



BÁO CÁO ^{ÁP}
TRIỂN VỌNG NGÀNH
2020

Phần 1: Review 2019



Mục lục

TỔNG KẾT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2019	1
1. Đánh giá Nhận định TTCK và các Ngành năm 2019 của BSC	1
2. So sánh tăng trưởng Ngành và VNIndex năm 2019	4
3. Top các Cổ phiếu của năm 2019	5
4. Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý	6
5. Diễn biến các ngành năm 2019	8
Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung lập]	13
Ngành Cảng biển [Biên lợi nhuận giảm nhẹ]	15
Ngành Công nghệ thông tin [Duy trì tăng trưởng]	17
Ngành Dệt may [Tốc độ tăng trưởng chậm dần về cuối năm]	18
Ngành Điện [Kết quả kinh doanh phân hóa]	20
Ngành Tiêu Dùng [Khả Quan]	24
Ngành Bất động sản [Phê duyệt pháp lý vẫn trì trệ]	27
Ngành dầu khí [KQKD ngành phân hóa rõ rệt]	28
Ngành Dược [Tiếp tục một năm đi ngang]	30
Ngành Gạch men [Tiếp tục khó khăn]	32
Ngành Ngân hàng [Lợi nhuận duy trì đà tăng trưởng mạnh]	34
Ngành Nhựa [Giá đầu vào giảm]	40
Ngành Thép [Khó khăn bủa vây]	42
Ngành Thủy sản [Sụt giảm từ mức đỉnh]	46
Ngành Vận tải biển [Chông chênh]	48
Ngành Hàng không [Phân hóa]	50
Ngành Ô Tô [Cạnh tranh mạnh]	52
Ngành Cao su và Săm lốp [Một năm phân hóa]	54
Ngành Xây Dựng – Kém khả quan	56
Ngành Đường [Kém Khả Quan]	58
Ngành Xi măng [Tiêu thụ chững lại]	60

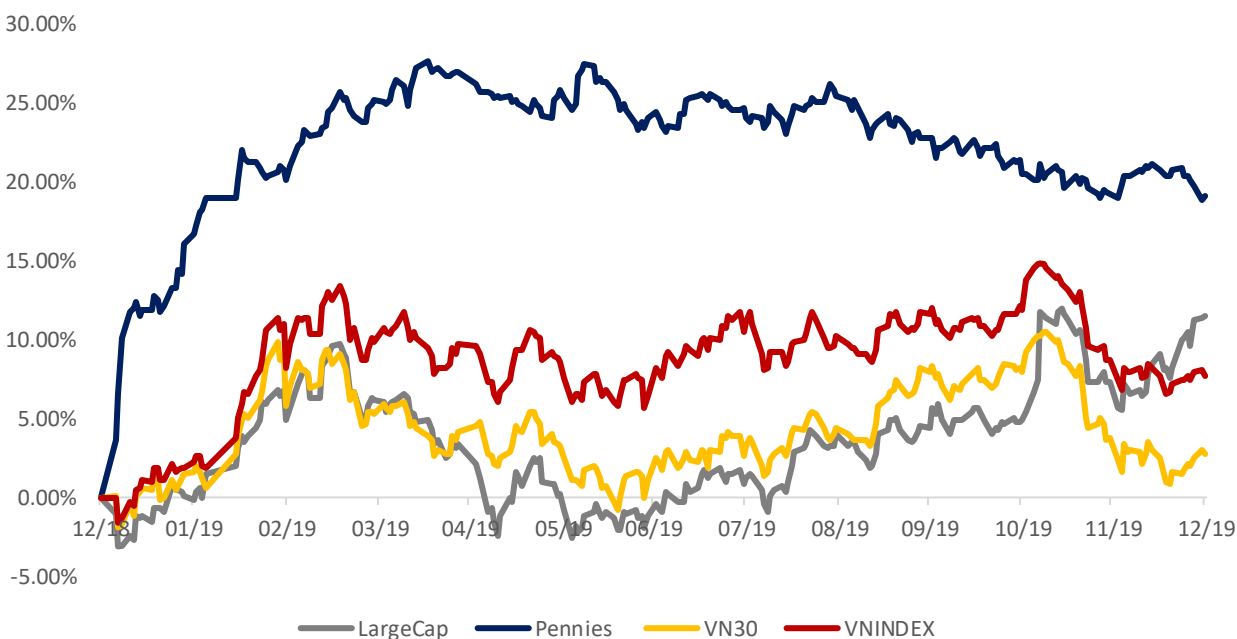
TỔNG KẾT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NGÀNH 2019

1. Đánh giá Nhận định TTCK và các Ngành năm 2019 của BSC

Để đánh giá lại mức độ hiệu quả nhận định của BSC trong [Báo cáo Triển vọng ngành năm 2019](#), chúng tôi xét đến các yếu tố gồm: (1) Diễn biến TTCK 2019; (2) Chiến lược đầu tư Ngành. Cụ thể như sau:

(1) Diễn biến chung của TTCK 2019

- **Xét về điểm số.** BSC đã dự báo khá sát điểm số VN-Index vào thời điểm cuối năm theo phương pháp trọng số lớn quanh vùng giá 960 điểm. Đồng thời, trong các đợt tăng mạnh vượt ngưỡng 1,000 điểm, VN-Index cũng tiếp cận vùng giá trọng tâm 1,050 điểm theo như lưu ý của chúng tôi. Những biến động khó lường từ bên ngoài đã có sức ảnh hưởng không nhỏ, dẫn đến việc chỉ số rơi vào kịch bản tiêu cực của BSC.
- **Xét về diễn biến thị trường.** Diễn biến thị trường trong các quý bám sát với dự báo triển vọng của BSC. Cụ thể, sau khi vận động tích lũy tạo nền giá trong quý II, VN-Index hồi phục kiểm tra lại ngưỡng kháng cự mạnh 1,000 điểm trong quý III. Kịch bản tiêu cực với quý IV theo dự báo của chúng tôi đã xảy ra khi thị trường giảm về vùng giá 960 điểm. Nhìn chung, xu hướng của VN-Index trong năm 2019 là đi ngang, xen kẽ các nhịp tăng giảm ngắn.



Nguồn: BSC Research

- **Nhóm cổ phiếu.** Về nhóm cổ phiếu, trong [Báo cáo triển vọng quý IV](#), BSC đã dự báo **KHẢ QUAN** nhóm cổ phiếu: Bảo hiểm Phi Nhân Thọ, Công nghệ - Bưu chính, Dệt May, Điện, Hàng Không, Ngân hàng, Tiêu dùng – Bán lẻ. Như nhận định trong các báo cáo trước đó của chúng tôi, thị trường

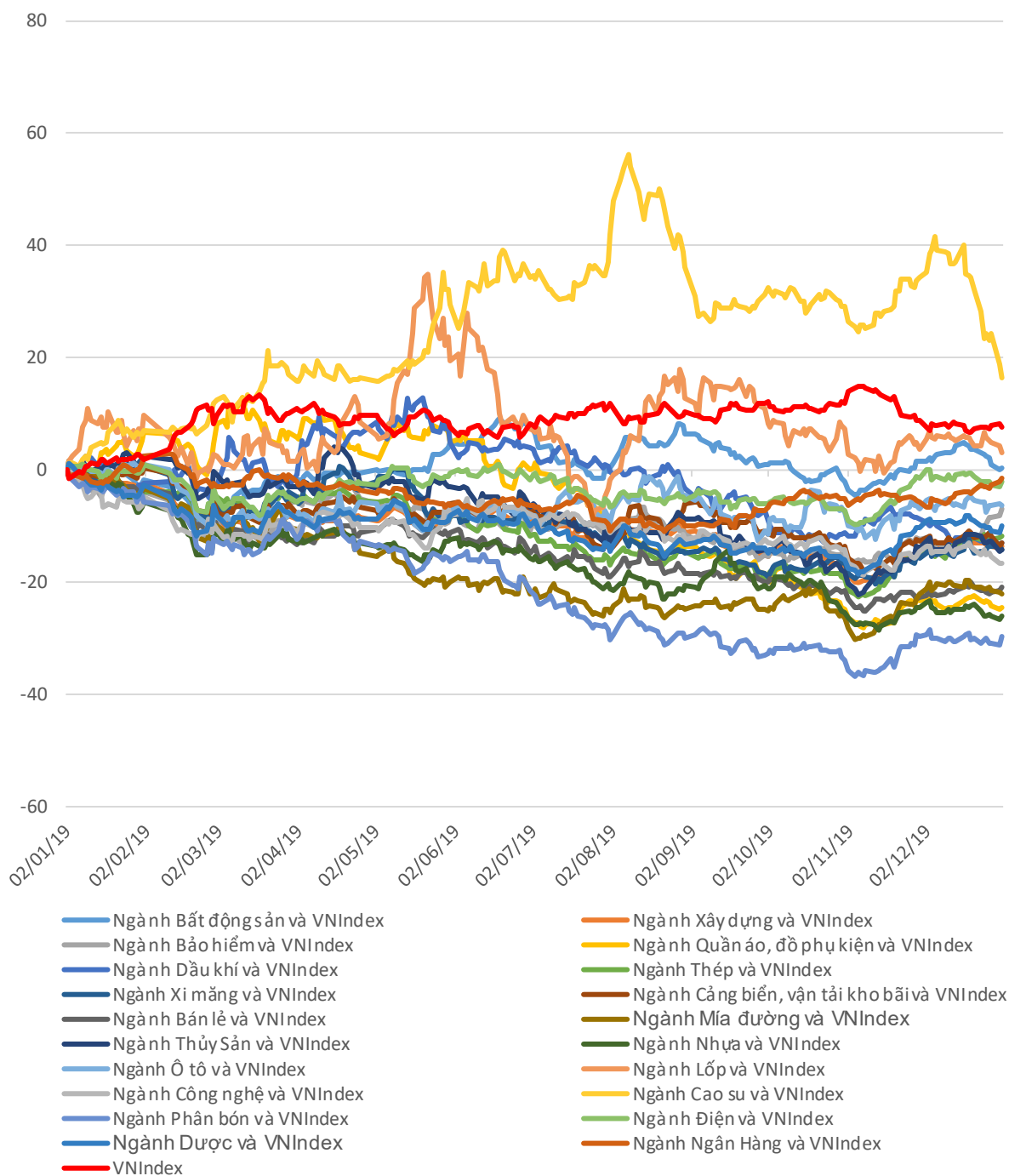
diễn biến khá phức tạp với độ phân hóa khá cao. Trong giai đoạn 6 tháng đầu năm 2019, thị trường chứng kiến sự vượt lên mạnh mẽ của dòng cổ phiếu Bất động sản Khu công nghiệp mà chúng tôi đã lưu ý trong báo cáo triển vọng đầu năm 2019 về nhóm cổ phiếu Mid-cap. Ngoài ra, nhóm cổ phiếu thuộc nhóm Viettel (VGI, VTP, CTR) có mức free-float thấp ghi nhận mức tăng mạnh nhờ vào kết quả kinh doanh cải thiện. Với sự ra đời của hai sản phẩm mới trong năm 2019 bao gồm (1) Bộ chỉ số index mới FinLead và Diamond và (2) Sản phẩm chứng quyền (CW) cũng là nhân tố xúc tác cho nhóm cổ phiếu tài chính và cổ phiếu đã kín room nước ngoài (MWG, FPT, REE)

Chúng tôi đang sử dụng bình quân hiệu suất của tất cả các cổ phiếu trong ngành trong năm 2019 (Không tính theo trọng số vốn hóa) so với hiệu suất của VNI-Index. Ngoại trừ ngành cao su có mức tăng điểm đều hầu hết các cổ phiếu trong ngành và vượt hiệu suất index thì các nhóm ngành còn lại đều kém hơn hiệu suất của VNI-Index. Điều này cho thấy sự lựa chọn cổ phiếu là không dễ dàng, ví dụ trong ngành công nghệ (FPT), tiêu dùng bán lẻ (MWG, SAB), ngân hàng (VCB). Sự tăng điểm của VN-Index sát với phần lớn dự báo vĩ mô của chúng tôi trong Q4/2019.

- **Nhận định về các thông tin ảnh hưởng đến Vnindex và TTCK năm 2019.** Thị trường chứng khoán năm 2019 được dẫn dắt chính bởi dòng vốn ngoại với mức mua ròng 7,399 tỷ đồng, đánh dấu việc đón nhận dòng vốn trong ba năm liên tiếp. Tuy nhiên, việc mua ròng lại có độ tập trung tương đối cao vào một số cổ phiếu như VIC (5,272 tỷ - bao gồm giao dịch mua ròng thỏa thuận 5,896 tỷ của SK Group), E1VFN30 (2,430 tỷ), chưa có sự lan tỏa đều. Nếu loại trừ hai mã trên, năm 2019 Việt Nam bị bán ròng ở mức nhẹ.

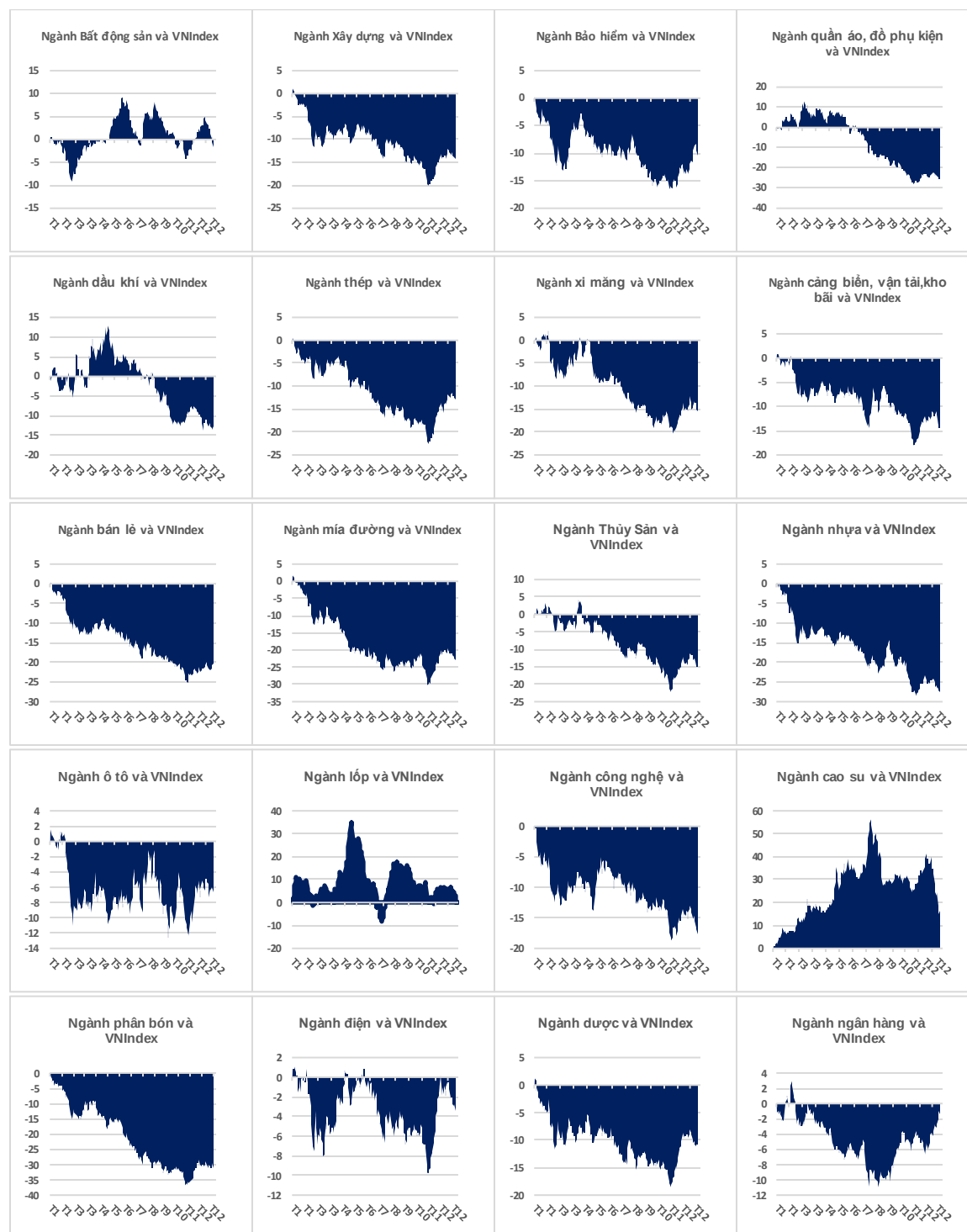
Các yếu tố kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước, đặc biệt là chuyển đổi trạng thái của các chính sách kinh tế từ các nước phát triển sang xu hướng nổi lên cũng là yếu tố ảnh hưởng đến thị trường vốn ngoại. Cụ thể, các yếu tố vĩ mô bao gồm: (1) Chiến tranh thương mại Mỹ- Trung; (2) FED giảm lãi suất ba lần trong năm; (3) Ký hiệp định thương mại EU-EVFTA. Một số yếu tố nội tại tác động đến thị trường năm 2019 chủ yếu đến từ (1) sự quay đầu rút ròng của khối ngoại trong Q4/2019. (2) Kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng tốt, tăng trưởng GDP năm 2019 đạt 7,02%. Trong năm 2018, BSC đã công bố các báo cáo bao gồm: (1) [Quyết định 1870 về Lãi suất tác động đến kinh tế vĩ mô, thị trường chứng khoán và các ngành hưởng lợi](#), (2) [Đánh giá ảnh hưởng của EVFTA](#), (3) [Tổng kết KQKD 2018](#) và (4) [Tổng kết KQKD 6T.2019](#).

Diễn biến của index và các ngành



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

2. So sánh tăng trưởng Ngành và VNIndex năm 2019



Nguồn: BSC Research

3. Top các Cổ phiếu của năm 2019

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX

CK	30/12/2019	02/01/2019 (%)	Index pt
VCB	90,200	70.10%	41.457
VIC	115,000	20.67%	19.247
BID	43,150	38.72%	14.298
VHM	84,800	16.92%	12.791
GAS	93,700	12.89%	6.914

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX

CK	30/12/2019	02/01/2019 (%)	Index pt
SAB	228,000	-14.28%	-7.3
MSN	56,500	-27.10%	-7.1
BVH	68,600	-21.86%	-4.1
ROS	17,300	-55.30%	-3.6
POW	11,450	-26.60%	-2.9

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB > 70,000 cổ phiếu/phần)

CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Thay đổi
CCL	2,740	10,000	265%
D2D	34,200	70,000	105%
IJC	7,680	14,700	91%
GTN	10,000	19,000	90%
PHR	34,000	61,000	79%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB > 70,000 cổ phiếu/phần)

CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Thay đổi
FTM	16,250	3,180	-80%
YEG	238,000	60,000	-80%
BFC	25,010	14,900	-40%
CMV	17,500	10,700	-39%
CTD	160,000	95,000	-75%

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX

CK	30/12/2019	02/01/2019 (%)	Index pt
L14	67,000	130.97%	0.482
VGC	20,300	11.54%	0.414
VCG	26,900	24.85%	0.374
TIG	6,100	200.85%	0.349
MBG	20,500	412.50%	0.333
L14	67,000	130.97%	0.482

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX

CK	30/12/2019	02/01/2019 (%)	Index pt
DGC	24,400	-34.34%	-0.9
SHB	6,500	-9.72%	-0.8
HUT	2,400	-36.84%	-0.3
CEO	9,400	-15.75%	-0.2
DL1	29,800	-11.83%	-0.2

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX

(Giá > 10,000 đồng. KLTB > 20,000 cổ phiếu/phần)

CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Thay đổi
MBG	4,000	20,500	413%
VCM	16,000	53,000	231%
LM7	3,500	12,400	254%
VCR	4,300	12,000	179%
LBE	11,520	36,000	213%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX

(Giá > 10,000 đồng)

CK	Giá đầu năm	Giá cuối năm	%Thay đổi
GLT	74,930	30,900	-59%
DPC	27,100	13,400	-51%
VTL	29,400	16,000	-46%
VIE	17,000	10,000	-41%
BPC	15,980	10,200	-36%

Nguồn: BSC Research,

4. Hiệu quả danh mục cổ phiếu lưu ý

- Tổng hợp các cổ phiếu BSC đã khuyến nghị và lưu ý trong năm 2019 ghi nhận mức tăng trung bình là 8.7%, cao hơn mức tăng của VNI-index tính đến thời điểm 31/12/2019 là 7.8%.
- Trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi, 28/45 mã cổ phiếu tăng giá với mức trung bình là 20%. Ngay cả trong cùng 1 ngành thì mức độ phân hóa về biên độ dao động của giá cổ phiếu cũng rất lớn. Điều này cho thấy thị trường năm 2019 không còn trạng thái “thuyền lên nước lên” mà khó khăn hơn về mặt lựa chọn cổ phiếu trong ngành, chủ yếu hướng tới các cổ phiếu cơ bản định giá rẻ và có mức tăng trưởng lợi nhuận tốt.
- Theo đó, VCB là cổ phiếu đạt tăng trưởng mạnh nhất (+68% YTD), theo sau đó là nhóm cổ phiếu công nghệ bán lẻ như MWG (+36% YTD) FPT (+59% YTD) và PNJ(+26% YTD), nhóm ngân hàng và nhóm bất động sản cũng duy trì mức hiệu suất tương đối tốt. Chúng tôi nhận thấy đặc thù các cổ phiếu hết room khối ngoại khác như REE (+25% YTD), DBD (+40%YTD) cũng đạt hiệu suất khả quan. Bên cạnh đó, một số cổ phiếu trong ngành của chúng tôi cũng ghi nhận mức giảm sâu so với đầu năm như ngành cảng (-18%), nhựa (-12%), điện (-6%).

Mã CK	Giá ngày 02/01/2019	Giá ngày 31/12/2019	Tăng/ Giảm (HPR)	KLGD TB 3T2019
ACB	22,462	22,800	2%	2,736,502
MBB	18,837	20,800	10%	4,064,268
TCB	25,600	23,550	-8%	1,607,919
VCB	53,600	90,200	68%	649,610
BMI	19,535	24,800	27%	106,999
PVI	30,850	30,800	0%	140,019
GAS	85,103	93,700	10%	287,149
PVD*	12,909	15,050	17%	1,616,256
PVS	17,200	17,500	2%	1,480,885
POW	15,600	11,450	-27%	1,846,472
GEX	21,850	19,350	-11%	564,695
PC1	19,958	17,500	-12%	177,811
REE	29,100	36,300	25%	752,430
HDG	26,480	30,000	13%	422,751
KBC	12,574	15,450	23%	1,656,532
VHM	73,500	84,800	15%	1,283,144
NLG	25,548	27,500	8%	431,319
HPG	23,692	23,500	-1%	5,230,393
HSB	5,873	7,810	33%	3,865,286
NKG	7,610	6,900	-9%	431,987
CVT	16,862	20,550	22%	241,923

VGC	16,587	18,400	11%	170,700
HT1	13,600	14,950	10%	170,406
BMP	47,986	45,200	-6%	122,499
NTP	39,493	32,300	-18%	42,655
PHR	34,000	38,200	12%	457,537
DRC	20,997	23,300	11%	321,357
VEA	38,000	45,000	18%	199,001
FPT	36,700	58,300	59%	1,529,920
MWG	84,051	114,000	36%	633,393
TCM	20,535	19,200	-7%	351,677
TNG	13,583	14,900	10%	604,423
MSH	41,000	44,300	8%	46,724
VGX	9,963	8,900	-11%	105,866
VGG	47,609	51,900	9%	5,167
DBD	39,135	54,800	40%	143,454
DHG	74,558	91,500	23%	13,391
PME	57,232	54,300	-5%	5,930
PNJ	68,157	86,000	26%	442,192
VNM	122,554	116,500	-5%	1,013,888
SBT	18,842	18,500	-2%	1,237,726
GMD	26,400	23,300	-12%	271,548
VSC	35,583	27,250	-23%	108,945
PVT	15,600	16,800	8%	403,795
VHC	43,250	39,650	-8%	207,342
Trung bình			8.7%	

Nguồn: BSC Research

5. Diễn biến các ngành năm 2019

Ngành	Năm 2019	Diễn biến
Bảo hiểm phi nhân thọ	Trung lập	- Doanh thu phí gốc của mảng bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ 10%-12% trong năm 2019. - Lãi suất huy động kỳ hạn ngắn tại các ngân hàng giảm 0.5%, kỳ hạn 1-6 tháng có thể ảnh hưởng giảm LN tài chính các DN bảo hiểm. - KQKD của các DN bảo hiểm phi nhân thọ trong 9T2019 tăng trưởng mạnh, chủ yếu đến từ tăng LN tài chính.
Cảng biển	Biên lợi nhuận giảm nhẹ	- Sản lượng thông cảng 11T2019 tăng 12%yoy, chậm hơn so với mức tăng 11T2018 do tác động từ sự chững lại của nền kinh tế thế giới và căng thẳng thương mại Mỹ - Trung. - Tác động của thông tư số 54/2018 đến mặt bằng giá dịch vụ tại cụm cảng Hải Phòng là không đáng kể. - Sản lượng hàng container thông qua cụm cảng Cái Mép - Thị Vải tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ xu hướng sử dụng tàu lớn và chủ trương giới hạn sản lượng thông qua TP. Hồ Chí Minh. - Doanh thu cảng biển tăng trưởng doanh thu khiếm tốn +5%yoy nhưng biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ (tăng thuê ngoài, giảm giá dịch vụ,...) khiến LNST cốt lõi giảm 1%yoy.
Công nghệ thông tin	Duy trì tăng trưởng	- Trong 9T.2019, doanh thu hoạt động viễn thông ước đạt 277,100 tỷ đồng (+7.23% yoy). Số lượng thuê bao điện thoại di động đạt 125.69 triệu thuê bao, số thuê bao internet băng rộng cố định đạt 14.6 triệu thuê bao - Lũy kế 9T.2019, kết quả kinh doanh của 24 doanh nghiệp niêm yết ngành CNTT – Bưu chính – Viễn thông ghi nhận tăng trưởng mạnh với doanh thu đạt 54,567 tỷ (+12.2% YoY) và 5,649 tỷ (+83.5% YoY).
Dệt may	Tốc độ tăng trưởng chậm dần về cuối năm	- Lũy kế 11 tháng năm 2019, kim ngạch xuất khẩu dệt may đạt 35.5 tỷ (+7.1% YoY) - Tỷ lệ kim ngạch nhập khẩu phụ liệu/xuất khẩu dệt may khoảng 62.4%, tiếp tục xu hướng giảm - Hầu hết các thị trường xuất khẩu chính đều ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn so với năm 2018. Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu lớn nhất với 45% kim ngạch, tăng trưởng 8.1% YoY. - Kết quả kinh doanh 9T2019 sụt giảm mạnh: Doanh thu các doanh nghiệp niêm yết đạt 44,990 tỷ (-2.4% YoY), LNST 2,081 tỷ (-11.8% YoY).
Điện	Kết quả kinh doanh phân hóa	Sản lượng điện thương phẩm tăng 8.87% so với năm 2018. Lợi nhuận các công ty phân hóa rõ rệt theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp có cơ cấu nhiệt điện cao

		• Công suất các dự án năng lượng tái tạo tăng 52 lần nhờ chính sách khuyến khích phát triển điện mặt trời và điện gió • Lưới điện không theo kịp tốc độ phát triển của các dự án năng lượng tái tạo, khiến các dự án thường xuyên phải cắt giảm công suất • El Niño gây ảnh hưởng tiêu cực lên thủy điện nhưng lại là yếu tố tích cực cho các nhà máy nhiệt điện
Tiêu dùng	Khả quan	• Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 4,940 ngàn tỷ đồng (+12.4% yoy) trong năm 2019 theo Tổng cục thống kê (GSO). • Tốc độ tiêu dùng trang sức ở Việt Nam có xu hướng giảm -2% YoY trong năm 2019. • Tổng kết ngành bán lẻ 2019 vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng 11-12% nhưng ngành thực phẩm đồ uống tăng được 6-7%.
Bất động sản	Phê duyệt pháp lý vẫn trì trệ	• Lợi nhuận ngành vẫn ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong năm 2019 đạt mức 32.4% so với cùng kỳ chủ yếu đến từ (1) Đóng góp chính một số doanh nghiệp quy mô lớn như VHM và (2) Biên lợi nhuận gộp ngành cải thiện. • Tuy nhiên, một số doanh nghiệp BĐS ghi nhận mức tăng trưởng âm chủ yếu do thời điểm hạch toán khi bàn giao dự án, BSC dự kiến lợi nhuận Q4/2019 của các doanh nghiệp bất động sản lớn vẫn ghi nhận mức khả quan.
Dầu khí	KQKD ngành phân hóa rõ nét	• Giá dầu biến động mạnh trong năm 2019 với biên độ rộng từ mức 55 USD đến mức 75 USD • KQKD ngành dầu khí ghi nhận đa phần ở mức suy giảm do giá dầu bình quân năm 2019 giảm 10.8% so với mức bình quân năm 2018 • Lợi nhuận ngành 9T/2019 giảm mạnh -15.9% YoY đạt 15,238 tỷ đồng chủ yếu do tăng trưởng âm của BSR. • Tiến độ triển khai các dự án dầu khí trong nước vẫn còn chậm.
Dược	Tiếp tục một năm đi ngang	• Lũy kế 11 tháng năm 2019, nhập khẩu dược phẩm và nguyên vật liệu dược tăng trưởng trở lại với giá trị lần lượt là 2.5 tỷ USD (+8.71% YoY) và 353 triệu USD (+2.18% YoY) • Giá thuốc đấu thầu thuộc danh mục đấu thầu tập trung đợt I năm 2019 tiếp tục giảm • Ngành Dược ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận âm năm thứ hai liên tiếp (-2.2% YoY) do (1) Cạnh tranh gay gắt và (2) Giá nguyên vật liệu đầu vào không thuận lợi.
Gạch men	Tiếp tục khó khăn	• Tình hình tiêu thụ năm 2019 ngày càng khó khăn • Giá nhiên liệu trong xu hướng giảm. Cụ thể, giá than và khí thế giới trong xu hướng giảm (lần lượt -27% YoY và -5.2% YoY) tạo áp lực giảm giá lên giá nhiên liệu trong nước.

