằng khoản lợi nhuận đột biến này sẽ được ghi nhận vào cuối năm 2019 trở đi mới có thể giúp DN hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận.

DPR – Theo dõi - Giá mục tiêu 44,214 VND/cp – PE fwd = 10.61x – PB fwd = 0.67 - Kinh doanh cao su vẫn còn khó khăn – Triển vọng khu công nghiệp chưa rõ nét Doanh thu 1H2019 đạt 256 tỷ đồng (-23% yoy) và LNST đạt 98 tỷ đồng (-35% yoy), lần lượt hoàn thành 35% và 42.6 % kế hoạch năm đến từ **(1)** Kinh doanh mủ cao su kém khả quan chỉ đạt 156 tỷ đồng (-11.3% yoy) với sản lượng tiêu thụ 6 tháng đạt 4,487 tỷ đồng (-4% yoy) do đóng góp của vườn cây Kratie chưa nhiều với năng suất trung bình ở mức thấp chỉ đạt 0.97 tấn/ha (thấp hơn trung bình ngành 1.5 tấn/ha) và giá bán ở mức trung bình 34 triệu đồng/tấn (-6% yoy). **(2)** Thanh lý gỗ cao su đạt 97 tỷ đồng (-37% yoy) nguyên nhân do giá thanh lý gỗ ước tính giảm chỉ còn khoảng 269 triệu/ha (-43% yoy). **(3)** Khu công nghiệp: Hiện nay, 2 KCN của DPR đã lấp đầy gần hết, do đó sẽ không có nhiều dư địa tăng trưởng về doanh thu cho thuê. Về tăng trưởng trong tương lai, DPR sẽ triển khai chuyển đổi khoảng 2,000 ha đất trồng cao su sang KCN trong giai đoạn 2021 – 2025.

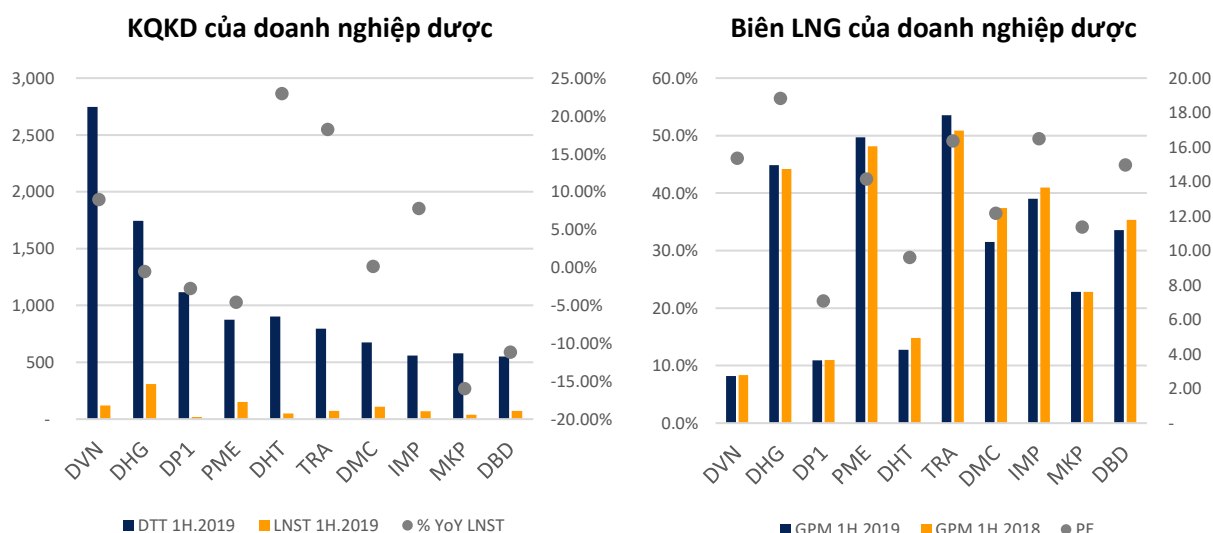
Ngành Dược Phẩm [Trở lại mức tăng trưởng nhẹ]

Điểm tin ngành (1) 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) (2) 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 và (3) 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.

Kết quả kinh doanh 1H.2019

Tổng doanh thu các DN dược phẩm niêm yết đạt 23,799 tỷ (+7.69% YoY). Sau khi ghi nhận tốc độ tăng DT âm trong Q1.2019, các doanh nghiệp dược quay trở lại mức tăng trưởng nhẹ trong Q2: DHG (+4.6% YoY); IMP (+9.7% YoY); PME (+10.8% YoY). Biên lợi nhuận gộp giảm, đạt mức 18.91% so với 20.28% cùng kỳ. BSC cho rằng các doanh nghiệp dược tiếp tục chịu áp lực từ chi phí nguyên liệu tăng trong khi giá bán không đổi/giảm.

Tổng LNST ngành 1,227 tỷ (-0.9% YoY) cho thấy hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp dược vẫn chưa khởi sắc. Bức tranh KQKD có sự thay đổi giữa doanh nghiệp OTC và ETC: các doanh nghiệp OTC ghi nhận mức tăng trưởng tốt (DHG +26.7% YoY do điều chỉnh mức thuế, TRA +32.6% YoY từ mức thấp cùng kỳ). Tuy nhiên, các doanh nghiệp ETC tiếp tục xu hướng suy giảm LN từ Q1.2019: IMP (+5.0% YoY), PME (-4.2% YoY) và DBD (-6.1% YoY).



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm: BSC tiếp tục duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành dược. BSC cho rằng Kênh Nhà thuốc sẽ tiếp tục tăng trưởng chậm khi cạnh tranh gay gắt, cùng với việc áp dụng Bán thuốc kê đơn (yêu cầu chứng từ, nguồn gốc, đơn bác sĩ) có thể làm thay đổi thói quen mua thuốc của người dân. Trong khi đó, Kênh điều trị, đấu thầu vẫn tăng trưởng về sản lượng thuốc khi tỷ lệ người dân có bảo hiểm tiếp tục tăng. Đồng thời, Luật đấu thầu sẽ ưu tiên các doanh nghiệp dược nội địa có chất lượng thuốc tốt trong dài hạn.

Vì vậy, BSC cho rằng các doanh nghiệp có tỷ trọng ETC cao (IMP, PME, DBD) tiếp tục được hưởng lợi, trong khi đó, các doanh nghiệp OTC (DHG, TRA) sẽ chứng lại và chuyển hướng sang ETC.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

DBD - THEO DÕI – P/E = 17.58 – Động lực từ nhà máy mới

KQKD 1H2019 suy giảm theo xu hướng chung của ngành dược. Trong 1H.2019, DBD ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 552 tỷ (-14.3% yoy) và 72.6 tỷ (-11.8% yoy). BSC cho rằng kết quả kinh doanh của công ty chưa khả quan do xu hướng khó khăn chung với các doanh nghiệp nội địa. Biên LNG 1H.2019 đạt 33.6%, giảm so mức 35.3% cùng kỳ. BSC cho rằng công ty đang chịu áp lực bởi giá nguyên liệu đầu vào tăng và giá bán giảm: (1) giá đấu thầu tại phân khúc ETC giảm theo xu hướng chung, (2) giá bán phân khúc OTC giảm để công ty phát triển và mở rộng thị trường. Tuy nhiên, việc cắt giảm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giúp cho biên LN ròng của DBD trong 1H.2019 đạt mức 13.2%, tăng nhẹ so với mức 12.8% cùng kỳ. BSC cho rằng việc tiếp tục cắt giảm chi phí sẽ không kéo dài khi tỷ lệ chi phí đã ở mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây.

Động lực tăng trưởng sẽ đến từ các dự án xây dựng nhà máy mới. Trong giai đoạn 2019 – 2027, công ty có kế hoạch đầu tư xây dựng 3 dự án nhà máy mới, nâng tổng số nhà máy sản xuất dược lên 4 nhà máy. Hiện tại, dự án NM DX DP Bidiphar CNC đã hoàn thiện phần xây dựng cơ bản. Công ty sẽ tiến hành lắp đặt máy móc để có thể tiến hành nghiệm thu trong Q4.2019 như kế hoạch đề ra. DBD dự kiến công suất năm đầu tiên của NM đạt 500,000 lọ/năm (~ 100 tỷ DT) và nâng lên 1,800,000 lọ/năm (~300 tỷ năm) trong năm thứ 5.

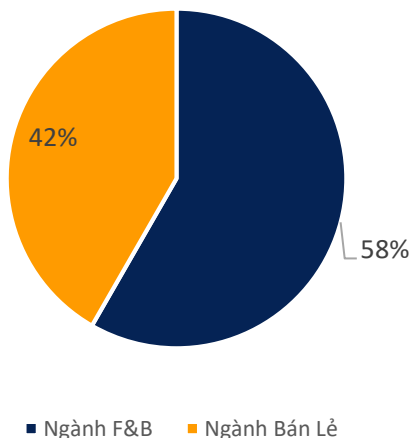
Ngành Tiêu Dùng [Khả quan]

Cập nhật (1) 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); (2) Dịch tả lợn châu Phi (ASF) ảnh hưởng lớn tới ngành thức ăn chăn nuôi trong 1H2019; (3) Thị trường FMCG ở khu vực Thành thị và Nông thôn Việt Nam đều tiến triển khả quan từ 6- 8% trong 5T2019. Tóm lại, ngành tiêu dùng nhìn chung tăng trưởng tốt nhưng mảng hàng thực phẩm và đồ uống lại khó khăn trong 1H2019.

