



BÁO CÁO ^{ÁP}

TRIỂN VỌNG NGÀNH 2020

Phần 2: Outlook 2020



MỤC LỤC

1. Chủ đề đầu tư năm 2020	1
2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2020	7
3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành.....	10
4. Triển vọng ngành 2020	13
5. Tổng hợp các cổ phiếu khuyến nghị 2020	16
Ngành Ngân hàng [Khả quan]	18
Ngành Tiêu Dùng [Khả quan]	24
Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan]	28
Ngành Điện [Khả quan]	31
Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Khả quan].....	36
Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ [Trung lập].....	39
Ngành Bất Động Sản [Trung lập]	42
Ngành Dầu khí [Trung Lập]	48
Ngành Hàng không [Trung lập]	51
Ngành Thủy sản [Trung lập]	54
Ngành Dược [Trung lập].....	56
Ngành Cao su và sản phẩm [Trung Lập].....	58
Ngành Dệt may [Trung lập].....	60
Ngành Thép [Trung lập]	63
Ngành Xi măng [Trung lập]	66
Ngành Nhựa [Trung lập]	68
Ngành Vận tải biển [Trung lập]	71
Ngành Cảng biển [Trung lập]	73
Ngành Đường [Kém khả quan]	75
Ngành Xây dựng [Kém khả quan]	77

1. Chủ đề đầu tư năm 2020

Trải qua đều đặn các năm, BSC thường đưa ra các chủ đề đầu tư, đánh giá tổng quát các cơ hội có thể có, giúp NĐT có thêm những lựa chọn trong xuyên suốt 1 năm. Với năm 2020, BSC vẫn giữ quan điểm tích cực với Vĩ mô và Thận Trọng với thị trường nói chung và đưa ra các chủ đề như sau:

Thứ nhất, câu chuyện thu hút dòng vốn nước ngoài đón đầu kỳ vọng nâng hạng. Năm 2019 đánh dấu bước đầu của việc chuyển mình của “thị trường” về chất lượng và cấu trúc với luật chứng khoán đã được thông qua. Trong năm 2020, dự thảo về luật doanh nghiệp sửa đổi và luật đầu tư cũng sẽ được đệ trình lên Quốc Hội, với kỳ vọng dự kiến các luật này được thông qua sẽ giúp Việt Nam đáp ứng các yêu cầu nâng hạng thị trường như cải thiện khung pháp lý về giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL), hoạt động thanh toán và quy chuẩn công bố thông tin. Chúng ta có thể kỳ vọng vào năm 2020 khi luật Chứng Khoán có hiệu lực và tỷ trọng VN trong MSCI Frontier có thể tăng lên 30% khi Kuwait được nâng hạng lên thị trường mới nổi. Trong trường hợp nếu Việt Nam được FTSE nâng hạng trọng 2021 thì đây sẽ là bất ngờ lớn.

Thứ hai, Sản phẩm mới Chứng Quyền và Quỹ ETF mới đã triển khai 2019 mang tới kỳ vọng đón nhận dòng tiền ETF của nhà đầu tư nước ngoài trong nửa đầu năm 2020. Ngày 18/11/2019, HOSE chính thức triển khai ba bộ chỉ số mới bao gồm VN Diamond, VNFin Lead và VNFin Select với thành phần chủ yếu là các (1) cổ phiếu hết room và (2) cổ phiếu tài chính – ngân hàng. Hiện tại, chúng ta có thể kỳ vọng các quỹ ETF dựa trên các bộ chỉ số này sẽ sớm được triển khai trong nửa đầu năm 2020, qua đó thu hút dòng vốn ngoại và hỗ trợ thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2020. BSC hiện tại đã có xây dựng ba danh mục đầu tư cổ phiếu dựa theo các bộ sản phẩm chứng quyền và quỹ ETF. ([Link tham khảo danh mục](#))

Thứ ba, kỳ vọng tiến trình niêm yết/cổ phần hóa và chuyển sàn từ năm 2020 sẽ cải thiện hơn trước áp lực hoàn thành kế hoạch do tiến độ chậm chạp trong vòng giai đoạn năm 2018-2019.

Tính đến tháng 09/2019 mới chỉ có 36/127 doanh nghiệp hoàn thành cổ phần hóa và hoàn thành thoái vốn được 89/405 doanh nghiệp, tương đương lần lượt hoàn thành 28.3% và 21.9% so với kế hoạch đặt ra 2016-2020. Với tỷ lệ thực hiện kế hoạch đang ở mức thấp cũng như áp lực về thời gian còn lại là khá ít, BSC cho rằng tiến trình niêm yết/cổ phần hóa sẽ được đẩy mạnh từ sau năm 2020.

- (1) Cổ phần hóa: Theo QĐ số 26/2019, dự kiến sẽ có 93 doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa đến hết năm 2020. Trong đó, có một số tập đoàn kinh tế lớn như Ngân hàng Nông nghiệp và phát triển nông thôn (Agribank), Genco1, Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam, tập đoàn Than – Khoáng sản Việt Nam, Bưu chính viễn Thông Việt Nam (MobiFone), Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam, Tổng công ty Bến Thành,...
- (2) Hiện tại, thị trường Việt Nam được đánh giá là thị trường có sức hấp dẫn với nhà đầu tư nước ngoài nhờ vào P/E thị trường ở mức hấp dẫn, Mức tăng trưởng lợi nhuận ghi nhận hai con số, tuy nhiên vướng mắc về tỷ lệ sở hữu nước ngoài cũng như số lượng hàng hóa có quy mô vốn hóa lớn hạn chế sẽ được khắc phục dần thông qua việc cổ phần hóa các doanh nghiệp lớn kể trên.

STT	Tên	Vốn điều lệ (triệu USD)	Tỷ lệ bán dự kiến (%)
1	Agribank	1,309	<35
2	Genco 1	770	>50
3	Genco 2	508	>50
4	VNPT	2,727	50-65
5	Vicem	622	50-65
6	Mobifone	644	50-65
7	Satra	372	50-65
8	HUD	89	>50
9	TKV	1,502	<35
10	DAKWACO	315	>50
	Tổng	8,543	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

(3) Thoái vốn: Trong năm 2019, các thương vụ thoái vốn được nhà đầu tư kỳ vọng như Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam - ACV (Bán 20% vốn), Tập đoàn xăng dầu Việt Nam - PLX (Bán 25% vốn), Tổng công ty hàng không Việt Nam HVN (Bán 35% vốn), Tập đoàn Dệt May (VGT) đều không xảy ra như kỳ vọng. Riêng chỉ có một số thương vụ thành công có thể kể đến như Tổng công ty Viglacera (VGC, hoàn thành 69/80.5 triệu cp), các công ty con của tập đoàn hóa chất Vinachem như DCI, SRC.

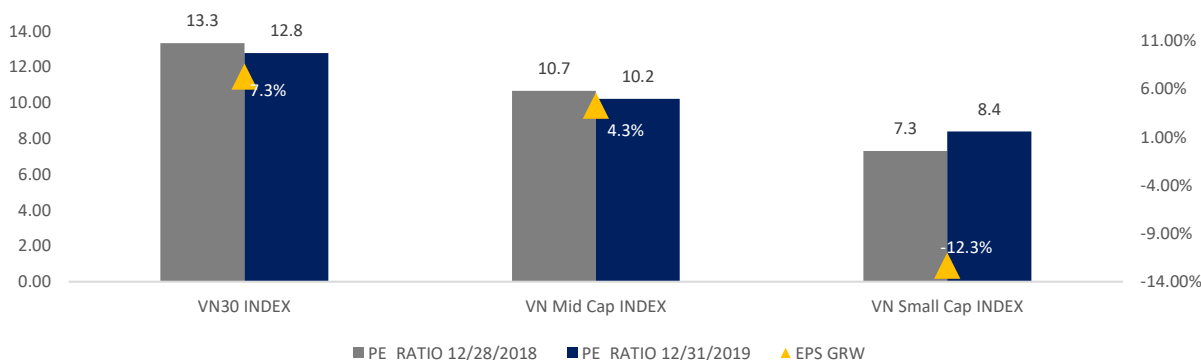
Thứ tư, sự thay đổi thứ tự trong rổ VN30 và dự báo sẽ có ảnh hưởng lớn đến Vn-Index năm 2020. Trong năm 2019, rổ VN30 đã có sự thay đổi lớn với nhiều mã cổ phiếu có vốn hóa lớn được thêm vào như VHM, TCB, HDB,... Theo đó, tổng tỷ trọng nhóm VN30 tính tới thời điểm 24/12/2019 đã chiếm 79.0% tổng vốn hóa VN-Index tăng từ mức 63.9% đầu năm 2019, điều này cho thấy tầm ảnh hưởng nhất định của việc tái cơ cấu trong danh mục VN30. Theo dự báo của BSC, nhóm VN30 sẽ tiếp tục có thêm sự bổ sung chất lượng từ các cổ phiếu lớn khác trong kỳ review Q1/2020 là POW và PLX, hai cổ phiếu bị loại tương ứng là DPM và CTD, nhóm các cổ phiếu dự phòng là TPB, GEX, KDH, DXG. Theo đó, trong trường hợp POW và PLX được thêm vào, nhóm danh mục VN30 mới sẽ chiếm khoảng 81.3% tổng vốn hóa VN-Index.

Thứ năm, nhóm cổ phiếu blue chip, đặc biệt là các nhóm ngành (1) Ngân hàng, (2) Bán lẻ và (3) IT được dự báo sẽ là các nhóm duy trì được mức tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số trong năm 2020. Ngoài ra, nhóm ngành cổ phiếu phòng thủ như điện, dược cũng sẽ là nơi trú ẩn trước những “cơn gió ngược chiều” như căng thẳng địa chính trị và dịch bệnh Corona.

Tính đến 31/12/2019 hiệu suất của tất cả các nhóm đều có mức tăng nhẹ cùng chiều với sự vận động của VN-Index. Trong đó, nhóm Large Cap đã ghi nhận hiệu suất tốt hơn VN-Index (+11.5% YoY), nhóm Pennies ghi nhận hiệu suất mạnh nhất với +19.2%, VN30 tăng +2.8% và VN-Index tăng +7.7%. Xét về mức định giá P/E bình quân của nhóm VN30 có mức định giá tương đối hấp dẫn với việc P/E bị điều chỉnh giảm xuống mức 12.8 lần so với mức 13.3 lần thời điểm cuối năm 2018. Thêm vào đó, nhóm cổ phiếu Large-cap, cụ thể là VN30 vẫn duy trì mức tăng trưởng EPS lũy kế 12 tháng khá tốt đạt 7.31%. Theo dự báo của chúng

tôi, kết quả kinh doanh Q4 của các nhóm này, đặc biệt là ngân hàng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tốt và sẽ giúp cải thiện tăng trưởng EPS. Thêm vào đó, với câu chuyện về dòng vốn ETF được kỳ vọng, các mã cổ phiếu Large-cap có (1) mức định giá hấp dẫn, (2) Câu chuyện tăng trưởng lợi nhuận duy trì mức tốt, (3) Thanh khoản và vốn hóa tương đối, BSC cho rằng sẽ có nhiều khả năng nhận được sự quan tâm hơn trong năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhóm Large Cap (Cổ phiếu Blue-chip), cụ thể các ngành ngân hàng, bán lẻ và IT sẽ là nhóm duy trì được hiệu suất tốt so với VN-Index trong năm 2020.

PE và mức tăng trưởng EPS của VN Index 2019



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhóm ngành phòng thủ (Điện, nước, Hàng hóa thiết yếu và Dược) là những nơi trú ẩn tốt trước “Những cơn gió ngược chiều” có thể tạo nên những trạng thái tiêu cực đến thị trường chứng khoán như (1) Dịch bệnh virus Corona và (2) Căng thẳng địa chính trị. Theo đó, những dịch bệnh Virus Corona có thể có những ảnh hưởng trực tiếp đến ngành du lịch, xuất-nhập khẩu và tăng trưởng GDP Việt Nam, theo báo cáo đặc biệt của chúng tôi ([Link báo cáo Virus Corona](#)), BSC cho rằng trong ngắn hạn tồn tại một rủi ro nhất định nhưng trong trung dài hạn sẽ là cơ hội sau khi dịch bệnh được kiểm chế.

Năm 2020, tâm điểm chú ý ở nhóm ngân hàng nhờ (1) Duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số và (2) Hạn chót về lộ trình niêm yết của nhóm ngân hàng theo đề án “Cơ cấu lại thị trường chứng khoán và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025”.

- Chúng tôi lạc quan triển vọng ngành ngân hàng trong bối cảnh đây là một trong số ít ngành có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ở mức cao cùng với mặt bằng định giá còn thấp. BSC ước tính trong năm 2020, TOI và PBT của các ngân hàng niêm yết sẽ đạt lần lượt 325,808 tỷ VND (+15.7% yoy) và 125,892 tỷ VND (+21.4% yoy).
- Một điểm đáng lưu ý nữa, theo đó 16/34 NHTM sẽ phải niêm yết trong năm 2020 theo đúng lộ trình. Trong số đó, mới chỉ có Ngân hàng TMCP Hàng Hải hiện nay đã trình hồ sơ niêm yết lên SGD CK TP Hồ Chí Minh và đang chờ xét duyệt. Hiện tại, tỷ trọng nhóm ngân hàng trong VNI-Index đang chiếm khoảng 30%, với việc nhiều ngân hàng lớn được niêm yết như Agribank (30,496 tỷ đồng), Sài Gòn (15,232 tỷ đồng), Phương Đông (6,599 tỷ đồng), Maritimebank (VĐL 11,750 tỷ đồng), Seabank (VĐL 5,466 tỷ đồng), ABBbank (VĐL 5,319 tỷ đồng),.... điều này sẽ giúp nhà đầu tư sẽ có

thêm nhiều sự lựa chọn hơn và thị trường chứng khoán sôi động hơn. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý tiến độ niêm yết sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng các ngân hàng này giải quyết các khoản nợ xấu còn tồn đọng và hoàn thành các thủ tục để áp dụng Basel II.

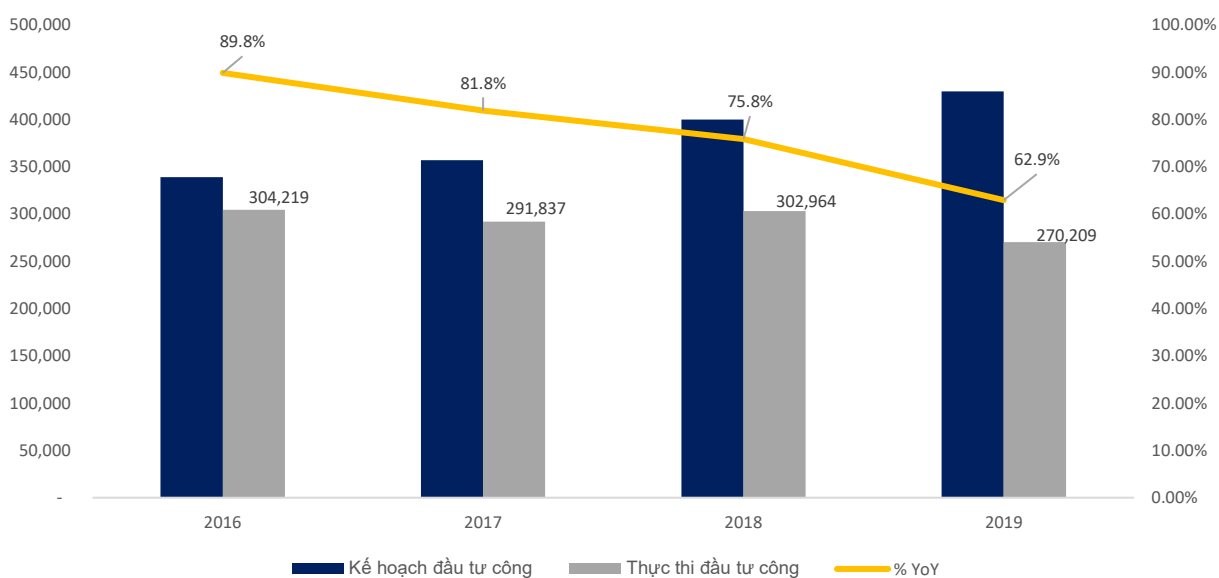
Bảng 5: NHTM niêm yết trong năm 2020

Tên ngân hàng TMCP	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)
Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam	30,496	1,353,171
Sài Gòn	15,232	552,548
Đông Nam Á	9,369	152,559
Đại Chúng Việt Nam	9,000	151,738
Hàng Hải	11,750	148,342
Phương Đông	6,599	106,413
Nam Á	3,354	87,820
Việt Á	3,500	72,680
Bảo Việt (Baoviet bank)	3,150	53,663
Bản Việt	3,171	48,019
Xăng dầu Petrolimex	3,000	30,940
Sài Gòn Công Thương	3,080	22,077
Đông Á	5,000	
Ngân hàng TNHH MTV Đại Dương	4,000	
Ngân hàng TNHH MTV Dầu khí toàn cầu	3,018	
Ngân hàng TNHH MTV Xây dựng	3,000	
Tổng	116,719	2,779,970

Nguồn: BCTC NHTM, BSC Research

Thứ sáu, giải ngân đầu tư công dự kiến sẽ chưa có nhiều biến chuyển tích cực trong năm 2020, tuy nhiên dự kiến được kỳ vọng thay đổi trạng thái từ năm 2021. Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công năm 2019 còn rất thấp, chỉ đạt gần 62.9% so với kế hoạch, tương đương với 270 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ thực hiện liên tục suy giảm từ 2016 và khá thấp so với cùng kỳ năm trước mặc dù chính phủ đã ban hành các thông tư và nghị quyết đẩy nhanh tiến độ giải ngân. Bắt đầu từ 01/01/2020, Luật Đầu Tư công mới sẽ có hiệu lực và giúp đẩy nhanh thủ tục xét duyệt về vấn đề nguồn vốn và có thể cải thiện tiến độ giải ngân một số dự án, tuy nhiên các thủ tục này vẫn sẽ phải chờ thêm các thông tư, hướng dẫn thực hiện đi kèm. Ngoài ra, những vấn đề khác như thủ tục đầu tư, công tác giải phóng mặt bằng, việc xét duyệt tính khả thi dự án và quyết toán các dự án vẫn là những vấn đề cần Chính Phủ chú ý trong năm 2020 nhằm đẩy nhanh tiến độ giải ngân. Do đó, chúng tôi cho rằng đầu tư công năm 2020 dự kiến sẽ kỳ vọng cải thiện hơn so với năm 2019 nhưng mức độ cải thiện sẽ không lớn, tuy nhiên BSC cho rằng trạng thái này sẽ có những chuyển biến tích cực và đáng kể hơn từ năm 2021.

Đầu tư công



Nguồn: Bộ Công Thương

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

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

Nguồn: BSC Research

2. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2020

Những thông tin vĩ mô trong và ngoài nước, cùng những chính sách sửa đổi bổ sung quy định mới sẽ có tác động trái chiều với nhiều mức độ khác nhau lên thị trường chứng khoán nói chung, các doanh nghiệp nói riêng. BSC đã thống kê các chính sách, sự kiện quan trọng đáng lưu ý trong năm 2020:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 06/01/2019
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: Kinh tế Hoa Kỳ ổn định tăng trưởng, FED giữ lãi suất hiện hành		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
2	PBoC: Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm, RMB giảm giá trị		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
3	ECB: tiếp diễn chính sách nới lỏng		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
4	Mặt bằng giá nguyên liệu tăng, đặc biệt là giá dầu		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô Khu vực					
5	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung		Đan xen	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
6	Các nền kinh tế Châu Á tăng trưởng kém tích cực		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Cuộc họp OPEC	06/03/2020	Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
8	Cuộc họp G7	10-12/06/2020	Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
Chính sách sửa đổi luật					
1	Luật đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP)		Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	Sửa đổi luật đầu tư, luật doanh nghiệp		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	Luật chứng khoán sửa đổi	01/01/2021	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
4	Giá thực phẩm, giá xăng tăng		Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
5	Việt Nam nâng hạng thị trường sơ cấp FTSE Russell		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực		Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 06/01/2019	
6	Việt Nam tăng tỉ trọng trong rổ MSCI Frontier do Kuwait được nâng hạng	05/2020		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng
7	Tăng cổ phần hóa và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước			Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng	ảnh hưởng
Chính sách tiền tệ							
8	Tỷ giá USD/VND chững lại			Trung lập	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng	ảnh hưởng
9	Tỉ lệ an toàn vốn tối thiểu của các NH ở mức 8%	01/01/2020		Đan xen	Trung bình	Đã ảnh hưởng	ảnh hưởng
Chính sách chứng khoán							
10	Cho phép bán chứng khoán chờ về			Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng
11	Chứng chỉ lưu ký, chứng chỉ lưu ký không quyền biểu quyết			Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng
12	Đề án phân bổ cổ phiếu niêm yết, nới biên độ			Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng
13	Niêm yết NHTMCP và thoái vốn Agribank			Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng
14	Nâng điều kiện công ty đại chúng			Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do							
1	Việt Nam – EFTA FTA	Đang phán	đàm	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng
2	Việt Nam – Israel FTA	Đang phán	đàm	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng
3	RCEP ASEAN	Đang phán	đàm	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng	ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research

Các sự kiện theo mốc thời gian

Tháng	Ngày	Việt Nam	Ngày	Quốc Tế
1	16	Đáo hạn HĐTL	11	Tổng tuyển cử đài Loan
	17	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục	28-29	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	18	ETF VN30 review	23	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 4		
2	25/01-02/02	Nghỉ tết Nguyên Đán	28	Ishare MSCI review
	20	Đáo hạn HĐTL		
3	6	ETF FTSE VN công bố danh mục	12	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	13	ETF VNM công bố danh mục	17-18	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	19	Đáo hạn HĐTL	23-27	FTSE Russell Công bố xếp hạng thị trường
	19-20	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch		
4	16	Đáo hạn HĐTL	15	Bầu cử Lập pháp ở Hàn Quốc
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 1	28-29	FED họp
	17	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục	30	ECB họp
	30	Nghỉ giải phóng miền Nam		
	30	Hạn cuối nộp BCTN		
5	1-2	Nghỉ quốc tế lao động	31	Ishare MSCI review
	21	Đáo hạn HĐTL		
	Tháng 5	Hội nghị trung ương đảng lần thứ 12		
6	5	ETF FTSE VN công bố danh mục	4	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	12	ETF VNM công bố danh mục	9-10	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	18	Đáo hạn HĐTL	22-26	MSCI công bố xếp hạng thị trường
	18-19	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch		
	Tháng 6	Hợp Quốc hội		
7	13	ETF VN30 review	1-2	OPEC họp
	16	Đáo hạn HĐTL	28-29	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	17	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 2		
8	15	Hạn cuối nộp BCTC bán niên		
	20	Đáo hạn HĐTL		
	26	Ishare MSCI review		
9	17-18	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch	15-16	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	17	Đáo hạn HĐTL	23-27	FTSE Russell Công bố xếp hạng thị trường
10	15	Đáo hạn HĐTL	29-30	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	18	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 3		
	Tháng 10	Hội nghị trung ương lần thứ 13		
11	19	Đáo hạn HĐTL	3	Bầu cử Tổng thống Mỹ
	30	Ishare MSCI review	4-5	Fed họp
	Tháng 11	Hợp Quốc hội	21-22	Cuộc họp G20
12	17	Đáo hạn HĐTL	15-16*	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	17-18	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch	23-27	MSCI công bố xếp hạng thị trường

3. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành

Trong năm 2019, những yếu tố bất ổn vĩ mô về (1) Chiến tranh thương mại, (2) Biến động mạnh của giá dầu và (3) FED và các nước lớn trên thế giới thay đổi và tập trung nói lỏng chính sách tiền tệ hỗ trợ nền kinh tế thế giới và Việt Nam cũng không phải ngoại lệ trong việc cắt giảm lãi suất, (4) Thông qua Luật chứng khoán sửa đổi và sự ra đời của các sản phẩm mới đã có những ảnh hưởng nhất định đến nền kinh tế Việt Nam. Các chỉ tiêu kinh tế hiện tại của Việt Nam cho thấy chúng ta **đang ở giai đoạn hậu tăng trưởng, tiến dần đến chu kỳ Giảm tốc (Slowdown)**, điển hình bởi đa số các dấu hiệu như lạm phát có xu hướng tăng, giá trái phiếu có xu hướng bắt đầu tăng, lãi suất cổ phiếu có xu hướng giảm, bắt đầu thực hiện các biện pháp nói lỏng tiền tệ.

Chu kỳ kinh tế	Lạm phát	Chính sách kinh tế	Dấu hiệu thị trường
Phục hồi ban đầu (Initial Recovery)	Giảm lạm phát	Kích thích	Lãi suất ngắn hạn thấp hoặc giảm Lãi suất dài hạn chạm đáy và đỉnh của giá trái phiếu Giá cổ phiếu bắt đầu tăng
Tiền tăng trưởng (Early Upswing)	Lạm phát thấp Tăng trưởng kinh tế tốt	Giảm Kích thích	Lãi suất ngắn hạn tăng Lãi suất dài hạn chạm đáy hoặc tăng & giá trái phiếu bắt đầu giảm Giá cổ phiếu tăng
Hậu tăng trưởng (Late Upswing)	Lạm phát tăng	Bắt đầu thắt chặt	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn tăng, giá trái phiếu giảm Giá cổ phiếu giao động quanh đỉnh
Giảm tốc (Slowdown)	Lạm phát tiếp tục tăng	Giảm thắt chặt	Lãi suất ngắn và dài hạn chạm đỉnh và bắt đầu giảm với giá trái phiếu tăng lại Giá cổ phiếu giảm
Suy thoái kinh tế (Recession)	Lạm phát chạm đỉnh	Nới lỏng	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn giảm và giá trái phiếu tiếp tục tăng Giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng trở lại vào cuối chu kỳ Suy thoái.

Nguồn: BSC Research

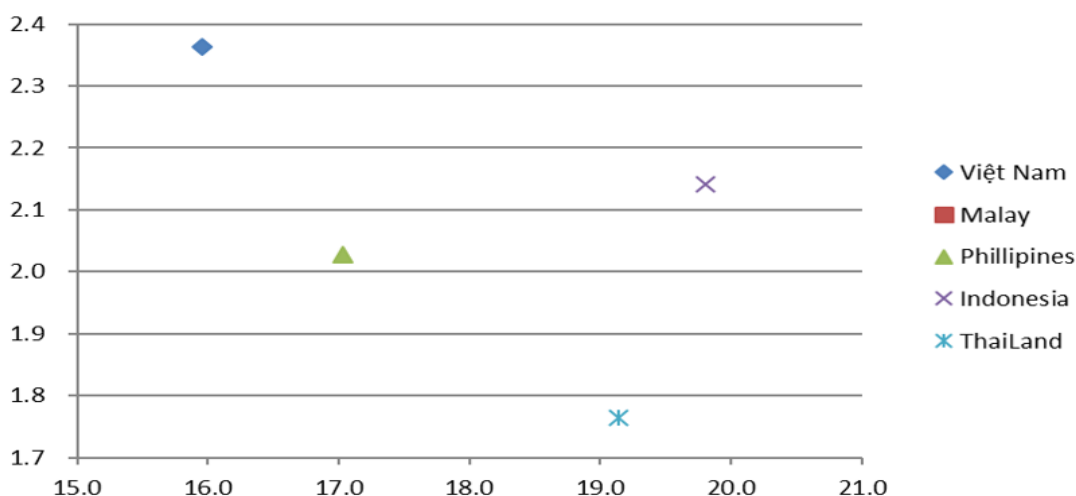
BSC dự báo tăng trưởng GDP năm 2020 đạt 6.6% - 6.8% (cao hơn so với mức trung bình 6.6% của giai đoạn 2014 – 2019) đến từ mảng hoạt động xuất nhập khẩu và hoạt động tiêu dùng cá nhân duy trì tốc độ tăng trưởng trên 10%. CPI ước tính sẽ dao động trong khoảng 3.4% - 3.5% trong năm 2020, với giả định giá dầu ở mức 58\$/thùng, giá lợn hồi phục và dự kiến tiếp tục tăng. Dự báo tỷ giá sẽ tiếp tục được kiểm soát tốt với biên độ tăng tỷ giá khá ổn định và thấp. BSC ước tính năm 2020, tỷ giá có thể sẽ biến động trong biên độ từ 0% - 0.9%, phụ thuộc phần lớn vào (1) tình trạng giảm tốc tăng trưởng kinh tế thế giới và (2) chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.

Mặt bằng lãi suất trong năm 2020 được dự báo sẽ giảm nhẹ do (1) chính sách cắt giảm lãi suất của các nước lớn, (2) SBV đang đưa ra những tín hiệu rõ ràng về việc cắt lãi suất trong năm 2020. Với tình hình vĩ mô Việt Nam và Thế giới hiện tại, BSC cho rằng năm 2020 là năm của sự lựa chọn, với những cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt cùng định giá rẻ sẽ là kênh đầu tư an toàn trong nền kinh tế toàn cầu giảm tốc. Bên cạnh đó, những cổ phiếu đầu ngành, cơ bản tốt, có lợi thế cạnh tranh sẽ tiếp tục là điểm đến của dòng tiền trong và ngoài nước.

So sánh ngang với thị trường chứng khoán trong khu vực

Nhìn chung định giá của TTCK Việt Nam đang ở mức tương đối hấp dẫn so với khu vực xét trên chỉ số P/E và P/B. Thêm vào đó cần cân nhắc yếu tố tăng trưởng lợi nhuận (EPS), tiến độ thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước đầu ngành thì Việt Nam, khả năng nâng hạng thị trường cho thấy rằng thị trường Việt Nam tương đối hấp dẫn. Tuy nhiên xét trên từng ngành thì mức chiết khấu có sự dao động khác nhau. Các ngành của Việt Nam nếu so sánh với Median của nhóm nước Asean là Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan thì hầu như tương đối rẻ hơn về mặt định giá.

So sánh P/E và P/B của Việt Nam so với khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Bảng so sánh P/E và P/B của từng ngành so với khu vực (Sử dụng phương pháp trung bình không tính theo tỷ trọng vốn hóa)

	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Philippines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	13.5	1.4	16.4	1.6	80.4	30.6	16.0	1.3	16.4	1.8	16.5	1.1
Hàng tiêu dùng	14.4	1.4	27.9	2.2	28.9	2.4	31.9	4.6	22.0	1.9	27.0	1.3
Công nghiệp	11.2	1.0	24.4	1.8	30.8	1.8	20.3	2.2	14.5	1.8	28.4	1.3
Dầu khí	11.2	1.8	12.1	1.1	6.3	0.7	30.6	3.8		0.4	12.1	1.5
Dịch vụ tiêu dùng	13.3	2.1	27.2	2.3	33.1	1.8	10.5	3.2	27.4	2.8	27.0	1.3
Vật liệu cơ bản	21.7	0.7	28.4	1.4	29.5	1.2	27.3	2.7	7.5	1.6	72.1	0.9
Tiện ích	12.7	1.6	23.4	1.7	22.3	1.1	39.4	1.5	10.7	1.9	24.5	2.3
Công nghệ	16.1	1.7	22.8	1.5	29.6	1.5	n/a	n/a	n/a	n/a	16.1	1.4
Sức khỏe	15.7	2.0	30.4	2.3	19.6	2.3	51.1	2.2	n/a	n/a	30.4	3.4
Viễn thông	12.2	2.8	26.2	3.6	53.9	2.6	24.1	3.9	24.1	3.9	28.3	3.3

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tóm tắt nhận định Triển vọng ngành 2020

Chúng tôi đánh giá năm 2020 sẽ tiếp tục là năm phân hóa rõ nét giữa các nhóm ngành, tuy nhiên vẫn có một số cơ hội đến từ một số nhóm ngành yêu thích của chúng tôi như (1) Ngân hàng, (2) Công nghệ thông tin – IT, (3) Tiêu dùng. Sau khi đánh giá lại các yếu tố trọng yếu đối với các nhóm ngành trong năm 2020, BSC đưa ra nhận định với 20 ngành kinh tế như sau:

- Chúng tôi nhận định **Khả quan** với các ngành **Ngân Hàng, Bất động sản khu công nghiệp, Công nghệ thông tin - bưu chính viễn thông, Tiêu dùng và Điện**. Đây là những doanh nghiệp được dự báo sẽ (1) Duy trì được mức tăng trưởng lợi nhuận khả quan và (2) Mức định giá tương đối hấp dẫn.
- Nhận định **Trung lập** với các ngành **Bảo Hiểm Phi Nhân Thọ, Dệt May, Cảng biển, Bất động sản, Thép, Dầu khí, Gạch men, Nhựa, Dược, Phân bón, Vận tải biển, Săm lốp, Thủy sản**. Đây là những ngành có (1) Dấu hiệu chững lại về tăng trưởng về mặt lợi nhuận chủ yếu liên quan đến các nhóm ngành xuất khẩu liên quan đến việc tăng trưởng kinh tế dự báo vẫn tăng trưởng chậm lại và (2) Những nút thắt về hạ tầng giao thông hàng không, phê duyệt pháp lý bất động sản chưa được gây nên một số ảnh hưởng liên đới đến một số ngành.
- Đưa ra nhận định **Kém khả quan** với ngành **Mía đường, Xây dựng** do ngành dư cung và cạnh tranh gay gắt dẫn đến biên lợi nhuận suy giảm.