		Kết quả kinh doanh phân hóa. Tổng doanh thu ngành 9T2019 đạt 9,692 tỷ đồng (+10.4% YoY) trong đó đóng góp chủ yếu đến từ VGC (+1,008 tỷ doanh thu) trong khi các doanh nghiệp còn lại chứng kiến doanh thu giảm. Lợi nhuận sau thuế của ngành đạt 715 tỷ (+19.6% YoY).
Ngân hàng	Lợi nhuận duy trì đà tăng trưởng mạnh	- Tăng trưởng tín dụng trong năm 2019 đạt mức 13.7%, giảm so với mức 13.9% cùng kỳ 2018. - Huy động +10.1% ytd trong 9T2019, tỷ lệ cho vay/huy động giảm xuống mức 88.1%. Lãi suất interbank tăng mạnh do thanh khoản thấp + lãi suất trái phiếu chính phủ giảm. - BSC điều chỉnh quan điểm về NIM của toàn ngành theo xu hướng tăng nhẹ. - Các ngân hàng sẽ tăng vốn điều lệ đáp ứng yêu cầu vốn theo yêu cầu của Basel II. - Các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh xử lý nợ xấu, bước đầu thành công trong việc áp dụng Basel II. - Một số ngân hàng dự kiến niêm yết (OCB, MSB, Seabank,...)
Nhựa	Giá đầu vào giảm	- Nhập khẩu chất dẻo nguyên liệu 11T2019 đạt 5.77 triệu tấn (+13.2% YoY) cho thấy tăng trưởng ngành năm 2019 khá tích cực. - Xuất khẩu sản phẩm từ chất dẻo đạt 3.1 tỷ USD (+13.1% YoY). - Giá hạt nhựa tiếp tục đà giảm từ T10/2018: PVC -6.1% YoY, HDPE -24.3% YoY, PP -13.9% YoY. - Kết quả kinh doanh khả quan: Tổng doanh thu 9T2019 của các doanh nghiệp nhựa niêm yết đạt 22,948 tỷ đồng (+13.7% YoY), LNST +19.2% YoY.
Thép	Khó khăn bủa vây	- Tiêu thụ thép tăng trưởng chững lại từ nửa sau năm 2019, sản lượng tiêu thụ 11T2019 đạt 21.71 triệu tấn (+8.5% YoY). - Tiêu thụ thép tại miền Nam tăng mạnh, tỷ trọng sản lượng tăng từ 37.2% lên 40%. - Xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng đối với các sản phẩm thép, xuất khẩu tôn mạ -20.5% YoY. - Giá thép nội địa 10T2019 giảm từ 5%-9% YoY theo xu hướng chung của giá thép thế giới và những khó khăn của thị trường xây dựng. - Giá nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh trong năm: quặng sắt tăng mạnh +33% YoY, giá than mỡ luyện coke -13% YoY, phôi HRC -12% YoY, giá điện +8.36%. - Kết quả kinh doanh suy giảm. Tổng doanh thu của các doanh nghiệp thép niêm yết 9T2019 đạt 156,658 tỷ (-4.9% YoY), LNST 6,039 tỷ (-33% YoY).

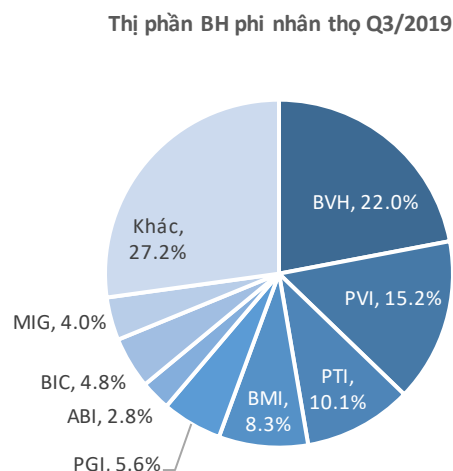
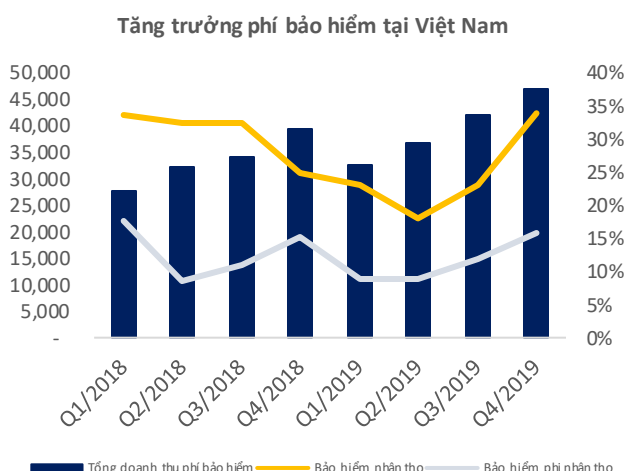
Thủy sản	Sụt giảm từ mức đỉnh	- Lũy kế 11T.2019, xuất khẩu tôm và cá tra đều ghi nhận mức sụt giảm. Trong đó, xuất khẩu tôm đạt 3.1 tỷ USD (-5.7% YoY), xuất khẩu cá tra đạt 1.8 tỷ USD (-11% YoY). - Trong khi giá xuất khẩu tôm không có thay đổi lớn, giá xuất khẩu cá tra giảm mạnh tại hai thị trường lớn: Mỹ và Trung Quốc với giá bán lần lượt là 2,990 USD/tấn (-34.2% YoY) và 1,940 USD/tấn (-22.9% YoY). - Lũy kế 9T.2019, kết quả kinh doanh của 20 doanh nghiệp thủy sản niêm yết ghi nhận mức sụt giảm với doanh thu đạt 36,830 tỷ VND (+0.4% YoY) và 2,568 tỷ (-10.5% YoY).
Vận tải biển	Chông chênh	- Giá cước vận tải hàng lỏng và hàng rời trên thế giới có diễn biến trái chiều trong năm 2019. - Tổng sản lượng vận tải do đội tàu biển Việt Nam thực hiện ước đạt 154.6 triệu tấn (+8%yoy) – tăng trưởng chậm lại so với năm 2018 nhưng vẫn cao hơn giai đoạn 2016 – 2017. - Đa phần các doanh nghiệp niêm yết ngành vận tải biển vẫn gặp khó do chịu chi phí lãi vay và SG&A đáng kể. Tổng doanh thu 9 doanh nghiệp niêm yết đạt 10,971 tỷ (-1.05%yoy) trong khi LNST giảm 9.1% còn 565 tỷ.
Hàng không	Phân hóa	- Sản lượng vận tải hành khách hàng không năm 2019 tăng trưởng tương đồng như dự báo của BSC, đạt 115 triệu lượt (+11.1%yoy). - Giá dầu giảm giúp cải thiện lợi nhuận các hãng hàng không. - Kết quả kinh doanh 9T2019 toàn ngành khả quan với tổng doanh thu 9T2019 đạt 137,785 tỷ đồng (+6.9%yoy), tổng LNST đạt 13,464 tỷ đồng (+14.1%yoy) nhưng không đồng đều giữa các nhóm dịch vụ.
Ô tô	Cạnh tranh mạnh	- Lũy kế 11T.2019, lượng xe nhập khẩu nguyên chiếc đạt 120,124 ô tô các loại (+104% yoy), xe lắp ráp đạt 169,622 (-6% yoy). - Doanh số bán xe toàn thị trường ô tô Việt Nam 11T.2019 đạt 274,613 xe (+12% yoy). - Doanh số bán xe máy toàn thị trường 11T.2019 giảm nhẹ đạt 2.33 triệu xe (-4.78% yoy)
Cao su và sẫm lốp	Một năm phân hóa	- Giá cao su trên thế giới trung bình 2019 phục hồi nhẹ đạt 187 JPY/kg (+10% yoy) - Lũy kế 11T2019, xuất khẩu cao su tăng cả về lượng (1.4 tấn, +8% yoy) và giá trị (2.03 tỷ USD, +7.8% yoy). - So với cùng kỳ 2018, giá NVL của các DN sẫm lốp giảm, biên LNG được cải thiện mạnh.

		KQKD 9T2019 của các DN cao su phân hóa, các DN sản phẩm tăng trưởng tích cực
Xây dựng	Kém khả quan	- Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 244,890 tỷ đồng (+9.1% yoy) theo GSO. - Tình hình giải ngân đầu tư công cả nước Việt Nam hiện vẫn khá chậm chỉ đạt 29.5% trong năm 2019. - Tổng kết KQKD ngành xây dựng 2019 vẫn còn nhiều khó khăn, trong đó lợi nhuận sau thuế của ngành đạt 5,952 tỷ đồng (-1.55% YoY)
Đường	Kém khả quan	- Một năm khó khăn của ngành đường Việt Nam khi diện tích và sản lượng mía đều giảm hơn 20% YoY. - Ngành đường tiếp tục khó khăn khi hiệp định ATIGA có hiệu lực vào 1/1/2020. - Tổng kết KQKD ngành đường trong Q3/2019 lợi nhuận giảm - 2.3% YoY
Xi măng	Tiêu thụ chững lại	- Tiêu thụ xi măng 9T2019 đạt 72 triệu tấn (-1% YoY). Ước tính sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker năm 2019 đạt 97-98 triệu tấn (-0.7% YoY). - Giá clinker và xi măng tăng so với cùng kỳ, mức tăng từ 2-6%. - Giá than cám đầu vào trong xu hướng giảm, giúp các DN tiết kiệm chi phí nhiên liệu. - Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh. Tổng doanh thu các doanh nghiệp xi măng niêm yết đạt 16,151 tỷ đồng (+3.8% YoY). Tổng LNST của các doanh nghiệp là 737 tỷ đồng (+47.4% YoY).

Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung lập]

- Doanh thu phí gốc của mảng bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ 10%-12% trong năm 2019.
- Lãi suất huy động kỳ hạn ngắn tại các ngân hàng giảm 0.5%, kỳ hạn 1-6 tháng có thể ảnh hưởng giảm LN tài chính các DN bảo hiểm.
- KQKD của các DN bảo hiểm phi nhân thọ trong 9M2019 tăng trưởng mạnh, chủ yếu đến từ tăng LN tài chính.

Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng 11.6% trong năm 2019. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tính đến hết 20/12/2019, doanh thu phí gốc ngành bảo hiểm đạt mức 109,871 tỷ VND (+20% yoy), trong đó doanh thu phí gốc bảo hiểm phi nhân thọ đạt mức 52,132 tỷ VND (+11.6% yoy). Xét về thị phần, BVH hiện đang đứng vị trí số một với 22% thị phần, theo sau là PVI (15.2%) và PTI (10.1%). Các DN khác chiếm tỷ lệ nhỏ khoảng 5%.



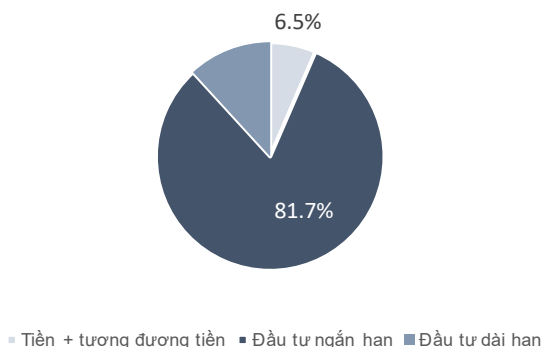
Nguồn: Tổng cục thống kê, BSC Research

Lãi suất huy động kỳ hạn ngắn tại các ngân hàng giảm 0.25% theo Theo quyết định ban hành ngày 18/11/2019, SBV quyết định hạ trần lãi suất, hiệu lực từ ngày 18/11/2019:

- Huy động ngắn hạn: không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng hạ 0.2%, kỳ hạn từ 1-6 tháng xuống 0.5%.
- Lãi suất cho vay ngắn hạn (<1 năm) hạ 0.5% và được áp dụng cho các ngành ưu tiên (nông nghiệp, xuất khẩu, công nghệ hỗ trợ, ứng dụng công nghệ cao, SME).

Việc cắt lãi suất huy động sẽ ảnh hưởng đến các DN bảo hiểm phi nhân thọ do 82% đầu tư của các DN này là ngắn hạn (dưới 6 tháng sẽ hạ lãi suất 0.5%). Chúng tôi ước tính, lãi suất gộp của ngành bảo hiểm sẽ giảm xuống mức 5.5% - 5.6% trong quý 4/2019 (Q3/2019: 5.9%).

Cơ cấu đầu tư tài chính các DN bảo hiểm



	Tiền + TD tiền	Đầu tư ngắn hạn	Đầu tư dài hạn
ABI	3.9%	93.9%	2.2%
BIC	2.5%	59.7%	37.9%
BLI	12.0%	66.1%	21.9%
BMI	10.2%	81.0%	8.8%
HVB	3.6%	96.4%	0.0%
MIG	1.4%	98.6%	0.0%
PGI	4.0%	96.0%	0.0%
PTI	2.2%	82.1%	15.7%
PVI	11.3%	82.9%	5.8%
VNR	4.5%	74.4%	21.1%

Nguồn: BSC Research, BCTC các DN bảo hiểm Q3/2019

Kết quả kinh doanh của các DN bảo hiểm phi nhân thọ trong 9M2019 tăng trưởng mạnh, chủ yếu đến từ tăng doanh thu tài chính. Trong 9M2019, các DN tiết giảm mạnh chi phí quản lý cũng như lãi suất đầu tư ròng tăng nhẹ lên mức 5.9% giúp LNTT của các DN đạt mức 2,153 tỷ VND (+22% yoy). Trong Q4/2019, chúng tôi kỳ vọng với việc (1) các DN bảo hiểm cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua việc áp dụng công nghệ giúp giảm thiểu chi phí, từ đó cải thiện tỷ lệ kết hợp và (2) lãi suất tiền gửi giảm xuống mức 5.5%-5.6% như hiện tại khiến cho LNST toàn ngành sẽ tăng trưởng từ 15%-18% trong năm 2019.

9M2019	ABI	BIC	BLI	BMI	MIG	PGI	PTI	PVI	VNR
QUY MÔ									
Tổng tài sản	2,483	5,409	1,951	5,486	4,634	5,730	7,340	22,717	7,224
VCSH	857	2,207	736	2,237	1,453	1,491	1,806	7,112	3,025
Tài sản đầu tư	1,978	3,591	1,191	2,641	2,748	3,006	3,847	9,932	3,916
Tài sản đầu tư/TTS	79.6%	66.4%	61.0%	48.1%	59.3%	52.5%	52.4%	43.7%	54.2%
HIỆU QUẢ KINH DOANH									
Thị phần	2.8%	4.8%	2.3%	8.3%	4.0%	5.6%	10.1%	15.2%	4.3%
Doanh thu phí bảo hiểm	1,074	1,040	525	2,291	1,077	1,603	2,324	2,632	815
% yoy	35.4%	22.1%	-5.1%	5.1%	1.2%	8.4%	33.4%	-0.4%	48.7%
LN thuần HDKD bảo hiểm	172	18	68	51	22	101	22	286	(9)
Tỷ lệ chi trả	26.0%	47.9%	34.6%	37.9%	35.3%	50.5%	47.8%	50.1%	50.9%
% QLDN	29.0%	20.0%	20.8%	3.6%	22.1%	12.7%	8.0%	10.2%	6.8%
Tỷ lệ kết hợp	84.0%	98.3%	87.1%	97.8%	98.0%	93.7%	99.1%	89.1%	101.1%
LN tài chính	88	196	61	109	121	36	22	473	210
% yoy	22.5%	-1.5%	-38.5%	-21.2%	4.4%	-44.5%	-77.5%	16.8%	12.2%
Lãi suất đầu tư ròng	5.9%	7.3%	6.9%	5.5%	5.9%	1.6%	0.8%	6.3%	7.1%
LNTT	260	214	129	165	144	140	63	795	242
% yoy	113.4%	33.4%	-8.0%	-3.7%	411.4%	13.8%	-34.2%	1.6%	-7.3%
ĐỊNH GIÁ									
EPS	6,744	1,550	1,195	1,639	1,346	1,711	236	3,046	2,156
BVPS	22,540	18,815	12,271	24,485	11,180	16,806	22,467	30,363	22,809
P/E	4.5	15.8	6.4	15.3	8.7	9.8	61.5	10.1	8.1
P/B	1.3	1.3	0.6	1.0	1.0	1.0	0.6	1.0	0.8

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Cảng biển [Biên lợi nhuận giảm nhẹ]

- Sản lượng thông cảng 11T2019 tăng 12%yoy, chậm hơn so với mức tăng 11T2018 do tác động từ sự chững lại của nền kinh tế thế giới và căng thẳng thương mại Mỹ - Trung.
- Tác động của thông tư số 54/2018 đến mặt bằng giá dịch vụ tại cụm cảng Hải Phòng là không đáng kể.
- Sản lượng hàng container thông qua cụm cảng Cái Mép - Thị Vải tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ xu hướng sử dụng tàu lớn và chủ trương giới hạn sản lượng thông qua TP. Hồ Chí Minh.
- Doanh thu cảng biển tăng trưởng doanh thu khiêm tốn +5%yoy nhưng biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ (tăng thuê ngoài, giảm giá dịch vụ,...) khiến LNST cốt lõi giảm 1%yoy.

Sản lượng thông cảng 11T2019 tăng 12%yoy, chậm hơn so với mức tăng 11T2018 do tác động từ sự chững lại của nền kinh tế thế giới và căng thẳng thương mại Mỹ - Trung. Theo Cục hàng hải Việt Nam, tính chung 11 tháng năm 2019, khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển đạt gần 599 triệu tấn (+12%yoy – thấp hơn so với mức 19%yoy 11T2018). Tăng trưởng lượng hàng container cũng có sự giảm tốc, đạt 7%yoy tương ứng 17.6 triệu TEUs (11T2018 là 10%yoy). Đặc biệt, sản lượng container tại hệ thống cảng Hải Phòng gần như đi ngang trong 10T2019, đạt 4.2 triệu TEUs khi kinh tế Trung Quốc (quốc gia chiếm hơn 40% lượng hàng xuất nhập khẩu tại đây) giảm tốc.

Tác động của thông tư số 54/2018 đến mặt bằng giá dịch vụ tại cụm cảng Hải Phòng là không đáng kể. Theo trao đổi với doanh nghiệp, các cảng (trừ cảng Lạch Huyện) tuy thực hiện tăng 10% giá dịch vụ bốc dỡ container như quy định nhưng đồng thời cũng giảm giá các dịch vụ trong cảng để giữ khách, từ đó dẫn đến mặt bằng giá chung tại hệ thống cảng Hải Phòng tương đương năm 2018. Điều này cũng phù hợp với dự báo của chúng tôi về hiệu ứng ngược của Thông tư trong [Báo cáo outlook 2019](#).

Sản lượng hàng container thông qua cụm cảng Cái Mép - Thị Vải tiếp tục tăng trưởng mạnh đạt 3.5 triệu TEUs (+24%yoy) nhờ xu hướng sử dụng tàu lớn và chủ trương giới hạn sản lượng thông qua TP. Hồ Chí Minh. Các cảng khai thác tàu container tăng trưởng nhiều nhất như: Cảng Tân Cảng - Cái Mép (TCTT) với sản lượng hàng container qua cảng đạt 620.000 TEUs (+30%yoy), cảng quốc tế Cái Mép (CMIT) đạt sản lượng 900.000 TEUs (+10%yoy).

Doanh thu cảng biển tăng trưởng khiêm tốn nhưng biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ. Theo tính toán trên 23 doanh nghiệp cảng biển niêm yết, tổng doanh thu khai thác cảng đạt 9,823 tỷ (+5%yoy), LNST giảm 1%yoy còn 2,051 tỷ (đã loại trừ nguồn thu bất thường). Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 34.1% so với mức 34.6% cùng kỳ năm ngoái do cơ sở hạ tầng cảng bị hạn chế làm tăng chi phí thuê ngoài (VSC, NAP) hay giảm giá dịch vụ để hút khách trong bối cảnh bị cạnh tranh khốc liệt (DXP).

Mã	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
GMD	1,996	-0.1%	40.3%	38.0%	547	6.4%
VSC	1,355	9.0%	23.7%	30.1%	184	-29.5%
PHP	1,584	6.4%	34.9%	33.7%	373	4.7%
SGP	843	7.5%	41.4%	44.4%	143	12.0%
DVP	424	-9.1%	55.0%	53.4%	197	-12.9%
CDN	601	16.1%	36.2%	35.5%	141	16.3%
PDN	531	9.2%	32.3%	30.6%	105	19.5%
DXP	84	32.6%	20.5%	23.1%	20	11.4%
CLL	275	-4.3%	37.7%	32.9%	76	7.9%
CCR	115	-5.1%	39.4%	33.5%	17	44.7%
CNH	13	-1.6%	18.7%	10.4%	-0.046	92.2%
HAH	811	6.1%	20.2%	19.7%	101	-10.7%
NAP	131	4.8%	14.1%	20.4%	7	-45.9%
VGP	19	7.5%	87.3%	86.3%	1	133.5%
CQN	292	13.3%	28.7%	34.6%	48	-21.5%
ILB	308	-2.5%	35.4%	35.0%	43	-13.6%
IST	201	-4.5%	33.5%	31.2%	30	6.3%
PSP	240	24.9%	31.1%	35.4%	19	34.3%

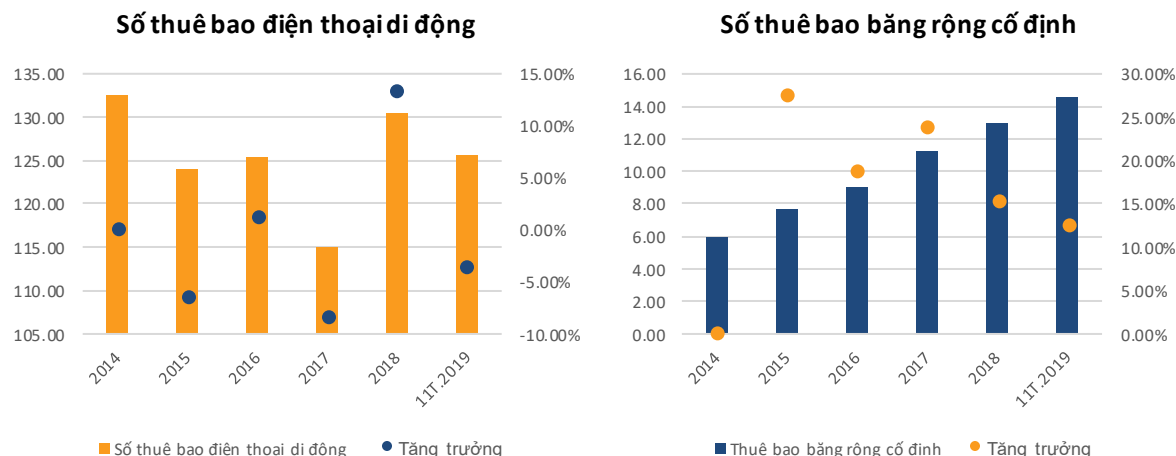
**Đã loại trừ những khoản ghi nhận bất thường hoặc có ảnh hưởng đáng kể nhưng không phải từ hoạt động khai thác cảng*

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Công nghệ thông tin [Duy trì tăng trưởng]

- Trong 9T.2019, doanh thu hoạt động viễn thông ước đạt 277,100 tỷ đồng (+7.23% yoy). Số lượng thuê bao điện thoại di động đạt 125.69 triệu thuê bao, số thuê bao internet băng rộng cố định đạt 14.6 triệu thuê bao
- Lũy kế 9T.2019, kết quả kinh doanh của 24 doanh nghiệp niêm yết ngành CNTT – Bưu chính – Viễn thông ghi nhận tăng trưởng mạnh với doanh thu đạt 54,567 tỷ (+12.2% YoY) và 5,649 tỷ (+83.5% YoY).

