



BÁO CÁO ^{ÁP}

TRIỂN VỌNG NGÀNH

2020

QUÝ 2



Mục lục

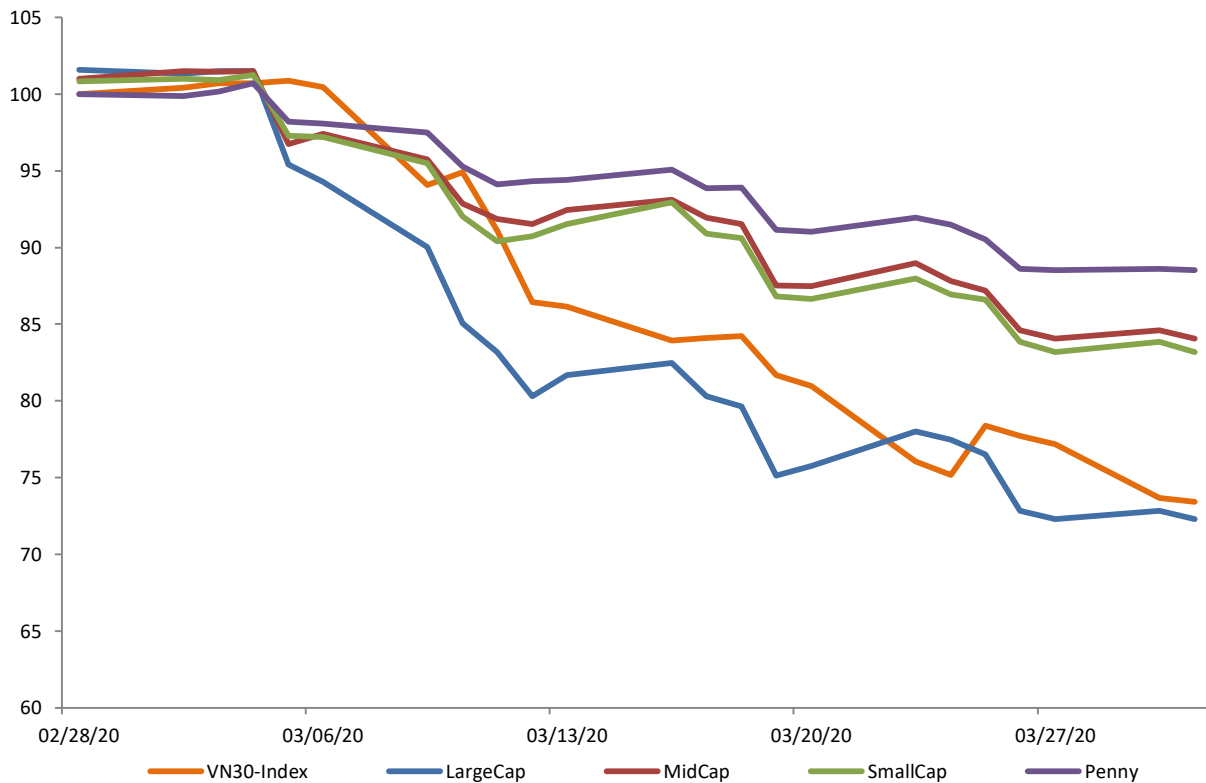
Mục lục	2
Diễn biến TTCK trong 3 tháng đầu năm 2020	3
Top các cổ phiếu nổi bật Quý 1/2020.....	6
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 3T2020	7
Chiến lược đầu tư ngành Q2/2020.....	10
Chủ đề đầu tư Quý 2/2020 và năm 2020	16
Bài học phục hồi sau khủng hoảng 2008-2009	19
Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2020	21
Ngành Ngân hàng [Khả quan]	31
Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan].....	39
Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung lập].....	41
Ngành Bất Động Sản Thương Mại [Trung lập]	44
Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Trung lập]	49
Ngành Cao su [Trung lập].....	51
Ngành Dược [Trung lập]	54
Ngành Cảng biển [Trung lập]	56
Ngành Xi măng [Trung lập]	58
Ngành Thép [Trung lập]	60
Ngành Nhựa [Trung lập]	63
Ngành Săm lốp [Trung lập]	65
Ngành Ô tô [Trung lập]	67
Ngành Tiêu Dùng Bán lẻ [Trung lập].....	69
Ngành Thủy sản [Kém khả quan]	73
Ngành Dầu khí [Kém khả quan].....	76
Ngành Hàng không [Kém khả quan]	80
Ngành Dệt may [Kém khả quan]	85
Ngành Vận tải biển [Kém khả quan].....	88
Ngành Xây Dựng [Kém khả quan]	91
Ngành Đường [Kém khả quan].....	93

Diễn biến TTCK trong 3 tháng đầu năm 2020

- **Xét về chỉ số**, trong tháng 3, thị trường ghi nhận mức sụt giảm mạnh khi tình hình dịch bệnh có diễn biến phức tạp và cuộc chiến giá dầu giữa các thành viên OPEC+ nổ ra. Tâm dịch dịch chuyển từ Trung Quốc sang các nước phát triển. Tâm lý nhà đầu tư bị ảnh hưởng nặng nề bởi áp lực rút ròng từ khối ngoại trước những rủi ro của thị trường. Các động thái hỗ trợ về mặt tiền tệ và tài khóa của các NHTW và Chính phủ trên thế giới cũng như Việt Nam chỉ phần nào xoa dịu chứ chưa giúp thị trường hồi phục tích cực. Tính đến 31/03/2020, VN-Index chính thức giảm mạnh -219.7 điểm so với thời điểm cuối tháng trước (-24.9% MoM) và HNX-Index cũng giảm tương tự -16.9 điểm (-15.5% MoM). Tính đến hết quý 1, chỉ số VN-Index giảm -297.35 điểm (-30.9% QoQ), chỉ số HNX-Index giảm -9.87 điểm (-9.6% QoQ).
- **Về diễn biến thị trường**, xét Quý 1, thanh khoản bình quân trên 2 sàn giảm nhẹ -3.3% so với Quý 4 năm trước và duy trì ở mức 4,526 tỷ đồng/phiên và tương đương 194 triệu USD/phiên. Thanh khoản trung bình 3 tháng đầu năm giảm mạnh so với năm 2019, dòng tiền tập trung vào nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn và VN30. Trong 3T2020, sàn HSX có 41 cổ phiếu tăng, 340 cổ phiếu giảm và 2 cổ phiếu không đổi, 5 cổ phiếu hỗ trợ VN-Index gồm GAB tăng 693.8% (góp 0.45 điểm), HPX tăng 25.3% (góp 0.37 điểm), LGC tăng 12.4% (góp 0.27 điểm), VCF tăng 12.9% (góp 0.18 điểm), QCG tăng 34.2% (góp 0.11 điểm). Các cổ phiếu khiến VN-Index giảm điểm mạnh nhất gồm VJC giảm -27.5% (giảm -30.90 điểm), VCB giảm -31.3% (giảm -30.32 điểm), VHM giảm -35.1% (giảm -28.73 điểm), GAS giảm -41.5% (giảm -21.61 điểm) và SAB giảm -45.05% (giảm -17.8 điểm).
- **Nhóm cổ phiếu**, các nhóm cổ phiếu phân theo vốn hóa có diễn biến đồng thuận. Trong tuần đầu tiên của tháng 3, hầu hết các nhóm cổ phiếu duy trì vận động đi ngang. Tuy nhiên, diễn biến tiêu cực khi dịch bệnh bùng phát lại tại Việt Nam và dịch chuyển sang các nước phát triển đã kích hoạt dòng tiền rời khỏi cổ phiếu vốn hóa lớn. Nhóm VN30 và nhóm LargeCap ghi nhận hiệu suất giảm mạnh lần lượt là -26.6% và -27.7% trong khi hiệu suất của MidCap, SmallCap và Pennies giảm lần lượt -15.9%, -16.8% và -11.5%. Trong quý 1, thị trường có 18/19 ngành giảm điểm. Trong đó, ngành Du lịch và giải trí giảm mạnh nhất với hiệu suất -37.2% do sự điều chỉnh của cổ phiếu HOT và VJC với mức giảm lần lượt là -48.9% và -27.5%, nhóm Bảo hiểm giảm -37.1% với BVH (-46.1%), ngành Điện, nước & xăng dầu khí đốt giảm -36.8%.
- **Về các thông tin ảnh hưởng đến VN-Index và TTCK quý 2/2020**, diễn biến dịch bệnh vẫn còn khá phức tạp và khó lường. Cùng với các chính sách hỗ trợ kinh tế, kiểm soát dịch bệnh sớm là vấn đề trọng yếu để có thể vực dậy các nền kinh tế trước ngưỡng khủng hoảng. Thông tin này vẫn là yếu tố tác động lớn đến triển vọng kinh tế, tâm lý thị trường và qua đó tác động lên các TTCK trong thời gian tới.
- **Kinh tế vĩ mô bị tác động mạnh bởi dịch bệnh khi GDP quý 1/2020 tăng 3.82%, mức tăng thấp nhất của quý 1 các năm trong giai đoạn 2011-2020**. Trong tháng 03, PMI giảm xuống 41.9 điểm. Lạm phát vẫn được duy trì tại mức cao bình quân 5.56%, chủ yếu do giá thực phẩm tăng mạnh 13.21%. Vốn FDI thực hiện giảm 6.6%. Hoạt động xuất, nhập khẩu giảm mạnh 11.1%. Xuất khẩu hàng hóa chỉ tăng 0.5%, đồng thời nhập khẩu hàng hóa giảm tới 1.9%. Xuất khẩu dịch vụ cũng giảm mạnh 19.6%, với khu vực vận tải giảm mạnh nhất 31.9%. Hoạt động sản xuất kinh doanh

đình trệ do tác động Covid-19. Lượng doanh nghiệp tạm ngừng kinh doanh tăng mạnh 26%, với khu vực dịch vụ tăng nhiều nhất 26.2%.

Diễn biến của các nhóm cổ phiếu



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	Họp 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	Họp 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

Nguồn: BSC Research

Top các cổ phiếu nổi bật Quý 1/2020

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/03/2020	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
GAB	129,000	693.00%	0.454
HPX	28,700	25.00%	0.37
LGC	44,400	12.40%	0.275
VCF	20,100	12.90%	0.176
QCG	5,340	34.20%	0.114

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN VN - INDEX			
CK	Giá 31/03/2020	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
VIC	83,400	-27.50%	-30.9
VCB	62,000	-31.30%	-30.3
VHM	55,000	-35.10%	-28.7
GAS	54,800	-41.50%	-21.0
SAB	123,000	-45.00%	-18.8

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá đầu năm	Giá 31/03/2020	%Chg
GAB	16,250	129,000	694%
ABS	12,923	23,500	82%
NAV	13,899	19,000	37%
HII	9,600	12,850	34%
YEG	37,001	47,650	29%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN VN-INDEX			
CK	Giá đầu năm	Giá 31/03/2020	%Chg
PGD	52,702	23,500	-55%
VCI	29,497	14,200	-52%
AST	84,992	41,000	-52%
PTB	70,004	34,400	-51%
TCH	32,875	16,500	-50%

TOP 5 CP TÁC ĐỘNG TĂNG LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/03/2020	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
SHB	12,200	126.90%	9.1
TVC	27,800	57.95%	0.334
IDJ	15,700	153.23%	0.3
BCF	55,000	25.23%	0.083
TAD	31,700	11.62%	0.057

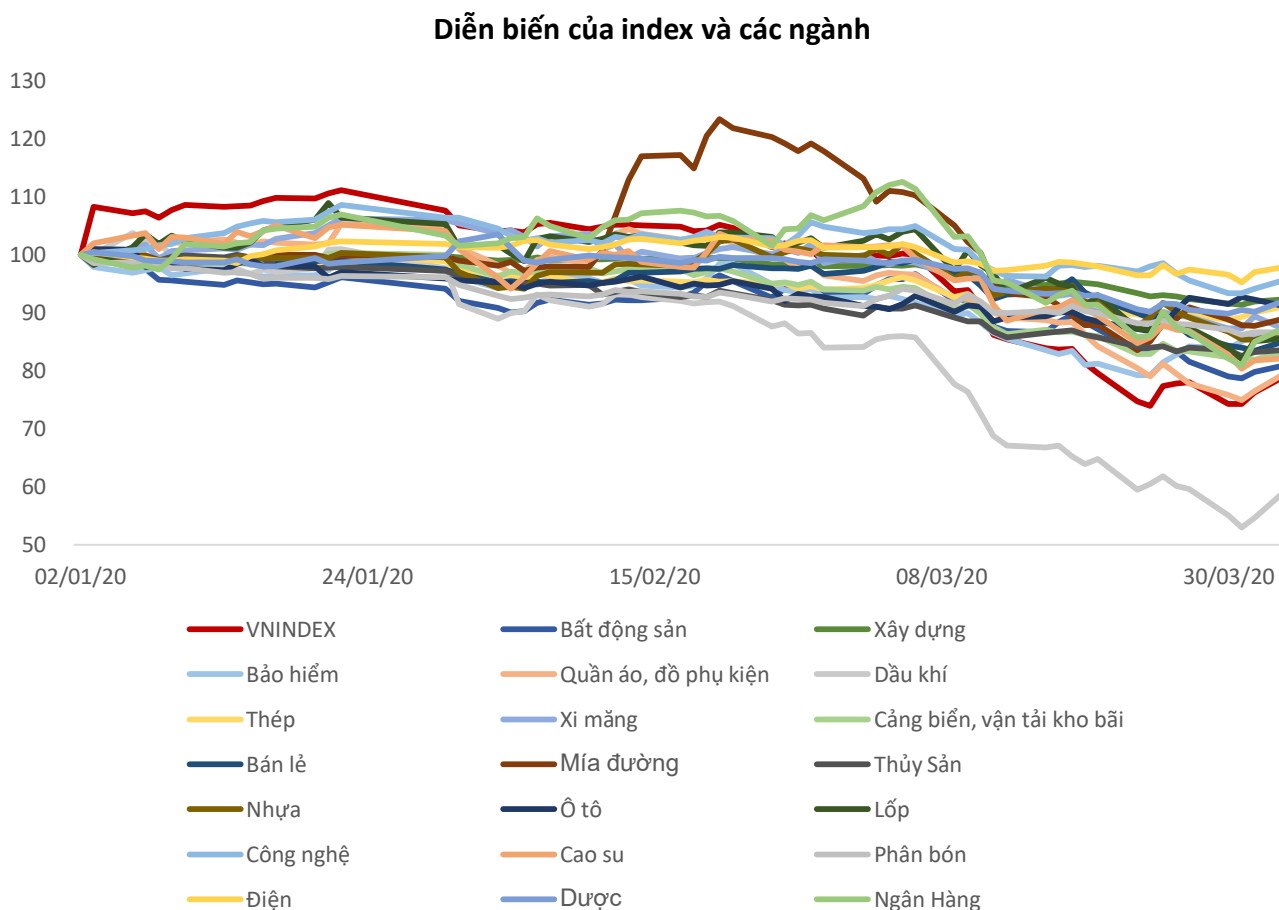
TOP 5 CP TÁC ĐỘNG GIẢM LÊN HNX - INDEX			
CK	Giá 31/03/2020	Thay đổi giá trong 3T (%)	Index pt
ACB	17,800	-21.93%	-8.0
PVS	9,000	-48.60%	-2.1
NVB	7,900	-15.96%	-0.6
CEO	5,900	-37.23%	-0.5
VCS	53,000	-22.35%	-0.5

TOP 5 CP TĂNG MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá đầu năm	Giá 31/03/2020	%Chg
DNM	8,500	22,200	161%
IDJ	6,200	15,700	153%
SHB	5,376	12,200	127%
BTW	28,999	49,000	69%
DNC	34,606	57,000	65%

TOP 5 CP GIẢM MẠNH NHẤT TRÊN HNX			
CK	Giá đầu năm	Giá 31/03/2020	%Chg
VCM	52,998	16,000	-70%
V21	27,497	10,600	-61%
AMV	24,500	10,900	-56%
MAS	53,199	24,200	-55%
BST	45,502	21,600	-53%

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

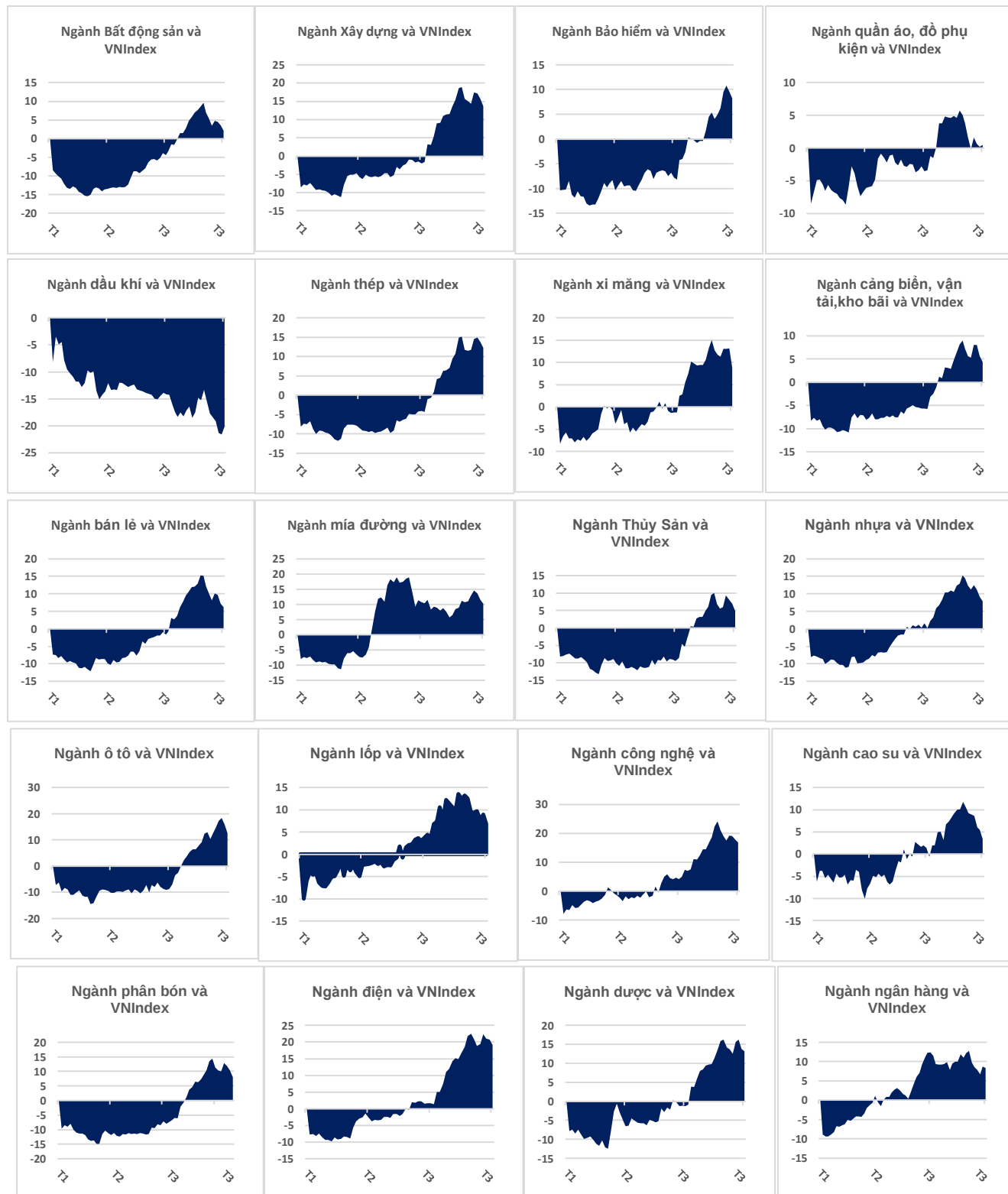
So sánh tăng trưởng ngành và VN-Index 3T2020



Nguồn: Bloomberg, BSC Research*

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

Nhìn chung, các ngành đa phần đều tiếp tục thể hiện xu hướng tiêu cực và suy giảm mạnh do ảnh hưởng từ dịch Covid-19. Ngoại trừ nhóm dầu khí có hiệu suất kém hơn VN-Index do tác động kép từ giá dầu, hầu hết các nhóm ngành còn lại đều cho hiệu suất tốt hơn thị trường. BSC đang sử dụng phương pháp tính toán bình quân dựa trên hiệu suất cổ phiếu so với thời điểm đầu năm (không tính tới yếu tố tỷ trọng các cổ phiếu lên VN-Index), do hầu hết hiệu suất của nhóm mid-cap và nhóm penny trong Quý 1/2020 đều ở mức tốt hơn VN-Index cho nên các ngành còn lại đều cho mức giảm thấp hơn VN-Index. Hiệu suất trung bình của một số cổ phiếu chúng tôi lưu ý ở báo cáo triển vọng ngành 2020 cho thấy hiệu suất tương đồng so với VN-Index ([Link](#)).



	Mã CK	Giá ngày	Giá ngày	Tăng/ Giảm	KLGD TB
Ngân hàng	ACB	18,200	22,800	-20%	5,396,057
	MBB	13,600	20,800	-35%	7,331,299
	TCB	14,900	23,550	-37%	2,928,812
	VCB	61,000	90,200	-32%	1,245,449
Bảo hiểm	BMI	15,450	24,800	-38%	147,359
	PVI	27,700	30,800	-10%	234,586
Dầu khí	GAS	54,600	93,700	-42%	556,166
	PVD*	7,220	15,050	-52%	4,183,881
	PVS	9,300	17,500	-47%	3,711,179
Điện	POW	7,140	11,450	-38%	3,494,387
	GEX	13,500	19,350	-30%	961,720
	PC1	10,450	17,500	-40%	473,987
	REE	27,400	36,300	-25%	741,323
Bất động sản Thương mại	HDG	16,200	30,000	-46%	366,247
	VHM	55,800	84,800	-34%	819,019
	NLG	19,700	27,500	-28%	708,253
Bất động sản Khu công nghiệp	KBC	11,050	15,450	-28%	2,351,252
	NTC	133,900	165,700	-19%	53,246
	IDC	16,100	18,900	-15%	58,580
	BCM	17,000	30,100	-44%	16,222
Thép	HPG	23,690	23,500	-30%	7,940,049
	HSG	4,650	7,810	-40%	4,636,655
	NKG	4,700	6,900	-32%	800,640
Gạch men	CVT	14,750	20,550	-28%	199,488
	VGC	13,800	18,400	-25%	281,298
Xi măng	HT1	10,500	14,950	-30%	78,916
Nhựa	BMP	34,350	45,200	-24%	169,377
	NTP	27,100	32,300	-16%	77,782
Cao su Săm lốp Công nghệ	DRC	15,450	23,300	-34%	449,822
	VEA	28,200	45,000	-37%	312,426
	FPT	40,400	58,300	-31%	2,040,731
Dệt may	TCM	11,550	19,200	-40%	625,884
	TNG	8,000	14,900	-46%	968,737
	MSH	24,800	44,300	-44%	113,891
	VGI	6,100	8,900	-31%	255,518
	VGG	38,700	51,900	-25%	8,691
Dược phẩm	DBD	46,900	54,800	-14%	72,223
	DHG	78,900	91,500	-14%	41,221
	PME	55,100	54,300	1%	25,978
Bán lẻ	PNJ	48,300	86,000	-44%	783,718
	MWG	59,500	114,000	-48%	1,250,103
	VNM	91,200	116,500	-22%	1,395,871
Mía đường	SBT	12,950	18,500	-30%	1,994,106
Cảng biển	GMD	15,100	23,300	-35%	425,249
	VSC	20,300	27,250	-26%	119,234
Vận tải	PVT	7,670	16,800	-54%	1,055,515
Thủy sản	VHC	43,250	39,650	-47%	319,253

Chiến lược đầu tư ngành Q2/2020

Sự chao đảo của giới tài chính toàn cầu đến từ nguồn cơn đại dịch Covid-19. Chỉ trong vòng 3 tháng vừa qua, dưới tác động của đại dịch Covid-19, hoạt động của nền kinh tế toàn cầu đã bị đình trệ một cách nghiêm trọng. Số người dương tính lên trên mốc 2.0 triệu người, lũy kế đến ngày 17/4/2020, lan rộng ra hơn 202 quốc gia và vùng lãnh thổ. Điều này kéo theo sự sụt giảm mạnh đến từ hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới. BSC tổng hợp dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới của 10 tổ chức định chế tài chính cũng có mức điều chỉnh bình quân tương ứng từ mức 2.8% đầu năm 2020 (trước dịch) xuống mức 1.54% trong kịch bản tích cực và 0.24% trong kịch bản tiêu cực.