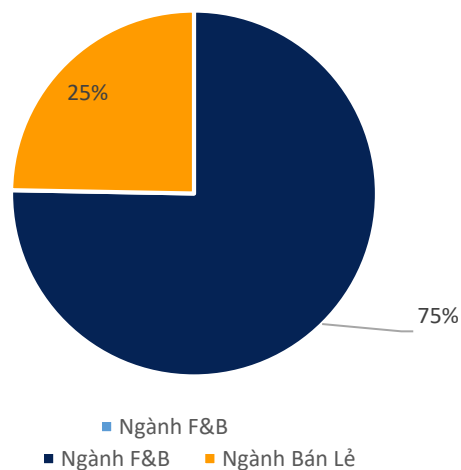
Ngành tiêu dùng có 137 doanh nghiệp đã có báo cáo tài chính bán niên với kết quả chưa thật sự khả quan như kỳ vọng. Lũy kế 1H2019, tổng doanh thu thuần đạt 278,632 tỷ đồng (+10.09% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 59,662 tỷ đồng (+5.8% yoy), biên lợi nhuận gộp giảm 0.9% xuống mức 21.4% chủ yếu do nhóm F&B giảm -1.9% YoY. LNST trong 1H2019 của toàn ngành đạt 21,071 tỷ đồng (-7.3% yoy), nếu loại lợi nhuận bất thường 1,477 tỷ của MSN vào năm 2018 và 104 tỷ của VCH trong 2019 thì LNST giảm còn -1.33% yoy.

Ngành F&B lợi nhuận sau thuế ngành giảm 12.4% do biên gộp giảm -1.9% yoy: Tổng doanh thu thuần đạt 162,451.8 tỷ đồng (+11.3% yoy) chiếm 60% tổng ngành trong đó 3 doanh nghiệp lớn nhất là VNM, MSN và SAB đã đạt doanh thu 63,623 tỷ đồng (+5.6% yoy). Lợi nhuận gộp ngành đạt 40,879 tỷ đồng (+3.4% yoy) với biên lợi nhuận gộp đạt 25.16% thấp hơn -1.9% so với cùng kỳ (BLNG 2018 đạt 27.1%) chủ yếu là do cổ phiếu MSN với biên lợi nhuận gộp giảm -2.4% về 29.5% do ảnh hưởng của dịch tả lợn châu Phi khiến cho mảng thức ăn chăn nuôi khó khăn và MCH giảm -3.7% biên gộp về 42% do thay đổi chính sách chiết khấu thương mại ở sản phẩm mì gói. Lợi nhuận sau thuế Q2/2019 đạt 15,844 tỷ đồng (-12.4% yoy).

Doanh thu thuần 1H2019



Lợi nhuận sau thuế 1H2019

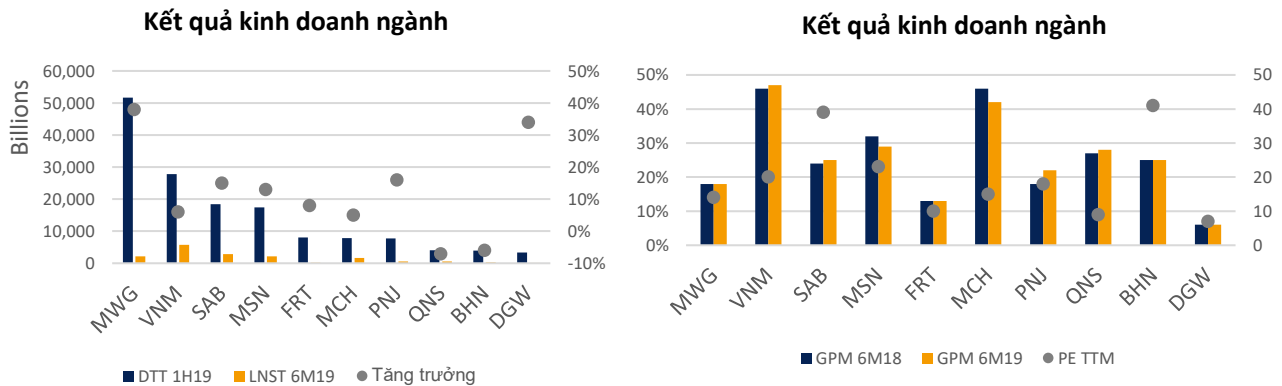


Nguồn: Fiinpro, BSC

Ngành bán lẻ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng 12%-13% trong 1H2019 : Riêng ngành bán lẻ có tổng doanh thu đạt 116,181 tỷ đồng (+8.4% yoy) chiếm 40% tổng ngành trong đó 3 doanh nghiệp lớn nhất là MWG, FRT và PNJ có tổng doanh thu đạt 67,369 tỷ đồng (+13% yoy). Lợi nhuận gộp ngành nửa đầu năm 2019 đạt 18,784 tỷ đồng (+11% yoy) với biên gộp đạt 16.2% cải thiện nhẹ 0.4% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau

18/9/2019

thuế đạt 5,200 tỷ đồng (+12.7% yoy) nhờ đóng góp chủ yếu ở MWG (LNST 6M/19 = 2,120.7 tỷ +37.7%yoy) và PNJ (LNST 6M/19 = 597.9 tỷ +15.7% yoy).



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm: Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành F&B và **KHẢ QUAN** với ngành tiêu dùng bán lẻ. Đối với ngành F&B, chúng tôi đánh giá cần thận trọng khi đầu tư trong giai đoạn nửa cuối 2019-2020 do tình hình dịch bệnh vẫn chưa suy giảm và Trung Quốc vẫn chưa mở cửa xuất khẩu chính ngạch cho nông sản Việt Nam. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sẽ dao động từ 9% - 12% trong 2020F.

Đối với ngành tiêu dùng bán lẻ, chúng tôi cho rằng 2H2019 sẽ tăng trưởng ổn định trên 10% đối với nhóm sản phẩm thiết yếu tuy nhiên sẽ giảm nhẹ ở nhóm sản phẩm cao cấp và xa xỉ do thu nhập người dân ở nông thôn bị ảnh hưởng khi ngành nông nghiệp vẫn còn nhiều khó khăn và hiện 70% lực lượng lao động ở nước ta chủ yếu tập trung ở khu vực nông thôn. Chúng tôi kỳ vọng ngành bán lẻ sẽ tiếp tục khả quan với tốc độ tăng trưởng trên 2 con số nhờ sức tiêu thụ sản phẩm thiết yếu vẫn tăng trưởng ổn định 11%-12%.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

VNM - Giá mục tiêu 135,000 đồng – PE fw 28.1x – PB fw 9.8x – Tăng trưởng ổn định

Doanh thu VNM đạt 27,840 tỷ đồng (+7.6% yoy), LNST đạt 5,701 tỷ đồng (+6.3% yoy) hoàn thành 51.9% kế hoạch doanh thu và 54% kế hoạch lợi nhuận.

- **Mảng nội địa:** DT 6M19 đạt 23,636 tỷ đồng (+6.4% yoy) với BLNG đạt 47.6% (BLNG 6M18 là 46.3%) nhờ thị trường sữa ở Việt Nam có sự phục hồi trở lại so với cùng kỳ năm trước. Thị phần của VNM trong nước tăng +0.9% so với cùng kỳ nhờ (1) VNM lấy được thêm thị phần của các đối thủ khác nhờ tăng cường marketing, khuyến mãi; (2) Tăng độ bao phủ thông qua tăng số điểm bán lẻ lên 270.000 điểm lẻ (+8% yoy), (3) Ra mắt nhiều sản phẩm sữa mới dành cho giới trẻ như My Joy, Trà Sữa,... được thị trường đón nhận tốt.

- **Mảng xuất khẩu:** DT 6M19 đạt 4,152 tỷ đồng (+14.8% yoy) với BLNG đạt 46.3%, hiện VNM vẫn tập trung thị trường Đông Nam Á như Phillipine, Myanmar, Cambodia,... bên cạnh đó, các quy định chất lượng sữa xuất khẩu của Việt Nam đi Trung Quốc trong nghị định thư được kí trong 1H19 đang được VNM chuẩn bị sẵn sàng để đợi Trung Quốc phê duyệt và xuất khẩu dự kiến trong 10/2019.

- Chi phí nguyên liệu tăng nhẹ trong 6M19 đạt 11,470 tỷ đồng (+0.2% yoy) chiếm 56.5% tổng chi phí sản xuất, nguyên nhân do giá nguyên vật liệu sữa đầu vào tăng nhẹ lên 3,000-3,300 USD/tấn (+7% - 17% yoy) đối với sữa WMP ở New Zealand, và sữa WMP ở Mỹ tăng lên 3,271 USD/tấn (+9% yoy). VNM thường nhập khẩu sữa nguyên liệu vào 2 đợt: đợt 1 là tháng 3-4 và đợt 2 là tháng 10-11. VNM đánh giá tuy giá sữa nguyên liệu có tăng trong 6M19 nhưng xu hướng đang giảm có thể do ảnh hưởng căng thẳng Trung – Mỹ và qua đó nếu giá sữa nguyên liệu tiếp tục giảm thì VNM sẽ có lợi thế cho đợt chào mua nguyên liệu tháng 10 này.

SAB– PE TTM 44x – PB TTM 9.09x – Thay đổi cơ cấu hướng tới tương lai

DTT và LNST của SAB đạt lần lượt 18,517 tỷ đồng (+8.5% yoy) và 2,819.9 tỷ đồng (+15.3% yoy) hoàn thành 47.6% kế hoạch DT và 59.8% kế hoạch LNST.

- Doanh thu tăng +8.5% yoy nhờ: (1) Tăng giá bán +5%-10% của bia Saigon Lager và Saigon Special nhằm cạnh tranh trực tiếp với đối thủ là Tiger và Larue. (2) Thay đổi thương hiệu Bia Saigon nhằm nâng cao giá trị thương hiệu của 3 sản phẩm bia chính của Sabeco là Saigon Lager, Saigon Export và Saigon Special bắt đầu từ tháng 8/2019. Chúng tôi cho rằng với những thay đổi lớn về nhận diện thương hiệu sẽ giúp cho SAB tăng trưởng doanh thu tốt trong dịp cuối năm 2019.