Theo thống kê của Tổng cục thống kê, doanh thu viễn thông ước tính 9 tháng năm 2019 đạt 277,100 tỷ đồng, tăng 7,23% (nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6,75%). Tính đến cuối tháng 11/2019, tổng số thuê bao điện thoại di động ước tính đạt 125.69 triệu thuê bao (-1.7% YoY) và thuê bao Internet băng rộng cố định đạt 14.6 triệu thuê bao (+14.1% YoY).



Nguồn: Vnta

Kết quả kinh doanh của 24 doanh nghiệp CNTT – Bưu chính – Viễn thông ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của 24 doanh nghiệp đạt 54,567 tỷ (+12.2% YoY) và 5,649 tỷ (+83.48% YoY). Đóng góp chính vào tăng trưởng là hoạt động kinh doanh cải thiện của VGI – 9T.2019 ghi nhận LNST đạt 897 tỷ, tăng mạnh so với mức lỗ 812 tỷ cùng kỳ. Các công ty đầu ngành như FPT, VTP, FOX,...vẫn ghi nhận mức tăng trưởng khả quan.

Mã	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
VGI	12,384	-0.4%	36.5%	27.8%	897	n.a
VTP	5,073	56.7%	10.4%	11.3%	266	37.8%
FPT	19,597	20.5%	39.0%	37.8%	2,940	27.7%
CMG*	3,624	3.4%	18.9%	15.8%	133	-0.6%

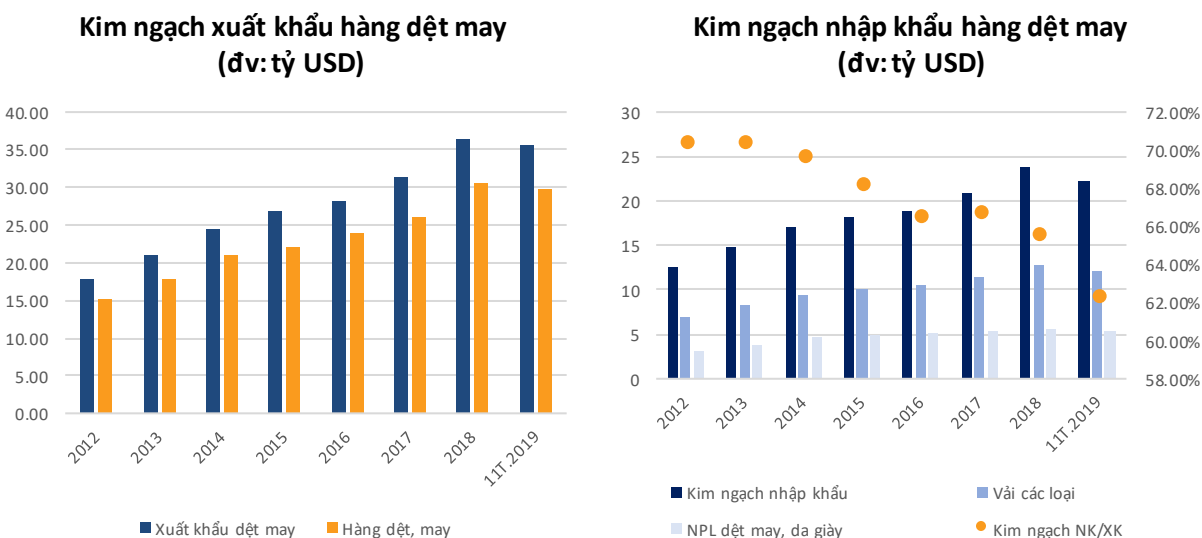
Nguồn: FiinPro, BSC Research. *: CMG có niên độ tài chính bắt đầu từ 01/04

Ngành Dệt may [Tốc độ tăng trưởng chậm dần về cuối năm]

- Lũy kế 11 tháng năm 2019, kim ngạch xuất khẩu dệt may đạt 35.5 tỷ (+7.1% YoY)
- Tỷ lệ kim ngạch nhập khẩu phụ liệu/xuất khẩu dệt may khoảng 62.4%, tiếp tục xu hướng giảm
- Hầu hết các thị trường xuất khẩu chính đều ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn so với năm 2018. Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu lớn nhất với 45% kim ngạch, tăng trưởng 8.1% YoY.
- Kết quả kinh doanh 9T2019 sụt giảm mạnh: Doanh thu các doanh nghiệp niêm yết đạt 44,990 tỷ (-2.4% YoY), LNST 2,081 tỷ (-11.8% YoY).

Lũy kế 11T.2019, kim ngạch xuất khẩu dệt may đạt 35.5 tỷ USD (+7.1% YoY), trong đó xuất khẩu xơ sợi đạt 3.8 tỷ USD (+3.4% YoY); hàng dệt, may đạt 29.9 tỷ USD (+7.8% YoY). Tốc độ tăng trưởng hàng dệt, may có xu hướng chậm dần về cuối năm, cho thấy giá trị đơn hàng ngày càng giảm sút.

Lũy kế 11T.2019, kim ngạch nhập khẩu bông, xơ sợi, vải và nguyên phụ liệu dệt may đạt 22.15 tỷ USD (+0.8% YoY). Việc các đơn hàng ngày càng ít và khan hiếm ảnh hưởng đến nhu cầu nhập khẩu các nguyên vật liệu của doanh nghiệp. Phần lớn nguyên phụ liệu phục vụ sản xuất được nhập khẩu, tỷ lệ kim ngạch nhập khẩu phụ liệu/xuất khẩu dệt may khoảng 62.4%, có xu hướng giảm dần, thể hiện tỷ lệ nội địa hóa đang được cải thiện.

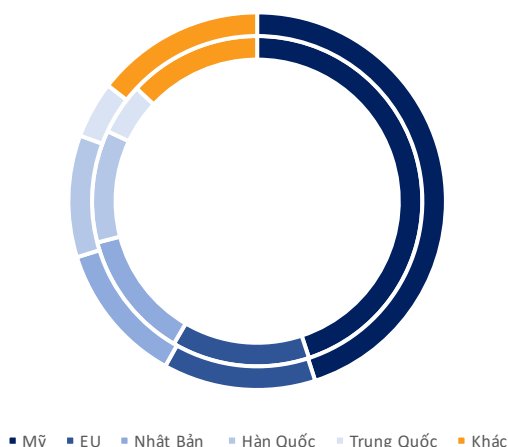


Nguồn: Tổng cục hải quan

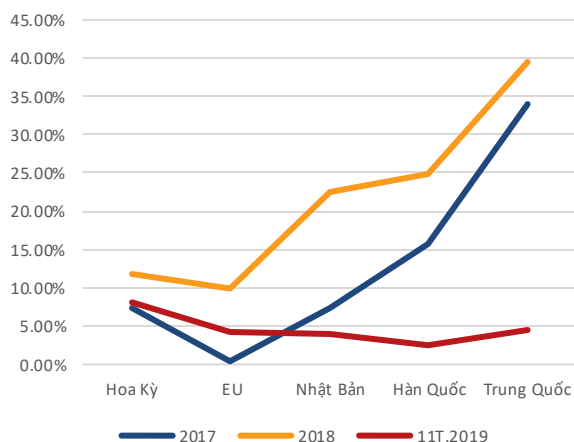
Thị trường chính của xuất khẩu dệt may Việt Nam vẫn là Hoa Kỳ (chiếm 45% kim ngạch), tiếp đến là EU (13.1%), Nhật Bản (12.1%). Sau khi bị sụt giảm thị phần năm 2018, lũy kế 11T.2019, Hoa Kỳ đã tăng tỷ trọng kim ngạch dệt may xuất khẩu, đồng thời, đây cũng là thị trường lớn có tốc độ tăng trưởng khả quan nhất ngành (+8.1% YoY). Đáng chú ý, thị trường Trung Quốc sau 3 năm liên tiếp tăng trưởng 2 chữ số, 11T.2019 chỉ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn 4.8%. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng thấp này

do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại cũng như xu hướng Trung Quốc chuyển dịch sang các nước có chi phí sản xuất rẻ hơn, cạnh tranh trực tiếp với Việt Nam.

Thị trường XK dệt may Việt Nam
(Vòng trong: 11T.2018; Vòng ngoài: 11T.2019)



Tăng trưởng KNXK sang 1 số thị trường



Nguồn: Tổng cục Hải quan, BSC Research

Kết quả kinh doanh 9T.2019 của 15 doanh nghiệp dệt may niêm yết ghi nhận mức sụt giảm mạnh. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của 15 công ty lần lượt đạt 44,990 tỷ (-2.4% YoY) và 2,082 tỷ (-11.8% YoY). Mức suy giảm toàn ngành do VGT ghi nhận LNST sụt giảm -20.4% so với cùng kỳ. Các công ty dệt may (MSH, TNG,...) cũng cho thấy tốc độ tăng trưởng thấp hơn hẳn so với tăng trưởng của 9T.2018.

Mã	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
VGT	13,482	-6.6%	8.3%	10.0%	534	-20.4%
VGG	6,418	-13.6%	12.1%	11.3%	292	-16.4%
MSH	3,456	15.8%	20.3%	19.4%	357	30.7%
TNG	3,568	30.8%	16.8%	17.5%	174	33.5%
HTG	3,223	-4.2%	7.8%	8.7%	80	-1.8%
TCM	2,789	-1.3%	15.4%	17.6%	154	-28.1%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Điện [Kết quả kinh doanh phân hóa]

- Sản lượng điện thương phẩm tăng 8.87% so với năm 2018. Lợi nhuận các công ty phân hóa rõ rệt theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp có cơ cấu nhiệt điện cao
- Công suất các dự án năng lượng tái tạo tăng 52 lần nhờ chính sách khuyến khích phát triển điện mặt trời và điện gió
- Lưới điện không theo kịp tốc độ phát triển của các dự án NLTT, khiến các dự án thường xuyên phải cắt giảm công suất
- El Niño gây ảnh hưởng tiêu cực lên thủy điện nhưng lại là yếu tố tích cực cho các nhà máy nhiệt điện

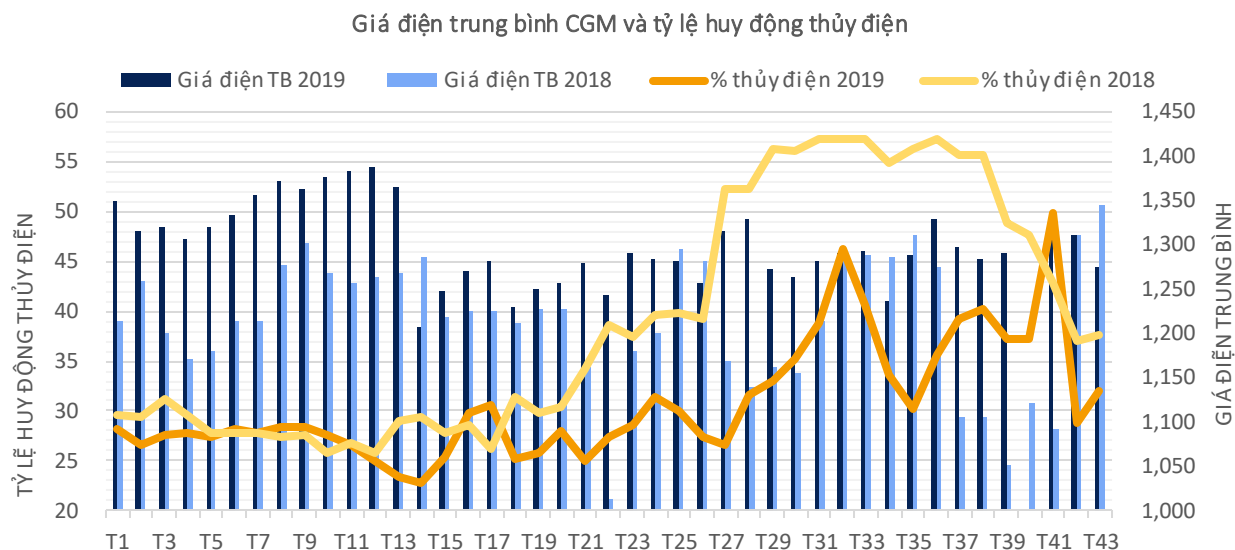
Sản lượng điện thương phẩm 8.87% so với năm 2018. Sản lượng điện sản xuất và thương phẩm của EVN năm 2019 lần lượt là 231.1 tỷ kWh (+8.85% YoY) và 209.42 tỷ kWh (+8.87% YoY). Công suất nguồn phát đạt 54,880 MW, tăng 13% so với cuối năm 2018.

Công suất nguồn phát năng lượng tái tạo (NLTT) tăng 52 lần nhờ chính sách khuyến khích của Chính phủ. Nhờ 2 quyết định QĐ số 11/2017/QĐ-TTg (cơ chế khuyến khích phát triển điện mặt trời) và QĐ số 39/2018/QĐ – TTg (cơ chế khuyến khích phát triển điện gió), công suất nguồn phát NLTT chỉ tính riêng điện mặt trời đã tăng 52 lần từ mức 86 MW năm 2018 lên hơn 4500 MW vào giữa năm 2019. Đến tháng 11/2019, tổng công suất nguồn phát của NLTT chiếm khoảng 10% cơ cấu nguồn phát của Việt Nam. Tuy nhiên kể từ sau 30/6/2019, không có công suất mới của điện mặt trời do chính sách cũ đã hết hiệu lực trong khi chưa có chính sách giá mới khuyến khích các dự án NLTT.

Lưới điện không theo kịp tốc độ phát triển của NLTT, khiến các dự án thường xuyên phải cắt giảm công suất. Tính đến thời điểm tháng 12/2019, khoảng 10,300 MW điện mặt trời (ĐMT) đã được bổ sung vào quy hoạch điện, cao hơn 12 lần so với số dự tính ban đầu. Hơn nữa, để xây dựng và đưa vào vận hành một dự án ĐMT, hay điện gió, thường chỉ khoảng 6 tháng tới một năm, trong khi để triển khai các thủ tục đầu tư và xây dựng một đường dây, một trạm biến áp truyền tải thông thường từ 2 đến 3 năm. Do đó việc các dự án NLTT thường xuyên phải cắt giảm công suất để đảm bảo lưới điện không bị quá tải là việc chắc chắn và sẽ còn tiếp tục trong phần lớn năm 2020.

El Niño gây ảnh hưởng tiêu cực lên thủy điện nhưng lại là yếu tố tích cực cho các nhà máy nhiệt điện.

Tỷ lệ đóng góp của thủy điện vào trong cơ cấu phát điện trong tháng 9, tháng 10 đạt trung bình 37.1%, thấp hơn mức 48% của cùng kỳ 2018. Việc gia tăng tỷ lệ đóng góp của nhiệt điện trong cơ cấu sản lượng khiến giá bán điện trung bình trong tháng 9, 10 đạt 1,302 đồng / kWh (+9% YoY).



Nguồn: NLDC

Lợi nhuận các công ty phân hóa rõ rệt theo hướng có lợi cho các doanh nghiệp có cơ cấu nhiệt điện cao.

KQKD 9T2019, trong khi khối các doanh nghiệp nhiệt điện tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 10.3% và 57% thì các doanh nghiệp thủy điện giảm 15% doanh thu và 22.8% lợi nhuận sau thuế. Nếu loại bỏ tác động của chi phí tài chính và chi phí lãi vay, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của nhóm nhiệt điện tăng 20% trong khi lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của nhóm thủy điện giảm 24.8%.

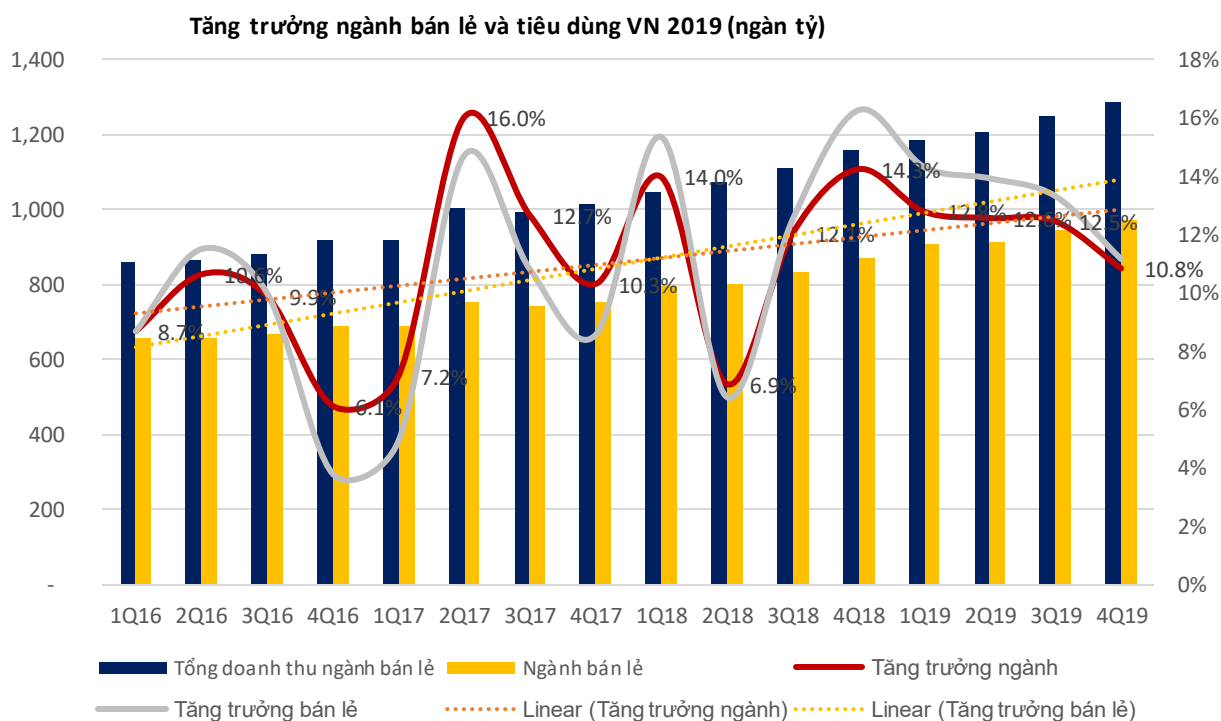
Đơn vị: tỷ đồng	Thủy điện	Nhiệt điện
DT 9T 2018	7,292	82,447
DT 9T 2019	6,202	90,949
% YoY DT	-14.9%	10.3%
Chi phí Tài chính 9T2018	-663	-6,741
Chi phí Tài chính 9T2019	-593	-5,364
% YoY LNST	-10.6%	-20.4%
LNTT 9T 2018	3,591	3,731
LNTT 9T 2019	2,771	5,858
% YoY LNST	-22.8%	57.0%

Mã	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
POW	413	6.0%	15%	14%	2491	51%
NT2	38	2.0%	12%	13%	548	4%
HND	442	15.0%	13%	15%	607	237%
PPC	805	12.0%	13%	15%	776	-12%
QTP	26239	13.0%	10%	11%	265	-857%
PGV	5760	12.0%	12%	13%	488	69%
TBC	384	-17.0%	62%	66%	125	-18%
TMP	130	-30.0%	67%	65%	235	-27%
VSH	76	-42.0%	47%	67%	108	-61%
BTP	166	-3.0%	5%	9%	56	-42%
NCP	236	26.0%	6%	2%	-80	-74%
NBP	286	72.0%	4%	4%	12	1100%
SEB	7,382	-18.0%	61%	66%	71	-26%
SBA	1,010	-4.0%	71%	72%	68	0%
DRL	1,487	7.0%	70%	68%	41	8%
AVC	1,040	-66.0%	21%	48%	17	-93%
SJD	268	-23.0%	57%	61%	115	-38%
DNH	803	5.0%	65%	65%	844	4%
GHC	199	39.0%	64%	68%	71	-4%
HNA	162	-12.0%	50%	53%	138	-21%
SHP	167	0.0%	48%	49%	134	6%
CHP	64	79.0%	40%	15%	49	-209%
HJS	205	-2.0%	46%	46%	40	3%
QPH	317	-11.0%	51%	57%	32	-24%
S4A	1672	-19.0%	54%	65%	70	-25%
SBH	157	-36.0%	45%	64%	157	-56%
SVH	579	6.0%	47%	44%	0	-100%
ISH	442	-19.0%	59%	60%	62	-24%
GEG	187	122.0%	56%	55%	217	62%

Ngành Tiêu Dùng [Khả Quan]

- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 4,940 ngàn tỷ đồng (+12.4% yoy) trong năm 2019 theo Tổng cục thống kê (GSO).
- Tốc độ tiêu dùng trang sức ở Việt Nam có xu hướng giảm -2% YoY trong năm 2019.
- Tổng kết ngành bán lẻ 2019 vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng 11%-12% trong 2019 tuy nhiên ngành thực phẩm đồ uống duy trì mức tăng trưởng 7-8%.

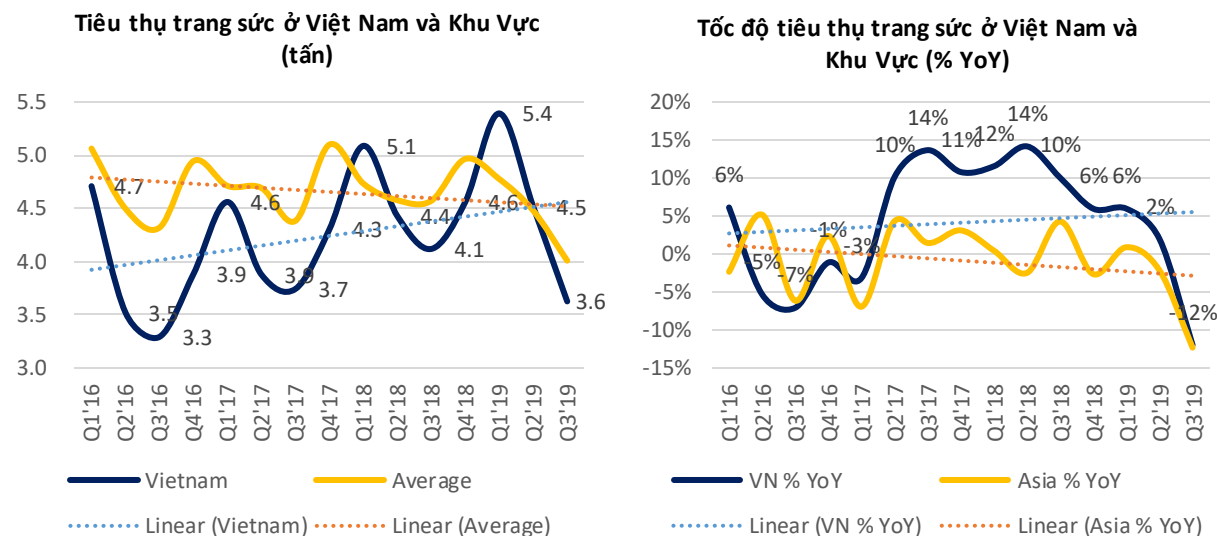
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 4,940 ngàn tỷ đồng (+11.8% yoy) trong năm 2019 theo Tổng cục thống kê (GSO). Doanh thu bán lẻ hàng hóa ước tính đạt 3,751 ngàn tỷ đồng (+12.7% yoy) đóng góp lớn nhất 76% trong tổng mức bán lẻ hàng hóa. Một số mặt hàng tăng trưởng tốt như vật phẩm văn hóa, giáo dục (+14.4% yoy), lương thực và thực phẩm (+13.2% yoy), thiết bị gia đình (+11.3% yoy), v.v... Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý doanh thu bán lẻ hàng hóa trong Q4/19 đạt 1,287 ngàn tỷ đồng (+10.8% YoY), qua đó tốc độ tăng trưởng Q4/19 thấp nhất trong 5 quý gần nhất và thấp hơn cùng kỳ là 14.3%. Chúng tôi cho rằng việc doanh thu bán lẻ giảm do tâm lý hạn chế chi tiêu của người tiêu dùng khi giá cả tăng dịp cuối năm, cụ thể đối với giá bình quân mặt hàng FMCG ở thành thị và nông thôn tăng lần lượt 6% YoY và 10.4% YoY theo Kantar.



Nguồn: BSC Research, GSO.

Tốc độ tiêu dùng trang sức ở Việt Nam có xu hướng giảm -2% YoY trong năm 2019. Theo trang World Gold Council, tiêu thụ trang sức ở Việt Nam tính tới 9/12/2019 đạt 13.5 tấn (-2% YoY) tính riêng trong Q3/19, tiêu thụ vàng đã giảm 12% YoY mức thấp nhất từ 2017 tới nay. Chúng tôi cho rằng việc người dân

hạn chế sử dụng trang sức do giá một số kim loại quý như vàng bạc tăng mạnh vài tháng gần đây khiến giá trang sức cũng tăng theo. Tuy nhiên, việc giá vàng nguyên liệu tăng do ảnh hưởng của yếu tố vĩ mô như chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đã hạ nhiệt nên chúng tôi cho rằng giá vàng và một số kim loại quý sẽ giảm trong năm 2020 và kích thích lại tiêu dùng trang sức.