Bảng 1: Dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới trước và sau dịch

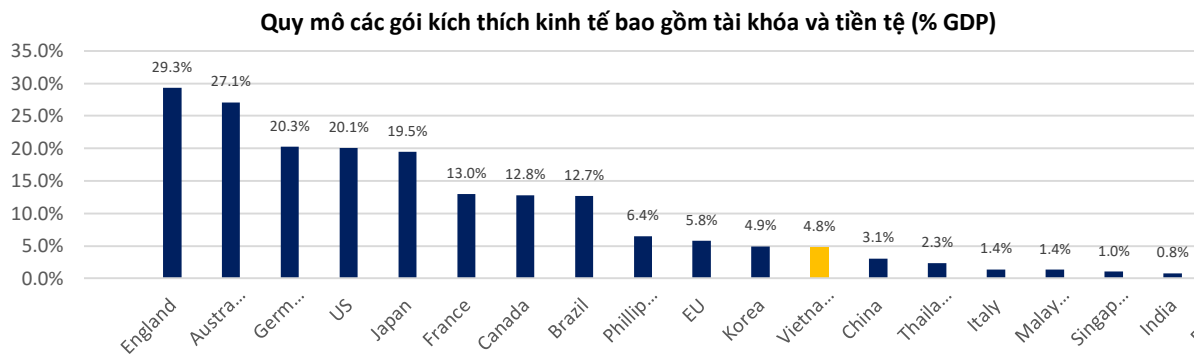
Tổ chức	Đầu năm 2020 (trước dịch)	Tích cực	Tiêu cực	Ghi chú
Moody	2.40%	2%	-0.10%	• Tích cực: 1-2 triệu ca nhiễm toàn cầu, ca nhiễm mới đạt đỉnh vào tháng 3, tỷ lệ tử vong 1-2%, tỷ lệ nhập viện 3-4%, nhiễm trùng giảm dần vào tháng 6. • Tiêu cực: 3-4 triệu ca nhiễm toàn cầu, ca nhiễm mới đạt đỉnh vào tháng Tư, tỷ lệ tử vong 2-3%, tỷ lệ nhập viện 5-6%, ca nhiễm giảm dần vào tháng 7
IMF	2.9%	N/A	-3.0%	
Oxford Economic	2.50%	0%	-1.30%	
Deustche Bank	2.40%	0.70%	<0%	
OECD	2.90%	2.40%	1.50%	• Tích cực: đỉnh điểm dịch bệnh ở Trung Quốc vào quý đầu tiên của năm 2020 và các vụ dịch bùng nổ ở các quốc gia khác có ảnh hưởng nhẹ và được kiểm soát • Tiêu cực: Đợt bùng phát coronavirus kéo dài và lan rộng khắp khu vực Châu Á, Châu Âu và Bắc Mỹ, sẽ làm suy yếu triển vọng kinh tế toàn cầu đáng kể
Fitch Rating	2.50%	1.30%	<0%	GDP tăng 3.7% trong năm 2020 tại Trung Quốc, GDP tăng 1% trong năm 2020 tại Hoa Kỳ
Institute for International	2.60%	1.60%	1.00%	GDP giảm -2.8% trong năm 2020 tại Hoa Kỳ, và -4.7% trong năm 2020 tại Châu Âu
National Australia Bank	3.20%	3.00%	2.40%	Nỗ lực ngăn chặn dẫn tới tăng trưởng kinh tế chậm lại, ổn định và phục hồi
Bank of America Merrill Lynch	3.10%	2.20%	0%	Tương đương năm 1982 và 2009, GDP giảm 30% trong quý 1 tại Trung Quốc, GDP giảm 12% trong quý 2 tại Hoa Kỳ
Morgan Stanley	3.20%	0.90%	-0.60%	GDP giảm 5% trong quý 1 tại Trung Quốc trước khi phục hồi, GDP giảm 4% trong quý 2 tại Hoa Kỳ, GDP giảm 5% trong năm 2020 tại khu vực Châu Âu
Goldman Sachs	3.20%	1.25%	-1.00%	GDP giảm mạnh tại các nước phát triển, bao gồm việc GDP giảm 24% trong quý 2 tại Hoa Kỳ
Bình quân	2.80%	1.54%	0.24%	

Nguồn: BSC Research

Tương tự, Việt Nam cũng “đồng pha” trong việc chịu ảnh hưởng từ dịch bệnh Covid-19, tuy nhiên Việt Nam đã có sự chuẩn bị tương đối tốt để đương đầu với dịch bệnh. Nền kinh tế Việt Nam nói chung và nhóm các doanh nghiệp Việt Nam nói riêng đang trải qua một giai đoạn tương đối khó khăn với các sự kiện tiếp theo sau vẫn là ẩn số. Với quy mô bùng phát dịch bệnh lên toàn cầu, điều này có những tác động tiêu cực trực tiếp đến các nhóm ngành theo một số yếu tố sau:

- (1) ***Phong tỏa các thành phố và hạn chế việc đi lại, tiếp xúc với nhau (Giãn cách xã hội) theo Chỉ thị 16/CT-TTg:*** Du lịch, Hàng Không, Vận tải, Thương mại – dịch vụ.
- (2) ***Giao thương, sản xuất chịu tác động liên đới dẫn đến đình trệ do cách ly xã hội,*** điều này ảnh hưởng lên hầu hết các nhóm ngành trong nền kinh tế như Sản xuất, Tài chính, Bán lẻ, Thủy Sản, Dệt may, Dầu Khí, Công nghệ, ... do việc (1) Thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn đầu dịch bùng nổ tại Trung Quốc và (2) Đầu ra tiêu thụ tại các nhóm nước Châu Âu và Mỹ bị sụt giảm mạnh khi nhu cầu tiêu thụ sụt giảm đối với các mặt hàng không thiết yếu. Hiện tại, một số nước chịu ảnh hưởng mạnh từ dịch đang chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong cơ cấu xuất khẩu Việt Nam như Mỹ (23.2%), Trung Quốc (15.7%), nhóm các nước EU (15.1%), Hàn Quốc (7.5%).
- (3) ***Ngoài ra, chúng tôi cũng lưu ý đến nhóm ngành có mức vay nợ lớn sử dụng đòn bẩy nhiều có thể có những tác động tiêu cực liên quan đến thanh khoản trong bối cảnh sản xuất cũng như bán hàng có dấu hiệu chậm lại*** như Bất động sản, Thép, Xây dựng....

Kỳ vọng từ các gói kích cầu từ chính phủ có thể hỗ trợ cho nền kinh tế. Nhằm đương đầu với dịch bệnh Covid-19, phần lớn các quốc gia trên thế giới đã thực hiện các chính sách kích cầu kết hợp cả tài khóa và tiền tệ với quy mô lớn ở mức quyết liệt chưa có trong tiền lệ lịch sử. FED cũng đã hành động quyết liệt đưa lãi suất về mức 0% - 0.25% sau 2 lần giảm lãi suất trong tháng 3 cùng với các NHTW các nước Trung Quốc, Hàn Quốc, Ấn Độ, các nước Asean, ... (30 quốc gia hạ lãi suất tháng 3). Quy mô gói kích thích kinh tế của một số nước theo chúng tôi thống kê cũng lên đến mức tương đối cao như Mỹ (20.1% GDP), Anh (29.3% GDP), Úc (27.1% GDP), Nhật (19.5% GDP). Không nằm trong ngoại lệ, chính phủ Việt Nam cũng đã có những gói kích thích kinh tế ban đầu với quy mô ước tính khoảng 12.2 tỷ USD, tương đương khoảng 4.8% GDP 2019 như (1) NHNN điều chỉnh lãi suất điều hành 0.5%-1%, giảm, hoãn, giãn nợ, giữ nguyên nhóm nợ với các doanh nghiệp và gói hỗ trợ tín dụng lên đến 600 nghìn tỷ đồng (cập nhật ngày 17/04/2020) tập trung không để doanh nghiệp thiếu vốn tín dụng tạo điều kiện duy trì sản xuất và kinh doanh, (2) Gói hỗ trợ an sinh hơn 62,000 tỷ đồng, (3) Bộ Tài chính cũng đề xuất gia hạn tiền nộp thuế GTGT, (3) Thúc đẩy đầu tư công với tổng vốn đầu tư từ nguồn ngân sách nhà nước lũy kế từ 2019 ước đạt khoảng 700,000 tỷ đồng.



Nguồn: BSC Research

Theo dự báo của BSC, chúng tôi chia làm 2 kịch bản vĩ mô đối với diễn biến dịch Covid-19 (Chi tiết đánh giá ảnh hưởng đến lợi nhuận từng doanh nghiệp và nhóm ngành đính kèm trong bảng ở dưới và [trong báo cáo vĩ mô Q1/2020](#)):

Kịch bản thứ 1: Dịch bệnh được kiểm soát và khống chế trong nửa đầu năm (dự kiến tháng 6), và 2H2020 sẽ chứng kiến sự phục hồi của các nhóm ngành. **Đối với kịch bản 1, BSC đưa ra dự báo ảnh hưởng lên GDP (giảm nhiều nhất tổng cộng -1.49% và tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế nhóm doanh nghiệp BSC theo dõi lần lượt là 10.0% và -1.7% YoY, giảm so với mức dự báo trước dịch lần lượt là 20.1% và 15.6%).**

Kịch bản thứ 2: Dịch bệnh được kiểm soát và khống chế vào cuối năm 2020 (dự kiến tháng 9-10) do đó sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên hoạt động kinh doanh đến cuối năm 2020. **Đối với kịch bản 2, BSC đưa ra dự báo ảnh hưởng lên GDP (giảm nhiều nhất tổng cộng -1.63% và tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế nhóm doanh nghiệp BSC theo dõi lần lượt là 2.0% và -18.6% YoY, giảm so với mức dự báo trước dịch lần lượt là 20.1% và 15.6%).**

Bảng 2 : Kịch bản dự phóng GDP của BSC

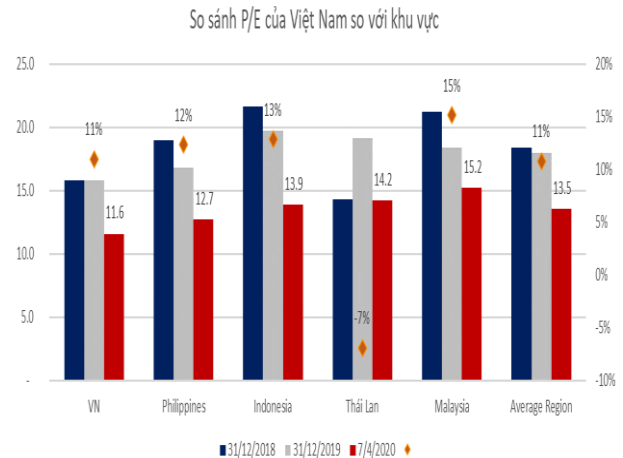
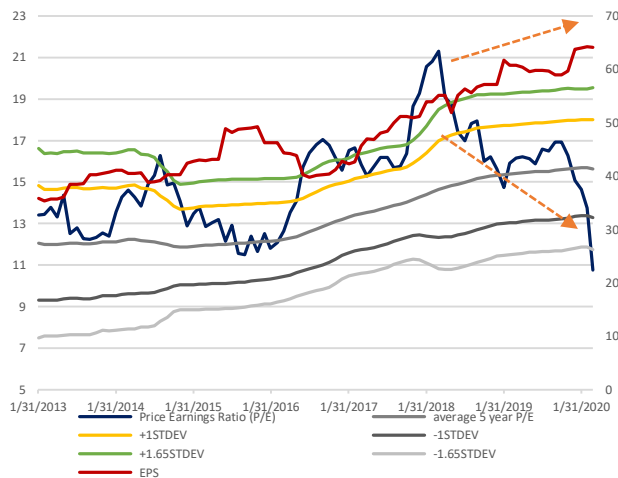
Kịch bản	Kịch bản: tác động bởi dịch bùng phát tại Trung Quốc, Hàn Quốc, Ý, Đức, Pháp, Tây Ban Nha, và Hoa Kỳ	% ↓ GDP YoY
Tích cực	NCoV được kiểm soát trong ba tháng (Dự kiến tháng 6)	Giảm nhiều nhất -0.32% qua kênh du lịch
	Tương đương giai đoạn căng thẳng Biển Đông gia tăng, quý một, xuất khẩu sang Trung Quốc giảm nhiều nhất -17.20%	Giảm nhiều nhất -1.17% qua kênh chuỗi cung ứng
	Tương đương giai đoạn bệnh dịch SARS và giai đoạn căng thẳng Biển Đông gia tăng, quý một, khách Trung Quốc tới Việt Nam giảm nhiều nhất -51.26%	Giảm nhiều nhất tổng cộng -1.49%
	Giả định: GDP đặt mục tiêu 6.8% trong 2020, chưa giảm trừ nhập khẩu	
Tiêu cực	NCoV được kiểm soát trong sáu tháng (dự kiến T9-T10)	Giảm nhiều nhất -0.42% qua kênh du lịch

Tương đương giai đoạn căng thẳng Biển Đông gia tăng, hai quý đầu năm, xuất khẩu sang Trung Quốc giảm nhiều nhất -8.54%	Giảm nhiều nhất -1.21% qua kênh chuỗi cung ứng
Tương đương giai đoạn bệnh dịch SARS và giai đoạn căng thẳng Biển Đông gia tăng, hai quý đầu năm, khách Trung Quốc tới Việt Nam giảm nhiều nhất -33.57%	Giảm nhiều nhất tổng cộng -1.63%
Giả định: GDP đặt mục tiêu 6.8% trong 2020, chưa giảm trừ nhập khẩu	

Nguồn: BSC Research

Ngoài ra, “Chiến tranh dầu mỏ” dường như đã “đổ thêm dầu vào lửa” và tạo nên hiệu ứng kép tác động lên thị trường tài chính. Lũy kế từ đầu năm đến ngày 19/03/2020, giá dầu Brent ghi nhận mức sụt giảm mạnh 57.1 % xuống còn mức 21USD/thùng, ghi nhận mức thấp tương đương khủng hoảng năm 2008, chủ yếu do (1) Bất đồng trong việc cắt giảm sản lượng giữa nhóm OPEC+, đặc biệt là Saudi Arabia và Nga trong bối cảnh nếu tiếp tục cắt giảm sản lượng sẽ giúp giá dầu duy trì ở mức cao thúc đẩy Mỹ tăng sản lượng dầu đá phiến và (2) Nhu cầu sụt giảm do ảnh hưởng từ đại dịch NCoV-19. Ngoài ra, với việc giá dầu giảm mạnh cũng tạo nên những rủi ro liên quan đến địa chính trị. Đối với Việt Nam, việc giá dầu giảm mạnh sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực xen lẫn tích cực trong đó yếu tố tiêu cực chủ yếu làm giảm nguồn thu ngân sách nhà nước từ dầu thô. Xét về yếu tố tích cực, giá dầu giảm giúp (1) chi phí nhập khẩu xăng dầu rẻ hơn, (2) hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp và người tiêu dùng và (3) giảm áp lực lên lạm phát.

Chứng khoán Việt Nam đang ở đâu trong “Tâm bão”. Theo đồ thị bên dưới, chỉ tiêu định giá P/E của VNI-Index đã giảm xuống dưới mức 10.9 lần, thấp hơn gần 30% so với trung bình 5 năm, thấp hơn mức độ lệch chuẩn -1.65 lần. So sánh với thị trường thế giới, P/E Việt Nam hiện tại cũng đang có mức định giá thấp nhất so với các nước khu vực Đông Nam Á, trong khi đó theo dự báo tăng trưởng lợi nhuận EPS năm 2020 từ Bloomberg (ước tính từ 03/01/2020 đến 01/03/2021), VNI-Index hiện đang có mức tăng trưởng EPS cao nhất đạt 8.8%. Chúng tôi lưu ý mức tăng trưởng EPS từ Bloomberg được dựa vào các dự báo của chuyên viên phân tích về mức tăng trưởng lợi nhuận của khoảng 90 doanh nghiệp, trong đó hầu hết các cập nhật đều chưa được cập nhật dự báo do ảnh hưởng của dịch COVID-19. **Tuy nhiên chúng tôi lưu ý về khả năng biên độ giữa EPS và PE dự báo 2020 sẽ thu hẹp lại do chất lượng tăng trưởng lợi nhuận và EPS suy giảm do ảnh hưởng dịch Covid-19. Dựa trên việc điều chỉnh lợi nhuận của nhóm 60 doanh nghiệp chúng tôi niêm yết (chiếm tương ứng khoảng 61.2% vốn hóa của toàn thị trường, mức PE FW (dự phóng) năm 2020 theo hai kịch bản cơ bản và tích cực sẽ ở mức 11.8 lần (EPS giảm -1.7 %YoY) và 14.2 lần (EPS giảm -18.6% YOY).**



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

Diễn biến mức độ biến động các ngành của Việt Nam tương đồng so với các thị trường (từ 31/12/2019 – 07/4/2020). Chúng tôi nhận thấy mức độ biến động giảm tương đương đồng nhất tại các thị trường, mức độ giảm mạnh lớn nhất đến từ ngành năng lượng do sự kiện kép từ giá dầu sụt giảm mạnh. TTCK Trung Quốc không bị ảnh hưởng đáng kể so với các thị trường khác. Ngoài ra, đối với các nhóm ngành cũng có mức chiết khấu về định giá tương đối hấp dẫn so với thời điểm cuối năm 2019.

- Các ngành Việt Nam có mức chiết khấu thấp hơn thế giới là: Dịch vụ truyền thông (+7.3% YTD), Tiêu dùng không thiết yếu (-18.9% YTD), Nguyên vật liệu (-0.3% YTD), Công nghiệp (-16.4% YTD)..
- Các ngành Việt Nam có mức chiết khấu cao hơn thế giới là: Công nghệ thông tin (-18.9% YTD), Tiêu dùng thiết yếu (-16.9% YTD).

Bảng 3: Hiệu suất của các ngành

Ngành	Việt Nam	Thái Lan	Trung Quốc	Hàn Quốc	Nhật Bản	Đức	Hoa Kỳ
Dịch vụ truyền thông	7.3%	-25.2%	-5.2%	-13.3%	-14.5%	-15.2%	-22.5%
Tiêu dùng không thiết yếu	-18.9%	-24.1%	-6.5%	-21.4%	-29.5%	-36.2%	-36.7%
Tiêu dùng thiết yếu	-16.9%	-19.4%	11.6%	-10.5%	-11.4%	-14.9%	-11.7%
Năng lượng	-26.0%	-33.1%	-12.8%	-25.5%	-27.9%	#N/A	-53.0%
Tài chính	-18.4%	-26.8%	-6.6%	-24.5%	-24.1%	-19.6%	-31.0%
Chăm sóc sức khỏe	-11.8%	-22.9%	9.9%	0.3%	-6.8%	-15.1%	-12.6%
Công nghiệp	-16.4%	-29.6%	-2.1%	-24.4%	-28.2%	-38.1%	-24.2%
Công nghệ thông tin	-18.9%	-23.7%	15.0%	-18.5%	-25.4%	-15.0%	-17.2%
Nguyên vật liệu	-0.3%	-25.1%	-4.2%	-21.2%	-27.3%	-27.7%	-26.4%
Không phân loại	3.4%	-16.0%	68.8%	-6.3%	#N/A	#N/A	#N/A

Bất động sản	-18.9%	-28.6%	-7.5%	-19.9%	-28.3%	-7.6%	-25.6%
Tiện ích	-11.3%	-22.0%	-7.5%	-14.4%	-7.1%	-9.6%	-16.8%
Chỉ số	-22.3%	-23.1%	-7.5%	-17.0%	-19.9%	-66.5%	-17.7%

Bảng 4: Các chỉ số tài chính ngành của các thị trường trong khu vực

25/3/2020	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	12.28	1.07	14.40	1.11	46.27	30.59	12.45	1.10	9.79	1.12	16.4	0.8
Hàng tiêu dùng	14.97	1.15	23.46	1.62	20.06	1.87	26.87	3.43	15.17	1.38	27.2	1.0
Công nghiệp	11.38	0.82	18.41	1.10	14.41	0.96	18.12	1.79	22.67	1.16	18.7	1.0
Dầu khí	9.65	1.23	9.86	0.67	9.86	0.41	25.22	3.50		0.25	9.3	0.9
Dịch vụ tiêu dùng	11.65	1.51	21.73	1.75	21.55	1.44	7.53	2.06	21.92	2.15	27.2	1.0
Vật liệu cơ bản	19.73	0.67	17.32	0.89	19.89	0.88	14.75	1.89	4.62	0.90	26.8	0.7
Tiện ích	11.65	1.48	16.53	1.47	14.72	0.59	37.21	1.37	7.86	1.57	18.3	1.8
Công nghệ	13.17	1.15	20.79	1.26	28.59	1.38	n/a	n/a	n/a	n/a	13.0	1.1
Sức khỏe	15.05	1.79	23.65	2.02	14.27	1.71	97.16	2.02	n/a	n/a	23.6	2.8
Viễn thông	10.12	2.28	25.25	3.26	35.23	2.11	25.25	3.99	25.25	3.99	15.4	2.5
Thị trường	12.28	1.07	14.4	1.11	46.2	30.59	12.4	1.10	9.79	1.12	16.4	0.8

Nguồn: BSC Research, Bloomberg

Chủ đề đầu tư Quý 2/2020 và năm 2020

Trải qua ba tháng với ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch Covid-19 lên nền kinh tế như chúng tôi đã đề cập bên trên, triển vọng của hầu hết nhóm ngành đều có sự thay đổi đáng kể. Do đó chúng tôi sẽ tập trung vào các nhóm chủ đề có khả năng xảy ra nhiều nhất dựa trên các gói hỗ trợ kích cầu nền kinh tế từ chính phủ.

(1) Giải ngân đầu tư công dự kiến sẽ được đẩy mạnh triển khai hơn trong năm 2020 nhờ việc chuyển đổi 8 dự án từ hình thức đầu tư từ PPP sang đầu tư công. Sau khi Quốc hội thông qua chủ trương chuyển đổi hình thức đầu tư, Thủ tướng đã chỉ đạo đẩy nhanh thủ tục để có thể bắt đầu khởi công từ tháng 8/2020. Chúng tôi lưu ý trong trường hợp theo hình thức đầu tư PPP cũ thì thời gian khởi công sớm nhất có thể bắt đầu là T1-T2/2021. Tổng mức đầu tư của 11 dự án cao tốc Bắc Nam và các dự án liên quan đến hàng không như sân bay Long Thành lên đến 129,073 tỷ đồng, chiếm 18.4% trong tổng số vốn đầu tư công nguồn ngân sách nhà nước (NSNN) được thực hiện trong năm 2020. Tổng cộng vốn đầu tư công NSNN ước tính khoảng 700,000 tỷ, gấp 2.2 lần số vốn thực hiện giải ngân năm 2019. Do đó, chúng tôi cho rằng đầu tư công năm 2020 dự kiến sẽ được kỳ vọng cải thiện nhanh hơn đáng kể hơn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng một số ngành và doanh nghiệp có thể được hưởng lợi trực tiếp nhờ đầu tư công như : Thép (HPG, HSG), Xi Măng (HT1), nhóm vật liệu xây dựng (KSB, CTI), Xây dựng (LCG, C4G, HBC, CTD), Thi công điện (PC1), Nhựa đường (PLC) và một số ngành được hưởng lợi gián tiếp từ hạ tầng được triển khai như Bất Động Sản (DXG, NVL, DIG, NLG) và Khu Công nghiệp như (GVR, D2D, SZL).

Từ	Đến	Giá trị (tỷ)	Chiều dài (km)	Hình thức đầu tư
1 Cam Lộ (Quảng Trị)	La Sơn			Đầu Tư Công
2 Cao Bồ (Ninh Bình)	Mai Sơn			Đầu Tư Công
3 Cầu Mỹ Thuận 2				Đầu Tư Công
Tổng mức đầu tư công		14,279		
Từ	Đến			
4 Mai Sơn (Ninh Bình)	QL45 (Thanh Hóa)	12,918	64	PPP, chuyển đổi sang ĐTC
5 QL45 (Thanh Hóa)	Nghi Sơn (Thanh Hóa)	6,333	43	PPP, chuyển đổi sang ĐTC
6 Nghi Sơn (Thanh Hóa)	Diễn Châu (Nghệ An)	14,359	99	PPP, chuyển đổi sang ĐTC
7 Diễn Châu (Nghệ An)	Bãi Vọt (Hà Tĩnh)			PPP, chuyển đổi sang ĐTC
8 Nha Trang (Khánh Hòa)	Cam Lâm (Khánh Hòa)			PPP, chuyển đổi sang ĐTC
9 Cam Lâm (Khánh Hòa)	Vĩnh Hảo (Bình Thuận)			PPP, chuyển đổi sang ĐTC
10 Vĩnh Hảo (Bình Thuận)	Phan Thiết (Bình Thuận)			PPP, chuyển đổi sang ĐTC
11 Phan Thiết (Bình Thuận)	Dầu Giây (Đồng Nai)			PPP, chuyển đổi sang ĐTC
Tổng mức đầu tư PPP trước đây		88,234	654.3	

1	Đường cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	5,408	23,6
2	Sửa chữa đường băng 25R/07L của sân bay Tân Sơn Nhất (TP.HCM)	4,152	
3	Sân bay Long Thành	17,000	
Tổng cộng		129,07	3
Tổng cộng ngân sách đầu tư công nguồn NSNN (Lũy kế từ năm 2019 và 2020)		700,00	0

Nguồn: BSC Research

- (2) Nhóm cổ phiếu liên quan đến thoái vốn từ SCIC.** Theo danh sách thoái vốn dự kiến trong năm 2020, dự kiến SCIC sẽ thoái vốn tại 85 công ty cổ phần. Một số khoản đầu tư có giá trị lớn có thể chú ý lớn như Tổng công ty thép – VNsteel (94% vốn), Vinatex (53% vốn), BMI (51% vốn), BVH (3% vốn), FPT (6% vốn), NTP (37% vốn), TRA (36% vốn) và DMC (36% vốn). Chúng tôi kỳ vọng SCIC sẽ đẩy nhanh tiến độ thoái vốn nhằm giúp tăng phần nộp ngân sách nhà nước.
- (3) Việc nâng hạng của Kuwait bị dời lại sang tháng 11 ảnh hưởng đến thời gian nhà đầu tư kỳ vọng thu hút từ dòng tiền khối ngoại.** Với ảnh hưởng của dịch bệnh nhằm để các nhà đầu tư nước chuẩn bị nguồn lực cũng như cân đối danh mục, MSCI đã tiến hành lùi thời hạn nâng hạng Kuwait lên thị trường mới nổi sang thời điểm tháng 11/2020 thay vì tháng 5/2020 như trước đó. Do đó, tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam trong rổ cận biên (Frontier) tiếp tục giữ nguyên dẫn đến thu hẹp về kỳ vọng thu hút dòng tiền khối ngoại từ việc tăng tỷ trọng này. Tuy nhiên chúng ta vẫn có thể kỳ vọng vào khả năng đột biến Việt Nam được nâng hạng trong năm 2021.
- (4) Sự kiện “Thiên nga đen” dịch bệnh Covid-19 ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận (1) nhóm ngân hàng, (2) bán lẻ và (3) IT như dự báo trước đó đầu năm của chúng tôi.** Theo đó, riêng triển vọng nhóm ngân hàng sẽ không còn được quá lạc quan như đầu năm và trong điều kiện (1) Dịch bệnh được kiểm soát tốt trong quý 2/2020, chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số ở mức 16.5% (thấp hơn mức hơn mức 23% ước tính đầu năm của BSC), (2) tăng trưởng tín dụng, theo BSC, sẽ ở mức 10.5% và NIM có thể sẽ bị ảnh hưởng giảm do việc hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng và (3) 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”. Tương tự, nhóm ngành bán lẻ sẽ bị ảnh hưởng do việc giãn cách xã hội và thói quen tiêu dùng thay đổi.
- (5) Trong “nguy” có “cơ” đến từ việc một số nhóm ngành và doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu đầu vào suy giảm dưới tác động suy giảm của giá dầu và dịch Covid-19.** Như đề cập trước đó của chúng tôi về tác động của giá dầu, xét về mặt tích cực giá dầu suy giảm hỗ trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp và người tiêu dùng nhờ vào các loại

nguyên vật liệu suy giảm cùng chiều với giá dầu. Một số nhóm ngành doanh nghiệp có thể kể đến được hưởng lợi trực tiếp từ giá dầu như nhóm ngành Phân Bón (DPM, DCM với giá khí là một trong các nguồn nhiên liệu chính), Săm Lốp (DRC, Cao su là nhóm nguyên vật liệu đầu vào), Hóa Chất (DGC, CSV), Nhựa (NTP, BMP), Thép (Giá quặng sắt), Xi măng (Than). Chúng tôi lưu ý, diễn biến giá của các nhóm nguyên vật liệu khác có sự tương quan tương đối với giá dầu, diễn biến các loại mặt hàng này phần lớn phụ thuộc nguồn cung - cầu của sản phẩm đó.

(6) Đại dịch Covid – 19 là một cú hích tiếp theo sau chiến tranh thương mại khiến làn sóng dịch chuyển công xưởng ra khỏi Trung Quốc ngày càng mạnh mẽ hơn. Trung Quốc được coi là công xưởng của thế giới, việc chuỗi cung ứng toàn cầu bị đứt gãy do dịch bệnh khiến sản xuất của các doanh nghiệp bị gián đoạn. Các nhà máy nhận ra sự cần thiết của việc đa dạng hóa (vị trí, danh mục sản phẩm), giảm phụ thuộc vào một quốc gia như Trung Quốc, doanh nghiệp lên kế hoạch dịch chuyển sang các nước lân cận. Với lợi thế vị trí địa lý, chi phí nhân công giá rẻ, ưu đãi thuê phí của chính phủ và thu hút FDI từ các hiệp định kinh tế, Việt Nam được cho rằng sẽ là điểm đến hấp dẫn trong chuỗi dịch chuyển này. Một số ngành sẽ được hưởng lợi rõ nét như xây dựng và cơ sở hạ tầng (KSB, CTI, C4G, HBC, CTD,...), bất động sản khu công nghiệp với những doanh nghiệp có quỹ đất lớn sẵn sàng đón đầu cơ hội (KBC, BCM, IDC, GVR, PHR,...). Chúng tôi lưu ý tiến trình này có thể chậm lại vào năm 2020 do dịch bệnh Covid-19 khiến việc thực địa, khảo sát bị trì hoãn, sau đó trở đi, làn sóng dịch chuyển vẫn sẽ tiếp tục đẩy mạnh, thu hút nguồn vốn đầu tư mới vào Việt Nam, các doanh nghiệp (cơ sở hạ tầng, bất động sản khu công nghiệp, xây dựng,...) sẽ có triển vọng tích cực về dài hạn.