- BLNG 1H2019 đạt 26.56% cao hơn 3.7% so với cùng kì là 22.86% nhờ các chiến dịch tiết kiệm chi phí như:

- Chuỗi cung ứng tinh gọn: SAB hiện đang hoàn thiện và tối ưu hóa lại chuỗi cung ứng từ thu mua nguyên liệu đầu vào cho tới khâu phân phối sản phẩm đi. Ngoài ra, SAB tăng lên 5 đối tác vận tải so với trước đây chỉ có 1 qua đó hệ thống phân phối sẽ hiệu quả hơn trước.

- Kiểm soát chặt chẽ chi phí sản xuất và hoạt động: giá malts hiện đang giảm vì thế SAB sẽ có lợi thế cho đợt chào mua lúa mạch dịp tháng 10-12/2019, thùng carton cũng sẽ được làm mỏng hơn để giảm chi phí hộp. Chúng tôi lưu ý trong 6M19, giá trị hàng tồn kho đạt 1,764.6 (-13.2% YTD), trong đó giá trị nguyên liệu và vật liệu tồn kho đạt 429.5 tỷ (-17% YTD). Thay đổi chính sách lương thưởng dựa trên đánh giá hiệu quả làm việc của nhân viên HO trong 2019 và dự kiến toàn công ty trong 2-3 năm nữa.

MSN - Giá mục tiêu 83,500 đồng – PE fw 18.1x – PB fw 2.8x – Tiềm năng Meat Life

DT và LNST của MSN đạt 18,099 tỷ đồng (+0.33% yoy) và 2,191.6 tỷ đồng (-35.9% yoy). Qua đó , MSN hoàn thành 40.22% kế hoạch DT và 43.8% kế hoạch LNST.

- **Doanh thu MCH Q2/2019 đạt 4,199 tỷ đồng (+6.6% yoy) với BLNG đạt 39.5% giảm nhẹ so với cùng kỳ là 42.1%.** Biên lợi nhuận gộp giảm do 3 nguyên nhân (1) Các sản phẩm mới ban đầu có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn; (2) Giá đầu vào tăng như giá nước mắm thô và giá nhựa sản xuất chai; (3) Thay đổi chính sách mỳ gói. Ngoài ra, doanh thu 2 mảng cà phê và bia Q2/19 giảm lần lượt 4.8% yoy và 7% yoy.

- **Doanh thu Masan MeatLife (MML) Q2/2019 đạt 3,549 tỷ đồng (+1.6% yoy) với BLNG đạt 18% cải thiện so với cùng kỳ là 14.6% nhờ vào giá nguyên vật liệu đầu vào giảm.** Đối với mảng thức ăn chăn nuôi, thức ăn của heo giảm 17% trong 1H2019 do ảnh hưởng của dịch ASF nhưng được bù lại của thức ăn cho gia cầm và thủy sản đều tăng mạnh. Qua đó, MSN dự kiến TANC sẽ tăng trở lại trong 2H2019 nhờ tập trung vào trang trại lớn khi dịch AFS giảm đi. Đối với mảng thịt heo sạch, số điểm mở bán đã tăng lên 125 điểm bán hàng ở miền Bắc phục vụ hơn 700 ngàn khách hàng. Tổ hợp chế biến Meat ở Hà Nam mở cửa

lại sau khi đóng cửa do lo sợ lây nhiễm AFS đã thúc đẩy doanh thu mảng thịt quay lại từ 15-20 tỷ đồng / tháng .

- **Doanh thu MSR Q2/2019 đạt 1,502 tỷ đồng (-14.3% yoy) với BLNG đạt 23.8% giảm mạnh so với cùng kỳ là 35.6%.** Giá vonfram tiếp tục giảm về mức 264 USD/MTU (-12.5% yoy) do ảnh hưởng của việc căng thẳng thương mại Mỹ - Trung khiến nhu cầu vonfram thế giới giảm.

MWG - Giá mục tiêu 171,400 đồng – PE fw 10.4x – PB fw 5x – Kỳ vọng từ Bách Hóa Xanh

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 1H2019 của MWG đạt lần lượt 52,283 tỷ đồng (+15.8% YoY) và 2,120 tỷ đồng (+38% YoY)

- **Biên lợi nhuận gộp cải thiện chủ yếu nhờ vào việc cơ cấu doanh thu thay đổi và doanh thu bình quân từng cửa hàng cải thiện tốt.** Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức 17.6% trong 1H2018 lên mức 17.8% 1H2019. Tỷ trọng đóng góp của ĐMX và BHX trong cơ cấu doanh thu tiếp tục tăng lần lượt lên mức 58% (cùng kỳ 47%) và 7% (cùng kỳ 2.8%). Chúng tôi lưu ý BLNG BHX tính tới thời điểm T6/2019 đã đạt mức 19%.

- **Tiết giảm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp.** Theo đó, tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) 1H2019 đạt 12.4% giảm từ mức 12.7% trong Q1/2018. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý, trong nửa cuối năm 2019, tỷ lệ chi phí SG&A sẽ tăng trở lại trong 2H2019 chủ yếu do (1) Tăng các chương trình quảng cáo, khuyến mãi và (2) Mở rộng nhanh các chuỗi cửa hàng (Chi phí tuyển dụng, đào tạo nhân viên).

- **BHX – Tăng độ phủ của chuỗi BHX ở các khu vực ngoài HCM là một trong các yếu tố then chốt giúp MWG đạt được điểm hoạt động hiệu quả.** Đối với mô hình chuỗi bán lẻ, việc xây dựng chuỗi logistic là yếu tố quan trọng nhất quyết định sự thành công hay thất bại. Do đó, yếu tố đầu tiên để có thể mở rộng mạng lưới cửa hàng là xây dựng chuỗi logistics, cụ thể ở đây là các kho hàng khô – lạnh (Distribution Center – DC) nhằm mục đích trung chuyển hàng hóa từ khâu mua hàng hóa nguyên liệu -> Cửa hàng (Người tiêu dùng). Đặc biệt đối với chuỗi mô hình “thịt tươi – cá lợi”, yếu tố “ngon – tươi – sạch” được MWG đưa lên hàng đầu. Lũy kế sau 6 tháng, tỷ lệ đóng góp của hàng tươi sống, hàng mát và đông lạnh đã vượt quá 50% tổng doanh thu của BHX.

PNJ– Giá mục tiêu 97,200 VND – PE fw 15.1x – PB fw 4.5x – Kỳ vọng khả quan trở lại

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 1H2019 lần lượt đạt 7,745 tỷ đồng (+5.3% yoy) và 598.1 tỷ đồng (+15.8% yoy),) KQKD trong 1H2019 hoàn thành lần lượt 42.9 % và 50.6% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế chủ yếu nhờ động lực tăng trưởng từ Q1/2019.

- Trong khi đó, KQKD Q2/2019 bị ảnh hưởng mạnh do (1) Gặp vấn đề trong việc triển khai ERP, (2) Nhu cầu tiêu dùng bán lẻ đang có xu hướng chậm lại. Doanh thu và LNST Q2/2019 lần lượt chỉ đạt mức 2,961 tỷ đồng (-7.8% YoY) và 169.4 tỷ đồng (-6% YoY). Theo đánh giá của chúng tôi, ban lãnh đạo đã rất linh hoạt trong chiến lược kinh doanh với việc tập trung đẩy mạnh vàng trang sức bán lẻ, đặc biệt là các mặt hàng có biên lợi nhuận gộp cao như kim cương/đá quý.

- Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, việc triển khai ERP gặp vấn đề chủ yếu liên quan tới việc triển khai nhiều hơn lỗi CNTT từ hệ thống và sức mua chung của thị trường đối với mặt hàng trang sức (có giá trị cao) đang có xu hướng chậm lại.

SSSG 1H2019 mảng vàng trang sức giảm mạnh, tăng trưởng nhẹ 1-1.5% so với cùng kỳ, giảm từ mức 20% cuối năm 2019

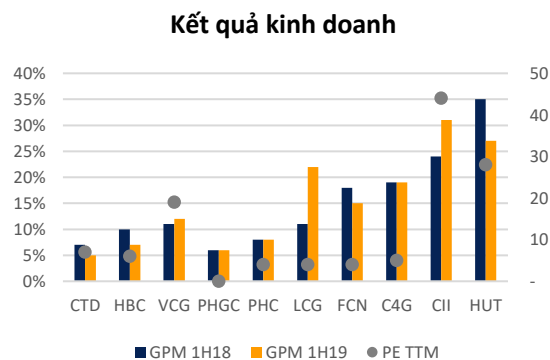
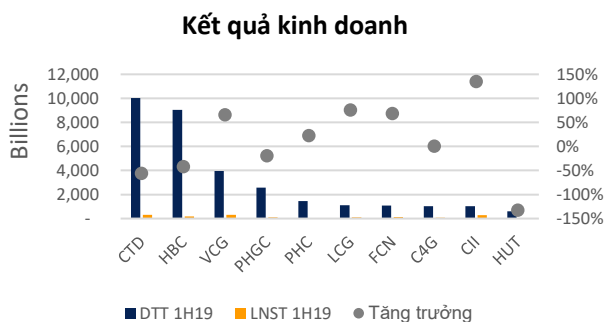
Ngành Xây Dựng [Trung lập]

Cập nhật (1) Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 224,464 tỷ đồng (+9% YoY) theo GSO VN. **(2)** TP.HCM phấn đấu đạt 95% kế hoạch giải ngân đầu tư công cho năm 2019. Ngành xây dựng vẫn đang phân hóa giữa xây dựng dân dụng và xây lắp hạ tầng.