Nguồn: MSN, Vietnammoi

Tổng kết KQKD 2019 toàn ngành tiêu dùng duy trì tốc độ tăng trưởng nhưng có dấu hiệu chậm lại trong Q3/19. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế ngành đạt lần lượt 382,312 tỷ đồng (+6.99% YoY) và 32,444 tỷ đồng (+5.98% YoY), trong đó biên gộp ngành tăng nhẹ 9 bps lên 21.83% tuy nhiên biên ròng lại giảm 8 bps về 8.49%.

Ngành thực phẩm và đồ uống duy trì mức tăng trưởng ổn định 5.29% trong năm 2019. DTT và LNST của ngành F&B đạt lần lượt 245,629 tỷ đồng (+5.29% YoY) và 27,818 tỷ đồng (+3.52% YoY) với biên gộp duy trì ở mức 25.4%, LNST tăng một phần nhờ vào ngành F&B giảm tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản từ 31.74% 9T18 xuống 26.49% trong 9T19, qua đó giúp ngành giảm bớt gánh nặng chi phí lãi vay / doanh thu thuần từ 2.01% xuống 1.69% trong quý này. Ngoài ra, trong bối cảnh thị phần khó tăng tiếp nên nhiều doanh nghiệp tăng trưởng R&D và quảng cáo làm cho chi phí SGA/DTT ngành tăng nhẹ lên 13.45% 9T19 so với cùng kỳ là 13.39%.

Ngành bán lẻ duy trì đà tăng trưởng trên 2 chữ số. DTT và LNST của ngành bán lẻ đạt lần lượt 136,682 tỷ đồng (+10.2% và 4,626 tỷ đồng (+23.65% YoY) nhờ vào biên lợi nhuận gộp của ngành cải thiện đáng kể lên 15.49% 9T19 so với cùng kỳ là 14.51% trong 9T18. Bên cạnh đó, chi phí SGA/DTT và chi phí lãi vay/DTT cũng tăng lên lần lượt và 11.03% và 0.66% so với cùng kỳ là 10.47% và 0.64%. Từ đó, chúng tôi đánh giá ngành bán lẻ thúc đẩy được tăng trưởng doanh thu trên 2 chữ số nhờ **(1)** Mở rộng chuỗi cửa hàng giúp tăng điểm bán lẻ (đồng thời tăng chi phí nhân sự + lãi vay cho vốn lưu động + chi phí đầu tư ban đầu); **(2)** Việc tăng đầu tư marketing và quảng cáo tăng nhận diện thương hiệu.

Mã CK	DTT 9T2019	DTT 9T2018	% YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019	LNST 9T2018	% YoY
VNM	42,079	39,558	6.4%	47%	47%	8378	7921	6.0%
SAB	28,170	25,543	10.3%	25%	23%	4279	3482	23.0%
MSN	26,378	26,630	-0.9%	29%	31%	4616	4336	7.0%
MWG	76,763	65,478	17.2%	18%	18%	2976	2187	36.0%
PNJ	11,679	10,508	11.1%	21%	19%	806	694	16.0%
FRT	12,427	11,033	12.6%	13%	13%	230	227	1.0%
DGW	5,993	4,383	36.7%	6%	6%	110	77	43.0%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Bất động sản [Phê duyệt pháp lý vẫn trì trệ]

- Lợi nhuận ngành vẫn ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong năm 2019 đạt mức 32.4% so với cùng kỳ chủ yếu đến từ (1) Đóng góp chính một số doanh nghiệp quy mô lớn như VHM và (2) Biên lợi nhuận gộp ngành cải thiện.
- Tuy nhiên, một số doanh nghiệp BĐS ghi nhận mức tăng trưởng âm chủ yếu do thời điểm hạch toán khi bàn giao dự án, BSC dự kiến lợi nhuận Q4/2019 của các doanh nghiệp bất động sản lớn vẫn ghi nhận mức khả quan.

Lợi nhuận ngành vẫn ghi nhận mức tăng trưởng mạnh năm 2019 đạt mức 32.4% so với cùng kỳ chủ yếu đến từ (1) Đóng góp chính một số doanh nghiệp quy mô lớn như VHM và (2) Biên lợi nhuận gộp ngành cải thiện chủ yếu đến từ (i) Giá bán cải thiện trong giai đoạn thị trường bất động sản sôi động 2017-2018 và (ii) việc tăng tỷ trọng phân khúc các sản phẩm biệt thự/nhà phố/đất nền trong bối cảnh các dự án chung cư đã bị chậm triển khai khoảng từ giữa năm 2018 và (iii) Thoái vốn, chuyển nhượng các dự án hoặc một phần dự án.

Lợi nhuận Q4/2019 của các doanh nghiệp bất động sản lớn dự kiến vẫn ghi nhận mức khả quan. Theo thống kê của chúng tôi, lũy kế 9 tháng tổng doanh thu của ngành đạt 241,677 nghìn tỷ đồng (+28.0% yoy), LNST đạt 37,596 nghìn tỷ đồng (+32.4% yoy). Tuy nhiên, đóng góp vào việc tăng trưởng chính của ngành bất động sản chủ yếu đến từ nhóm các công ty VHM, VIC và VRE. Nếu loại trừ ba cổ phiếu VHM, VIC và VRE, LNST ngành bất động sản vẫn ghi nhận mức tăng trưởng 22.3% chủ yếu đến từ việc bàn giao các sản phẩm đã bán trong năm 2017 ví dụ như Nam Long (Mizuki, Novia), KDH (Jamila), DIG (Nam Vĩnh Yên, GateWay), DXG (Opal Garden), HDG (Centrosa), LDG (Marina Tower). Tuy nhiên, do đặc thù của ngành bất động sản, thời điểm bàn giao nhiều dự án sẽ rơi vào Q4/2019 như KDH (Verosa), DIG (GateWay), DXG (Mảng môi giới thứ cấp), HDG (Centrosa)...

Mã CP	DT 3Q2019	DT 3Q2018	% YoY	LNST 3Q2019	LNST 3Q2018	% YoY
VIC	92,614	84,148	10.1%	4,112	2908	41.4%
VHM	37,642	22,405	68.0%	17348	12196	42.2%
VRE	6,475	6,083	6.4%	1968	1717	14.6%
NVL	9,551	6,733	41.8%	1074	1412	-23.9%
KDH	1,861	1,337	39.2%	511	405	26.2%
DXG	3,798	3,237	17.3%	1354	1019	32.9%
NLG	1,325	2,740	-51.6%	447	748	-40.2%
DIG	1,287	1,630	-21.0%	93	128	-27.3%
HDG	3,118	1,345	131.8%	796	224	255.4%
PDR	2,364	448	427.7%	401	346	15.9%
SCR	739	2,060	-64.1%	307	222	38.3%
HPX	1,643	533	208.3%	127	172	-26.2%
VPI	722	261	176.7%	43	126	-65.9%
NBB	271	627	-56.8%	351	69	408.7%

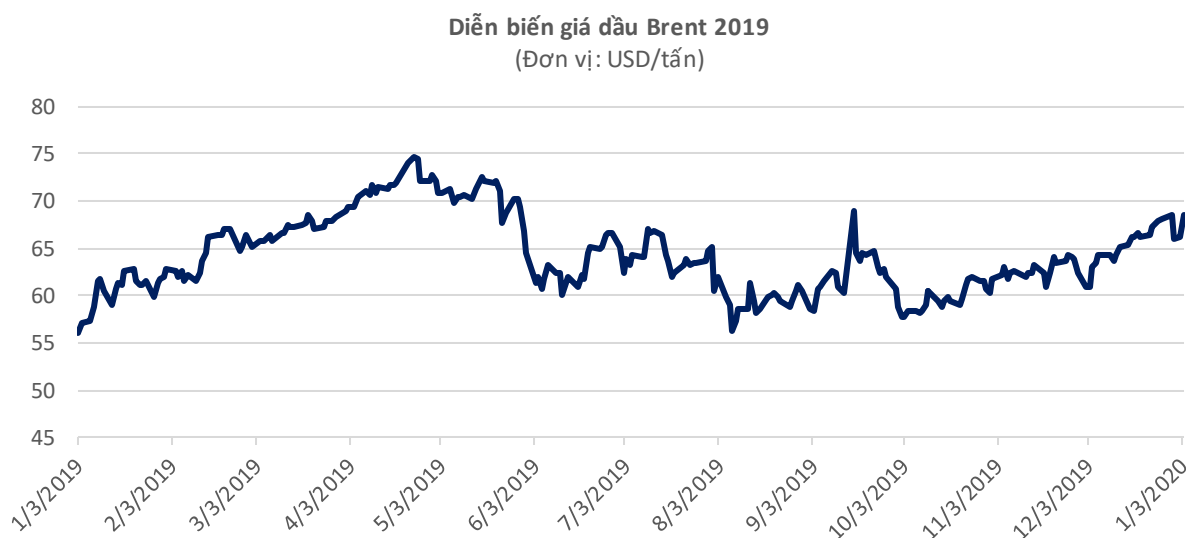
NTL	598	306	95.6%	144	39	269.2%
-----	-----	-----	-------	-----	----	--------

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành dầu khí [KQKD ngành phân hóa rõ rệt]

- Giá dầu biến động mạnh trong năm 2019 với biên độ rộng từ mức 55 USD đến mức 75 USD
- KQKD ngành dầu khí đa phần ở mức suy giảm do giá dầu bình quân năm 2019 giảm 10.8% so với mức bình quân năm 2018
- Lợi nhuận ngành 9T/2019 giảm mạnh -15.9% YoY đạt 15,238 tỷ đồng chủ yếu do tăng trưởng âm của BSR.
- Tiến độ triển khai các dự án dầu khí trong nước vẫn còn chậm.

Giá dầu biến động mạnh trong năm 2019 với biên độ rộng từ mức 55 USD đến mức 75 USD, tương đương khoảng 36% trong năm so với thời điểm đầu năm. Cụ thể, giá Brent đạt đỉnh tại 25/04/2019 đạt 74.51 USD/thùng, tăng 30.6% so với mức 57 USD/thùng đầu năm 2019. Tuy có mức suy giảm trong Q2 và Q3/2019, giá dầu đã có phục hồi vào Q4/2019 và đạt mức 66 USD/thùng. Những sự kiện chính tác động mạnh tới giá dầu năm 2019 bao gồm: (1) Nhóm OPEC+ duy trì việc cắt giảm sản lượng, (2) Lệnh trừng phạt của Mỹ với Iran và Venezuela và (3) Sự kiện nhà máy dầu Aramco bị tấn công.



Nguồn: Bloomberg

KQKD ngành dầu khí đa phần ở mức suy giảm do giá dầu bình quân năm 2019 giảm 10.8% so với mức bình quân năm 2018. Cụ thể, giá dầu (Brent) bình quân 2019 (64 USD/thùng) có mức suy giảm 10.8% so với giá dầu bình quân 2018 (72 USD/thùng), tuy nhiên vẫn duy trì trên mức 55 USD đảm bảo cho nhu cầu

công việc cũng như lợi nhuận cho một số doanh nghiệp dầu khí. KQKD có sự phân hóa rõ nét với chỉ có một vài cổ phiếu ghi nhận mức tăng trưởng LN dương như PVS, PVD và PLX. Nhóm suy giảm về mức tăng trưởng bao gồm CNG, PGS, PGD, OIL và BSR.

Riêng trong đó, BSR tiếp tục là “gánh nặng” cho nhóm ngành dầu khí. Cụ thể, mặc dù doanh thu BSR 9T2019 tăng trưởng 11.9% so với cùng kỳ tuy nhiên lợi nhuận lại ghi nhận mức giảm 72.8% yoy chủ yếu do biên lợi nhuận (ứng với tỷ lệ Crack –spread) giảm mạnh từ mức 7.9% 9T2018 về mức 2.4% 9T2019

Lợi nhuận ngành 9T/2019 giảm mạnh -15.9% YoY đạt 15,238 tỷ đồng chủ yếu do tăng trưởng âm của BSR. Để có góc nhìn về ngành chính xác hơn, chúng tôi loại trừ BSR thì lợi nhuận ngành ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ 3.5% so với năm 2018. Cụ thể, trong 9T2019, tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế ngành dầu khí lần lượt đạt 361,577 tỷ đồng (-1.0% yoy) và 15,238 tỷ đồng (-15.9% yoy).

Tiến độ triển khai các dự án dầu khí trong nước vẫn còn chậm. Trong đó, dự án Sao Vàng Đại Nguyệt bị chậm tiến độ sang quý 3 năm 2021 cũng ảnh hưởng không tích cực đến nguồn cung dầu khí Việt Nam trong năm 2020 trong bối cảnh hầu hết các dự án dầu khí lớn vẫn đang bị đình trệ như Cá Rồng Đỏ, Cá Voi Xanh, Lô B Ô Môn.

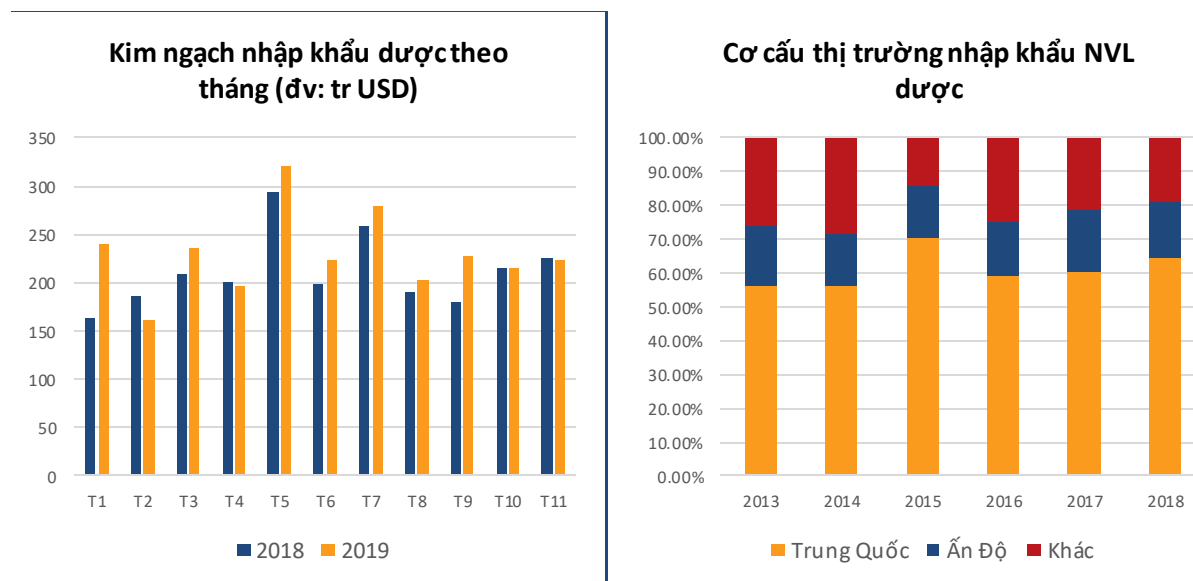
Mã CP	DT 3Q2019	DT 3Q2018	% Tăng/giảm	LNST 3Q2019	LNST 3Q2018	% Tăng/giảm
GAS	58,030	56,614	3%	9,061	9,082	0%
PVS	13,569	11,368	19%	638	567	13%
PVD	2,982	4,078	-27%	27	(238)	-111%
PLX	140,302	142,843	-2%	3,640	3,187	14%
BSR	73,926	82,714	-11%	1,251	4,607	-73%
OIL	59,427	46,855	27%	296	449	-34%
PGS	4,683	4,796	-2%	59	81	-27%
PVB	31	188	-84%	(39)	30	-230%
CNG	1,622	1,321	23%	64	84	-24%
PGS	4,683	4,796	-2%	59	81	-27%
PGD	5,962	6,004	-1%	182	197	-8%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Dược [Tiếp tục một năm đi ngang]

- Lũy kế 11 tháng năm 2019, nhập khẩu dược phẩm và nguyên vật liệu dược tăng trưởng trở lại với giá trị lần lượt là 2.5 tỷ USD (+8.71% YoY) và 353 triệu USD (+2.18% YoY)
- Giá thuốc đấu thầu thuộc danh mục đấu thầu tập trung đợt I năm 2019 tiếp tục giảm
- Ngành Dược ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận âm năm thứ hai liên tiếp (-2.2% YoY) do (1) Cạnh tranh gay gắt và (2) Giá nguyên vật liệu đầu vào không thuận lợi.

Nhập khẩu dược phẩm và nguyên vật liệu dược đều tăng trưởng trở lại trong 11T.2019. Theo Tổng cục Hải quan, kim ngạch nhập khẩu dược phẩm 11T.2019 tăng 8.71%, đạt mức 2.5 tỷ USD. Các thị trường nhập khẩu chính tăng trưởng trở lại: Pháp (+25.8% yoy); Hoa Kỳ (+21.4% yoy). Nhập khẩu nguyên liệu dược 11T.2019 tăng trưởng nhẹ 2.18% YoY, đạt 353 triệu USD. Trong đó, Trung Quốc ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong việc cung cấp nguyên vật liệu dược, do đó, trong bối cảnh giá nguyên vật liệu từ Trung Quốc đang có xu hướng tăng (do việc cắt giảm công suất vì vấn đề môi trường), các doanh nghiệp dược nội địa bị ảnh hưởng trực tiếp vào chi phí sản xuất.



Nguồn: TCHQ

Giá thuốc thuộc danh mục thuốc đấu thầu tập trung đợt 1 năm 2019 tiếp tục giảm. Tại Hội nghị cung cấp thông tin định kỳ về bảo hiểm xã hội (BHXH), BHXH cho biết giá thuốc giảm 22% so với năm 2018 qua đấu thầu tập trung, đánh dấu năm thứ 2 xu hướng giảm giá trúng thầu. Việc liên tục giảm giá đấu gây áp lực tập trung cạnh tranh về giá giữa các doanh nghiệp và ảnh hưởng tiêu cực đến các doanh nghiệp dược nội địa.

Kết quả kinh doanh tiếp tục suy giảm. Trong 27 doanh nghiệp Dược niêm yết, tổng doanh thu 9T2019 đạt 36,623 tỷ đồng (+5.36% yoy) và tổng LNST 9T2019 đạt 1,823 tỷ đồng (-2.2% yoy). Cạnh tranh ngày càng

gay gắt giữa các doanh nghiệp, trong khi giá nguyên liệu đầu vào tăng cao khiến kết quả kinh doanh giảm sút. Khác với năm 2018 khi thấy rõ sự phân hóa về kết quả kinh doanh giữa doanh nghiệp kênh Nhà thuốc và kênh Đấu thầu, năm 2019 cho thấy là một năm khó khăn hơn của ngành Dược khi các doanh nghiệp tại hai kênh này đều sụt giảm lợi nhuận.

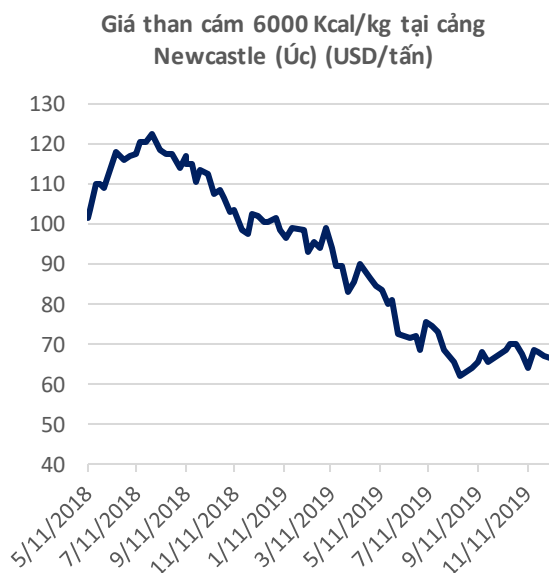
Mã	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
POW	413	6.0%	15%	14%	2491	51%
NT2	38	2.0%	12%	13%	548	4%
HND	442	15.0%	13%	15%	607	237%
PPC	805	12.0%	13%	15%	776	-12%
QTP	26239	13.0%	10%	11%	265	-857%
PGV	5760	12.0%	12%	13%	488	69%
TBC	384	-17.0%	62%	66%	125	-18%
TMP	130	-30.0%	67%	65%	235	-27%
VSH	76	-42.0%	47%	67%	108	-61%
BTP	166	-3.0%	5%	9%	56	-42%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

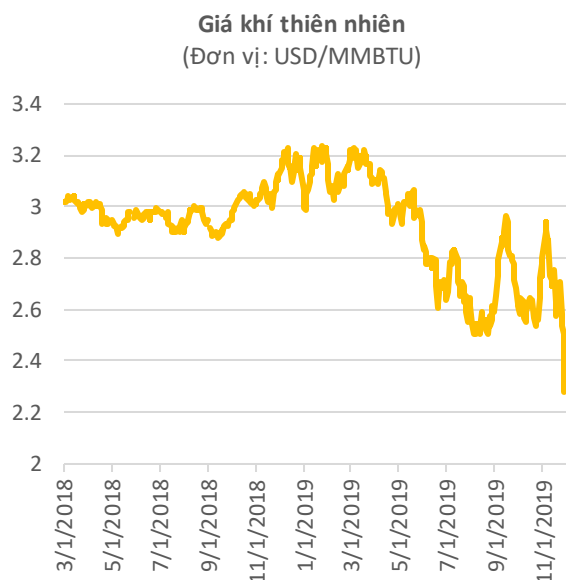
Ngành Gạch men [Tiếp tục khó khăn]

- Tình hình tiêu thụ năm 2019 ngày càng khó khăn
- Giá nhiên liệu trong xu hướng giảm. Cụ thể, giá than và khí thế giới trong xu hướng giảm (lần lượt -27% YoY và -5.2% YoY) tạo áp lực giảm giá lên giá nhiên liệu trong nước.
- Kết quả kinh doanh phân hóa. Tổng doanh thu ngành 9T2019 đạt 9,692 tỷ đồng (+10.4% YoY) trong đó đóng góp chủ yếu đến từ VGC (+1,008 tỷ doanh thu) trong khi các doanh nghiệp còn lại chứng kiến doanh thu giảm. Lợi nhuận sau thuế của ngành đạt 715 tỷ (+19.6% YoY).

Tình hình tiêu thụ năm 2019 ngày càng khó khăn. Trong bối cảnh tăng trưởng ngành xây dựng chững lại khiến nhu cầu với sản phẩm gạch men sụt giảm, tình trạng dư thừa công suất lên đến 30%, tồn kho cao khiến nhiều DN phải giảm giá bán mạnh để đảm bảo tiêu thụ như Vitto, đã ảnh hưởng đến mặt bằng giá bán của ngành. Chỉ có những doanh nghiệp linh hoạt về sản xuất, mẫu mã sản phẩm theo kịp với thị hiếu người tiêu dùng hoặc hướng tới những sản phẩm chất lượng cao mới có thể duy trì giá bán.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Bloomberg

Giá nhiên liệu trong xu hướng giảm. Giá than và khí thế giới trong xu hướng giảm (lần lượt -27% YoY và -5.2% YoY) tạo áp lực giảm giá lên giá nhiên liệu trong nước. Giá nhiên liệu giảm và việc nâng cao hiệu quả sản xuất tại một số DN là yếu tố hỗ trợ cho biên lợi nhuận trong bối cảnh giá bán giảm.

Kết quả kinh doanh phân hóa. Tổng doanh thu ngành 9T2019 (loại trừ những công ty thành viên đã được hợp nhất trong Viglacera) đạt 9,692 tỷ đồng (+10.4% YoY) trong đó đóng góp chủ yếu đến từ VGC (+1,008 tỷ doanh thu). Tuy nhiên tăng trưởng của mảng VGC trong 9 tháng đầu năm đến chủ yếu từ hoạt động dịch vụ (chủ yếu là cho thuê đất và hạ tầng khu công nghiệp), trong khi doanh thu mảng VLXD -3% YoY. Các doanh nghiệp gạch còn lại chỉ tăng nhẹ, thậm chí là giảm về doanh thu. Về biên lợi nhuận, giá gạch giảm mạnh trong năm đã lấn át tác động giảm của giá nhiên liệu khiến cho biên LN của các doanh nghiệp đều trong xu hướng giảm. Các công ty thành viên trong Viglacera, ngược lại, chứng kiến biên cải thiện nhờ

hoạt động tái cấu trúc, cắt giảm chi phí sản xuất trong năm 2018 đã phát huy tác dụng. Lợi nhuận sau thuế của ngành đạt 715 tỷ (+19.6% YoY) với duy nhất VGC chứng kiến mức tăng trong lợi nhuận.