Bài học phục hồi sau khủng hoảng 2008-2009

Ngoài ra, chúng tôi cũng nhìn lại lịch sử phục hồi của các nhóm ngành sau khủng hoảng năm 2008 để có thêm góc nhìn trả lời cho câu hỏi “Nhóm ngành nào sẽ hồi phục sau đại dịch”. Chúng tôi thống kê lại giai đoạn phục hồi tăng điểm 24/2/2009 đến 22/10/2009 (Kéo dài gần 8 tháng với mức tăng 165% của VN-Index) cho thấy VN-Index hồi phục cùng với xu hướng phục hồi của thế giới. Diễn biến TTCK Việt Nam mạnh hơn so với khu vực và quốc tế nhờ gói kích cầu tương ứng mức 10% GDP gồm: (1) Hỗ trợ lãi suất vay tín dụng 17 nghìn tỷ; (2) Vốn đầu tư phát triển nhà nước 90.8 nghìn tỷ; (3) Miễn, giảm thuế 28 nghìn tỷ; (4) Khoản chi an sinh xã hội 9.8 nghìn tỷ. Đặc biệt gói hỗ trợ lãi suất vay đã kích hoạt lượng tiền lớn đưa vào lưu thông các kênh đầu tư như chứng khoán và bất động sản là đích tới trong ngắn hạn. So với thời điểm nay, quy mô gói kích cầu của Việt Nam đang ở mức 4.8% GDP và có thể tiếp tục tăng thêm dựa trên diễn biến dịch bệnh. Thời điểm này sự phân hóa ngành khá rõ, các ngành hưởng lợi từ chính sách kích cầu như Ô tô và phụ tùng, Dịch vụ tài chính, Tài nguyên cơ bản, Xây dựng, vật liệu xây dựng và Bất động sản có mức tăng vượt trội so với thị trường.

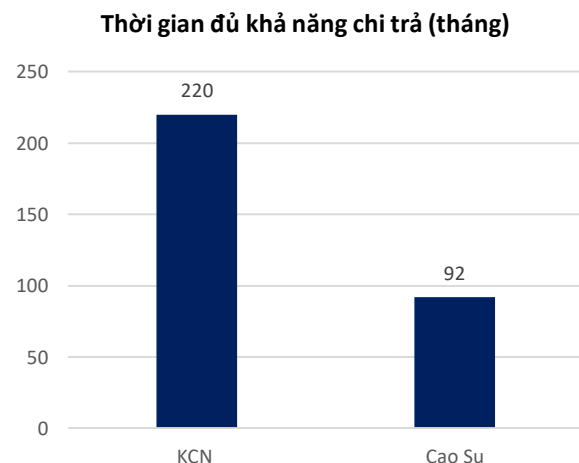
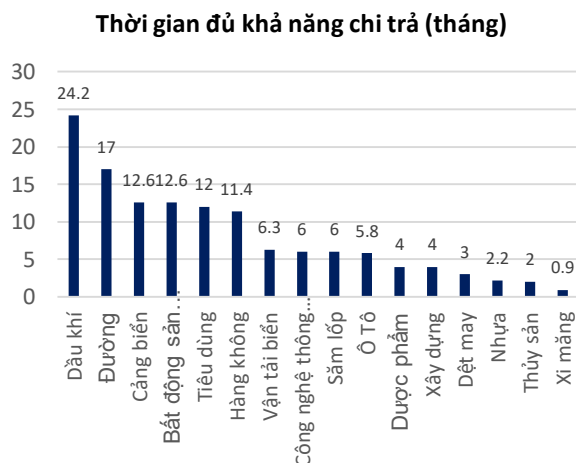
Bảng 5: Hiệu suất ngành và các cổ phiếu xu hướng tăng điểm từ 24/2/2009 đến 22/10/2009

Ngành	%	Mã chủ chốt
Ô tô và phụ tùng	1019.0%	DRC+977%, CMC+625%, SVC+428%
Dịch vụ tài chính	427.9%	BVS+585%, SSI+380%, HAC+263%
Tài nguyên cơ bản	257.2%	VGS+802%, HSG+575%, HPG+226%
Xây dựng và VLXD	249.5%	VCG+534%, BMP+529%, NTP+423%
Bất động sản	246.6%	STL+616%, SJS+351%, VIC+174%,
Hàng và DV công nghiệp	187.2%	GMD+400%, DXP+353%, REE+250%
Thực phẩm đồ uống	180.9%	KDC+401%, MPC+348%, VNM+129%
Hàng cá nhân và gia dụng	178.8%	GMC+501%, DQC+319%, PNJ+123%
Bán lẻ	176.7%	PET+229%, PIT+100%, COM+74%
Du lịch và giải trí	167.7%	VNS+404%, RIC+191%, CTC+127%
Ngân hàng	155.5%	SHB+288%, STB+199%, ACB+121%
Hóa chất	113.6%	TRC+319%, PLC+222%, DPM+78%
Công nghệ thông tin	89.5%	SAM+240%, SGT+143%, FPT+133%
Dầu khí	89.5%	PVE+255%, PVC+146%, PVS+101%
Y tế	87.3%	DMC+154%, OPC+143%, DHG+68%
Truyền thông	80.1%	SAP+271%, EBS+193%, PNC+128%
Tiện ích	75.3%	PGS+274%, PPC+51%, VSH+45%,
Bảo hiểm	62.4%	BMI+161%, PVI+82%, VNR+35%
VN-Index	165.0%	

Nguồn: BSC Research

Ngoài ra chúng tôi cũng tiến hành stress-test để đánh giá trong kịch bản tiêu cực nhất thì khả năng trụ lại nhờ số dư tiền mặt còn lại của các nhóm ngành cũng như doanh nghiệp phi tài chính trên thị trường. Chúng tôi giả định trong trường hợp giả định (1) Không có doanh thu và dòng tiền mới được tạo ra, (2) Các khoản nợ ngắn hạn và dài hạn được cơ cấu giãn nợ trong năm 2020, nhưng (3) công ty vẫn chịu 50% chi phí hoạt động (trừ chi phí khấu hao), chi phí lãi vay và các khoản phải trả người bán ngắn hạn trong năm 2020, với vị thế tiền mặt và tương đương tiền hiện có, các doanh nghiệp đủ sức chi trả trong bao nhiêu tháng. Ngoài ra chúng tôi cũng đánh giá lại cơ cấu nợ vay/vốn chủ sở hữu, chỉ số thanh toán công ty dựa trên báo cáo tài chính Q4/2019, **chi tiết được trình bày trong phần dưới của từng ngành. Công thức chung được chúng tôi sử dụng như sau.**

$$\text{Thời gian trụ được nhờ số dư tiền} = \frac{\text{Tiền mặt và tương đương tiền (x 12 cho tháng hoặc x 4 theo quý)}}{50\% \text{ Chi phí hoạt động} + \text{Chi phí lãi vay} + \text{Chi phí phải trả cho người bán ngắn hạn}}$$



Nguồn: BSC Research

Theo đó, một số ngành với vị thế tiền mặt lớn, đặc thù của ngành nghề như Bất động sản khu công nghiệp (KCN), Cao Su (đa phần các doanh nghiệp chuyển hướng sang mảng khu công nghiệp) đều thể hiện khả năng tài chính an toàn do cấu trúc dòng tiền được nhận khoản tiền lớn trả trước từ khách hàng thuê KCN. Nhóm còn lại có sự phân hóa khá rõ rệt trải đều từ mức 24 tháng cho đến mức gần 1 tháng, theo đó nhóm ngành như xây dựng, dệt may, nhựa, thủy sản, xi măng đều phụ thuộc khá lớn vào dòng tiền đến từ các khoản phải thu và khả năng chiếm dụng vốn từ các nhà cung cấp đều cho thời gian đủ khả năng chi trả các nhóm chi phí từ từ mức 4 tháng trở xuống. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là trường hợp xấu nhất, với việc chính phủ đã đưa ra các gói tín dụng hoãn nợ, giảm lãi vay và cung cấp nguồn vốn cho vay với lãi suất ưu đãi tập trung chính vào các nhóm ngành sản xuất và xuất khẩu, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hóa rõ nét các doanh nghiệp trong ngành với cơ hội sẽ dành cho các doanh nghiệp có uy tín, sức khỏe tài chính tốt có thể trụ vững qua “cơn bão” Covid-19.

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 sau đại dịch Covid-19 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 15/04/2020
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế dưới ảnh hưởng Covid-19					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: Kinh tế Hoa Kỳ tác động tiêu cực bởi Covid 19, khả năng cao tăng trưởng âm trong quý 2/2020, FED giữ lãi suất hiện hành tại mức 0-0.25%		Tiêu cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
2	PBoC: Kinh tế Trung Quốc hồi phục sau Covid-19, RMB duy trì giá trị quanh 7 CNY/USD		Tích 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 giảm, đặc biệt là giá dầu		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô Khu vực					
6	Các nền kinh tế Châu Á tác động tiêu cực bởi Covid-19		Tiêu cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Cuộc họp OPEC giảm cung dầu 9.7 triệu thùng trong tháng 5-6/2020	9/4/2020	Đan xen	Mạnh	Đang 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, luật xây dựng		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

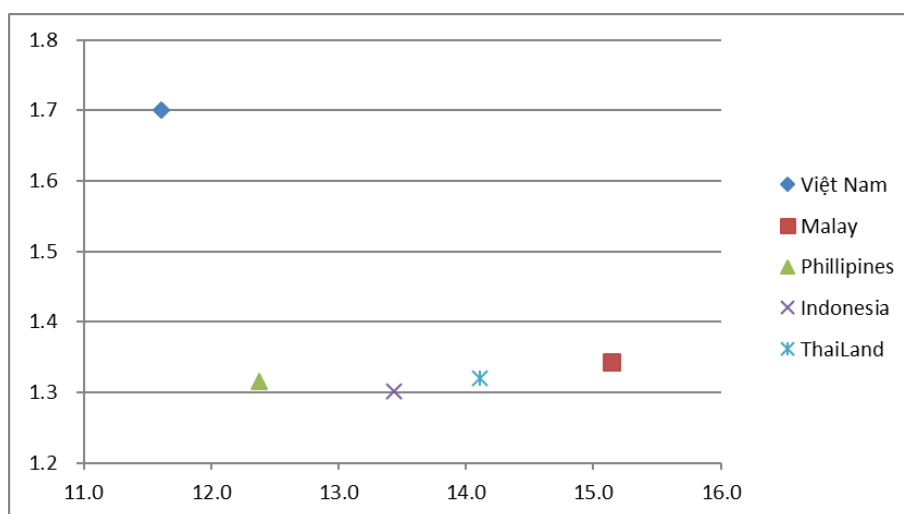
STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 15/04/2020
6	MSCI lùi thời hạn nâng hạng Kuwait, tỉ trọng cổ phiếu Việt Nam trong rổ Frontier giữ nguyên	11/2020	Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
7	Tăng cổ phần hóa và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
Chính sách tiền tệ					
8	Tỷ giá USD/VND biến động mạnh		Đan xen	Rất Mạnh	Đang 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
10	NHNN giảm lãi suất điều hành và huy động		Đan xen	Rất Mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách chứng khoán					
11	Cho phép bán chứng khoán chờ về, triển khai nghiệp vụ T+0		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
12	Chứng chỉ lưu ký, chứng chỉ lưu ký không quyền biểu quyết		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
13	Đề án phân bổ cổ phiếu niêm yết, nới biên độ		Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
14	Niem yết NHTMCP và thoái vốn Agribank		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
15	Nâng điều kiện công ty đại chúng		Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	Việt Nam – EVFTA FTA	Mùa hè năm 2020	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
2	Việt Nam – Israel FTA	Đang đàm phán	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	RCEP ASEAN	Đang đàm phán	Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research

So sánh ngang với TTCK khu vực

Nhìn chung định giá của TTCK Việt Nam đang ở mức hấp dẫn tương đối so với khu vực xét trên chỉ số P/E và P/B, một phần giữ mức định giá thấp hơn do đang nằm ở thị trường cận biên. Trong năm 2020, các yếu tố như tăng trưởng EPS và triển vọng kinh tế hiện còn đang bỏ ngỏ do ảnh hưởng của dịch bệnh, tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam tăng trong rổ Frontier bị hoãn lại đến tháng 11 là những biến không xác định có thể tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến mức định giá của TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, xét trên từng ngành thì mức chiết khấu có sự dao động khác nhau và có một số ngành đang có mức chiết khấu tương đối cao như (1) Hàng Tiêu dùng, (2) Công nghệ, (3) Dịch vụ tiêu dùng và (4) Tiện ích. 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



Bảng 6: Định giá các nhóm ngành theo chuẩn ICB của các nước trong khu vực

3/4/2020	Vietnam		Trung vị		Indonesia		Malaysia		Phillipines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	12.28	1.07	14.40	1.11	46.27	30.59	12.45	1.10	9.79	1.12	16.4	0.8
Hàng tiêu dùng	14.97	1.15	23.46	1.62	20.06	1.87	26.87	3.43	15.17	1.38	27.2	1.0
Công nghiệp	11.38	0.82	18.41	1.10	14.41	0.96	18.12	1.79	22.67	1.16	18.7	1.0
Dầu khí	9.65	1.23	9.86	0.67	9.86	0.41	25.22	3.50		0.25	9.3	0.9
Dịch vụ tiêu dùng	11.65	1.51	21.73	1.75	21.55	1.44	7.53	2.06	21.92	2.15	27.2	1.0
Vật liệu cơ bản	19.73	0.67	17.32	0.89	19.89	0.88	14.75	1.89	4.62	0.90	26.8	0.7

Tiện ích	11.65	1.48	16.53	1.47	14.72	0.59	37.21	1.37	7.86	1.57	18.3	1.8
Công nghệ	13.17	1.15	20.79	1.26	28.59	1.38	n/a	n/a	n/a	n/a	13.0	1.1
Sức khỏe	15.05	1.79	23.65	2.02	14.27	1.71	97.16	2.02	n/a	n/a	23.6	2.8
Viễn thông	10.12	2.28	25.25	3.26	35.23	2.11	25.25	3.99	25.25	3.99	15.4	2.5

NGÂN HÀNG – KHẢ QUAN

Với những thay đổi trên, chúng tôi điều chỉnh giảm 2.2% Tổng thu nhập hoạt động (TOI) và 5.6% LNTT so với báo cáo trước với việc thay đổi giả định:

- Giảm tăng trưởng tín dụng toàn ngành xuống mức 10.1% bằng với lượng tín dụng SBV cấp cho các ngân hàng.
- Điều chỉnh giảm dự phóng lãi suất cho vay và huy động của các doanh nghiệp hỗ trợ lãi suất cho các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.
- Điều chỉnh tăng dự phóng NPL trung bình toàn ngành lên mức 1.7%. Điều chỉnh tăng chi phí dự phòng 2%.

	2019 (1)	2020 (ban đầu) (2)	2020 (thay đổi) (3)	(3)/(2)	(3)/(1)
Tổng TN hoạt động (TOI)	370,038	422,842	413,706	-2.2%	11.8%
LN trước dự phòng	218,826	252,011	245,178	-2.7%	12.0%
LNTT	127,622	157,498	148,742	-5.6%	16.5%

Nguồn: BSC Research (bao gồm các doanh nghiệp mà BSC theo dõi)

Về định giá, BSC cho rằng hiện nay, thị trường đang phản ứng tiêu cực với dịch bệnh làm tăng rủi ro, từ đó ảnh hưởng đến định giá chung của toàn ngành ngân hàng. Cụ thể, VCB (-30.6%), BID (-32.8%), CTG (-28.3%),.... Với việc giá giảm mạnh, cùng với kỳ vọng tiếp tục giữ tăng trưởng trong năm 2020, mặt bằng định giá của ngành đã về mức 0.8x P/B. Do đó, BSC giữ nguyên khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Ngân hàng trong năm 2020 và khuyến nghị **MUA** VCB, ACB là những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt. Chúng tôi cũng điều chỉnh giá mục tiêu của các ngân hàng để phản ánh rủi ro thị trường.

CNTT – VIỄN THÔNG – KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành CNTT – Viễn Thông năm 2020 do (1) Hoạt động kinh doanh của ngành ít bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch nCoV so với các ngành khác (ngành Viễn thông và Chuyển phát nhanh được hưởng lợi do xu hướng làm việc tại nhà (2) Vị thế tài chính khá tốt khi không phụ thuộc quá nhiều vào vốn vay ngân hàng, do đó, doanh nghiệp ít chịu áp lực trả lãi trong thời gian tới.

BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ – 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 lợi nhuận 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 doanh nghiệp trong năm 2020.

BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành bất động sản thương mại năm 2020 dù đang chịu ảnh hưởng gián tiếp từ dịch bệnh dựa trên (1) Lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS năm 2020 vẫn được đảm bảo một phần nhờ bàn giao các dự án đã mở bán trong năm 2017-2018, (2) Cơ cấu sức khỏe tài chính tương đối lành mạnh hơn so với giai đoạn khủng hoảng năm 2008. Chúng tôi kỳ vọng với việc đẩy mạnh đầu tư công cũng như khơi thông pháp lý cũng sẽ giúp triển vọng các doanh nghiệp bất động sản trong năm 2021 lạc quan hơn.

BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá quan điểm đầu tư **Trung lập** năm với ngành KCN năm 2020 do (1) tác động đại dịch Covid khiến dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam chậm lại và việc tiến hành thực địa các KCN để xây nhà máy cũng bị trì hoãn ít nhất đến khi dịch bệnh được khống chế (sớm nhất tháng 6/2020) tuy nhiên (2) về dài hạn, ngành KCN sẽ được hưởng lợi nhờ việc dịch chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ nhanh hơn dự kiến, các hiệp định kinh tế thu hút vốn FDI và thúc đẩy đầu tư công. Một số doanh nghiệp có quỹ đất lớn, có khả năng hưởng lợi từ đầu tư công như: KBC, IDC, BCM, PHR, SZC,... Chúng tôi sẽ cập nhật lại các yếu tố và KQKD các doanh nghiệp trong đợt tới để đánh giá kỹ hơn triển vọng khả quan của ngành.

CAO SU – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá quan điểm **Trung lập** Ngành cao su do (1) giá cao su đang có xu hướng giảm khiến kinh doanh mủ cao su khó khăn tuy nhiên (2) các doanh nghiệp ngành cao su có thu nhập khác (chuyển nhượng đất, thanh lý cây cao su) không bị ảnh hưởng nhiều, đảm bảo được KQKD và (3) lịch sử trả cổ tức các doanh nghiệp luôn ở mức cao 40-50%.

PHR: Doanh nghiệp ngoài kinh doanh mủ cao su còn có thu nhập chuyển nhượng đất. Năm 2020, PHR đã được phê duyệt kế hoạch chuyển nhượng đất làm KCN Nam Tân Uyên mở rộng, thu nhập đến từ việc này góp phần lớn lợi nhuận cho DN. Chúng tôi dự báo PHR sẽ chuyển nhượng ít nhất khoảng 150-200ha NTU3, tương ứng đóng khoảng 500-600 tỷ đồng (đóng góp 60% LNST cho DN). Do đó, KQKD 2020 của doanh nghiệp sẽ không bị ảnh hưởng quá nhiều bởi kinh doanh mủ cao su.

DPR, TRC: doanh nghiệp kinh doanh chủ yếu mủ cao su, nên cầu cao su và giá cao su thay đổi, trước tác động dịch bệnh Corona và giá dầu giảm, chúng tôi dự báo KQKD doanh nghiệp sẽ giảm sút do (1) dự báo nhu cầu cao su giảm -10% yoy và (2) giá cao su tự nhiên giảm do tác động giá dầu giảm.

CẢNG BIỂN – TRUNG LẬP

BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Cảng biển trong năm 2020 do thời gian kiểm soát được dịch bệnh là chưa chắc chắn. Trong trường hợp dịch được kiểm soát trong Quý 2, lượng hàng thông cảng sẽ tăng mạnh trở lại để các cơ sở sản xuất có thể làm việc được bình thường. Tuy nhiên nếu dịch tiếp tục kéo dài, mức độ ảnh hưởng đến nền kinh tế sẽ càng lớn, làm chậm quá trình phục hồi sản xuất và kéo theo triển vọng không sáng sủa của toàn ngành.

DƯỢC PHẨM – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Dược năm 2020 do vị thế tài chính của các doanh nghiệp Dược lành mạnh, tỷ lệ nợ trên vốn chủ thấp; giúp doanh nghiệp Dược có thể chống chọi việc khó khăn trong ngắn hạn. BSC kỳ vọng doanh thu toàn ngành dược phẩm nội địa giảm 2% năm 2020 theo kịch bản 1 (dịch bệnh được kiểm soát trong quý 2 năm 2020) và giảm 7% năm 2020 theo kịch bản 2 (dịch bệnh được kiểm soát trong quý 4 năm 2020).

XI MĂNG – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với các doanh nghiệp xi măng do đánh giá ngành chịu tác động của những yếu tố tốt xấu đan xen:

- (1) Nhu cầu xi măng có thể giảm do ảnh hưởng của hoạt động xây dựng chậm lại do dịch bệnh, đặc biệt là đối với hoạt động xuất khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ xi măng sẽ được hỗ trợ bởi đầu tư công trong thời gian tới.
- (2) Giá than trong xu hướng giảm, giúp giảm giá thành sản xuất cho các doanh nghiệp.

BSC sẽ tiếp tục theo dõi tác động của các yếu tố trên đến hoạt động kinh doanh của ngành và cập nhật trong các báo cáo tiếp theo.

THÉP – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với các doanh nghiệp ngành thép dựa trên các luận điểm sau:

- (1) BSC ước tính nhu cầu tiêu thụ thép nội địa năm 2020 có thể giảm từ 14-16% yoy do ảnh hưởng bởi hoạt động xây dựng chậm lại. Hoạt động xuất khẩu các sản phẩm như tôn mạ duy trì xu hướng giảm và còn ảnh hưởng bởi các yếu tố bất lợi của tình hình dịch bệnh thế giới.
- (2) Giá các yếu tố đầu vào như quặng sắt, than cốc trong xu hướng giảm do nhu cầu thế giới suy yếu.

Mức độ tác động cũng như tương tác qua lại của các yếu tố trên sẽ quyết định chiều hướng diễn biến kết quả kinh doanh của ngành. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật các diễn biến trên trong các báo cáo tiếp theo.

NHỰA – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với các doanh nghiệp nhựa dựa trên các luận điểm sau:

- (1) Giá hạt nhựa trong xu hướng giảm theo giá dầu, giúp tiết kiệm chi phí cho các doanh nghiệp.
 - (2) Tiêu thụ các sản phẩm nhựa xây dựng có thể giảm do ảnh hưởng của nhu cầu xây dựng giảm.
- Đối với sản phẩm nhựa bao bì thì nhu cầu ổn định hơn do ngành hàng tương đối thiết yếu.

SẮM LỐP – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá quan điểm đầu tư **TRUNG LẬP** cho ngành xăm lốp do (1) đầu ra ngành xăm lốp phụ thuộc phần lớn vào nhu cầu sản xuất ô tô đang bị chững lại do đại dịch covid tuy nhiên (2) chi phí NVL đang giảm giúp doanh nghiệp cải thiện biên LNG. Chúng tôi cho rằng việc chi phí nguyên vật liệu vẫn đang có xu hướng giảm mạnh sẽ có tác động tích cực nhiều hơn là việc sản lượng đầu ra giảm, giúp KQKD các doanh nghiệp vẫn khả quan. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi thêm các yếu tố và cập nhật KQKD, để đánh giá triển vọng. Chúng tôi dự báo KQKD của DRC theo giả định: sản lượng các loại bias sẽ sụt giảm 5-20% yoy (tùy dòng sản phẩm), sản lượng Radial sẽ sụt giảm khoảng 10% yoy:

- Kịch bản 1, giá dầu trung bình năm 2020 ở mức 38- 40 USD/thùng (-37.5% yoy), kéo theo giá cao su tự nhiên và tổng hợp giảm khoảng 10-15% yoy, BSC ước tính biên lợi nhuận của DRC cải thiện từ 14.8 % đến 16.6%, DT và LNST lần lượt -1.6% yoy và +16% yoy.
- Kịch bản 2, giá dầu ở mức 50 - 54 USD/thùng (-20% yoy), kéo theo giá cao su tự nhiên và tổng hợp giảm khoảng 5-10% yoy, biên LNG cải thiện nhẹ từ 14.8% lên 15.1%. DT và LNST lần lượt -2% yoy và -1% yoy.

Ô TÔ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá quan điểm **Trung lập** đối với ngành ô tô dù (1) dịch bệnh Covid khiến nhu cầu mua ô tô sụt giảm mạnh, các doanh nghiệp ô tô trong nước sẽ bị chịu tác động nặng nề tuy nhiên (2) tình hình tài chính của doanh nghiệp niêm yết (VEA) khá tốt giúp doanh nghiệp đủ khả năng duy trì hoạt động trong thời gian dài. Chúng tôi đưa ra 2 kịch bản:

- Đại dịch Covid sẽ được khống chế trong quý 2/2020, chúng tôi giả định doanh số xe máy Honda giảm -2%, doanh số bán xe ô tô sẽ giảm -30% yoy, theo đó dự báo LNST của VEA sẽ đạt 6,416.8 tỷ đồng (-13% yoy).
- Đại dịch Covid sẽ được khống chế trong quý 3/2020, giả định doanh số bán xe máy Honda giảm -5% giảm, doanh số bán xe ô tô giảm -50% -70% yoy, dự báo LNST của VEA đạt 5,904 tỷ đồng (-20% yoy).

TIÊU DÙNG – TRUNG LẬP

BSC hạ khuyến nghị ngành tiêu dùng bán lẻ xuống TRUNG LẬP do các yếu tố bất lợi từ dịch COVID-19 trong 2020. Đối với ngành thực phẩm tiêu dùng, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng sẽ tập trung vào sản phẩm thiết yếu cho đời sống như lương thực thực phẩm thiết yếu, tuy nhiên việc tích trữ lương thực chỉ trong ngắn hạn và sẽ ổn định lại sau khi dịch kết thúc. Đối với ngành bán lẻ, một số nhóm ngành sẽ tăng để phục vụ công việc tại nhà như laptop, máy tính bảng, v.v... nhưng các sản phẩm cao cấp sẽ giảm mạnh do thu nhập người dân đang bị ảnh hưởng lớn do dịch.