Ngành xây dựng có 146 công ty đã có báo cáo tài chính 1H2019 với kết quả lợi nhuận giảm -3% YoY trong 1H2019. Trong đó, tổng doanh thu đạt 88,585 tỷ đồng (+10% yoy), lợi nhuận gộp đạt 10,249.5 tỷ đồng (+10% yoy) với biên lợi nhuận gộp đạt 11.6% bằng với cùng kỳ 2018. Lợi nhuận sau thuế 1H2019 đạt 3,533.8 tỷ đồng (-3% yoy).

Tình hình cạnh tranh cao của ngành xây dựng khiến biên gộp giảm mạnh, các dự án bất động sản vẫn tiếp tục bị siết chặt do rào cản chính sách thủ tục qua đó làm số lượng hợp đồng kỳ mới giảm mạnh. Đối với xây dựng dân dụng, doanh thu đạt 33,140.5 tỷ đồng (+2% yoy) chiếm tỷ trọng 37% ngành, lợi nhuận gộp đạt 2,265 tỷ đồng (-9% yoy) với biên gộp đạt 6.8% giảm -0.7% yoy (BLNG 2018 đạt 7.5%). LNST ngành 1H19 giảm mạnh còn 881 tỷ (-42% yoy) chủ yếu là do 2 công ty đầu ngành suy giảm về lợi nhuận là CTD và HBC.

Xây dựng hạ tầng tăng trưởng khả quan +8.5% YoY tập trung ở mảng xây lắp công trình điện, năng lượng tái tạo và khu công nghiệp trong 1H2019. Doanh thu đạt 55,444 (+9.6% yoy) chiếm tỷ trọng 63% ngành nhờ một số doanh nghiệp xây lắp điện như LCG, FCN, SJG và phát triển khu công nghiệp như SNZ, lợi nhuận gộp đạt 7,984.7 tỷ đồng (+12.4% yoy) với biên gộp đạt 14.4% tăng +1.6% (BLNG 2018 đạt 12.8%). LNST 1H2019 đạt 2,652.4 tỷ đồng (+24.3% yoy), nếu loại trừ lợi nhuận bất thường 255 tỷ từ CII thì LNST cốt lõi của ngành tăng 8.41%. Qua đó, tăng trưởng ấn tượng của xây lắp các dự án điện với giá trị hợp đồng xây dựng lớn sẽ đóng góp lớn vào trong ngành xây dựng để đáp ứng được nguồn điện sẽ thiếu hụt trong tương lai.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm: Chúng tôi đánh giá **Trung lập** với triển vọng ngành Xây dựng trong 2H2019 – 2020F và dự báo tăng trưởng trung bình từ 7.2%-10.2% nhờ **(1)** Dòng vốn FDI vào đầu tư khu công nghiệp sẽ tăng tốt từ

giờ tới 2020; **(2)** Kỳ vọng đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng như giao thông vận tải nhằm phát triển logistics kết nối các cảng biển và khu công nghiệp trước thời dịch chuyển công nghiệp Trung Quốc sang Việt nam, đầu tư phát triển thủy điện, nhiệt điện và điện mặt trời sẽ tiếp tục đẩy mạnh để đáp ứng được nhu cầu điện trong tương lai.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

LCG - Giá mục tiêu 11,300 đồng – PE fw 4.6x – PB fw 0.6x – Câu chuyện năng lượng tái tạo

DT và LNST 1H2019 ước đạt lần lượt 1,102 tỷ đồng (+36.5% Hoyo) và 100.5 tỷ đồng (+76% yoy), hoàn thành 41% KH DT và 49% KH LNST.

- Lĩnh vực xây lắp 1H2019 đạt DT 786 tỷ đồng (+11.2% yoy) chiếm 70% cơ cấu DT và 21% LNG toàn công ty. LCG hiện xây lắp 4 hạn mục chính: (1) Hạ tầng giao thông (DT = 444 tỷ), (2) Hạ tầng nước (DT = 187 tỷ), (3) CT Điện và khác (DT = 151 tỷ), và (4) Dân dụng (DT = 4 tỷ).
- Lĩnh vực BDS 1H2019 đạt DT 336 tỷ đồng (+149% yoy) chiếm 30% DT và 79% LNG toàn công ty. Dự án Long Tân cũ đã kinh doanh 100% 122 nền còn lại và phần chuyển đổi cao tầng xuống thấp tầng ghi nhận doanh thu 160 tỷ, qua đó tổng DT của dự án Long Tân ghi nhận 312 tỷ đồng trong 1H19. Dự án KDC Hiệp Thành hiện đang còn 14/40 nền sẽ ghi nhận trong năm 2019 với DT 6M19 ước đạt 24 tỷ đồng.
- Dự án Solar Chư Ngọc đã chính thức đóng điện và kinh doanh vào đầu tháng 6 với công suất hiện tại là 2 triệu KW/tháng vượt 120% so với thiết kế. Ngoài ra, 2 dự án điện mặt trời Mỹ Sơn 1 (62 MWp) và Mỹ Sơn 2 (50 MWp) đã khởi công vào 26/06/2019 dự kiến sẽ hoàn thành vào Q4/19.

Ngành Điện [Nhiệt điện lên ngôi]

Điểm tin ngành: (1) Sản lượng điện thương phẩm tăng trưởng 10% so với cùng kỳ (2) Công suất truyền tải điện chưa theo kịp công suất phát điện mới là cơ hội cho các doanh nghiệp xây lắp điện (3) El Niño 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

Triển vọng ngành: 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 Niño 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 kỳ lên mức 1,307 đồng/kWh.

18/9/2019

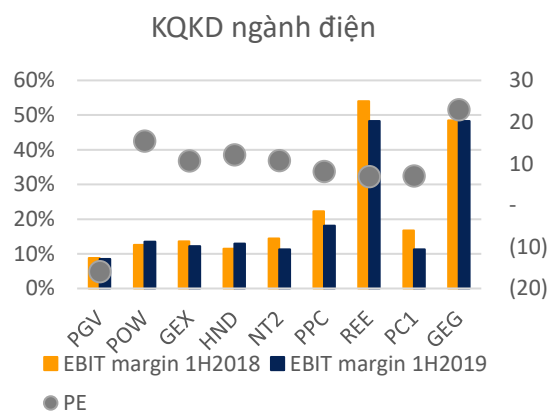
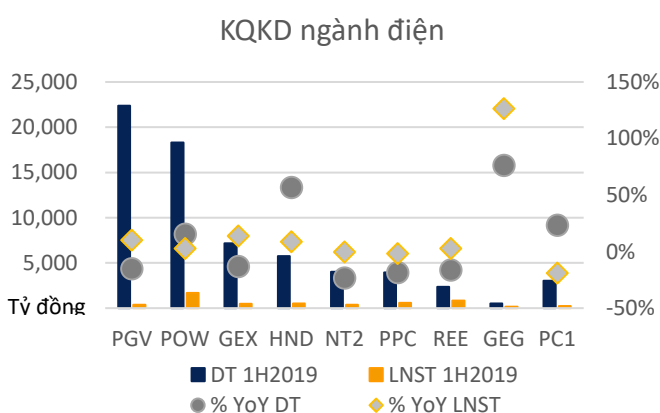
Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

Tổng doanh thu các doanh nghiệp ngành điện trong nửa đầu 2019 đạt 79,479 tỷ (+6% YoY), LNST đạt 6,640 tỷ (-9% YoY). Diễn biến tăng trưởng lợi nhuận ngành điện có sự phân hóa rõ nét giữa nhóm Nhiệt Điện (Tích cực) và Thủy Điện (Kém Tích Cực).

Nhóm cổ phiếu nhiệt điện và điện mặt trời: Các cổ phiếu nhiệt điện và điện mặt trời được hưởng lợi nhờ (1) sản lượng huy động các nguồn nhiệt điện khí và nhiệt điện than tăng để bù đắp cho nguồn thủy điện và (2) giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh có xu hướng tăng khi thiếu sự đóng góp của thủy điện – vốn là nguồn phát giá rẻ. Các doanh nghiệp dẫn dắt tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của ngành bao gồm: POW 18,315 tỷ DT (+3% YoY) và 1,697 tỷ LNST (+16% YoY); HND 5,754 tỷ DT (+9% YoY) và 514 tỷ LNST (+57% YoY); GEG 513 tỷ DT (+126% YoY) và 158 tỷ LNST (+76% YoY).

Nhóm cổ phiếu thủy điện: Trong khi đó các cổ phiếu thủy điện có KQKD giảm mạnh do hiện tượng El Niño bao gồm: TMP 253 tỷ DT (-38% YoY) và 136 tỷ LNST (-35% YoY); VSH 246 tỷ DT (-40% YoY) và 111 tỷ LNST (-57% YoY); SBH 242 tỷ DT (-18% YoY) và 74 tỷ LNST (-39% YoY).

Bên cạnh đó, việc đóng điện của các doanh nghiệp làm điện mặt trời cũng giúp cho các doanh nghiệp trong ngành xây lắp điện như PC1 được hưởng lợi.