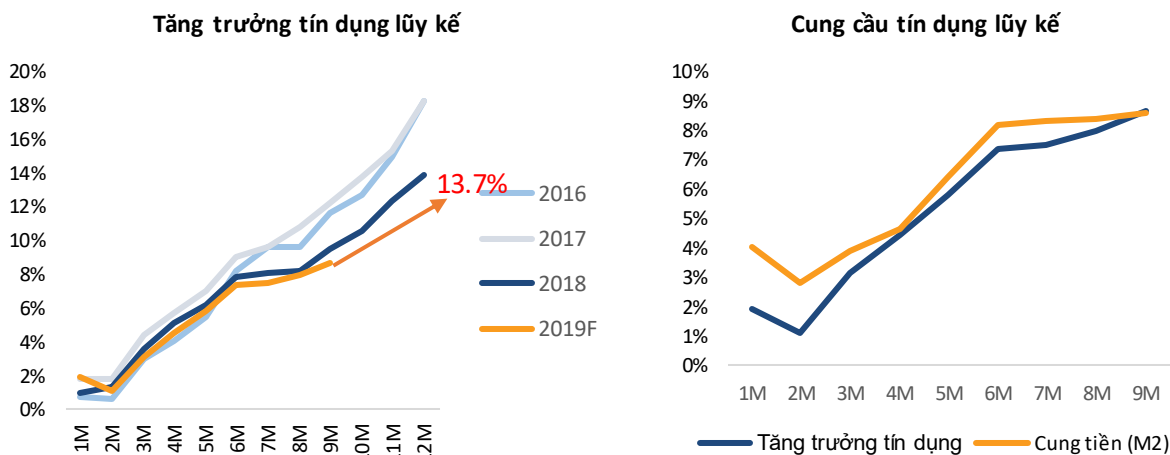
Mã	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
VGC	7,382	15.8%	24.1%	22.7%	612	15.9%
VIT	1,010	20.8%	12.5%	10.3%	55	189.5%
VHL	1,487	0.5%	18.3%	15.2%	93	-5.1%
CVT	1,040	5.4%	18.1%	20.0%	109	-4.4%
TTC	268	-7.6%	13.4%	13.8%	13	8.3%
TCR	803	-15.7%	16.7%	12.1%	-37	-48.6%
GMX	199	11.8%	29.1%	30.3%	18	12.5%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Ngân hàng [Lợi nhuận duy trì đà tăng trưởng mạnh]

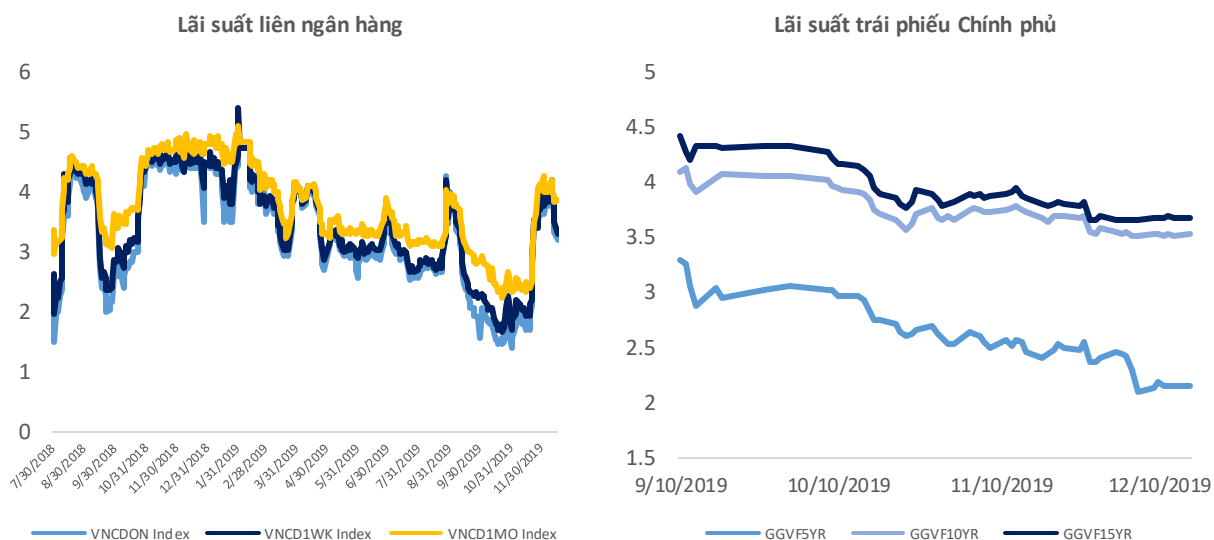
- Tăng trưởng tín dụng trong năm 2019 đạt mức 13.7%, giảm so với mức 13.9% cùng kỳ 2018.
- Huy động +10.1% ytd trong 9T2019, tỷ lệ cho vay/huy động giảm xuống mức 88.1%. Lãi suất interbank tăng mạnh do thanh khoản thấp + lãi suất trái phiếu chính phủ giảm.
- BSC điều chỉnh quan điểm về NIM của toàn ngành theo xu hướng tăng nhẹ.
- Các ngân hàng sẽ tăng vốn điều lệ đáp ứng yêu cầu vốn theo yêu cầu của Basel II.
- Các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh xử lý nợ xấu, bước đầu thành công trong việc áp dụng Basel II.
- Một số ngân hàng dự kiến niêm yết (OCB, MSB, Seabank,..)

Tăng trưởng tín dụng trong 2019 đạt mức 13.7% (cùng kỳ 2018 = 13.9%), cơ cấu cho vay vẫn tập trung chủ yếu vào nông nghiệp (8.9%), công nghiệp và xây dựng (29.2%) và thương mại (21.9%) là những lĩnh vực được ưu tiên cho vay của chính phủ. Mức cung tiền M2 tăng trưởng lũy kế hết 9M2019 đạt mức 8.6% YtD, tương đương mức tăng trưởng tín dụng. Cung cầu tín dụng được kiểm soát tốt sẽ giúp mặt bằng lãi suất ổn định (trung bình lãi suất cho vay ngắn hạn từ 6%-9%, trung và dài hạn ở mức 9%-11%).



Nguồn: SBV, BSC Research

Huy động +10.1% so với mức đầu năm trong 9T2019, tỷ lệ cho vay/huy động tiếp tục giảm xuống mức 88.1%. Tỷ lệ cho vay/huy động của các NHTM nhà nước và NH TMCP tiếp tục giữ ở mức cao (92.9% và 84.5%), vượt quá mức NHNN cho phép. Tuy nhiên, nhờ việc huy động tăng trưởng tốt, áp lực về tỷ lệ LDR cao đang dần được cải thiện. Lãi suất huy động tại các kỳ hạn trung và dài hạn tăng mạnh do nhu cầu bổ sung vốn trung và dài hạn khi bị hạn chế tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn trong thời gian tới. Lãi suất interbank tăng mạnh do việc rút tiền từ kho bạc trong tháng 11, lên mức ON = 3.2%. Chúng tôi kỳ vọng với việc thanh khoản dần ổn định, lãi suất interbank sẽ tiếp tục giữ ở mức thấp. Lãi suất trái phiếu chính phủ giảm xuống mức 3.5%-3.7% cho kỳ hạn 10 – 15 năm.



Nguồn: Bloomberg

SBV đã có những thay đổi chính sách trong tháng 11/2019 nhằm hỗ trợ tăng trưởng các DN trong bối cảnh các ngân hàng trung ương trên thế giới đồng loạt cắt giảm lãi suất.

Theo quyết định ban hành ngày 18/11/2019, SBV quyết định hạ trần lãi suất, hiệu lực từ ngày 18/11/2019:

- Huy động ngắn hạn: không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng hạ 0.2%, kỳ hạn từ 1-6 tháng xuống 0.5%.
- Lãi suất cho vay ngắn hạn (<1 năm) hạ 0.5% và được áp dụng cho các ngành ưu tiên (nông nghiệp, xuất khẩu, công nghệ hỗ trợ, ứng dụng công nghệ cao, SME).

Động thái này của SBV nhằm hỗ trợ các DN cũng như kích thích tăng trưởng nền kinh tế trong bối cảnh các ngân hàng trung ương trên thế giới đồng loạt cắt giảm lãi suất (FED, ngân hàng trung ương Trung Quốc,...).

Theo đánh giá của BSC, việc hạ trần lãi suất huy động và cho vay này có thể sẽ giúp cải thiện LN của ngành trong ngắn hạn do (1) việc hạ lãi suất cho vay chỉ áp dụng cho các khoản vay ngắn hạn (chiếm 50% cho vay khách hàng), và chỉ hạ lãi suất cho các ngành nghề ưu tiên (chiếm 50% cơ cấu cho vay theo ngành nghề), (2) Các ngân hàng hiện nay đang huy động với kỳ hạn <6 tháng ở mức cao (60% cơ cấu huy động từ khách hàng – loại trừ casa) dẫn đến việc tiết kiệm được chi phí vốn cao hơn việc giảm thu nhập lãi từ hạ lãi suất cho vay.

Thông tư 22/NHNN có quy định thêm về các giới hạn tỷ lệ đảm bảo, trong đó chủ yếu có những thông tin quan trọng sau:

- Tính toán lại giá trị thực của vốn điều lệ, nếu mức vốn điều lệ giảm thấp hơn mức vốn pháp định, ngân hàng phải có phương án xử lý đảm bảo giá trị thực của vốn điều lệ không thấp hơn mức vốn pháp định và duy trì các tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động.
- Quy định các khả năng chi trả, khả năng thanh toán đảm bảo an toàn hệ thống.

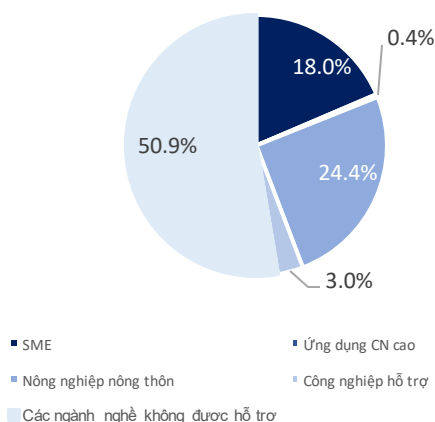
- Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa theo lộ trình: từ 01/01/2020 – 30/09/2020: 40%, từ 01/10/2020 – 30/09/2021: 37%, từ 01/10/2021 – 30/09/2022: 34%, từ 01/10/2022: 30%.
- Tỷ lệ mua, đầu tư TPCP < 30% so với tổng nợ phải trả bình quân của tháng liền trước.
- Tỷ lệ LDR = 85% cho toàn bộ ngân hàng (tỷ lệ này với NH TMCP hiện nay là 80%, các ngân hàng nhà nước là 90%).

Việc quy định về giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn sẽ không tác động nhiều đến hệ thống. Hiện nay tỷ lệ này được kiểm soát tốt trong toàn hệ thống ở mức 28%, thấp hơn mức 40% quy định đầu năm 2020 rất nhiều.

Tỷ lệ LDR được nới cho các NH TMCP giúp giảm áp lực lãi suất huy động của các NH này, tuy nhiên các ngân hàng nhà nước sẽ bị ảnh hưởng. Hiện nay, các ngân hàng TMCP bị hạn chế mức LDR ở mức 80% và thực tế tỷ lệ này đã ở mức tiệm cận 80%. Do đó, chúng tôi cho rằng với việc tăng tỷ lệ này với các ngân hàng TMCP giúp giảm áp lực lãi suất huy động và đồng thời giúp cải thiện LN.

Thông tư 58/2019 của BTC quy định về việc đặt tài khoản thanh toán của KBNN tại hệ thống ngân hàng. Theo đó, các khoản tiền gửi không kỳ hạn sẽ được rút về NHNN. BSC ước tính, khoảng 110,000 tỷ VND đã bị rút khỏi hệ thống gây ảnh hưởng đến thanh khoản thị trường thời gian gần đây.

Cơ cấu tín dụng ngành nghề ưu tiên

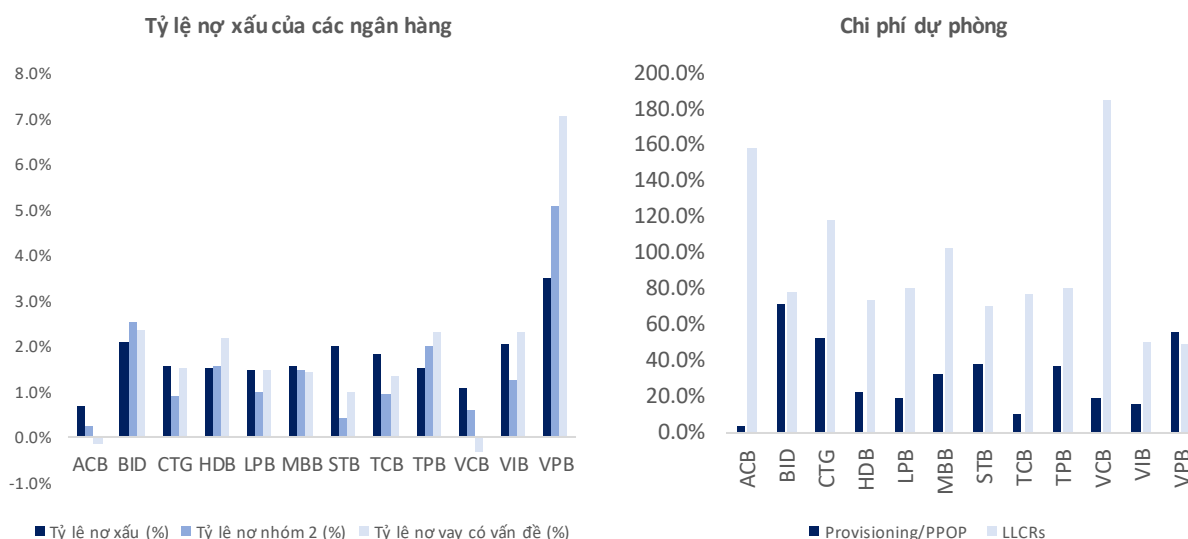


Ngân hàng	LDR hiện tại	NIM Q32019	LDR tăng/giảm	NIM điều chỉnh
ACB	80.6%	3.6%	85%	3.66%
BID	95.7%	2.9%	85%	2.70%
CTG	92.0%	2.1%	85%	2.00%
HDB	73.9%	4.0%	85%	4.60%
LPB	81.0%	3.1%	85%	3.24%
MBB	82.7%	4.6%	85%	4.62%
STB	71.9%	2.4%	85%	2.73%
TCB	71.3%	4.0%	85%	4.46%
TPB	75.5%	3.7%	85%	4.23%
VCB	78.8%	3.0%	85%	3.06%
VIB	86.5%	3.8%	85%	3.75%
VPB	92.9%	8.8%	85%	9.00%
MSB	58.0%	2.8%	85%	2.91%
OCB	68.6%	3.9%	85%	4.03%
VPBM	79.0%	4.5%	85%	5.00%
AGRB	91.2%	3.5%	85%	3.41%

NIM trong năm 2019 sẽ tăng nhẹ nhờ việc dịch chuyển cơ cấu cho vay. Tính đến hết 9M2019, NIM toàn ngành được cải thiện, trung bình mức NIM của các NH niêm yết đạt 3.58% (1H2018 = 3.5%) do (1) tăng trưởng tín dụng chậm lại, (2) lãi suất huy động tăng ở các kỳ hạn dài trong khi lãi suất cho vay ổn định, (3) cơ cấu lại các khoản vay với lãi suất cao hơn. Việc cơ cấu các khoản vay này diễn ra nhanh hơn dự kiến, do đó chúng tôi thay đổi quan điểm so với báo cáo trước về xu hướng NIM của ngân hàng trong 2019. **Thu nhập ngoài lãi, mảnh đất tiềm năng của các NH, dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 20%-30% trong 2019.** Trong Q3/2019, thu nhập ngoài lãi của toàn hệ thống đã tăng trưởng mạnh +32% yoy đến từ (1) tăng trưởng từ phí dịch vụ +30% yoy nhờ việc tăng trưởng khách hàng và tăng phí dịch vụ, (2) tích cực thu hồi nợ xấu ngoại bảng, (3) thu từ bán chéo sản phẩm bancassurance. Trong năm 2019, BSC kỳ vọng thu

nhập ngoài lãi của toàn ngành tiếp tục tăng trưởng mạnh từ 25% - 30% yoy đối với toàn hệ thống nhờ việc tiếp tục tăng phí dịch vụ, tăng trưởng khách hàng cá nhân và khai phá các mảnh đất mới nhiều tiềm năng (bancassurance, trái phiếu,..).

Chất lượng tài sản được cải thiện ở các ngân hàng niêm yết. Tỷ lệ NPL trung vị toàn ngành ở mức 1.6% (quý 2/2019: 1.6%), tỷ lệ nợ nhóm 2 = 1.1% (quý 2/2019 = 1.3%) 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 (31% sv 28.2% trong quý 2/2019). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCRs) được cải thiện = 79.1% (Q2/2019: 75%). 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), gần nhất có BID, LPB cũng đã được chấp thuận.

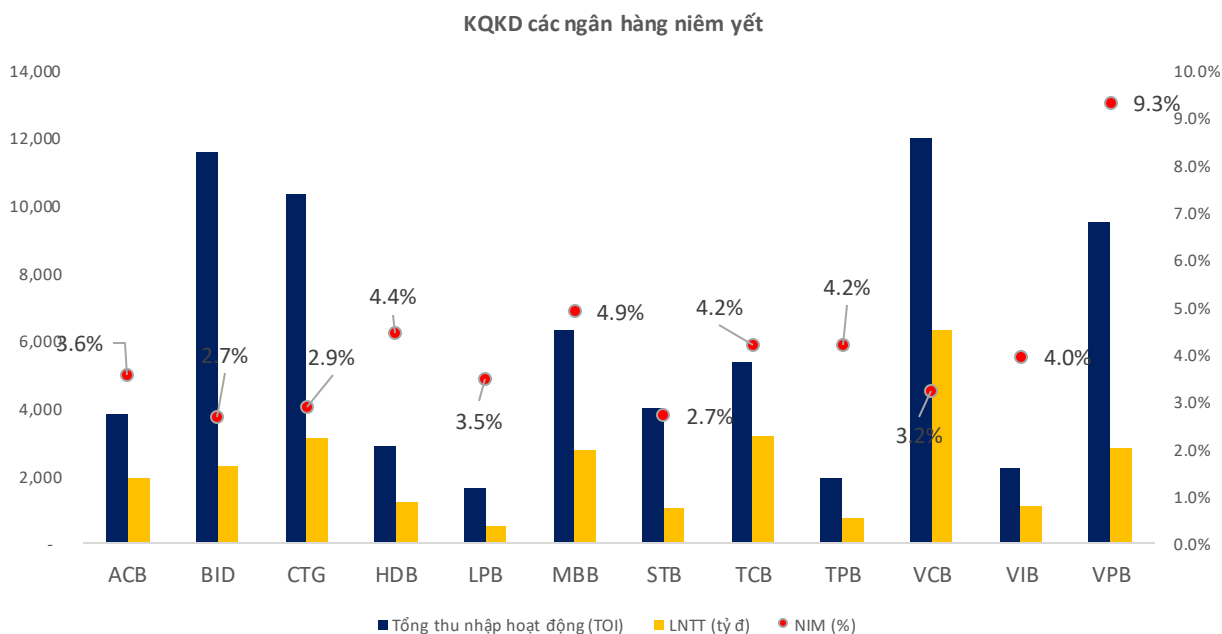


Nguồn: FiinPro, BSC Research

Các ngân hàng sẽ tăng vốn điều lệ đáp ứng yêu cầu vốn theo yêu cầu Basel II thông qua (1) chi trả cổ tức bằng cổ phiếu; (2) phát hành tăng vốn cho cổ đông nước ngoài (VCB, BID), (3) phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2. Trong tháng 7/2019, BID đã đàm phán xong việc bán 15% cho KEB Hana Bank với giá 33,640 VND/cp, hiện đang hoàn thành nốt các thủ tục phát hành. Các ngân hàng khác như VPB, TPB,.. hiện đang phát hành các trái phiếu quốc tế thời hạn dài nhằm tăng vốn cấp 2, từ đó cải thiện CAR của các TCTD này. Hiện nay, CAR Basel I của toàn ngành, theo ước tính của BSC, đang ở mức 11.5% (CAR Basel II sẽ thấp hơn từ 2%-2.5%).

Một số ngân hàng dự kiến niêm yết trong thời gian tới bao gồm: OCB (VĐL 4,000 tỷ đồng), Maritimebank (VĐL 11,750 tỷ đồng), Seabank (VĐL 5,466 tỷ đồng), ABB Bank (VĐL 5,319 tỷ đồng), Saigonbank (VĐL 3,080 tỷ đồng), Nam Á Bank (VĐL 3,021 tỷ đồng), Việt Á Bank (VĐL 3,500 tỷ đồng). Hiện tại, OCB và MSB có thể sẽ lên sàn vào đầu năm 2020.

KQKD quý 3/2019 toàn ngành ngân hàng khả quan. Trong quý 3/2019, tổng 14 ngân hàng niêm yết đạt TOI = 83,083 tỷ VND (+26.1% yoy) và LNTT = 24,840 tỷ VND (+41.1% yoy). Thu nhập lãi thuần đạt 63,400 tỷ VND (+24.4% yoy, chiếm 76.3% TOI) nhờ (1) tăng trưởng tín dụng lũy kế hết 9M2019 đạt 9.4% ytd, thấp hơn mức 9.52% trong 9M2018. 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 3.58%, +9 bps so với cùng kỳ 2018. Thu nhập từ hoạt động phi tín dụng tăng trưởng tốt (+32% yoy), chủ yếu đến từ tăng phí dịch vụ (+30% yoy).



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Tình hình hoạt động của các ngân hàng niêm yết Q3/2019

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
QUY MÔ												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	16,627	34,187	37,234	9,810	8,881	21,605	18,852	34,966	8,566	37,089	9,245	25,300
VCSH (tỷ đ)	25,364	59,377	74,879	19,594	12,291	37,683	26,230	58,941	11,909	81,391	12,498	40,491
Tổng tài sản (tỷ đ)	358,175	1,425,399	1,202,210	217,245	193,536	397,441	450,200	367,538	153,930	1,157,490	175,658	358,236
Vốn chủ sở hữu/TTS	7.1%	4.2%	6.2%	9.0%	6.4%	9.5%	5.8%	16.0%	7.7%	7.0%	7.1%	11.3%
TĂNG TRƯỞNG												
% tín dụng	11.1%	9.1%	3.2%	11.6%	11.7%	14.1%	13.2%	12.4%	17.5%	11.8%	26.2%	14.7%
% TTS	8.8%	8.6%	3.2%	0.5%	10.5%	9.7%	10.9%	14.5%	13.0%	7.8%	26.2%	10.8%
% cho vay	11.1%	8.6%	3.9%	13.8%	13.0%	11.9%	13.2%	28.4%	20.4%	12.1%	28.2%	14.5%
% tiền gửi	10.4%	9.6%	4.8%	-2.5%	6.4%	5.9%	14.3%	8.6%	12.4%	12.5%	34.0%	20.3%
% TOI	14.5%	6.6%	11.7%	35.7%	23.6%	32.2%	36.4%	15.6%	41.3%	27.4%	48.5%	25.0%
% LN trước DP	9.0%	21.9%	16.0%	64.0%	16.7%	43.2%	69.7%	7.3%	87.0%	43.9%	60.9%	41.8%
% PBT	19.3%	1.6%	34.0%	50.7%	49.2%	25.4%	223.4%	24.1%	33.1%	72.1%	92.1%	63.3%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN												
Nợ nhóm 2 (%)	0.2%	2.5%	0.9%	1.6%	1.0%	1.5%	0.4%	0.9%	2.0%	0.6%	1.2%	5.1%
NPL (%)	0.7%	2.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%	1.8%	1.5%	1.1%	2.0%	3.5%
NPL (+ VAMC)	0.7%	1.4%	2.5%	1.7%	1.7%	1.5%	2.0%	1.8%	1.5%	1.1%	2.1%	3.7%
Nợ vay có vấn đề ròng (%)	-0.2%	2.3%	1.5%	2.2%	1.5%	1.4%	1.0%	1.3%	2.3%	-0.3%	2.3%	7.1%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.1%	1.6%	1.8%	1.1%	1.2%	1.6%	1.4%	1.4%	1.2%	2.0%	1.0%	1.7%
LLCRs	157.9%	78.2%	118.1%	73.3%	80.6%	102.7%	70.5%	77.1%	80.1%	185.2%	49.9%	49.6%
DPRR nợ xấu/Nợ 2-5	117.1%	35.4%	75.8%	35.9%	48.8%	52.5%	58.6%	51.1%	34.4%	119.4%	31.1%	20.2%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.2%	1.2%	0.8%	2.4%	3.1%	1.7%	7.1%	2.5%	1.5%	1.2%	1.3%	2.2%
RỦI RO THANH KHOẢN & AN TOÀN VỐN												
LDR	81.4%	92.8%	91.5%	80.7%	81.0%	82.5%	71.2%	78.8%	72.9%	80.8%	84.2%	95.2%
TS thanh khoản/TTS	26.3%	23.1%	22.6%	32.2%	26.6%	34.6%	24.9%	39.4%	31.8%	37.5%	28.1%	24.1%
TS thanh khoản/Tiền gửi KH	31.6%	30.4%	31.4%	55.9%	38.7%	54.1%	28.1%	66.2%	57.1%	48.2%	43.4%	41.9%
Huy động interbank/ Huy động	2.4%	3.4%	6.8%	15.9%	7.0%	12.2%	0.1%	17.2%	22.5%	4.1%	12.3%	2.4%
Đòn bẩy tài chính	14.1	24.0	16.1	11.1	15.7	10.5	17.2	6.2	12.9	14.2	14.1	8.8
HIỆU QUẢ KINH DOANH												
Tổng thu nhập hoạt động	3,849	11,588	10,376	2,871	1,626	6,345	4,019	5,359	1,961	11,995	2,207	9,501
LN thuần trước DPRRTD	2,005	8,075	6,623	1,587	644	4,053	1,667	3,564	1,233	7,812	1,294	6,379
LNTT	1,939	2,319	3,121	1,238	519	2,741	1,030	3,199	784	6,309	1,095	2,856
Thu nhập lãi thuần/TOI	78.5%	75.5%	80.3%	87.2%	94.3%	72.2%	72.8%	67.6%	73.5%	73.9%	73.3%	84.0%
CASA	17.2%	15.3%	15.5%	10.5%	15.1%	33.5%	16.1%	30.0%	16.4%	30.0%	10.5%	10.3%
Lãi suất gộp bình quân	8.9%	7.7%	7.4%	9.7%	9.6%	9.0%	9.2%	7.8%	9.3%	6.5%	9.7%	16.3%
Lãi suất huy động vốn BQ	5.5%	5.4%	4.7%	5.1%	6.2%	4.1%	5.9%	3.6%	5.0%	3.4%	5.7%	6.7%
Lãi suất ròng	3.4%	2.3%	2.7%	4.6%	3.4%	4.9%	3.3%	4.2%	4.3%	3.1%	4.0%	9.6%
NIM	3.6%	2.7%	2.9%	4.4%	3.5%	4.9%	2.7%	4.2%	4.2%	3.2%	4.0%	9.3%
DP/LN trước DP	3.3%	71.3%	52.9%	22.0%	19.3%	32.4%	38.2%	10.3%	36.4%	19.2%	15.4%	55.2%
CIR	49.3%	31.3%	35.3%	46.2%	57.8%	37.1%	61.6%	34.5%	41.9%	36.0%	41.5%	34.7%
ROAA	1.7%	0.6%	0.8%	1.7%	0.9%	2.2%	0.6%	2.8%	1.8%	1.7%	2.0%	2.3%
ROAE	25.6%	13.0%	12.8%	18.2%	15.5%	22.8%	10.1%	17.0%	22.8%	26.2%	26.8%	20.4%
Lợi nhuận trên TS có rủi ro	2.6%	0.6%	0.9%	1.9%	1.3%	1.9%	1.0%	1.8%	2.2%	2.3%	1.7%	2.6%
LN điều chỉnh rủi ro/Vốn rủi ro	19.3%	11.9%	12.6%	17.3%	11.1%	19.3%	11.1%	15.4%	19.3%	20.1%	19.9%	17.6%
ĐỊNH GIÁ												
EPS (đồng/cp)	3,727	2,122	2,698	3,664	1,862	4,094	1,638	2,922	2,929	5,445	3,790	3,609
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	15,255	17,368	20,110	19,973	13,839	17,442	13,913	16,857	13,903	21,945	13,519	16,005
PER (x)	6.8	19.2	14.4	8.9	5.4	7.1	7.0	9.7	7.4	26.0	5.2	7.4
PBR (x)	1.6	2.5	1.1	1.6	0.6	1.6	0.7	1.5	1.7	4.1	1.3	1.4

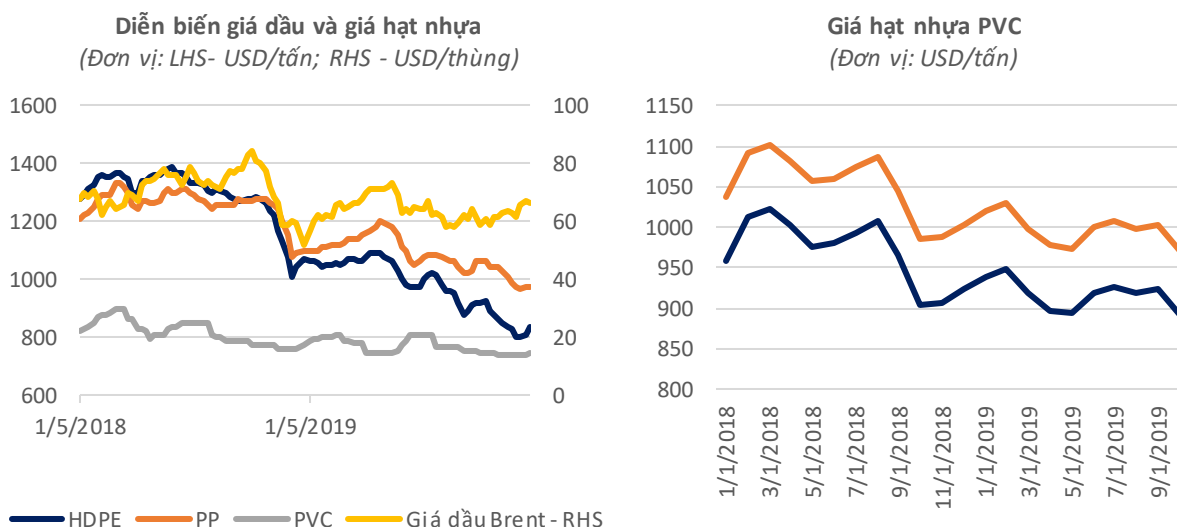
Ngành Nhựa [Giá đầu vào giảm]

- Nhập khẩu chất dẻo nguyên liệu 11T2019 đạt 5.77 triệu tấn (+13.2% YoY) cho thấy tăng trưởng ngành năm 2019 khá tích cực.
- Xuất khẩu sản phẩm từ chất dẻo đạt 3.1 tỷ USD (+13.1% YoY).
- Giá hạt nhựa tiếp tục đà giảm từ T10/2018: PVC -6.1% YoY, HDPE -24.3% YoY, PP -13.9% YoY.
- Kết quả kinh doanh khả quan: Tổng doanh thu 9T2019 của các doanh nghiệp nhựa niêm yết đạt 22,948 tỷ đồng (+13.7% YoY), LNST +19.2% YoY.