Thanh lọc lại doanh nghiệp và xu hướng M&A sẽ thấy rõ khi dịch COVID-19 kết thúc. Sau dịch COVID-19, ngành bán lẻ tiêu dùng sẽ sàng lọc lại các doanh nghiệp thực sự có tài chính mạnh, có lượng tiền mặt tốt để đảm bảo dòng tiền lưu động cho HĐKD và đồng thời sẽ loại bỏ các doanh nghiệp không đủ sức khỏe tài chính. Từ đó, chúng tôi cho rằng sẽ có 2 xu hướng xảy ra **(1)** Số lượng doanh nghiệp bán lẻ tiêu dùng sẽ giảm đi chứng tỏ nguồn cung hàng hóa sẽ giảm và cầu trong dân cũng sẽ giảm xuống do thu nhập trên đầu người giảm **(2)** Xu hướng M&A để tăng thị phần sẽ sôi động trở lại sau mùa dịch COVID-19 qua đó các doanh nghiệp lớn sẽ giành được thêm thị phần từ các doanh nghiệp nhỏ.

Qua đó, chúng tôi cho rằng trong khoảng thời gian này, các doanh nghiệp đầu ngành cần phải chuẩn bị cho các chiến lược trung và dài hạn để phát triển kinh doanh, tối ưu chi phí hoạt động và mở rộng thị trường khi dịch kết thúc.

THỦY SẢN – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thủy sản trong năm 2020 do (1) Kim ngạch xuất khẩu trong quý 1 2020 không sụt giảm mạnh như kỳ vọng ban đầu (2) Sản lượng xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc sau khi kết thúc lệnh phong tỏa cho thấy mức độ hồi phục nhanh hơn dự kiến của BSC (chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tại các thị trường khác sau khi kết thúc phong tỏa cũng ghi nhận mức hồi phục khả quan). Dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng tuy sản lượng cho thấy tín hiệu khả quan, giá bán ở mức thấp vẫn sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của ngành.

DẦU KHÍ – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi tiến hành hạ triển vọng ngành từ mức **TRUNG LẬP** xuống mức **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành dầu khí năm 2020 với mức giả định giá dầu Brent năm 2020 sẽ duy trì quanh mức 33 USD/thùng. Nguyên nhân chính khiến chúng tôi hạ triển vọng ngành chủ yếu đến từ (1) Ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 khiến cho nhu cầu sụt giảm mạnh trong ngắn hạn, ước tính lên đến 30 triệu thùng/ngày, trong khi đó (2) Quy mô thỏa thuận cắt giảm sản lượng từ các nhóm nước OPEC+ vẫn chưa đủ bù đắp sự sụt giảm nhu cầu. Đối với thị trường Việt Nam, Theo hướng nội tại, với việc trữ lượng khai thác dầu thô đang có chiều hướng suy giảm từ các mỏ Bạch Hổ (bể Cửu Long), trong khi đó quá trình thăm dò, khai thác lại đang gặp rất nhiều trở ngại, điều này tác động trực tiếp lên kết quả kinh doanh các nhóm doanh nghiệp thượng nguồn và hạ nguồn. Trong đó, áp lực lớn nhất sẽ ảnh hưởng đến các nhóm hạ nguồn với doanh thu lợi nhuận chính sẽ phụ thuộc vào biến động của giá dầu như GAS, BSR, PLX, OIL. Riêng với nhóm

thượng nguồn, BSC cho rằng nhóm này (PVD, PVS, PXS) sẽ chịu ảnh hưởng gián tiếp do giá dịch vụ suy giảm cũng như nhu cầu sụt giảm khiến cho các hoạt động khai thác thăm dò cũng bị hạn chế.

HÀNG KHÔNG – KÉM KHẢ QUAN

BSC hạ quan điểm từ **TRUNG LẬP** xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành hàng không trong năm 2020 do lo ngại ảnh hưởng trực tiếp từ dịch bệnh tới hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành. Sản lượng hành khách tăng trở lại mức ban đầu đối với dịch SARS là 7 tháng. Tuy nhiên, đối với COVID-19, chúng tôi cho rằng sẽ cần nhiều thời gian hơn để phục hồi do (1) diễn biến dịch Covid khó lường hơn và (2) kinh tế thế giới đang đứng trước nguy cơ suy thoái, tác động xấu tới tâm lý tiêu dùng của người dân.

DỆT MAY – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục hạ quan điểm từ **TRUNG LẬP** xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Dệt may trong năm 2020 do (1) Các đơn hàng dự kiến bị sụt giảm mạnh do ảnh hưởng của dịch nCoV (2) Các doanh nghiệp Dệt may phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngân hàng trong khi doanh thu bị mất khiến rủi ro thanh khoản tăng cao.

Chúng tôi kỳ vọng trong trường hợp dịch bệnh được kiểm soát trong 6 tháng đầu năm 2020, đơn hàng sẽ quay trở lại vào quý 3 năm 2020 nhằm phục vụ cho mùa tiêu thụ chính vào quý 4 cuối năm. Hiện tại, các cổ phiếu ngành Dệt may đều ở vùng định giá thấp trong lịch sử, tuy nhiên, xét đến triển vọng ngành kém lạc quan trong thời gian tới, BSC cho rằng những cổ phiếu của doanh nghiệp có tài chính vững mạnh, trụ được thời kỳ khó khăn, là những cơ hội đầu tư đáng chú ý.

VẬN TẢI BIỂN – KÉM KHẢ QUAN

BSC hạ quan điểm từ **TRUNG LẬP** xuống **KÉM KHẢ QUAN** với ngành Vận tải biển do lo ngại dịch bệnh khiến nhu cầu vận tải sụt giảm trong bối cảnh (1) cạnh tranh trong ngành cao và (2) tỷ lệ vay nợ cao (nợ vay/vốn chủ trung bình >1). Tác động tích cực từ việc giá dầu đi xuống bị thu hẹp do sản lượng hàng và số lượt tàu giảm. Đối với những doanh nghiệp vận tải lỏng như PVT, giá dầu cùng nhu cầu về dầu ở mức thấp làm xấu đi triển vọng duy trì đà tăng trưởng ổn định của doanh nghiệp này trong năm nay.

XÂY DỰNG – KÉM KHẢ QUAN

BSC duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với ngành xây dựng trong 2020 do (1) Giá trị hợp đồng ký mới của ngành sẽ giảm do nguồn cung bất động sản giảm (2) Tỷ lệ phải thu khó đòi của chủ thầu xây dựng sẽ tăng (3) Nợ vay ngắn hạn cho HĐKD tăng lên khiến lợi nhuận bị bào mòn. Tuy nhiên, dưới sự hỗ trợ của chính phủ do tác động của COVID-19, chúng tôi mong rằng ngành xây dựng sẽ phục hồi nhờ tập trung giải ngân đầu tư công trong 2020 để thúc đẩy kinh tế, thông tư chuẩn cho hợp đồng hợp tác công tư PPP vào giữa năm 2020 cho phép công ty xây dựng hạ tầng tư nhân có thể đấu thầu các dự án của nhà nước và được thanh toán bằng quỹ đất đối ứng tương xứng.

MÍA ĐƯỜNG – KÉM KHẢ QUAN

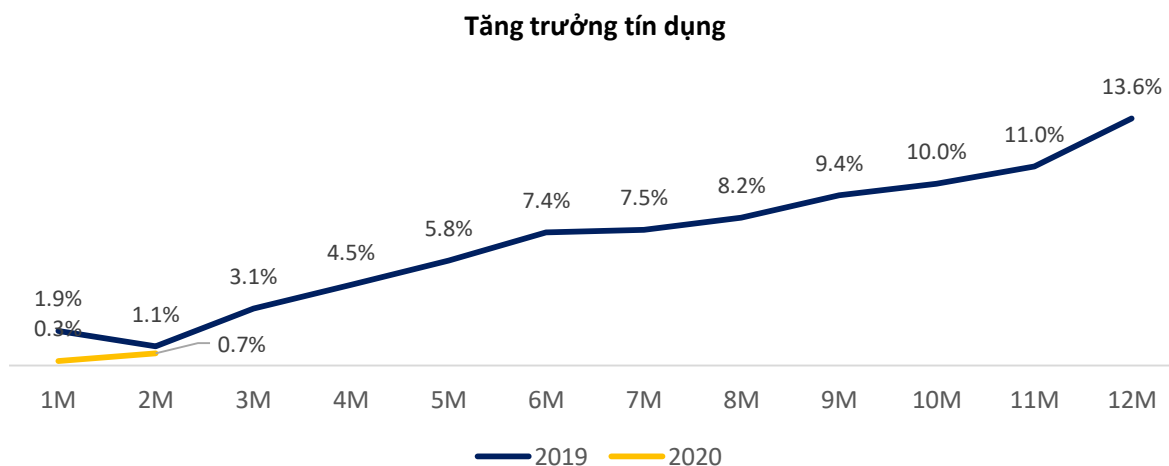
BSC duy trì quan điểm đầu tư KÉM KHẢ QUAN đối với ngành đường trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng ngành đường đang đứng trước nhiều thử thách hơn là cơ hội trong năm 2020: **(1)** Dịch bệnh COVID-19 khiến nhu cầu suy giảm; **(2)** Thời tiết hạn hán khiến sản lượng mía ép giảm; **(3)** Tính hình cạnh tranh với đường nhập chính ngạch từ Thái Lan theo ATIGA; **(4)** Đường nhập lậu Thái Lan ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long làm phá giá thị trường. Từ đó, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư nên cẩn trọng trong lựa chọn cổ phiếu ngành đường để đầu tư trong giai đoạn sắp tới.

Ngành Ngân hàng [Khả quan]

- BSC điều chỉnh giảm dự báo về nhu cầu tín dụng toàn nền kinh tế xuống mức 10.5% (-2% so với báo cáo trước)
- Chính phủ đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ nền kinh tế và ngành ngân hàng.
- Thu nhập ngoài lãi tiếp tục tăng trưởng tốt, và là nguồn đóng góp bù đắp cho sự sụt giảm tăng trưởng của thu nhập từ lãi.
- Điều chỉnh giảm NIM do việc hạ lãi suất hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.
- Nợ xấu nhiều khả năng sẽ tăng do ảnh hưởng bởi dịch bệnh.
- Nhiều ngân hàng dự kiến sẽ niêm yết năm 2020.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Ngân hàng và khuyến nghị đầu tư vào các doanh nghiệp có chất lượng tài sản tốt cùng khả năng sinh lời cao như VCB, ACB,...

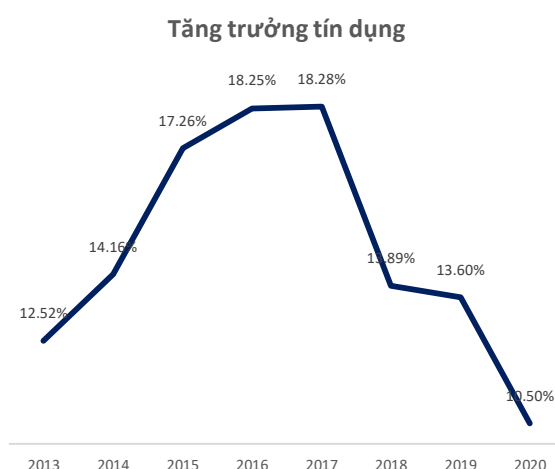
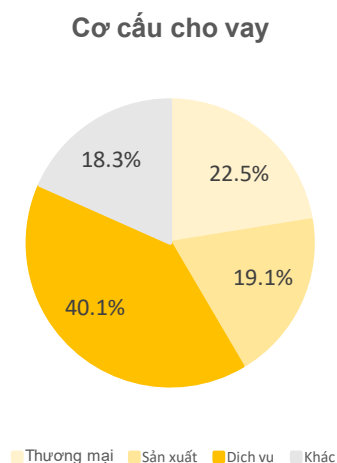
BSC điều chỉnh giảm dự báo về nhu cầu tín dụng toàn nền kinh tế xuống mức 10.5% (giảm 2% so với báo cáo trước).

Tín dụng trong 2M2019 tăng 0.06% ytd, giảm mạnh so với mức 1% của năm 2019 do các doanh nghiệp đang gặp khó khăn, phải thu hẹp hoạt động sản xuất kinh doanh do bị ảnh hưởng từ dịch COVID-19. Tín dụng 2 tháng đầu năm 2020 chỉ tăng gần 5,000 tỷ VND.



Nguồn: SBV, BSC Research

Chúng tôi điều chỉnh kì vọng về nhu cầu tín dụng xuống mức 10.5%, giảm 2% so với báo cáo trước. Việc điều chỉnh giảm này đến từ (1) giảm nhu cầu tín dụng từ ngành thương mại, sản xuất, du lịch và dịch vụ (hiện chiếm tỷ trọng lớn cơ cấu cho vay hiện tại), (2) giảm nhu cầu vay vốn từ các doanh nghiệp FDI do việc giảm xuất nhập khẩu, (3) dịch bệnh có khả năng sẽ kéo dài thêm 3-6 tháng trước khi được kiểm soát.



Nguồn: SBV, BSC Research

Mức cấp tín dụng thấp được đưa ra trong bối cảnh nhu cầu tín dụng suy giảm.

SBV vừa đưa ra mức cấp tín dụng cho các ngân hàng và TCTD ở mức ước tính 10.1% (thấp hơn nhiều so với mức 13% đầu năm đặt ra do ảnh hưởng của dịch bệnh). Cụ thể:

	Quota 2020	Thực hiện 2019	Thay đổi (+/-)
VCB	10%	15.9%	-5.9%
BID	9%	12.6%	-3.6%
CTG	8.5%	7.3%	1.2%
TCB	13%	17%	-4.0%
ACB	11.75%	17%	-5.3%
EIB	9%	8.8%	0.2%
VPB	13%	17.9%	-4.9%
LPB	10.5%	17.6%	-7.1%
MBB	11.75%	15.8%	-4.1%
VIB	10.5%	31.1%	-20.6%
TPB	11.5%	17%	-5.5%
HDB	11%	19.6%	-8.6%
Tổng cộng	10.1%	13.7%	-3.6%

Nguồn: Các NH niêm yết, BSC tổng hợp

Theo BSC, SBV đang đặt mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn so với nhu cầu tín dụng (BSC ước tính ở mức 10.5%) giúp tạo room cấp thêm tín dụng tùy tình hình biến động của kinh tế vĩ mô nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Chúng tôi cho rằng room tín dụng còn lại có thể được cấp vào cuối năm nếu lạm phát được kiểm soát tốt.

Bên cạnh đó, chính phủ được kỳ vọng sẽ có thể tiến hành các biện pháp như:

- **Chính sách tiền tệ:** thường gồm các biện pháp : tăng thanh khoản cho thị trường ngân hàng, giảm các loại phí với dịch vụ tài chính, giảm lãi suất, giảm dự trữ bắt buộc. Đến thời điểm hiện tại Các quốc gia Châu Á, trong đó có Trung Quốc, Malaysia, Singapore, Indonesia, Philippines đã có động thái nới lỏng tiền tệ.
- **Chính sách tài khóa:** thường gồm các biện pháp giảm thuế, giảm phí, và tăng chi tiêu công của chính phủ, các gói xây dựng hạ tầng, và đầu tư vào CNTT, chính phủ điện tử

Tuy nhiên, theo BSC, Việt Nam có thể sẽ cần chờ đánh giá các diễn biến của dịch và một số chỉ tiêu như CPI, tỷ giá... và cân nhắc quy mô cũng như áp dụng chính sách nào để đảm bảo tăng trưởng ổn định, kiểm soát lạm phát và tỷ giá ở mức tối ưu. Trước mắt, với tình hình lạm phát đang ở mức cao như hiện nay, chúng tôi cho rằng có thể sẽ có một vài gói hỗ trợ về thuế được đưa ra nhằm hỗ trợ nền kinh tế trong thời gian gần.

Các NHTM và Chính phủ đưa ra nhiều gói giải pháp giúp hỗ trợ các doanh nghiệp và cá nhân bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.

Gói tín dụng có tổng giá trị 285,000 tỷ VND trên toàn hệ thống, gồm có: NHTM sẽ cung cấp gói tín dụng ước tính 250,000 tỷ VND để hỗ trợ các doanh nghiệp qua hình thức rút ngắn thời gian xét duyệt hồ sơ vay vốn, cơ cấu lại thời gian trả nợ, giảm lãi vay,... đối với các doanh nghiệp bị ảnh hưởng từ dịch bệnh, đề nghị BTC đưa ra gói hỗ trợ về thuế và chi ngân sách nhà nước ước tính 30,000 tỷ VND để hỗ trợ những cơ sở, doanh nghiệp sản xuất kinh doanh giảm thiểu tác động từ dịch và ổn định việc kinh doanh.

Chúng tôi cho rằng, với diễn biến dịch bệnh như hiện nay, gói hỗ trợ kinh tế sẽ giúp các doanh nghiệp giảm bớt áp lực trả nợ gốc và lãi vay trong giai đoạn khó khăn, từ đó có thể quay lại hoạt động sản xuất sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Mặt khác, việc này giúp các NH giảm áp lực về trích lập dự phòng. Tuy nhiên, chúng ta vẫn cần theo dõi tiếp tục xu hướng dịch bệnh để đánh giá thêm tác động vào chất lượng tài sản của ngành ngân hàng.

SBV hạ lãi suất điều hành hỗ trợ chi phí vốn và tăng lãi suất tiền gửi tại SBV của các ngân hàng trong hệ thống, cụ thể:

	LS mới	LS cũ	Thay đổi
LS giữa SBV và các NHTM			
LS tái cấp vốn	5.0%	6.0%	-1.0%
LS tái chiết khấu	3.5%	4.0%	-0.5%
LS qua điểm trong thanh toán điện tử liên NH	6.0%	7.0%	-1.0%
LS tiền gửi DTBB	1.0%	0.8%	0.2%
LS OMO	3.5%	4.0%	-0.5%
LS giữa NHTM và khách hàng			
Trần lãi tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng	0.5%	0.8%	-0.3%
Trần lãi tiền gửi kỳ hạn 1 tháng - 6 tháng	4.75%	5.0%	-0.3%
Trần LS cho vay ngắn hạn bằng VND - 6 ngành nghề ưu tiên	5.5%	6.0%	-0.5%

Nguồn: SBV, BSC tổng hợp

Việc giảm lãi suất tiền gửi sẽ giúp các ngân hàng tiết kiệm chi phí vốn. Cụ thể, chúng tôi ước tính việc giảm lãi suất tiền gửi này sẽ giúp toàn ngành tiết kiệm được 4,454 tỷ VND, trong đó ACB (479 tỷ VND), BID (682 tỷ VND), CTG (746 tỷ VND),...

Việc giảm lãi suất cho vay các ngành nghề ưu tiên sẽ không có tác động nhiều đến các ngân hàng do lãi suất cho vay các ngành nghề ưu tiên ở các ngân hàng đã ở mức thấp hơn mức trần.

Việc tăng lãi suất tiền gửi DTBB: Chúng tôi ước tính việc +20 bps cho LS tiền gửi DTBB sẽ giúp các ngân hàng có thêm một phần thu nhập lãi, tuy nhiên không nhiều. Chúng tôi ước tính, tiền gửi DTBB của các ngân hàng tại SBV tại thời điểm cuối năm 2019 ở mức 175,300 tỷ VND, từ đó chúng tôi ước tính phần thu nhập lãi tăng thêm sẽ ở mức 351 tỷ VND.

Các ngân hàng giảm lãi suất, hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.

SBV, vào ngày 24/02/2020, cũng đã có [văn bản](#) đề nghị các ngân hàng rà soát, đề nghị các ngân hàng chủ động đánh giá mức độ, ảnh hưởng của khách hàng đang vay vốn do dịch COVID-19. Từ đó, các ngân hàng có thể sẽ cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn giảm lãi vay, tạm thời giữ nguyên nhóm nợ với các khoản nợ bị ảnh hưởng bởi COVID-19 và có dư nợ gốc, hoặc lãi đến kỳ hạn trả nợ trong khoảng thời gian từ ngày 23-1-2020 và đến ngày 31-3-2020 cho đến khi Ngân hàng Nhà nước ban hành Thông tư hướng dẫn về vấn đề này.

Đã có một vài ngân hàng đã đưa ra những gói cho vay hỗ trợ với lãi suất thấp hơn và điều kiện lỏng hơn giúp hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi COVID-19.

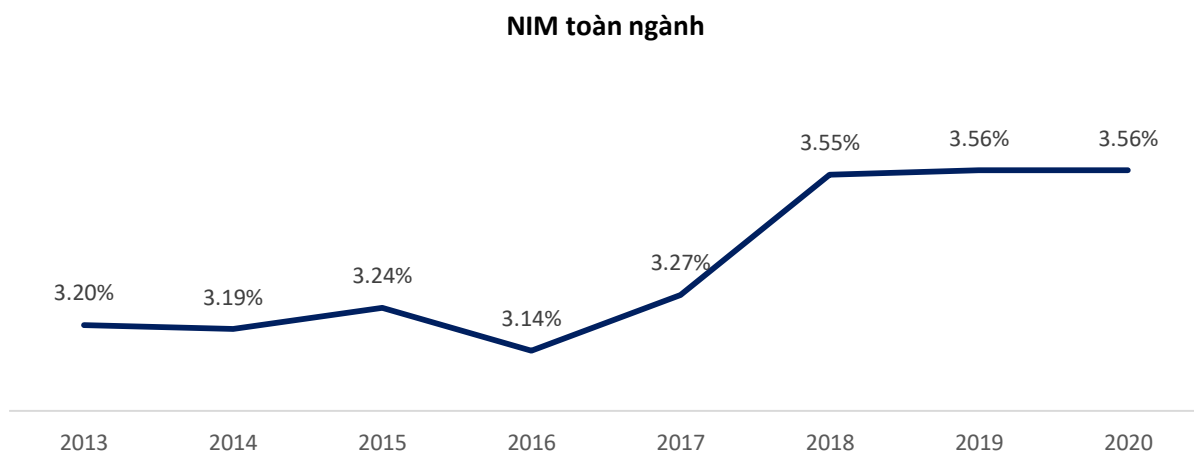
	Gói hỗ trợ	Quy mô	Thời gian
STB	Vay ngắn hạn 6.5% (DN), 8.5% (cá nhân)	10,000 tỷ VND	30/06/2020 hoặc khi hết hạn mức.
VCB	Cơ cấu lại thời gian trả nợ, không tính lãi suất phạt quá hạn. Giảm 1%/năm (ngắn hạn), 1.5%/năm (trung dài hạn) dư nợ vay VND. Giảm 0.5%/năm (ngắn hạn), 0.75%/năm (trung dài hạn) dư nợ vay USD. Cho vay mới: giảm tối đa 1%/năm với VND, 0.5%/năm với USD.		11/02/2020 – 30/04/2020.
VPB	Giảm 1.5%/năm với các doanh nghiệp và cá nhân bị ảnh hưởng bởi dịch nCoV. (1.5% với khoản vay không có TSDB, 1% với các khoản vay có TSDB).		
ABB	Giảm 1.5%-2%/năm với LS vay ngắn hạn Giảm 3%/năm với lãi suất cho vay trung dài hạn.	4,000 tỷ VND	
BID	Giảm 1%/năm với vay VND. Giảm 0.5%/năm với vay USD.	20,000 tỷ VND	30/06/2020

		100 triệu USD
SHB	Giảm 1.5%/năm với vay VND. Giảm 0.5%/năm với khoản vay USD.	3,000 tỷ VND 30/06/2020
MBB	Lãi suất cho vay ưu đãi với SME và khu vực bị ảnh hưởng COVID-19	10,000 tỷ VND
CTG	Các KH thuộc lĩnh vực ưu tiên: 6%/năm, các KH khác: 6.8%/năm.	
HDB	Giảm 2% - 4.5% đối với người dân, hộ kinh doanh, SME,... đặc biệt là khu vực nông thôn bị ảnh hưởng bởi COVID-19	
KLB	Giảm 3%/năm với các khách hàng trồng trái cây. Giảm lãi vay, miễn tiền phạt quá hạn.	1/2/2020 – 30/04/2020

Nguồn: SBV, các ngân hàng niêm yết, BSC tổng hợp

Điều chỉnh giảm NIM dự báo từ việc hạ lãi suất hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng dịch bệnh.

Việc hỗ trợ lãi suất này sẽ ảnh hưởng một phần đến thu nhập lãi của các ngân hàng. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ NIM toàn hệ thống xuống mức 3.56% (-8 bps so với [báo cáo gần nhất](#)) do đánh giá ảnh hưởng việc giảm lãi suất của các ngân hàng công bố đến triển vọng năm 2020.



Nguồn: BCTC ngân hàng, BSC Research

Thu nhập ngoài lãi, mảnh đất tiềm năng của các NH, dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng từ 20%-30% trong 2020.

Trong năm 2020, BSC kỳ vọng thu nhập ngoài lãi của toàn ngành tiếp tục tăng trưởng mạnh từ 25% - 30% yoy đối với toàn hệ thống nhờ việc tiếp tục tăng phí dịch vụ, tăng trưởng khách hàng cá nhân và khai phá các mảnh đất mới nhiều tiềm năng (bancassurance, trái phiếu...). Những thương vụ nổi bật trong năm

2020 có thể kể đến như (1) FWD kí độc quyền về bancassurance với VCB, (2) TPB đã kí độc quyền bancassurance vào cuối 2019 và sẽ ghi nhận upfront fee vào 2020.

Nợ xấu có thể tăng trong bối cảnh dịch bệnh.

BSC cho rằng dịch bệnh làm ảnh hưởng chung đến LN các ngành sản xuất và dịch vụ (hiện chiếm khoảng 82% cơ cấu cho vay), từ đó ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của các doanh nghiệp. Với giả định thận trọng, chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng NPL của toàn hệ thống lên mức 1.7%, tăng so với mức giả định 1.4% ban đầu. Bên cạnh đó, chi phí trích lập dự phòng cũng điều chỉnh tăng do nhận định việc chất lượng tài sản suy giảm khiến NH sẽ phải trích lập dự phòng nhiều hơn.

KQKD 2019 khả quan.

Trong năm 2019, các ngân hàng trong theo dõi của BSC đã ghi nhận TOI = 268,000 tỷ VND (+20.7% yoy), PBT = 100,556 tỷ VND (+28.9% yoy).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Với những thay đổi trên, chúng tôi điều chỉnh giảm 2.2% TOI và 5.6% LNTT so với báo cáo trước với việc thay đổi giả định:

- Giảm tăng trưởng tín dụng toàn ngành xuống mức 10.1% bằng với lượng tín dụng SBV cấp cho các ngân hàng.
- Điều chỉnh giảm dự phóng lãi suất cho vay và huy động của các doanh nghiệp hỗ trợ lãi suất cho các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.
- Điều chỉnh tăng dự phóng NPL trung bình toàn ngành lên mức 1.7%. Điều chỉnh tăng chi phí dự phòng 2%.

	2019 (1)	2020 (ban đầu) (2)	2020 (thay đổi) (3)	(3)/(2)	(3)/(1)
Tổng TN hoạt động (TOI)	370,038	422,842	413,706	-2.2%	11.8%
LN trước dự phòng	218,826	252,011	245,178	-2.7%	12.0%
LNTT	127,622	157,498	148,742	-5.6%	16.5%

Nguồn: BSC Research (bao gồm các doanh nghiệp mà BSC theo dõi)

Về định giá, BSC cho rằng hiện nay, thị trường đang phản ứng tiêu cực với dịch bệnh làm tăng rủi ro, từ đó ảnh hưởng đến định giá chung của toàn ngành ngân hàng. Cụ thể, VCB (-30.6%), BID (-32.8%), CTG (-28.3%),.... Với việc giá giảm mạnh, cùng với kỳ vọng tiếp tục giữ tăng trưởng trong năm 2020, mặt bằng định giá của ngành đã về mức 0.8x P/B. Do đó, BSC giữ nguyên khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Ngân hàng trong năm 2020 và khuyến nghị **MUA** VCB, ACB là những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt. Chúng tôi cũng điều chỉnh giá mục tiêu của các ngân hàng để phản ánh rủi ro thị trường.