4. Triển vọng ngành 2020

Ngành	Quan điểm ngành	Ghi chú	Cổ phiếu lưu ý
Ngân hàng	Khả quan	- Trong năm 2020, tuy thu nhập từ lãi, theo dự báo của BSC sẽ tăng trưởng ở mức 14.6% yoy, các hoạt động thu nhập ngoài lãi (phí dịch vụ, bán chéo sản phẩm bancassurance, thu hồi từ các khoản nợ đã xóa,...) tăng trưởng mạnh. - Chất lượng tài sản được cải thiện giúp giảm chi phí trích lập dự phòng. - TOI và PBT của các ngân hàng niêm yết sẽ đạt lần lượt 325,808 tỷ VND (+15.7% yoy) và 125,892 tỷ VND (+21.4% yoy).	Mua: VCB ACB MBB VPB Theo dõi: TCB
Bất động sản Khu công nghiệp	Khả quan	- Khu vực bất động sản công nghiệp vẫn khả quan nhờ FDI giải ngân 11T +6.8% yoy. - Xu hướng thương mại điện tử, hàng tiêu dùng thúc đẩy nhu cầu kho bãi, nhà xưởng - Giá cho thuê 2020 được dự báo không tăng mạnh tương do giá thuê 2019 đang ở mức khá cao tăng 7-15% yoy.	Mua: SIP Theo dõi: KBC, IDC
Công nghệ thông tin - Bưu chính viễn thông	Khả quan	- Tình trạng thiếu nhân sự ngành IT tiếp tục tăng cao trong năm 2020 và gây khó khăn trong việc tuyển dụng của doanh nghiệp - Việc triển khai mạng 5G được tăng cường đẩy mạnh trong năm 2020	Mua: FPT, VTP, Theo dõi: CMG
Điện	Khả quan	- Sản lượng điện sản xuất 2019 tăng 9.9% so với 2018, kế hoạch 2020 sản lượng tăng trưởng 8.8%. - Việt Nam được dự báo thiếu điện trong giai đoạn 2020 – 2023 là cơ hội cho các nhà máy nhiệt điện than, nhiệt điện khí và xây lắp điện.	Mua: REE, PC1
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 sẽ khả quan trong năm 2020 và BSC dự báo tăng trưởng sẽ duy trì trên 2 chữ số nhờ vào nhu cầu tiêu thụ hàng hóa của người dân vẫn ở mức cao.	Mua: MWG, PNJ , Theo Dõi: SAB,VNM,MSN
Bất động sản thương mại	Trung lập	“Khoảng lặng” của thị trường bất động sản năm 2020 trong bối cảnh nguồn cung dự kiến sẽ tiếp tục tắc nghẽn. - Nguồn cung năm 2020 tại thị trường HCM bấp bênh sẽ tiếp tục phụ thuộc vào các dự án lớn như Vinhomes Grand Park. - Tín dụng tiếp tục bị siết chặt theo thông tư 22 của Ngân hàng nhà nước, điều này sẽ dẫn đến việc khó tiếp cận nguồn vốn tín dụng hơn, tuy nhiên sức khỏe các doanh nghiệp bất động sản vẫn tương đối tốt và kênh trái phiếu vẫn là kênh huy động vốn chính...	Mua: VHM, NLG, KDH, HDG

Thủy sản	Trung lập	- Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu đối với hai sản phẩm thủy sản chính (tôm, cá tra) đang có diễn biến trái chiều nhau. Trong đó, nhu cầu sản phẩm tôm hồi phục nhẹ nhờ mức thuế POR 13 giảm trong khi nhu cầu sản phẩm cá tra có nhiều biến động tại 3 thị trường xuất khẩu chính. - Tăng trưởng của doanh nghiệp dự kiến tiếp tục đến từ tăng trưởng sản lượng	Mua: VHC Theo dõi: ANV
Dược phẩm	Trung lập	- Tuy doanh nghiệp dược nội ghi nhận tốc độ tăng trưởng âm trong năm 2019, BSC cho rằng ngành dược vẫn còn dư địa tăng trưởng trong dài hạn khi tỷ lệ người cao tuổi tăng tỷ trọng trong cơ cấu dân số và người dân tăng chi tiêu cho y tế, sức khỏe. - Năm 2020, các doanh nghiệp dược đối mặt với những tác động không khả quan về nguyên vật liệu đầu vào và giá bán tại kênh Bệnh viện.	Theo dõi: DHG
Cảng biển	Trung lập	- BSC dự báo sản lượng thông cảng cả nước sẽ tăng trưởng ở mức 10%yoy – thấp hơn năm 2019. - Tình trạng dư cung khiến việc nâng giá dịch vụ tại Hải Phòng là khó khả thi. - Tuy vậy, vẫn có điểm sáng khi sản lượng thông qua cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (CM – TV) có thể đạt mức tăng trưởng 25%yoy trong năm sau.	Theo dõi: GMD
Cao su, sẫm lốp	Trung lập	- BSC dự báo giá cao su trung bình 2020 phục hồi nhẹ +6-8% so với năm 2019 - Các DN sẫm lốp (DRC) được dự báo khả quan nhờ mở rộng thị trường xuất khẩu sang Mỹ, Ấn Độ - Biên lợi nhuận gộp sẫm lốp cải thiện tăng 2-4% do giá nguyên vật liệu giảm.	Mua: DRC, Theo dõi: GVR, PHR
Dệt may	Trung lập	- Chúng tôi cho rằng đơn hàng dệt may năm 2020 không khả quan như 2019 vì (1) tính đến hết tháng 11 năm 2019, lượng đơn hàng của các doanh nghiệp mới đạt 80% so với cùng kỳ (2) tỷ trọng các đơn hàng ngắn hạn (theo tháng, theo quý) tăng lên thay vì các đơn hàng dài hạn. - Các hiệp định thương mại vẫn sẽ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam nhưng khó tạo thay đổi đột biến. - Chúng tôi hạ quan điểm từ KHẢ QUAN xuống TRUNG LẬP đối với ngành Dệt may năm 2020. Mua: MSH, STK. Theo dõi: TNG	Mua: MSH, STK. Theo dõi: TNG
Dầu khí	Trung lập	- OPEC+ ký kết tăng mức giảm sản lượng từ 1,2 triệu thùng/ngày lên mức 1,7 triệu thùng sẽ là nền tảng hỗ trợ cho giá dầu. - Áp lực phải đẩy mạnh triển khai thăm dò và khai thác các dự án dầu khí mới do tình trạng trữ lượng dầu mỏ đang dần bị suy kiệt. - Trong khi đó nhu cầu khí đốt của Việt Nam dự kiến sẽ vượt sản lượng sản xuất từ năm 2021 theo dự báo của BMI do nhu cầu lớn đến từ loạt các dự án điện.	Mua: PVD Theo dõi: GAS

Hàng không	Trung lập	- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hành khách hàng không sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 11%yoy trong năm 2020 – thấp hơn so với mức bình quân 16.5%/năm giai đoạn 2015 – 2019. - Cạnh tranh cao sẽ gây áp lực lên tăng trưởng các doanh nghiệp hàng không trong bối cảnh hệ thống hạ tầng quá tải là nút thắt chưa được gỡ. - Nghị định mới tác động đến các nhóm theo nhiều chiều trong dài hạn. - Giá dầu được dự báo duy trì ở mức thấp giúp cải thiện lợi nhuận nhẹ cho các hãng hàng không.	Theo dõi: VJC, HVN
Thép	Trung lập	- Tiêu thụ chững lại (BSC dự báo tăng trưởng ở mức 5%), nguồn cung tăng mạnh (+10%) khiến cạnh tranh gay gắt hơn. - Giá bán tiếp tục xu hướng giảm, gây sức ép lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. - Ngược lại, giá quặng sắt được dự báo giảm về mức 70-75 USD/tấn trong năm 2020 (-8-10% YoY) sẽ hỗ trợ lợi nhuận của các DN sản xuất.	Mua: HPG
Xi măng	Trung lập	- Bộ Xây dựng dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng năm 2020 đạt khoảng 101-103 triệu tấn (+4-5% YoY). - Cân đối cung cầu trên thị trường phụ thuộc đáng kể vào hoạt động xuất khẩu, tiềm ẩn nhiều yếu tố bất định. - BSC dự báo giá than đầu vào của các doanh nghiệp xi măng sẽ tiếp tục đà giảm trong năm 2020 giúp giảm giá thành sản xuất.	Mua: HT1
Nhựa	Trung lập	- BSC dự báo sản lượng tiêu thụ ngành nhựa sẽ tăng trưởng với tốc độ 6-7% trong năm 2020 nhờ động lực đến từ màng nhựa bao bì và nhựa kỹ thuật. - Giá hạt nhựa trong năm tới được dự báo giảm theo giá dầu, tiếp tục giúp các doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận.	Theo dõi: BMP, AAA
Vận tải biển	Trung lập	- Tổng sản lượng vận tải sẽ duy trì tăng trưởng 7-8% trong năm 2020. - Quy định IMO mang lại những tác động trái chiều.	Theo dõi: PVT
Đường	Kém khả quan	- Hiệp định ATIGA sẽ xóa bỏ thuế quan nhập khẩu đường của khu vực Asia về 0% và xóa bỏ hạn ngạch có hiệu lực từ ngày 1/1/2020. - Giá đường thế giới đang tăng mạnh 11% YoY trở lại do sản lượng đường thế giới giảm.	Mua: QNS
Xây dựng	Kém khả quan	Ngành xây dựng cần được cởi mở chính sách để đáp ứng được tốc độ tăng trưởng của Việt Nam trong 2020: - Mở rộng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng để đáp ứng kịp với sự phát triển của quốc gia - Xu hướng đô thị hóa vẫn tiếp diễn trong giai đoạn 2020-2030 - Hoàn thiện luật đầu tư theo phương thức đối tác công tư PPP 2020	Theo dõi: CTD , HBC , LCG

Nguồn: BSC Research

5. Tổng hợp các cổ phiếu khuyến nghị 2020

Mã CK	DT 2020	LNST 2020	EPS 2020	P/E fwd 2020	P/B 2020	ROE	ROA	Giá ngày 31/12/2019	Giá mục tiêu
VCB	56,165	24,531	6,814	12.5	3.5	1.90%	27.7%	85,200	98,556
CTG	36,555	9,174	2,463	8.3	0.9	0.70%	11.0%	20,150	24,700
TCB	24,046	11,645	3,326	7.1	1.1	3.00%	15.9%	23,600	26,000
VPB	40,093	10,125	4,002	4.5	0.9	2.40%	19.1%	18,010	24,000
MBB	27,218	9,480	3,702	6.2	1.1	1.90%	17.7%	22,800	28,500
HDB	13,020	4,542	4,090	6.7	1.2	1.50%	17.4%	27,600	30,696
STB	15,452	2,353	1,248	8.8	0.7	0.50%	7.8%	10,950	12,568
TPB	8,088	3,294	3,845	5.8	1.3	2.00%	22.1%	22,350	24,154
ACB	18,857	6,855	3,874	6	1.4	1.60%	23.9%	23,400	27,800
VIB	9,984	3,533	3,727	4.9	1.1	1.70%	21.6%	18,200	19,528
LPB	6,403	1,648	1,816	4	0.5	0.70%	12.8%	7,300	9,856
PNJ	18,288	1,420	6,285	15.9	3.7	16.80%	25.9%	86,000	97,310
MWG	130,852	5,145	10,569	10.8	3.1	11.20%	31.2%	114,000	176,400
VNM	59,909	11,693	6,054	19.5	5.2	25%	31.7%	116,500	135,800
MSN	43,135	5,000	4,145	23.7	7.6	11.90%	10.8%	56,500	65,000
SAB	42,698	6,263	8,674	31.8	6.9	22%	31.6%	228,000	280,000
FPT	33,857	4,919	5,971	9.7	2.5	17%	24%	58,300	75,300
VTP	10,881	503	7,745	14.9	7.1	15%	45%	115,000	162,500
PPC	7,834	875	2,682	10	1.54	13.20%	15.3%	26,900	31,200
POW	30,350	2,095	895	14.8	0.9	4.06%	6.8%	11,450	14,000
NT2	7,229	420	1,459	11.3	1.67	5.30%	10.9%	21,650	25,100
REE	5,510	1,695	5,466	6.7	0.92	8.70%	13.6%	36,300	48,000
PC1	6,469	623	3,910	4.6	0.6	7.10%	14.5%	17,500	29,000
KBC	3,726	1,021	2,148	7.19	1.05	12.80%	7.5%	15,450	17,139
SIP	4,029	332,6	4,816	19.8	3.5	17%	11%	95,500	131,074
PVI	9,509	710	2,820	11	0.9	3.30%	9.3%	31,200	37,900
BMI	4,071	172	2,015	12	0.96	3.30%	7.6%	24,600	28,300
VHM	60,857	25,560	7,803	11.7	4.6	15.20%	38.5%	84,800	102,600
KDH	3,930	1,182	2,713	9.9	2.2	9.00%	13.1%	26,900	32,700
NLG	1,717	1,011	4,227	6.5	1	10.10%	15.7%	27,500	37,000
HDG	6,533	1,195	9,765	3.07	0.72	7.10%	14.5%	17,500	41,560
GAS	84,227	13,197	6,895	13.5	3.2	18.60%	22.7%	98,000	105,500
PVD	5,515	131	310	29.5	0.42	0.60%	0.9%	15,050	18,900
HVN*	77,435	2,624	1,865	18.1	2.6	3.80%	14.2%	33,750	N/A
VJC	63,197	5,822	11,114	13.1	3.75	13.10%	32.2%	146,200	156,800
VHC	9,624	1,327	7,533	5.2	1.5	18%	25.0%	39,850	46,800
ANV	5,428	483	5,859	4	1.1	19%	27.0%	22,900	N/A
DHG	4,243	661	4,551	20.1	2.7	12%	16.0%	91,000	89,000
DBD	1,285	156	2,978	18.4	2.6	11%	15.0%	54,800	N/A

PME	2,013	362	4,820	11.3	1.7	14%	16.0%	54,300	N/A
PHR	1,430	903	6,671	5.8	1.7	13.50%	7.8%	38,200	46,725
DPR	1,117	234	5,833	6.7	0.8	9.40%	6.6%	35,250	40,736
DRC	4,468	314	3,045	7.7	1.6	17.70%	11.2%	23,300	28,894
MSH	5,136	814	9,175	4.8	1.5	16%	32.0%	44,300	56,000
TNG	4,833	236	4,783	3.1	0.7	8%	22.0%	14,900	N/A
STK	2,750	257.6	3,670	4.7	1	18%	8.0%	17,550	19,590
HPG	75,522	9,089	2,993	7.9	1.7	9.10%	21.0%	23,500	35,000
HT1	9,279	816	1,924	8.5	1.07	8.50%	15.2%	14,950	20,200
BMP	4,497	477	5,241	8.6	1.4	13.70%	16.3%	45,200	52,400
AAA	10,678	515	2,709	4.7	0.6	5.60%	14.4%	12,700	15,900
PVT	8,381	937	2,621	6.39	0.79	6.80%	13.6%	16,800	20,200
GMD	3,100	454	1,394	12.4	1	3.80%	6.1%	23,300	27,500
QNS	9,673.90	1,336.70	3,688	8	1.7	17.70%	23.3%	27,000	35,000
CTD	10,190	853	10,373	6.1	0.5	5%	10.0%	51,300	51,865
HBC	17,453	528	2,681	4.1	0.6	3.50%	15.0%	10,700	11,260

Nguồn: BSC Research

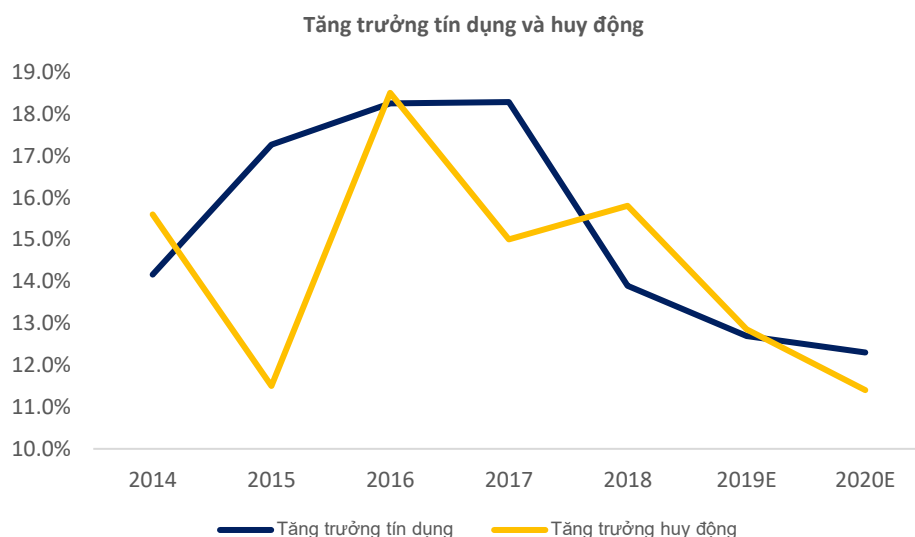
Chú thích: *chỉ dự phóng kết quả kinh doanh Công ty mẹ

Ngành Ngân hàng [Khả quan]

- Tăng trưởng tín dụng năm 2020, theo dự báo của BSC, sẽ ở mức 12.5%, huy động +11.4%.
- NIM toàn ngành 2019 được dự báo tăng nhẹ nhờ (1) xu hướng giảm lãi suất huy động và cho vay nhằm hỗ trợ nền kinh tế, (2) nới LDR lên mức 85% giúp giảm áp lực huy động, (3) thay đổi cơ cấu khoản vay giúp cải thiện NIM.
- Tăng vốn điều lệ đáp ứng yêu cầu vốn theo yêu cầu của Basel II.
- Các ngân hàng hoạt động lành mạnh, an toàn hơn giúp giảm chi phí trích lập dự phòng.
- Một số ngân hàng dự kiến niêm yết (OCB, MSB, Seabank,..)

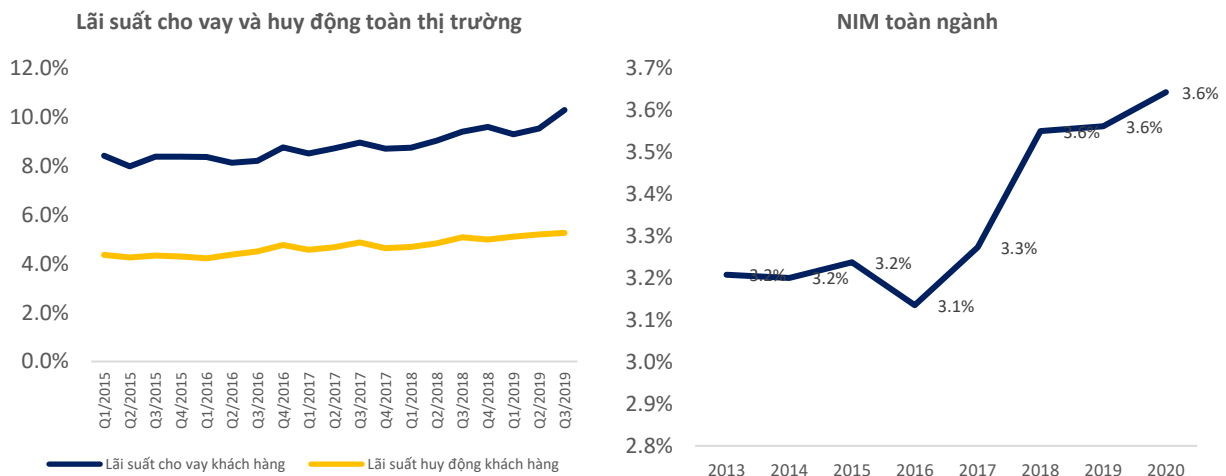
Việt Nam tiếp tục giữ vững nền kinh tế ổn định hỗ trợ phát triển ngành ngân hàng. BSC dự báo, trong năm 2020, nền kinh tế Việt Nam sẽ giảm tốc độ tăng trưởng nhẹ, tuy nhiên vẫn sẽ giữ ở mức cao so với khu vực và thế giới. Tăng trưởng GDP sẽ ở mức 6.5% - 6.6% đóng góp chính từ tiêu dùng cá nhân + đóng góp từ khối FDI, CPI ở mức 3.5% (<4%). Thanh khoản hệ thống được dự báo ở mức ổn định nhờ (1) xuất khẩu vẫn tăng trưởng tốt, (2) thặng dư ngân sách nhà nước và dự trữ ngoại hối ở mức cao giúp đảm bảo thanh khoản.

BSC dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2020 ở mức 12.5%, chậm hơn mức ước tính 13% trong năm 2019. Dự báo này dựa theo (1) nền kinh tế giảm tốc, GDP tăng trưởng chậm lại, (2) nhu cầu vay vốn dài hạn để sản xuất kinh doanh chậm lại, (3) các ngân hàng thiếu vốn sẽ bị hạn chế cấp tín dụng (CTG, Agribank, ...). Về nguồn cung tín dụng, với việc nới trần LDR lên mức cho các hầu hết các ngân hàng (trừ ngân hàng nhà nước), áp lực huy động sẽ giảm bớt. Chúng tôi kỳ vọng huy động khách hàng của toàn hệ thống sẽ tăng trưởng mức 11.4% nhờ việc tăng trần LDR lên mức 85% với các NH TMCP (các NH nhà nước giảm tỷ lệ này xuống mức 85%).



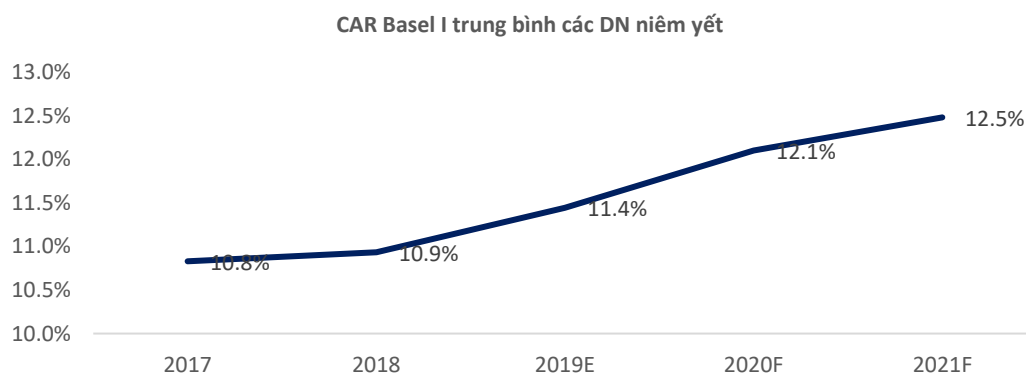
Nguồn: BSC Research

NIM toàn ngành 2020 được dự báo cải thiện nhẹ nhờ (1) lãi suất cho vay và huy động, theo quan điểm của BSC, sẽ tiếp tục giảm nhẹ hỗ trợ tăng trưởng chung toàn thị trường, (2) cơ cấu lại các khoản vay sang cho vay SME và cá nhân giúp cải thiện NIM, (3) nới trần LDR giúp giảm bớt áp lực huy động trong hệ thống. Bên cạnh đó, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng, theo BSC, sẽ hạ nhiệt sau khi các ngân hàng huy động đủ nguồn bù đắp phần thiếu hụt do việc rút tiền từ KBNN trong tháng 11/2019 và sẽ giữ ở mức thấp nhờ dự báo thanh khoản ổn định. Chúng tôi ước tính NIM toàn ngành sẽ tăng trưởng nhẹ lên mức 3.64% (+8 bps so với mức 2019E) cho các doanh nghiệp niêm yết.



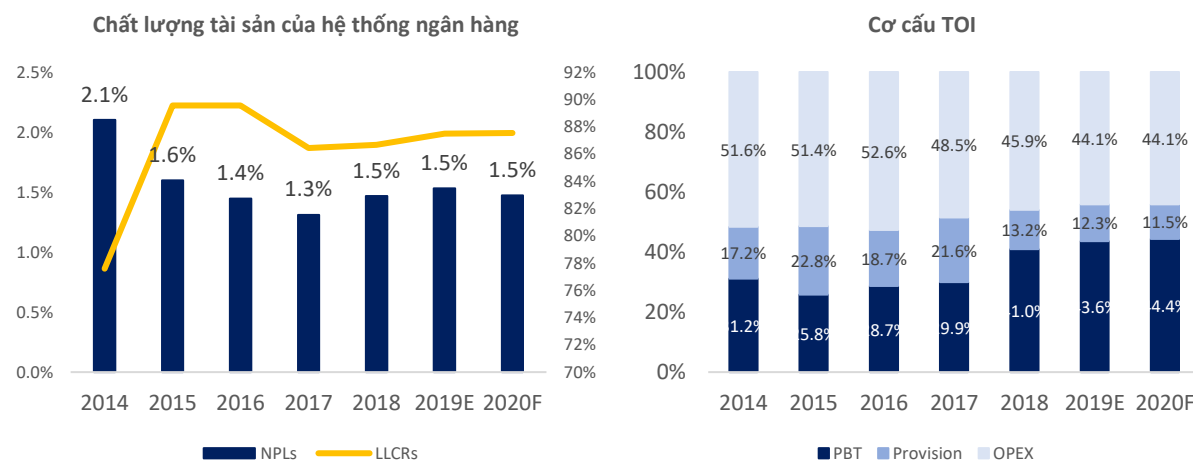
Nguồn: BSC Research

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 tiếp tục theo dõi kế hoạch phát hành tăng vốn cho GIC và Mizuho, BID có thể sẽ phát hành cho nhà đầu tư tài chính). Trong năm 2019, BID đã phát hành 15% vốn cho KEB Hana Bank và đang tìm kiếm tiếp đối tác, VCB cũng đang tìm đối tác để phát hành tăng vốn. Hiện nay, theo ước tính của BSC, CAR Basel I của các ngân hàng niêm yết đang ở mức trung bình 11.4% trong năm 2019 và sẽ có khả năng tăng lên 12.1% trong năm 2020.



Nguồn: BSC Research

Giảm chi phí trích lập dự phòng nhờ cải thiện chất lượng tài sản. Trong năm 2020, chúng tôi cho rằng, chất lượng tài sản của các ngân hàng sẽ được cải thiện nhờ (1) tăng trưởng tín dụng được cấp ở mức thấp giúp các ngân hàng chọn lọc các khoản vay an toàn, (2) kiểm soát, hạn chế cho vay vào các ngành nghề rủi ro như bất động sản, các ngành sản xuất làm ăn thua lỗ, (3) quyết liệt xử lý nợ xấu dứt điểm, đảm bảo an toàn cho hệ thống, (4) đa phần các ngân hàng niêm yết đã áp dụng thành công Basel II giúp các ngân hàng hướng đến hoạt động ổn định và rủi ro thấp, nâng cao năng lực về vốn cho ngân hàng, (5) Nhiều ngân hàng đã xử lý xong nợ VAMC, (6) tỷ lệ vốn ngắn hạn và cho vay trung dài hạn giảm xuống mức 40% đến tháng 10/2020 và dần về mức 30% trong năm 2022. Việc cải thiện chất lượng tài sản sẽ giúp giảm áp lực trích lập dự phòng và tăng tỷ trọng LNTT trong tổng thu nhập hoạt động (TOI). Chúng tôi ước tính, trong năm 2020, tỷ trọng



Nguồn: BCTC, BSC Research

Một số ngân hàng dự kiến niêm yết trong thời gian tới bao gồm: OCB (VĐL 4,000 tỷ đồng), Maritimebank (VĐL 11,750 tỷ đồng), Seabank (VĐL 5,466 tỷ đồng), ABBbank (VĐL 5,319 tỷ đồng), Saigonbank (VĐL 3,080 tỷ đồng), Nam Á Bank (VĐL 3,021 tỷ đồng), Việt Á Bank (VĐL 3,500 tỷ đồng), Agribank (30,473 tỷ VND). Việc niêm yết trên TTCK sẽ giúp nhà đầu tư có nhiều sự lựa chọn hơn khi đầu tư vào nhóm ngành ngân hàng cũng như tăng tỷ trọng toàn ngành trong VN Index (hiện đang ở mức khoảng 30%).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

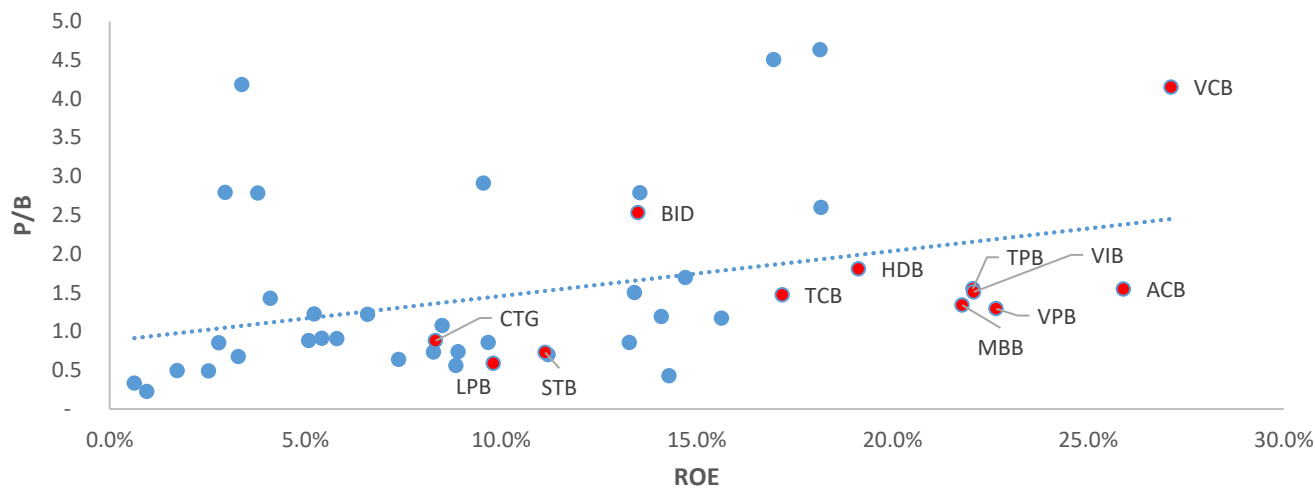
Trong năm 2020, tuy thu nhập từ lãi, theo dự báo của BSC sẽ tăng trưởng ở mức 14.6% yoy, các hoạt động thu nhập ngoài lãi (phí dịch vụ, bán chéo sản phẩm bancassurance, thu hồi từ các khoản nợ đã xóa,...) tăng trưởng mạnh cùng việc chất lượng tài sản được cải thiện giúp giảm chi phí trích lập dự phòng. Theo đó, BSC ước tính trong năm 2020, TOI và PBT của các ngân hàng niêm yết sẽ đạt lần lượt 325,808 tỷ VND (+15.7% yoy) và 125,892 tỷ VND (+21.4% yoy). Với dư địa tăng trưởng cao cũng như mặt bằng định giá hiện tại vẫn còn thấp so với khả năng sinh lời của ngành, chúng tôi giữ nguyên quan điểm KHẢ QUAN với ngành Ngân hàng trong năm 2020 và khuyến nghị đầu tư vào các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao như VCB, ACB,...