Nhập khẩu chất dẻo nguyên liệu 11T2019 đạt 5.77 triệu tấn (+13.2% YoY). Giá trị nhập khẩu đạt 8.219 tỷ USD (-1.3% YoY) do giá hạt nhựa nguyên liệu giảm. Tốc độ tăng trưởng sản lượng nguyên liệu hạt nhựa nhập khẩu giảm cao hơn so với cùng kỳ năm 2018 là 11.8% cho thấy tăng trưởng ngành năm nay khá tích cực. Mặc năng lực sản xuất hạt nhựa nguyên liệu trong nước đã tăng lên đáng kể từ hai nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn (đáp ứng được 50% nhu cầu PP nội địa) nhưng phần lớn các nguyên liệu hạt nhựa khác như PVC, PE, PS... đều phải nhập khẩu. Do đó, lượng nguyên liệu nhựa nhập khẩu là một chỉ báo tốt cho tăng trưởng của ngành.

Xuất khẩu sản phẩm từ chất dẻo đạt 3.1 tỷ USD (+13.1% YoY) trong đó xuất khẩu sang các thị trường chính như Nhật Bản, Mỹ, Hàn Quốc đều tăng mạnh, chủ yếu ở nhóm sản phẩm bao bì nhựa.

Giá hạt nhựa tiếp tục đà giảm từ T10/2018. Giá hạt nhựa PVC -6.1% YoY, HDPE -24.3% YoY, PP -13.9% YoY theo đà giảm của giá dầu (-10% YoY). Trong các nguyên liệu nhựa chủ yếu, PVC có mức độ giảm thấp nhất do độ tương quan với giá dầu không cao. Bên cạnh đó, diễn biến tỷ giá năm nay cũng tương đối thuận lợi (tỷ giá VND/USD +0.9% YoY so với mức tăng giá 1.4% YoY trong năm 2018) cũng giúp cho các doanh nghiệp nhựa sử dụng nguyên liệu nhập khẩu tiết kiệm chi phí.



Nguồn: Bloomberg

Tổng doanh thu 9T2019 của các doanh nghiệp nhựa niêm yết đạt 22,948 tỷ đồng (+13.7% YoY), dẫn dắt bởi AAA (+1,604 tỷ, ~82.3% YoY nhờ doanh thu phát sinh từ hoạt động bán và cho thuê hạ tầng KCN), BMP (+428 tỷ, ~14.2% YoY) nhờ bán hàng +15% YoY, RDP (+269 tỷ, ~27.8% YoY) sau khi mở rộng nhà máy năm 2018. Biên lợi nhuận hầu hết các doanh nghiệp được cải thiện nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm. Tổng LNST toàn ngành diễn biến trái ngược với doanh thu, đạt 1,380 tỷ (-19.7% YoY) do ảnh hưởng bởi khoảng lợi nhuận tài chính đột biến ở NNG trong năm 2018 (702.8 tỷ). Nếu loại trừ khoản lợi nhuận đột biến này, LNST toàn ngành sẽ tăng trưởng 19.2% YoY với đóng góp chính từ AAA và NTP.

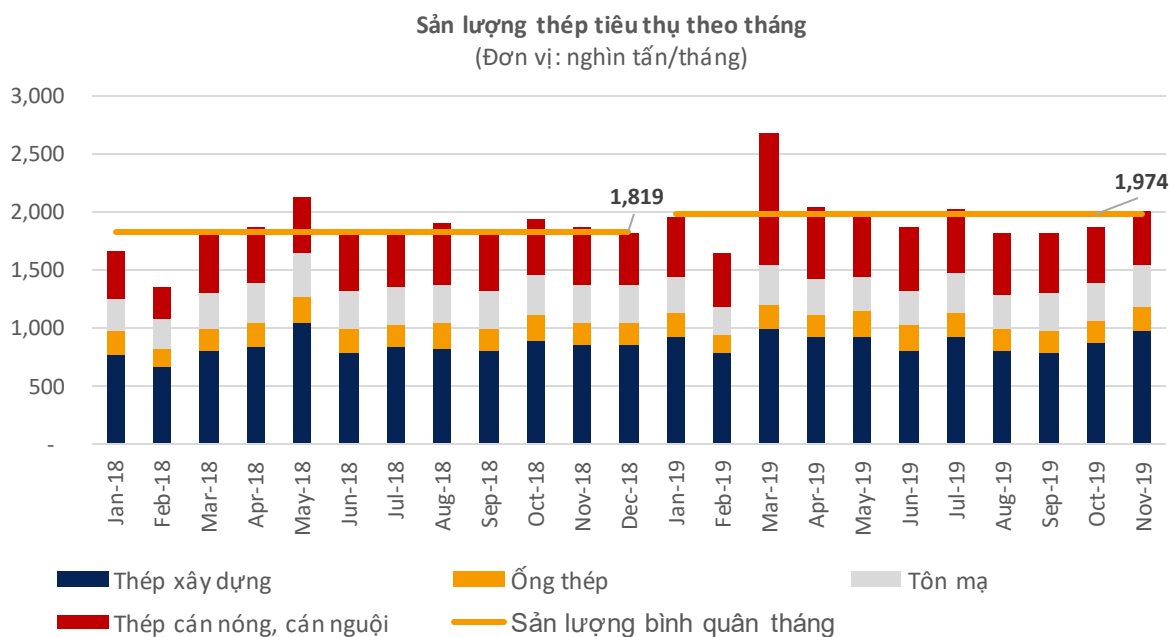
Mã CK	Sản phẩm	Doanh thu 9T2019 (tỷ đồng)	% YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	% YoY
AAA	Bao bì	7,407	27.6%	11.7%	8.2%	438	175.5%
NTP	Ống nhựa	3,388	5.6%	30.3%	30.1%	301	35.6%
BMP	Ống nhựa	3,178	15.6%	23.1%	23.4%	328	-3.8%
HII	NPL nhựa	3,684	3.8%	5.2%	4.4%	52	20.9%
NNG	Bao bì	1,368	15.5%	22.1%	19.1%	85	-89.0%
DAG	Cửa nhựa	1,343	5.1%	8.6%	8.6%	52	13.0%
TTP	Bao bì	1,275	3.4%	11.8%	8.4%	68	88.9%
RDP	Bao bì	1,236	27.8%	12.1%	9.7%	22	120.0%
VBC	Bao bì	742	6.8%	8.9%	9.4%	22	4.8%
TPP	Bao bì	663	32.1%	12.8%	11.8%	1	-83.3%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Thép [Khó khăn bủa vây]

- Tiêu thụ thép tăng trưởng chững lại từ nửa sau năm 2019, sản lượng tiêu thụ 11T2019 đạt 21.71 triệu tấn (+8.5% YoY).
- Tiêu thụ thép tại miền Nam tăng mạnh, tỷ trọng sản lượng tăng từ 37.2% lên 40%.
- Xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng đối với các sản phẩm thép, xuất khẩu tôn mạ -20.5% YoY.
- Giá thép nội địa 10T2019 giảm từ 5%-9% YoY theo xu hướng chung của giá thép thế giới và những khó khăn của thị trường xây dựng.
- Giá nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh trong năm: quặng sắt tăng mạnh +33% YoY, giá than mỡ luyện coke -13% YoY, phôi HRC -12% YoY, giá điện +8.36%.
- Kết quả kinh doanh suy giảm. Tổng doanh thu của các doanh nghiệp thép niêm yết 9T2019 đạt 156,658 tỷ (-4.9% YoY), LNST 6,039 tỷ (-33% YoY).

Tiêu thụ thép tăng trưởng chững lại từ nửa sau năm 2019 với sản lượng tiêu thụ 11T2019 đạt 21.71 triệu tấn (+8.5% YoY). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường nội địa với sản lượng 17.7 triệu tấn (+13.3% YoY) trong khi xuất khẩu sản phẩm tôn mạ và ống thép khó khăn do xu hướng bảo hộ sản xuất nội địa gia tăng tại Mỹ, EU... khiến tổng sản lượng xuất khẩu giảm nhẹ, chỉ đạt 4.3 triệu tấn.



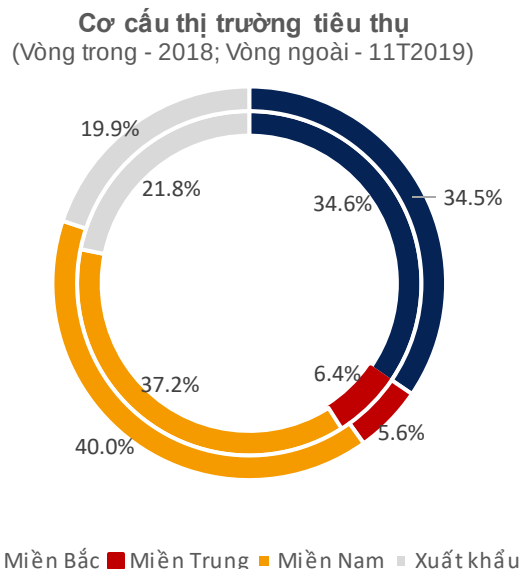
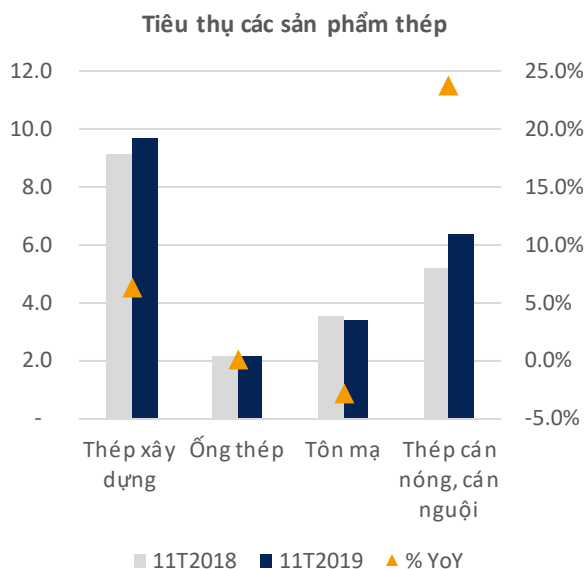
Nguồn: FiinPro, BSC Research

▪ **Thép xây dựng:** Tiêu thụ chững lại do ảnh hưởng của nhu cầu xây dựng và thị trường bất động sản. Động lực tăng trưởng đến từ thị trường phía Nam với đóng góp đáng kể từ chính sách nam tiến của Hòa Phát (33% sản lượng tăng thêm).

▪ **Tôn mạ:** Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 20.5% YoY do xu hướng gia tăng bảo hộ tại một số đối tác nhập khẩu chính sản phẩm tôn mạ của Việt Nam như Mỹ (thuế 25%), EU (thuế 25%). Nhu cầu nội địa tăng trưởng tốt từ cầu dân dụng.

▪ **Thép cuộn cán nóng, cán nguội:** Sản lượng tiêu thụ 11T2019 đạt 6.394 triệu tấn (+23.7% YoY) với nhu cầu tích cực ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu.

Tiêu thụ tại thị trường miền Nam tăng lên mạnh mẽ trong khi các thị trường khác đi ngang hoặc sụt giảm. **Tỷ trọng sản lượng tại thị trường miền Nam trong tổng tiêu thụ tăng từ 37.2% lên 40%.**



Nguồn: FiinPro, BSC Research

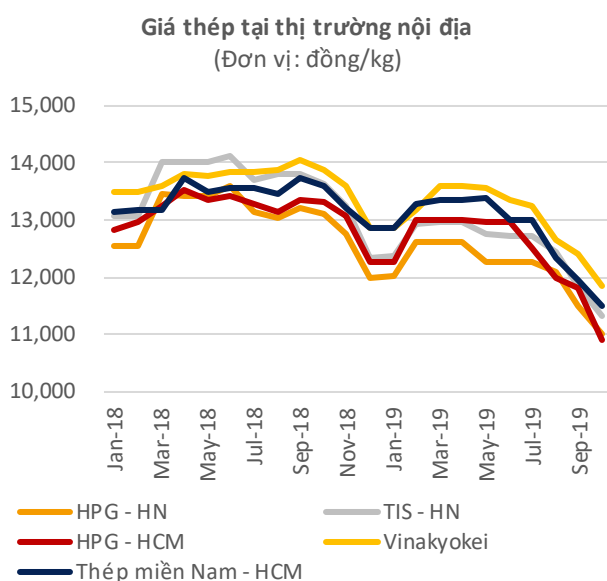
Xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng đối với các sản phẩm thép, ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu, đặc biệt là với tôn mạ với sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 20.5% YoY.

Các chính sách bảo hộ thương mại có ảnh hưởng đến xuất khẩu thép Việt Nam năm 2019

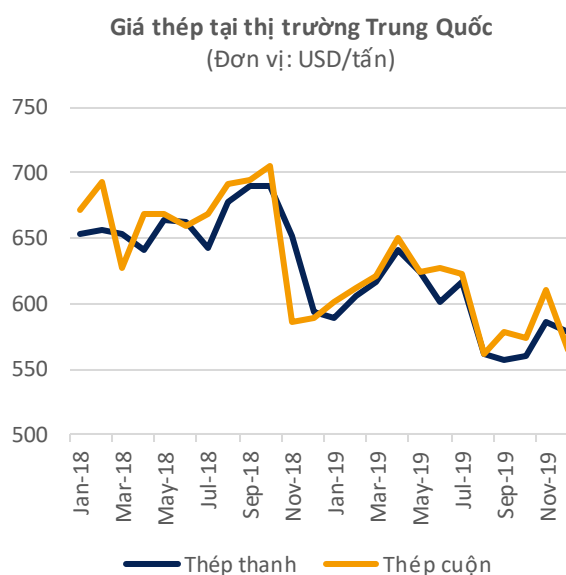
Hiệu lực	Quốc gia	Thuế	Sản phẩm
Từ 1/6/2018	Mỹ	25%	Tất cả SP thép nhập khẩu, trừ 4 quốc gia được miễn thuế: Argentina, Úc, Brazil và Hàn Quốc
Từ 2/7/2019		Thuế chống lẩn tránh thuế tạm thời lên đến 465%	Thép cuộn cán nguội và thép chống ăn mòn sử dụng nguyên liệu HRC từ Đài Loan và Hàn Quốc.
Từ 19/07/2018	EU	25%	23 sản phẩm thép

Từ 26/08/2019	Malaysia ¹	Thuế CBPG tạm thời 3.7-20.13%	Thép cán nguội, thép hợp kim không gỉ
Từ 25/12/2019-24/12/2024		Thuế CBPG 7.7-20.13%	
Từ 26/08/2019	Indonesia	Khởi xướng điều tra chống bán phá giá	Thép mạ nhôm kẽm

Giá thép nội địa 10T2019 giảm từ 5%-9% YoY theo xu hướng chung của giá thép thế giới và phản ánh phần nào những khó khăn của thị trường xây dựng. Mặc dù tăng mạnh trong T3-T4/2019 khi giá quặng vọt lên sau sự cố vỡ đập tại Brazil, giá thép hiện tại đã quay lại xu hướng điều chỉnh.



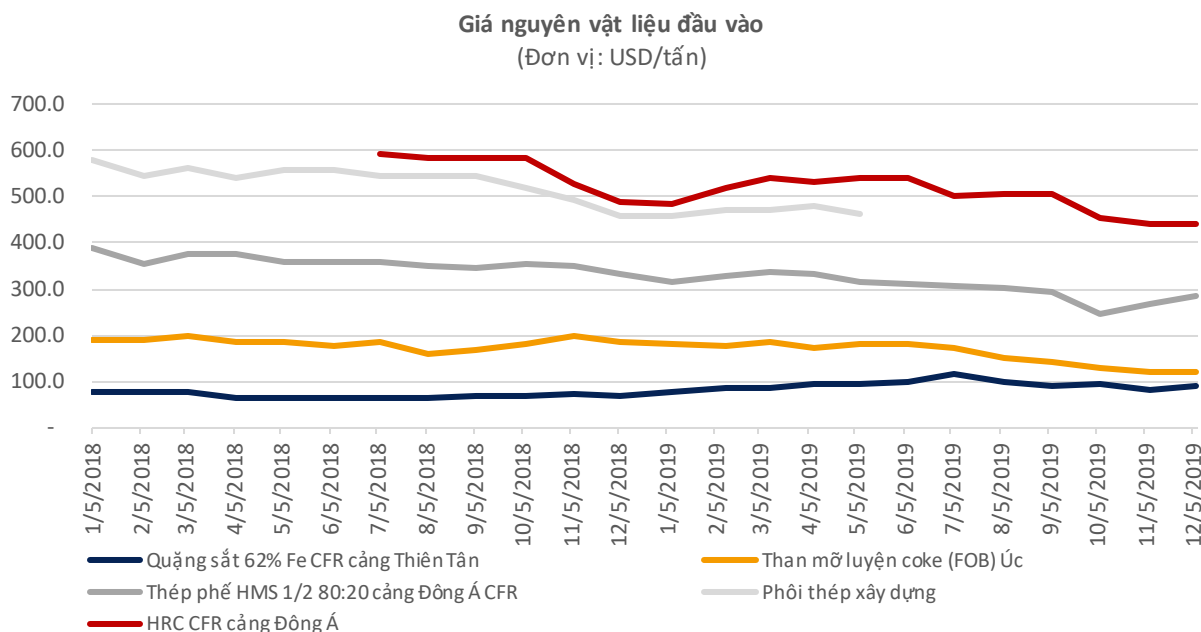
Nguồn: FiinPro, BSC Research tổng hợp



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

Giá nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh trong năm: quặng sắt tăng mạnh +33% YoY, giá than mỡ luyện coke -13% YoY, phôi HRC -12% YoY, giá điện +8.36%. Do đó, giá thành sản xuất thép của cả nhóm doanh nghiệp lò cao và lò điện đều tăng đáng kể trong năm 2019. Đối với nhóm sản xuất ống thép và tôn mạ, HRC giảm giúp tiết kiệm chi phí sản xuất.

¹ <https://tuoitre.vn/thep-viet-nam-vua-bi-malaysia-ap-thue-vua-bi-indonesia-khoi-kien-20190905154618897.htm>



Nguồn: VSA

Kết quả kinh doanh suy giảm. Tổng doanh thu của các doanh nghiệp thép niêm yết 9T2019 đạt 156,658 tỷ (-4.9% YoY), LNST 6,039 tỷ (-33% YoY). Hầu hết các doanh nghiệp thép đều chứng kiến doanh thu suy giảm do cạnh tranh tăng cao (sản lượng bán và giá giảm), đặc biệt ở nhóm tôn mạ do ảnh hưởng tiêu cực của xu hướng bảo hộ thương mại. Giá bán giảm, giá quặng sắt tăng khiến biên lợi nhuận gộp của hầu hết các DN đều giảm (ngoại trừ HSG do giảm tỷ trọng bán hàng hóa). Những khó khăn chồng chất trong năm 2019 đã bào mòn lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp (POM, VIS).

Mã CK	Doanh thu 9T2019 (tỷ đồng)	% YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	% YoY
HPG	45,683	10.2%	18.3%	22.0%	5,655	-17.3%
HSG	20,524	-23.0%	12.6%	10.5%	301	296.1%
TVN	17,982	-1.9%	4.5%	5.3%	445	-42.9%
SMC	12,905	5.6%	3.2%	4.6%	111	-47.9%
NKG	8,976	-20.9%	2.4%	6.8%	40	-82.7%
POM	9,151	-9.4%	1.2%	6.7%	(252)	-162.8%
TIS	7,652	-7.0%	5.2%	5.2%	41	-10.9%
VGS	5,224	-5.3%	2.8%	2.8%	40	-4.8%
TLH	3,810	-16.8%	5.3%	8.3%	31	-82.2%
VIS	3,448	-10.6%	-0.8%	-0.3%	(141)	7.6%

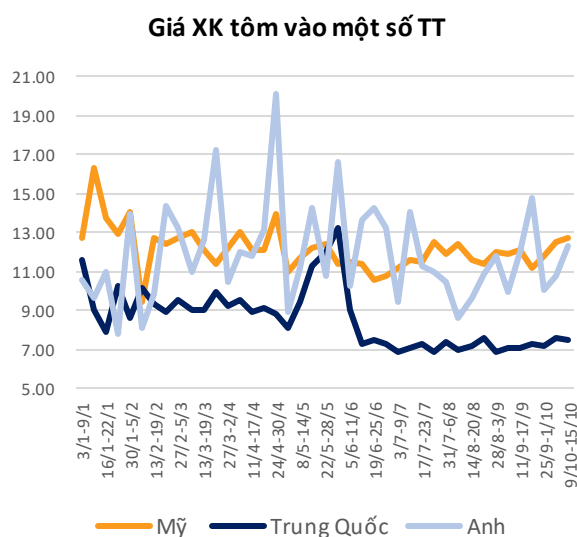
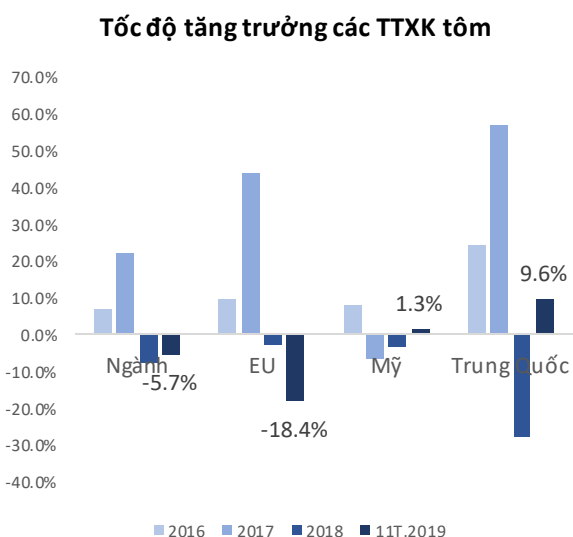
Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Thủy sản [Sụt giảm từ mức đỉnh]

- Lũy kế 11T.2019, xuất khẩu tôm và cá tra đều ghi nhận mức sụt giảm. Trong đó, xuất khẩu tôm đạt 3.1 tỷ USD (-5.7% YoY), xuất khẩu cá tra đạt 1.8 tỷ USD (-11% YoY).
- Trong khi giá xuất khẩu tôm không có thay đổi lớn, giá xuất khẩu cá tra giảm mạnh tại hai thị trường lớn: Mỹ và Trung Quốc với giá bán lần lượt là 2,990 USD/tấn (-34.2% YoY) và 1,940 USD/tấn (-22.9% YoY).
- Lũy kế 9T.2019, kết quả kinh doanh của 20 doanh nghiệp thủy sản niêm yết ghi nhận mức sụt giảm với doanh thu đạt 36,830 tỷ VND (+0.4% YoY) và 2,568 tỷ (-10.5% YoY).