Tình hình hoạt động của các ngân hàng niêm yết 2019

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB	MSB	OCB
QUY MÔ														
Vốn điều lệ	16,086	40,220	37,234	9,810	8,881	23,727	18,852	35,001	8,566	37,089	9,245	25,300	11,750	7,899
VCSH	24,705	77,766	77,356	19,655	12,580	39,886	26,742	62,073	12,391	85,753	13,431	42,218	14,864	11,508
Tổng TS	377,358	1,490,105	1,240,789	251,601	202,058	411,488	453,581	383,699	153,215	1,223,981	184,570	377,214	156,978	118,160
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.5%	5.2%	6.2%	7.8%	6.2%	9.7%	5.9%	16.2%	8.1%	7.0%	7.3%	11.2%	9.5%	9.7%
TĂNG TRƯỞNG														
% tín dụng	17.0%	12.6%	7.3%	19.6%	17.6%	15.8%	15.2%	19.0%	17.0%	15.9%	31.1%	17.9%	23.2%	12.6%
% TS	14.6%	13.5%	6.6%	16.4%	15.4%	13.6%	11.7%	19.5%	12.5%	14.1%	32.6%	16.7%	13.9%	18.2%
% cho vay	17.0%	13.0%	8.1%	20.6%	17.9%	16.6%	15.4%	44.3%	18.3%	16.1%	34.4%	16.1%	30.4%	26.2%
% tiền gửi	10.0%	-3.3%	-1.7%	20.2%	6.6%	-16.8%	-52.9%	68.2%	15.0%	-3.8%	-7.4%	-6.2%	24.8%	9.6%
% TOI	16.6%	8.3%	41.0%	22.2%	33.4%	26.2%	25.3%	14.8%	32.5%	16.4%	33.3%	17.0%	0.0%	31.8%
% LN trước DPRR	16.2%	8.9%	71.1%	27.9%	35.3%	38.1%	39.9%	10.0%	47.5%	16.5%	38.0%	17.5%	23.5%	32.4%
% PBT	14.8%	14.8%	75.0%	24.8%	68.1%	29.2%	43.2%	20.4%	42.0%	26.4%	48.8%	12.3%	22.3%	46.8%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN														
Nợ nhóm 2	0.2%	2.2%	0.6%	1.2%	1.1%	1.1%	0.4%	0.9%	2.1%	0.3%	1.1%	4.8%	1.6%	1.7%
Nợ xấu	0.7%	1.7%	1.1%	1.6%	1.4%	1.2%	1.9%	1.2%	1.3%	0.8%	1.9%	3.2%	1.9%	1.8%
Nợ xấu (+ VAMC)	0.7%	2.9%	1.8%	2.9%	1.6%	1.2%	10.8%	1.2%	1.3%	0.8%	1.9%	3.2%	3.6%	1.8%
Nợ vay có vấn đề	-0.3%	2.7%	0.4%	1.7%	1.3%	1.0%	0.9%	1.0%	2.2%	-0.3%	2.3%	6.6%	2.3%	2.6%
DPRR/ Tổng dư nợ	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%	1.4%	0.7%	1.6%	1.4%	1.0%
LLCRs	160.0%	74.2%	119.7%	71.2%	84.7%	110.5%	69.3%	94.8%	90.0%	182.0%	37.2%	46.4%	68.1%	55.4%
DPRR/Nợ 2-5	130.2%	32.5%	78.5%	39.7%	48.4%	55.2%	60.5%	55.8%	35.1%	128.2%	23.8%	19.4%	37.3%	28.4%
Lãi, phí PT/cho vay	1.5%	1.2%	0.7%	2.9%	3.1%	1.5%	6.6%	2.4%	1.5%	1.1%	1.2%	2.3%	6.3%	2.0%
RỦI RO THANH KHOẢN & AN TOÀN VỐN														
LDR	80.0%	92.6%	90.8%	73.1%	78.4%	77.9%	72.2%	69.9%	60.0%	78.0%	85.0%	90.8%	58.8%	75.5%
TS thanh khoản/TTS	26.2%	23.4%	21.8%	37.2%	26.9%	34.8%	24.3%	34.4%	33.7%	38.1%	32.9%	25.5%	46.4%	36.9%
TS thanh khoản/Tiền gửi KH	31.7%	31.2%	30.3%	62.2%	39.7%	52.5%	27.4%	58.0%	60.5%	63.5%	59.2%	45.0%	90.1%	63.1%
Interbank/Tổng huy động	5.6%	2.4%	8.0%	15.6%	7.3%	9.0%	0.1%	13.4%	0.0%	7.0%	9.2%	4.3%	17.6%	14.5%
Đòn bẩy tài chính	15.27	19.16	16.04	12.80	16.06	10.32	16.96	6.18	12.37	14.27	13.74	8.94	10.56	10.27
CAR Basel I	12.7%	11.5%	9.7%	12.0%	10.2%	11.6%	14.2%	14.0%	11.4%	11.0%	13.3%	111.2%	11.1%	13.9%
HIỆU QUẢ KINH DOANH														

TOI	16,364	48,165	40,522	11,539	6,510	24,650	14,635	21,068	7,456	45,733	8,114	36,356	4,715	6,613
LN trước DPRRTD	8,509	30,885	24,782	6,394	2,478	14,927	5,370	13,756	4,101	29,913	4,686	24,021	2,213	4,164
LNTT	7,331	10,876	11,780	4,999	2,039	10,036	3,217	12,838	3,207	23,123	4,082	10,334	1,288	3,232
TN lãi thuần/TOI (%)	73.5%	74.7%	81.9%	83.1%	93.1%	73.0%	62.7%	67.7%	67.5%	75.6%	76.5%	83.9%	64.9%	62.2%
CASA	17.5%	17.1%	17.0%	8.5%	14.5%	38.4%	17.0%	32.9%	19.1%	30.8%	16.6%	13.3%	20.3%	12.2%
LS gộp BQ (%)	8.4%	7.4%	7.5%	9.2%	7.4%	8.5%	8.1%	7.6%	8.9%	3.4%	8.1%	15.1%	6.9%	9.2%
LS vốn BQ (%)	4.9%	4.9%	4.4%	4.3%	4.9%	3.8%	5.3%	3.6%	4.4%	6.1%	4.4%	5.8%	4.2%	5.3%
LS ròng (%)	3.5%	2.6%	3.1%	4.9%	2.6%	4.7%	2.9%	4.0%	4.5%	2.7%	3.7%	9.4%	2.7%	4.0%
NIM (%)	3.6%	2.7%	3.0%	4.3%	2.7%	4.9%	2.4%	4.3%	4.1%	3.1%	3.9%	9.5%	2.4%	3.9%
Provisioning/PPOP	13.8%	64.8%	52.5%	21.8%	17.7%	32.8%	40.1%	6.7%	21.8%	22.7%	12.9%	57.0%	41.8%	22.4%
CIR	48.0%	35.9%	38.8%	44.6%	61.9%	39.4%	63.3%	34.7%	45.0%	34.6%	42.2%	33.9%	53.1%	37.0%
ROAA (%)	1.6%	0.6%	0.8%	1.4%	0.8%	1.9%	0.5%	2.6%	1.7%	1.5%	1.8%	2.2%	0.7%	2.2%
ROAE (%)	23.7%	10.9%	12.2%	17.7%	12.7%	19.6%	9.2%	16.2%	20.7%	21.6%	24.3%	19.6%	7.0%	22.4%
RoRWA (%)	2.6%	1.0%	0.9%	1.8%	1.0%	2.1%	0.9%	2.2%	2.2%	2.5%	3.4%	2.1%	1.1%	3.1%
RARORAC (%)	24.6%	13.2%	13.6%	21.3%	13.9%	22.7%	10.5%	19.8%	23.2%	26.4%	17.2%	22.7%	10.0%	7.6%

ĐỊNH GIÁ

EPS (đồng/cp)	3,646	2,110	2,541	3,554	1,802	3,297	1,302	2,878	2,992	4,992	3,532	3,268	888	3,270
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	15,358	19,335	20,775	20,036	14,164	16,810	14,185	17,734	14,465	23,121	14,528	16,687	12,650	14,569

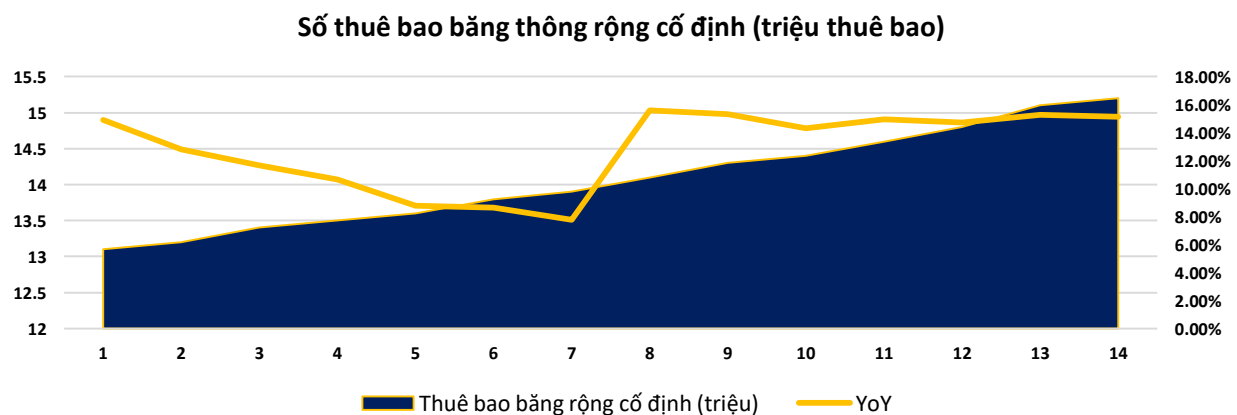
Nguồn: BCTC ngành NH, BSC Research

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

- BSC cho rằng Ngành Công nghệ thông tin chịu tác động tiêu cực vì dịch nCoV ít hơn các ngành khác. BSC có trao đổi với FPT và nhận thấy hoạt động kinh doanh chưa bị ảnh hưởng trong ngắn hạn do (1) các hợp đồng ký kết trước đó vẫn đang hoàn thành (2) năng suất lao động vẫn tăng nhẹ trong 2 tháng 2020.
- Ngành Bưu chính Viễn thông chịu những tác động khác nhau: Trong khi ngành Viễn thông có thể được hưởng lợi nhờ xu hướng làm việc tại nhà, ngành Bưu chính có thể sụt giảm lượng đơn hàng bưu chính khi nhu cầu gửi hàng của người dân sụt giảm. Tuy nhiên, công ty bưu chính có dịch vụ chuyển phát nhanh có thể ghi nhận mức đơn hàng chuyển phát tăng cao do nhu cầu mua sắm trực tuyến.
- BSC tiến hành Stress Test (giả định chi tiết trong bài) để kiểm tra doanh nghiệp đủ sức chi trả trong: FPT (9 tháng), VTP (5 tháng).
- BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông trong năm 2020.

Ngành Công nghệ thông tin chịu tác động tiêu cực vì dịch nCoV ít hơn các ngành khác. BSC có trao đổi với FPT và nhận thấy hoạt động kinh doanh chưa bị ảnh hưởng trong ngắn hạn do (1) các hợp đồng ký kết trước đó vẫn đang hoàn thành (2) năng suất lao động vẫn tăng nhẹ trong 2 tháng 2020. Các công ty cũng đã áp dụng các biện pháp phòng chống dịch nCoV: làm việc từ xa,... Đây cũng là biện pháp các công ty Ấn Độ - đối thủ của Việt Nam áp dụng khi Ấn Độ vừa có lệnh phong tỏa 21 ngày: Tata Consultancy Services (85% của 400,000 nhân viên làm tại nhà), Infosys (70% của 200,000 nhân viên làm tại nhà). Trong trường hợp dịch kéo dài và nền kinh tế rơi vào suy thoái, BSC cho rằng tốc độ tăng trưởng bị ảnh hưởng khi (1) các công ty cắt giảm ngân sách đầu tư; (2) khách hàng giảm rủi ro khi phụ thuộc vào các công ty gia công nước ngoài bằng việc tự xây dựng hệ thống; (3) khai thác thị trường và khách hàng mới bị cản trở.

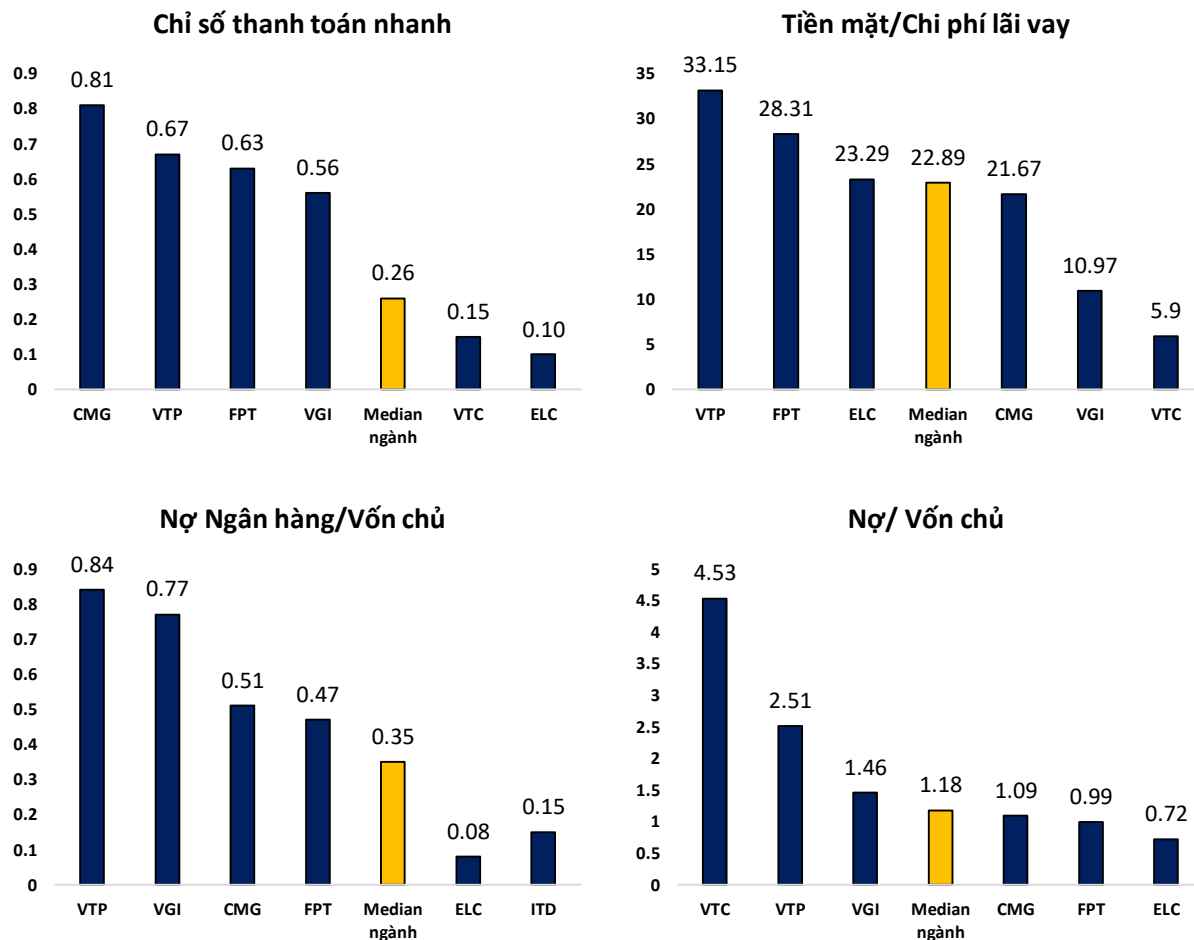
Ngành Bưu chính Viễn Thông sẽ chịu những tác động khác nhau. Đối với ngành Viễn thông, BSC kỳ vọng việc hạn chế ra đường và xu hướng làm việc từ xa (1) cải thiện nhu cầu sử dụng các sản phẩm Viễn thông (2) hỗ trợ mức tăng trưởng thuê bao tại các thành phố cấp 2, cấp 3. Đối với ngành Bưu chính, (1) tâm lý hạn chế ra đường của người dân (2) hệ thống bưu điện hạn chế gửi hàng đến khu vực cách li có thể làm sụt giảm đơn hàng bưu chính. Đối với công ty bưu chính có dịch vụ chuyển phát nhanh, sự sụt giảm này có thể ghi nhận mức đơn hàng chuyển phát tăng cao do nhu cầu mua sắm trực tuyến.



Nguồn: Vnta

BSC có rà soát lại tình hình tài chính của 24 doanh nghiệp niêm yết trên sàn và nhận thấy rằng các doanh nghiệp lớn đang ở vị thế tài chính tốt hơn các doanh nghiệp nhỏ. Chỉ số thanh toán nhanh của các doanh nghiệp lớn (FPT, CMG, VTP, VGI) đều ở mức tốt hơn so với trung vị ngành. Đồng thời, tiền và tương đương tiền đủ chi trả cho các khoản chi phí tài chính và khoản nợ và không gặp vấn đề thanh khoản.

BSC tiến hành Stress Test với giả định không có doanh thu và dòng tiền mới được tạo ra nhưng công ty vẫn chịu 50% chi phí hoạt động (trừ chi phí khấu hao), chi phí lãi vay và các khoản phải trả người bán trong năm 2020. Kết quả cho thấy nhóm ngành Công nghệ thông tin – Viễn thông trung bình trụ được 6 tháng. Trong đó, một số doanh nghiệp trong ngành trụ được: FPT (9 tháng), VTP (5 tháng).



Nguồn: BSC Research

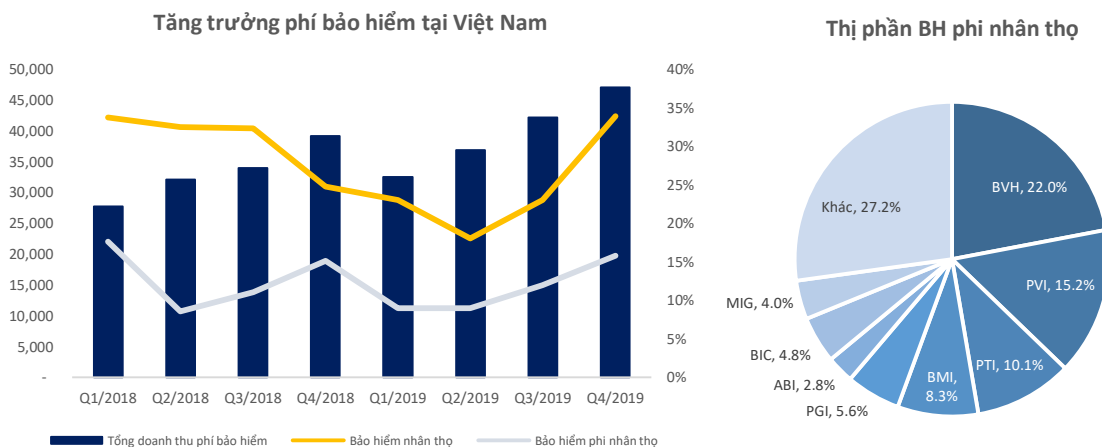
QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành CNTT – Viễn Thông năm 2020 do (1) Hoạt động kinh doanh của ngành ít bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch nCoV so với các ngành khác (ngành Viễn thông và Chuyển phát nhanh được hưởng lợi do xu hướng làm việc tại nhà) (2) Vị thế tài chính khá tốt khi không phụ thuộc quá nhiều vào vốn vay ngân hàng, do đó, doanh nghiệp ít chịu áp lực trả lãi trong thời gian tới.

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.
- LN toàn ngành sẽ giảm tốc độ tăng trưởng trong năm 2020.
- Lãi suất huy động các NH giảm ở các kỳ hạn ngắn ảnh hưởng LN của ngành bảo hiểm 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 tăng trưởng 11.6% trong năm 2019. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tính đến hết 20/12/2019, doanh thu phí gốc ngành bảo hiểm đạt mức 109,871 tỷ VND (+20% yoy), trong đó doanh thu phí gốc bảo hiểm phi nhân thọ đạt mức 52,132 tỷ VND (+11.6% yoy). Xét về thị phần, BVH hiện đang đứng vị trí số một với 22% thị phần, theo sau là PVI (15.2%) và PTI (10.1%). Các doanh nghiệp khác chiếm tỷ lệ nhỏ khoảng 5%.



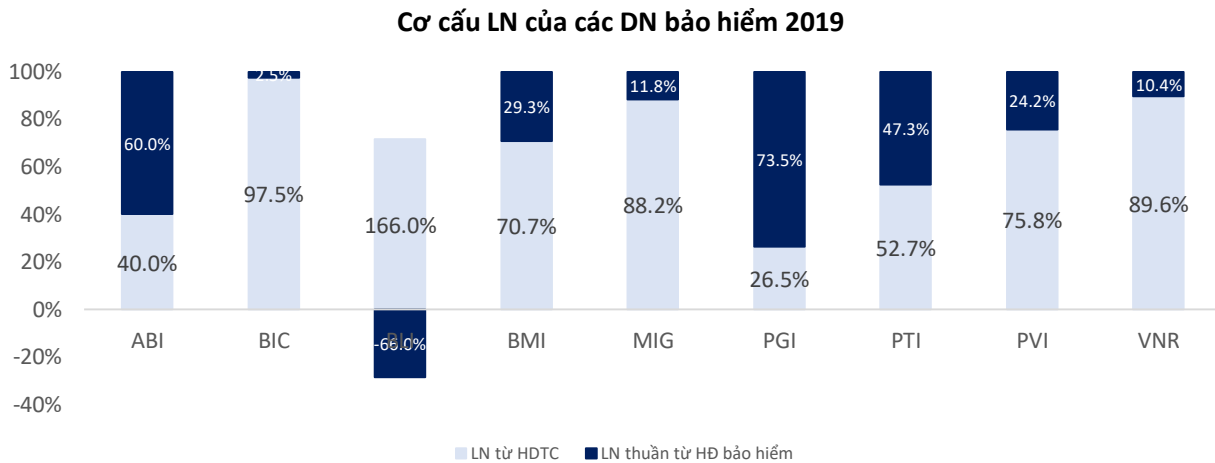
Nguồn: BSC Research

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%. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ lớn đang tích cực gia tăng đa dạng hóa các sản phẩm giúp giành bớt thị phần từ các bên nhỏ (BVH, PTI, PVI,...). Do đó, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2020, các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ lớn sẽ tiếp tục tăng trưởng về phí gốc từ 12%-13% nhờ (1) tăng trưởng chung của ngành bảo hiểm ở mức 11%, (2) tăng trưởng từ tăng thị phần từ các bên nhỏ.

Tỷ lệ kết hợp ở mức cao. 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%.

Lãi suất huy động 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

ngành 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. Chúng tôi ước tính, cứ 0.1% giảm lãi suất tiền gửi sẽ làm ảnh hưởng 140 tỷ VND doanh thu tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết. (5.3% LNTT năm 2019).



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp bảo hiểm, BSC Research

Thoái vốn thu hút sự chú ý của nhà đầu tư nước ngoài.

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 doanh nghiệp trong năm 2020.

KQKD các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ năm 2019

	ABI	BIC	BLI	BMI	MIG	PGI	PTI	PVI	VNR
QUY MÔ									
Tổng tài sản	2,569	5,546	2,004	5,783	4,970	5,843	7,578	22,083	7,002
VCSH	891	2,233	675	2,274	1,480	1,541	1,870	7,226	3,107
Tài sản đầu tư	2,046	3,733	1,223	2,810	2,821	3,117	3,857	10,155	3,980

Tài sản đầu tư/TTS	79.6%	67.3%	61.0%	48.6%	56.8%	53.3%	50.9%	46.0%	56.8%
HIỆU QUẢ KINH DOANH									
Thị phần	2.9%	4.5%	2.3%	8.3%	4.3%	5.9%	9.2%	15.3%	3.9%
Doanh thu phí bảo hiểm	1,428	1,459	721	3,238	1,638	2,257	3,187	3,594	992
% yoy	17.6%	11.8%	-2.3%	7.3%	10.4%	5.6%	23.5%	1.0%	45.4%
LN thuần từ HDKD bảo hiểm	182	7	(35)	62	21	144	49	202	31
Tỷ lệ chi trả	26.4%	42.4%	38.8%	38.5%	30.2%	48.9%	45.0%	47.7%	48.2%
% QLDN	32.9%	22.7%	27.4%	3.6%	20.0%	14.2%	14.5%	10.3%	5.3%
Tỷ lệ kết hợp	87.5%	99.6%	103.9%	98.2%	98.9%	94.5%	98.8%	95.4%	97.5%
LN tài chính	121	263	87	150	155	52	54	635	264
% yoy	25.6%	10.1%	1.2%	24.7%	30.8%	-6.1%	370.0%	34.1%	12.0%
Lãi suất đầu tư ròng	23.7%	28.2%	28.5%	21.4%	21.9%	6.7%	5.6%	25.0%	26.6%
LNTT	303	270	52	220	177	201	142	934	344
% yoy	41.2%	33.5%	6.5%	9.6%	30.6%	14.6%	493.9%	25.3%	-4.0%
KN thanh toán dài hạn	160.3%	65.4%	106.7%	142.4%	110.7%	146.5%	170.4%	49.7%	31.9%
ĐỊNH GIÁ									
EPS	6,722	6,724	6,725	6,726	6,727	6,728	6,729	6,730	6,732
BVPS	23,452	19,040	11,252	24,895	11,382	17,369	23,266	30,846	23,706
P/E	4.6	14.6	11.0	12.1	9.4	9.7	10.4	10.4	8.9
P/B	1.2	1.4	0.7	1.0	1.0	1.0	0.6	1.1	0.8

Nguồn: BSC Research, BCTC ngành bảo hiểm

Ngành Bất Động Sản Thương Mại [Trung lập]

- BSC cho rằng ngành bất động sản đang hứng chịu các tác động gián tiếp đến từ dịch bệnh khiến cho (1) việc triển khai mở bán dự án bị hoãn lại, ít nhiều có ảnh hưởng tiêu cực đến dòng tiền của chủ đầu tư, (2) Tâm lý mua bán của người mua nhà cũng sẽ thận trọng hơn, (3) Giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy có xu hướng giảm.
- Cấu trúc nợ vay của ngành bất động giai đoạn 2019-2020 tương đối “khác biệt” và “khỏe mạnh” so với thời điểm khủng hoảng năm 2008.
- Nguồn cung mới tiếp tục giảm mạnh (-50% YoY tại thị trường HCM và -60%YoY tại thị trường Hà Nội) do ảnh hưởng từ dịch Covid-19 khiến (1) việc mở bán bị hoãn lại và (2) những vấn đề pháp lý còn tồn đọng, trong khi đó nhu cầu vẫn tương ứng với nguồn cung.
- Tỷ lệ dư nợ trái phiếu/tổng nợ của nhóm này cũng tăng mạnh từ mức 18.3% năm 2016 lên mức 45.7% năm 2019.
- BSC tiến hành stress-test để kiểm tra sức khỏe của ngành và doanh nghiệp, theo đó, số dư tiền trung bình ngành đủ sức duy trì các hoạt động của mình khoảng 12.6 tháng.
- BSC duy trì quan điểm Trung Lập đối với ngành Bất Động Sản trong năm 2020.