KQKD của các ngân hàng trong năm 2019 theo ước tính của BSC

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
QUY MÔ												
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	24,532	76,770	74,790	19,655	11,465	44,275	27,684	61,431	12,391	72,830	13,391	42,330
Vốn điều lệ (tỷ đ)	16,752	54,472	37,234	9,810	8,250	23,333	18,852	34,966	8,566	35,978	7,835	25,300
Tổng tài sản (tỷ đ)	377,185	1,625,090	1,245,055	251,601	210,367	427,096	450,440	358,514	153,215	1,180,887	183,687	370,266
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.5%	4.7%	6.0%	7.8%	5.4%	10.4%	6.1%	17.1%	8.1%	6.2%	7.3%	11.4%
TĂNG TRƯỞNG												
% tín dụng	17.0%	12.0%	6.0%	19.6%	14.0%	17.7%	16.0%	18.4%	17.0%	15.0%	34.0%	16.6%
% TTS	14.5%	23.8%	6.9%	16.4%	20.1%	17.9%	10.9%	11.7%	12.5%	10.1%	32.0%	14.5%
% cho vay	17.0%	12.3%	6.0%	20.6%	14.0%	18.6%	16.1%	12.2%	18.3%	15.1%	35.3%	17.0%
% tiền gửi	10.0%	20.7%	16.6%	20.2%	4.1%	17.7%	11.8%	10.4%	15.0%	10.0%	5.2%	12.1%
% TOI	16.6%	13.0%	11.2%	22.2%	13.5%	16.2%	13.9%	16.4%	32.5%	20.8%	33.9%	12.6%
% LN trước DP	16.2%	13.4%	23.5%	27.9%	30.0%	15.6%	13.9%	19.5%	47.5%	18.3%	36.8%	13.1%
% PBT	14.7%	14.0%	42.5%	24.8%	55.9%	26.6%	13.2%	15.3%	42.0%	31.4%	34.3%	3.5%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN												
Nợ nhóm 2 (%)	0.2%	2.3%	0.6%	1.2%	1.6%	1.7%	0.4%	1.8%	2.1%	0.6%	1.5%	5.2%
NPL (%)	0.7%	1.9%	1.5%	1.6%	1.4%	1.3%	2.1%	1.5%	1.3%	1.0%	2.0%	3.4%
NPL (+ VAMC)	0.7%	2.6%	2.4%	2.9%	1.6%	1.3%	12.1%	1.5%	1.3%	1.0%	2.0%	4.0%
Nợ vay có vấn đề rò rỉ (%)	-0.3%	2.8%	0.6%	1.7%	1.8%	1.7%	1.1%	2.1%	2.2%	-0.2%	2.9%	7.4%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.2%	1.5%	1.6%	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	1.1%	1.8%	0.7%	1.5%
LLCRs	160.0%	77.0%	100.0%	71.2%	90.0%	105.0%	70.0%	84.9%	90.0%	180.0%	34.9%	42.1%
DPRR nợ xấu/Nợ 2-5	130.2%	34.9%	72.4%	39.7%	42.0%	45.8%	57.9%	46.7%	35.1%	112.0%	19.9%	16.5%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.5%	1.2%	0.8%	2.9%	3.2%	1.6%	8.3%	3.7%	1.5%	1.2%	1.5%	2.0%
RỦI RO THANH KHOẢN & AN TOÀN VỐN												
LDR	80.0%	85.0%	90.0%	73.1%	75.0%	80.0%	75.0%	67.5%	60.0%	78.0%	85.0%	93.1%
TS thanh khoản/TTS	26.2%	30.2%	23.7%	37.2%	31.7%	36.1%	21.7%	44.8%	33.7%	37.3%	32.9%	24.9%
TS thanh khoản/Tiền gửi KH	31.7%	39.6%	33.7%	62.2%	42.3%	54.8%	25.1%	91.3%	60.5%	60.6%	59.2%	46.2%
Huy động interbank/ Huy động	5.6%	1.7%	8.8%	15.6%	6.8%	13.3%	0.3%	11.8%	0.0%	9.1%	12.2%	9.3%
Đòn bẩy tài chính	15.4	21.2	16.6	12.8	18.3	9.6	16.3	5.8	12.4	16.2	13.7	8.7
CAR Basel I	12.7%	11.4%	10.2%	12.0%	10.4%	11.5%	10.5%	14.1%	11.4%	11.3%	12.3%	13.5%
HIỆU QUẢ KINH DOANH												
Tổng thu nhập hoạt động	16,358	50,265	31,946	11,539	5,540	22,705	13,302	21,355	7,456	47,445	8,149	35,013
LN thuần trước DPRRTD	8,506	32,170	17,890	6,394	2,380	12,488	4,373	14,949	4,101	30,365	4,645	23,134
LN TT	7,329	10,801	9,593	4,999	1,891	9,831	2,544	12,289	3,207	24,044	3,683	9,525
Thu nhập lãi thuần/TOI	73.5%	76.9%	76.7%	83.1%	102.7%	74.8%	66.1%	65.9%	67.5%	76.6%	73.5%	85.5%
CASA	17.5%	14.1%	16.7%	8.5%	18.4%	34.3%	15.2%	31.9%	19.1%	31.9%	16.6%	13.7%
Lãi suất gộp bình quân	8.4%	7.3%	6.5%	9.2%	7.3%	7.9%	8.1%	7.7%	8.9%	3.2%	8.2%	14.8%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.9%	4.7%	4.8%	4.3%	4.7%	3.6%	5.3%	3.7%	4.4%	6.0%	4.4%	5.8%
Lãi suất ròng	3.5%	2.7%	1.7%	4.9%	2.7%	4.3%	2.8%	4.0%	4.5%	2.8%	3.9%	9.0%
NIM	3.6%	2.7%	2.0%	4.3%	2.7%	4.5%	2.4%	4.4%	4.1%	3.3%	4.0%	9.3%
DP/LN trước DP	13.8%	66.4%	46.4%	21.8%	20.6%	21.3%	41.8%	17.8%	21.8%	20.8%	20.7%	58.8%
CIR	48.0%	36.0%	44.0%	44.6%	57.0%	45.0%	67.1%	30.0%	45.0%	36.0%	43.0%	33.9%
ROAA	1.6%	0.5%	0.6%	1.4%	0.7%	1.8%	0.5%	2.7%	1.7%	1.6%	1.6%	2.0%
ROAE	23.9%	10.9%	10.3%	17.7%	13.1%	17.4%	7.4%	15.9%	20.7%	26.5%	22.0%	17.9%
Lợi nhuận trên TS có rủi ro	2.6%	1.0%	0.8%	1.8%	0.9%	2.1%	0.7%	2.1%	2.2%	2.8%	3.0%	2.3%
LN điều chỉnh rủi ro/Vốn rủi ro	24.7%	13.1%	11.4%	21.3%	13.2%	22.3%	10.8%	19.2%	23.2%	28.9%	16.1%	21.2%
ĐỊNH GIÁ												
EPS (đồng/cp)	3,500	1,540	2,073	3,554	1,814	3,304	1,080	2,790	2,992	5,364	3,761	2,996
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	14,644	14,093	20,086	20,036	13,897	18,975	14,685	17,569	14,465	20,243	17,093	16,731

Nguồn: BSC Research

Định giá ngân hàng Việt Nam so với khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC Research.

ACB – MUA – Giá mục tiêu 27,800 VND/cp – Upside 21%

ACB là ngân hàng ưa thích của chúng tôi với kết quả kinh doanh hoạt động lãi tăng trưởng tích cực, chất lượng tài sản tốt. Trong năm 2020, ACB được dự báo sẽ tiếp tục giữ vững vị thế và tăng trưởng ổn định về LN cốt lõi từ 15%-17% yoy. Bên cạnh đó, trong thời gian tới, ACB có thể sẽ ghi nhận nhiều khoản thu nhập bất thường đến từ (1) ký độc quyền phân phối bancassurance, (2) bán một phần các công ty con. BSC dự báo TOI và PBT của ACB trong năm 2020 lần lượt đạt mức 18,857 tỷ VND (+15.3% yoy) và 8,569 tỷ VND (+16.9% yoy), EPS 2019 = 3,761 VND/cp, BVPS 2019 = 16,226 VND/cp với giả định (1) tăng trưởng tín dụng = 14%, NIM = 3.6%, (2) NPL = 0.7% và tỷ lệ bao nợ xấu = 165%, LDR = 80%.

VCB – MUA – Giá mục tiêu 98,500 VND – 121,000 VND – Upside 12.8% - 40.7%

Chúng tôi nâng quan điểm từ **THEO DÕI** lên **MUA** cổ phiếu VCB với giá mục tiêu trong khoảng từ 97,000 - 121,000 VND trong năm 2020 (P/B = 4x – 5x) với quan điểm (1) Khả năng sinh lời cao cùng chất lượng tài sản tốt, (2) quy mô lớn + nhiều catalyst được kỳ vọng trong tương lai, (3) Bancassurance sẽ giúp VCB ghi nhận LN cao trong thời gian tới. Trong năm 2020, VCB có khả năng sẽ tiếp tục bán vốn cho nước ngoài (hiện còn 7.5%) và đang tiếp tục tìm đối tác. BSC dự báo, trong năm 2020, VCB sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt ở mức 55,905 tỷ VND (+22.6% yoy) và 30,538 tỷ VND (+26.5% yoy), EPS 2020 = 6,644 VND/cp, BVPS 2020 = 24,246 VND/cp.

MBB – MUA – Giá mục tiêu 25,000 VND/cp – Upside 19%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MBB với **giá mục tiêu 25,000 VND/cp, upside 19%** theo phương pháp P/B F 2020 = 1.5x, tỷ suất chiết khấu 15% do (1) Khả năng sinh lời cao cùng chất lượng tài sản được kiểm soát tốt, (2) định giá ở mức rẻ (P/B 2020 = 1.1x). Chúng tôi đánh giá, MBB là cổ phiếu tích hợp đầu tư trung và dài hạn. Trong năm 2020, chúng tôi cho rằng MBB sẽ tiếp tục tận dụng lợi thế chi phí vốn giá rẻ cùng việc đẩy mạnh thu nhập ngoài lãi giúp ngân hàng có mức tăng trưởng LN trung bình 15%-20% trong 2-3 năm tới. M Credit sẽ tiếp tục đóng góp giúp cải thiện NIM của MBB. Tuy nhiên, chúng tôi cũng

lưu ý, chất lượng tài sản của M Credit đang thấp hơn so với các công ty TC tiêu dùng khác. Cho năm 2020, BSC dự báo MBB sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt đạt mức 26,476 tỷ VND (+16.4% yoy) và 11,488 tỷ VND (+16.4% yoy), EPB 2020 đạt mức 3,414 VND/cp. Định giá của MBB sẽ về mức P/B F 2020 = 1.1x, hấp dẫn so với vị thế và chất lượng tài sản của DN.

VPB – MUA – Giá mục tiêu 24,000 VND/cp – Upside 24.5%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VPB với giá mục tiêu 26,500 VND, upside 37% bằng phương pháp SOTP (P/B F 2020 cho VPB mẹ = 1.5x, FE Credit = 1.0x) với quan điểm (1) Cải thiện chất lượng tài sản trong năm 2019 tạo điều kiện tăng trưởng trong 2020, (2) định giá rẻ, (3) Nhiều catalyst có thể xảy ra trong năm 2020. Trong năm 2019, VPB đã trích lập toàn bộ dự phòng cho trái phiếu VAMC (khoảng 2,500 tỷ VND) sẽ giúp LN của VPB trưởng mạnh. Bên cạnh đó, VPB hiện cũng đang tìm thêm đối tác nước ngoài cùng catalyst có thể sẽ IPO FE Credit trong năm 2020 sẽ giúp thị trường đánh giá lại giá trị của DN. Chúng tôi dự báo, VPB sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt đạt mức 40,093 tỷ VND (+11.8% yoy) và 12,955 tỷ VND (+25% yoy), BVPS 2020 = 21,000 VND/cp.

TCB – THEO DÕI - Giá mục tiêu 26,000 VND/cp – Upside 13%

Chúng tôi giữ quan điểm **THEO DÕI** cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 26,000 VND, upside 18% so với giá hiện tại với tỷ suất chiết khấu 20% (P/B 2020 = 1.5x) với quan điểm (1) Khả năng sinh lời cao, (2) tiên phong dẫn đầu trong nhiều mảng tiềm năng, (3) Định giá đã về mức hấp dẫn. TCB là ngân hàng có lượng khách hàng lớn từ >7 hệ sinh thái (Vingroup, Masan,...) và là NH tiên phong đi đầu trong nhiều mảng hoạt động với tăng trưởng cao. Trong 2-3 năm tới, TCB sẽ tiếp tục giữ ở mức 15%-20% hàng năm. BSC dự báo, trong năm 2020, TCB sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt đạt 24,046 tỷ VND (+12.6% yoy) và 14,650 tỷ VND (+19.2% yoy), EPS = 3,330 VND/cp, BVPS 2020 = 20,892 VND/cp. Định giá của TCB trong năm 2020 sẽ về mức P/B = 1.1x với mức ROA cao nhất hệ thống (3.1%).

	DT 2020	LNST 2020	EPS 2020	P/E 2020	P/B 2020	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 18/12/2019	Giá mục tiêu
VCB	56,165	24,531	6,814	12.5	3.5	1.9%	27.7%	85,200	98,556
CTG	36,555	9,174	2,463	8.3	0.9	0.7%	11.0%	20,150	24,700
TCB	24,046	11,645	3,326	7.1	1.1	3.0%	15.9%	23,600	26,000
VPB	40,093	10,125	4,002	4.5	0.9	2.4%	19.1%	18,010	24,000
MBB	27,218	9,480	3,702	6.2	1.1	1.9%	17.7%	22,800	28,500
HDB	13,020	4,542	4,090	6.7	1.2	1.5%	17.4%	27,600	30,696
STB	15,452	2,353	1,248	8.8	0.7	0.5%	7.8%	10,950	12,568
TPB	8,088	3,294	3,845	5.8	1.3	2.0%	22.1%	22,350	24,154
ACB	18,857	6,855	3,874	6.0	1.4	1.6%	23.9%	23,400	27,800
VIB	9,984	3,533	3,727	4.9	1.1	1.7%	21.6%	18,200	19,528
LPB	6,403	1,648	1,816	4.0	0.5	0.7%	12.8%	7,300	9,856

Nguồn: BSC Research

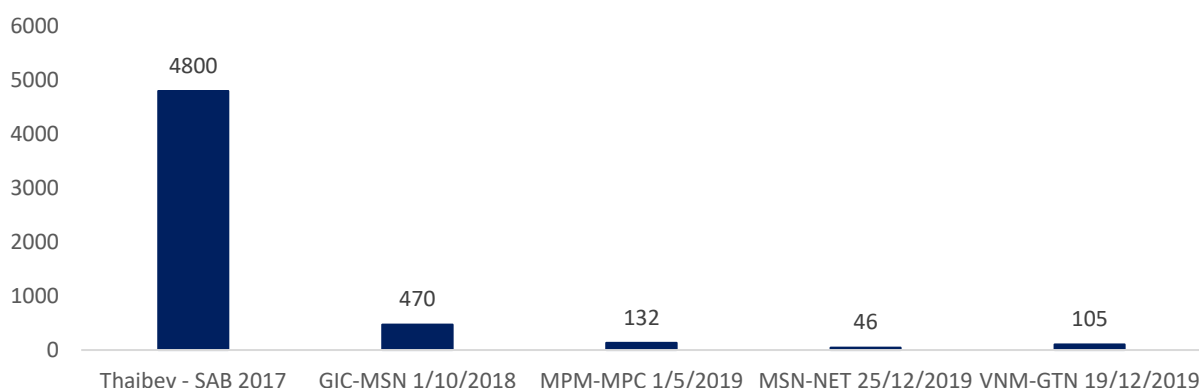
Ngành Tiêu Dùng [Khả quan]

- 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 sẽ khả quan trong năm 2020 và BSC dự báo tăng trưởng sẽ duy trì trên 2 chữ số nhờ vào nhu cầu tiêu thụ hàng hóa của người dân vẫn ở mức cao.

Xu hướng ngành bán lẻ 2020 bao gồm (1) Tái cấu trúc sau hàng loạt các thương vụ M&A lớn (2) Việc giảm lãi suất sẽ hỗ trợ ngành bán lẻ (3) Kết hợp công nghệ 4.0 vào tiêu dùng bán lẻ.

(1) Tái cấu trúc sau hàng loạt các thương vụ M&A. Trong năm 2019, nhiều thương vụ M&A lớn trong ngành bán lẻ đã diễn ra điển hình như VinCommerce đã được chuyển nhượng lại cho Masan, Vinamilk hoàn tất việc mua công ty GTN sở hữu trang trại bò sữa Mộc Châu,... Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp đầu ngành tập trung tái cấu trúc hoạt động kinh doanh trong 2-3 năm tới và tiếp tục sẽ M&A với các công ty khác để mở rộng thị phần và cạnh tranh với các đối thủ nước ngoài lớn.

Giá trị các thương vụ M&A trong ngành Tiêu dùng Bán lẻ (triệu USD)



Nguồn: Cafef, BSC Research

- (2) Giảm lãi suất sẽ hỗ trợ cho ngành tiêu dùng bán lẻ.** Sau khi có quyết định của Ngân Hàng Nhà Nước về việc hạ trần lãi suất huy động và lãi suất cho vay, các ngân hàng bắt đầu giảm lãi suất từ 0.2-0.5%/năm tùy từng kỳ hạn. Qua đó, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp tiêu dùng sẽ được hưởng lợi từ giảm chi phí lãi vay như VNM, MSN, MWG,... từ đó lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp có thể tăng bình quân 0.87-1%. Bên cạnh đó, việc hạ lãi suất cũng sẽ kích thích tiêu dùng của người dân đối với các sản phẩm trung-cao cấp như nhà cửa, điện máy, thiết bị,...
- (3) Kết hợp công nghệ vào tiêu dùng bán lẻ.** Ngày nay, xu hướng công nghệ ứng dụng vào cuộc sống đặc biệt ngành tiêu dùng bán lẻ ngày càng nhiều khi xu hướng Social Commerce – Thương mại điện tử tăng cao nhờ vào cuộc cách mạng điện thoại. Qua đó, chúng tôi cho rằng để thu hút được nhiều khách hàng tiêu dùng hơn các công ty sẽ tăng cường R&D cho **(1) Các kênh thương mại hiện**

đại MT bên cạnh kênh truyền thống GT, **(2)** Tối ưu hóa hệ thống logistics phân phối từ DC tới khách hàng càng nhanh càng tốt. **(3)** Đầu tư vào marketing online.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC duy trì đánh giá KHẢ QUAN đối với ngành tiêu dùng. Đối với ngành bán lẻ, chúng tôi cho rằng ngành vẫn duy trì tốt độ tăng trưởng tốt trên 20% nhờ nhu cầu tiêu thụ hàng thiết yếu và thu nhập của người dân đang tăng lên. Tuy nhiên, đối với ngành thức ăn và đồ uống, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm Trung Lập do tốc độ tăng trưởng F&B đang chậm lại, các doanh nghiệp đầu ngành phải M&A để tăng thị phần và tìm hướng xuất khẩu sang nước ngoài. Chúng tôi khuyến nghị **Mua** các cổ phiếu đầu ngành bán lẻ: PNJ, MWG, và khuyến nghị **Theo Dõi** các mã trong ngành thực phẩm và đồ uống: VNM, SAB và MSN.

MWG – Mua – Giá mục tiêu: 176,400 VND/cp – PE fw = 11.5x.

- **Năm 2020, MWG sẽ tập trung vào cải thiện chất lượng hoạt động hơn là mở rộng chuỗi cửa hàng DMX và TGDD.** Chúng tôi kỳ vọng **(1)** SSSG của chuỗi sẽ đạt 7% trong năm 2020; **(2)** Mở rộng đa dạng sản phẩm như đồng hồ, kính và laptop ,... giúp tăng trưởng doanh thu MWG.
- **BHX – Tiếp tục tập trung mục tiêu mở rộng quy mô .** Năm 2019, MWG đẩy mạnh phát triển hạ tầng kho bãi (DC) và hệ thống logistics, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là bàn đạp để mở rộng chuỗi cửa hàng BHX lên 1,500 vào cuối 2020. Bên cạnh đó, biên gộp 2020 sẽ tăng từ 18% lên 20% nhờ tăng sản phẩm tươi sống với biên gộp cao và kỳ vọng doanh thu bình quân /CH sẽ đạt 1.5 tỷ trong Q1/2020. Trong năm 2020, MWG vẫn đặt chiến lược tập trung mở rộng quy mô trước nhằm tăng độ phủ ở các khu vực miền Trung, Đông Nam Bộ và Đồng bằng sông Cửu Long. Do đó, chúng tôi cho rằng mục tiêu hòa vốn sẽ tạm thời gác lại và kỳ vọng biên lợi nhuận EBITDA sẽ giảm dần tiệm cận về mức 0%.
- **BSC dự báo DT 2020 đạt 130,085 tỷ (+26.8% YoY) và LNST đạt 5,145 tỷ (+33.5% YoY)**

PNJ – Mua – Giá mục tiêu 97,310 VND/CP – PE fw = 13.6x.

- **Phục hồi trong 2020.** Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ phục hồi trong năm 2020 nhờ **(1)** Hệ thống ERP đi vào vận hành trơn tru giúp các hoạt động sản xuất kinh doanh bình thường trở lại; **(2)** Kỳ vọng thị trường sẽ tăng trở lại trong năm 2020.
- **SSSG 2020 tăng trở lại 10-12%.** Trong Q3-4/2019, chúng tôi đánh giá SSSG tăng trở lại 2 chữ số sau những tháng SSSG giảm mạnh về 1-2%, qua đó chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tập trung vào tăng trưởng doanh thu cửa từng cửa hàng nhờ vào mở rộng các sản phẩm mới và đánh vào khách hàng mục tiêu giới trẻ.
- **Duy trì mức biên gộp 30-31%.** Năm 2019, biên gộp PNJ tăng lên 33% mức cao nhất từ trước tới giờ nhờ PNJ tập trung vào các sản phẩm có biên gộp cao , tuy nhiên chúng tôi cho rằng PNJ sẽ khó tiếp tục giữ được mức biên cao và sẽ giảm về 30-31% do chi phí nguyên vật liệu đang có xu hướng tăng và tập trung lại các dòng sản phẩm khác có biên gộp tương đối.
- **BSC dự báo Doanh thu và LNST của PNJ 2020 đạt lần lượt 18,288 tỷ (+ 12.7% YoY) và 1,420 tỷ (+ 21%YoY).**

MSN – Theo Dõi – Giá mục tiêu 65,000 VND/CP – PE fw = 23.7x

- **Tái cấu trúc doanh nghiệp.** Sau khi MSN nhận lại Vincommerce , chúng tôi cho rằng MCH sẽ phải tập trung vào tái cấu trúc doanh nghiệp tiêu dùng và bán lẻ để giúp cho VCM thoát khỏi lỗ lũy kế. Ngoài ra , chúng tôi lưu ý các dòng sản phẩm chính của MCH đang tăng trưởng chậm lại chỉ còn 5% so với cùng kỳ là 20%.
- **Đầu tư MML.** Năm 2020 , MML đặt kế hoạch hoàn vốn ở mức EBITDA , chúng tôi cho rằng để làm được MML cần phải mở đủ số cửa hàng từ 200-300 cửa hàng ở cả Bắc và Nam, Ngoài ra, MML sẽ xây dựng nhà máy thịt mát ở Long An để đáp ứng nguồn thịt mát cho thị trường miền Nam.
- **Thách thức đối với MSR:** DT MSR giảm mạnh trong năm 2019 do giá vonfram giảm mạnh, qua đó chúng tôi cho rằng vonfram có thể tăng lại trong năm 2020 khi chiến tranh thương mại Mỹ- Trung đang có sự hạ nhiệt và giảm áp thuế sẽ làm cho giá vonfram tăng trở lại.
- **BSC dự báo DT và LNST MSN 2020 đạt lần lượt là 43,135 tỷ (+8% YoY) và 5000 tỷ (+7% YoY)**

VNM – Theo Dõi – Giá mục tiêu 135,800 VND/CP – PE fw 19.5x

- **Tăng trưởng nội địa duy trì 5-7% YoY trong 2020.** VNM hiện đang dẫn đầu thị phần sữa Việt với 61% , hiện VNM đang tập trung mạnh vào phát triển các dòng sản phẩm mới và tăng cường marketing để thu hút khách hàng từ đối thủ ngoại.
- **Tiềm năng từ GTN.** Trong T12/19, VNM đã công bố mua thành công 75% GTN qua đó chúng tôi đánh giá cao VNM sẽ tăng được thị phần ở miền Bắc và lấy GTN làm bàn đạp để xuất khẩu sữa sang thị trường tiềm năng Trung Quốc.
- **BSC dự báo DT và LNST VNM 2020 sẽ đạt lần lượt là 59,909 tỷ đồng (+ 6.7% YoY) và 10,964 tỷ đồng (+7% YoY)**

SAB – Mua – Giá mục tiêu 280,000 VND/CP – PE fw 31.8x.

- **Thúc đẩy doanh thu 2020** nhờ (1) Đầu tư R&D ra các sản phẩm mới , tái định hình sản phẩm SAB ở phân khúc cao cấp để cạnh tranh với các đối thủ ngoại như Heineken, Saboro,... (2) Tái cấu trúc bộ máy công kênh , cắt giảm các chi phí lớn để cải thiện biên gộp.
- **Giá nguyên liệu giảm giúp cho biên gộp tăng 2020.** Giá hops và malts đang giảm mạnh 24% do ảnh hưởng của việc giảm nhập khẩu của TQ qua đó chúng tôi cho rằng SAB đã chốt xong giá nguyên liệu cho năm 2020 ở nền giá rẻ nên kỳ vọng biên gộp 2020 sẽ tăng.
- **Nghị định 100/2019:** hạn chế và xử phạt hành chính người sử dụng phương tiện giao thông có nồng độ cồn sẽ ảnh hưởng nhiều tâm lý sử dụng rượu bia trong năm 2020, qua đó chúng tôi đánh giá sản lượng ngành bia nói chung và SAB sẽ bị giảm tăng trưởng về 1 chữ số.
- **BSC dự báo DT và LNST SAB 2020 sẽ đạt lần lượt là 42,698 tỷ đồng (+ 9% YoY) và 6,236 tỷ đồng (+18% YoY)**

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	ROA 2019	ROE 2019	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
PNJ	18,288	1,420	6,285	15.9	3.7	16.8%	25.9%	86,000	97,310	+13.2%
MWG	130,852	5,145	10,569	10.8	3.1	11.2%	31.2%	114,000	176,400	+54.7%
VNM	59,909	11,693	6,054	19.5	5.2	25%	31.7%	116,500	135,800	+16.5%
MSN	43,135	5,000	4,145	23.7	7.6	11.9%	10.8%	56,500	65,000	+15%
SAB	42,698	6,263	8,674	31.8	6.9	22%	31.6%	228,000	280,000	+22.8%

Nguồn: BSC Research

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

- Tình trạng thiếu nhân sự ngành IT tiếp tục tăng cao trong năm 2020 và gây khó khăn trong việc tuyển dụng của doanh nghiệp
- Việc triển khai mạng 5G được tăng cường đẩy mạnh trong năm 2020.
- BSC duy trì đánh giá KHẢ QUAN đối với Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông. Mua: FPT, VTP, Theo dõi: CMG

Tình trạng thiếu hụt nhân sự ngành IT tiếp tục trầm trọng trong năm 2020. Theo báo cáo Vietnam Developer 2019 của TopDev, nhu cầu nhân sự ngành IT của Việt Nam ngày càng tăng khi (1) các doanh nghiệp IT luôn cần nguồn nhân lực đáp ứng nhu cầu lớn từ khách hàng và (2) Làn sóng khởi nghiệp trong lĩnh vực công nghệ đang mạnh mẽ. Mặc dù mức lương thưởng đối với nhân sự ngành IT có xu hướng tăng (tỷ lệ tăng lương 1H.2019 là 15 – 18%), việc thiếu hụt nhân sự dự kiến ngày càng trầm trọng trong thời gian tới (Năm 2020, dự kiến Việt Nam thiếu hụt 100,000 nhân sự IT và mức thiếu hụt này có thể lên tới 190,000 nhân sự trong năm 2021). BSC cho rằng xu hướng tăng lương vẫn sẽ diễn ra trong năm 2020 và điều này sẽ (1) tạo áp lực tăng chi phí lên doanh nghiệp (2) thúc đẩy các doanh nghiệp tăng năng suất lao động nhằm bù đắp việc tăng lương.

Việc triển khai mạng 5G sẽ được tăng cường đẩy mạnh trong năm 2020. Bộ Thông Tin và Truyền thông cho biết, năm 2020, bộ sẽ tiến hành cấp phép tần số và cho triển khai thương mại 5G tại Việt Nam. Về phía các nhà mạng, năm 2019, hầu hết các doanh nghiệp lớn đều đã tiến hành/ chuẩn bị cho việc phát sóng thử nghiệm 5G. Viettel đã hoàn thành việc lắp đặt hạ tầng mạng lưới và dự kiến phát sóng thử nghiệm 5G tại phường 12, quận 10, thành phố Hồ Chí Minh. Ngoài ra, MobiFone và VinaPhone đều đã xin giấy phép thử nghiệm 5G tại Hồ Chí Minh, trong đó, MobiFone dự kiến phát thử nghiệm tại quận 1, quận 7; VinaPhone dự kiến phát thử nghiệm tại quận 1. BSC cho rằng việc triển khai mạng 5G là bước quan trọng trong việc thực hiện Đề án Chính phủ số cũng như là bước tiến lớn trong ngành CNTT của Việt Nam.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm KHẢ QUAN đối với cổ phiếu ngành CNTT – Viễn Thông.

Đối với doanh nghiệp ngành CNTT (FPT, CMG) chúng tôi lạc quan đối với tốc độ tăng trưởng của thị trường xuất khẩu phần mềm và thị trường cho thuê kênh doanh nghiệp. Tuy nhiên, áp lực từ việc thiếu hụt nhân sự ngành IT ngày càng tăng có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng và kết quả kinh doanh của công ty. Về mặt định giá, cổ phiếu ngành CNTT vẫn đang ở vùng định giá thấp so với các công ty khu vực và thị trường chung (11.x với 14.x), vì thế, BSC cho rằng các cổ phiếu ngành CNTT vẫn là những cơ hội tốt trong năm 2020.

Đối với cổ phiếu ngành Bưu chính (VTP), chúng tôi kỳ vọng (1) xu hướng tiêu sảm trên mạng tiếp tục tăng trưởng và (2) lợi thế về hệ thống phân phối được giữ vững là động lực tăng trưởng chính cho VTP. Đối với cổ phiếu ngành Viễn thông (VGI), chúng tôi kỳ vọng thị trường Myanmar tiếp tục giữ mức tăng trưởng mạnh (đủ bù đắp các chi phí khấu hao và tài chính) sẽ là chất xúc tác mạnh cho năm 2020.

FPT – MUA – Giá mục tiêu 75,300 VND/cp – Upside 29.2% - P/E fw = 9.8

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu FPT với giá mục tiêu 75,300 đồng/cp theo phương pháp định giá P/E và DCF dựa trên những luận điểm sau:

(1) Xu hướng CN mới (Chuyển đổi số) và thị trường xuất khẩu rộng lớn đảm bảo tốc độ tăng trưởng ngành. Việt Nam tiếp tục có ưu thế nhờ nhân công giá rẻ, giá đầu cạnh tranh với đối thủ.

(2) Tốc độ tăng trưởng hoạt động kinh doanh khả quan dự báo duy trì trong 3 – 4 năm tới. Biên LNG được cải thiện nhờ tăng tỷ trọng dự án Chuyển đổi số

(3) Kỳ vọng gia tăng giá trị sản phẩm thông qua phát triển công nghệ mới và cơ hội M&A

(4) Cổ phiếu chịu mức PE thấp trong nhiều năm (BSC cho rằng mức định giá PE thấp do mảng Phân phối và Bán lẻ chiếm tỷ trọng lớn trong DT), và đang được định giá lại với vị thế là một công ty công nghệ với tiềm năng triển vọng khả quan trong các năm tới

Năm 2020, chúng tôi cho rằng áp lực về vấn đề nhân sự đang ngày càng gia tăng và tồn tại rủi ro ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của công ty. FPT cho biết trong năm 2019, số lượng nhân sự tăng 10% YoY (BSC ước tính khoảng 1,500 người) và chỉ có xu hướng tăng từ tháng 8.2019; đây là mức khá thấp so với trung bình quá khứ do mỗi năm FPT sẽ tăng số lượng nhân sự lên khoảng 3,000 người. Bên cạnh lý do công ty rà soát lại chất lượng nhân sự (sa thải nhân viên không đạt chỉ tiêu), BSC cho rằng việc tuyển dụng nguồn nhân lực mới đang ngày càng khó khăn do nguồn cung thiếu hụt, đặc biệt trong bối cảnh mức lương của FPT vẫn bị coi là thấp trên thị trường lao động.

Trong buổi gặp gỡ với Chuyên viên phân tích vừa qua, lãnh đạo FPT – Software đã cho biết đã trình lên tập đoàn đề xuất tăng mức lương lên 20% (một số vị trí có thể lên 30%) và mức lương của nhân viên sẽ tăng tương ứng với mức tăng trưởng năng suất. BSC cho rằng đề xuất tăng lương là phù hợp để thu hút lao động cho tập đoàn (nhu cầu nhân sự là rất lớn để đáp ứng các dự án có giá trị cao), trong bối cảnh tỷ lệ DT/nhân viên tăng 22.3% trong 9T.2019, BSC kỳ vọng mức biên lợi nhuận gộp năm 2020 (giả định việc tăng lương có hiệu lực từ năm sau) tương đương với mức biên năm 2019.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020: Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2020 đạt 33,858 tỷ đồng (+19.8% YoY) và lợi nhuận trước thuế đạt 5,867 tỷ (+22.0% YoY) với giả định (1) Xuất khẩu phần mềm tăng trưởng 33% (2) Viễn thông tăng trưởng chậm lại mức 13% (3) Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ mức 39.8%. EPS FW 2020 đạt 5,967 VND/cp (+22.0% YoY), tương đương với PE FW 2020 = 9.8 lần.

VTP – MUA – Giá mục tiêu 162,500 VND/cp – Upside 40% - P/E fw = 14.9

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VTP với giá mục tiêu 162,500 đồng/cp theo phương pháp định giá P/E (số nhân mục tiêu là 20.9 lần – chiết khấu 10% so với các công ty cùng khu vực) dựa trên những luận điểm sau:

(1) Thị trường dịch vụ chuyển phát nhanh dự kiến duy trì mức tăng trưởng 42.1%/năm trong giai đoạn 2018 - 2022

(2) Hệ thống mạng lưới của Viettel Post trải dài trên cả nước cùng với dịch vụ đa dạng

(3) Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào

(4) Cổ phiếu chịu mức PE thấp so với các công ty trong khu vực (14.8 so với 23.5 lần)

Kết quả kinh doanh 9T.2019 Lũy kế 9T.2019, VTP ghi nhận DT và LNST lần lượt đạt 5,073 tỷ (+56.7% YoY) và 266 tỷ (+37.8% YoY); tương ứng hoàn thành 65.7% KH DT và 70% KH LNST. Tăng trưởng của LNST thấp

hơn so với tăng trưởng của DT chủ yếu do biên lợi nhuận gộp giảm so với cùng kỳ, đạt mức 10.4% từ mức 11.3%. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng đơn hàng trong bối cảnh thị trường Thương mại điện tử vẫn tăng trưởng mạnh. Công ty cho biết 40% sản lượng đơn hàng đến từ các sàn Thương mại điện tử (hiện tại, VTP đang vận chuyển cho Sendo và Shopee). Tỷ trọng của chuyển phát truyền thống đang có xu hướng giảm (cả về doanh thu và sản lượng đơn hàng), hiện chỉ đạt 50% tỷ trọng (so với 54% trước đây).