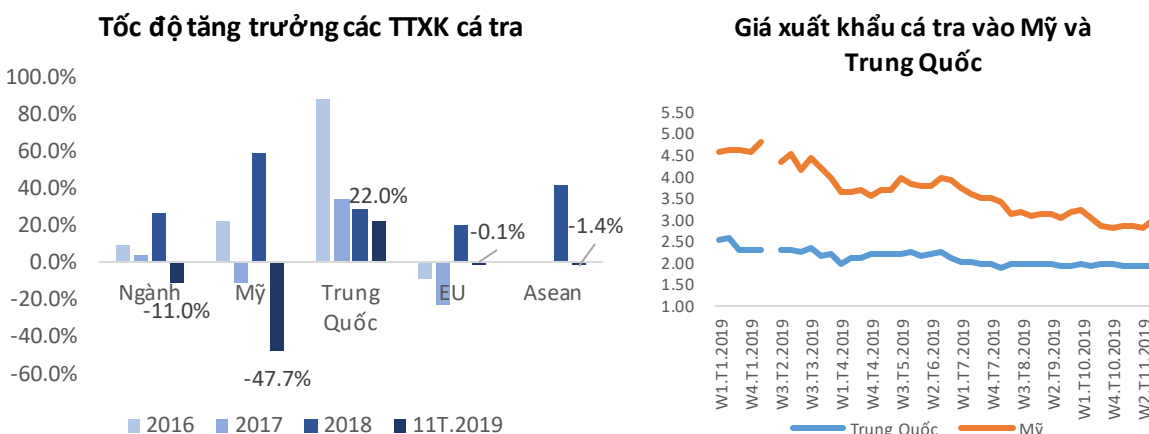
Xuất khẩu tôm 11T.2019 vẫn tiếp tục suy giảm với kim ngạch ước đạt 3.1 tỷ USD (-5.7% YoY), trong đó, tháng 11 kim ngạch xuất khẩu là 309 triệu USD (+1.5% YoY). EU tuy sụt giảm mạnh (-18.4%) nhưng vẫn là thị trường xuất khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam. BSC kỳ vọng khi Hiệp định EV- FTA có hiệu lực, xuất khẩu tôm sẽ khởi sắc hơn nhờ ưu đãi thuế quan.

Giá tôm xuất khẩu trung bình 11T.2019 nhìn chung không có thay đổi lớn so với đầu năm. Cuối tháng 11, giá tôm xuất sang Mỹ đạt 12,740 USD/tấn (+0.0% YTD), giá tôm xuất sang Trung Quốc đạt 7,460 USD/tấn.



Nguồn: Vasep

Xuất khẩu cá tra 11T.2019 ước đạt 1.81 tỷ USD (-11% yoy), trong đó, riêng tháng 11 kim ngạch xuất khẩu giảm 20% so với cùng kỳ. Kết quả này phù hợp với quan điểm của BSC đầu năm 2019: các thị trường lớn (trừ Trung Quốc) khó duy trì mức tăng trưởng sau khi tăng đột biến trong năm 2018. Trung Quốc là thị trường lớn duy nhất còn duy trì đà tăng với kim ngạch đạt 588 triệu USD (+22.0% YoY). Trong khi đó, Mỹ - EU lần lượt ghi nhận mức sụt giảm là -47.7% YoY (258.5 triệu USD) và -0.1% YoY (217.6 triệu USD).



Nguồn: Vasep

Giá cá tra xuất khẩu trung bình 11T.2019 giảm mạnh tại hai thị trường lớn. Cuối tháng 11, giá cá tra xuất sang Mỹ đạt 2,990 USD/tấn (-34.2% YTD), giá cá tra xuất sang Trung Quốc đạt 1,940 USD/tấn (-22.9% YTD). Nhu cầu tiêu thụ thấp cùng với chi phí cá nguyên liệu và cá giống sụt giảm tác động tiêu cực đến giá xuất khẩu của doanh nghiệp.

Kết quả kinh doanh 9T.2019 không khả quan phản ánh tình hình khó khăn chung của ngành thủy sản. Trái với tình hình khả quan của năm 2018, hầu hết các doanh nghiệp lớn đều ghi nhận mức tăng trưởng âm. 20 doanh nghiệp thủy sản niêm yết ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 36,830 tỷ (+0.43% YoY) và 2,568 tỷ (-10.47% YoY). Biên LNG của 20 doanh nghiệp đạt 14.27%, giảm từ mức 15.37% cùng kỳ do giá bán giảm nhanh hơn chi phí đầu vào.

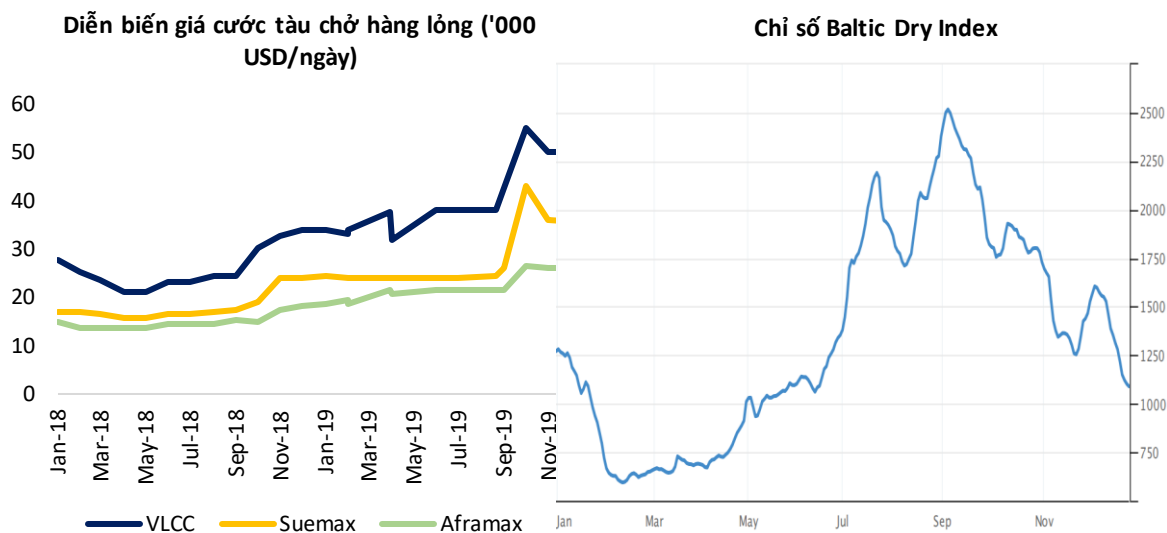
Mã	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2018	Biên LNG 9T2019	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
MPC	12,729	1.7%	11.0%	13.8%	390	-42.6%
VHC	5,696	-13.3%	21.6%	22.4%	981	-5.3%
IDI	5,453	27.9%	10.6%	16.7%	288	-37.5%
FMC	2,748	-2.8%	11.0%	9.1%	168	41.2%
ANV	3,102	13.4%	23.8%	15.7%	506	64.6%
ACL	1,079	-9.3%	24.0%	24.4%	132	-10.5%

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Ngành Vận tải biển [Chông chênh]

- Giá cước vận tải hàng lỏng và hàng rời trên thế giới có diễn biến trái chiều trong năm 2019.
- Tổng sản lượng vận tải do đội tàu biển Việt Nam thực hiện ước đạt 154.6 triệu tấn (+8%yoy) – tăng trưởng chậm lại so với năm 2018 nhưng vẫn cao hơn giai đoạn 2016 – 2017.
- Đa phần các doanh nghiệp niêm yết ngành vận tải biển vẫn gặp khó do chịu chi phí lãi vay và SG&A đáng kể. Tổng doanh thu 9 doanh nghiệp niêm yết đạt 10,971 tỷ (-1.05%yoy) trong khi LNST giảm 9.1% còn 565 tỷ.

Giá cước vận tải hàng lỏng và hàng rời trên thế giới có diễn biến trái chiều trong năm 2019. Giá cước tàu hàng rời lại giảm khi chỉ số BDI đóng cửa ngày 24/12/2019 ở mức 1,090, giảm 14.2% so với cùng kỳ năm 2018. Sự suy giảm này đến từ nhu cầu vận tải hàng khô như vật liệu xây dựng, ngũ cốc... đi xuống khi nền kinh tế toàn cầu giảm tốc. Trong khi đó, quy định IMO 2020 và việc Mỹ cấm vận 2 công ty tàu của Trung Quốc đã làm giá cước tàu chở hàng lỏng tăng hơn 40% so với hồi đầu năm. Chúng tôi cho rằng tình trạng giá cước này sẽ tiếp diễn trong nửa đầu năm 2020 khi vấn đề nguồn cung tàu chở dầu đạt chuẩn chưa được giải quyết trong ngắn hạn và những bất ổn liên quan đến chiến tranh thương mại, xung đột địa chính trị hay xu hướng bảo hộ chưa có tín hiệu khả quan.



Nguồn: Fearnleys

Nguồn: Tradingeconomics

Tổng sản lượng vận tải do đội tàu biển Việt Nam thực hiện ước đạt 154.6 triệu tấn (+8%yoy). BSC cho rằng tốc độ tăng trưởng sản lượng giảm nhẹ so với mức 10.9% của năm 2018 do bị ảnh hưởng từ việc Trung Quốc đẩy mạnh tiêu thụ nội địa khiến lượng hàng xuất sang nước này giảm mạnh. Chúng tôi cũng lưu ý rằng đội tàu Việt Nam chủ yếu chạy nội địa và các tuyến nội Á nên khả năng sản lượng tăng mạnh trong năm 2020 là thấp khi nền kinh tế Châu Á được dự báo sẽ tăng trưởng tương đương năm 2019, khoảng 5.5%.

Đa phần các doanh nghiệp niêm yết ngành vận tải biển vẫn gặp khó. Tổng doanh thu 9 doanh nghiệp đạt 10,971 tỷ, giảm nhẹ 1.05% trong khi LNST giảm 9.1% còn 565 tỷ. Trừ PVT và VNA có hoạt động kinh doanh khởi sắc, các doanh nghiệp còn lại trong ngành đều sụt giảm lợi nhuận trong 9T2019 do chịu gánh nặng lãi vay, bán hàng và quản lý doanh nghiệp đáng kể.

Mã	Nhóm hàng vận chuyển	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
PVT	Hàng lỏng + rời	5,826	3.8%	14.7%	12.0%	585	15.9%
VIP	Hàng lỏng	443	-25.1%	12.1%	25.8%	1	-98.5%
VTO	Hàng lỏng	1,148	-1.0%	14.6%	16.0%	68	-3.7%
GSP	Hàng lỏng	1,110	-10.1%	6.9%	6.7%	36	-26.4%
PJT	Hàng lỏng	513	20.3%	10.8%	14.3%	24	-17.5%
VOS	Hàng rời + lỏng	1,168	-4.9%	-3.0%	3.2%	-143	-36.8%
VNA	Hàng rời	531	-3.3%	6.5%	5.7%	29	97.4%
VFR	Hàng rời	137	-13.6%	0.7%	2.1%	-9	-31.4%
TJC	Hàng rời	97	-25.6%	-7.5%	6.2%	-27	-4230.0%

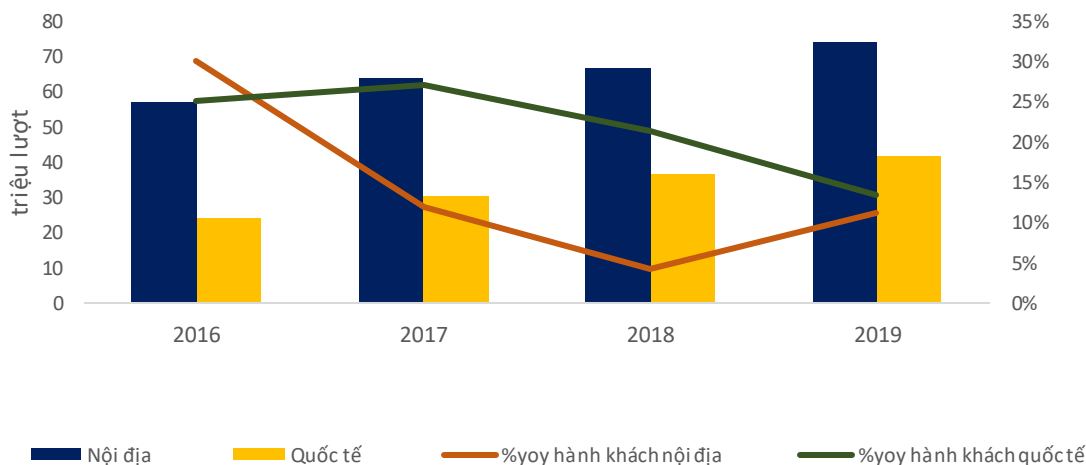
Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Hàng không [Phân hóa]

- Sản lượng vận tải hành khách hàng không năm 2019 tăng trưởng tương đồng như dự báo của BSC, đạt 115 triệu lượt (+11.1%yoy).
- Giá dầu giảm giúp cải thiện lợi nhuận các hãng hàng không.
- Kết quả kinh doanh 9T2019 toàn ngành khả quan với tổng doanh thu 9T2019 đạt 137,785 tỷ đồng (+6.9%yoy), tổng LNST đạt 13,464 tỷ đồng (+14.1%yoy) nhưng không đồng đều giữa các nhóm dịch vụ.

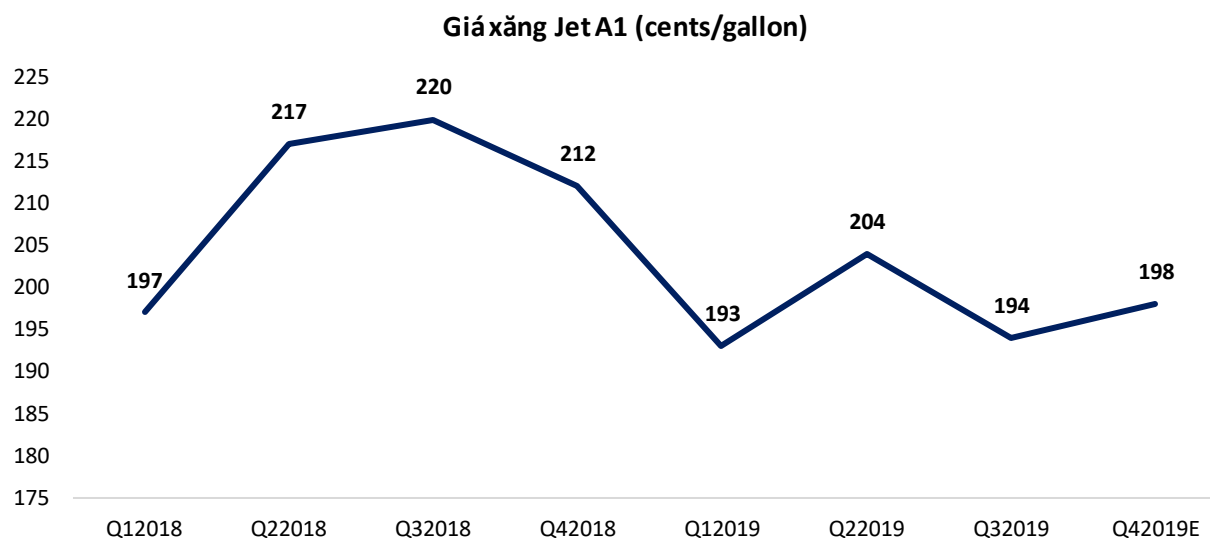
Sản lượng vận tải hành khách hàng không năm 2019 tăng trưởng tương đồng như dự báo của BSC. Tính đến 29/12/2019, sản lượng hành khách qua cảng hàng không ACV đạt 115 triệu lượt (+11.1%yoy). Lượng khách nội địa có sự tăng trưởng tốt hơn năm trước, ước đạt 74 triệu lượt khách (+11%yoy). Chúng tôi cho rằng sự gia nhập của Bamboo Airways đã góp phần thúc đẩy lượng khách khi (1) mở thêm hơn 20 đường bay tới những điểm đến du lịch nội địa như Quy Nhơn, Cần Thơ, Buôn Mê Thuột,.. và (2) áp lực cạnh tranh khiến giá vé trung bình/RPK của các hãng bay hiện hữu suy giảm, kích thích tiêu dùng. Trong khi đó tăng trưởng lượng khách quốc tế lại có sự giảm tốc với tốc độ tăng trưởng là 13%yoy – thấp hơn mức 2x% giai đoạn 2016 – 2018 do ảnh hưởng từ tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại.

Sản lượng hành khách qua cảng hàng không ACV 2016 - 2019E



Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam, Tổng cục Du lịch

Giá dầu giảm giúp cải thiện lợi nhuận các hãng hàng không. Trước tình trạng cung vượt cầu chưa được giải quyết, trong năm 2019 giá xăng Jet A1 trung bình vào khoảng 197 cents/gallon (-7.1% YoY theo tính toán của EIA), giúp lợi nhuận hoạt động của các hãng vận tải hàng không như HVN và VJC cải thiện khoảng 20%.



Nguồn: EIA

Kết quả kinh doanh 9T2019 toàn ngành khả quan với tổng doanh thu 9T2019 đạt 137,785 tỷ đồng (+6.9%yoy), tổng LNST đạt 13,464 tỷ đồng (+14.1%yoy) nhưng không đồng đều giữa các nhóm dịch vụ.

- Nhóm cảng và dịch vụ mặt đất hàng không ghi nhận tăng 13 – 19%yoy LNST với tỷ suất lợi nhuận cải thiện 1.2 điểm % so với cùng kỳ do được hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng lượng hành khách và hàng hóa vận chuyển. Chỉ riêng CIA có sự sụt giảm mạnh do ngừng hoạt động mảng kinh doanh hàng miễn thuế
- vốn nhiều cạnh tranh để tập trung các dịch vụ mặt đất khác.
- Trong khi đó kết quả kinh doanh nhóm vận tải hàng không gần như đi ngang với doanh thu +6%yoy còn lợi nhuận gộp +1.7%yoy. Tỷ suất lợi nhuận hoạt động giảm 0.4 – 1 điểm % do cạnh tranh cao tạo áp lực lên giá vé. Kết thúc 9 tháng đầu năm, LNST của VJC gần như không đổi so với cùng kỳ còn HVN tăng mạnh +27.6% do ghi nhận lãi từ tỷ giá và thu nhập khác (bảo hiểm, tiền phạt,...)

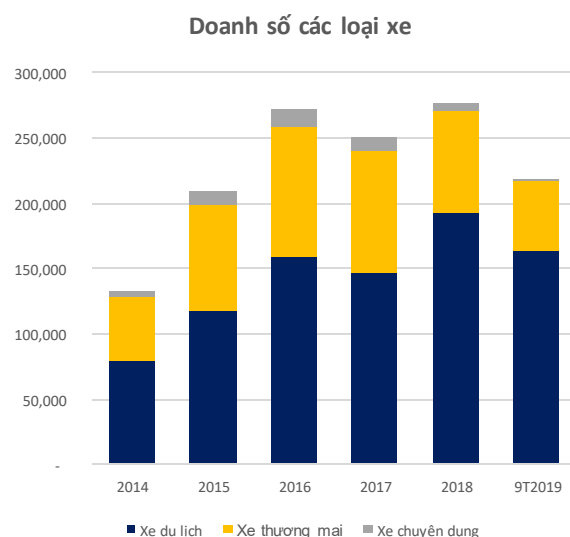
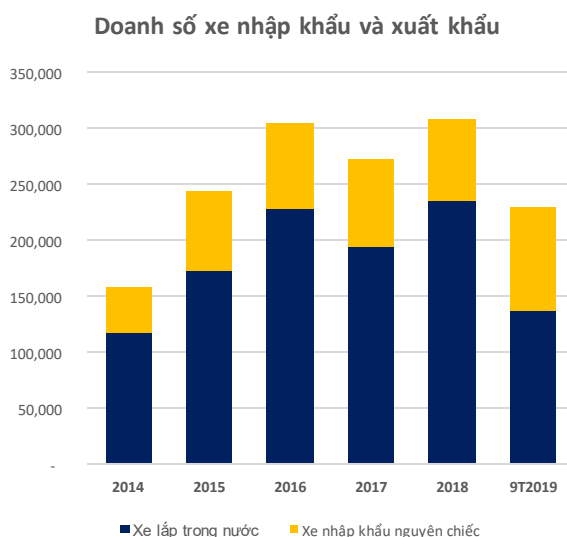
Mã	Nhóm dịch vụ	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
ACV	Cảng hàng không	13,500	13.0%	51.8%	50.7%	5,908	19.3%
HVN	Vận tải hàng không	75,094	3.0%	13.0%	13.4%	2,513	27.6%
VJC	không	38,134	12.4%	14.2%	15.2%	3,681	0.0%
AST		845	31.6%	55.0%	54.5%	170	40.6%
SCS		549	12.5%	79.3%	79.3%	367	13.8%
SGN		1,145	20.7%	35.9%	37.5%	262	11.2%
NCT	Dịch vụ mặt đất hàng không	509	-1.1%	50.1%	52.9%	175	-9.2%
CIA		218	-10.8%	27.7%	29.8%	22	-40.6%
SAS		2,113	9.0%	47.7%	44.2%	323	34.5%
MAS		189	4.7%	18.8%	18.4%	12	1.8%
NCS		488	2.6%	15.9%	14.7%	32	-10.5%

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Ngành Ô Tô [Cạnh tranh mạnh]

- Lũy kế 11T.2019, lượng xe nhập khẩu nguyên chiếc đạt 120,124 ô tô các loại (+104% yoy), xe lắp ráp đạt 169,622 (-6% yoy).
- Doanh số bán xe toàn thị trường ô tô Việt Nam 11T.2019 đạt 274,613 xe (+12% yoy).
- Doanh số bán xe máy toàn thị trường 11T.2019 giảm nhẹ đạt 2.33 triệu xe (-4.78% yoy)

Kết thúc 11 tháng 2019, tổng doanh số bán hàng của toàn thị trường đạt 274,613 xe (+12% yoy) trong đó doanh số ô tô du lịch tăng 30% yoy, xe thương mại giảm 3% yoy và xe chuyên dụng giảm 27% yoy. Tổng số xe lắp ráp đạt 169,622 (-6% yoy), xe nhập khẩu tăng trưởng mạnh đạt 120,124 xe (+104% yoy). Xe nhập khẩu tăng mạnh so với cùng kỳ nguyên nhân do nghị định 116 đã được các DN nhập khẩu đáp ứng, lượng xe tăng trở lại về mức bình thường và khiến xe lắp ráp giảm nhẹ. Tính chung 11 tháng năm 2019, sản lượng sản xuất ô tô ước đạt 243.3 nghìn chiếc (+8.3% yoy). Theo xu hướng đó, các doanh nghiệp phân phối xe nhập khẩu được hưởng lợi, tăng trưởng mạnh, xe lắp ráp có xu hướng giảm thị phần.



Nguồn: VAMA, BSC Research

Tình trạng nhập siêu ô tô, thị trường có dấu hiệu dư cung. Cạnh tranh gay gắt từ ô tô nhập khẩu đang ngày càng gia tăng và ảnh hưởng tới ngành sản xuất ô tô nội địa, chúng tôi ước tính nếu thuế nhập khẩu giảm về 0% thì trung bình giá xe ô tô sẽ giảm khoảng 10-30% so với giá ban đầu, do đó để cạnh tranh, các DN bán xe lắp ráp sẽ phải hạ giá thành khiến biên lợi nhuận gộp chung giảm.

KQKD 9T2019 các DN ngành ô tô tăng trưởng về doanh thu do sản lượng bán xe tăng nhưng LNST sụt giảm. (1) Hầu hết hoạt động kinh doanh cốt lõi của các DN ngành ô tô đều sụt giảm, các DN xe máy cũng sụt giảm nhẹ doanh số bán xe (từ -3% đến -4% yoy), VEA có sự tăng trưởng về lợi nhuận nhờ vào đóng góp của các liên doanh, liên kết. (2) Biên LNG các DN sụt giảm từ 2-4% do thị trường ô tô trở nên cạnh

tranh từ ô tô nhập khẩu đang ngày càng gia tăng và ảnh hưởng tới ngành sản xuất ô tô nội địa, khiến giá bán xe trung bình giảm từ 7-8%.

Mã	DTT 9T2019 (tỷ VND)	DTT 9T2018 (tỷ VND)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ VND)	LNST 9T2018 (tỷ VND)	%YoY
VEA	3.353	4682	-28%	4%	8%	5.152	4876	6%
SVC	13073	9632	36%	6%	7%	162	190	-15%
HAX	3636	3281	11%	4%	5%	44	64	-32%
TMT	995	843	18%	13%	17%	-7	8	-182%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

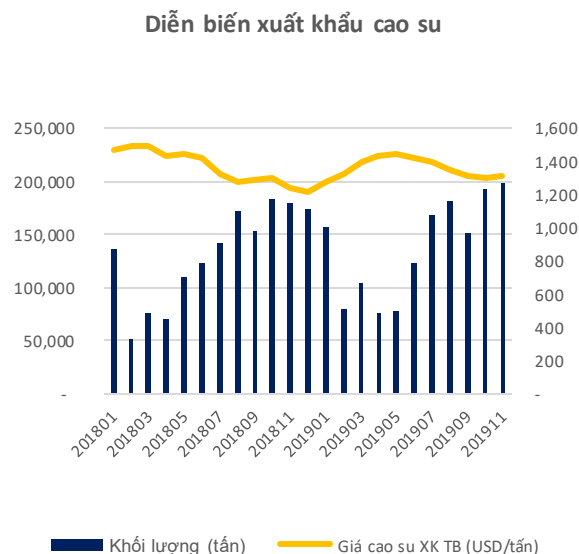
Ngành Cao su và Săm lốp [Một năm phân hóa]

- Giá cao su trên thế giới trung bình 2019 phục hồi nhẹ đạt 187 JPY/kg (+10% yoy)
- Lũy kế 11T2019, xuất khẩu cao su tăng cả về lượng (1.4 tấn, +8% yoy) và giá trị (2.03 tỷ USD, +7.8% yoy).
- So với cùng kỳ 2018, giá NVL của các DN sản xuất giảm, biên LNG được cải thiện mạnh.
- KQKD 9T2019 của các DN cao su phân hóa, các DN sản xuất tăng trưởng tích cực

Giá bán cao su trên thế giới trung bình cả năm 2019 hồi phục đạt 186.7 JPY/kg (+10% yoy). Sự phục hồi giá cao su tập trung chủ yếu vào tháng 6 và tháng 7 nhờ vào 1) tính chu kỳ, các tháng đầu năm là giai đoạn cao su rụng lá, không khai thác, (2) Ba nước Thái Lan, Malaysia và Indonesia cắt giảm sản lượng cung khoảng 240,000 tấn để hỗ trợ tăng giá và (3) sự phục hồi của giá dầu. Đến cuối năm 2019, giá cao su dần trở lại mức giá đầu năm, trung bình quý 4/2019 đạt 163 JPY/kg (-15% qoq), tuy nhiên xét trung bình cả năm 2019 giá cao su phục hồi.