PC1 - MUA – Giá mục tiêu 36,600 - PE TTM = 7.37 x , PB TTM = 0.91– Hưởng lợi từ làn sóng điện tái tạo

- Doanh thu từ hoạt động xây lắp đạt 1,636 tỷ (+118% YoY) với biên lợi nhuận gộp ở mức 10.4%, giảm nhẹ so với mức 10.7% cùng kì. Giá trị hợp đồng kí mới lũy kế đến T8 2019 khoảng 1,700 tỷ, tương ứng với lượng backlog còn lại khoảng 3,500 tỷ. Dự kiến, PC1 sẽ ghi nhận khoảng 900 – 950 tỷ doanh thu mảng xây lắp cho mỗi quý trong nửa cuối năm 2019 với biên lợi nhuận gộp tương đương với mức hiện tại khoảng 9.5%. T
- Doanh thu từ hoạt động thủy điện đạt 295 tỷ (+9% YoY), đóng góp 198 tỷ LNG (+15% YoY) nhờ tăng sản lượng phát điện. Theo kế hoạch, thủy điện Mông Ân sẽ đi vào hoạt động trong Q4 2019

giúp tăng công suất phát điện của PC1 lên 144 MW, tăng khoảng 30% so với công suất hiện tại và đóng góp thêm khoảng 80 tỷ đồng doanh thu và 50 tỷ đồng LNG cho mảng năng lượng.

POW - Theo dõi - PE TTM = 15.42x , PB TTM = 1.16 – Ấn số Vũng Áng 1

Doanh thu 1H2019 đạt 18,316 tỷ (+2.8% YoY), LNST 1,700 tỷ (+28.4% YoY), lần lượt đạt 55.9% và 69.1% kế hoạch cả năm 2019. Sản lượng điện 6T 11,521 triệu kWh (-1.7% YoY) tương ứng 53.3% kế hoạch cả năm.

- Trong nửa đầu năm, sự cố về nguyên liệu làm ảnh hưởng đến nhà máy Nhơn Trạch 2 và sản Vũng Áng 1, tuy nhiên sản lượng giảm đã được bù đắp bởi nhà máy Cà Mau 1&2, khiến sản lượng chỉ giảm 1.7% so với cùng kì.
- Doanh thu tăng 2.8% nhờ tăng giá bán điện trung bình của toàn tập đoàn khoảng 2.8%, đặc biệt là tại các nhà máy có đóng góp lớn cho POW như Vũng Áng 1 (+4% YoY), Nhơn Trạch 1 (+3.6%) và Nhơn Trạch 2 (+2.7%)
- Chi phí quản lí giảm 18.3% trong nửa đầu năm 2019 do tần suất trung tu và tiểu tu ít hơn so với cùng kì, đồng thời chi phí lãi vay giảm 8% YoY giúp POW tiết kiệm khoảng 120 tỷ đối với cả 2 chi phí.

NT2 - Theo dõi - PE TTM = 10.95 x , PB TTM = 1.8 x – Kết quả kinh doanh giảm

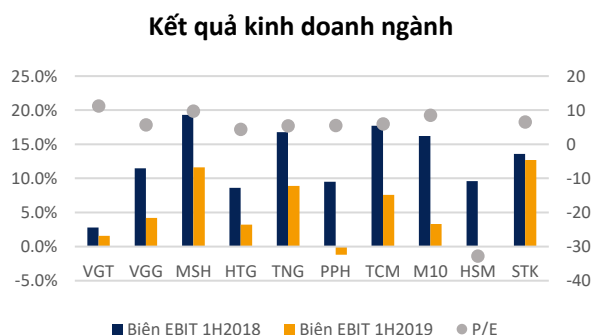
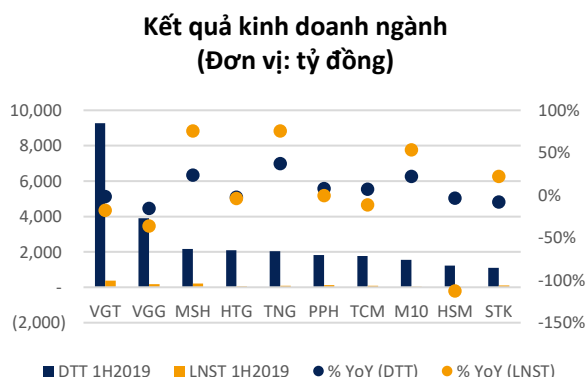
Doanh thu đạt 4,014 tỷ (-0.4% YoY), LNST đạt 386 tỷ (-23.2% YoY), lần lượt đạt 53% và 52% kế hoạch cả năm. Sản lượng điện thương phẩm là 2,559 triệu kWh, tương ứng 55% kế hoạch năm 2019. Giá bán điện trung bình cho 6T đầu năm 2019 là 1,576 đ/kWh (+2.7% YoY).

- Sự cố máy nén khí ở bể Cừu Long và việc thiếu hụt khí trong Q1/2019 làm sản lượng điện của NT2 giảm nhẹ 2.3% YoY, trong khi giá bán trung bình chỉ tăng 1.8% khiến doanh thu 1H2019 giảm 0.4% so với cùng kì.
- Lợi nhuận gộp của NT2 đạt 500.7 tỷ (-19.8% YoY) do biên lợi nhuận gộp giảm khoảng 3% xuống mức 12.4% khi sản lượng hợp đồng của NT2 thấp hơn khoảng 13.6% so với cùng kì, sát với dự báo đầu năm của BSC.
- Thông tin về việc đàm phán lại giá điện hợp đồng của NT2 có thể sẽ là sức ép tiêu cực lên định giá của công ty dù cho hiện tại tỷ lệ cổ tức / thị giá của NT2 là 10%, khá hấp dẫn đặc biệt khi NT2 sẽ trả hết nợ vào năm 2020.

Ngành Dệt May [Phân hóa rõ nét]

Điểm tin ngành: (1) Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may 1H2019 đạt 15.09 tỷ USD (+9.5% YoY), tăng trưởng mạnh hơn so với các quốc gia cạnh tranh như Trung Quốc, Bangladesh. (2) 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.

Tổng doanh thu các DN dệt may niêm yết thay đổi không đáng kể, đạt 31,016 tỷ (+0.6% YoY). Cụ thể, nhóm DN may mặc với lợi thế về quy mô và nhân công nhận được đơn hàng dồi dào và dẫn dắt tăng trưởng: TNG 2,041 tỷ (+37.3% YoY), MSH 2,165 tỷ (+23.7% YoY), M10 1,550 tỷ (+22.1% YoY). Ngược lại, nhóm DN sợi và may mặc có chi phí nhân công cao và các mặt hàng đơn giản chứng kiến sự suy giảm: FTM 450 tỷ (-23.9% YoY), HSM 1,231 tỷ (-3.5% YoY), TVT 1,048 tỷ (-15.2% YoY), VGG 3,906 tỷ (-15.3% YoY). Nguyên nhân chính khiến doanh thu giảm ở các doanh nghiệp sợi là **do Mỹ áp thuế đối với các mặt hàng dệt may của Trung Quốc** làm giảm xuất khẩu sợi và vải từ Trung Quốc sang Mỹ, tăng nguồn cung và áp lực cạnh tranh trên thị trường, đẩy giá giảm. Đối với các doanh nghiệp may, đơn hàng suy giảm diễn ra cục bộ tại một số DN (VGG, GMC) trong khi nhìn chung vẫn diễn biến tích cực ở các DN khác.



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Biên LNG chung của ngành giảm từ 13.2% về 12.6%, trong đó tác động mạnh nhất từ nhóm DN có hoạt động sản xuất sợi bông (các công ty thành viên Vinatex, ADS, FTM, TVT, TCM). Ngược lại, một số doanh nghiệp ghi nhận tỷ lệ biên tăng nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm (chuyển dịch lên đơn hàng FOB, các mặt hàng có giá trị gia tăng cao) và tiết giảm chi phí (STK, MSH, TNG, VGG, GMC).

Tỷ lệ chi phí bán hàng/ doanh thu chung của ngành tương đương cùng kỳ, tuy nhiên tỷ lệ CP QLDN/ doanh thu tăng nhẹ từ 4.4% lên 4.5%, các công ty ghi nhận tăng mạnh gồm VGG (từ 2.9% lên 4.3%), TNG (từ 4.9% lên 5.3%).

Tổng LNST của các DN trong ngành 1H2019 đạt 1,413 tỷ (-12.5% YoY) do biên LNG chung toàn ngành giảm bởi ảnh hưởng của nhóm sợi bông, và sự sụt giảm đơn hàng từ một số công ty may tương đối lớn trong ngành. Các DN có LN giảm mạnh là VGT (-75.1 tỷ), HSM (-56 tỷ), FTM (-56 tỷ)

Tỷ lệ nợ bình quân toàn ngành giảm từ 65.8% về 63.9% là một tín hiệu tích cực trong bối cảnh biên lợi nhuận gộp của các DN suy giảm. Việc quản lý dòng tiền tốt hơn và giảm bớt sự phụ thuộc vào nợ vay (chủ yếu là ngắn hạn) sẽ giảm áp lực tài chính cho các DN.

18/9/2019

Triển vọng ngành 2019: 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.

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp**Vinatex (VGT) – THEO DÕI – P/E T12M 11.25 – P/B 0.73**

Doanh thu 1H2019 đạt 9,257 tỷ (-1.4% YoY), LNST đạt 382.6 tỷ (-16.4% YoY), hoàn thành 41.7% và 47.6% kế hoạch

- Doanh thu bán hàng hóa (97% doanh thu, -1.7% YoY), chúng tôi cho rằng nguyên nhân do mảng sợi tại một số công ty thành viên (Vinatex Phú Hưng, Sợi Phú Bài...) bị giảm do tác động của chiến tranh thương mại.
- Biên LNG hợp nhất giảm đáng kể từ 9.8% về 8.4% do biên LNG mảng hàng hóa giảm từ 9.1% về 7.8% và mảng cho thuê BĐS ghi nhận lỗ.
- Doanh thu tài chính trong kỳ tương đương 1H2018 nhờ có thu từ tiền gửi 91 tỷ (+42% YoY) và cổ tức được chia 24 tỷ (+39.5% YoY). Tuy nhiên, CP tài chính cũng tăng mạnh do lãi vay 272 tỷ (+32.9% YoY).
- LN từ liên doanh liên kết vẫn luôn là khoản LN chính của VGT bên cạnh doanh thu tài chính từ tiền gửi và cổ tức được chia. Trong 1H2019, LN từ công ty liên kết đạt 370 tỷ (+9.2% YoY), đóng góp 93% LNTT cho công ty.