Ngành bất động sản đang hứng chịu các tác động gián tiếp đến từ dịch bệnh khiến cho (1) việc triển khai mở bán dự án bị hoãn lại, ít nhiều có ảnh hưởng tiêu cực đến dòng tiền của chủ đầu tư, (2) tâm lý mua bán của người mua nhà cũng sẽ thận trọng hơn, (3) giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy có xu hướng giảm. Với các tác động tiêu cực của đại dịch NCoV-10, chúng tôi chia ra hai phân khúc đối với các doanh nghiệp bất động sản bao gồm:

Các doanh nghiệp bất động sản bán lẻ (VRE, Hưng Thịnh): Sự chuyển dịch thói quen mua sắm từ các cửa hàng truyền thống sang cửa hàng trực tuyến do việc hạn chế tập trung các khu vực đông người đã có những ảnh hưởng tiêu cực nhất định. Doanh thu và tỷ lệ ghé thăm các cửa hàng thuê đặc biệt trong trung tâm thương mại sụt giảm mạnh trong khi phải duy trì chi phí nhân viên cũng như mặt bằng. **Do đó, hầu hết các doanh nghiệp bất động sản bán lẻ phải (1) thương lượng lại trong việc không tăng giá cho thuê và (2) hỗ trợ một phần chi phí mặt bằng cho người thuê, điều này ít nhiều sẽ làm cho tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm hơn.** Ví dụ như VRE sẽ có gói hỗ trợ khoảng 300 tỷ hỗ trợ đối tác cho thuê mặt bằng tại trung tâm thương mại, hoặc Hưng Thịnh cũng có chính sách ưu đãi, hỗ trợ giá thuê mặt bằng cho khách thuê tại các dự án của mình với mức giảm khoảng từ 20-40% tùy từng trường hợp.

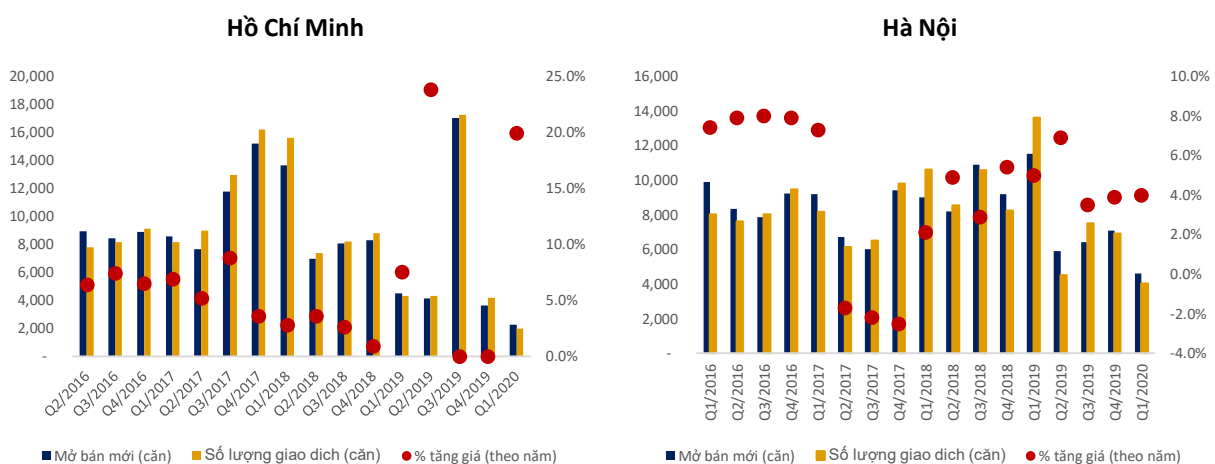
Các doanh nghiệp bất động sản thương mại phân khúc nhà ở và du lịch/nghỉ dưỡng (Vinpearl, Novaland, MIK, Sunshine): Theo BSC, lợi nhuận doanh nghiệp bất động sản năm 2020 sẽ ít chịu tác động bởi dịch NCoV-19 do hầu hết các dự án chung cư bàn giao đã được mở bán 2 năm trước đó. Do đó, chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực lớn nhất của dịch bệnh đối với ngành bất động sản thương mại chủ yếu nằm ở việc hoãn lịch mở bán mới các dự án trong năm 2020, dẫn đến có thể (1) Thiếu hụt lợi nhuận ở một số doanh nghiệp có sản phẩm đất nền kỳ vọng mở bán và bàn giao trong năm nay, (2) Ảnh hưởng đến dòng tiền của các doanh nghiệp bất động sản. Tuy nhiên, đối với các dự án nghỉ dưỡng resort sẽ là đối tượng bị ảnh hưởng trực tiếp do mảng du lịch bị đình trệ khiến cho công suất thuê phòng sụt giảm mạnh.

Đi kèm với những khó khăn về mặt dòng tiền, các vướng mắc liên quan đến pháp lý sở hữu condotel gần đây cũng sẽ tiếp tục tạo nên áp lực xấu về nhu cầu mua bán của loại hình sản phẩm này.

Nguồn cung mới tiếp tục giảm mạnh (-50% YoY tại thị trường HCM và -60%YoY tại thị trường Hà Nội) do ảnh hưởng từ dịch Covid-19 khiến (1) việc mở bán bị hoãn lại và (2) những vấn đề pháp lý còn tồn đọng, trong khi đó nhu cầu vẫn tương ứng với nguồn cung.

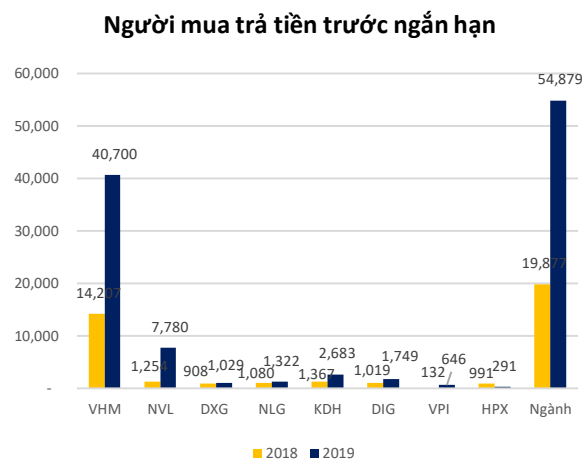
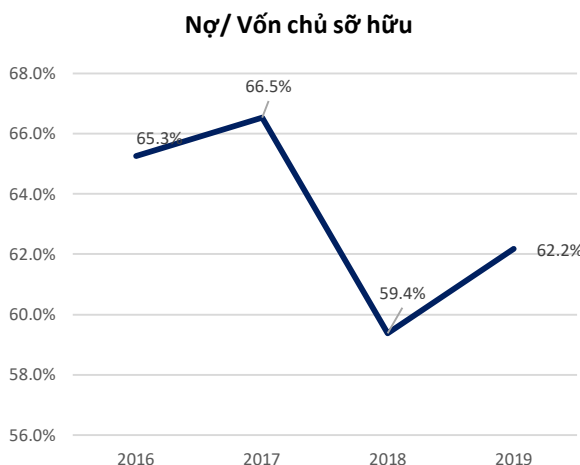
Theo số liệu của JLL, tại thành phố HCM, lượng căn hộ giao dịch trong Q1/2020 đạt 1,980 căn hộ (-54% YoY và -37.3% QoQ), nguồn cung căn hộ mở bán mới của HCM trong Q1/2020 2,256 căn hộ (-50% YoY và -52%QoQ) chủ yếu ở các căn hộ phân khúc trung cấp và bình dân đáp ứng nhu cầu thực, đây là mức thấp nhất kể từ năm 2014. Trong khi đó nhu cầu đối với phân khúc Cao cấp đã có những diễn biến chậm lại rõ nét hơn như dự báo trước đó của chúng tôi ([link báo cáo ngành 2020](#)).

Trong khi đó tại Hà Nội, thị trường cho thấy dấu hiệu tương đồng với thị trường Hồ Chí Minh. Theo số liệu của JLL, tổng số lượng căn hộ căn hộ mở mới Q1/2020 chỉ đạt 4,600 căn hộ (-60% YoY và -35% QoQ) ghi nhận mức thấp nhất trong vòng từ năm 2015. Tổng số lượng căn hộ giao dịch trong Q2/2019 tại HN đạt 4,017 căn (-70.5% YoY và -42.0% QoQ).



Nguồn: BSC Research, JLL

Cấu trúc nợ vay của ngành bất động giai đoạn 2019-2020 tương đối “khác biệt” và “khỏe mạnh” so với thời điểm khủng hoảng năm 2008. Như đã đề cập trong [báo cáo triển vọng ngành 2020](#), (1) kênh trái phiếu hiện tại là kênh huy động chính của phần lớn doanh nghiệp bất động sản trong bối cảnh dư địa cho vay từ kênh ngân hàng đang bị hạn chế, và (2) Cấu trúc huy động vốn dự án từ khách hàng chiếm đến khoảng 30%-40% tổng cơ cấu so với năm 2008 giúp tỷ lệ sử dụng đòn bẩy (Nợ/Vốn chủ sở hữu) ở mức tương đối an toàn. Tỷ lệ nợ vay/Vốn chủ sở hữu của toàn ngành theo số liệu FiinPro giảm nhẹ từ mức 65.3% năm 2016 về mức 62.2% năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy trong 8 doanh nghiệp BĐS có vốn hóa lớn nhất trên sàn (VHM, NVL, DXG, NLG, KDH, DIG, VPI, HPX) thể hiện mức giảm tương đối mạnh từ 92.7% 2016 về mức 63.9% 2019.

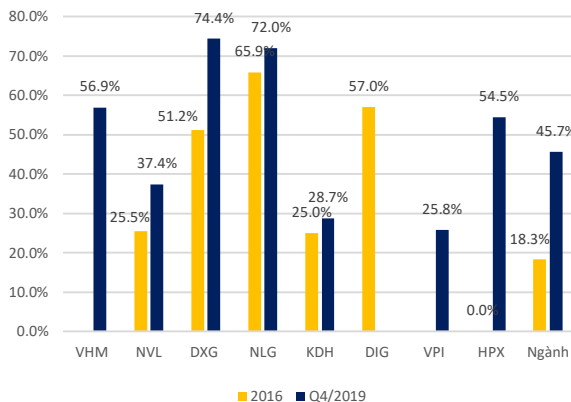


Nguồn: BSC Research

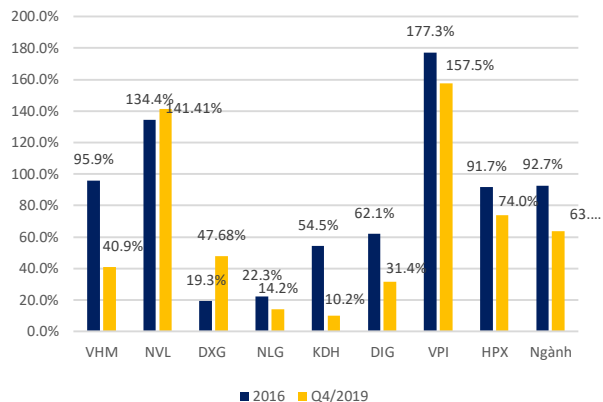
Tỷ lệ dư nợ trái phiếu/tổng nợ của nhóm này cũng tăng mạnh từ mức 18.3% năm 2016 lên mức 45.7% năm 2019. Chúng tôi nhận thấy thời điểm đáo hạn của tổng ¾ khoản vay này chủ yếu rơi vào các năm 2021-2022, do đó chúng tôi cho rằng trong trường hợp xấu nhất các dự án bị hoãn lại chưa mở bán được do dịch bệnh cũng sẽ không có tác động quá tiêu cực đến vấn đề rủi ro thanh toán của các doanh nghiệp bất động sản trong năm 2020. Ngoài ra, khoản mục người mua trả tiền trước cũng ghi nhận mức tăng trưởng tương đối tốt năm 2019 đạt 54,879 tỷ đồng (+176% so với cùng kỳ). Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý đến rủi ro về việc dịch bệnh lan rộng sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến nguồn thu của người mua nhà “đóng theo tiến độ” và “có tính chất đầu cơ sử dụng đòn bẩy lớn” dẫn đến việc “cắt lỗ hoặc mất khả năng đóng tiền” cho dự án.

Ngoài ra, chúng tôi cũng nhìn thấy các “rủi ro” đối với các doanh nghiệp hiện đang có nhiều dự án ở khu vực tỉnh hoặc căn hộ phân khúc cao cấp “mang tính đầu cơ cao” do ảnh hưởng của dịch bệnh sẽ có tác động xấu tới nhu cầu mua nhà trong tương lai khi dòng tiền cũng như thu nhập họ bị ảnh hưởng. Nhóm cổ phiếu bất động sản tập trung vào phân khúc trung cấp/bình dân “hướng tới nhu cầu thực” sẽ là những lựa chọn yêu thích của chúng tôi. **Do đó điểm mấu chốt của các doanh nghiệp trong việc cải thiện dòng tiền sẽ đến từ là “Mức độ hấp thụ” của các dự án mở bán mới sau khi bệnh dịch được kiểm soát.**

Tổng nợ trái phiếu/Tổng nợ vay ròng



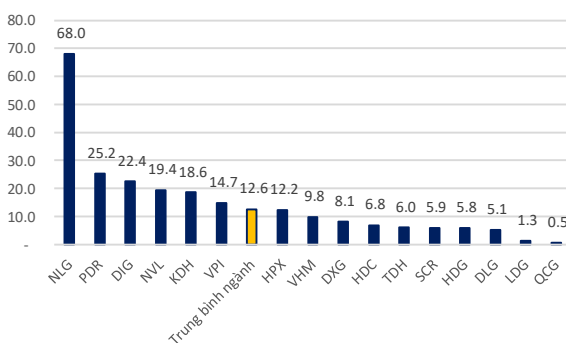
Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu



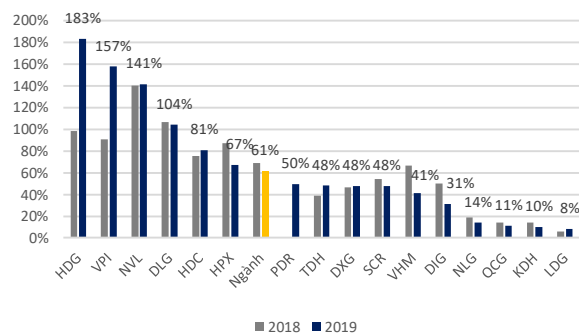
Nguồn: BSC Research

BSC đã tiến hành Stress Test với giả định không có doanh thu và dòng tiền được tạo ra nhưng vẫn phải trả lương người lao động (chi phí hoạt động), chi phí lãi vay và một số khoản phải trả (nếu có) trong năm 2020 (Với giả định nợ ngắn hạn sẽ được cơ cấu giãn nợ do ảnh hưởng của dịch Covid-19), với vị thế tiền mặt và tương đương tiền hiện có, số dư tiền trung bình ngành đủ sức duy trì các hoạt động của mình khoảng 12.6 tháng. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý, hiện tại ước tính stress-test trên chưa bao gồm dòng tiền đến từ việc bàn giao các dự án cho nhà đầu tư trong năm 2020 do đó, thời gian trụ được nhờ số dư tiền cũng sẽ tương đối được kéo giãn dài hơn so với ước tính chúng tôi. Chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp lớn uy tín có bảng cân đối kế toán khỏe mạnh và lượng tiền mặt lớn sẽ có nhiều lợi thế hơn và có khả năng gia tăng thêm quỹ đất nhờ M&A với các doanh nghiệp nhỏ đang gặp khó khăn về tài chính và thị trường bất động sản sẽ tiếp tục quá trình thanh lọc như diễn biến năm 2009-2010.

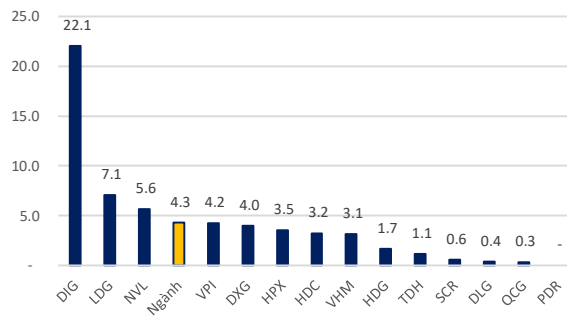
Thời gian trụ được nhờ số dư tiền (tháng)



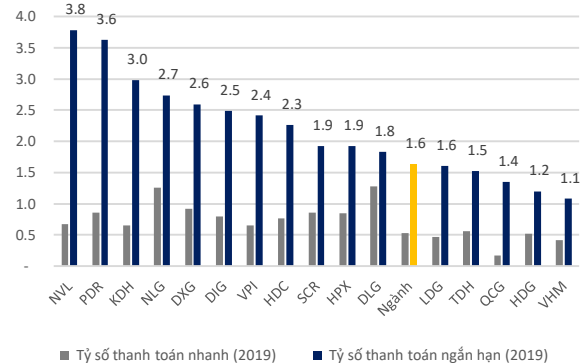
Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu



Tiền mặt/ Chi phí lãi vay 2019



Các chỉ số thanh khoản



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 dù đang chịu ảnh hưởng gián tiếp từ dịch bệnh dựa trên (1) Lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS năm 2020 vẫn được đảm bảo một phần nhờ bàn giao các dự án đã mở bán trong năm 2017-2018, (2) Cơ cấu sức khỏe tài chính tương đối lành mạnh hơn so với giai đoạn khủng hoảng năm 2008. Chúng tôi kỳ vọng với việc đẩy mạnh đầu tư công cũng như khơi thông pháp lý cũng sẽ giúp triển vọng các doanh nghiệp bất động sản trong năm 2021 lạc quan hơn.

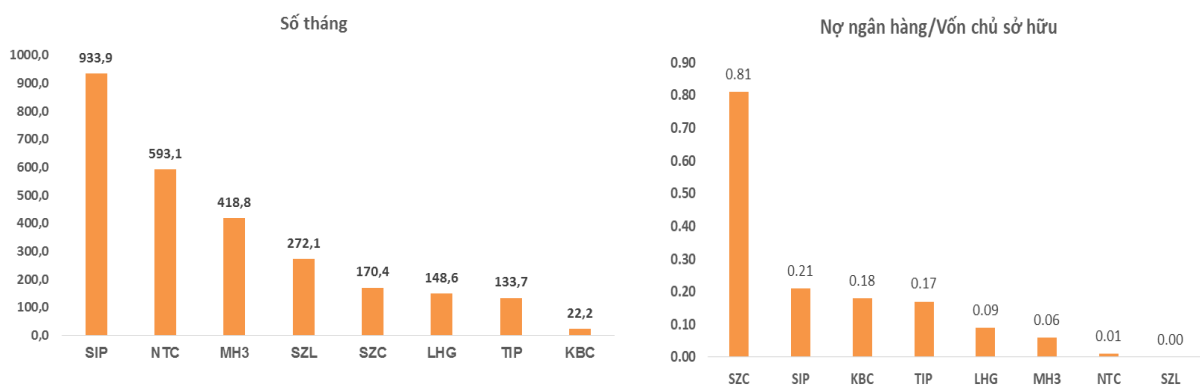
Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Trung lập]

- Tổng vốn FDI đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt 8.55 tỉ USD (-21% yoy) khiến khu vực công nghiệp chững lại.
- Tình hình tài chính các doanh nghiệp trong ngành ổn định và đủ duy trì hoạt động kinh doanh lâu dài.
- Chúng tôi đánh giá quan điểm đầu tư **TRUNG LẬP** năm với ngành năm 2020 tuy nhiên về dài hạn 2021 trở đi) các doanh nghiệp sẽ có triển vọng **tích cực** nhờ vào làn sóng dịch chuyển công xưởng, FDI, đầu tư công cải thiện cơ sở hạ tầng.

Tổng vốn FDI đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt 8.55 tỉ USD (-21% yoy) khiến lĩnh vực khu vực công nghiệp chững lại. Đại dịch Covid-19 tác động lớn tới quyết định của các nhà đầu tư cũng như quyết định mở rộng quy mô dự án, làm cho thu hút đầu tư nước ngoài trong quý I/2020, giảm cả về số lượng cũng như tổng vốn đầu tư đăng ký. Chúng tôi cho rằng ngành Khu công nghiệp 2020 không tránh khỏi tác động tiêu cực do quan ngại nhà đầu tư về đại dịch, việc thực địa các KCN để tìm kiếm địa điểm làm nhà máy cũng sẽ bị trì hoãn.

Chúng tôi cũng cho rằng ngành KCN năm 2020 KQKD sẽ bị sụt giảm nhẹ do đại dịch Covid ảnh hưởng tiến độ thuê tuy nhiên về dài hạn (2021 trở đi) sẽ tăng trưởng tích cực do (1) Việt Nam đã và đang tham gia các hiệp định thương mại tự do (FTA) trong đó có FTA Việt Nam - EU (EVFTA), kỳ vọng tạo nên những nền tảng và bệ đỡ quan trọng để dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam (2) dịch bệnh Corona có thể khiến các nhà máy thúc đẩy kế hoạch rời khỏi Trung Quốc hơn dự kiến để bảo vệ công nhân viên của họ và ổn định hoạt động, dịch chuyển sang các nước lân cận trong đó có Việt Nam (3) Các dự án đầu tư công đang được thúc đẩy, chúng tôi kỳ vọng cơ sở hạ tầng được cải thiện sẽ đẩy mạnh thu hút các nhà đầu tư, ngành khu công nghiệp được hưởng lợi trong dài hạn

Tình hình tài chính các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: BSC Research

BSC tiến hành stress test một số doanh nghiệp trong ngành để kiểm tra sức khỏe tài chính của doanh nghiệp với giả định công ty không tạo ra doanh thu và dòng tiền mới, tuy nhiên vẫn phải chi trả 50% chi phí hoạt động, chi phí lãi vay, khoản phải trả ngắn hạn. Hầu hết các doanh nghiệp ngành KCN đều có khả năng duy trì hoạt động với thời gian khá dài do lượng tiền mặt của doanh nghiệp lớn (SIP, NTC, MH3,

SZL...). Hệ số Nợ ngân hàng/vốn chủ sở hữu của ngành có mức trung bình đạt 0.13 cho thấy các doanh nghiệp không có nhiều áp lực trả nợ và lãi vay, cho thấy sức khỏe tài chính của các doanh nghiệp khá tốt, không đáng lo ngại.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá quan điểm đầu tư Trung lập năm với ngành KCN năm 2020 do (1) tác động đại dịch Covid khiến dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam chậm lại và việc tiến hành thực địa các KCN để xây nhà máy cũng bị trì hoãn ít nhất đến khi dịch bệnh được khống chế (sớm nhất tháng 6/2020) tuy nhiên (2) về dài hạn, ngành KCN sẽ được hưởng lợi nhờ việc dịch chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ nhanh hơn dự kiến, các hiệp định kinh tế thu hút vốn FDI và thúc đẩy đầu tư công. Một số doanh nghiệp có quỹ đất lớn, có khả năng hưởng lợi từ đầu tư công như: KBC, IDC, BCM, PHR, SZC,... Chúng tôi sẽ cập nhật lại các yếu tố và KQKD các doanh nghiệp trong đợt tới để đánh giá kỹ hơn triển vọng khả quan của ngành.

KBC – MUA – Giá mục tiêu 17,110 - Kỳ vọng đóng góp Bất động sản Khu đô thị ([link báo cáo](#))

BSC dự báo 2020, DT và LNST KBC lần lượt 3,359 tỷ đồng (+3.4% yoy) và LNST 1,177 tỷ đồng (+9% yoy) tương đương với EPS FW 2020 = 2,560 đồng/cp, P/E fwd = 5.8x từ (1) Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) là điểm sáng năm 2020, dự kiến đi vào hoạt động với kế hoạch cho thuê khoảng 60ha, các KCN Quang Châu, Tân Phú Trung tiếp tục giữ tốc độ cho thuê ổn định (2) dự báo năm 2020, tổng diện tích khu đô thị sẽ khoảng 5-6 ha, đóng góp doanh thu khoảng 896 tỷ đồng (27% tổng doanh thu) đến từ (1) khu đô thị Phúc Ninh sẽ ghi nhận khoảng 1.5 – 2ha, với doanh thu khoảng 350 tỷ đồng (2) khu đô thị Trảng Duệ có thể tiếp tục ghi nhận như năm 2019 khoảng 4ha đất nền.

IDC – Theo dõi – Chuyển sàn HNX và thoái vốn

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 doanh nghiệp với tổng công suất khoảng 322MW chiếm 2,1% tổng công suất tại VN.

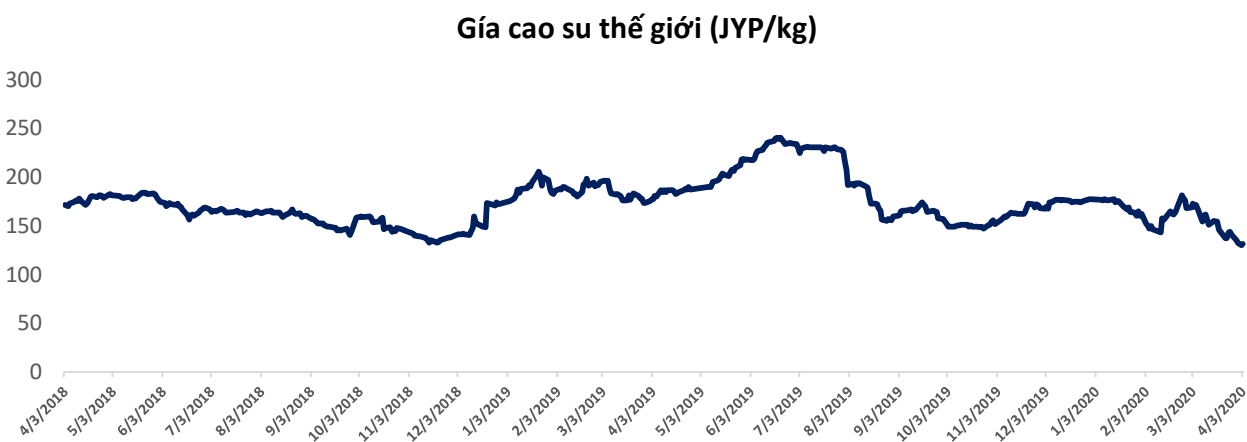
Rủi ro. Phê duyệt cho các dự án mới bị trì hoãn, ảnh hưởng đến quỹ đất trong tương lai (2) El Niño ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của thủy điện.

Ngành Cao su [Trung lập]

- Sản lượng xuất khẩu cao su 2.5T2020 đạt 197,198 tấn (-33% yoy) và giá trị đạt 287,621,956 USD (-24.7% yoy), do nhu cầu chế tạo, sản xuất ô tô giảm.
- Giá cao su thế giới 3 tháng 2020 giảm mạnh -15% yoy và so với trung bình 2019 -17%.
- Stress test: Các doanh nghiệp trong ngành có tài chính tốt, dư giả tiền mặt, thời gian duy trì HĐKD trung bình lên đến 92.4 tháng.
- Chúng tôi đánh giá quan điểm **TRUNG LẬP** Ngành cao su.