Nguồn: BBG, BSC Research

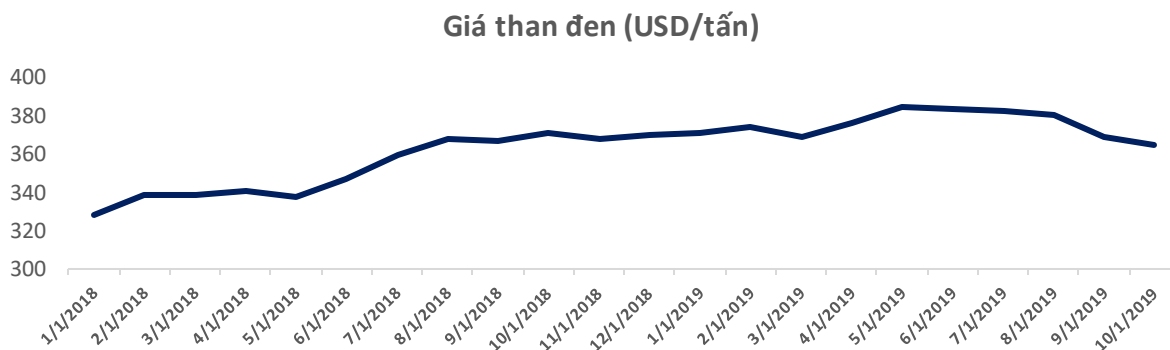


Nguồn: Tổng cục Hải Quan, BSC Research

Xuất khẩu cao su của Việt Nam tăng cả về sản lượng và giá trị (+8% yoy), giá bán giảm nhẹ -0.1%, ở mức 1,348 USD/tấn. Về sản lượng xuất khẩu, Trung Quốc là thị trường xuất khẩu cao su lớn nhất của Việt Nam (đạt 1.01 triệu tấn, +9.7% yoy và chiếm 67.5% tổng sản lượng xuất khẩu). Ngoài Trung Quốc, một số thị trường xuất khẩu cao su cũng tăng trưởng tích cực trong 11 tháng đầu năm 2019, bao gồm Ấn Độ (+29.7%), Hàn Quốc (26.1%), Brazil (+21.6%), và Bangladesh (+48.4%).

Các DN sản xuất khả quan trong việc xuất khẩu lốp Radial trong khi thị trường trong nước vẫn cạnh tranh gay gắt với Trung Quốc (50% thị phần lốp Radial) và các DN FDI. Hiện Vinachem đang kiến nghị với Bộ Công Thương siết chặt quản lý chất lượng lốp ô tô nhập khẩu nhằm giảm bớt lượng cung lốp kém chất lượng từ Trung Quốc.

Biên lợi nhuận gộp DN sản lốp có xu hướng cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm. Giá cao su ở mức bình ổn 33-35 triệu đồng/ tấn và giá than đen có xu hướng giảm mạnh -15% yoy (cao su chiếm 40% giá vốn, than đen chiếm 15% giá vốn). Năng lực tự chủ nguồn nguyên vật liệu của ngành sản lốp trong nước còn thấp nên hiệu quả kinh doanh phụ thuộc vào biến động giá nguyên vật liệu, biến động tỉ giá và lãi suất, nhà đầu tư cần theo dõi thêm.



Nguồn: BBG, BSC Research

Tình hình cung cầu cao su và sản lốp. Nguồn cầu cao su và sản lốp phụ thuộc vào sản lượng ô tô sản xuất trên thế giới, khoảng 70% cao su thiên nhiên được sử dụng để sản xuất lốp xe, trong đó Trung Quốc là quốc gia sản xuất xe ô tô lớn nhất thế giới. Tính chung 10 tháng/2019, doanh số bán xe Trung Quốc giảm -11% yoy, tiếp tục thể hiện xu hướng giảm rõ rệt nhu cầu sản xuất ô tô.

KQKD 9T2019: (1) Các DN cao su có kết quả kinh doanh phân hóa, nhóm DN tăng trưởng lợi nhuận GVR (+64% yoy), PHR (+64% yoy), TNC (+42% yoy) là nhờ ngoài mảng kinh doanh cao su, DN còn có nguồn thu từ các mảng kinh doanh khác (khu công nghiệp, gỗ và chuyển nhượng đất). Trong khi đó, các DN cao su còn lại trong nhóm đều có KQKD tăng trưởng âm do kinh doanh mủ cao su vẫn đang khó khăn. **(2) Các DN sản lốp có KQKD tăng trưởng tích cực** nhờ vào triển vọng xuất khẩu lốp Radial ra các thị trường thế giới và biên LNG được cải thiện tăng khoảng 2-3% nhờ giá nguyên vật liệu giảm mạnh (đề cập ở trên).

Mã	DTT 9T2019 (tỷ VND)	DTT 9T2018 (tỷ VND)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ VND)	LNST 9T2018 (tỷ VND)	%YoY
GVR	12,948	11857	9%	22%	24%	2,309	1404	64%
PHR	1,159	884	31%	25%	20%	650	397	64%
DPR	624	613	2%	27%	38%	118	176	-33%
DRI	358	369	-3%	25%	32%	15	25	-40%
RTB	339	361	-6%	13%	20%	103	170	-39%
TRC	217	236	-8%	15%	15%	41	54	-24%
HRC	114	90	27%	9%	14%	2	3	-33%
TNC	32	49	-35%	13%	14%	37	26	42%
DRC	2891	2552	13%	14%	12%	170	106	60%
CSM	3040	2819	8%	13%	10%	19	11	73%
SRC	708	704	1%	18%	16%	21	18	17%

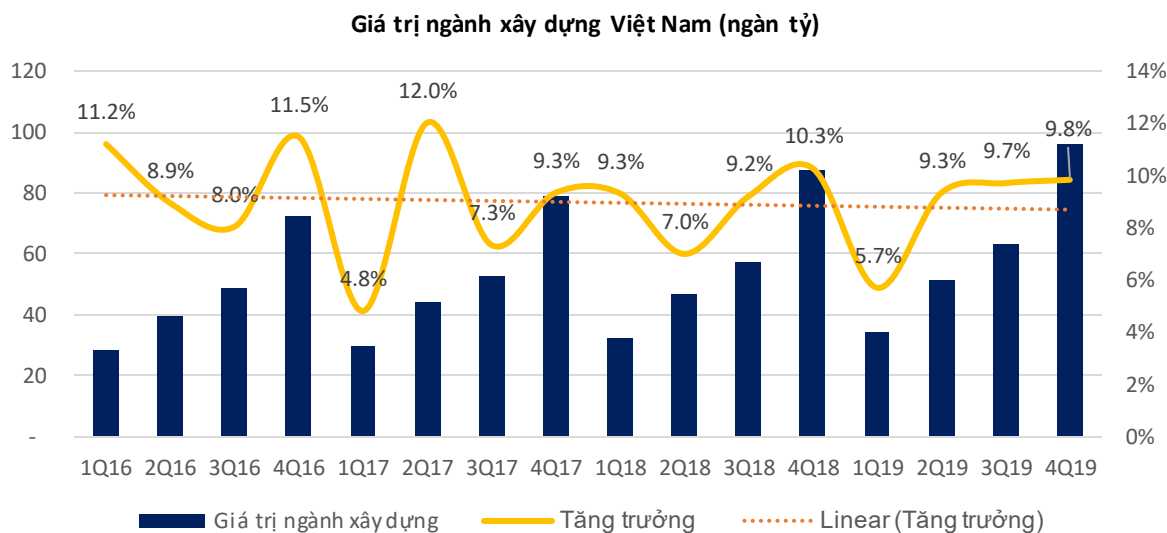
Nguồn: FinnPro, BSC Research

Ngành Xây Dựng – Kém khả quan

- Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 244,890 tỷ đồng (+9.1% yoy) theo GSO.
- Tình hình giải ngân đầu tư công cả nước Việt Nam hiện vẫn khá chậm chỉ đạt 29.5% trong năm 2019.
- Tổng kết KQKD ngành xây dựng 2019 vẫn còn nhiều khó khăn, trong đó lợi nhuận sau thuế của ngành đạt 5,952 tỷ đồng (-1.55% YoY)

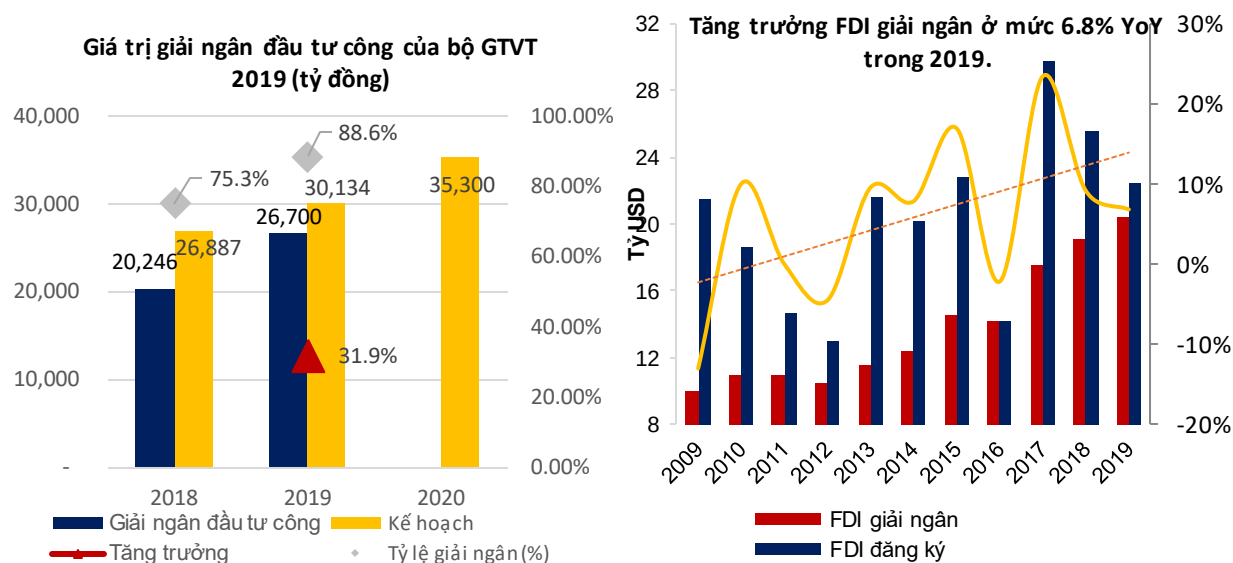
Giá trị ngành xây dựng tăng trưởng ổn định đạt 244,890 tỷ đồng (+9.1% yoy) theo Tổng cục thống kê.

Tính riêng quý 4 năm 2019, tổng giá trị ngành xây dựng đã đạt 96,000 tỷ đồng tăng +9.84% YoY, qua đó, ngành xây dựng đóng góp vào tổng giá trị toàn ngành GDP là 6.5%. Chúng tôi cho rằng ngành xây dựng năm 2019 đã có sự tăng trưởng nhưng thấp hơn năm 2018 do sự chậm trễ của giải ngân công của Nhà nước vào các dự án hạ tầng công như cao tốc Bắc Nam, xây dựng sân bay hàng không Long Thành, và hầu như các dự án bất động sản dân dụng bị siết nguồn cung cho năm 2019. Chúng tôi cho rằng ngành xây dựng bị ảnh hưởng rất lớn đối với ngành bất động sản và cũng như chính sách giải ngân công của nhà nước, tuy nhiên dòng vốn đầu tư FDI của nước ngoài vẫn tăng trưởng nên chúng tôi vẫn kỳ vọng vào ngành xây dựng sẽ được phục hồi trong 2020 - 2021.



Nguồn: GSO.

Kế hoạch giải ngân công 35,300 tỷ đồng (+17.15% YoY) của bộ GTVT vào năm 2020. Tính tới 12/2019, giá trị giải ngân vốn cho Bộ GTVT chỉ đạt 26,700 tỷ đồng (+31.9% yoy) hoàn thành 88.6% kế hoạch đề ra. Trong năm 2019, Bộ xây dựng hoàn thiện và bổ sung cho Luật Xây dựng liên quan đến cải thiện môi trường kinh doanh và nâng cao hiệu quả quản lý hoạt động đầu tư xây dựng, tuy nhiên việc phê duyệt đầu tư công cho các dự án bất động sản, đường, sân bay TSN đang quá tải cho TP.HCM vẫn còn chậm và khả năng sẽ tiếp diễn trong 2020. Tuy nhiên, giá trị vốn FDI giải ngân đạt 20.4 tỷ USD (+6.81% yoy) cả năm qua đó cho thấy Việt Nam vẫn là quốc gia được nhiều nhà đầu tư quốc tế lựa chọn trước biến động của thế giới.



Nguồn: GSO, MPI.

Tổng kết KQKD ngành xây dựng 2019 vẫn còn nhiều khó khăn: Doanh thu thuần ngành xây dựng lũy kế 9T2019 đạt 132.733 tỷ đồng (+2.13% YoY) và lợi nhuận sau thuế của ngành đạt 5,952 tỷ đồng (-1.55% YoY), biên lợi nhuận gộp của ngành giảm từ 11.43% trong 9T2018 về mức 10.93% trong 9T2019, trong đó các doanh nghiệp xây dựng đầu ngành có biên gộp đều giảm như biên gộp CTD là 4.37% giảm -2.5% so với cùng kỳ là 6.87%, HBC BG 9T19 đạt 6.73% giảm -3.12% so với 9T18 là 9.85%. Nguyên nhân chủ yếu do **(1)** Tình hình cạnh tranh khốc liệt của ngành khi nguồn cung các dự án bất động sản đang siết lại **(2)** Giá nguyên vật liệu tăng như xi măng, cát, nhân công,... Bên cạnh đó, chi phí lãi vay trên doanh thu thuần cũng tăng từ 3.19% trong 9T18 lên 3.61% 9T19 khiến cho lợi nhuận toàn ngành giảm đi.

Mã CK	DTT 9T2019	DTT 9T2018	% YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019	LNST 9T2018	% YoY
CTD	16,262	20,737	-21.6%	4.4%	6.9%	478	1,192	-59.9%
HBC	13,646	12,768	6.9%	6.7%	9.9%	243	501	-51.5%
FCN	1,805	1,709	5.6%	14.1%	15.2%	145	125	16.0%
LCG	1,776	1,624	9.4%	19.7%	11.5%	153	99	54.5%

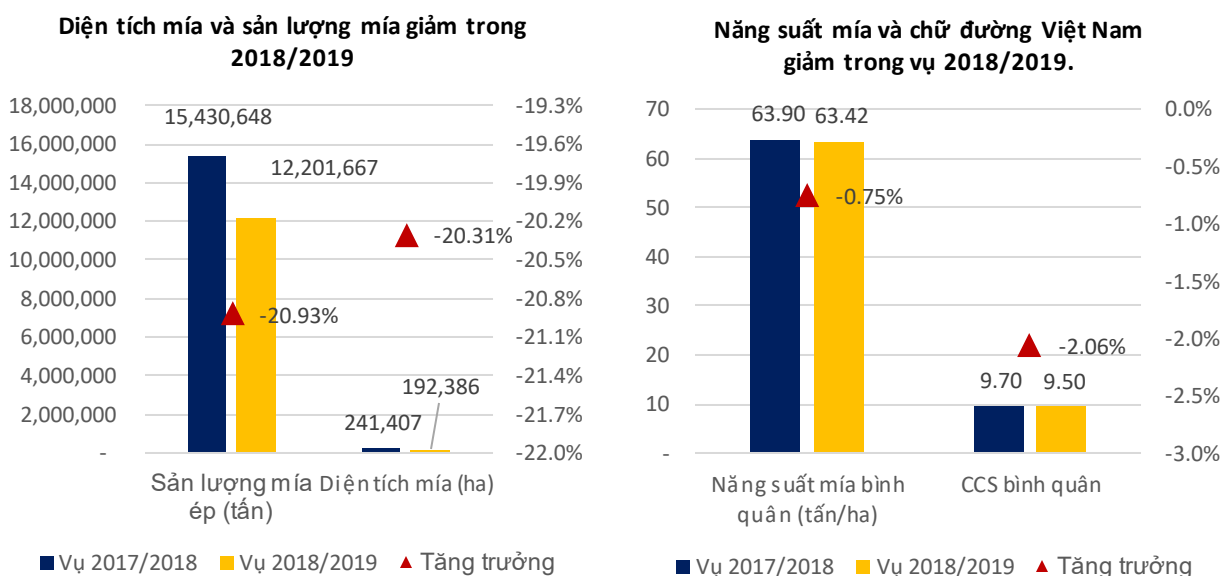
Nguồn: FiinPro, BSC Research

Ngành Đường [Kém Khả Quan]

- Một năm khó khăn của ngành đường Việt Nam khi diện tích và sản lượng mía đều giảm hơn 20% YoY.
- Ngành đường sẽ tiếp tục khó khăn khi hiệp định ATIGA có hiệu lực vào 1/1/2020.
- Tổng kết KQKD ngành đường trong Q3/2019 lợi nhuận giảm -2.3% YoY

Một năm khó khăn của ngành đường Việt Nam khi diện tích và sản lượng mía đều giảm hơn 20% YoY.

Theo hiệp hội mía đường Việt Nam (VSSA), hoạt động sản xuất mía đường trong niên vụ 2018-2019 không đạt như kế hoạch đề ra vì diện tích giảm về 192,386 ha (-20% YoY), từ đó sản lượng mía ép giảm hơn 3.2 triệu tấn tương đương -20.9% YoY và năng suất giảm còn 63.42 tấn/ha (-0.7% YoY), chữ đường cũng giảm về 8.5-9.5 so với cùng kỳ là 9.7 CCS. Nguyên nhân của việc giảm sản lượng là do một số vùng bị ảnh hưởng của thời tiết khắc nghiệt – hạn hán kéo dài từ El Niño làm giảm diện tích lẫn năng suất và chất lượng mía. Bên cạnh đó, giá đường xuống thấp dưới tác động của đường nhập lậu từ Thái Lan với giá đường sản xuất khoảng 6,500 đồng/kg thấp hơn giá đường Việt Nam tầm 7,500-8,500 đồng/kg.



Nguồn: Vietnambiz, BSC

Tổng kết KQKD ngành đường trong 9T2019 lợi nhuận giảm -2.3% YoY. DTT và LNST của ngành đường trong 9T2019 đạt lần lượt 16,265 tỷ đồng (+6.93% YoY) và 1,155 tỷ đồng (-2.28% YoY), trong đó biên gộp ngành đường giảm nhẹ từ 18.27% trong 9T18 xuống 17.03% 9T19, nguyên nhân chủ yếu do giá đường trong nước giảm do việc cạnh tranh của đường nhập từ Thái Lan. Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp và bán hàng trên doanh thu thuần cũng tăng lên 9.75% (+ 29 bps) so với cùng kỳ là 9.46%, nhưng được bù lại từ chi phí lãi vay trên doanh thu thuần giảm còn 3.81% (-35 bps) so với cùng kỳ là 4.16%. Chúng tôi cho rằng ngành đường hiện đang đứng trước sự cạnh tranh rất lớn từ thế giới khi từ 1/1/2020 hiệp định ATIGA có hiệu lực, qua đó các doanh nghiệp cần đổi mới sáng tạo để mới cạnh tranh được với thế giới.

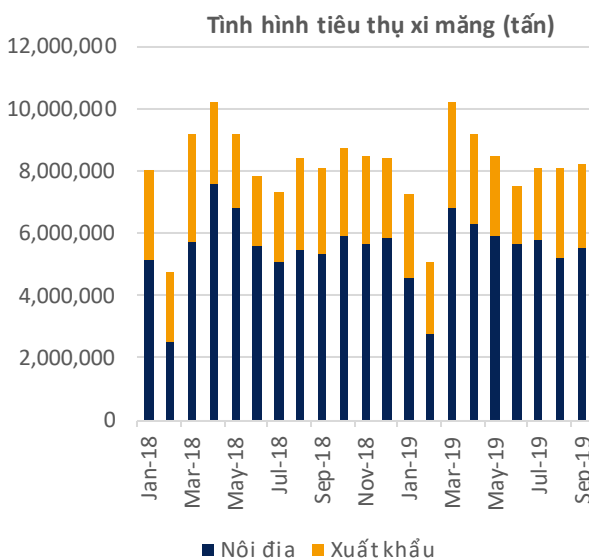
Mã CK	DTT 9T2019	DTT 9T2018	% YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019	LNST 9T2018	% YoY
SBT	8,379	7,339	14.2%	8.9%	11.7%	293	323	-9.3%
QNS	6,048	6,145	-1.6%	30.4%	27.3%	807	788	2.4%
LSS	1,251	1,174	6.6%	8.2%	10.1%	15	(8)	287.5%
SLS	587	553	6.1%	13.5%	22.4%	40	79	-49.4%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

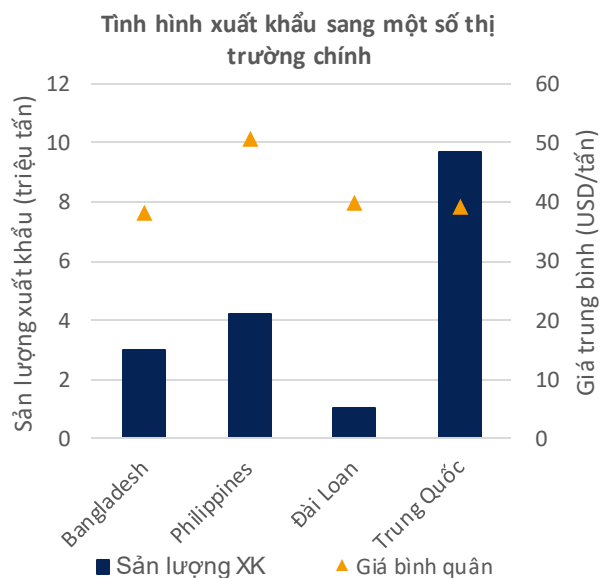
Ngành Xi măng [Tiêu thụ chứng lại]

- Tiêu thụ xi măng 9T2019 đạt 72 triệu tấn (-1% YoY). Ước tính sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker năm 2019 đạt 97-98 triệu tấn (-0.7% YoY).
- Giá clinker và xi măng tăng so với cùng kỳ, mức tăng từ 2-6%.
- Giá than cám đầu vào trong xu hướng giảm, giúp các DN tiết kiệm chi phí nhiên liệu.
- Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh. Tổng doanh thu các doanh nghiệp xi măng niêm yết đạt 16,151 tỷ đồng (+3.8% YoY). Tổng LNST của các doanh nghiệp là 737 tỷ đồng (+47.4% YoY).

Tiêu thụ xi măng 9T2019 đạt 72 triệu tấn (-1% YoY), trong đó tiêu thụ nội địa đạt 48.53 triệu tấn (-1% YoY), xuất khẩu xi măng và clinker đạt 23.53 triệu tấn (+35% YoY). Theo đó, ước tính sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker năm 2019 đạt 97-98 triệu tấn (-0.7% YoY): nội địa 66 triệu tấn (+0.6% YoY) và xuất khẩu 31-32 triệu tấn (tương đương 2018), giá trị xuất khẩu 1.27 tỷ USD (+8% YoY). Tiêu thụ xi măng nội địa suy giảm bởi hoạt động xây dựng chứng lại, trong khi xuất khẩu vẫn được hỗ trợ tích cực bởi thị trường Trung Quốc.



Nguồn: FiinPro



Nguồn: Tổng cục hải quan

Giá clinker và xi măng tăng so với cùng kỳ, mức tăng từ 2-6%. Giá xuất khẩu bình quân 11T2019 đạt 41.3 USD/ tấn (+6% YoY), giảm so với đầu năm. Giá xi măng tại thị trường nội địa đã có 3 nhịp tăng giá trong năm do giá điện, than tăng: 2 lần tăng trong 5T2019 với mức tăng 50,000-70,000 đồng/tấn, đầu T10/2019 với mức điều chỉnh tăng 20,000-50,000 đồng/tấn như Công Thanh, Long Sơn, Hoàng Long, The Vissai, Duyên Hà.

Giá than cám đầu vào trong xu hướng giảm, giúp các DN tiết kiệm chi phí nhiên liệu. Giá than cám FOB tại cảng Newcastle (Úc) -32% YTD, hay -27.3% YoY. Theo cập nhật của chúng tôi tại một số doanh nghiệp sản xuất xi măng, giá than đã giảm khoảng 50,000-70,000 đồng/tấn từ 2H2019 so với thời điểm đầu năm (tương ứng với mức giảm 2-2.5%). Nguyên liệu than chiếm từ khoảng 30% giá vốn của xi măng nên giá than giảm sẽ hỗ trợ cho các DN xi măng cải thiện lợi nhuận trong bối cảnh cạnh tranh tăng lên khi tiêu thụ có dấu hiệu chững lại, dự địa tăng giá bán theo giá đầu vào thu hẹp.

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh. Tổng doanh thu các doanh nghiệp xi măng niêm yết đạt 16,151 tỷ đồng (+3.8% YoY) với đóng góp lớn từ HT1 (+494 tỷ, ~+8.2% YoY nhờ sản lượng +10% YoY), BTS (+229 tỷ, ~+10.7% YoY). Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp được cải thiện nhờ giá bán tăng đủ bù đắp được tăng giá điện và giá than giảm trong nửa cuối năm. Tổng LNST của các doanh nghiệp là 737 tỷ đồng (+47.4% YoY).

Mã	DTT 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG 9T2019	Biên LNG 9T2018	LNST 9T2019 (tỷ đồng)	%YoY
HT1	6,554	8.2%	17.1%	16.4%	529	19.7%
BCC	2,834	4.3%	14.6%	11.5%	96	152.6%
BTS	2,379	10.7%	13.1%	13.2%	46	155.6%
HOM	1,194	-2.5%	10.8%	10.9%	12	500.0%

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +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

Website: <http://www.bsc.com.vn>

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