Năm 2020, chúng tôi kỳ vọng ngành vận chuyển nhanh vẫn tiếp tục duy trì được mức độ tăng trưởng cao nhờ xu hướng chuyển sang tiêu dùng trực tuyến của người dân. Trong bối cảnh ngành tăng trưởng nhanh, VTP với vị thế đầu ngành cùng với lợi thế (1) Mạng lưới phân bổ rộng (2) Hoạt động tài chính lành mạnh vẫn sẽ được hưởng lợi. Với giả định (1) thị trường vận chuyển tăng trưởng 45% trong 2020 và (2) thị phần của VTP đạt 38%, BSC dự báo năm 2020 DT và LNTT lần lượt đạt 10,881 tỷ (+41.6% YoY) và 629 tỷ (+30.2% YoY). EPS FW 2020 đạt 7,745 VND/cp (+22.0% YoY), tương đương với PE FW 2020 là 14.9

CMG – KHÔNG ĐÁNH GIÁ

Lũy kế 1H cho năm tài chính 2019/20, CMG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 2,300 tỷ (-6.5% YoY) và 110 tỷ (-8.2% YoY) tương ứng hoàn thành 37% KH DT và 35% KH LNTT. BSC lưu ý rằng CMG thông thường sẽ hạch toán kết quả kinh doanh chủ yếu vào Q3 và Q4 của năm tài chính do cách ghi nhận của khối Viễn thông.

Chúng tôi cho rằng CMG là một doanh nghiệp nhiều tiềm năng do (1) Hỗ trợ từ cổ đông chiến lược Samsung SDS sẽ giúp công ty thực hiện tham vọng đạt 1 tỷ USD doanh thu (2) Đầu tư các Trung tâm Dữ liệu với tiêu chuẩn cao (3) Mở rộng dịch vụ Xuất khẩu phần mềm. Ngày 18/11/2019, công ty đã tiến hành tổ chức ĐHCĐ bất thường và bầu vào Hội đồng quản trị hai thành viên đến từ đối tác chiến lược. BSC kỳ vọng rằng sự thay đổi trong ban lãnh đạo sẽ thúc đẩy nhanh các dự án hợp tác giữa CMG và Samsung SDS.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
FPT	33,857	4,919	5,971	9.7	2.5	17%	24%	58,300	75,300	29.2%
VTP	10,881	503	7,745	14.9	7.1	15%	45%	115,000	162,500	40.0%

Nguồn: BSC Research

Ngành Điện [Khả quan]

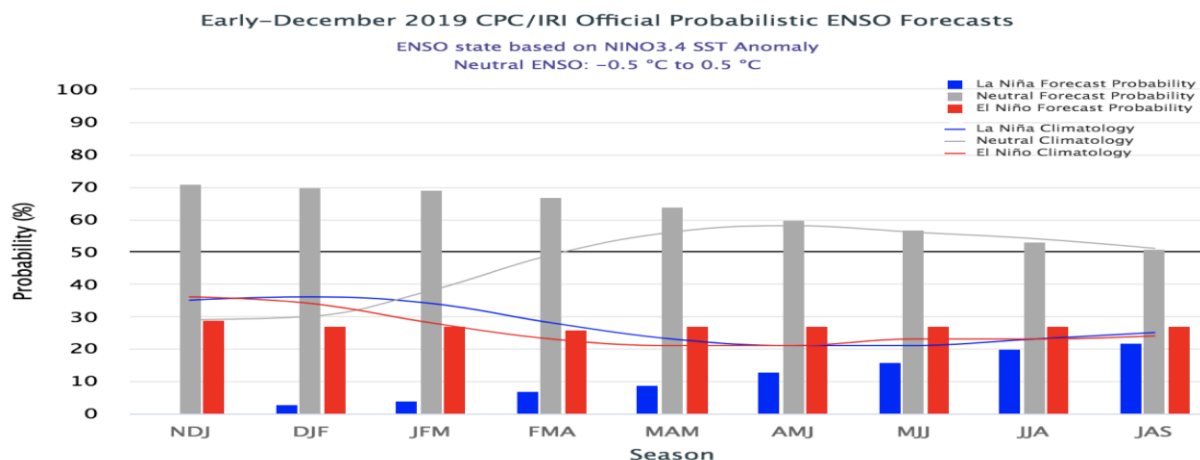
- Sản lượng điện sản xuất 2019 tăng 9.9% so với 2018, kế hoạch 2020 sản lượng tăng trưởng 8.8%.
- Việt Nam được dự báo thiếu điện trong giai đoạn 2020 – 2023 là cơ hội cho các nhà máy nhiệt điện than, nhiệt điện khí và xây lắp điện.
- BSC duy trì đánh giá KHẢ QUAN đối với nhóm nhà máy Nhiệt điện và đánh giá KÉM KHẢ QUAN đối với nhóm nhà máy thủy điện trong năm 2020.

Hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2019 và kế hoạch năm 2020: sản lượng thương phẩm cả nước đạt 177 tỷ kWh (+9.04% YoY). Giá mua điện trung bình của EVN là 1,298 đồng / kWh (+6.8% YoY). Về kế hoạch năm 2020, tổng điện năng sản xuất của các nhà máy điện (tại đầu cực máy phát) và nhập khẩu của toàn quốc năm 2020 là 261,456 tỷ kWh (+8.2% YoY), công suất cực đại toàn quốc năm 2020 là 41,237 MW. Tổng công suất lắp đặt của các nhà máy điện mới được đưa vào vận hành năm 2020 là 4,329.4 MW. Trong năm 2020, EVN dự kiến sẽ phải huy động 3.3 tỷ kWh điện chạy dầu (+126% YoY).

Việt Nam được dự báo thiếu điện trong giai đoạn 2020 – 2023 là cơ hội cho các nhà máy nhiệt điện than, nhiệt điện khí và xây lắp điện. (1) Hiện tượng El Nino khiến cho sản lượng thủy điện giảm và (2) 44/55 dự án nguồn điện mới chậm tiến độ là hai nguyên nhân chính dẫn đến việc thiếu điện từ năm 2020 – 2023. Để giải quyết, các giải pháp của EVN bao gồm: (1) tăng nhập khẩu điện từ Trung Quốc, Lào, (2) phát triển các dự án năng lượng tái tạo, (3) đẩy nhanh các dự án lưới điện để truyền tải và giải phóng công suất cho NLTT tại khu vực Ninh Thuận, Bình Thuận. BSC cho rằng các doanh nghiệp có thể được hưởng lợi từ xu hướng này trong những năm tới bao gồm: PC1 (khối lượng xây dựng đường dây truyền tải điện và các hợp đồng thầu EPC cho dự án NLTT lớn), nhóm nhiệt điện như PPC, POW, HND, NT2 (sản lượng huy động cao và giá thị trường cao hơn).

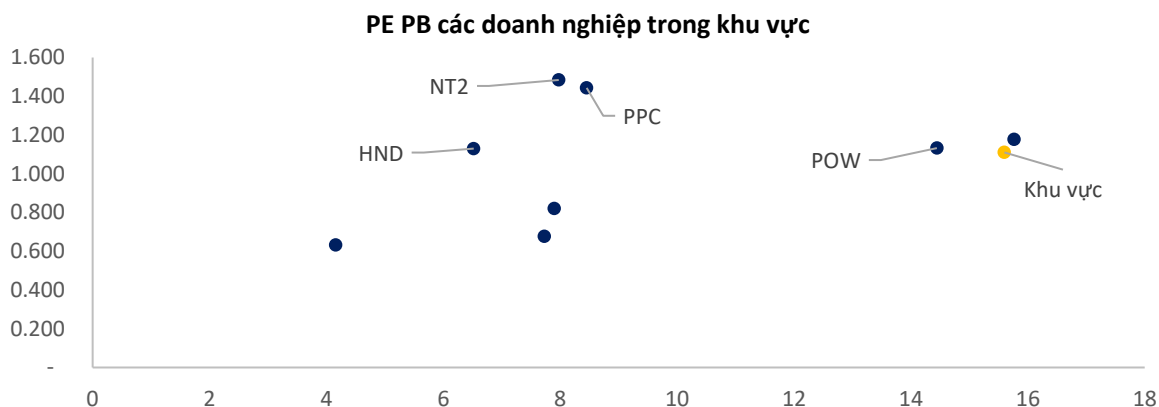
Tình trạng thiếu nước về hồ thủy điện không có cải thiện so với năm 2019: Tổng lượng nước tích được trong các hồ thủy điện trên cả nước đạt 24.3 tỷ m³, thiếu hụt khoảng 11.3 tỷ m³ so với mực nước dâng bình thường (MNDBT), trong đó riêng các hồ thủy điện phía bắc (Lai Châu, Sơn La, Hòa Bình) đã thiếu khoảng 7.3 tỷ. Lượng nước tích được quy ra điện là 10.49 tỷ kWh, thiếu hụt 4.82 tỷ kWh so với sản lượng điện đạt được nếu ở MNDBT. Theo dự báo của IRI, tình trạng El Nino có xác suất cao sẽ tiếp tục cho tới tháng 9 năm nay.

Dự báo xác suất Elnino các tháng trong năm 2020



Nguồn: IRI columbia university

Tình trạng thiếu nước tiếp tục giúp cho các các nhà máy nhiệt điện than có khả năng vận hành ổn định hưởng lợi. Các nhà máy nhiệt điện than (PPC, HND, QTP, Vũng Áng 1 của POW...) sẽ được lợi thông qua việc (1) sản lượng huy động cao và (2) giá trung bình trên thị trường điện năm 2020 có thể tăng so với năm 2019. (1) Xét về hiệu suất và tính chủ động, nhiệt điện than có hiệu suất cao nhất (số giờ chạy trung bình xấp xỉ 6,500 giờ / năm, so với mức 6,000 giờ của nhiệt điện khí và 3,000 giờ của thủy điện) và nguồn nguyên liệu có thể chủ động tính toán và nhập khẩu bù đắp trong trường hợp đột xuất, do đó các nhiệt điện than sẽ dễ được huy động cao trong tình trạng thiếu điện năm 2020. (2) Bên cạnh đó, khi nhu cầu điện lớn so với khả năng đáp ứng của hệ thống, các nhà máy trên thị trường có thể chào giá cao và EVN



Nguồn: BBG, BSC Research

vẫn phải huy động. Trong năm 2019 giá điện trên thị trường đã có giai đoạn chạm trần liên tục trong quý I và quý IV khi mà các thủy điện được ưu tiên tích nước. Tuy chưa có văn bản mới quy định các thành phần của giá thị trường trong năm 2020, BSC kì vọng tần suất giá điện chạm trần trong năm 2020 sẽ cao hơn trong năm 2019, từ đó giúp tăng mức giá trung bình trên thị trường của các nhà máy điện.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Đối với ngành điện, BSC duy trì quan điểm KHẢ QUAN với nhóm cổ phiếu nhiệt điện (NT2, POW, HND, PPC ...) và xây lắp đường dây truyền tải điện (PC1), và quan điểm KÉM KHẢ QUAN đối với nhóm cổ phiếu thủy điện (TMP, TBC, VSH ...). Trong năm 2020, ngành điện chịu ảnh hưởng bởi một số xu hướng lớn bao gồm: (1) thủy điện tiếp tục được dự báo kém khả quan khi tần suất nước về hầu hết các sông đều ở mức 80% - 95% (mức nước thấp gần nhất trong lịch sử thống kê); (2) nguy cơ thiếu điện trong năm 2020 sẽ giúp các nhà máy nhiệt điện than được huy động cao và đẩy giá thị trường tiếp tục tăng trong năm 2020 và (3) nhu cầu phát triển năng lượng tái tạo và đường dây truyền tải tiếp tục mang lại khối lượng hợp đồng lớn cho các doanh nghiệp làm tổng thầu EPC và xây dựng lưới điện.

REE – MUA – Giá mục tiêu 48,000 VND/ cp – Upside 30% - PE fw = 6.7x

BSC đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu REE với mục tiêu 48,000 VND /cp, tương ứng với PE fw và PB fw lần lượt là 6.7 và 0.92 lần dựa trên các luận điểm sau:

- **Định giá hấp dẫn so với một doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng dài hạn:** trong những năm gần đây REE đã tiến hành cơ cấu tài sản dịch chuyển sang những hoạt động kinh doanh ổn định và có dòng tiền, lợi nhuận cao hơn như năng lượng, nước sạch Với hơn 50% lợi nhuận được đóng góp từ danh mục đầu tư điện, nước, BSC cho rằng REE xứng đáng có được mức định giá cao hơn quá khứ.
- **2019 và 2020 là thời điểm hợp lý để mua REE với mục tiêu nắm giữ dài hạn:** Chu kỳ El Nino sẽ lặp lại mỗi 2 – 5 năm và năm 2019, 2020 sẽ là đỉnh điểm của chu kỳ này khiến cho lợi nhuận từ mảng điện, nước bị ảnh hưởng. Tuy nhiên theo dự báo của IRI (trung tâm dự báo về thời tiết và khí tượng của ĐH Columbia), hiện tượng Elnino sẽ có dấu hiệu suy giảm trong năm 2020, do đó BSC cho rằng lợi nhuận từ các thủy điện của REE sẽ tích cực trở lại trong những năm tiếp theo.
- **Động lực tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2020 đến từ việc ghi nhận doanh thu hai tòa Etown EW và Etown 5.** Cho năm 2020, BSC dự báo doanh thu đạt 5,510 tỷ đồng (+3.8% YoY), LNST đạt 1,695 tỷ đồng (+9.5% YoY).

PC1 – MUA – Giá mục tiêu 29,000 VND/ cp – Upside 62% - PE fw = 4.6x

BSC duy trì khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu 29,000 đồng / cp. Cho năm 2020, BSC dự phóng doanh thu PC1 đạt 6,469 tỷ đồng (13.9% YoY), LNST đạt 623 tỷ (+50% YoY). PE và PB dự phóng ở mức 4.6 lần và 0.6 lần.

- **Công suất thủy điện tăng 46% trong năm 2020 giúp doanh thu thủy điện tăng khoảng 25% trong năm 2020.** Thủy điện Mông Ân đã đóng điện thành công vào cuối tháng 12 2019. Năm 2020, thủy điện Bảo Lạc B (18MW) và Sông Nhiệm 4 (6MW) sẽ đi vào hoạt động trong khoảng từ quý II đến quý III là động lực tăng trưởng lợi nhuận cho năm 2020 và 2021 của PC1.
- **Năm 2020 PC1 sẽ ghi nhận khoảng 880 tỷ doanh thu và khoảng 114 tỷ LNST từ chuyển nhượng dự án BĐS PCC1 Thanh Xuân.** Trong năm 2020, công ty sẽ ghi nhận doanh thu từ dự án PCC1 Thanh Xuân khoảng 880 tỷ với biên lợi nhuận gộp 30% và biên lợi nhuận thuần khoảng 17%.

- **Khối xây lắp không có đột biến nhưng vẫn sẽ được duy trì khối lượng hợp đồng lớn trong trung hạn.** BSC cho rằng trong những năm tới khối lượng công việc cho mảng xây lắp điện sẽ tiếp tục ổn định nhờ: (1) EVN sẽ tiếp tục phải đẩy nhanh tiến độ của các dự án xây dựng truyền tải điện lớn (2) Khối lượng đường dây, trạm biến áp cần xây dựng theo quy hoạch điện VII sửa đổi trong giai đoạn 2021 – 2025 sẽ lớn hơn giai đoạn 2016 – 2020 (3) Chính sách ưu đãi cho điện mặt trời và điện gió vẫn tiếp tục kéo dài đến 2021.

POW – THEO DÕI – Giá mục tiêu 14,000 VND/ cp – Upside 13.6% - PE fw = 14.8x

BSC đưa ra khuyến nghị THEO DÕI cho cổ phiếu POW với giá mục tiêu 14,000 đồng / cp. Cho năm 2020, BSC dự báo doanh thu POW đạt 30.35 nghìn tỷ (-11% YoY) do giảm giá hợp đồng của NT2 và giảm sản lượng huy động của nhà máy Nhơn Trạch 1, LNST thuộc về công ty mẹ khoảng 2095 tỷ đồng (-20% YoY).

- (1) **Việc được phép tự nhập khẩu than sẽ là điểm cởi nút thắt các khó khăn cho nhà máy điện (NMD) Vũng Áng 1 của POW.** Là nhà máy lớn thứ 2 của PVPower, tuy nhiên những năm gần đây Vũng Áng 1 luôn là gánh nặng khi hiệu suất hoạt động thấp (50% – 60%) và thường xuyên gặp sự cố. Tuy nhiên khi được đảm bảo nguồn nhiên liệu trong những tháng cuối năm 2019, Vũng Áng 1 đã chạy ổn định với công suất cao. Sau khi đã mất 2 năm để sửa chữa các sự cố lớn và đã thử nghiệm cũng như xin được giấy phép nhập khẩu than để đảm bảo nguồn cung nguyên liệu trong năm 2020, BSC kỳ vọng Vũng Áng 1 sẽ đạt được hiệu suất từ 80% - 90%.
- (2) **Sản lượng huy động NT1 (-55% YoY) và NT2 (-10% YoY) giảm do thiếu hụt nguồn khí tại hệ thống Nam Côn Sơn.** Đối mặt với tình trạng thiếu nước và phải phát điện bằng nguồn đắt như dầu, tuy nhiên EVN vẫn cắt giảm sản lượng huy động của đa số các nhà máy khí thuộc cụm Phú Mỹ, Nhơn Trạch từ 3 – 55%. BSC cho rằng đây là tác động của việc lượng khí từ lô 06.1 và 11.2 của Bể Nam Côn Sơn có dấu hiệu suy giảm trong khi PVN vẫn phải đảm bảo nghĩa vụ đối với các nhà máy điện Phú Mỹ BOT.
- (3) **Thông tin về hợp đồng mua bán điện mới của Cà Mau 12 vẫn chưa được công bố là rủi ro cho POW:** trong năm 2020, cơ chế tính doanh thu của 2 nhà máy Cà Mau 12 sẽ thay đổi tuy nhiên đến giờ vẫn chưa có thông tin chính thức về hợp đồng bán điện. Tuy nhiên, theo BSC, việc BCT đưa ra TT24/2019/TT – BCT cho phép các nhà máy điện có thể đàm phán với tỷ lệ Qc riêng cho nhà máy thay vì một mức cố định cho toàn bộ các nhà máy cùng một loại hình trong hệ thống giúp CM12 có cơ hội đạt được tỷ lệ sản lượng thanh toán theo đồng cao từ 90% - 100%.

NT2 – THEO DÕI – Giá mục tiêu 25,100 VND/ cp – Upside 15.6% - PE fw = 11.3x

BSC đưa ra khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu NT2 dựa trên giá mục tiêu 25,100 đồng / cp. Cho năm 2020, BSC dự báo doanh thu NT2 đạt 7.25 nghìn tỷ (-9.3% YoY), LNTT 469 tỷ (-35% YoY). PE dự phóng ở mức 17x và 1.9x.

- **Sản lượng điện huy động năm 2020 giảm 10%:** Theo QĐ 3733 / QĐ – BCT Ngày 16/12/2019 về Kế hoạch cung cấp điện và vận hành hệ thống điện quốc gia năm 2020, sản lượng được huy động của NT2 là 4,478 Triệu kWh trong năm 2020, thấp hơn khoảng 10% so với sản lượng được huy động theo kế hoạch của năm 2019. BSC cho rằng một trong những lí do khiến sản lượng huy động

của NT2 bị cắt giảm trong năm 2020 dù miền Nam đối mặt với nguy cơ thiếu điện là do ảnh hưởng của sản lượng khí từ lô 06.1 và lô 11.2.

- **Điều chỉnh giá bán điện hợp đồng giảm 20 đồng / kWh trong năm 2020:** Giá cố định mới của NT2 sẽ giảm 20 đồng / kWh trong năm 2020 và 2021 và giảm tiếp 30 đồng kể từ năm 2022. Với sản lượng trung bình từ 4.8 – 5 tỷ kWh / năm, mức giảm 20 đồng / kWh trong năm 2020 đồng nghĩa với mức suy giảm từ 96 – 100 tỷ đồng LNTT, tương đương với khoảng 13.7% LNTT của năm 2019 theo ước tính của BSC.
- **Dự báo KQKD năm 2020:** Doanh thu 7,373 tỷ và LNST 454 tỷ giảm lần lượt 7.3% và 34% so với dự phóng của BSC cho năm 2019. Cả doanh thu và lợi nhuận đều giảm, tuy nhiên lợi nhuận giảm mạnh hơn doanh thu do toàn bộ phần giảm doanh thu do điều chỉnh hợp đồng mua bán điện sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận trước thuế của NT2.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
PPC	7,834	875	2,682	10	1.54	13.2%	15.3%	26,900	31,200	16.0%
POW	30,350	2,095	895	14.8	0.9	4.06%	6.83%	11,450	14,000	22.3%
NT2	7,229	420	1,459	11.3	1.67	5.3%	10.9%	21,650	25,100	15.9%
REE	5,510	1,695	5,466	6.7	0.92	8.7%	13.6%	36,300	48,000	32.2%
PC1	6,469	623	3,910	4.6	0.6	7.1%	14.5%	17,500	29,000	65.7%

Nguồn: BSC Research

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Khả quan]

- Khu vực bất động sản công nghiệp vẫn khả quan nhờ FDI giải ngân 11T2019 +6.8% yoy.
- Xu hướng thương mại điện tử, hàng tiêu dùng thúc đẩy nhu cầu kho bãi, nhà xưởng
- Giá cho thuê 2020 được dự báo không tăng mạnh tương do giá thuê 2019 đang ở mức khá cao tăng 7-15% yoy.

Khu vực bất động sản công nghiệp khả quan nhờ vào việc đang tiếp tục có các yếu tố hỗ trợ từ vĩ mô. Theo Cục đầu tư nước ngoài, 11T2019, các dự án FDI đã giải ngân được ước tính khoảng 17.7 tỷ USD (+6.8% yoy). Tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với 2018 do chiến tranh thương mại tạm thời hạ nhiệt sẽ làm giảm độ nóng của bất động sản khu công nghiệp; tuy nhiên tình hình vĩ mô vẫn cho thấy nhà đầu tư nước ngoài vẫn nhìn thấy cơ hội phát triển tốt tại Việt Nam. Trong đó, đầu tư tập trung nhiều nhất vào lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo với tổng số vốn đạt 21.6 tỷ USD, chiếm 67.8% tổng vốn đầu tư đăng ký; hoạt động kinh doanh bất động sản đứng thứ hai với tổng vốn đầu tư 3.3 tỷ USD, chiếm 10.4% tổng vốn đầu tư đăng ký.

Một số dự án lớn đã và sẽ triển khai, là cơ hội của các doanh nghiệp trong ngành (1) Tập đoàn Sharp công bố kế hoạch xây dựng nhà máy mới tại VSIP (Bình Dương) vào năm 2020. (2) Công ty sản xuất giày Brooks Running chuyển dây chuyền từ Trung Quốc sang các nước lân cận (3) Tập đoàn Foxconn, nhà cung cấp linh kiện cho Apple đã mở rộng tại VN vào tháng 7/2019 tại KCN của KBC. (4) GoerTek (cung cấp của Apple) chuyển trụ sở sản xuất AirPods vào Việt Nam, tại KCN Quế Võ (KBC).

Giá cho thuê năm 2020 được dự báo sẽ không tăng mạnh do giá thuê năm 2019 đang ở mức khá cao tăng 7-15% yoy. Giá thuê đất trung bình trong Q3/2019 khu vực miền Bắc khoảng 95 USD/m²/chu kỳ thuê (+6.7% yoy). Giá đất trung bình trong Q4/2019 khu vực miền Nam đã đạt 101 USD/m²/chu kỳ thuê (+12% yoy). Giá cho thuê cao nhưng lại khiến lượng hấp thụ nhu cầu không tăng mạnh do đó chúng tôi cho rằng năm 2020, các chủ đầu tư sẽ không giá cho thuê mạnh như 2019. Giá cho thuê cao nhất tại Hà Nội, Bắc Ninh và Hải Phòng nhờ cơ sở hạ tầng phục vụ phát triển công nghiệp mạnh, vị trí địa lý tốt. Hải Dương và Hưng Yên vẫn có mức giá vừa phải.

Nguồn cung đất tiếp tục tăng đáp ứng nhu cầu thị trường. Theo JLL, khoảng 1,890 ha tại các khu công nghiệp mới và khu mở rộng dự kiến sẽ ra mắt trong năm 2020 khu vực phía Nam, (Bình Dương, Đồng Nai) do những tỉnh này đang thiếu nguồn cung. Ngoài ra, nguồn cung mới đến từ các khu vực khác phía Bắc như Thái Bình, Quảng Ninh, Hà Nam cung cấp thêm cho nhà đầu tư các chọn lựa khác.

Xu hướng thương mại điện tử, hàng tiêu dùng tăng cao thúc đẩy nhu cầu kho bãi, nhà xưởng và cơ sở hạ tầng, dịch vụ kèm theo, chúng tôi cho rằng các DN logistic sẽ cần một lượng quỹ đất lớn. Các tỉnh xung quanh HCM như Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu có sẵn lợi thế vị trí, với vai trò gắn kết đang thúc đẩy phát triển dịch vụ logistic, trong khi tỷ lệ lấp đầy Bình Dương, Đồng Nai đều ở mức khá cao 80-90%, Bà Rịa – Vũng Tàu khoảng 55%, Vì vậy, các DN kinh doanh KCN có sẵn đất thuê sẵn sàng phục vụ kịp thời và hưởng lợi từ xu hướng này (PHR, NTC, SIP, IDC).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì đánh giá KHẢ QUAN đối với Bất động sản Khu công nghiệp. Mặc dù chiến tranh thương mại đã hạ nhiệt, các DN ảnh hưởng bởi sự kiện này đã dần tìm ra chiến lược phù hợp và tìm đến các địa điểm xây công xưởng mới trong đó có Việt Nam. Làn sóng dịch chuyển không còn quá nóng như năm 2019 nhưng chúng tôi vẫn cho rằng các KCN sẽ còn nhiều dư địa tăng trưởng dài hạn, tiếp tục hưởng lợi nhờ (1) Các hiệp định thương mại tự do như là Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) và Hiệp định thương mại tự do Liên minh châu Âu (EVFTA) tạo động lực TÍCH CỰC cho sự tăng trưởng (2) nhu cầu kho bãi, nhà xưởng và cơ sở hạ tầng, dịch vụ tăng cao (đề cập ở trên) (3) giá cho thuê có xu hướng tiếp tục tăng từ 7-15% yoy. Các nhà đầu tư mới - phần lớn từ châu Á như Nhật Bản, Hàn Quốc hay Trung Quốc sẽ vẫn quan tâm đến bất động sản công nghiệp của Việt Nam.

SIP – Mua – TP 131,074 đồng/cổ phiếu – Upside 37%

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SIP với giá trị hợp lý vào khoảng 131,074 đồng/cổ phiếu cho mục tiêu cuối năm 2020 dựa trên phương pháp RNAV với mức chiết khấu 35% do DN mới niêm yết, WACC = 15% với luận điểm (1) Quỹ đất rộng lớn khoảng 1,009 ha. Các dự án KCN của DN tập trung ở những khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam: KCN Lê Minh Xuân III (220ha) – lấp đầy 30%, KCN Đông Nam (286 ha) – lấp đầy 72%, KCN Phước Đông II (760ha) – 2020 đưa vào hoạt động, KCN Lộc An Bình Sơn (336ha) (2) Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào khoảng 5,504 tỷ so với vốn hóa khoảng 6,700 tỷ, dư nợ của DN ở mức khá thấp tỷ lệ D/A khoảng 3%. **Dự báo kết quả kinh doanh.** BSC dự báo KQKD 2020F với doanh thu 4,096 tỷ đồng (+17% yoy) tương ứng với 349 tỷ đồng (+15% yoy) dựa trên:

- **Khu công nghiệp.** Chúng tôi kỳ vọng KCN Đông Nam (220 ha) và Phước Đông II (760ha) sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp, chúng tôi giả định 2 KCN này lần lượt sẽ lấp đầy trong vòng 4-5 năm và 12-13 năm (dựa trên tốc độ lấp đầy trong quá khứ) và theo kế hoạch, DN sẽ bắt đầu cho thuê năm 2020. Tổng diện tích KCN cho thuê khoảng 75-100ha/năm, biên LNG mảng KCN có sự cải thiện từ mức 54% (năm 2018) lên mức 64% nhờ vào việc giá cho thuê tăng mạnh +11% yoy trong khi giá vốn không biến động.
- **Các mảng dịch vụ điện nước, hàng hóa.** Chúng tôi giả định sẽ tăng trưởng theo tốc độ tăng trưởng diện tích cho thuê KCN và mảng này có biên lợi nhuận khá ổn định khoảng 7-8%.
- **Rủi ro đầu tư.** Cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp còn khá cô đặc. Chúng tôi cho rằng đây là rủi ro khá quan trọng, với cơ cấu cổ đông hiện nay, cổ phiếu của doanh nghiệp còn chưa thực sự đại chúng và phụ thuộc phần lớn vào ban lãnh đạo, nhà đầu tư cần phải theo dõi thêm.

IDC – Theo dõi – TP 21,736 VND – Upside +14% – Chuyển sàn HNX

IDC các KCN tại các vị trí hấp dẫn (Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Bắc Ninh, Long An). Các KCN Nhơn Trạch I và V, Mỹ Xuân B1 và A đã lấp đầy 100%. Các quỹ đất còn lại sẵn có: Phú Mỹ II (92,3ha), mở rộng Phú Mỹ II (214ha), Quế Võ II (132ha), Hữu Thành (362 ha) và Cầu Ngân (121ha). Chúng tôi kỳ vọng rằng trong ngắn hạn, Phú Mỹ II (lấp đầy 72%), Quế Võ II (lấp đầy 30%) sẽ đóng góp cho doanh nghiệp và Hữu Thành, Cầu Ngân đang trong quá trình triển khai là 2 KCN sẽ đóng góp KQKD trong dài hạn.

Doanh thu ổn định từ thu phí đường bộ và thủy điện. Thu phí đường bộ với biên LNG khá cao 50% và mảng điện (biên LNG đều đặn 8-9%), hai mảng này đóng góp khoảng 86% doanh thu hàng năm. Các dự án thủy điện của DN với tổng công suất khoảng 322MW chiếm 2,1% tổng công suất tại VN.

Rủi ro. (1) Phê duyệt cho các dự án mới bị trì hoãn, ảnh hưởng đến quỹ đất trong tương lai (2) El Niño ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của thủy điện.

KBC – Theo dõi – TP 17,139 VND – Upside 11% - Chờ đợi Nam Sơn Hạp Lĩnh

BSC dự báo 2020, DT và LNST KBC lần lượt 3,726 tỷ đồng và LNST 1,021 tỷ đồng. Chúng tôi vẫn ưa thích quỹ đất các KCN của KBC tuy nhiên năm 2019, một số dự án của DN vẫn đang trì hoãn. BSC kỳ vọng năm 2020, (1) KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh sẽ xong pháp lý và đưa vào hoạt động, là điểm sáng cho DN (2) doanh thu ghi KĐT Phúc Ninh chưa ghi nhận 2019 sẽ được ghi nhận vào 2020. (3) KCN Tân Phú Trung, KCN Quang Châu tiếp tục giữ tốc độ cho thuê tốt như năm 2019 lần lượt 35ha và 50-60ha. Chúng tôi định giá cổ phiếu KBC với mức giá 17,139 VND với wacc =15%, chiết khấu 25% do quan ngại vấn đề pháp lý khiến các dự án trì hoãn so với kế hoạch.

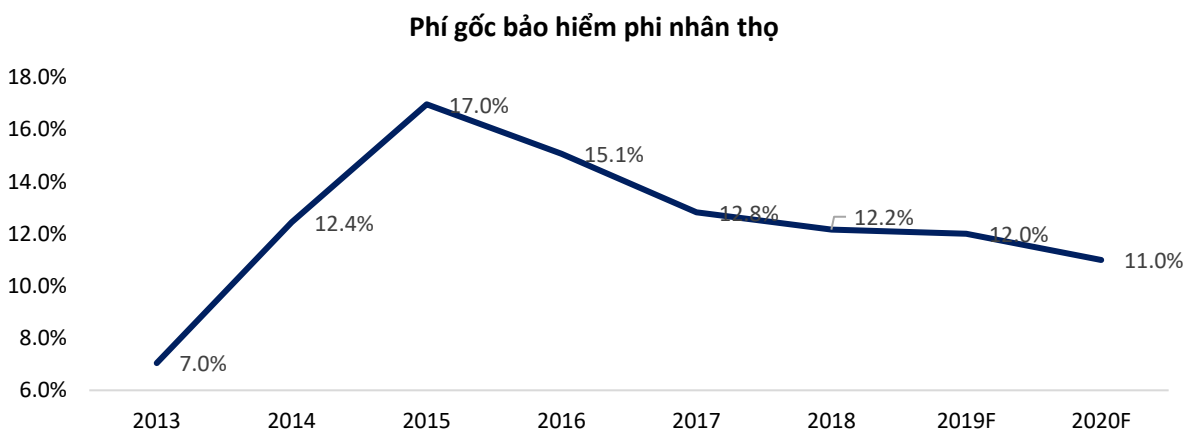
Mã CK	DT 2020	LNST 2020	EPS 2020	P/E fw 2020	P/B fw 2020	ROE	ROA	Giá ngày 31/12/2019	Giá mục tiêu
KBC	3,726	1,021	2,148	7.19	1.05	12.8%	7.45%	15,450	17,139
SIP	4,029	332,6	4,816	19.8	3.5	17%	11%	95,500	131,074

Nguồn: BSC Research

Ngành Bảo hiểm Phi nhân thọ [Trung lập]

- Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo tăng trưởng mức 11%-12% trong năm 2020.
- Thị phần của 5 doanh nghiệp đầu ngành chiếm hơn 60%, và đang tiếp tục gia tăng.
- Lãi suất huy động giảm trong năm 2019 và được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2020
- Tiếp tục triển khai thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm trong năm 2020
- Chúng tôi hạ quan điểm từ KHẢ QUAN năm 2019 xuống **TRUNG LẬP** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2020. Khuyến nghị Mua: PVI, BMI.