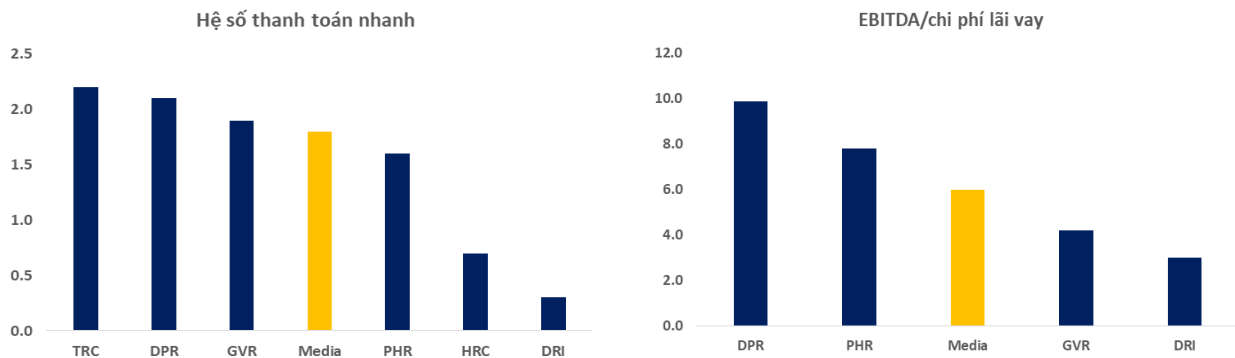
Ngành cao su bị ảnh hưởng tiêu cực do dịch Covid vì phụ thuộc phần lớn vào nhu cầu sản xuất ô tô và sự vận động của giá dầu. Chuỗi cung ứng ngành ô tô trên thế giới bị gián đoạn, chủ yếu do Trung Quốc đã tạm ngừng sản xuất đến hết tháng 2/2020 và đã bắt đầu hoạt động trở lại. Nhu cầu chế tạo ô tô toàn cầu bị ảnh hưởng mạnh bởi dịch bệnh, kết hợp giá dầu giảm mạnh, theo đó Các doanh nghiệp kinh doanh chủ yếu là mủ cao su sẽ bị tác động (DPR, TRC). Các doanh nghiệp có thu nhập khác từ kinh doanh KCN sẽ không bị ảnh hưởng nhiều, phần lớn phụ thuộc vào tiến độ pháp lý chuyển nhượng đất (PHR, GVR). Chúng tôi đưa ra hai kịch bản, kịch bản 1 - dịch bệnh covid được khống chế hết quý 2/2020, kịch bản 2 – dịch bệnh covid sẽ được khống chế hết 2020.

- Kịch bản 1, giả định sản lượng cao su và giá bán mủ cao su lần lượt ở mức -10%yoy và -5%, theo đó doanh thu và LNST lần lượt +6%yoy và -1.4% yoy (đã loại trừ nguồn thu nhập khác).
- Kịch bản 2, sản lượng cao su và giá bán cao su lần lượt giảm -15% yoy và -10%yoy, theo đó doanh thu và LNST lần lượt -7% yoy và -13% yoy (đã loại trừ nguồn thu nhập khác).



Nguồn: BSC Research

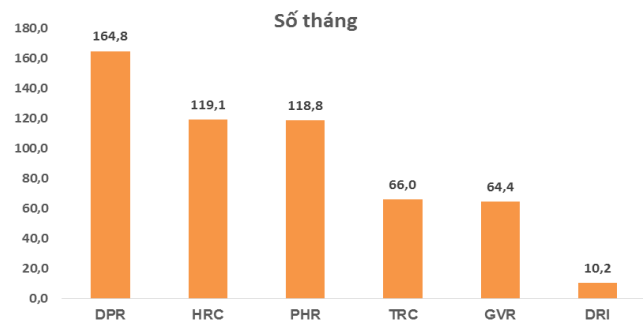
Giá cao su thế giới trung bình 3 tháng đầu năm đạt 158 JPY/kg (-15% yoy). Sự sụt giảm giá cao su nguyên nhân do giá dầu giảm làm giảm giá cao su tổng hợp (thay thế cho cao su tự nhiên). Hiện nay, diễn biến giá dầu vẫn đang ở mức khó lường và được dự báo sẽ tiếp tục giảm sâu, do đó chúng tôi cho rằng giá cao su khó có thể tăng bật trở lại, thiệt hại trực tiếp đến doanh thu mủ cao su.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Chúng tôi rà soát lại các doanh nghiệp ngành cao su cho thấy hệ số thanh toán nhanh của hầu hết các doanh nghiệp đều ở mức ổn định (>1) (TRC, DPR, GVR, PHR), chỉ số EBITDA/chi phí lãi vay luôn ở mức khá cao (trung vị ngành ở mức 6x) (DPR, PHR, GVR).

BSC tiến hành stress test một số doanh nghiệp trong ngành để kiểm tra sức khỏe tài chính của doanh nghiệp với giả định công ty không tạo ra doanh thu và dòng tiền mới, tuy nhiên vẫn phải chi trả 50% chi phí hoạt động, chi phí lãi vay, khoản phải trả ngắn hạn. Hầu hết các doanh nghiệp ngành cao su đều có thời gian duy trì hoạt động khá dài (DPR, PHR, TRC, GVR), trung bình ngành khoảng 92.4 tháng.



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá quan điểm Trung lập Ngành cao su do (1) giá cao su đang có xu hướng giảm khiến kinh doanh mủ cao su khó khăn tuy nhiên (2) các doanh nghiệp ngành cao su có thu nhập khác (chuyển nhượng đất, thanh lý cây cao su) không bị ảnh hưởng nhiều, đảm bảo được KQKD và (3) Lịch sử trả cổ tức các doanh nghiệp luôn ở mức cao 40-50%.

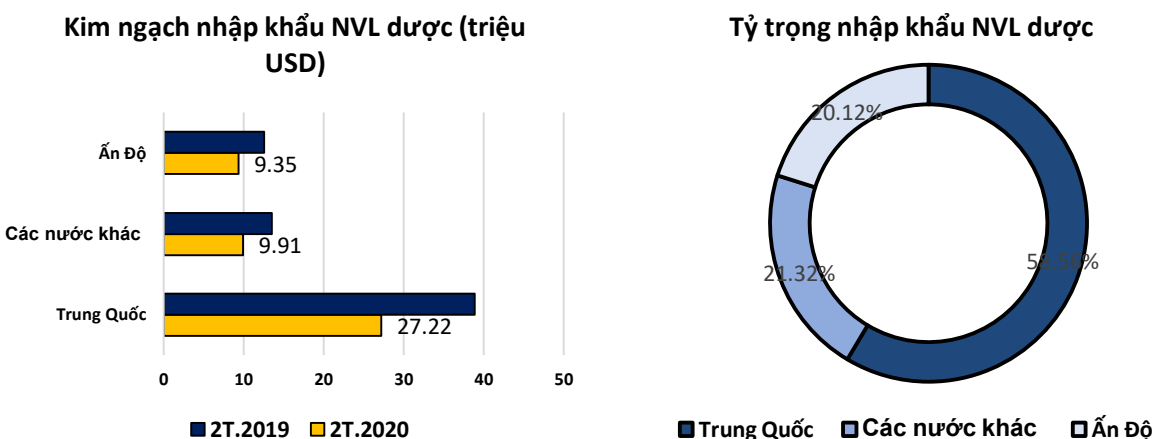
PHR: Doanh nghiệp ngoài kinh doanh mủ cao su còn có thu nhập chuyển nhượng đất. Năm 2020, PHR đã được phê duyệt kế hoạch chuyển nhượng đất làm KCN Nam Tân Uyên mở rộng, thu nhập đến từ việc này góp phần lớn lợi nhuận cho DN. Chúng tôi dự báo PHR sẽ chuyển nhượng ít nhất khoảng 150-200ha NTU3, tương ứng đóng khoảng 500-600 tỷ đồng (đóng góp 60% LNST cho DN). Do đó, KQKD 2020 của doanh nghiệp sẽ không bị ảnh hưởng quá nhiều bởi kinh doanh mủ cao su.

DPR, TRC: doanh nghiệp kinh doanh chủ yếu mủ cao su, nên cầu cao su và giá cao su thay đổi, trước tác động dịch bệnh Corona và giá dầu giảm, chúng tôi dự báo KQKD doanh nghiệp sẽ giảm sút do (1) dự báo nhu cầu cao su giảm -10% yoy và (2) giá cao su tự nhiên giảm do tác động giá dầu giảm.

Ngành Dược [Trung lập]

- Các doanh nghiệp dược nội địa tiếp tục chịu áp lực từ việc giảm sút nhu cầu trong ngắn hạn.
- Năm 2020, BSC có rà soát lại tình hình tài chính của 24 doanh nghiệp niêm yết trên sàn và nhận thấy do đặc thù ngành, các doanh nghiệp dược vay nợ ngân hàng ở mức thấp.
- BSC tiến hành Stress Test (giả định chi tiết trong bài) để kiểm tra doanh nghiệp đủ sức chi trả trong: DHG (13 tháng), DBD (4 tháng), IMP (1.4 tháng), PME (1 tháng).
- Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành Dược.

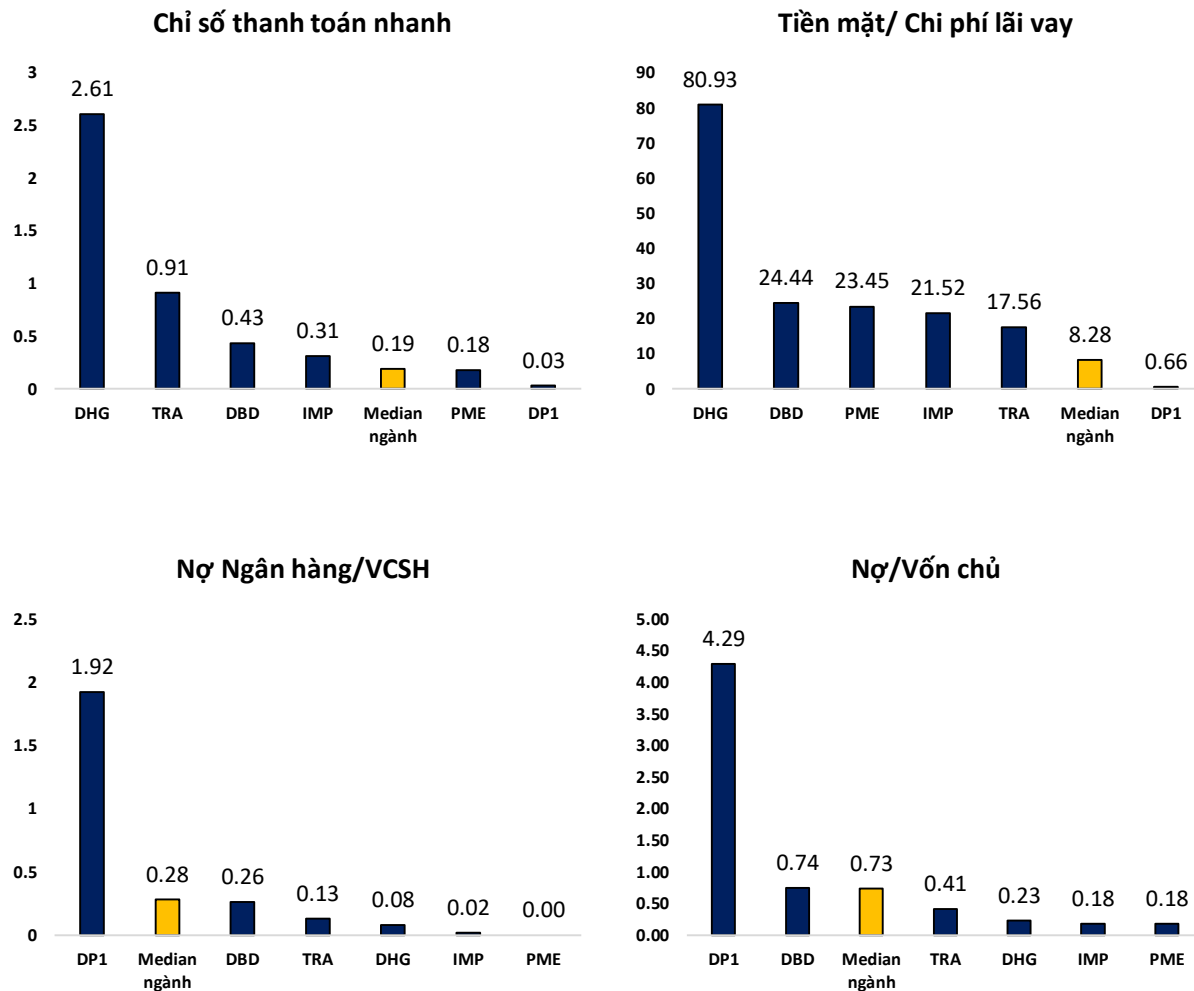
Các doanh nghiệp dược nội địa tiếp tục chịu áp lực từ việc giảm sút nhu cầu trong ngắn hạn. Người dân phòng tránh dịch bệnh làm tăng nhu cầu với các sản phẩm khử trùng, khẩu trang – tuy nhiên, BSC không có số liệu chính xác để đánh giá tác động lên từng doanh nghiệp dược. Đối với kênh OTC, BSC cho rằng sau giai đoạn tích trữ thuốc men ban đầu, việc người dân hạn chế ra đường sẽ khiến doanh số qua kênh OTC sụt giảm. Đối với kênh ETC, BSC cho rằng (1) Chính phủ tập trung ứng phó với nCoV và (2) Tâm lý hạn chế đến bệnh viện để tránh lây chéo có thể làm sụt giảm doanh thu bán hàng qua kênh này. Tuy nhiên, BSC cho rằng đây chỉ là ảnh hưởng mang tính chất ngắn hạn (trong thời gian cách li xã hội) và nhu cầu tiêu thụ thuốc quay trở lại mức bình thường trong trung hạn. Đối với ảnh hưởng từ phía cung, Trung Quốc quay trở lại làm việc góp phần làm giảm tác động tiêu cực đến quá trình nhập nguyên vật liệu dược phẩm của các doanh nghiệp nội địa.



Nguồn: TCHQ

BSC có rà soát lại tình hình tài chính của 24 doanh nghiệp niêm yết trên sàn và nhận thấy do đặc thù ngành, các doanh nghiệp dược vay nợ ngân hàng ở mức thấp. Các doanh nghiệp lớn có vị thế tài chính tốt hơn các doanh nghiệp nhỏ. Trong đó, Dược Hậu Giang với lượng tiền mặt lớn sẽ không gặp khó về vấn đề thanh khoản khi sức tiêu thụ thuốc giảm.

BSC tiến hành Stress Test với giả định không có doanh thu và dòng tiền mới được tạo ra nhưng công ty vẫn chịu 50% chi phí hoạt động (trừ chi phí khấu hao), chi phí lãi vay và các khoản phải trả người bán trong năm 2020. Kết quả cho thấy nhóm ngành Dược phẩm trụ được 5 tháng. Trong đó, một số doanh nghiệp trong ngành trụ được: DHG (13 tháng), DBD (4 tháng), IMP (1.4 tháng), PME (1 tháng).



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

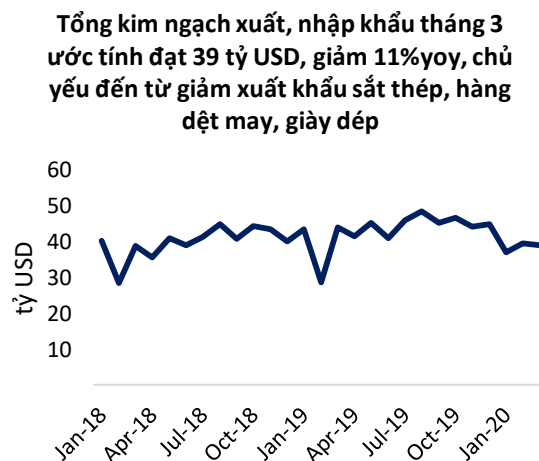
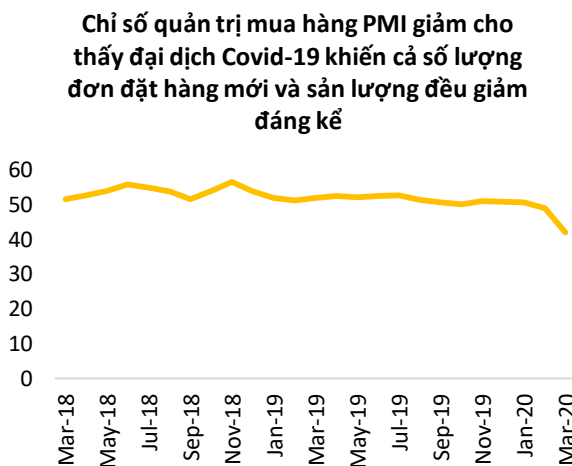
Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Dược năm 2020 do vị thế tài chính của các doanh nghiệp Dược lành mạnh, tỷ lệ nợ trên vốn chủ thấp; giúp doanh nghiệp Dược có thể chống chọi việc khó khăn trong ngắn hạn. BSC kỳ vọng doanh thu toàn ngành dược phẩm nội địa giảm 2% năm 2020 theo kịch bản 1 (dịch bệnh được kiểm soát trong quý 2 năm 2020) và giảm 7% năm 2020 theo kịch bản 2 (dịch bệnh được kiểm soát trong quý 4 năm 2020).

Ngành Cảng biển [Trung lập]

- Số liệu sản lượng hàng hóa Q1/2020 tương đối tốt (Sản lượng hàng hóa thông cảng Q1/2020 +14% YoY), tuy nhiên BSC cho rằng ảnh hưởng tiêu cực của dịch bệnh tới ngành sẽ rõ ràng hơn từ Quý 2/2020.
- BSC tiến hành stress test với 18 doanh nghiệp niêm yết trong ngành, nhóm doanh nghiệp có thể trụ được trong 12.6 tháng.
- BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Cảng biển trong năm 2020 do thời gian kiểm soát được dịch bệnh là chưa chắc chắn.

Ảnh hưởng tiêu cực của dịch bệnh tới ngành sẽ rõ ràng hơn từ Quý 2/2020. Theo Cục Hàng hải Việt Nam, ảnh hưởng từ dịch bệnh tới hoạt động cảng biển trong quý 1 là chưa đáng kể. Khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam quý 1/2020 đạt hơn 5 triệu TEUs (+14%yoy). Khu vực Cái Mép (Bà Rịa - Vũng Tàu) - nơi chiếm 30% thị phần sản lượng container cả nước và phần lớn hàng hóa thuộc các tuyến xa (Châu Âu, Mỹ) - ghi nhận mức tăng trưởng khả quan +29%yoy (theo VPA). Mức độ ảnh hưởng từ dịch bệnh rõ rệt hơn tại khu vực Hải Phòng, nơi hàng hóa giao thương với các nước Đông Á chiếm tỷ trọng lớn, khi sản lượng hàng thông cảng đi ngang trong tháng 2 và sụt giảm 5% yoy trong tháng 3.

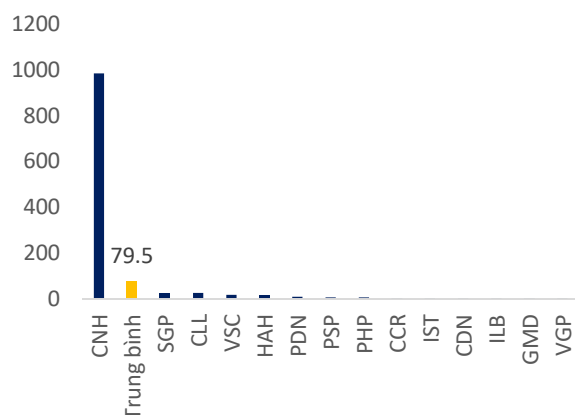
Chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực từ dịch bệnh có thể sẽ bị trễ 1 – 2 tháng do việc giảm sản lượng có độ trễ do các doanh nghiệp vẫn có thể duy trì hàng tồn kho. Với việc (1) chỉ số PMI giảm từ 49 điểm của tháng 2 xuống 41.9 điểm trong tháng 3 báo hiệu mức giảm mạnh của sức khỏe hoạt động sản xuất tại Việt Nam và (2) dịch lây lan khiến nguồn cầu từ các thị trường quan trọng khác như Hàn Quốc, Mỹ, Châu Âu suy giảm, sản lượng thông cảng toàn ngành sẽ khó tăng trưởng trong Quý 2.



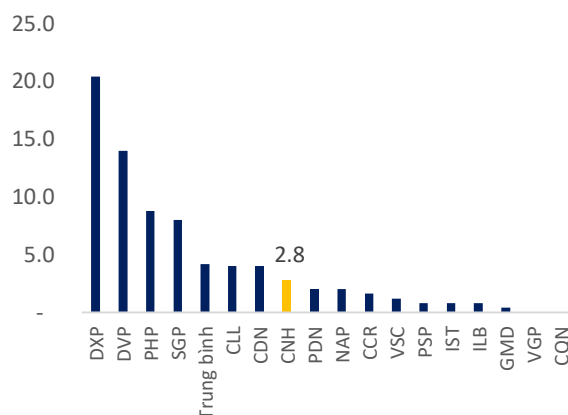
Nguồn: IHS Markit, GSO

BSC tiến hành stress test với 18 doanh nghiệp niêm yết trong ngành với giả định không có nguồn thu được tạo ra, không đầu tư mới, vẫn phải chịu khoản phải trả người bán, chi phí lãi vay và 50% chi phí hoạt động (trừ khấu hao) thì với số dư tiền + tiền gửi ngắn hạn cuối năm 2019, nhóm doanh nghiệp có thể trụ được trong 12.6 tháng. Những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay thấp và lượng tiền nhiều như DXP, DVP, PHP và SGP có thể cầm cự được hơn 24 tháng.

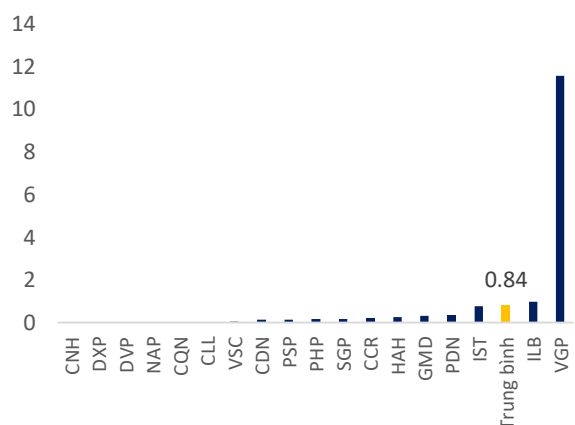
Tiền và tương đương tiền/Chi phí lãi vay



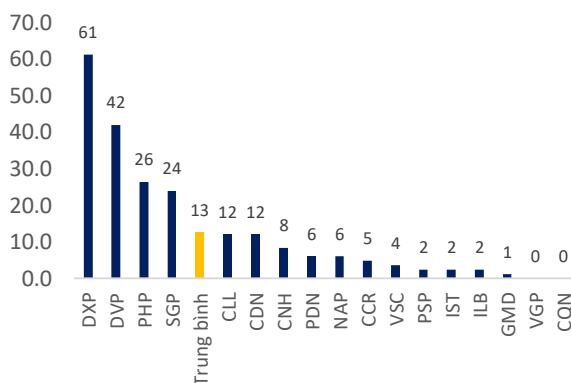
Chỉ số thanh toán nhanh



Nợ vay/Vốn chủ sở hữu



Thời gian trụ được nhờ tiền và tiền gửi ngắn hạn (tháng)



Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành Cảng biển trong năm 2020 do thời gian kiểm soát được dịch bệnh là chưa chắc chắn. Trong trường hợp dịch được kiểm soát trong Quý 2, lượng hàng thông cảng sẽ tăng mạnh trở lại để các cơ sở sản xuất có thể làm việc được bình thường. Tuy nhiên nếu dịch tiếp tục kéo dài, mức độ ảnh hưởng đến nền kinh tế sẽ càng lớn, làm chậm quá trình phục hồi sản xuất và kéo theo triển vọng không sáng sủa của toàn ngành.

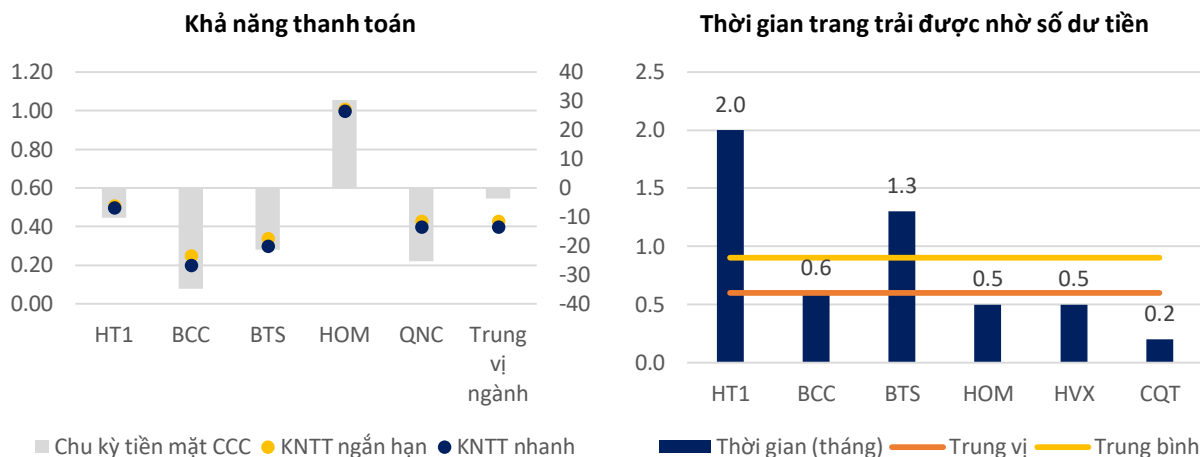
Ngành Xi măng [Trung lập]

- Tiêu thụ clinker và xi măng từ đầu năm giảm mạnh (-7% yoy) do nhu cầu tiêu thụ suy yếu và ảnh hưởng của dịch bệnh. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ xi măng sẽ được hỗ trợ bởi đầu tư công trong thời gian tới.
- Giá than đầu vào tiếp tục xu hướng giảm giúp tiết kiệm chi phí (Giá than nhiệt tại Úc -30% YoY).
- Khả năng thanh toán (KNTT) trong ngắn hạn của các doanh nghiệp được đảm bảo nhờ vòng quay tiền nhanh.
- Tiến hành stress test, thời gian trang trải được bình quân ngành là 1 tháng do có tỷ lệ phải trả người bán cao và số dư tiền ở mức vừa phải.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với các doanh nghiệp xi măng.