VGG – THEO DÕI – Giá mục tiêu: 55,000 đồng/CP – P/E fw: 6.7 – P/B fw: 1.15

Doanh thu 1H2019 đạt 3,906 tỷ (-15.3% YoY), LNST đạt 172.9 tỷ (-20.9% YoY), hoàn thành 44.4% và 56.1% kế hoạch

- Doanh thu sản xuất hàng may mặc giảm trong 1H2019 do đơn hàng của thị trường Nhật (ước tính 30% doanh thu) giảm do khách hàng chuyển hướng sang các quốc gia lân cận có chi phí thấp hơn như Indonesia.
- Biên LNG được cải thiện đáng kể từ 11.5% lên 13%, tuy nhiên tỷ lệ các CPBH và QLDN trên doanh thu cũng tăng cao khiến cho biên LN từ hoạt động SXKD giảm từ 4.6% về 4.2%.
- Đơn hàng chung khó khăn khiến lợi nhuận từ công ty liên kết 1H2019 giảm 19% YoY.
- VGG tiếp tục duy trì tình hình tài chính lành mạnh khi không có nợ vay dài hạn, nợ vay ngắn hạn chiếm 1.5% tổng tài sản.

MSH – MUA - Giá mục tiêu: 64,300 đồng/CP – P/E fw: 6.4 – P/B fw: 2.05

Doanh thu 1H2019 đạt 2,165 tỷ (+23.7% YoY), LNST đạt 219.2 tỷ (+52% YoY), hoàn thành 50.3% và 56.4% kế hoạch

- Doanh thu 2,165 tỷ (+23.7% YoY) trong đó doanh thu bán hàng (đơn hàng FOB và chần ga gối) tăng mạnh 32.3% 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.

18/9/2019

- Biên LNG được cải thiện từ 19.3% lên 20.3% nhờ tăng được tỷ trọng đóng góp của đơn hàng FOB và mảng chăn ga gối (từ 80% lên 85%) và cải thiện được biên lợi nhuận của mảng này (bình quân từ 21.3% lên 22.2%).
- Các chỉ tiêu tài về hiệu quả hoạt động được cải thiện. Tỷ lệ nợ giảm từ 63.2% về 52%.

TNG – MUA - Giá mục tiêu: 21,000 đồng/CP – P/E fw: 5.14 – P/B fw: 1.24

Doanh thu 1H2019 đạt 2,042 tỷ (+37.4% YoY), LNST đạt 92.97 tỷ (+38.5% YoY), hoàn thành 49.2% và 47% kế hoạch

- Doanh thu thuần 2,042 tỷ (+37.4% YoY). Giá trị đơn hàng đã xác nhận đến thời điểm hiện tại của là 193 triệu USD, với tương đương 4,500 tỷ đồng (+8% so với KH doanh thu 2019, chưa tính đến doanh thu từ TNG Fashion), trong đó thị trường EU đóng góp 53%, Mỹ 37%. Giá trị đơn hàng trên đã được phân bổ sản xuất đến hết năm 2019, tuy nhiên sẽ được ghi nhận và phản ánh doanh thu tùy vào thời điểm giao hàng.
- Biên LNG tăng nhẹ từ 16.8% lên 17%, tuy nhiên do CPBH và QLDN tăng mạnh lần lượt 31% YoY và 44.2% YoY nên biên LN hoạt động giữ nguyên so với cùng kỳ 2018 ở mức 9% doanh thu.
- Chi phí lãi vay trong kỳ +10 tỷ so với cùng kỳ do dư nợ vay bình quân trong 1H2019 tăng thêm khoảng 150 tỷ (tương đương +10.1% YoY) do khoản vay trái phiếu 200 tỷ phát hành cuối 2018.
- LNST 1H2019 hoàn thành 47% kế hoạch năm. Thông thường, 2 quý đầu năm đóng góp khoảng 37-40% lợi nhuận cả năm của TNG, và Q3 sẽ là điểm rơi lợi nhuận (đóng góp 35-40% LN cả năm).
- HTK tính đến cuối T5/2019 tăng 27.6% so với cùng kỳ, trong đó chủ yếu là tồn kho thành phẩm 534 tỷ (-2.3% MoM) và nguyên vật liệu (-20.6% MoM). HTK bình quân 6T2019 tăng 36% so với 6T2018, thể hiện mặt bằng doanh thu dự kiến sẽ duy trì mức tăng cao trong năm 2019 như dự báo trước đó của chúng tôi.

Tốc độ thu hồi các khoản phải thu khách hàng của TNG (chiếm 19% tổng tài sản) có dấu hiệu chậm hơn, tăng từ 5.6 lên 8.0 vòng/năm. Nợ vay (ngắn và dài hạn) + 11% YoY, tỷ lệ trên tổng nguồn vốn giảm nhẹ từ 60% về 59%.

TCM - THEO DÕI - Giá mục tiêu: 26,520 đồng/CP – P/E fw: 5.8 – P/B fw: 0.97

Doanh thu 1H2019 đạt 1,769 tỷ (+7.4% YoY), LNST đạt 95 tỷ (-18.3% YoY), hoàn thành 44.7% và 39% kế hoạch

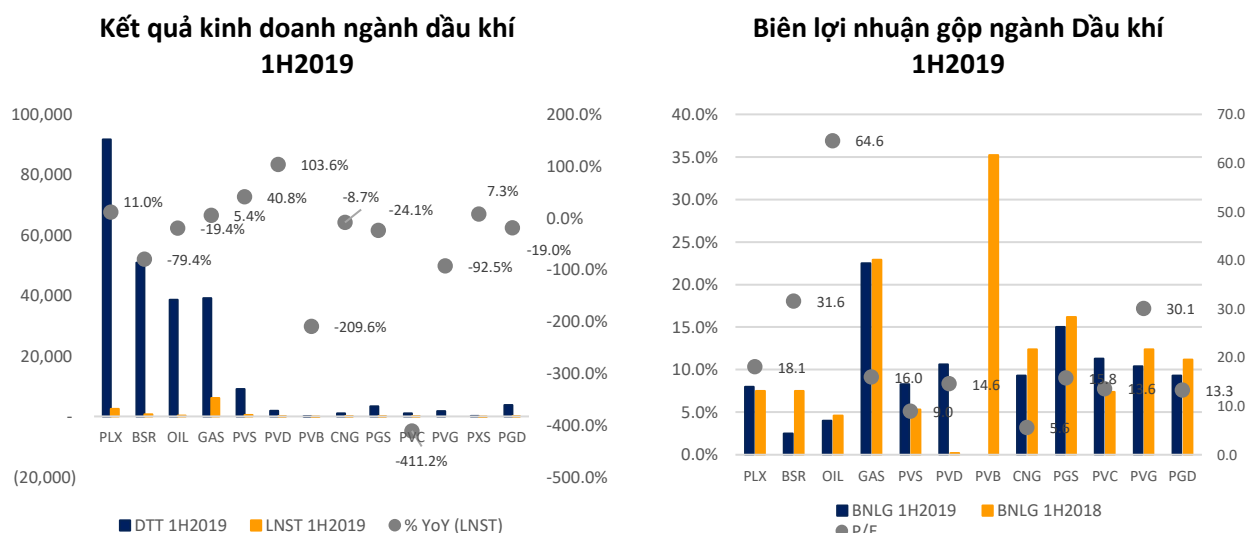
- Doanh thu thuần 1,769 tỷ (+7.4% YoY), trong đó mảng may ước đóng góp 75%, tăng trưởng 9-10% YoY; mảng sợi 13% và mảng vải 12%.
- Biên LNG giảm từ mạnh về mức 15.5% (so với 17.7% cùng kỳ) do ảnh hưởng tiêu cực từ mảng sợi do giá bông giảm và suy giảm cầu từ thị trường Trung Quốc do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại. Trong cơ cấu giá vốn của TCM, CP nhân công tăng mạnh 19.5% do ngoài mức tăng lương hàng năm cho nhân viên, 1H2019 công ty còn tăng thêm khoảng 500-600 lao động cho NM may mới ở Trảng Bàng (+7-8% YTD).
- Trong 1H2019, công ty chỉ ghi nhận khoảng gần 3 tỷ LN khác từ chuyển nhượng đất tại Phan Thiết, trong khi cùng kỳ 2018 hạch toán 26.9 tỷ từ thanh lý TSCĐ ở NM sợi 3.
- LNST đạt 95 tỷ (-18.3% YoY), EPS T12M = 3,726 đồng/CP, P/E fw = 6.7x.

Ngành Dầu Khí [Giá dầu bình quân suy giảm]

Điểm tin ngành: (1) 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. (2) 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. (3) 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.

KQKD nửa đầu năm 2019 thể hiện sự phân hóa rõ nét. Tính đến hết 1H2019, ngành dầu khí đã có 36 doanh nghiệp công bố kết quả kinh doanh. Tổng DTT và LSNT của các doanh nghiệp dầu khí chứng kiến tăng trưởng khá tốt, lần lượt đạt 257,849 tỷ đồng (+2.1% YoY) và 10,514 tỷ đồng (-15.4% YoY). BSC nhận thấy LNST sau thuế ngành Dầu Khí giảm mạnh chủ yếu do tác động của BSR (-79% YoY), do đó để khách quan hơn chúng tôi loại trừ BSR thì LNST ghi nhận mức tăng trưởng 8.9% so với cùng kỳ. Trong đó đóng góp tăng trưởng lợi nhuận chính đến từ PLX (+11% YoY), GAS (+5.4% YoY), PVD (+40.8% YoY) và PVS (+40.8% YoY). Biên lợi nhuận gộp ngành giảm 1.14% xuống mức 8.54% trong 1H2019 từ mức 9.68% trong 1H2018.