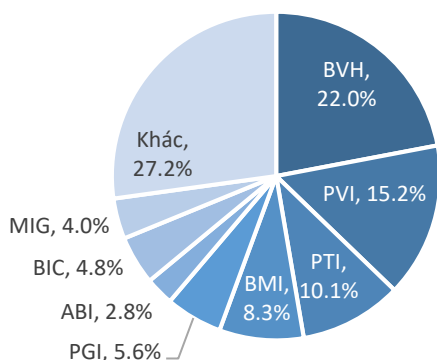
Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo tăng trưởng mức 11%-12% trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu phí gốc ngành bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 11%-12% yoy toàn ngành với kỳ vọng nhu cầu tăng cao do cơ cấu dân số trẻ và tỷ lệ bảo hiểm phi nhân thọ/GDP của Việt Nam vẫn đang ở mức thấp (1.3% so với mức từ 3%-4% trong khu vực thị trường đang phát triển), phí bảo hiểm phi nhân thọ/người ở mức thấp (21 USD/người so với 70 USD/người tại thị trường đang phát triển).



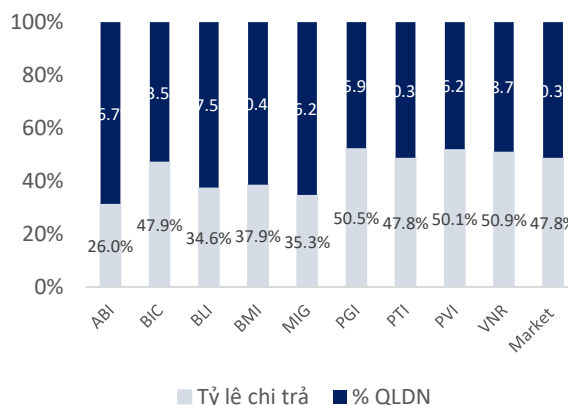
Nguồn: BSC Research

Thị phần của 5 doanh nghiệp đầu ngành chiếm hơn 60%, và đang tiếp tục gia tăng. Cụ thể, BVH và PVI đang là 2 doanh nghiệp dẫn đầu thị phần với lần lượt 22% và 15.2%, theo sau là PTI với 10.1%. Chúng tôi cho rằng, vị trí này sẽ khó có thể thay đổi trong năm 2020. Tuy nhiên, tỷ lệ kết hợp (combined ratio) của toàn ngành đang ở mức cao (khoảng 98%) làm giảm mức tăng trưởng và tỷ trọng của thu nhập từ hoạt động cốt lõi. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2020, các doanh nghiệp sẽ tiếp tục tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp, tuy nhiên mức tăng từ chi phí đền bù có xu hướng gia tăng khiến tỷ lệ kết hợp sẽ tiếp tục giữ ở mức 97% - 98%.

Thị phần BH phi nhân thọ Q3/2019



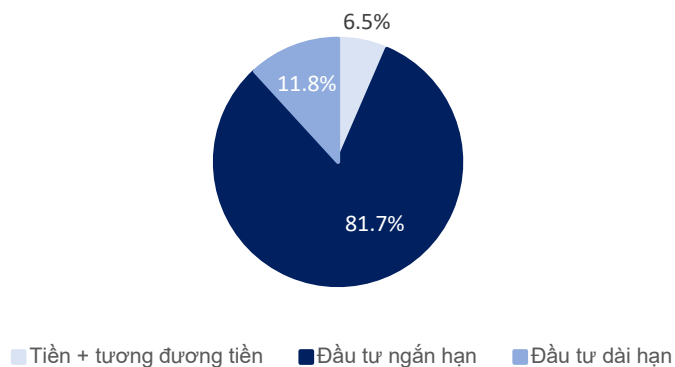
Cơ cấu tỷ lệ kết hợp



Nguồn: BSC Research

Lãi suất huy động giảm trong năm 2019 và được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng, lãi suất gửi tiền tại các ngân hàng sẽ tiếp tục giảm nhẹ từ 0.25% - 0.3% trong năm 2020, theo sau mức giảm 0.5% tiền gửi huy động cho các khoản dưới 6 tháng. Điều này sẽ ảnh hưởng một phần đến thu nhập tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khi cơ cấu tiền gửi ngắn hạn (<1 năm) đang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản đầu tư.

Cơ cấu đầu tư tài chính các DN bảo hiểm



Nguồn: BSC Research

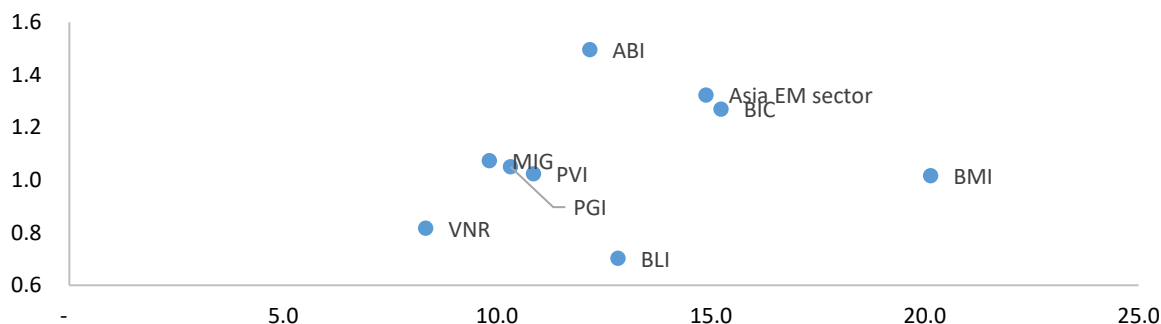
Tiếp tục triển khai thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm trong năm 2020. Trong năm 2019, PVI nằm trong lộ trình thoái vốn của PVN tuy nhiên cho đến nay việc thoái vốn vẫn chưa được thực hiện, do đó chúng tôi dự kiến PVN tiếp tục nỗ lực thoái vốn tại PVI trong năm 2020. Ngoài PVI, chúng tôi dự kiến, BMI sau khi được chuyển giao về siêu ủy ban từ SCIC cũng sẽ nằm trong danh sách thoái vốn của nhà nước trong năm 2020. Với việc ngành bảo hiểm phi nhân thọ nước ta vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng cao và còn nhiều dư địa phát triển, việc thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ thu hút được sự chú ý lớn của các nhà đầu tư.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi hạ quan điểm đầu tư của ngành bảo hiểm phi nhân thọ từ KHẢ QUAN trong năm 2019 xuống TRUNG LẬP trong năm 2020 với quan điểm: (1) lãi suất tiền gửi có xu hướng giảm làm giảm LN tài chính,

(2) tăng trưởng của mảng bảo hiểm phi nhân thọ tuy vẫn ở mức cao (11%-12%), tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao cũng như tỷ lệ kết hợp ở mức cao khiến LN cốt lõi đóng góp không nhiều, (3) triển vọng thoái vốn cùng định giá ở mức rẻ là điểm tích cực cho các DN trong năm 2020.

Định giá ngành bảo hiểm phi nhân thọ sv khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PVI – Mua - Giá mục tiêu 37,900 VND – upside 21.5%

PVI là doanh nghiệp hiện đang có thị phần lớn trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, đặc biệt ở mảng tài sản thiệt hại. Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng với việc thoái vốn cho đối tác Đức, thị trường sẽ đánh giá lại giá trị cổ phiếu PVI. Bên cạnh đó, định giá rẻ cũng sẽ là một yếu tố giúp nhà đầu tư nhìn nhận lại trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng PVI sẽ đạt mức 9,509 tỷ doanh thu phí gốc trong năm 2020 (+12% yoy) và lợi nhuận trước thuế năm 2020 dự kiến sẽ đạt mức 962 tỷ đồng (+6% yoy). Theo đó, EPS 2020 ước đạt 2,820 đồng/cổ phiếu, BVPS 2020 ước đạt 33,536 đồng/cổ phiếu.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
PVI	9,509	710	2,820	11x	0.9x	3.3%	9.3%	30,600	37,900	3.4%
BMI	4,071	172	2,015	12x	0.96x	3.3%	7.6%	24,800	28,300	14.1%

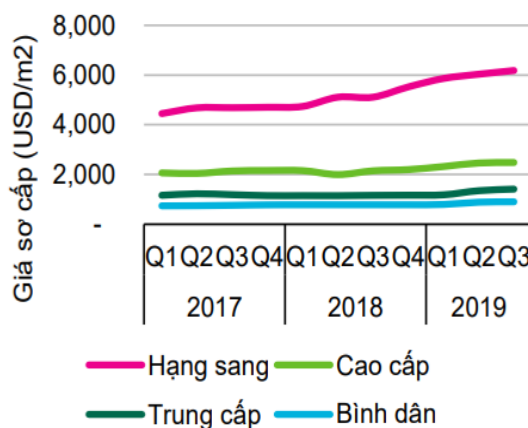
Nguồn: BSC Research

Ngành Bất Động Sản [Trung lập]

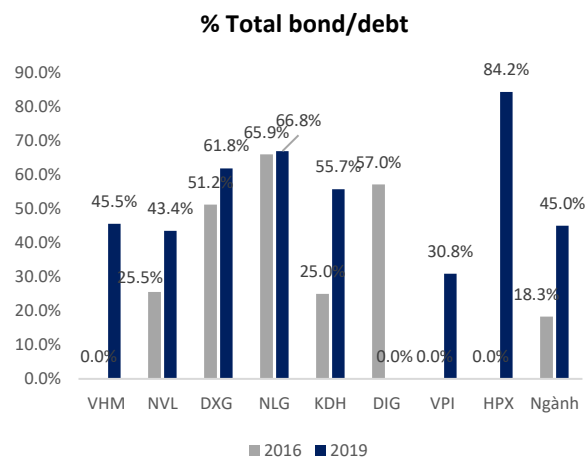
- “Khoảng lặng” của thị trường bất động sản năm 2020 trong bối cảnh nguồn cung dự kiến sẽ tiếp tục tắc nghẽn.
- Nguồn cung năm 2020 tại thị trường TP. Hồ Chí Minh bấp bênh sẽ tiếp tục phụ thuộc vào các dự án lớn như Vinhomes Grand Park. Tại Hà Nội, nguồn cung mở bán mới căn hộ trong 9T2019 dự kiến đạt 33,000 căn (+9% YoY) với trên 70% các dự án nằm ở khu vực phía Tây.
- Tín dụng tiếp tục bị siết chặt theo thông tư 22 của Ngân hàng nhà nước, điều này sẽ dẫn đến việc khó tiếp cận nguồn vốn tín dụng hơn, tuy nhiên sức khỏe các doanh nghiệp bất động sản vẫn tương đối tốt và kênh trái phiếu vẫn là kênh huy động vốn chính...
- Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành bất động sản thương mại năm 2020 do các yếu tố sau (1) Các vấn đề về phê duyệt pháp lý và xây dựng dự án vẫn còn tắc nghẽn; (2) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản và (3) Phê duyệt cho vay đối với người mua nhà thắt chặt hơn.

“Khoảng lặng” của thị trường bất động sản năm 2020 trong bối cảnh nguồn cung dự kiến sẽ tiếp tục tắc nghẽn. Với góc nhìn từ tiến độ mở bán các dự án của các doanh nghiệp bất động sản được niêm yết, chúng tôi thấy rằng tiến độ phê duyệt các dự án trong năm 2019 còn khá chậm và dự kiến tiếp tục trì trệ trong năm 2020, tuy nhiên nút thắt về nguồn cung có thể được dần gỡ trong năm 2021 trong bối cảnh nhu cầu nhà ở vẫn còn khá lớn.

Nguồn cung năm 2020 tại thị trường TP. Hồ Chí Minh bấp bênh sẽ tiếp tục phụ thuộc vào các dự án lớn như Vinhomes Grand Park. Theo số liệu của JLL, lũy kế 9T/2019, tổng số căn hộ mở bán mới ở thành phố HCM ước đạt khoảng 25,600 căn hộ (-10.6% YoY), mặc dù mức giảm tương đối không nhiều nhưng số lượng dự án giảm mạnh rõ rệt, riêng dự án Vinhomes Grand Park chiếm đến 40% tổng số lượng căn hộ. Với tốc độ xử lý các vấn đề liên quan pháp lý/cấp phép xây dựng vẫn còn khá chậm do đó nguồn cung năm 2020 vẫn sẽ phụ thuộc lớn vào các dự án có quy mô lớn như Vinhomes Grand Park. Chúng tôi cũng lưu ý đến việc phân khúc hạng sang đang có hiện tượng “khá nóng” về giá bán, so với thời điểm đầu năm 2017, giá bán sơ cấp bình quân phân khúc cao cấp Q3/2019 đã tăng khoảng 30-35%, đạt mức bình quân trên 6,000 USD/m² theo số liệu của CBRE. Tương tự, phân khúc trung cấp có mức tăng giá tương đối thấp hơn khoảng 25-30% tương ứng mức bình quân khoảng 1,400- 1,600 USD/m².



Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE, Q3/2019.



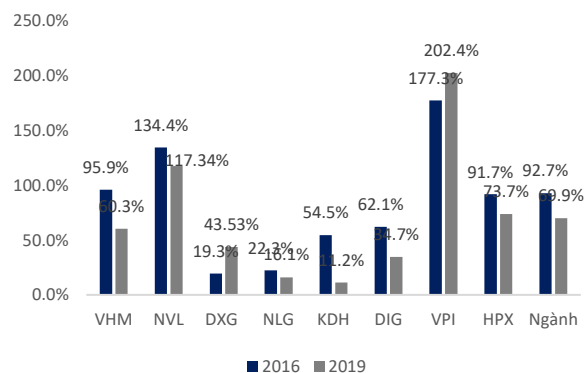
Nguồn: BSC Research

Tại Hà Nội, nguồn cung mở bán mới căn hộ trong 9T2019 dự kiến đạt 33,000 căn (+9% YoY) với trên 70% các dự án nằm ở khu vực phía Tây. Các dự án mới có xu hướng rõ rệt mở rộng ra ngoài trung tâm, hình thành những khu nhà ở mới như ở Hoài Đức, Đông Anh, Thanh Trì... Tỷ lệ hấp thụ của thị trường dự kiến duy trì ở mức 85-90% cho thấy nhu cầu vẫn tương đối tích cực. Với hạ tầng kết nối đang phát triển, chúng tôi cho rằng cung – cầu bất động sản tại những huyện ngoại thành Hà Nội, đặc biệt là những dự án khu đô thị có hạ tầng nội khu phát triển vẫn tích cực trong năm 2020.

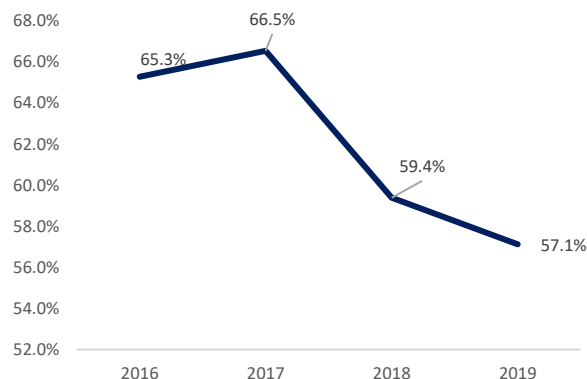
Tín dụng tiếp tục bị siết chặt theo thông tư 22 của Ngân hàng nhà nước, điều này sẽ dẫn đến việc khó tiếp cận nguồn vốn tín dụng hơn. Theo thông tư 22/2019/TT-NHNN, lộ trình này sẽ giảm tỷ lệ tối đa vốn ngắn hạn sử dụng cho vốn vay trung và dài hạn tối đa ở mức 40% xuống còn 30% bắt đầu từ ngày 01/01/2020 đến ngày 01/10/2022. Điều này sẽ gây nhiều khó khăn đặc biệt cho các doanh nghiệp bất động sản trong việc huy động vốn tín dụng nhằm (1) Triển khai dự án và (2) Gia tăng thêm quỹ đất.

Tuy nhiên sức khỏe các doanh nghiệp bất động sản vẫn tương đối tốt và kênh trái phiếu vẫn là kênh huy động vốn chính... Theo báo cáo tài chính Q3/2019 và số liệu từ Fiinpro, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của ngành bất động sản có xu hướng suy giảm từ mức 65.3% năm 2016 xuống còn mức 57.1% năm 2019, điều này cho thấy rủi ro phần nhiều đã được phân tán và sức khỏe các doanh nghiệp bất động sản tương đối tốt nhờ vào nguồn vốn huy động từ khách hàng (thường chiếm khoảng 30%-40% cấu trúc vốn dự án). Trong điều kiện vốn tín dụng được siết chặt, kênh trái phiếu doanh nghiệp trở thành kênh huy động chính cho các doanh nghiệp bất động sản nhờ việc tiếp cận dễ dàng hơn. Năm 2019, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp tăng mạnh từ 9.01% GDP (2018) lên khoảng 11.3% GDP (2019), tổng lượng trái phiếu doanh nghiệp lưu hành đạt gần 670 ngàn tỷ đồng do đó trong các năm tới kênh trái phiếu doanh nghiệp vẫn sẽ tiếp tục là kênh huy động vốn chủ lực của các doanh nghiệp bất động sản. Theo số liệu từ 8 công ty bất động sản được niêm yết có vốn hóa tương đối lớn trên sàn, tỷ lệ dư nợ trái phiếu/tổng nợ của nhóm này tăng mạnh từ mức 18.6% năm 2016 lên mức 45% vào Q3/2019. BSC cho rằng sức khỏe cũng như cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản đã lành mạnh hơn nhiều so với giai đoạn trước đó, cho nên xác suất khả năng xảy ra “bong bóng” đến từ rủi ro ở các doanh nghiệp bất động sản sẽ khó xảy ra hơn.

Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của một số doanh nghiệp bất động sản 2018 - 2019



Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của ngành trong giai đoạn 2016 - 2019



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với cổ phiếu ngành bất động sản thương mại năm 2020 do các yếu tố sau (1) Các vấn đề về phê duyệt pháp lý và xây dựng dự án vẫn còn tắc nghẽn; (2) Siết chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp bất động sản và (3) Phê duyệt cho vay đối với người mua nhà khắt khe hơn. Trong năm 2020, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp dựa trên các tiêu chí sau: (1) Quỹ đất sạch lớn và có các dự án đang trong quá trình xử lý hồ sơ để có thể chính thức mở bán; (2) Ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận tốt nhờ vào có các dự án có thể bàn giao trong năm 2020 (đã bán trước đó 1-2 năm) và chuyển nhượng dự án, (3) Có mức định giá tương đối hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị MUA các mã: VHM, NLG, HDG, KDH.

VHM (Giá ngày 31/12/2019): 84,800 VND – Mua – Giá mục tiêu 102,600 VND – Upside +21% – P/E FW 11.7x, P/B FW 4.4x.

Điểm rơi lợi nhuận sẽ chủ yếu rơi vào năm 2020-2021. Trong 9 tháng đầu năm 2019, tổng giá trị bán hàng trong nửa đầu năm 2019 đạt 66,500 tỷ đồng (+177% YoY) với tổng số lượng 46,000 sản phẩm (Vinhomes + BCC). Tổng diện tích NSA bán hàng trong 9T 2019 đạt 3.3 triệu m², tăng 450% so với cùng kỳ bao gồm cả giao dịch bán lẻ và bán buôn, tốc độ tăng trưởng của diện tích bán hàng NSA nhanh hơn giá trị bán hàng chủ yếu do năm 2019 loại hình sản phẩm mở bán chủ yếu là căn hộ thay vì căn biệt thự thấp tầng như năm 2018.

VHM là doanh nghiệp lớn duy nhất có thể mở bán dự án trong bối cảnh nguồn cung bị hạn chế tạo ra lợi thế cạnh tranh tuyệt đối so với các doanh nghiệp khác và đảm bảo tăng trưởng cho pre-sales. Lũy kế đến thời điểm cuối Q3 năm 2019, tương ứng tổng giá trị bán hàng - đặt cọc chưa ghi nhận doanh thu (Unbilled booking) đạt 82 nghìn tỷ đồng (+44.3% YoY).

BSC ước lượng tổng giá trị bán hàng lũy kế tới thời điểm cuối năm 2019F ước tính ghi nhận khoảng 106,742 tỷ đồng (+52.9% YoY), tương ứng với ước tính khoảng 31,950 tỷ đồng lợi nhuận và đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận cho hai năm tới (điểm rơi lợi nhuận của VHM sẽ chủ yếu rơi vào năm 2020-2021).

Triển vọng kết quả kinh doanh khả quan. Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của VHM trong năm 2019 sẽ tăng trưởng khả quan và có thể hoàn thành được kế hoạch kinh doanh đặt ra. Cụ thể doanh thu và lợi nhuận sau thuế sau cổ đông thiểu số lần lượt đạt 51,610 tỷ đồng (+33.4% YoY) và 20,539 tỷ đồng (+43.5% YoY), EPS FW 2019 = 6,293 đồng,

BSC dự báo lợi nhuận sau thuế của VHM trong năm 2020 ước đạt 25,560 tỷ đồng (+24% YoY), EPS FW 2020 = 7,803 đồng, P/E FW 2020 = 11.7x lần, P/B FW 2020 = 4.6x

NLG (Giá ngày 31/12/2019): 27,500 VND – Mua – Giá mục tiêu 37,000 VND – Upside +35% – P/E FW 6.5x, P/B FW 1.0x.

Bắt đầu mở khóa các quỹ đất sạch với quy mô lớn (tổng ước tính khoảng 539.3 ha) – Tái khởi động với việc mở bán thành công hai dự án South Gate (Watpoint) và Akari City. Theo đó, trong năm 2019 NLG đã tung ra thị trường các sản phẩm cả 2 dự án SouthGate và Akari City, cùng với đó mức giá bán có cao hơn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi cũng sẽ giúp cải thiện mức biên lợi nhuận gộp của dự án. Hiện tại quỹ đất của NLG còn hai dự án khá lớn được chúng tôi kỳ vọng sẽ triển khai trong 1-2 năm tới bao gồm dự án Paragon Đại Phước, Hải Phòng Vssip và dự án Waterfront- Đồng Nai. Riêng trong đó, đối với dự án Waterfront, NLG đang sở hữu khoảng 70% và dự kiến sẽ có khả năng chuyển nhượng cho đối tác thứ ba.

BSC ước tính tổng số lượng sản phẩm đã mở bán thành công trong năm 2019 khoảng 2,500 sản phẩm, trong đó có khoảng 750 sản phẩm SouthGate và 1,500 sản phẩm Akari City. Tổng giá trị sản phẩm mở bán ước tính khoảng 6,887 tỷ đồng. Trong năm 2020, NLG sẽ tiếp tục đẩy mạnh việc mở bán các phân khu khác của dự án SouthGate giai đoạn 1 (Tổng số lượng sản phẩm GĐ1 của dự án khoảng 2,514 sản phẩm) và giai đoạn tiếp theo của dự án Akari City.

Lợi nhuận đến từ việc chuyển nhượng dự án sẽ là nguồn hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận của NLG đến từ dự án Akari City và SouthGate, ước tính doanh thu khoảng 650 tỷ đồng, tương đương khoảng 240 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ của NLG năm 2020 ước đạt 1,717 tỷ đồng (-18.7% yoy) và lợi nhuận sau thuế ước đạt 1,011 tỷ đồng (+20% yoy), EPS 2020F = 4,227 đồng/cp.

Định giá ở mức hấp dẫn. Tính tới thời điểm ngày 31/12/2019, NLG đang giao dịch ở mức PE FW 2020 = 6.5x lần, P/BFW 2020= 1.0x lần.

KDH (Giá ngày 31/12/2019): 26,900 VND – Mua – Giá mục tiêu 32,000 VND – Upside +35% – P/E FW 6.5x, P/B FW 1.0x.

Tăng trưởng lợi nhuận được đảm bảo trong vòng hai năm 2020-2021 với mức tăng bình quân khoảng 25% mỗi năm nhờ vào các dự án đã được triển khai và hoàn tất mở bán trong giai đoạn 2018-2019. Ba dự án sẽ đóng góp nguồn lợi nhuận chính cho KDH trong giai đoạn 2020-2021 bao gồm (1) Dự án Sapphire, (2) Dự án Lovera Vista và (3) Dự án Verosa Park. Theo ước tính của BSC, tổng giá trị mở bán tại thời điểm Q4/2019 ước đạt khoảng 6,072 tỷ đồng và tổng doanh thu dự kiến của ba dự án trên ước đạt khoảng 8,839 tỷ đồng. Chúng tôi lưu ý rằng hai dự án Sapphire và Lovera Vista đã hoàn thành mở bán, tuy nhiên dự án Verosa chỉ mới mở bán 20% tổng số lượng sản phẩm, phần còn lại dự kiến sẽ tiếp tục được mở bán trong 1H2020.

KDH đang sở hữu tài sản “ẩn giấu” đang chờ đợi được mở khóa - Quỹ đất ước tính khoảng 611.8 ha tại thành phố HCM bao gồm dự án Khu công nghiệp Lê Minh Xuân (110ha), Dự án Tân Tạo (330ha) và Dự án khu dân cư Phong Phú 2 (133ha).

Rủi ro: Việc giảm giá bán của dự án Verosa Park sẽ ảnh hưởng đến mức biên lợi nhuận của dự án. Rủi ro đến từ việc triển khai chậm các dự án còn lại và chi phí đền bù tăng.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của KDH năm 2020 ước đạt 3,930 tỷ đồng (+35,0% yoy) và lợi nhuận sau thuế ước đạt 1.182 tỷ đồng (+23.4% yoy), EPS 2020F = 2,713 đồng/cp. PE FW 2020 = 9.9x, P/B FW 1.2x.

HDG – MUA – Giá mục tiêu: 41,600 đồng/CP – Upside: 38.5%

Cập nhật KQKD 2019:

Năm 2019, HDG ước tính doanh thu đạt 3,700 tỷ (+15% YoY), LNST 950 tỷ (+20% YoY). Dựa trên ước tính kết quả thực hiện trên, HDG dự kiến đặt kế hoạch tăng trưởng 2020 tối thiểu 15%.

Ngày 13/01/2019, công ty dự kiến sẽ tạm ứng cổ tức 2019 10% bằng tiền mặt.

Cập nhật tiến độ các dự án đang triển khai:

- (1) Mảng bất động sản: Dự án Hado Charm Villas đang hoàn thiện hạ tầng nội khu, dự kiến lùi thời gian mở bán đến T3/2020. Dự án Hado Centrosa Garden đã hoàn thiện nghiệm thu phòng cháy chữa cháy, dự kiến sẽ bàn giao cho khách hàng vào đầu năm 2020.
- (2) Mảng năng lượng: Sông Tranh 4 và Đắk Mi 2 đang được triển khai thi công, dự kiến có thể phát điện từ T6/2020 và T3/2021.

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu HDG dựa trên những luận điểm sau:

- (1) Tăng trưởng lợi nhuận cao trong năm 2020 (dự báo 48% YoY) nhờ vào việc ghi nhận 4 blocks Iris của dự án Hado Centrosa (60% lợi nhuận gộp).
- (2) Tăng trưởng năm 2021 được đảm bảo bởi những dự án bất động sản đang trong giai đoạn triển khai (Hado Charm Villas và Hado Green Lane) và kết quả khả quan hơn của mảng thủy điện nhờ tình hình thủy văn thuận lợi.
- (3) Dòng tiền ổn định từ mảng năng lượng là tấm đệm cho HDG trong trường hợp mảng bất động sản gặp khó khăn
- (4) Định giá thấp: P/E T12M = 3.7 lần; P/E fw 2019 = 4.3 lần, so sánh với mức trung vị của các doanh nghiệp tương đương là 7.6 lần.

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự báo doanh thu của HDG năm 2020 đạt 6,533 tỷ đồng (+47.7% so với ước tính của chúng tôi cho năm 2019). Trong đó, mảng bất động sản đóng góp 65% nhờ ghi nhận 2,858 tỷ từ 4 blocks Iris của dự án Hado Centrosa và 336 tỷ từ dự án Hado Charm Villas; mảng năng lượng 715 tỷ (+25% YoY) nhờ Hồng Phong 4 đi vào hoạt động nguyên năm và các mảng hoạt động còn lại duy trì tương đương 2019. Biên lợi nhuận gộp được dự báo tăng nhẹ từ 42% lên 44.1% do ghi nhận 1 phần dự án Hado Charm Villas có biên LNG cao (ước tính 60%). Lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ dự báo 1,195 tỷ (+47.8% YoY), tương đương EPS = 9,765 đồng/CP, P/E fw = 3.07 lần.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
VHM	60,857	25,560	7,803	11.7	4.6	15.2%	38.5%	84,800	102,600	21.0%
KDH	3,930	1,182	2,713	9.9	2.2	9.0%	13.1%	26,900	32,700	21.5%
NLG	1,717	1,011	4,227	6.5	1.0	10.1%	15.7%	27,500	37,000	15.9%
HDG	6,533	1,195	9,765	3.07	0.72	7.1%	14.5%	17,500	41,560	38.5%

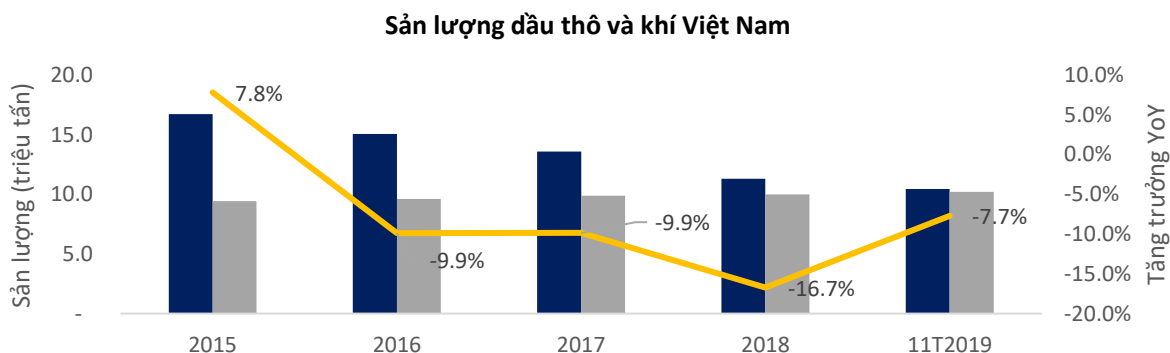
Nguồn: BSC Research

Ngành Dầu khí [Trung Lập]

- OPEC+ ký kết tăng mức giảm sản lượng từ 1.2 triệu thùng/ngày lên mức 1.7 triệu thùng sẽ là nền tảng hỗ trợ cho giá dầu.
- Áp lực phải đẩy mạnh triển khai thăm dò và khai thác các dự án dầu khí mới do tình trạng trữ lượng dầu mỏ đang dần bị suy kiệt.
- Trong khi đó nhu cầu khí đốt của Việt Nam dự kiến sẽ vượt sản lượng sản xuất từ năm 2021 theo dự báo của BMI do nhu cầu lớn đến từ loạt các dự án điện.
- Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành dầu khí năm 2020 với mức giả định giá dầu Brent năm 2020 sẽ duy trì quanh mức 60-65 USD/thùng, triển vọng nhóm thượng nguồn sẽ tích cực hơn với kỳ vọng áp lực thiếu khí sẽ khiến PVN đẩy mạnh triển khai kế hoạch thăm dò, khai thác dầu khí, từ đó mang lại nhiều công việc hơn cho nhóm cổ phiếu được hưởng lợi như PVD, PVS, PVB.

OPEC+ ký kết tăng mức giảm sản lượng từ 1.2 triệu thùng/ngày lên mức 1.7 triệu thùng sẽ là nền tảng hỗ trợ cho giá dầu. Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế thế giới có phần chậm lại và chiến tranh thương mại Mỹ - Trung vẫn đang ở những bước đầu thỏa thuận, mặc dù việc cắt giảm sản lượng sẽ chỉ hiệu lực đến 03/2020, tuy nhiên khả năng tiếp tục gia hạn sẽ là khá cao do tình trạng nhu cầu tiêu thụ được dự báo suy giảm từ mức 1.45 triệu thùng/ngày xuống còn 1.25 triệu thùng/ngày theo IEA. Theo đó, BSC đang đặt kịch bản giá dầu Brent bình quân 2020 sẽ ở mức 60 USD/thùng, thấp hơn mức bình quân 2019 là 64 USD/thùng.

Áp lực phải đẩy mạnh triển khai thăm dò và khai thác các dự án dầu khí mới do tình trạng trữ lượng dầu mỏ đang dần bị suy kiệt. Theo số liệu của Bộ Công Thương, sản lượng khai thác dầu mỏ trong nước Việt Nam chứng kiến sự sụt giảm liên tục mặc dù giá dầu đã phục hồi tương đối từ đầu năm 2016. Cụ thể, lũy kế 11T/2019, sản lượng dầu mỏ khai thác trong nước ước đạt 10.4 triệu tấn (-7.7% YoY), so với thời điểm mức cao năm 2015 là 15.1 triệu tấn/năm. Sự sụt giảm trong khai thác chủ yếu đến từ việc suy giảm trong trữ lượng dầu mỏ, tập trung chủ yếu ở mỏ Bạch Hổ.



Nguồn: Bộ Công Thương

Trong khi đó nhu cầu khí đốt của Việt Nam dự kiến sẽ vượt sản lượng sản xuất từ năm 2021 theo dự báo của BMI do nhu cầu lớn đến từ loạt các dự án điện. Sản lượng khí tự nhiên 11T/2019 đạt 10.2 tỷ m³. Trong điều kiện nhu cầu năng lượng dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh trong vài năm tới, một số dự án trọng

điểm như LNG Thị Vải đã được triển khai sau nhiều năm trễ tiến độ có thể giúp hỗ trợ nguồn cung khí từ năm 2022, tuy nhiên ngành năng lượng Việt Nam cũng cần thêm các nguồn cung khác trong nước. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá rằng năm 2019 là năm bản lề trong việc tái cấu trúc và kiện toàn bộ máy tổ chức của PVN với việc hàng loạt nhân sự đã được sắp xếp, bổ nhiệm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng PVN sẽ tái khởi động và đẩy mạnh các dự án trọng điểm như Lô B Ô Môn, Sư Tử Trắng Giai đoạn 2 hoặc Cá Voi Xanh để đảm bảo nguồn khí cũng như sản lượng dầu thô cho các nhà máy điện và nguồn thu ngân sách nhà nước.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành dầu khí năm 2020 với mức giả định giá dầu Brent năm 2020 sẽ duy trì quanh mức 60-65 USD/thùng, triển vọng nhóm thượng nguồn sẽ tích cực hơn với kỳ vọng áp lực thiếu khí sẽ khiến PVN đẩy mạnh triển khai kế hoạch thăm dò, khai thác dầu khí, từ đó mang lại nhiều công việc hơn cho nhóm cổ phiếu được hưởng lợi như PVD, PVS, PVB. Riêng về phía hạ nguồn sẽ có những phân hóa nhất định trong nhóm cổ phiếu này do những ảnh hưởng từ việc (1) Giảm sản lượng khai thác do trữ lượng suy giảm và (2) Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt đi vào hoạt động muộn hơn kế hoạch (Dự kiến Q3/2021).

GAS (Giá ngày 31/12/2019): 98,000 VND – Theo dõi– Giá mục tiêu 105,500 VND – Upside +7.6% – P/E FW 13.5x, P/B FW 3.2x.

Trong kịch bản cơ sở của BSC đang đặt giả định: Giá dầu Brent bình quân năm 2020 sẽ đạt 60 USD/thùng. Trong đó, KQKD năm 2019 của GAS ước đạt 77.7 nghìn tỷ (+1.3% YoY) doanh thu và LNTT ước đạt 13.9 nghìn tỷ (-4.1% YoY).

Kế hoạch 2020 thận trọng: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ước đạt 66.2 nghìn tỷ (-13.6% YoY) và 6.6 nghìn tỷ. Theo đó, kế hoạch 2020 đưa ra khá thận trọng do (1) Giá FO Singapore có khả năng xu hướng giảm do IMO, (2) Sản lượng khí khai thác đưa vào bờ dự kiến đi giảm nhẹ.

Hoãn việc ghi nhận từ phần lợi nhuận tăng giá bán khí dưới bao tiêu cho các nhà máy BOT, phần lợi nhuận này sẽ điều chuyển sang năm 2020. Theo chia sẻ từ bên GAS, hiện tại hợp đồng giá bán khí giữa GAS và hai nhà máy Phú Mỹ 3 và Phú Mỹ 2.2 đang chờ đợi việc hợp đồng nâng giá điện PPA giữa hai nhà máy này và EVN. Theo ước tính của BSC, tổng phần lợi nhuận chênh lệch được điều chuyển qua 2020 ước tính khoảng 1,667 tỷ đồng, qua đó giúp lợi nhuận 2020 của GAS ghi nhận mức tăng trưởng 18.9% so với năm 2019.

Dự án LNG Thị Vải sẽ là động lực giúp tăng trưởng sản lượng của GAS từ năm 2023. Dự án LNG Thị Vải là dự án trọng điểm trong bối cảnh thiếu hụt nguồn khí LNG cho các nhà máy điện. Giai đoạn 2 dự án dự kiến sẽ tăng thêm sản lượng từ 1-3 triệu tấn. Tiến trình giai đoạn 2 đang ở giai đoạn nghiên cứu tiền khả thi.

BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2020 dự kiến lần lượt ước đạt 84,227 tỷ đồng (+7.4% yoy) và 13.197 tỷ đồng (+15.1% yoy). EPS FW 2020 = 6,895 VND, PE FW 2020 = 13.5x, P/B FW 2020 = 3.2x.

PVD (Giá ngày 31/12/2019): 15,050 VND – Mua – Giá mục tiêu 18,900 VND – Upside +25.5% – P/E FW 29.5x, P/B FW 0.42x.

Tỷ suất hiệu dụng hoạt động được cải thiện mạnh trong năm 2020 từ mức 88.4% năm 2019 lên mức 93%. Chúng tôi dự báo, tỷ suất hiệu dụng hoạt động sẽ duy trì ở mức ổn định trên, nhờ vào hầu hết các

giàn khoan của PVD đã có lịch khoan cụ thể trong năm 2020 (Giàn I, II, III và VI đã có hợp đồng để khoan trong cả năm 2020).

Giàn TAD – V trúng thầu giúp PVD có thể đem lại mặt tích cực cho dòng tiền. PVD đã công bố trúng thầu giàn TAD ở Brunei Shell với thời hạn 6 năm. Mức giá cho thuê hiện tại đang thương lượng nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ ở mức khoảng 80-90 nghìn USD/ngày, theo tính toán của chúng tôi là mức hòa vốn về mặt hoạt động (Chưa bao gồm khấu hao và lãi vay).

Giá thuê giàn theo ngày (Day-rate) cũng có xu hướng cải thiện tích cực nhờ sự ấm lên của các dự án dầu khí trong khu vực Asean. Cụ thể, giá thuê giàn bình quân khu vực Asean có xu hướng tăng lên từ 69-70 nghìn USD/ngày nên PVD kỳ vọng sẽ cải thiện được day-rate của mình, hiện tại mức day-rate của PVD đang dao động trong khoảng 57- 58 nghìn USD/ngày. Theo chia sẻ từ PVD, giá thuê giàn bình quân năm 2020 sẽ có mức cải thiện tích cực lên mức bình quân 65 nghìn USD/ngày trong năm 2020 và dự kiến là 70-75 nghìn USD/ngày trong điều kiện thị trường tiếp tục cải thiện tốt.

Kỳ vọng vào việc thu hồi nợ xấu và hoàn nhập dự phòng. Tính đến cuối Q3/2019, tổng khoản nợ xấu của PVEP đạt mức 361 tỷ đồng, tăng 82.5 tỷ đồng so với thời điểm đầu năm, còn khoảng 5 tỷ nợ xấu sẽ tiếp tục được hạch toán trong Q4/2019. Tổng giá trị dự phòng cho khoản nợ xấu của PVEP tính đến cuối Q3/2019 là 223.1 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2020, PVD sẽ thu hồi được ½ khoản nợ xấu, tuy nhiên do việc thu hồi nợ xấu là điều chưa chắc chắn cho nên chúng tôi chưa đưa vào dự báo lợi nhuận năm 2020 của PVD.

BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2020 dự kiến lần lượt ước đạt 5,515 tỷ đồng (+22.5% yoy) và 131 tỷ đồng (+48.8% yoy). EPS FW 2020 = 310 VND, PE FW 2020 = 29.5x, P/B FW 2020 = 0.42x. Chúng tôi lưu ý phần lợi nhuận trên đến từ hoạt động cốt lõi chưa bao gồm phần hoàn nhập khoản nợ khó đòi từ PVEP.

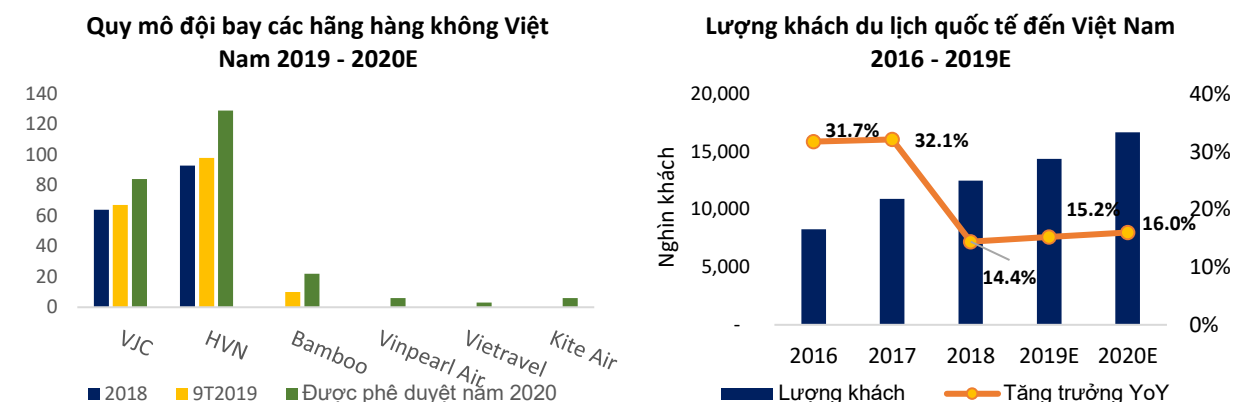
Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
GAS	84,227	13,197	6,895	13.5	3.2	18.6%	22.7%	98,000	105,500	7.6%
PVD	5,515	131	310	29.5	0.42	0.6%	0.9%	15,050	18,900	25.5%

Nguồn: BSC Research

Ngành Hàng không [Trung lập]

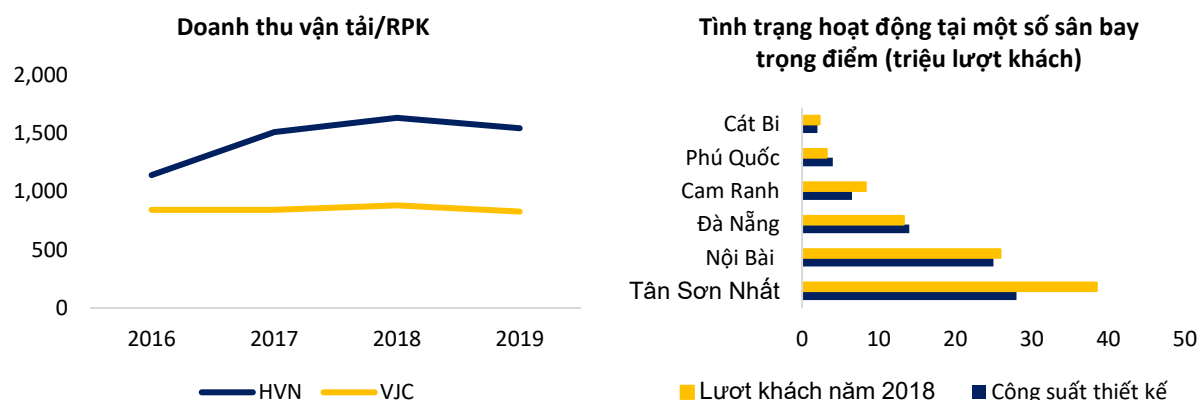
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hành khách hàng không sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 11%yoy trong năm 2020 – thấp hơn so với mức bình quân 16.5%/năm giai đoạn 2015 – 2019.
- Cạnh tranh cao sẽ gây áp lực lên tăng trưởng các doanh nghiệp hàng không trong bối cảnh hệ thống hạ tầng quá tải là nút thắt chưa được gỡ.
- Nghị định mới tác động đến các nhóm theo nhiều chiều trong dài hạn.
- Giá dầu được dự báo duy trì ở mức thấp giúp cải thiện lợi nhuận nhẹ cho các hãng hàng không.
- BSC đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Hàng không.

BSC dự báo sản lượng hành khách sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 11% trong năm 2020 – thấp hơn so với mức 16.5%/năm giai đoạn 2015 – 2019. BSC ước tính sản lượng hành khách sẽ đạt khoảng 127 triệu lượt khách trong năm 2020 nhờ động lực đến từ (1) thêm các hãng vận tải hàng không gia nhập ngành giúp gia tăng công suất + áp lực giảm giá vé để thu hút hành khách, (2) mức thu nhập người dân tăng, (3) xu hướng mở rộng mạng bay quốc tế + xung đột địa chính trị chưa có dấu hiệu hòa hoãn làm gia tăng lượng khách du lịch đến Việt Nam. Tuy vậy, chúng tôi lo ngại về (1) hạ tầng hạn chế, đặc biệt tại các sân bay trọng điểm như Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng,... và (2) tiến độ chậm trễ của các dự án mở rộng do vướng mắc về chính sách sẽ kìm hãm đà tăng trưởng của sản lượng hành khách toàn ngành.



Nguồn: BSC Research, Tổng cục Du lịch

Cạnh tranh cao sẽ gây áp lực lên tăng trưởng các doanh nghiệp hàng không trong bối cảnh hệ thống hạ tầng quá tải là nút thắt chưa được gỡ. Những hãng mới gia nhập thị trường như Vinpearl Air, Vietravel và Kite Air sẽ làm cuộc cạnh tranh thị phần thêm khốc liệt và có thể khiến các hãng phải giảm giá vé và mở rộng đội tàu để gia tăng công suất. Bên cạnh đó, hạ tầng hạn chế trong khi các dự án mở rộng, nâng cấp một số sân bay trọng điểm bị chậm tiến độ cũng sẽ góp phần kìm hãm khả năng tăng trưởng khai thác của các doanh nghiệp vận tải.



Nguồn: BSC Research

Nghị định mới tác động đến các nhóm theo nhiều chiều trong dài hạn. Nghị định số 89/2019/NĐ-CP ngày 15/11/2019 sẽ có hiệu lực từ ngày 1/1/2020.

- Việc nới lỏng tỷ lệ sở hữu nước ngoài, theo BSC, sẽ đem lại lợi ích cho các hãng hàng không khi các doanh nghiệp này có thể tăng vốn phục vụ hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên điều kiện vốn thấp sẽ tạo thêm cơ hội gia nhập ngành, gia tăng áp lực cạnh tranh.
- Đối với nhóm cảng hàng không, theo Nghị định mới, sẽ không cần phê duyệt nguyên tắc của Bộ Giao thông Vận tải khi thành lập doanh nghiệp và chuyển nhượng cổ phần, phần vốn góp cho nhà đầu tư nước ngoài. Cộng với việc giảm điều kiện về vốn, BSC cho rằng điều này sẽ tăng sức hấp dẫn mảng vận hành cảng hàng không với nhà đầu tư ngoại, tạo điều kiện phát triển ngành. Đây cũng sẽ là yếu tố tích cực trong dài hạn với nhóm dịch vụ mặt đất hàng không.

Một số thay đổi của nghị định 89/2019/NĐ-CP

Nội dung				NĐ số 92/2016/NĐ-CP (cũ)	NĐ số 89/2019/NĐ-CP (mới)
Nhóm vận chuyển hàng không	Vốn tối thiểu để thành lập và duy trì doanh nghiệp (tỷ đồng)	Khai thác đến 10 tàu bay	Quốc tế	700	300
			Nội địa	300	
		Khai thác từ 11 – 30 tàu bay	Quốc tế	1,000	600
			Nội địa	600	
		Khai thác trên 30 tàu bay	Quốc tế	1,300	700
			Nội địa	700	
	Sở hữu tối đa của NĐT nước ngoài			30%	34%
Nhóm cảng hàng không	Vốn tối thiểu để thành lập và duy trì doanh nghiệp (tỷ đồng)	Quốc tế	200	100	
		Nội địa	100		

Nguồn: BSC Research

Giá dầu được dự báo duy trì ở mức thấp giúp cải thiện lợi nhuận cho các hãng hàng không. IATA dự báo giá xăng Jet trong năm 2020 sẽ giảm xuống mức 75.6\$/thùng (-1.8%yoy) do nhu cầu chậm lại do tốc độ

tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại trong khi nguồn cung dầu vẫn dồi dào. Chúng tôi ước tính điều này sẽ giúp lợi nhuận hoạt động của VJC và HVN tăng khoảng 4% so với trường hợp giá nhiên liệu không đổi.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC đánh giá TRUNG LẬP đối với ngành hàng không trong năm 2020 do những lo ngại về hạ tầng hạn chế và tiến độ chậm trễ của các dự án mở rộng sẽ kìm hãm đà tăng của ngành. Nghị định mới cũng sẽ phần nào giúp thị trường hàng không thêm sôi động, nhưng trong ngắn hạn sẽ chưa có tác động đáng kể. Bên cạnh đó, (1) cạnh tranh tăng khi các hãng hàng không mới gia nhập và (2) nút thắt hạ tầng chưa được gỡ bỏ sẽ gây khó khăn đến sự gia tăng thị phần và cải thiện biên lợi nhuận mảng vận tải của các doanh nghiệp vận tải. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI với HVN và VJC.

VJC – THEO DÕI – Giá mục tiêu 160,200 VND/cp – Upside 9.6%

Kỳ vọng về tiến độ bàn giao máy bay tốt hơn và sự cố kỹ thuật không lặp lại giúp chúng tôi lạc quan hơn với triển vọng của VJC trong năm nay. Tuy vậy BSC cho rằng hoạt động cung cấp dịch vụ hàng không sẽ tăng trưởng chậm lại do (1) yield hành khách ước giảm 2%yoy trong bối cảnh cạnh tranh cao, (2) doanh thu phụ trợ/hành khách không còn nhiều dư địa tăng trưởng.

Mảng chuyển nhượng quyền sở hữu sẽ ghi nhận doanh thu S&LB tốt hơn khi 2 đơn đặt hàng của VJC với Airbus dự kiến hết hạn trong năm nay. Chúng tôi kỳ vọng VJC có thể nhận được 15 máy bay, gấp đôi so với con số 8 máy bay năm 2019, giúp doanh thu từ S&LB tăng 90%yoy. Trong trường hợp các hãng sản xuất máy bay là Boeing và Airbus chậm trễ trong việc bàn giao gây ảnh hưởng xấu đến hoạt động kinh doanh như 1H2019, VJC vẫn còn dư địa rất lớn (hơn 300 máy bay đã đặt hàng tính tới 12/2019) để ghi nhận lợi nhuận thông qua nghiệp vụ chuyển nhượng quyền mua thứ cấp.

Chúng tôi ước tính trong năm 2020, doanh thu của VJC đạt 62,750 tỷ đồng (+14.2%yoy), LNST tăng 10.6% đạt 5,981 tỷ đồng. EPS (sau trích quỹ phúc lợi, khen thưởng) đạt 11,419 đồng/cp, P/E F = 12.8x, P/B F = 3.66x.

Mã CK	DT 2020 (tỷ đ)	LN 2020 (tỷ đ)	EPS 2020	P/E F 2020	P/B F 2020	ROA 2020	ROE 2020	Giá đóng cửa 31/12/2019	Giá mục tiêu	Upside
HVN*	77,435	2,624	1,865	18.1	2.6	3.8%	14.2%	33,750	N/A	N/A
VJC	63,197	5,822	11,114	13.1	3.75	13.1%	32.2%	146,200	156,800	7.3%

*chỉ tính công ty mẹ

Nguồn: BSC Research

Ngành Thủy sản [Trung lập]

- Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu đối với hai sản phẩm thủy sản chính (tôm, cá tra) đang có diễn biến trái chiều nhau. Trong đó, nhu cầu sản phẩm tôm hồi phục nhẹ nhờ mức thuế POR 13 giảm trong khi nhu cầu sản phẩm cá tra có nhiều biến động tại 3 thị trường xuất khẩu chính.
- Tăng trưởng của doanh nghiệp dự kiến tiếp tục đến từ tăng trưởng sản lượng
- Các Thuế Chống bán phá giá tiếp tục ảnh hưởng đến việc xuất khẩu của các doanh nghiệp thủy sản.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thủy sản. Tuy các cổ phiếu doanh nghiệp thủy sản đang ở vùng định giá thấp trong vòng 3 năm, chúng tôi cho rằng cổ phiếu chưa có chất xúc tác mạnh khi kỳ vọng kết quả kinh doanh vẫn chưa khả quan trở lại. Mua: VHC, Theo dõi: ANV

Nhu cầu thị trường với hai sản phẩm thủy sản chính (tôm, cá tra) đang có xu hướng trái chiều nhau. Đối với sản phẩm tôm, mức thuế POR 13 giảm cũng với việc Mỹ giảm nhập khẩu tôm từ các nước Ấn Độ, Bangladesh đang là những yếu tố tích cực đối với tôm Việt Nam. Dù vậy, với mức giá bán của Việt Nam khá cao, BSC chỉ kỳ vọng xuất khẩu tôm hồi phục nhẹ. Đối với sản phẩm cá tra, chúng tôi cho rằng năm 2020 sẽ có nhiều biến động về nhu cầu tại 3 thị trường xuất khẩu chính. Tăng trưởng toàn ngành tiếp tục đến từ thị trường Trung Quốc khi (1) nhu cầu tiêu thụ ở mức cao (2) các doanh nghiệp tập trung phát triển các thị trường mới tại Trung Quốc. Thị trường Mỹ dự kiến nhu cầu tiêu thụ tiếp tục suy yếu đến 1H.2020, tuy nhiên, nếu thuế POR 15 chính thức thấp sẽ là một xúc tác tích cực. Trong khi đó, thị trường EU sau nhiều năm suy giảm vẫn chưa có tín hiệu rõ phục hồi về nhu cầu.

Duy trì quan điểm của năm 2019, chúng tôi cho rằng năm 2020 tăng trưởng của doanh nghiệp cá tra tiếp tục đến từ sản lượng nhờ các dự án đầu tư mở rộng công suất. BSC nhận thấy các dự án đầu tư của năm 2019 đều có tốc độ triển khai chậm trong bối cảnh ngành thủy sản sụt giảm. Với dự báo nhu cầu các thị trường lớn (Mỹ, EU) chưa được cải thiện, BSC cho rằng các dự án mở rộng của VHC sẽ không được đẩy mạnh, trong khi đó, dự án mở rộng nhằm cung cấp cho Trung Quốc (như của ANV) sẽ được đảm bảo tốt hơn về đầu ra. Chúng tôi cũng cho rằng giá cá tra năm 2020 sẽ không phải là nhân tố tăng trưởng đột biến trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ vẫn yếu.

Các Thuế Chống bán phá giá tiếp tục ảnh hưởng đến việc xuất khẩu của các doanh nghiệp thủy sản. Theo đó, thuế Chống bán phá giá (POR) của tôm giảm mạnh trong khi POR của cá tra cho toàn quốc giữ nguyên. Đối với sản phẩm tôm, ngày 27/08/2019, Bộ Thương mại Hoa Kỳ thông báo kết quả cuối cùng kỳ POR 13 là thuế suất 0% đối với 31 doanh nghiệp xuất khẩu tôm. Đối với sản phẩm cá tra, ngày 22/10/2019, Bộ Thương mại Hoa Kỳ thông báo kết quả sơ bộ kỳ POR15 đối với cá tra bình quân vẫn là 2.39 USD/kg, tương đương với kỳ POR 14.

	POR 11	POR 11	POR 12	POR 13	POR 13	POR 14	POR 14	POR 15
Doanh nghiệp xuất khẩu	sơ bộ	chính thức	chính thức	sơ bộ	chính thức	sơ bộ	chính thức	Sơ bộ
CTCP Vĩnh Hoàn	0	0	0	0	0	0	0	0
CT TNHH TS Biển Đông	0	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0
CTCP Hùng Vương	0.36	0.41	0.41	2.39	3.87	0		n.a
CTCP NXK TS Cần Thơ	0.6	0.69	2.39	2.39	3.87	n.a		0

Mức thuế toàn quốc	n.a	n.a	2.39	2.39	3.87	n.a	2.39	2.39
--------------------	-----	-----	------	------	------	-----	------	------

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành thủy sản cho năm 2020.

Đối với sản phẩm cá tra, tuy năm 2019 sụt giảm mạnh, BSC cho rằng mức low - base khó tạo ra sự tăng trưởng đột biến cho năm 2020 khi nhu cầu tại các thị trường chính vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện. Hai thị trường chính: Mỹ và EU đều chưa cho thấy sự hồi phục và BSC dự kiến mức tiêu thụ vẫn sẽ chậm cho đến 1H.2020. Thị trường Trung Quốc kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng, do đó, BSC cho rằng xu hướng chuyển hướng vào Trung Quốc của các doanh nghiệp vẫn tiếp diễn. Các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu vào Trung Quốc lớn (ANV, IDI) sẽ được hưởng lợi lớn hơn doanh nghiệp xuất khẩu vào các thị trường đang sụt giảm (VHC).

Đối với sản phẩm tôm, BSC kỳ vọng các doanh nghiệp tôm sẽ tăng trưởng nhẹ so với mức sụt giảm năm 2019. Nhu cầu tại các thị trường được cải thiện cũng tạo ảnh hưởng tích cực lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tôm.

Hầu hết các cổ phiếu các doanh nghiệp thủy sản đều đang ở vùng định giá thấp trong vòng 3 năm, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu chưa có chất xúc tác mạnh khi kỳ vọng kết quả kinh doanh vẫn chưa khả quan trở lại.

VHC – MUA – Giá mục tiêu 46,800 VND/cp – Upside 17.9% - P/E fw = 5.5x

Kết quả kinh doanh 9T.2019 VHC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 5,696 tỷ VND (-11.9% YoY) và 1,087 tỷ VND (-11.1% YoY). Biên lợi nhuận gộp sụt giảm từ mức 21.6% về mức 22.6%. Kim ngạch xuất khẩu lũy kế 11T.2019 đạt 296 triệu USD (-12.4% YoY). Hoạt động kinh doanh sụt giảm do (1) thị trường chính của công ty – Mỹ - giảm mạnh về xuất khẩu (-47.4% YoY) (2) Giá bán giảm trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ yếu và chi phí đầu vào đều giảm.

Năm 2020, chúng tôi không cho rằng VHC có thể ghi nhận mức tăng trưởng đột biến. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng mặt hàng cá tra ở thị trường Mỹ khó có thể tăng trưởng mạnh trở lại trong 1H.2020. Bên cạnh đó, thị trường EU chưa có dấu hiệu phục hồi rõ ràng sau nhiều năm suy giảm. Do vậy, BSC cho rằng để đẩy mạnh tăng trưởng sản lượng, VHC sẽ chỉ còn phát triển thị trường Trung Quốc – thị trường lớn còn tăng trưởng nhưng với một giá bán thấp hơn hẳn các thị trường chính hiện tại của VHC.

Ước tính kết quả kinh doanh 2020 BSC dự báo doanh thu của VHC đạt 9,624 tỷ VND (+18.0% YoY), LNST đạt 1,327 tỷ VND (+10.1% YoY), tương ứng với EPS 2020 = 7,533 VND, P/E fw 2019 = 5.2.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
VHC	9,624	1,327	7,533	5.2	1.5	18%	25%	39,850	46,800	17.9%
ANV	5,428	483	5,859	4.0	1.1	19%	27%	22,900	N/A	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Dược [Trung lập]

- Tuy doanh nghiệp dược nội ghi nhận tốc độ tăng trưởng âm trong năm 2019, BSC cho rằng ngành dược vẫn còn dư địa tăng trưởng trong dài hạn khi tỷ lệ người cao tuổi tăng tỷ trọng trong cơ cấu dân số và người dân tăng chi tiêu cho y tế, sức khỏe.
- Năm 2020, các doanh nghiệp dược đối mặt với những tác động không khả quan về nguyên vật liệu đầu vào và giá bán tại kênh Bệnh viện.
- Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành Dược. Theo dõi: DHG

Ngành dược vẫn còn tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ (1) tốc độ tăng trưởng vẫn sẽ được duy trì tại 10.6%/năm theo số liệu của BMI và (2) cơ cấu dân số Việt nam đang dần chuyển sang dân số già:

- (1) Theo BMI, quy mô thị trường dược có mức tăng trưởng bình quân giai đoạn 2019 – 2022 là 10.6%/năm. Trong đó, thị trường OTC dự kiến đạt quy mô 1.6 tỷ USD năm 2019, tăng trưởng bình quân giai đoạn 2019 – 2022 của OTC thấp hơn mức trung bình ngành, đạt 9.5%/năm.
- (2) Theo dự báo của Tổng cục thống kê, tỷ lệ người trên 65 tuổi vào năm 2049 sẽ chiếm 18.1% dân số, cao gấp 3 lần so với tỷ lệ 5.5% đầu năm 2017. Điều này sẽ làm tăng nhu cầu chi tiêu cho sức khỏe, y tế và dược phẩm trong tương lai.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý 15 doanh nghiệp dược niêm yết trong giai đoạn 2013 – 2017 chỉ ghi nhận tăng trưởng doanh thu CAGR ở mức 3.1%, **thấp hơn rất nhiều so với số liệu quá khứ của BMI**. BSC cho rằng mức tăng trưởng thấp của doanh nghiệp dược nội địa do (1) thị trường cạnh tranh gay gắt, (2) sản phẩm không có nhiều khác biệt.

Các doanh nghiệp nội địa đang đối mặt những tác động không khả quan về nguyên vật liệu đầu vào và giá bán đầu ra (giá đấu thầu). BSC cho rằng xu hướng tăng giá của nguyên vật liệu vẫn sẽ tiếp tục trong năm 2020 do (1) ảnh hưởng từ việc cắt giảm nguồn cung nguyên vật liệu từ Trung Quốc và (2) các doanh nghiệp dược nội địa khó tìm được đầu vào thay thế Trung Quốc. Về giá đấu thầu, năm 2019 là năm thứ 3 liên tiếp giá đấu thầu giảm và BSC cho rằng xu hướng giảm giá vẫn sẽ có trong năm 2020 do (1) căng thẳng tài chính của Bảo hiểm xã hội tạo áp lực giảm giá đấu (2) thị trường ngày càng cạnh tranh khi có nhiều doanh nghiệp chuyển hướng sang kênh Bệnh viện.

Thông tư 15 bắt đầu có hiệu lực trong năm 2020, tuy nhiên, BSC nhận thấy các doanh nghiệp dược không có kỳ vọng quá lớn. Theo trao đổi với một số doanh nghiệp dược, BSC nhận thấy hầu hết các công ty không có kỳ vọng quá lớn đối với Thông tư mới: ảnh hưởng tích cực nhất là Thông tư 15 sẽ quy định rõ ràng hơn các gói thầu. Dù vậy, BSC vẫn kỳ vọng rằng các doanh nghiệp nội địa có chu trình sản xuất theo tiêu chuẩn EU – GMP vẫn được hưởng lợi khi Thông tư có hiệu lực.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Dược năm 2020. Nổi bật quan điểm của năm 2019, BSC cho rằng kết quả kinh doanh vẫn sẽ có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp kênh Nhà thuốc và các doanh nghiệp kênh Bệnh viện. Các doanh nghiệp kênh Bệnh viện vẫn sẽ ghi nhận được mức tăng trưởng nhẹ. Năm 2020, BSC kỳ vọng (1) việc cải thiện hoạt động kinh doanh nhờ việc hợp tác với cổ đông chiến lược (DHG, TRA, PME) và việc thoái vốn mở room cho DBD; (2) việc mở rộng công suất từ xây dựng các nhà máy mới (PME, IMP, DBD). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng định giá cao và thanh khoản thấp là những rủi ro lớn cho nhà đầu tư muốn nắm giữ các cổ phiếu ngành dược.

DHG – THEO DÕI – Giá mục tiêu 89,000 VND/cp – Upside -2.7% - P/E fw = 20.1x

Kết quả kinh doanh 9T.2019 DHG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 2,617 tỷ VND (-2.0% YoY) và 481 tỷ (-6.0% YoY). Biên LNG tiếp tục suy giảm, đạt mức 43.9% so với mức 44.8% cùng kỳ. Đây là năm thứ 3 liên tiếp DHG ghi nhận kết quả kinh doanh suy giảm nhẹ. Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh này phản ánh cạnh tranh gay gắt tại OTC, trong khi cơ cấu sản phẩm không có nhiều khác biệt và hệ thống phân phối đã đến điểm bão hòa.

Năm 2020, BSC cho rằng (1) nhu cầu tiêu thụ qua kênh Nhà thuốc suy giảm và (2) cạnh tranh gay gắt tại kênh Nhà thuốc khi thị trường bão hòa vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của DHG.

Công ty cũng có động thái tập trung sang kênh Đấu thầu khi xây dựng dần đội bán hàng riêng biệt tại kênh này (thay vì gộp chung như trước đây). Dù vậy, BSC đánh giá rằng (1) Sản phẩm DHG có giá bán cao so với các sản phẩm nội địa và (2) Chưa có kinh nghiệm bán hàng qua kênh Đấu thầu sẽ là những cản trở lớn đối với DHG. Đối với cổ đông chiến lược Taisho, BSC kỳ vọng Taisho sẽ giúp hoàn thiện, nâng cao các quy trình sản xuất và cải thiện chất lượng sản phẩm của công ty.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020 BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DHG lần lượt đạt 4,243 tỷ (+3.6% YoY) và 661 tỷ (+2% YoY). EPS FW 2020 đạt 4,551 VND/cp, tương đương với PE FW 2020 là 20.1x.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
DHG	4,243	661	4,551	20.1	2.7	12%	16%	91,000	89,000	-2.7%
DBD	1,285	156	2,978	18.4	2.6	11%	15%	54,800	N/A	N/A
PME	2,013	362	4,820	11.3	1.7	14%	16%	54,300	N/A	N/A

Nguồn: BSC Research

Ngành Cao su và xăm lốp [Trung Lập]

- BSC dự báo giá cao su trung bình 2020 phục hồi nhẹ +6-8% so với năm 2019
- Các DN xăm lốp (DRC) được dự báo khả quan nhờ mở rộng thị trường xuất khẩu sang Mỹ, Ấn Độ
- Biên lợi nhuận gộp xăm lốp cải thiện tăng 2-4% do giá nguyên vật liệu giảm.

BSC dự báo giá bán cao su trên thế giới trung bình cả năm 2020 sẽ hồi phục nhẹ đạt khoảng 198 – 200 JPY/kg (+6 - 8% yoy) do nhu cầu cao su tự nhiên được IRSG ước tính sẽ tăng nhẹ năm 2020 khoảng +2.6% nhờ vào (1) nhu cầu các sản phẩm không phải lốp xe dự báo tăng +4.3% yoy và (2) giá bán các sản phẩm lốp xe tăng kéo biên lợi nhuận gộp xăm lốp tăng +1.5% kéo theo giá cao su tự nhiên tăng.