KQKD các doanh nghiệp dầu khí nửa đầu năm 2019



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Triển vọng ngành dầu khí 2019. 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 và (4) Chiến tranh thương mại tiếp tục leo thang. Theo đánh giá của chúng tôi, dự địa của việc cắt giảm sản lượng từ nhóm OPEC+ sẽ không còn nhiều, do đó cán cân cung cầu dầu thô sẽ phụ thuộc vào nhu cầu chủ yếu đến từ Trung Quốc và các nước khu vực Châu Á. BSC duy trì nhận định Trung Lập với Ngành Dầu khí trong năm 2019, triển vọng ngành dầu khí Việt Nam năm 2019

18/9/2019

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 trong đó chủ yếu sẽ liên quan tới dự án Cá Voi Xanh.

GAS – Theo dõi – Giá mục tiêu 111,100 VND/cp – PE fwd 15.7x – PB fwd 3.7x – Sụt giảm lượng khí đầu vào.

Lũy kế nửa đầu năm 2019, doanh thu 38,992 tỷ đồng (+2.1% YoY), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 6,036 tỷ đồng (+5.2% YoY), tương đương hoàn thành lần lượt 52% kế hoạch DT và 78.9% kế hoạch LNST.

- Mặc dù, GAS đã được điều chỉnh một phần lượng khí từ trong bao tiêu ra ngoài bao tiêu có thể giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp nhưng mức độ tác động được đánh giá khá thấp do (1) Giá bình quân đầu trong 1H2019 thấp hơn mức bình quân cùng kỳ năm 2018 và (2) Trích quỹ thu dọn mỏ, khoảng 390 tỷ đồng.
- Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên mức 22.9% trong 1H2019 từ mức 22.5% trong 1H2018 chủ yếu nhờ vào việc chuyển đổi cơ chế từ trong bao tiêu sang ngoài bao tiêu trong bối cảnh giá dầu bình quân 1H2019 giảm khoảng 12% so với mức cùng kỳ. Lợi nhuận gộp mảng khí không 1H2019 ghi nhận mức tăng 14.7% so với cùng kỳ.

Chúng tôi lưu ý, GAS sẽ bắt đầu trích quỹ thu dọn mỏ khí 800 tỷ đồng trong mỗi năm sắp tới, điều này sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận và sản lượng khí đang có xu hướng cạn kiệt ở khu vực thượng nguồn.

PVD – Mua – Giá mục tiêu 111,100 VND/cp – PE fwd 15.7x – PB fwd 3.7x – Sự phục hồi của kết quả kinh doanh cốt lõi.

Lũy kế nửa đầu năm 2019, doanh thu 1,913 tỷ đồng (-29.8% YoY), LNST cổ đông công ty mẹ đạt tỷ đồng 11.9 tỷ đồng so với mức lỗ -332.3 tỷ đồng cùng kỳ 2018 chủ yếu nhờ vào (1) Cải thiện biên lợi nhuận gộp do giảm chi phí khấu hao khi thay đổi chính sách khấu hao, (2) Hiệu suất giảm tăng đạt mức 90% so với cùng kỳ 85% và (3) Ghi nhận thuế nhà thầu nộp tạm tại Malaysia như một khoản phải thu trong tương lai.

Triển vọng về tình hình các giàn khoan năm 2019 khả quan hơn nhờ vào:

(1) Hiệu suất sử dụng giàn cải thiện tốt từ mức 74% trong năm 2017 lên mức 85% trong năm 2018 và dự kiến là 94% trong năm 2019. Nhờ vào việc thay đổi chính sách khấu hao, khả năng cạnh tranh trong đấu thầu được cải thiện trong điều kiện báo cáo tài chính lành mạnh hơn.

(2) Giá các giàn khoan ký kết hợp đồng mới (giàn VI) tăng từ mức khoảng 55,000- 60,000 USD/ngày lên mức 60,000-65,000 USD/ngày. Hiện tại, giá định giá bình quân cho thuê giàn khoan năm 2019 và giai đoạn 2020-2021 lần lượt là ~60,000 USD/ngày và ~66,500 USD/ngày. Với kịch bản giá dầu Brent chúng tôi đã đưa ra trong báo cáo ngành (khoảng 65 USD/thùng), chúng tôi kỳ vọng các dự án dầu khí trong khu vực Châu Á và Việt Nam sẽ được tái khởi động triển khai giúp giá thuê giàn khoan dần cải thiện. Ngoài ra, đối với dự án Sao Vàng Đại Nguyệt dự kiến đưa vào hoạt động từ năm 2022, Giàn 6 của PVD dự kiến cũng sẽ được đưa vào đấu thầu..

Ngành Thép [Khó khăn trong ngắn hạn]

Điểm tin ngành: (1) Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 22.9% trong khi mặt bằng giá chung giảm, (2) Tiêu thụ ống thép gần như không tăng trưởng khi tôn mạ giảm 5.3% do sản lượng xuất khẩu giảm (3) Quặng sắt tăng mạnh và sẽ thiết lập mặt bằng giá quặng mới trong năm 2019.

Triển vọng ngành:

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 , Vinakyoei 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).

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 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 kỉ 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 kỉ lục và sau đó sẽ giảm về ngưỡng USD 95 – 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 không 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.

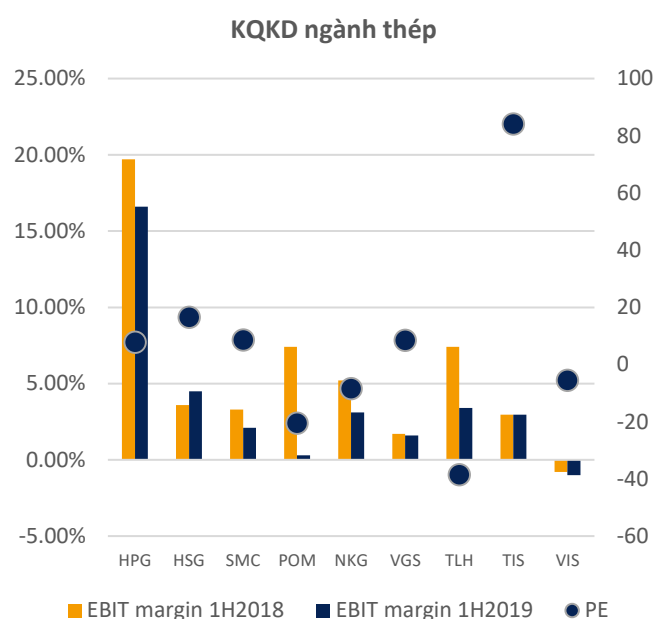
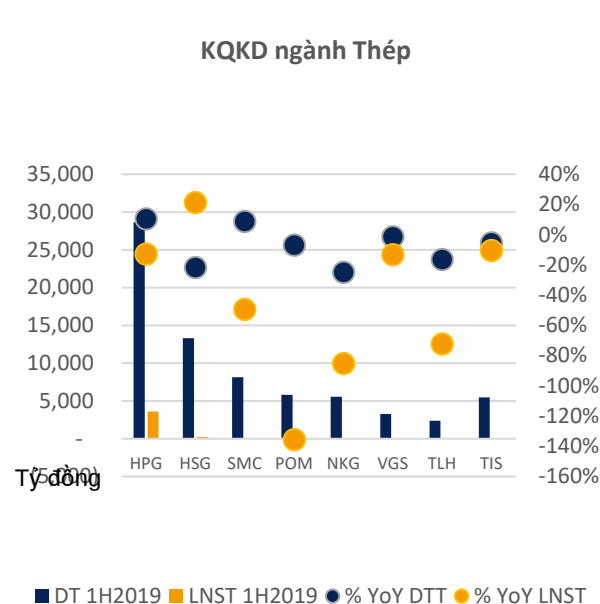
KQKD các doanh nghiệp thép nửa đầu năm 2019

Tổng doanh thu các doanh nghiệp ngành thép trong nửa đầu năm 2019 đạt 77,639 tỷ đồng (-5.3% YoY), LNST đạt 3,729 tỷ (-30.2%) chủ yếu do (1) giá thép trên thị trường thế giới giảm và (2) giá quặng sắt tăng cao, tạo sức ép lên chi phí đầu vào.

Lũy kế 7T đầu năm, sản lượng tiêu thụ tôn mạ giảm 3.3% do thị trường xuất khẩu giảm 19.8%. Trong khi đó, tiêu thụ nội địa đạt 1.3 triệu tấn, tăng 10.2% so với cùng kỳ. Thị trường nội địa chứng kiến tăng trưởng mạnh mẽ của NKG (+41% YoY) và Tôn Đông á (69.8% YoY). Giá HRC đã giảm 12.9% YoY tuy nhiên không có biến động lớn như cuối năm 2018 giúp lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của các doanh nghiệp tôn mạ dần hồi phục, tuy nhiên nhìn chung vẫn thấp hơn so với 1H2018. Trong đó HSG đạt 13.2 nghìn tỷ DT (-21.6% YoY) và 203 tỷ LNST (+21.4% YoY); NKG đạt 5.5 nghìn tỷ DT (-24.9% YoY) và 31 tỷ LNST (-85.2% YoY).

Đối với thép xây dựng, sản lượng tiêu thụ toàn ngành đạt 6.2 triệu tấn (+9% YoY) trong 7T2019. Thị trường nội địa và xuất khẩu tăng trưởng lần lượt là 7.1% và 22.2%. Hòa Phát tiếp tục đứng đầu với 25.2% thị phần thép xây dựng (+3% YoY).