Các DN xăm lốp khả quan trong việc xuất khẩu lốp Radial trong khi thị trường trong nước vẫn cạnh tranh với Trung Quốc (50% thị phần lốp Radial) và các doanh nghiệp FDI. Với thị trường Mỹ, (1) chiến tranh thương mại khiến cho lốp ô tô Trung Quốc khó xuất khẩu sang thị trường Mỹ và (2) Mỹ áp thuế chống bán phá giá đối với lốp Trung Quốc là 35% và với Việt Nam là 15%, đã tạo lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp xăm lốp Việt Nam. Với thị trường Ấn Độ, (1) DRC là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam được cấp giấy chứng nhận sản phẩm đạt tiêu chuẩn công nghệ Ấn Độ - ISI, (2) Ấn Độ đã áp mức chống bán phá giá lên sản phẩm lốp TBR của Trung Quốc giai đoạn 5 năm và (3) tỷ lệ sử dụng lốp Radial tại Ấn Độ được dự báo tăng lên 40-50% trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp nội địa xuất khẩu lốp Radial sẽ có nhiều dư địa tăng trưởng nhờ vào việc mở rộng thị trường xuất khẩu tại hai thị trường tiềm năng này.

Biên Lợi nhuận gộp doanh nghiệp xăm lốp có xu hướng cải thiện nhờ (1) giá nguyên vật liệu giảm (2) giá bán xuất khẩu tăng. Giá cao su ở mức bình ổn 33-35 triệu đồng/tấn và giá than đen có xu hướng giảm mạnh -20% yoy. Năng lực tự chủ nguồn nguyên vật liệu của ngành xăm 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.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành cao su, xăm lốp. Về dài hạn, nhu cầu cao su tự nhiên xăm lốp vẫn phụ thuộc phần lớn vào ngành công nghiệp chế tạo ô tô, trong khi đó ngành này đang chứng lại (báo cáo review 2019). Tuy nhiên trong ngắn hạn, (1) giá cao su tự nhiên được hỗ trợ tăng bởi sự thiếu hụt cung tạm thời khi (i) tháng 6, 7 hàng năm hiệp hội 3 nước (Thái Lan, Indonesia, Malaysia) sẽ cắt giảm lượng cung khoảng 400-500 nghìn tấn cao su và (ii) tháng 1 – tháng 3 là thời gian cây cao su thay lá khiến sản lượng khai thác mũ cao su sụt giảm tạm thời. (2) Các DN xăm lốp trong nước mở rộng thị trường xuất khẩu thành công và biên LNG cải thiện giúp doanh nghiệp tăng trưởng kết quả kinh doanh.

DRC – MUA – TP VND 28,893 – Upside 24% – P/E fwd 7.7x - Mở rộng xuất khẩu thành công

KQKD 9T2019. Doanh thu quý 3 đạt 1,013 tỷ đồng (+8.3% yoy), LNST đạt 82 tỷ (gấp 2.65 lần cùng kỳ), biên LNG cải mức 11.8% lên 13%. Doanh nghiệp duy trì chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ở mức ổn định chiếm khoảng 4.4% doanh thu. Tỷ lệ giảm trừ doanh thu chiết khấu giảm từ 5.1% xuống còn 4.2%. Kết quả 9T2019 tương ứng hoàn thành 77% và 135% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2019.

Dự báo KQKD 2020. BSC điều chỉnh ước tính năm 2020, DT và LNST lần lượt 4,482 tỷ đồng (+10% yoy) và 314 tỷ đồng (+25% yoy) với giả định (1) biên lốp Bias đi ngang so với cùng kỳ ở mức 23.4%, sản lượng lốp

Bias giảm -9% yoy (2) biên lớp Radial tăng đáng kể 12%, sản lượng Radial tăng +50% yoy. Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cho mảng core kinh doanh (WACC = 15%), giá trị hợp lý DRC vào khoảng 28,894 đồng/cp.

Đánh giá. Cổ phiếu DRC đang trên đà có kết quả kinh doanh tích cực nhờ vào (1) hưởng lợi Mỹ áp thuế lên lốp xe Trung Quốc 35% trong khi Việt Nam chỉ có mức thuế 15%, sản lượng Radial đầu ra xuất khẩu sang Mỹ tăng mạnh (2) triển vọng xuất khẩu thêm sang thị trường Ấn Độ, DRC đáp ứng được yêu cầu về tiêu chuẩn kỹ thuật và Ấn độ đã áp thuế chống bán phá giá sang Trung Quốc và (3) chi phí nguyên vật liệu đầu vào được tiết giảm mạnh cải thiện biên LNG. Về dài hạn, dòng tiền của DRC sẽ được cải thiện mạnh do nhà máy Radial giai đoạn 1 sẽ hết khấu hao vào năm 2021, giúp DN tiết giảm 120 - 140 tỷ chi phí khấu hao, cải thiện LNST. Nhà máy Radial sẽ hoạt động ở mức khoảng 130 - 150% công suất hiện tại (600 nghìn lốp/năm) giai đoạn 2019 – 2020, DRC đang có kế hoạch mở rộng nhà máy giai đoạn 3, tuy nhiên chưa có thông tin cụ thể nên chúng tôi không đưa vào định giá.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
PHR	1,430	903	6,671	5.8	1.7	13.5%	7.8%	38,200	46,725	22.3%
DPR	1,117	234	5,833	6.7	0.8	9.4%	6.6%	35,250	40,736	15.6%
DRC	4,468	314	3,045	7.7	1.6	17.7%	11.2%	23,300	28,894	24%

Nguồn: BSC Research

Ngành Dệt may [Trung lập]

- Chúng tôi cho rằng đơn hàng dệt may năm 2020 không khả quan như 2019 vì (1) tính đến hết tháng 11 năm 2019, lượng đơn hàng của các doanh nghiệp mới đạt 80% so với cùng kỳ, (2) tỷ trọng các đơn hàng ngắn hạn (theo tháng, theo quý) tăng lên thay vì các đơn hàng dài hạn.
- Các hiệp định thương mại vẫn sẽ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam nhưng khó tạo thay đổi đột biến.
- Chúng tôi hạ quan điểm từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành Dệt may năm 2020. Mua: MSH, STK. Theo dõi: TNG

BSC cho rằng đơn hàng dệt may cho năm 2020 không khả quan như năm 2019 khi (1) tính đến hết tháng 11 năm 2019, lượng đơn hàng của các doanh nghiệp mới đạt 80% so với cùng kỳ (2) tỷ trọng các đơn hàng ngắn hạn (theo tháng, theo quý) tăng lên thay vì các đơn hàng dài hạn theo báo cáo của Bộ Công thương. Đồng thời, BSC có trao đổi với một số doanh nghiệp cho thấy hầu hết các doanh nghiệp mới chốt đơn hàng đến giữa năm sau và khách hàng có xu hướng đặt các đơn hàng ngắn hạn hơn thay vì các đơn hàng dài hạn trước đây. BSC cho rằng nhu cầu khách hàng giảm sút do (1) dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm tốc trong năm 2020 và (2) cạnh tranh từ các quốc gia có ưu đãi thuế, chi phí sản xuất thấp khiến các đơn hàng bị xẻ nhỏ.

Các hiệp định thương mại EVFTA, CPTPP vẫn sẽ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam, tuy nhiên, BSC cho rằng các hiệp định khó tạo ảnh hưởng đột biến:

- (1) *Hiệp định CPTPP tác động không đáng kể trong ngắn hạn, nhưng mở ra cơ hội trong dài hạn.* Mặc dù được đánh giá không có tác động lớn do quy tắc về nguồn gốc xuất xứ “từ sợi trở đi” khó đáp ứng và 7/10 quốc gia thành viên hiện tại đã có các hiệp định thương mại với Việt Nam, các hiệp định mở ra cơ hội cho việc khởi động lại các dự án sợi dệt nhằm đón đầu TPP trong giai đoạn trước cũng như tiềm năng xuất khẩu sang thị trường Canada.
- (2) *Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) được đánh giá có tác động tích cực trong trung – dài hạn.* EVFTA đã được ký kết vào 30/6/2019, tuy nhiên, sẽ phải chờ Nghị viện Châu Âu phê chuẩn trước khi có hiệu lực, dự kiến vào năm 2020. EU là thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 của dệt may Việt Nam, với 42.5% dòng thuế áp dụng đối với các SP dệt may sẽ giảm về 0% ngay khi Hiệp định có hiệu lực, còn lại sẽ giảm về 0% theo lộ trình 3-7 năm sẽ giúp hàng hóa Việt Nam trở nên cạnh tranh hơn so với Campuchia hay Bangladesh (hưởng thuế suất GSP ưu đãi 0%). Quy tắc xuất xứ “từ sợi trở đi” của EVFTA cũng như việc tính gộp nguyên phụ liệu có nguồn gốc từ quốc gia thứ 3 có chung FTA với cả Việt Nam và EU (Hàn Quốc) cũng thuận lợi hơn cho các DN Việt Nam so với CPTPP.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi hạ quan điểm từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành Dệt may trong năm 2020. BSC cho rằng (1) tốc độ ngành sẽ tăng trưởng chậm lại khi nhu cầu tiêu thụ thế giới dự kiến suy giảm, (2) cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và hiệp định EV – FTA chưa tác động tích cực như kỳ vọng ban đầu và (3) cạnh tranh giữa thị trường Việt Nam và các quốc gia có chi phí sản xuất thấp ngày càng gay gắt (đặc biệt là các đơn hàng không yêu cầu trình độ cao).

Tuy nhiên, BSC nhận thấy vùng định giá của các cổ phiếu dệt may đều đã về mức thấp trong vòng 3 năm trở lại đây. Do đó, các doanh nghiệp dệt may lớn có đơn hàng đảm bảo, tập trung chuyển dịch lên các đơn hàng giá trị cao cùng với tài chính lành mạnh vẫn sẽ là những cơ hội đầu tư đáng chú ý.

MSH – MUA – Giá mục tiêu 56,000 VND/cp – Upside 26.4% - P/E fw = 4.8x.

Kết quả kinh doanh 9T.2019: MSH ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 3,387 tỷ (+15.3% YoY) và 437 tỷ (+30.4% YoY). Biên lợi nhuận gộp 9T.2019 đạt mức 20.7% từ mức 19.7%, BSC cho rằng do công ty tăng tỷ trọng các đơn hàng FOB vốn có biên lợi nhuận gộp cao hơn CMT (tỷ trọng FOB khoảng 82 – 85% tổng doanh thu). Về cơ cấu thị trường, Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất của công ty, chiếm 80 – 90% doanh thu xuất khẩu và MSH vẫn sẽ tiếp tục tập trung vào thị trường này.

Năm 2020, chúng tôi cho rằng tăng trưởng của công ty sẽ đến từ (1) giá trị đơn hàng FOB, (2) mảng chăn ga gối đệm được tái cấu trúc. Hiện tại, đơn hàng FOB đã ký kết đạt 165 – 170 triệu USD (+17% YoY) (KH mới: Walmart: dự kiến đơn hàng gồm 6 triệu sản phẩm). Mảng Chăn ga gối đệm – với biên gộp cao nhất sẽ được (1) thay đổi nhận diện thương hiệu (2) mở rộng thị trường nước ngoài trong năm 2020 với tăng trưởng dự kiến là 50%. Đối với nhà máy Sông Hồng 10, công ty dự kiến cuối năm 2020 sẽ hoàn thành và đưa vào hoạt động - trì hoãn 3 quý so với kế hoạch ban đầu do vấn đề giải phóng mặt bằng. Dự án sẽ giúp công suất của MSH tăng trưởng 20% và sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.

Ước tính kết quả kinh doanh 2020: BSC dự báo DT và LNST của MSH lần lượt đạt 5,136 tỷ (+15% YoY) và 483 tỷ (+15% YoY) dựa trên các giả định (1) đơn hàng FOB tăng trưởng 12% (2) Biên LNG đạt 20.9% nhờ tăng tỷ trọng mảng FOB và Chăn ga gối đệm. EPS FW 2020 đạt 9,175 VND/cp, tương đương với PE FW 2020 là 4.8 lần.

STK – Mua – Giá mục tiêu 20,844 VND/CP – PE fw 4.1x

- **STK mở rộng tỉ trọng sợi RE lên 43% tổng doanh thu.** Năm 2019, doanh thu sợi tái chế Recycles tăng lên 32% so với cùng kỳ là 16% và biên lợi nhuận gộp của sợi tái chế cao hơn dao động trong 29-31%, qua đó STK đạt kế hoạch mở rộng tỉ trọng sợi Recycles lên 43% với mục tiêu tiếp cận các đối tác lớn như Uniqlo.
- **Giá sợi sẽ tăng trở lại trong năm 2020.** Cuối năm 2019, việc chiến tranh thương mại Mỹ Trung hạ nhiệt thông qua hạ lãi suất 15% đối với hàng Trung Quốc sẽ giảm bớt việc Trung Quốc phá giá sợi và chúng tôi kỳ vọng giá sợi sẽ tăng trở lại trong năm 2020 và đồng thời các đơn hàng của Trung Quốc sẽ tăng trở lại trong năm sau. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng biên gộp STK có thể cải thiện lên 14.8-15% so với cùng kỳ là 14-14.5%.
- **BSC dự báo DTT và LNST của STK 2020 sẽ đạt lần lượt là 2,750 tỷ đồng (+ 23.5% YoY) và 257.6 tỷ đồng (+24.5% YoY)** nhờ kỳ vọng giá bán sợi tăng trở lại, tỷ trọng sợi RE tăng lên 33-35% giúp biên gộp cải thiện lên 15% so với cùng kỳ là 14.6%.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
MSH	5,136	814	9,175	4.8	1.5	16%	32%	44,300	56,000	26.4%
TNG	4,833	236	4,783	3.1	0.7	8%	22%	14,900	N/A	N/A
STK	2,750	257.6	3670	4.7	1	18%	8%	17,550	19,590	11.6%

Nguồn: BSC Reseach

Ngành Thép [Trung lập]

- Tiêu thụ chứng lại (BSC dự báo tăng trưởng ở mức 5%yoy), nguồn cung tăng mạnh (+10%yoy) khiến cạnh tranh gay gắt hơn.
- Giá bán tiếp tục xu hướng giảm, gây sức ép lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành.
- Ngược lại, giá quặng sắt được dự báo giảm về mức 70-75 USD/tấn trong năm 2020 (- 8-10% YoY) sẽ hỗ trợ lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành thép năm 2020.

Tiêu thụ chứng lại (BSC dự báo tăng trưởng ở mức 5%yoy), nguồn cung tăng mạnh (+10%yoy) khiến cạnh tranh gay gắt hơn. BSC đánh giá tiêu thụ sản phẩm thép nội địa năm 2020 sẽ tăng trưởng nhẹ khoảng 5% YoY với cầu đến từ hoạt động xây dựng dân dụng và hạ tầng (*Chi tiết tham khảo Ngành Xây dựng và Bất động sản*). Đối với hoạt động xuất khẩu, xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng với liên tiếp những vụ điều tra chống bán phá giá, chống trợ cấp sẽ khiến cho hoạt động xuất khẩu tiếp tục khó khăn, đặc biệt ở nhóm tôn mạ. Trong khi đó, công suất ngành năm 2020 sẽ tăng đáng kể với 2 triệu tấn thép xây dựng (20% sản lượng tiêu thụ 2018) từ GĐ1 của KLH Hòa Phát Dung Quất, 1 triệu tấn phôi thép từ GĐ1 của dự án luyện cán thép Nghi Sơn (GĐ 2 cũng dự kiến được triển khai trong 2020)... sẽ khiến tình hình cung – cầu thêm căng thẳng. Tuy nhiên, việc Posco SS Vina dừng hoạt động sản xuất thép thanh trong T12/2019 để tập trung vào mảng thép hình sẽ để lại một khoảng trống thị trường khoảng 500,000 tấn/năm.

Giá bán tiếp tục xu hướng giảm, gây sức ép lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Trong bối cảnh cung tăng nhanh, chúng tôi dự báo giá thép sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2020. Sau khi giảm khoảng 5-10% trong năm 2019, cùng với ảnh hưởng bởi đà tăng của giá nguyên liệu, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thép đã xuống mức rất thấp, nên dư địa để tiếp tục giảm giá của các doanh nghiệp không còn nhiều, mức độ giảm giá trong 2020 sẽ thấp hơn 2019. Cụ thể với nhóm thép xây dựng, chúng tôi cho rằng giá quặng giảm (dự báo -15% YoY) sẽ giúp cho biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng theo công nghệ lò cao tăng thêm khoảng 4.5-5%, tạo dư địa cho việc giảm giá. Ngược lại, giá thép phế đang trong xu hướng tăng nhẹ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất theo công nghệ EAF vốn có mức biên LN tương đối mỏng trong 2019 (biên EBITDA dao động khoảng 3.5%). Do đó, chúng tôi đánh giá mức giảm giá thép xây dựng trong năm 2020 sẽ dưới 5-6%.

Ngược lại, giá quặng sắt và phôi được dự báo giảm sẽ hỗ trợ lợi nhuận của ngành. Sau khi tăng mạnh trong Q2/2019 do sự cố vỡ đập Brumandinho của VALE, giá quặng sắt được dự báo sẽ giảm về mức ổn định, tương đương bình quân 2017-2018 ở mức 70 USD/tấn trong năm 2020, được hỗ trợ bởi cả yếu tố cung và cầu. Về phía nguồn cung, các nhà sản xuất quặng lớn đều đặt kế hoạch tăng sản lượng trong năm 2020: Vale, Mount Gibson, Rio Tinto, Fortescue đặt kế hoạch tăng lần lượt 12%, 17%, 5% và 3% YoY. Do đó nguồn cung quặng sắt thế giới được dự báo sẽ tiếp tục tăng ở mức một con số trong năm 2020 (theo Bloomberg Intelligence Research). Trong khi đó, cầu được dự báo sẽ yếu ở cả xây dựng và công nghiệp chế tạo. Cùng với sức ép đến từ biên lợi nhuận rất mỏng của các DN sản xuất thép, giá quặng đứng trước áp lực giảm rất lớn. Theo khảo sát về triển vọng ngành thép và quặng do S&P Global Platts thực hiện cuối năm 2019, 62% ý kiến cho rằng giá quặng CFR tại Trung Quốc sẽ bình quân ở mức 70-80 USD/tấn (giảm 15-25% YoY), còn lại cho rằng giá sẽ dao động 80-90 USD/tấn (giảm 5-15% YoY) và không có ý kiến nào cho rằng giá sẽ vượt trên 90 USD/tấn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành thép trong năm 2020. Tình hình tiêu thụ khó khăn của thị trường chưa thể cải thiện trong năm 2020, ngành sẽ phải đối mặt với sức ép cạnh tranh lớn hơn từ nguồn cung mới. Xu hướng bảo hộ thương mại và hàng rào thuế quan cũng sẽ khiến cho xuất khẩu khó khăn, đặc biệt với nhóm tôn mạ. Điểm tích cực của năm 2020 so với 2019 là diễn biến tích cực của giá nguyên vật liệu quặng sắt và phôi thép dẹt, được dự báo sẽ giúp các doanh nghiệp cải thiện kết quả kinh doanh so với năm 2019.

HPG – MUA – Giá mục tiêu: 35,000 đồng/CP – Upside: 48.7%

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 35,000 đồng/CP cho năm 2021 (EPS 2021F = 4,658 đồng/CP, P/E mục tiêu = 7.5 lần) dựa trên các luận điểm sau:

- (1) **Dự án Khu liên hợp Hòa Phát Dung Quất là một bước đi chiến lược**, khẳng định vị thế dẫn đầu của Hòa Phát trong ngành thép (21% công suất ngành, thị phần dự kiến sẽ tăng từ 25% lên 35% sau khi Dung Quất đi vào hoạt động)
- (2) **Chúng tôi đánh giá năm 2020 sẽ là một năm trũng về kết quả kinh doanh của HPG để đổi lấy tăng trưởng trong tương lai**. Những yếu tố ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của HPG năm 2020 là (1) nhu cầu tiêu thụ chưa khởi sắc, cung tăng mạnh khiến cạnh tranh thêm gay gắt; (2) trong bối cảnh đó, HPG sẽ tiếp tục duy trì chính sách giảm giá bán để giành lấy thị phần tại thị trường miền Nam; (3) khấu hao và lãi vay tăng thêm từ việc đưa giai đoạn 1 của Hòa Phát Dung Quất vào vận hành (ước tính +1,700 tỷ khấu hao và 400-500 tỷ lãi vay). Tuy nhiên, giá quặng giảm sẽ giúp HPG tiết kiệm được chi phí nguyên vật liệu (dự báo giá quặng nhập khẩu sẽ khoảng 80 USD/tấn, - 18% YoY).
- (3) **Năm 2021 sẽ chứng kiến tăng trưởng mạnh về lợi nhuận (dự báo +80% YoY) sau khi đưa Dung Quất vào hoạt động đồng bộ, giá thành sản xuất HRC của HPG thấp hơn so với giá nhập khẩu**. Mặt bằng định giá trong năm 2021 sẽ hấp dẫn hơn với P/E fw = 5.04 lần, xét trong tương quan P/E trung bình 10 năm là 8.4 lần và 2021 được kỳ vọng là đầu chu kỳ tăng trưởng mới của HPG.

Dự báo kết quả kinh doanh:

Năm 2019, BSC ước tính doanh thu của HPG đạt 62,534 tỷ đồng (+12% YoY) dựa trên giả định sản lượng thép xây dựng tiêu thụ đạt 2.78 triệu tấn (+16.8% YoY), ống thép 757,350 tấn (+15.8% YoY); giá bán bình quân đối với sản phẩm thép xây dựng giảm 9% YoY. **LNST chúng tôi ước tính cho năm 2019 là 7.662 tỷ đồng (-10.6% YoY), tương đương với EPS = 3,137 đồng/CP, P/E = 7.5** (so với mức P/E bình quân 10 năm của HPG là 8.4 lần).

Chúng tôi dự báo doanh thu 2020 của HPG đạt 75,522 tỷ đồng (+20.8% YoY), LNST 9,089 tỷ đồng (+18.6% YoY), EPS = 2,993 đồng/CP, P/E fw = 7.9 lần.

Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định:

- (1) Lò cao số 1 và 2 hoạt động 75% công suất năm 2020, khấu hao tăng thêm năm 2020 từ GĐ 1 của KLH Dung Quất ước khoảng 1,700 tỷ.
- (2) Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ đạt 3.6 triệu tấn (+29.5% YoY), giá bán tiếp tục giảm để đẩy được lượng tiêu thụ lớn trong năm 2020 (giả định giá giảm 3% YoY về mức 11,300-11,400 đồng/kg).

- (3) Giá quặng nhập khẩu bình quân 2018 đạt 80 USD/tấn (-18.4% YoY), giá than tương đương 2019 ở mức 178 USD/tấn, giá thép phế 315 USD/tấn (+1.6% YoY).

Mã	DTT	LNST	EPS	P/E	P/B	ROA	ROE	Giá ngày	Giá mục	Upside
CK	2020	2020	2020	fw	fw	2020	2020	31/12/19	tiêu (*)	
	(tỷ đ)	(tỷ đ)	(đ/cp)							
HPG	75,522	9,089	2,993	7.9	1.7	9.1%	21%	23,500	35,000	48.7%

(*) Giá mục tiêu 2021, Nguồn: BSC Research

Ngành Xi măng [Trung lập]

- Bộ Xây dựng dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng năm 2020 đạt khoảng 101-103 triệu tấn (+4-5% YoY).
- Cân đối cung cầu trên thị trường phụ thuộc đáng kể vào hoạt động xuất khẩu, tiềm ẩn nhiều yếu tố bất định.
- BSC dự báo giá than đầu vào của các doanh nghiệp xi măng sẽ tiếp tục đà giảm trong năm 2020 giúp giảm giá thành sản xuất.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành xi măng trong năm 2020.

Bộ Xây dựng dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng năm 2020 đạt khoảng 101-103 triệu tấn (+4-5% YoY), trong đó tiêu thụ nội địa 69-70 triệu tấn (+4.5-6% YoY) và xuất khẩu 32-34 triệu tấn (+3-6% YoY). Theo Chủ tịch Hiệp hội xi măng Việt Nam, thị trường vật liệu xây dựng nói chung và xi măng nói riêng vẫn sẽ tương đương 2019, thậm chí chứng lại do nhu cầu về xây dựng dân dụng và hạ tầng chưa cải thiện đáng kể. Bên cạnh đó, giai đoạn tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ xi măng cũng đang dần đi vào ổn định nên sản lượng tiêu thụ trong thời gian tới có thể đi ngang hoặc giảm.

Cân đối cung cầu trên thị trường phụ thuộc đáng kể vào hoạt động xuất khẩu, tiềm ẩn nhiều yếu tố bất định. Khả năng sản xuất của ngành năm 2020 dự báo đạt 105.84 triệu tấn khi dự kiến có thêm 2 dây chuyền mới đi vào hoạt động, vượt khoảng 2% tổng nhu cầu xi măng tiêu thụ nội địa và xuất khẩu ước tính. Năng lực sản xuất này vượt khá xa nhu cầu tiêu thụ nội địa, do đó hoạt động xuất khẩu đóng vai trò rất quan trọng trong cân bằng cung cầu thị trường. Hiện nay thị trường xuất khẩu lớn nhất của xi măng Việt Nam là Trung Quốc (46%), tiếp đến là Phillipine (16%). Xuất khẩu xi măng Việt Nam sang Trung Quốc thời gian qua tăng trưởng mạnh nhờ quốc gia này thắt chặt những quy định về môi trường đối với những ngành công nghiệp gây ô nhiễm như thép, xi măng... Tuy nhiên khả năng thời gian tới nguồn cung nội địa của Trung Quốc sẽ tăng lên khi các DN đáp ứng được tiêu chuẩn về môi trường sẽ không bị hạn chế sản lượng có thể tiềm ẩn rủi ro đối với hoạt động xuất khẩu sang quốc gia này.

BSC dự báo giá than đầu vào của các doanh nghiệp xi măng sẽ tiếp tục đà giảm trong năm 2020 nhờ được hỗ trợ bởi xu hướng giảm của giá than thế giới, giúp giảm giá thành sản xuất. Cầu than nhiệt trên thế giới đang có dấu hiệu suy yếu do nhu cầu cho sản xuất điện giảm khi giá khí tự nhiên ở mức thấp và các chuẩn về môi trường được nâng lên. Theo dự báo của Ngân hàng trung ương Úc (NAB), giá than nhiệt sẽ giảm từ mức 76 USD/tấn năm 2019 về 70 USD/tấn năm 2020 (-8% YoY). Như vậy, nếu giá than đầu vào của các doanh nghiệp xi măng năm 2020 được hỗ trợ bởi đà giảm của giá than thế giới và giữ được giá như 2H2019 thì tính chung cả năm, giá sẽ giảm khoảng 1-2% YoY, giúp tiết giảm chi phí đáng kể.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành xi măng trong năm 2020 bởi những yếu tố sau:

- Tình hình tiêu thụ chứng lại do ảnh hưởng chung của nhu cầu xây dựng nội địa cũng như nhu cầu xuất khẩu;
- Cân bằng cung – cầu trên thị trường phụ thuộc đáng kể vào hoạt động xuất khẩu, tiềm ẩn nhiều yếu tố bất định
- Trong khi đó, giá than đầu vào giảm giúp tiết giảm chi phí cho các doanh nghiệp.

HT1 – MUA – Giá mục tiêu: 20,200 đồng/CP – Upside: 30%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HT1 với **giá mục tiêu cho năm 2020 là 20,200 đồng/CP** theo phương pháp định giá EV/EBITDA (**số nhân mục tiêu là 5 lần**) dựa trên những luận điểm sau:

- (1) Vị thế đầu ngành được củng cố trong giai đoạn thị trường khó khăn: Trong khi sản lượng tiêu thụ toàn ngành 9T2019 -1% YoY, sản lượng của HT1 trong 9T2019 và 11T2019 tăng lần lượt 10% và 8% YoY.
- (2) Lợi nhuận năm 2020 được dự báo sẽ giữ được đà tăng tốt trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ chưa có nhiều cải thiện nhờ: (i) công ty có dự định giảm giá để đẩy tiêu thụ nhờ việc đã rà soát, tăng giá trong Q1 và Q3/2019; (ii) giá than được dự báo giảm (2% YoY), (iii) lãi vay dài hạn giảm theo lịch trả nợ (-40 tỷ)
- (3) Năm 2021 được kỳ vọng sẽ là một năm tích cực hơn đối với HT1 nhờ (i) sự hồi phục của tiêu thụ xi măng theo nhu cầu xây dựng; (ii) HT1 sẽ trả hết nợ vay EUR và USD trong năm 2021, giảm rủi ro tỷ giá; (iii) kế hoạch đầu tư trạm nghiền mới ở Kiên Lương (+20% công suất).

Ước tính kết quả kinh doanh 2019: BSC ước tính doanh thu thuần của HT1 đạt 9,021 tỷ đồng (+7.7% YoY; nhờ sản lượng tiêu thụ đạt 7.8 triệu tấn (+6% YoY), giá bán bình quân +1.5%. LNST đạt 748.8 tỷ đồng (+16.1% YoY), EPS 2019F = 1,766 đồng/CP.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020: Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2020 đạt 9,279 tỷ đồng (+2.9% YoY) với giả định sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker đạt 8 triệu tấn (+3% YoY), giá bán không đổi. Biên lợi nhuận gộp được dự báo tăng nhẹ từ 17.3% lên 17.5% nhờ giá than giảm 2% YoY. Lãi vay dài hạn giảm khoảng 40 tỷ. LNST dự báo tăng 9% lên 815.7 tỷ, tương đương với EPS = 1,924 đồng/CP, P/E fw = 8 lần.

Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
HT1	9,279	816	1,924	8.5	1.07	8.5%	15.2%	14,950	20,200	35%

Nguồn: BSC Research

Ngành Nhựa [Trung lập]

- BSC dự báo sản lượng tiêu thụ ngành nhựa sẽ tăng trưởng với tốc độ 6-7% trong năm 2020 nhờ động lực đến từ màng nhựa bao bì và nhựa kỹ thuật.
- Giá hạt nhựa trong năm tới được dự báo giảm theo giá dầu, tiếp tục giúp các doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận.
- Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành nhựa.

BSC dự báo sản lượng tiêu thụ ngành nhựa sẽ tăng trưởng với tốc độ 6-7% trong năm 2020 nhờ động lực đến từ màng nhựa bao bì và nhựa kỹ thuật. Đối với màng nhựa bao bì (35% sản lượng), nhu cầu đi theo thực phẩm đồ uống và bán lẻ, được dự báo sẽ tiếp tục giữ mức tăng trên 10%. Bên cạnh đó, xuất khẩu các sản phẩm bao bì nhựa của Việt Nam cũng tích cực nhờ các hiệp định thương mại tự do (FTAs), các đối tác chuyển dần đơn hàng sang Việt Nam để tận dụng lợi thế về chi phí sản xuất giá rẻ, thuế xuất khẩu được nhiều ưu đãi. Đối với màng nhựa kỹ thuật (19% sản lượng), BSC cho rằng sản lượng sẽ tăng lên trong thời gian tới nhờ sự phát triển của các ngành công nghiệp phụ trợ. Đối với nhóm nhựa xây dựng, chúng tôi cho rằng 2020 là một năm khó khăn do nhu cầu về xây dựng dân dụng cũng như hạ tầng chưa có nhiều cải thiện, do đó cạnh tranh sẽ rất khốc liệt.

Giá hạt nhựa trong năm tới được dự báo giảm theo giá dầu, tiếp tục giúp các doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận. EIA dự báo giá dầu Brent năm 2020 sẽ ở mức bình quân 61 USD/thùng (-4.7% YoY) trong khi giá dầu WTI sẽ là 58.5 USD/thùng. Giá dầu sẽ tiếp tục đối mặt với áp lực giảm trong năm 2020 do (1) Nguồn cung dồi dào ở Mỹ, Canada và Brazil cùng với tính tuân thủ thỏa thuận kém của một số quốc gia trong khối OPEC có thể khiến tồn kho dầu trong năm 2020 giữ ở mức cao 1.1 triệu thùng/ngày và (2) Nhu cầu chững lại do triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới và ngành sản xuất không mấy khả quan. Giá hạt nhựa (đặc biệt là PE và PP) có tương quan cao với giá dầu trong khi PVC tương quan thấp hơn nhưng cũng đang trong xu hướng giảm kể từ sau khi dầu lập đỉnh vào tháng 10/2018. Do đó, với kỳ vọng giá dầu giảm trong năm 2020, chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa đầu vào sẽ thấp hơn, giúp cải thiện lợi nhuận cho các doanh nghiệp trong ngành.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành nhựa trong bối cảnh tăng trưởng ngành chưa có nhiều khởi sắc, cạnh tranh gia tăng đặc biệt ở nhóm nhựa xây dựng. Tuy nhiên, giá hạt nhựa đầu vào theo xu hướng giá dầu giảm sẽ tiếp tục hỗ trợ cho lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành.

BMP – MUA – Giá mục tiêu: 52,400 đồng/CP – Upside: +16%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BMP với giá mục tiêu cho năm 2020 là 52,400 đồng/CP (Upside +5.2%) dựa theo phương pháp định giá so sánh P/E (P/E mục tiêu là 10). Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của BMP sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức 3-5% trong năm 2020 khi nhu cầu của xây dựng chưa khởi sắc. Diễn biến lợi nhuận sẽ chủ yếu phụ thuộc vào diễn biến giá hạt nhựa trong khi chính sách chiết khấu và bán hàng được dự báo sẽ giữ nguyên như 2019. Bên cạnh đó, nhờ dòng tiền ổn định và tài chính lành mạnh, không có nhu cầu đầu tư lớn nên công ty có khả năng duy trì tỷ lệ cổ tức cao (30-40% tiền/năm).