Tiêu thụ ống thép 7T2019 đạt 1.4 triệu tấn, tăng 2.8% so với cùng kỳ. HPG và HSG vẫn dẫn đầu với thị phần lần lượt là 30.4% và 15.7%. HPG và VGS tăng trưởng cả về thị phần và sản lượng tiêu thụ, trong khi HSG, NKG, và SeAH có mức giảm sản lượng từ 7% – 18%.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Cập nhật kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

HSG - Theo dõi - PE TTM = 1,612, PB TTM = 0.52 - Khó khăn trong quá trình tái cơ cấu

Lưu ý: niên độ tài chính 2018 – 2019 của HSG bắt đầu từ ngày 1/10/2018 – 30/9/2019. Giai đoạn từ 1/4/2019 – 30/6/2019 tương ứng với Q3 trong niên độ tài chính của HSG. Để tiện so sánh với các doanh nghiệp trong ngành, BSC phân tích KQKD của HSG trong kì từ 1/1/2019 – 30/6/2019.

Lũy kế 6T đầu năm, HSG đạt 14.1 nghìn tỷ DT (-21.6% YoY) và 216 tỷ LNST (+21.4% YoY) lần lượt hoàn thành 45% KH doanh thu và 43.4% KH LNST của năm 2019.

- Biên lợi nhuận gộp của HSG cải thiện trong nửa đầu năm 2019 từ mức 11.3% lên 12.3%, nhờ (1) tăng giá bán và (2) giá nguyên liệu HRC có xu hướng giảm 12.9%. Trong nửa đầu năm, HSG đã tăng giá bán khoảng 3 lần với tổng mức tăng khoảng 3% so với đầu năm. Đây có thể chính là lí do khiến sản lượng tiêu thụ nội địa của HSG giảm 23.5% trong khi các đối thủ theo sau như NKG (+41% YoY) và Tôn Đông Á (+69% YoY) đều tăng trưởng ấn tượng.
- LNST tăng 21% chủ yếu nhờ Nỗ lực tái cơ cấu hệ thống đại lí giúp cắt giảm chi phí quản lí tiết kiệm cho HSG khoảng 253 tỷ đồng. Bên cạnh đó, vòng quay hàng tồn kho tăng từ 2.8 lần trong 1H2018 lên mức 4.2 trong nửa đầu năm 2019 nhờ chính sách giữ hàng tồn kho cho khoảng 3 tháng sản xuất thay vì từ 5 – 6 tháng như trước kia để hạn chế tác động của những cú sốc tăng giá như cuối năm 2018

NKG - Theo dõi - PE TTM = -7.91x , PB TTM = 0.37 – Nỗ lực chuyển mình

Nửa đầu năm 2019, NKG đạt 5,933 tỷ DT (-24.9% YoY) và 34 tỷ LNST (-85% YoY) lần lượt hoàn thành 38.3% kế hoạch DT và 11.5% KH LNST của cả năm. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ 7T đầu năm đạt 312 nghìn tấn (-11% YoY), ống thép đạt 82 nghìn tấn (-9.6% YoY).

18/9/2019

- Doanh thu giảm 24% so với cùng kỳ chủ yếu do cả sản lượng ống thép và tôn mạ đều giảm, đồng thời giá nguyên liệu HRC giảm tạo áp lực lên giá bán.
- Biên lợi nhuận gộp trong 1H2019 giảm mạnh từ 7.4% xuống 1.8% do biến động trên thị trường thép khi Mỹ tuyên bố đánh thuế 25% thép từ hầu hết các quốc gia trên thế giới cùng với việc tiêu thụ HRC của Trung Quốc có dấu hiệu chững lại khiến giá của HRC giảm đột ngột.
- Lưu ý HTK thành phẩm của NKG đã giảm 25% so với đầu kỳ, BSC ước tính số hàng tồn kho giá cao trong năm 2018 đã được giải phóng hết trong Q2 2019, bắt đầu từ Q3 biên lợi nhuận gộp của NKG sẽ trở lại mức thông thường từ 5% - 7%.
- Việc SMC gia tăng tỷ lệ sở hữu và đưa 2 thành viên vào ban lãnh đạo và hội đồng quản trị của NKG hồi tháng 7 là dấu hiệu tích cực cho dài hạn đối với NKG. Ông Võ Hoàng Vũ vốn là người phụ trách mảng thép dẹt với nhiều năm kinh nghiệm tại SMC. Bên cạnh sự thay đổi về ban quản trị, NKG cũng đang nỗ lực cải thiện dòng tiền bằng việc sử dụng

HPG - Theo dõi - PE TTM = 7.49x , PB TTM = 1.36 – Chờ đợi bước ngoặt từ Dung Quất

Lũy kế 6T2019, HPG đạt 30,510 tỷ DT (+10.6% YoY) và 3,836 LNST (-13% YoY) hoàn thành 43% KH Doanh thu và 57% KH LNST 2019. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng là 1.58 triệu tấn (+22% YoY) tăng trưởng cả ở thị trường nội địa và xuất khẩu. Tiêu thụ ống thép ở mức 428 nghìn tấn (+16% YoY). Khu liên hợp Dung Quất hiện đã hoàn thành và đang trong quá trình thử nghiệm lò cao số 1 của giai đoạn 1. Lò cao số 2 dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động trong tháng 12 năm nay.

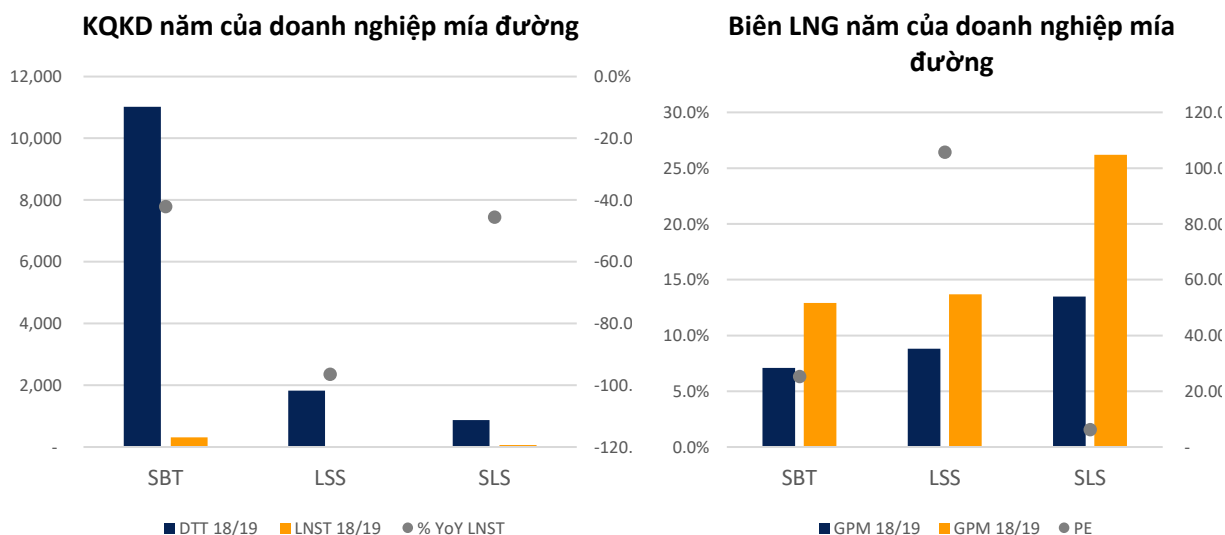
- Mảng thép: doanh thu thuần đạt 23.5 nghìn tỷ (+4% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 23%YoY 6T đầu năm trong khi mặt bằng chung giá bán giảm khoảng 5.9% so với 1H2018. Trong tình hình giá quặng trung bình tăng 39% so với cùng kỳ, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh thép đạt 4,186 tỷ (-9% YoY). Tuy nhiên với chính sách trữ quặng tồn kho từ 2 – 2.5 tháng, và chính sách mua một phần quặng bằng hợp đồng dài hạn, BSC dự báo giá quặng tạo đỉnh trong tháng 7 sẽ tác động nhiều hơn đến biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của mảng thép trong Q3 và sẽ cải thiện trong Q4 2019 lên mức khoảng 18%.
- Mảng BĐS: doanh thu đạt 1,092 tỷ và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh đạt 364 tỷ. Động lực tăng trưởng cho mảng BĐS trong những năm tới đến từ KCN Yên Mỹ II, KCN Hòa Mạc và các dự án chung cư thương mại 70 Nguyễn Đức Cảnh ...
- Chi phí bán hàng nửa đầu 2019 tăng 54%, chiếm 2.45% doanh thu so với mức 1.5% doanh thu của năm 2018, chủ yếu do chi phí vận chuyển phôi cho nhà máy Dung Quất để bước đầu phát triển hệ thống phân phối ở phía Nam.

Ngành Mía Đường [Khó khăn tiếp diễn]

Điểm tin ngành (1) 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 và (2) Giá đường hiện đang giao dịch quanh mức 11,600 – 12,600 đồng/kg (+9.4% - 18.8% YtD) tùy khu vực.

Kết quả kinh doanh niên độ 2018/19

- Tổng doanh thu các DN niêm yết đạt 13,727 tỷ (+12.2% YoY) đóng góp chủ yếu từ SBT
- Biên lợi nhuận gộp tiếp tục giảm mạnh, xuống mức 13.5% so với 26.2% cùng kỳ do giá bán giảm mạnh so với cùng kỳ (-30% YoY).
- Tổng LNST ngành 379 tỷ (-43.0% YoY) với sự suy giảm lợi nhuận mạnh tại toàn bộ 3 doanh nghiệp trong bối cảnh. Giá bán thấp cùng với sức tiêu thụ khó khăn ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh doanh nghiệp mía đường.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Quan điểm: 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.

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>

<https://www.bsc.com.vn> 74