Kết quả kinh doanh 9T2019: Sản lượng tiêu thụ 9T2019 đạt 76,400 tấn (+15.6% YoY), tổng doanh thu 3,181 tỷ (+9.7% YoY) do ảnh hưởng của mảng kinh doanh hàng hóa và dịch vụ suy giảm. Biên lợi nhuận

gộp tăng nhẹ từ 22.1% lên 23.1% nhờ giá hạt nhựa đầu vào giảm. BMP cho biết giá hạt nhựa PVC (chiếm 90% nguyên liệu đầu vào) -2% YoY. Từ năm 2019, BMP thay đổi cách hạch toán chiết khấu thương mại từ giảm trừ doanh thu sang phần chi phí chiết khấu bán hàng, khiến cho tỷ lệ CPBH/ tổng doanh thu tăng từ 3.5% lên 6.2%. LNST 9T2019 đạt 328.2 tỷ (-3.6% YoY).

Ước tính kết quả kinh doanh 2019: BSC dự báo tổng doanh thu của BMP đạt 4,399 tỷ (+6.5% YoY) với giả định sản lượng tiêu thụ đạt 104 nghìn tấn (+10% YoY), các chính sách chiết khấu không đổi, giá bán đầu ra giữ nguyên so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận hoạt động giảm từ 15.6% về 14.4% do tác động của chi phí khoán vận chuyển trong năm. LNST dự báo đạt 430 tỷ (+0.7% YoY), tương đương với EPS = 4,730 đồng/CP.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020: BSC đánh giá nhu cầu đối với sản phẩm ống nhựa trong năm 2020 sẽ tương đương 2019, BMP nhờ vị thế đầu ngành và thương hiệu mạnh sẽ có thể tăng nhẹ về sản lượng tiêu thụ 3% YoY, tổng doanh thu 4,497 tỷ (+2.3% YoY). Với giả định giá hạt nhựa -1% YoY trong năm 2020, biên LNG của BMP sẽ được cải thiện nhẹ từ 23.4% lên 24.1%. LNST dự báo đạt 477 tỷ (+10.8% YoY), EPS = 5,241 đồng/CP, P/E fw = 8.62

AAA – THEO DÕI – Giá mục tiêu: 15,900 đồng/CP – Upside: +25%

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu AAA vì định giá đã giảm về mức thấp P/E fw 2020 = 4.7 lần (nếu chỉ xét hoạt động nhựa và bao bì thì P/E = 9.5 lần, do đó giá hiện tại mới phản ánh định giá mảng nhựa, chưa tính đến lợi nhuận từ BĐS KCN).

Kết quả kinh doanh 9T2019: Doanh thu thuần 7,406 tỷ (+27.6% YoY), LNST 438 tỷ (+176% YoY), tương ứng hoàn thành 74% và 86% kế hoạch năm. Động lực tăng trưởng chính đến từ mảng cho thuê đất và nhà xưởng khu công nghiệp và mảng bao bì nhờ tăng biên LNG từ 13.9% lên 15.3%. (Chi tiết tham [khảo báo cáo cập nhật Q3/2019](#))

Ước tính kết quả kinh doanh 2019: Chúng tôi ước tính doanh thu của AAA năm 2019 đạt 9,795 tỷ (+22.3% YoY), LNST dành cho cổ đông công ty mẹ 2019 ước đạt 460 tỷ (+155.1% YoY), tương đương với EPS = 2,417 đồng/CP (giả định trích quỹ KTPL 10%).

Dự báo kết quả kinh doanh 2020: Tổng doanh thu là 10,678 tỷ đồng (+9.3% YoY), LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 515.3 tỷ (+12.1% YoY), EPS fw = 2,709 đồng/CP, tương ứng với P/E = 4.7 lần. Trong đó:

- Mảng bao bì nhựa: Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của AAA đạt 106,503 tấn (+6% YoY), doanh thu 4,538 tỷ (+9.5% YoY) nhờ giá túi sẽ có phục hồi nhẹ. Biên lợi nhuận gộp giả định đạt 15% do tỷ trọng bao bì tự hủy (biên LNG cao hơn sản phẩm bao bì truyền thống 4%) tăng nhẹ từ mức 10% lên 12% (tương đương với mức tăng trưởng 40% về sản lượng).
- Mảng thương mại hạt nhựa: Sản lượng duy trì ở mức hiện tại để tập trung nâng cao hiệu quả, biên lợi nhuận gộp dự báo tăng từ mức 2.5% năm 2019 lên 3% năm 2020.
- Mảng khu công nghiệp: Dự báo dựa trên kế hoạch của doanh nghiệp sẽ cho thuê nốt diện tích còn lại tại KCNC An Phát Complex (10 ha đất và dự kiến 6 ha nhà xưởng) trong năm 2020, BSC ước tính doanh thu từ bán, cho thuê đất và nhà xưởng sẽ đạt 708 tỷ (+3.2% YoY).

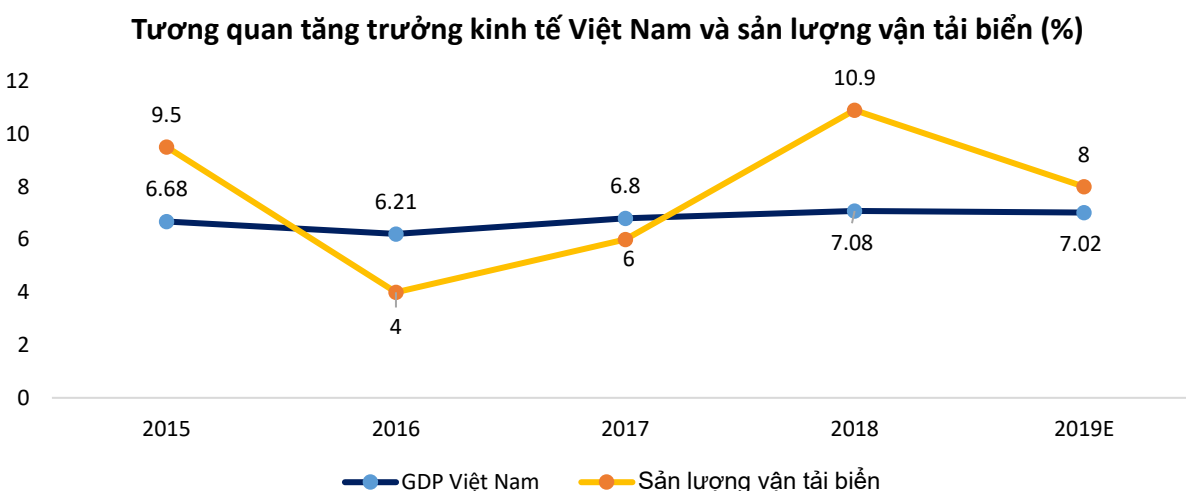
Mã CK	DTT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
BMP	4,497	477	5,241	8.6	1.4	13.7%	16.3%	45,200	52,400	16%
AAA	10,678	515	2,709	4.7	0.6	5.6%	14.4%	12,700	15,900	25%

Nguồn: BSC Research

Ngành Vận tải biển [Trung lập]

- Tổng sản lượng vận tải sẽ duy trì tăng trưởng 7-8% trong năm 2020.
- Quy định IMO mang lại những tác động trái chiều.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành Vận tải biển.

Tổng sản lượng vận tải sẽ duy trì tăng trưởng 7-8% trong năm 2020. Đảm nhiệm vận chuyển gần 100% lượng hàng nội địa và khoảng 7-8% lượng hàng xuất khẩu, theo BSC, đội tàu biển Việt Nam sẽ có diễn biến cùng chiều với kinh tế nước nhà và chịu ảnh hưởng một phần bởi nền kinh tế Châu Á. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sản lượng vận tải biển năm 2020 sẽ duy trì tăng trưởng 7 – 8% khi triển vọng kinh tế gần như đi ngang do chịu ảnh hưởng của (1) kinh tế toàn cầu giảm tốc, (2) bất ổn từ chiến tranh thương mại và xu hướng bảo hộ nhưng vẫn được trợ lực từ (3) sản xuất, tiêu dùng và thương mại được dự báo tiếp tục tăng trưởng và (4) kỳ vọng Chính phủ cải thiện tiến độ giải ngân đầu tư công.



Nguồn: GSO, BSC Research

Quy định IMO mang lại những tác động trái chiều. Việc thực hiện quy định của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) từ ngày 1/1/2020 có thể dẫn đến chi phí vận hành và/hoặc capex cao hơn (tăng thêm ít nhất 1 triệu USD/tàu) cho các công ty vận tải biển. Chúng tôi cho rằng với tình trạng dư cung hiện nay, các công ty khó có thể chuyển hoàn toàn chi phí liên quan sang khách hàng. Dù vậy, đội tàu chở dầu (như PVT) có thể được hưởng lợi từ nhu cầu cao hơn đối với nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh thấp và điều này sẽ bù đắp cho việc gia tăng chi phí để tuân thủ quy định.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Vận tải biển do chưa thấy động lực tăng trưởng nào rõ ràng. Nhóm vận tải hàng rời như VOS, VFR, trong bối cảnh cung vượt cầu, sẽ vẫn gặp khó khăn. Ngược lại, nhóm vận tải hàng lỏng chạy tuyến quốc tế như PVT có thể được hưởng lợi do nhu cầu đối với nhiên liệu đáp ứng IMO tăng cao. Tuy vậy chúng tôi cũng lưu ý rằng việc bảo trì lớn của nhà máy Bình Sơn (tháng 6-7/2020) có thể ảnh hưởng tới sản lượng vận tải của doanh nghiệp này. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu PVT.

PVT – THEO DÕI – Giá mục tiêu 20,200 VND/cp – Upside 20.5%

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PVT với giá hợp lý cho năm 2020 là **20,200 đồng/cp** (+20.5% so với giá đóng cửa ngày 27/12), tương ứng P/E F 7x dựa trên quan điểm:

- (1) **Hoạt động kinh doanh cốt lõi năm 2020 khó có sự đột biến:** Lợi nhuận vận chuyển dầu thô cho NMLD Dung Quất bị sụt giảm do bảo dưỡng và nhập khẩu dầu tại Azerbaijan sẽ được bù đắp bởi sản lượng bổ sung từ NMLD Nghi Sơn và kỳ vọng ký lại giá cước tàu cao hơn 30 – 40%.
- (2) **Kế hoạch đầu tư tàu mới kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp tích cực vào lợi nhuận từ năm 2021.** Trong trường hợp các tàu được sử dụng ở 50% công suất, BSC ước tính doanh thu vận tải của PVT có thể tăng 800 tỷ. Đồng thời, đội tàu mới đi vào vận hành cũng sẽ phát sinh khoảng 115 tỷ chi phí lãi vay và 300 tỷ chi phí khấu hao/năm. Như vậy nếu tính thêm các chi phí nhân công, nguyên liệu,... thì lợi nhuận ước tính từ kế hoạch đầu tư tàu trong năm 2020 là không đáng kể. Chúng tôi kỳ vọng đội tàu mới này sẽ có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của PVT từ năm 2021, khi gánh nặng lãi vay được giảm nhẹ do Công ty trả bớt nợ gốc.
- (3) **Ghi nhận lợi nhuận bất thường từ thanh lý tàu.** Chúng tôi ước tính PVT sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường khoảng 80 – 90 tỷ trong năm sau khi thanh lý tàu Athena.

Ước tính kết quả kinh doanh 2019: BSC điều chỉnh doanh thu giảm nhẹ xuống 7,883 tỷ (-2.7%) và lợi nhuận sau thuế năm 2019 tăng 39.3% lên 851 tỷ so với [báo cáo cũ](#) do PVT cơ cấu lại mảng thương mại và biên lợi nhuận gộp cải thiện tốt hơn dự báo. Chúng tôi lưu ý PVT sẽ hoàn nhập một phần khoản dự phòng chi phí lắp đặt bộ Scrubber¹ khoảng 40 – 50 tỷ cho đội tàu quốc tế để đáp ứng quy định IMO 2020 trong Quý 4/2019.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020: Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của PVT vẫn duy trì mức tăng trưởng như năm 2019 nhờ hưởng lợi từ việc các tàu mới đi vào hoạt động và giá cước vận chuyển ký lại kỳ vọng cao hơn. Chúng tôi chưa đưa dự phóng về hoạt động đầu tư vào do tin rằng ảnh hưởng tích cực sẽ diễn ra từ năm 2021. Theo đó, doanh thu thuần dự phóng đạt 8,382 tỷ đồng (+6%yoy). LNST ước tính đạt 937 tỷ đồng (+11%yoy) tương ứng với EPS sau trích khen thưởng phúc lợi là 2,621 đồng/cp.

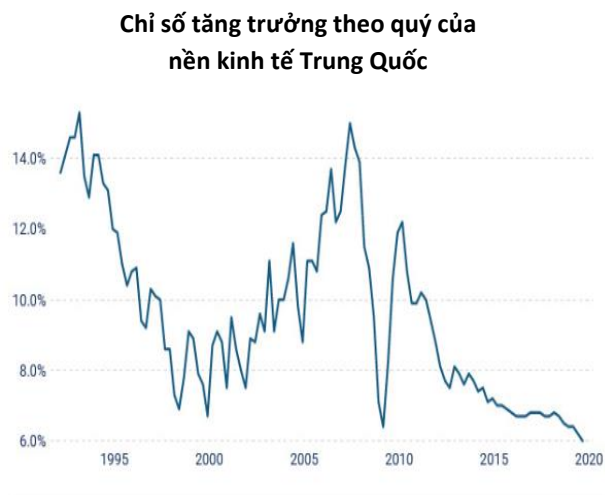
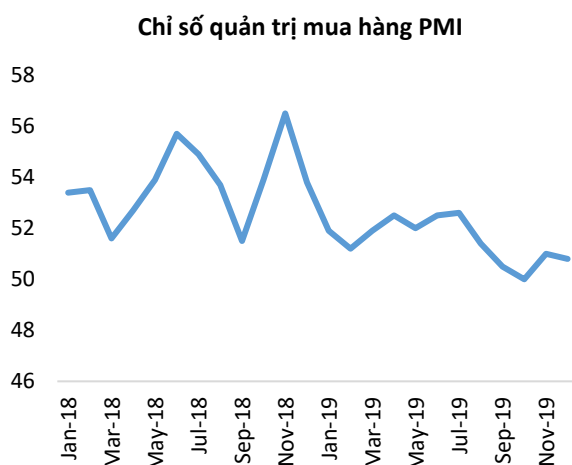
Mã CK	DT 2020 (tỷ đ)	LN 2020 (tỷ đ)	EPS 2020	P/E F 2020	P/B F 2020	ROA 2020	ROE 2020	Giá đóng cửa 31/12/2019	Giá mục tiêu	Upside
PVT	8,381	937	2.621	6.39	0.79	6.8%	13.6%	16,800	20,200	20.5%

Nguồn: BSC Research

Ngành Cảng biển [Trung lập]

- BSC dự báo sản lượng thông cảng cả nước sẽ tăng trưởng ở mức 10%yoy – thấp hơn năm 2019.
- Tình trạng dư cung khiến việc nâng giá dịch vụ tại Hải Phòng là khó khả thi.
- Tuy vậy, vẫn có điểm sáng khi sản lượng thông qua cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (CM – TV) có thể đạt mức tăng trưởng 25%yoy trong năm sau
- Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành Cảng biển.

BSC dự báo sản lượng thông cảng cả nước sẽ tăng trưởng ở mức 10%yoy – thấp hơn năm 2019. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu có thể chững lại khi nền kinh tế đang dần trở nên bão hòa trong khi động lực đến từ việc ký kết hiệp định EVFTA lại chưa thật sự rõ ràng. Bên cạnh đó, nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc cùng với chính sách khuyến khích tiêu dùng nội địa có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng tại cụm cảng Hải Phòng – nơi 40% hàng hóa được xuất khẩu sang quốc gia này.



Nguồn: BSC Research

Tình trạng dư cung khiến việc nâng giá dịch vụ tại Hải Phòng là khó khả thi. Cảng Nam Đình Vũ (GMD) đi vào hoạt động đã nâng tổng công suất cụm cảng Hải Phòng lên mức 7 triệu TEUs. Trong khi đó, sản lượng thông cảng Hải Phòng trong 10T2019 chỉ đạt khoảng 4.2 triệu TEUs (+1%yoy) – tương đương 60% công suất. Chúng tôi e ngại rằng kể cả khi Thông tư 54 được thực hiện đúng lộ trình, các doanh nghiệp cảng biển tại đây sẽ tiếp tục giảm giá dịch vụ trong cảng để giữ khách, khiến mặt bằng giá chung đi ngang, tương tự năm 2019.

Tuy vậy, vẫn có điểm sáng khi sản lượng thông qua cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (CM – TV) có thể đạt mức tăng trưởng 25%yoy trong năm sau. Lượng hàng qua cụm cảng CM – TV tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 3.5 triệu TEUs trong năm 2019. Tuy vậy tại đây mới có 4/7 bến cảng container khai thác đúng công năng là TCCT, TCIT, CMIT, TCTT với tổng công suất thiết kế là 3.39 triệu TEUs. 3 bến container còn lại là SITV, SPPSA, SSIT do các hạn chế về độ sâu luồng lạch nên chủ yếu khai thác hàng rời và hàng tổng hợp. Chúng tôi tin rằng với động lực đến từ (1) mở rộng công suất hấp thụ container khi Gemalink vận hành vào quý 4/2020, (2) xu hướng sử dụng tàu mẹ và (3) chủ trương giới hạn sản lượng thông qua TP. Hồ Chí Minh, sản lượng qua cụm cảng CM – TV có thể đạt khoảng 4.3 triệu TEUs, tương đương với mức tăng 25%yoy.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Cảng biển trong năm 2020. Sự tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế thế giới, chính sách khuyến khích tiêu dùng nội địa của Trung Quốc và tình trạng dư cung tiếp diễn sẽ kìm hãm khả năng tạo ra lợi nhuận của các doanh nghiệp cảng biển trong năm sau. Vẫn sẽ có những điểm sáng tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải nhờ việc mở rộng công suất khi Gemalink đi vào hoạt động. Việc này cũng sẽ gia tăng chi phí, ảnh hưởng lợi nhuận của GMD trong năm sau. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với GMD.

GMD – THEO DÕI – Giá mục tiêu 27,500VND/cp – Upside 18.2%

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMD với giá hợp lý cho năm 2020 là **27,500 đồng/cp** (+18.2% so với giá đóng cửa ngày 31/12/2019), tương ứng P/E F 12.4x dựa trên quan điểm:

- (1) Hoạt động kinh doanh khai thác cảng cốt lõi ước tăng 8%yoy: (1) sản lượng tăng lên chủ yếu từ Nam Đình Vũ giai đoạn 1 và một phần từ Gemalink, (2) giá dịch vụ cảng tại Hải Phòng đi ngang do dư cung dẫn đến cạnh tranh gay gắt.
- (2) Gemalink mới đi vào hoạt động từ Quý 3/2020 làm tăng chi phí, giảm lợi nhuận ròng của GMD. Ước tính GMD sẽ ghi nhận lỗ từ dự án này khoảng 413 tỷ trong năm nay và 141 tỷ năm 2021. BSC kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu có lãi từ năm 2022.
- (3) Kỳ vọng thoái vốn mảng cao su và chuyển nhượng dự án bất động sản.

Ước tính kết quả kinh doanh 2019: BSC điều chỉnh doanh thu và LNST của GMD xuống 2,975 tỷ và 656 tỷ (-4%/-2% so với [báo cáo gần nhất](#)) do tăng trưởng sản lượng tại cảng Hải Phòng không như dự báo.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020: Việc Gemalink đi vào vận hành sẽ giảm lợi nhuận ghi nhận của GMD trong giai đoạn 2020 – 2021. Chúng tôi giả định Gemalink sẽ hoạt động tại mức công suất 25% trong năm nay và 60% trong năm sau với giá dịch vụ trung bình là 56\$/container. Theo đó, doanh thu thuần dự phóng đạt 3,100 tỷ đồng (+9%yoy). LNST ước tính đạt 454 tỷ đồng (-31%yoy) tương ứng với EPS sau trích khen thưởng phúc lợi là 1,394 đồng/cp.

Mã CK	DT 2020 (tỷ đ)	LN 2020 (tỷ đ)	EPS 2020	P/E F 2020	P/B F 2020	ROA 2020	ROE 2020	Giá đóng cửa 31/12/2019	Giá mục tiêu	Upside
GMD	3,100	454	1,394	12.4	1.0	3.8%	6.1%	23,300	27,500	18.2%

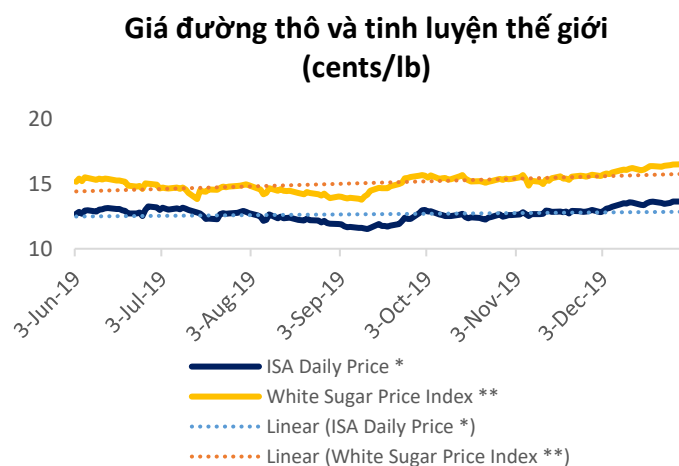
Nguồn: BSC Research

Ngành Đường [Kém khả quan]

- Hiệp định ATIGA sẽ xóa bỏ thuế quan nhập khẩu đường của khu vực Asia về 0% và xóa bỏ hạn ngạch có hiệu lực từ ngày 1/1/2020.
- Giá đường thế giới đang tăng mạnh 11% YoY trở lại do sản lượng đường thế giới giảm.
- BSC duy trì đánh giá quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành mía đường trong năm 2020 do ảnh hưởng của hiệp định ATIGA và biến đổi khí hậu.

Hiệp định ATIGA sẽ xóa bỏ thuế quan nhập khẩu đường của khu vực Asia về 0% và xóa bỏ hạn ngạch có hiệu lực từ ngày 1/1/2020. Chúng tôi cho rằng ngành đường Việt Nam năm 2020 sẽ gặp những thách thức sau: **(1)** Lượng đường không hạn chế với giá dự kiến 8,000-9,000 đồng/kg từ Thái Lan sẽ tràn vào thị trường Việt Nam, rẻ hơn nhiều so với giá đường trong nước là 10,000-13,000 đồng/kg. **(2)** Các doanh nghiệp trong nước có nhà máy công suất dưới 3000 tấn/ngày sẽ không đủ sức cạnh tranh với đường Thái do chi phí sản xuất cao. Tuy nhiên, chúng tôi cũng đánh giá hiệp định ATIGA có lợi cho một số doanh nghiệp có sự chuẩn bị trước như QNS với việc đầu tư nhà máy đường RE, được hưởng lợi từ việc nhập khẩu đường thô giá rẻ từ Thái Lan về tinh luyện lại với biên gộp đường RE từ 22-25% cao hơn đường RS thông thường là 4-10%.

Giá đường thế giới đang tăng mạnh 11% YoY trở lại do sản lượng đường thế giới giảm. Theo tổ chức đường quốc tế (ISO), giá đường thô và đường tinh luyện đạt lần lượt là 13.64 cts/lb (+10.98% Q/Q) và 16.51 cts/lb (+6.31% Q/Q), nguyên nhân chủ yếu do sản lượng đường thế giới vụ 2018-2019 khoảng 176 triệu tấn (-1.45% Y/Y). Từ đó, ISO dự báo sản lượng toàn cầu trong vụ 2019-2020 có thể tiếp tục giảm còn 172 triệu tấn (-2.3% Y/Y) do một số quốc gia giảm sản xuất đường do ảnh hưởng thời tiết khô hạn từ El-nino như Thái Lan và Ấn Độ. Bên cạnh đó, Brazil quốc gia sản xuất đường lớn nhất thế giới đang chuyển sang sản xuất Ethanol với biên gộp cao hơn nên qua đó sản lượng đường thế giới trong năm sau sẽ tiếp



Quốc gia	Đ2018/19	Đ2019/20	% YoY
Brazil	22.3	21.8	-2.4%
Thái Lan	14.4	12.9	-10.4%
EU* (củ cải)	18.3	17.7	-3.6%
Ấn Độ	32.9	27.0	-17.9%
Trung Quốc	10.8	10.9	1.1%
Pakistan	21	17.0	-19.0%

Nguồn: Vietnambiz, ISO, BSC.

tục giảm. Chúng tôi đánh giá việc giá đường thế giới tăng trở lại sẽ làm giảm bớt chênh lệch giá đường Việt Nam so với thế giới và hạn chế sự cạnh tranh về giá đối với các nước như Thái Lan và Ấn Độ.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

BSC duy trì đánh giá quan điểm **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành mía đường. Trước những biến động khó lường từ Hiệp định ATIGA, chúng tôi đánh giá ngành đường sẽ tiếp tục kém khả quan do **(1)** Cạnh tranh từ đường Thái Lan với giá rẻ hơn giá nội địa; **(2)** Thời tiết khô hạn ảnh hưởng tới năng suất mía. Từ đó, năm 2020 sẽ là năm quan sát tác động của hiệp định ATIGA và WTO ảnh hưởng tới ngành đường và kỳ vọng chính phủ sẽ có những chính sách hỗ trợ cho ngành đường như chính sách mua giá ưu đãi của Thái Lan và Ấn Độ. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu QNS.

QNS – Mua – Giá mục tiêu 35,000 VND/CP – PE fw 8x.

- **QNS hiện đang chiếm lĩnh 35% thị trường sữa đậu nành Việt Nam và mục tiêu 50% vào năm 2025.** Năm 2020, QNS sẽ tung ra 15 SKUs sản phẩm mới thúc đẩy doanh thu mảng sữa đậu nành tăng 18%, tuy nhiên chúng tôi cho rằng việc đầu tư cho R&D và marketing sẽ làm tăng chi phí SG&A/DTT từ đó làm cho lợi nhuận mảng sữa đi ngang hoặc tăng nhẹ trong 2020.
- **QNS đầu tư cho nhà máy đường RE An Khê và đi vào hoạt động từ 1/1/2020.** Việc mở rộng nhà máy đường RE trùng với thời điểm hiệp định ATIGA có hiệu lực là một chiến lược đúng nhằm nắm bắt thời cơ đường giá rẻ từ Thái Lan. Ngoài ra, đường RE với biên lợi nhuận gộp cao hơn sẽ được bán số lượng lớn cho đối tác lớn như Pepsico, CocaCola,...
- **Giá mua điện sinh khối sẽ tăng lên 7.03-8.47 cts/kwh (+25% YoY).** QNS sẽ có lợi từ chính sách mua giá điện sinh khối mới, đồng thời để hạn chế việc bã mía giảm do thời tiết, QNS sẽ bổ sung bằng gỗ dăm và mùn cưa để tăng hiệu năng cho nhà máy điện.
- **BSC dự báo DTT và LNST của QNS sẽ đạt lần lượt 9,673 tỷ đồng (+20.4% YoY) và 1,337 tỷ đồng (+10.7% YoY) năm 2020.**

Mã cp	DT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020	P/E FW	P/B FW	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
QNS	9,673.9	1,337	3,688	8.0	1.7	17.7%	23.3%	27,000	35,000	+29.6%

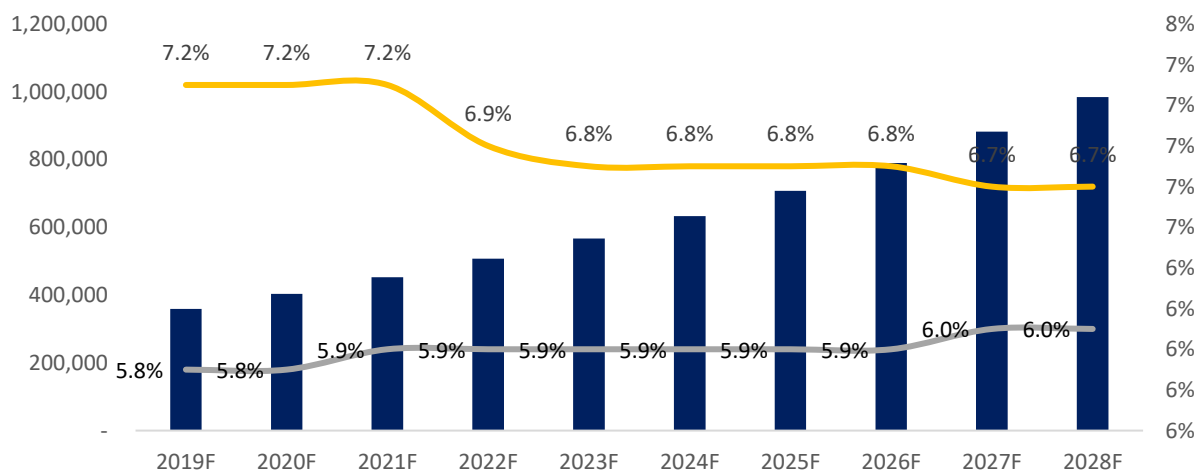
Nguồn: BSC Research

Ngành Xây dựng [Kém khả quan]

- Ngành xây dựng cần được cởi mở chính sách để đáp ứng được tốc độ tăng trưởng của Việt Nam trong 2020:
- Mở rộng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng để đáp ứng kịp với sự phát triển của quốc gia
- Xu hướng đô thị hóa vẫn tiếp diễn trong giai đoạn 2020-2030
- Hoàn thiện luật đầu tư theo phương thức đối tác công tư PPP 2020
- BSC đánh giá ngành Xây dựng sẽ **Kém Khả Quan** trong năm 2020 do do (1) Xây dựng dân dụng tiếp tục khó khăn do nguồn cung bất động sản tiếp tục giảm, (2) Đầu tư công tiếp tục giải ngân chưa chuyển biến tích cực (3) Chính sách PPP chưa rõ ràng khiến cho nhiều doanh nghiệp tư nhân khó cạnh tranh được với doanh nghiệp nhà nước (4) Phải thu của các doanh nghiệp xây dựng tăng mạnh khiến việc thanh toán nợ ngắn hạn của ngân hàng chậm lại và chi phí lãi vay lớn bào mòn lợi nhuận.

Ngành xây dựng cần được cởi mở chính sách để đáp ứng được tốc độ tăng trưởng của Việt Nam trong 2020. Chúng tôi đánh giá tình hình ngành xây dựng khó khăn trong năm 2019 và cần những thay đổi lớn trong năm 2020, cụ thể **(1) Mở rộng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng để đáp ứng kịp với sự phát triển của quốc gia.** Năm 2019, đầu tư công chỉ ở mức 35% so với kế hoạch đề ra, vì thế chúng tôi đánh giá chính phủ cần tăng cường đầu tư cho các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc Nam, sân bay Long Thành, tàu điện ngầm ở TPHCM, ... **(2) Xu hướng đô thị hóa vẫn tiếp diễn trong giai đoạn 2020-2030.** Theo thống kê của World Bank, số người sinh sống ở đô thị ở Việt Nam đạt 33 triệu người trong năm 2017 so với 19 triệu người năm 2000, tăng CAGR 8.2% YoY trong giai đoạn 2000-2017, từ đó con số này sẽ tăng lên ½ tổng dân số Việt Nam sẽ sống ở đô thị. **(3) Hoàn thiện luật đầu tư theo phương thức đối tác công tư PPP 2020.** Việc hoàn thiện khung pháp lý cho PPP sẽ giúp cho các doanh nghiệp tư nhân được tham gia vào các dự án đầu tư công giúp đa dạng nguồn lực đầu tư, hạn chế pháp lý chồng chéo và phát triển được cho xã hội.

Tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng ở mức 6.7-7.2% trong 2019F-2028F (tỷ đồng)



Nguồn: BMI, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

BSC đánh giá ngành Xây dựng sẽ KÉM KHẢ QUAN trong năm 2020 do **(1)** Xây dựng dân dụng tiếp tục khó khăn do nguồn cung bất động sản tiếp tục giảm, **(2)** Đầu tư công tiếp tục giải ngân chậm, **(3)** Chính sách PPP chưa rõ ràng khiến cho nhiều doanh nghiệp tư nhân khó cạnh tranh được với doanh nghiệp Nhà nước và **(4)** Phải thu của các doanh nghiệp xây dựng tăng mạnh khiến việc thanh toán nợ chậm lại và chi phí lãi vay lớn bào mòn lợi nhuận.

Mã cp	DT 2020 (tỷ đ)	LNST 2020 (tỷ đ)	EPS 2020	P/E FW	P/B FW	ROA 2020	ROE 2020	Giá ngày 31/12/19	Giá mục tiêu	Upside
CTD	10,190	853	10,373	6.1	0.5	5%	10%	51,300	51,865	+1%
HBC	17,453	528	2,681	4.1	0.6	3.50%	15%	10,700	11,260	+5%

Nguồn: BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích 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>





**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN
NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM**

HỘI SỞ

Địa chỉ: Tầng 10, 11 Tháp BIDV 35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84) 24 3935 2722

CHI NHÁNH

Địa chỉ: Lầu 9, Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: (+84) 28 3821 8885
Website: www.bsc.com.vn