Tổng tiêu thụ clinker và xi măng trong 2T2020 đạt 11.43 triệu tấn (-7% yoy) do nhu cầu tiêu thụ suy yếu và ảnh hưởng của dịch bệnh. Cụ thể, tiêu thụ nội địa trong 2 tháng đầu năm đạt 7 triệu tấn (-2% yoy), giá ổn định. Xuất khẩu clinker và xi măng theo số liệu từ Hiệp hội xi măng Việt Nam đạt 4.35 triệu tấn (-13% yoy), trong đó xuất khẩu xi măng 2 triệu tấn (+7% yoy) và clinker 2.2 triệu tấn (-26% yoy) do hoạt động xuất khẩu sang các thị trường như Philippines, Bangladesh giảm từ 15-30% (theo số liệu của Tổng cục Hải Quan). Giá xuất khẩu bình quân cũng giảm 6.5% xuống dưới 40 USD/tấn, tiếp tục giảm trong tháng 3/2020 cho thấy tình hình cạnh tranh đang rất khốc liệt, buộc các doanh nghiệp phải giảm giá để đẩy hàng ra thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý những tín hiệu tích cực từ giải ngân đầu tư công trong Quý 1/2020 có thể sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ xi măng trong thời gian tới.

Giá than đầu vào tiếp tục xu hướng giảm giúp tiết kiệm chi phí. Giá than trên thị trường quốc tế trong xu hướng giảm (VD giá than nhiệt tại Úc -30% YoY, giảm mạnh hơn so với dự báo trước đó của NHTW Úc) tạo áp lực giảm lên giá than trong nước. Giá than giảm sẽ giúp các doanh nghiệp xi măng tiết kiệm chi phí trong bối cảnh tiêu thụ chậm, giá bán giảm (chi phí than chiếm khoảng 30% giá vốn xi măng). Ước tính 5% giảm giá than sẽ giúp các doanh nghiệp có dư địa để giảm giá bán khoảng 1.5-2% trong điều kiện vẫn giữ nguyên biên lợi nhuận.

Khả năng thanh toán (KNTT) trong ngắn hạn của các doanh nghiệp được đảm bảo nhờ vòng quay tiền nhanh. Kể từ giai đoạn mở rộng công suất trước đây, hầu hết các doanh nghiệp xi măng đều tài trợ một phần tài sản dài hạn bằng các khoản vay ngắn hạn. Do đó, nếu chỉ tính riêng các tài sản có tính thanh khoản (TSNH) thì sẽ không đủ đảm bảo thanh toán các nghĩa vụ nợ cho chu kỳ sản xuất kinh doanh tới. Tuy nhiên, nhờ có vòng quay tiền ngắn (các khoản phải thu quay vòng nhanh và được nợ nhà cung cấp) nên khả năng thanh toán của các doanh nghiệp xi măng vẫn được đảm bảo.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Do các doanh nghiệp xi măng có tỷ lệ phải trả người bán cao và số dư tiền ở mức vừa phải nên trong tình huống stress-test, các doanh nghiệp không bán được hàng, hoạt động sản xuất phải cầm chừng ở mức 50% hiệu suất thì số dư tiền và các khoản tiền gửi có thể giúp các doanh nghiệp xi măng trang trải được các khoản phải trả, lãi vay và CPSX kinh doanh bằng tiền trong khoảng 1 tháng. Các doanh nghiệp ít bị phụ thuộc vào khoản vốn chiếm dụng từ nhà cung cấp (như HT1) hay có số dư tiền và tiền gửi tương đối lớn so với CPSXKD (như BTS) có thời gian trụ vững dài hơn (từ 1.3 đến 2 tháng).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với các doanh nghiệp xi măng do đánh giá ngành chịu tác động của những yếu tố tốt xấu đan xen:

- (1) Nhu cầu xi măng có thể giảm do ảnh hưởng của hoạt động xây dựng chậm lại do dịch bệnh, đặc biệt là đối với hoạt động xuất khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ xi măng sẽ được hỗ trợ bởi đầu tư công trong thời gian tới.
- (2) Giá than trong xu hướng giảm, giúp giảm giá thành sản xuất cho các doanh nghiệp.

BSC sẽ tiếp tục theo dõi tác động của các yếu tố trên đến hoạt động kinh doanh của ngành và cập nhật trong các báo cáo tiếp theo.

Ngành Thép [Trung lập]

- Dịch bệnh tác động tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ, lưu thông hàng hóa và ổn định sản xuất của các doanh nghiệp thép trong Q1/2020.
- Thuế tự vệ đối với sản phẩm phôi thép và thép dài tiếp tục được gia hạn thêm 3 năm, giảm áp lực cạnh tranh tại thị trường thép xây dựng nội địa.
- Giá quặng sắt, than đá và phôi thép diễn biến khó lường trước tình hình dịch bệnh trên thế giới nhưng chúng tôi cho rằng giá sẽ đối mặt với áp lực giảm trong tương lai do cầu suy yếu.
- Vốn đầu tư công được đẩy mạnh giải ngân trong thời gian tới, kỳ vọng sẽ tạo động lực cho hoạt động xây dựng và nhu cầu vật liệu, trong đó có thép.
- Tỷ lệ nợ vay bình quân các doanh nghiệp trong ngành tương đối cao ở mức 52% chủ yếu là nợ vay ngắn hạn.
- Tiến hành stress test (giả định cụ thể được trình bày phía dưới), thời gian trang trải được bình quân ngành là 0.7 tháng.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với các doanh nghiệp ngành thép

Dịch bệnh tác động tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ, lưu thông hàng hóa và ổn định sản xuất của các doanh nghiệp thép. Theo đánh giá của Hiệp hội thép Việt Nam (VSA) thị trường thép nhìn chung khá ảm đạm với hoạt động sản xuất cầm chừng do nhiều công trình, dự án tạm dừng hoặc giãn tiến độ. Tại một số doanh nghiệp, hoạt động sản xuất chưa đi vào ổn định, nguồn cung ứng nguyên vật liệu từ Trung Quốc bị gián đoạn. Tính chung trong 2T2020, sản xuất các SP thép đạt 3.6 triệu tấn (-5.3% yoy). Tiêu thụ đạt 2.97 triệu tấn (-17.5% yoy), trong đó xuất khẩu các SP thép giảm mạnh 31%, đạt 602 nghìn tấn; tiêu thụ nội địa 2.37 triệu tấn (-13.2% yoy). Sản phẩm thép xây dựng và ống thép tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu đều giảm mạnh từ 20-25% yoy, trong khi đó sản phẩm tôn mạ tăng nhẹ tại thị trường nội địa trong 2 tháng đầu năm nhưng cũng không bù được sản lượng xuất khẩu sụt giảm. Nếu diễn biến dịch bệnh tiếp tục kéo dài, nhiều khả năng tiêu thụ của ngành năm nay sẽ giảm đáng kể.

Thuế tự vệ đối với sản phẩm phôi thép và thép dài tiếp tục được gia hạn thêm 3 năm, giảm áp lực cạnh tranh đối với các doanh nghiệp. Điều này cũng giảm bớt rủi ro từ việc thép nhập khẩu (đặc biệt từ Trung Quốc) đổ sang cạnh tranh với thép nội địa khi sản xuất ở nước này được khôi phục sau dịch bệnh.

Bảng: Mức thuế tự vệ được áp dụng với các sản phẩm phôi và thép dài

Thời gian	Phôi thép	Thép dài
Quyết định 2968/QĐ – BCT (18/07/2016)		
22/03/2016 - 21/03/2017	23.3%	15.4%
22/03/2017 - 21/03/2018	21.3%	13.9%
22/03/2018 - 21/03/2019	19.3%	12.4%
22/03/2019 - 21/03/2020	17.3%	10.9%

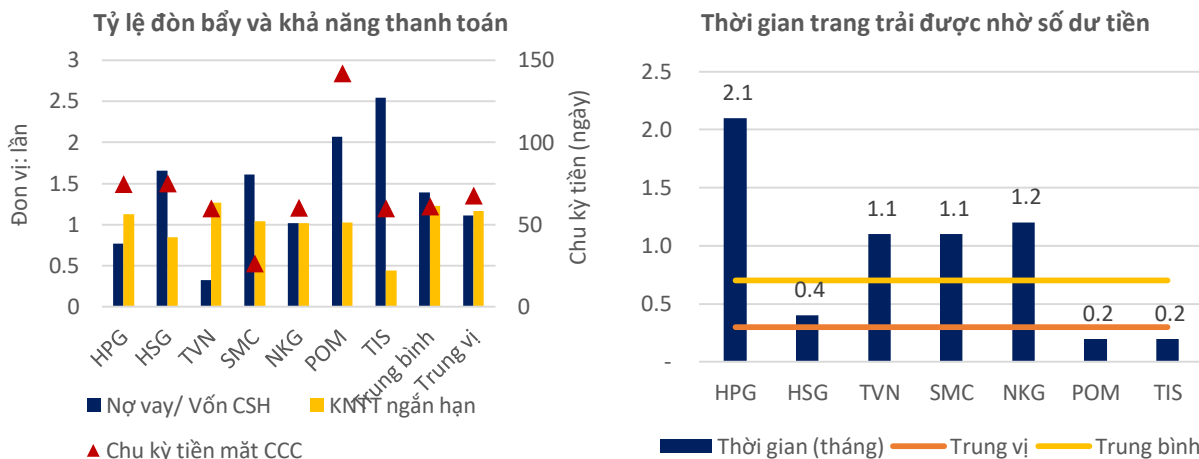
Quyết định 918/QĐ – BCT (20/03/2020)

22/03/2020 - 21/03/2021	15.3%	9.4%
22/03/2021 - 21/03/2022	13.3%	7.9%
22/03/2022 - 21/03/2023	11.3%	6.4%
Từ ngày 22/03/2023 trở đi (nếu không được gia hạn)	0%	0%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Giá quặng sắt, than đá và phôi thép diễn biến khó lường trước tình hình dịch bệnh trên thế giới nhưng chúng tôi cho rằng giá sẽ đối mặt với áp lực giảm trong tương lai do cầu suy yếu. Giá quặng sắt 62% Fe ở phía Bắc Trung Quốc nhập khẩu từ Úc bình quân 3T2020 là 93-94 USD/tấn (+5.3% yoy). Giá quặng sắt tại Trung Quốc sau đã giảm kể từ sau kỳ nghỉ lễ đã tăng trở lại trong trung tuần tháng 3 sau khi nước này cơ bản kiểm chế được dịch bệnh và hoạt động sản xuất tại một số vùng được khôi phục. Bên cạnh đó, việc một số cơ sở khai thác tại Nam Phi và Canada để kiểm soát dịch bệnh đang lây lan nhanh làm dấy lên tâm lý lo ngại thiếu hụt nguồn cung, khiến giá quặng tăng. Tuy nhiên, trước triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới ảm đạm và hoạt động sản xuất kinh doanh, giao thương bị gián đoạn tại nhiều quốc gia và việc nguồn cung có thể tăng từ một số khu vực không buộc đặt tạm dừng hoạt động (như Úc), giá quặng đứng trước áp lực giảm trong thời gian tới. Giá than coke ở miền Bắc Trung Quốc cũng giảm từ 278 USD/tấn trong tháng 2/2020 về 268 USD/tấn và được dự báo sẽ tiếp tục giảm trước nhu cầu thép thô yếu đi tại Trung Quốc. Giá HRC nội địa tại Trung Quốc 3T2020 giao dịch khoảng 505 USD/tấn (-8% YoY và -10% so với thời điểm trước khi dịch bùng phát).

Tỷ lệ nợ vay bình quân các doanh nghiệp trong ngành tương đối cao ở mức 52% chủ yếu là nợ vay ngắn hạn. Nợ vay dài hạn chủ yếu phát sinh tại các doanh nghiệp có đầu tư mở rộng trong một vài năm gần đây hoặc đang đầu tư như HPG, HSG. Trước những khó khăn của ngành trước diễn biến dịch bệnh, **Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) đã có kiến nghị với Ngân hàng nhà nước và các NHTM giãn nợ, giảm lãi suất cho các doanh nghiệp trong ngành.** Dựa trên dư nợ vay của các doanh nghiệp tại cuối năm 2019, chúng tôi ước tính 1% giảm trong lãi vay các kỳ hạn sẽ giúp ngành tiết kiệm được khoảng 640-650 tỷ chi phí lãi vay, tương đương với khoảng 5% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh năm 2019. Một số doanh nghiệp có chi phí lãi vay/ EBIT cao như POM, NKG, TIS sẽ có kết quả kinh doanh cải thiện đáng kể nếu được giảm lãi suất.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Các doanh nghiệp có thể gặp vấn đề trong khả năng thanh toán các nghĩa vụ nợ ngắn hạn nếu các tài sản ngắn hạn luân chuyển chậm lại. Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh bình quân ngành đều ở mức trên 1 do có tỷ lệ phải thu và hàng tồn kho lớn. Tuy nhiên, chu kỳ tiền mặt của các doanh nghiệp tương đối dài, do đó chúng tôi quan ngại việc tình hình bán hàng khó khăn có thể làm ảnh hưởng đến luân chuyển tiền và khả năng đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán đến hạn của doanh nghiệp. Tiến hành stress test với các doanh nghiệp trong ngành, trong trường hợp bán hàng đình trệ, các doanh nghiệp duy trì 50% công suất thì với số dư tiền hiện tại, thời gian trang trải bình quân của các doanh nghiệp là 0.7 tháng. Nhóm các doanh nghiệp có khả năng chiếm dụng vốn của nhà cung cấp và số dư tiền tương đối lớn so với chi phí SXKD (HSG, NKG, SMC, TVN) có thời gian trụ được dài hơn (1.1-2.1 tháng). Trong khi đó, các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay và chi phí lãi vay tương đối cao trong tổng CPSXKD và số dư tiền thấp (HSG, POM, TIS) thì thời gian trang trải chỉ dao động trong khoảng 0.2-0.4 tháng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với các doanh nghiệp ngành thép dựa trên các luận điểm sau:

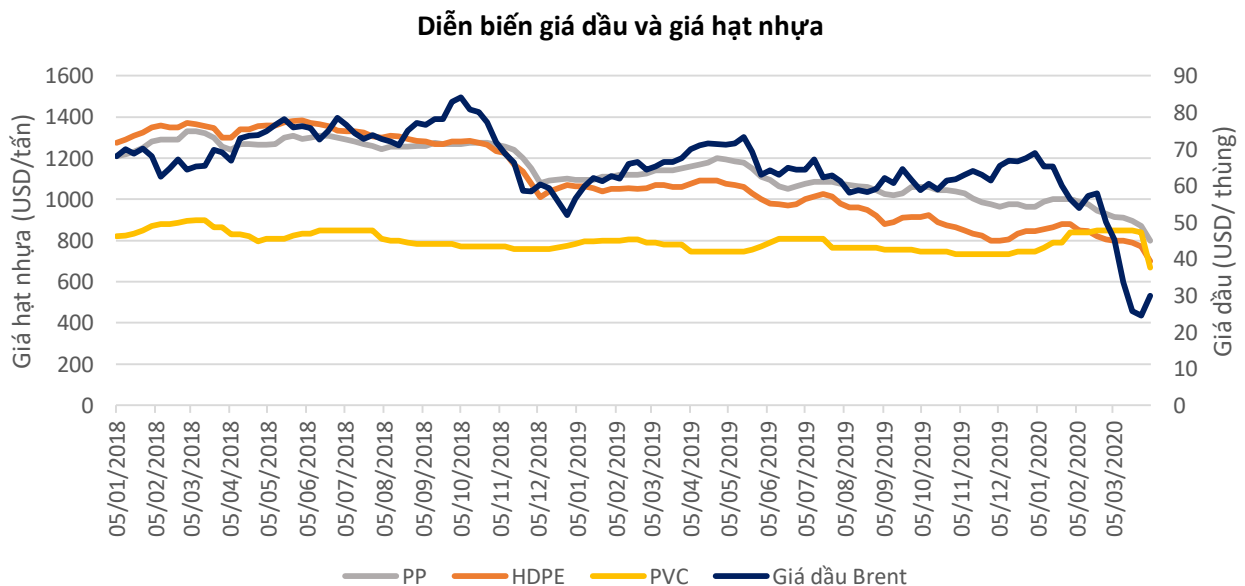
- (1) BSC ước tính nhu cầu tiêu thụ thép nội địa năm 2020 có thể giảm từ 14-16% yoy do ảnh hưởng bởi hoạt động xây dựng chậm lại. Hoạt động xuất khẩu các sản phẩm như tôn mạ duy trì xu hướng giảm và còn ảnh hưởng bởi các yếu tố bất lợi của tình hình dịch bệnh thế giới.
- (2) Giá các yếu tố đầu vào như quặng sắt, than cốc trong xu hướng giảm do nhu cầu thế giới suy yếu.

Mức độ tác động cũng như tương tác qua lại của các yếu tố trên sẽ quyết định chiều hướng diễn biến kết quả kinh doanh của ngành. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật các diễn biến trên trong các báo cáo tiếp theo.

Ngành Nhựa [Trung lập]

- Giá nguyên liệu đầu vào giảm theo diễn biến giá dầu: HDPE -38%, PP -25.4% YoY, PVC -5.1%.
- Trước áp lực giảm của giá dầu, chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp, giúp giảm gánh nặng chi phí với các doanh nghiệp.
- Khả năng thanh toán của các doanh nghiệp được đảm bảo nhờ tỷ lệ nợ vay cân bằng và khả năng chi trả các chi phí tiền phát sinh bằng các khoản tiền tại quỹ và tiền gửi ngắn hạn.
- Chúng tôi thực hiện stress test cho các công ty trong ngành, thời gian có thể trang trải bình quân của các doanh nghiệp là 3-4 tháng.
- BSC duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với các doanh nghiệp nhựa

Giá nguyên liệu hạt nhựa đầu vào giảm theo diễn biến giá dầu. Hạt nhựa là chế phẩm dầu mỏ, nên có tương quan cao với giá dầu, đặc biệt là với hạt nhựa PE và PP. Đối với PVC, tương quan với giá dầu ở mức trung bình, phụ thuộc đáng kể vào nguồn cung từ Trung Quốc tuy nhiên thể hiện tương quan cao trong những đoạn giá dầu lao dốc mạnh. Tính từ đầu năm 2020 đến hết tháng 3, giá dầu Brent -57% YTD, HDPE và PP có mức giảm tương đối đồng đều lần lượt là -17.2% YTD và -17/1% YTD, PVC -10.1% YTD. Xét biến động so với cùng kỳ, giá dầu Brent bình quân 3T2020 giảm 24% YoY; giá HDPE và PP giảm lần lượt 38% và 25.4% YoY, PVC -5.1%. Giá PVC tính đến hết trung tuần tháng 3/2020 vẫn tăng nhẹ 3% YoY vì gián đoạn trong sản xuất tại Trung Quốc do dịch bệnh, ảnh hưởng tới nguồn cung và lưu chuyển hàng hóa nhưng sau đó đã điều chỉnh mạnh khi giá dầu giảm xuống gần 20 USD/thùng.

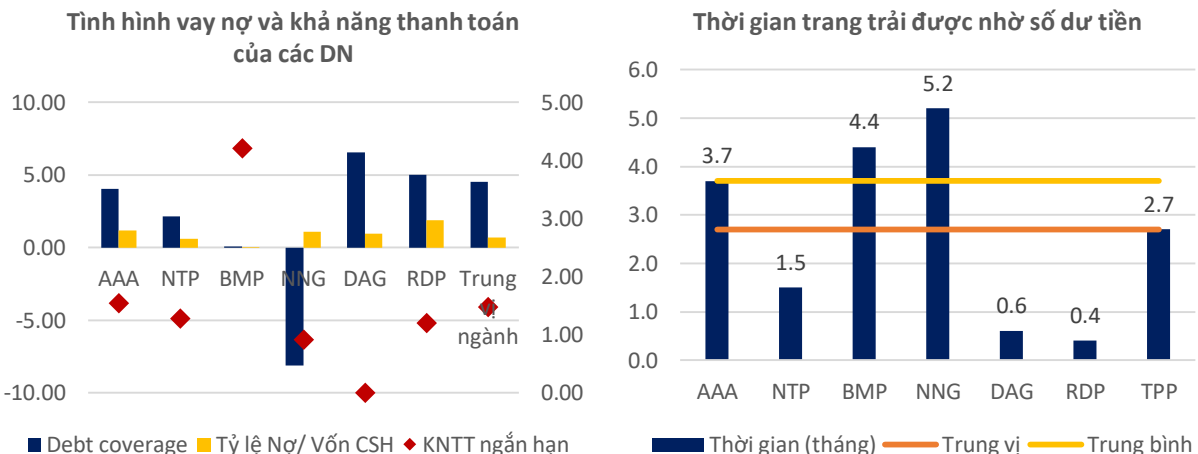


Nguồn: Bloomberg

Trước áp lực giảm của giá dầu, chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp, giúp giảm gánh nặng chi phí với các doanh nghiệp. Theo dự báo của BSC, giá dầu được dự báo sẽ dao động 33-35 USD/ thùng (-43.5% yoy) do nhu cầu sụt giảm mạnh khiến cho giá hạt nhựa đứng trước áp lực giảm tiếp.

Hoạt động sản xuất và thương mại tại Trung Quốc cũng dần bắt đầu lại, do đó làm giảm những lo ngại về gián đoạn nguồn cung cũng như ách tắc trong lưu chuyển hạt nhựa nguyên liệu.

Khả năng thanh toán của các doanh nghiệp được đảm bảo nhờ tỷ lệ nợ vay cân bằng và khả năng chi trả các chi phí tiền phát sinh bằng các khoản tiền tại quỹ và tiền gửi ngắn hạn. Với tỷ lệ nợ bình quân ngành chỉ ở mức 40%, các doanh nghiệp đều đảm bảo khả năng chi trả chi phí lãi vay từ nguồn lợi nhuận hoạt động hoặc từ số dư tiền hiện có. Chúng tôi thực hiện stress test cho các công ty trong ngành, trong trường hợp hoạt động bán hàng bị ngưng trệ thì số dư tiền hiện tại có thể giúp các doanh nghiệp trang trải được các khoản phải trả nhà cung cấp, chi phí sản xuất bằng tiền và lãi vay trong 3-4 tháng tới. Các doanh nghiệp có số dư tiền lớn (BMP, NNG) và hầu như không có nợ vay (BMP) có khả năng trang trải tốt trong khi đó một số doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn nhà cung cấp và số dư tiền thấp (DAG, RDP) có thời gian trụ được dưới 1 tháng. Chúng tôi cũng lưu ý trường hợp của Nhựa Ngọc Nghĩa (NNG) mặc dù có số dư tiền lớn nhưng năm 2019 có dòng tiền tự do FCFF < 0, các chỉ tiêu về khả năng bảo đảm nợ (Debt coverage), lãi vay (interest coverage) âm do EBITDA < 0. Một rủi ro của NNG là việc quản trị khoản phải thu khi tốc độ luân chuyển tương đối thấp và thường phát sinh những khoản nợ xấu cần phải trích lập dự phòng (VD cho năm 2018 và 2019 là trên 400 tỷ).



Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với các doanh nghiệp nhựa dựa trên các luận điểm sau:

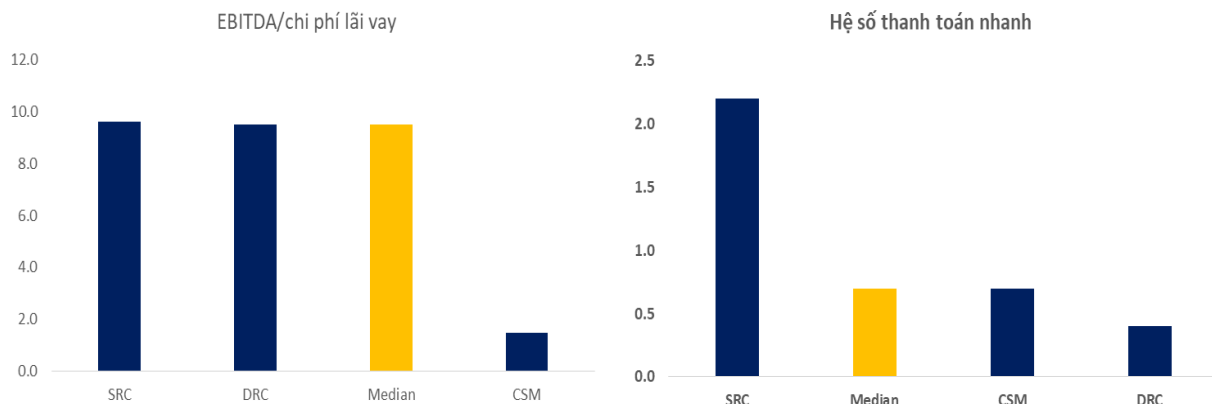
- (1) Giá hạt nhựa trong xu hướng giảm theo giá dầu, giúp tiết kiệm chi phí cho các doanh nghiệp.
 - (2) Tiêu thụ các sản phẩm nhựa xây dựng có thể giảm do ảnh hưởng của nhu cầu xây dựng giảm.
- Đối với sản phẩm nhựa bao bì thì nhu cầu ổn định hơn do ngành hàng tương đối thiết yếu.

Ngành Săm lốp [Trung lập]

- Nhu cầu về nguyên liệu thô và phụ tùng lắp ráp cho ngành công nghiệp ô tô rất cao, tuy nhiên, do đại dịch Covid19, nguồn cung (chủ yếu từ Trung Quốc) đang có dấu hiệu thiếu hụt.
- Giá dầu giảm làm giảm giá cao su tổng hợp (thay thế cho cao su tự nhiên) và giá cao su tự nhiên, hai nguyên liệu đầu vào chính cho các sản phẩm lốp xe (cao su tự nhiên - 35% giá vốn, cao su tổng hợp - 15% giá vốn).
- Tình hình tài chính của các doanh nghiệp xăm lốp có thể giúp các doanh nghiệp trụ qua được giai đoạn khó khăn với chỉ số EBITDA/lãi vay ở mức khá cao (8x-10x).
- BSC đánh giá quan điểm đầu tư **TRUNG LẬP** cho ngành xăm lốp do (1) đầu ra ngành xăm lốp phụ thuộc phần lớn vào nhu cầu sản xuất ô tô đang bị chững lại do đại dịch covid tuy nhiên (2) chi phí NVL đang giảm giúp doanh nghiệp cải thiện biên LNG. Chúng tôi cho rằng việc chi phí nguyên vật liệu vẫn đang có xu hướng giảm mạnh sẽ có tác động tích cực nhiều hơn là việc sản lượng đầu ra giảm, giúp KQKD các doanh nghiệp vẫn khả quan. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi thêm các yếu tố và cập nhật KQKD, để đánh giá kĩ triển vọng.

Nhu cầu về nguyên liệu thô và phụ tùng lắp ráp cho ngành công nghiệp ô tô rất cao, tuy nhiên, do đại dịch Covid-19, nguồn cung (chủ yếu từ Trung Quốc) đang có dấu hiệu thiếu hụt. Các doanh nghiệp xăm lốp (DRC) được hưởng lợi từ quyền tự chủ trong năng lực sản xuất, giảm cạnh tranh với lốp xe Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam trong thời gian ngắn (ít nhất khoảng 3 đến 6 tháng cho đến khi kiểm soát dịch bệnh và hoạt động sản xuất của Trung Quốc trở lại bình thường). Theo Tổng cục Hải quan, giá trị nhập khẩu tháng 1 năm 2020 từ linh kiện và phụ tùng ô tô giảm -18,7% yoy, sản phẩm cao su giảm -22,8% yoy.

Giá dầu giảm làm giảm giá cao su tổng hợp (thay thế cho cao su tự nhiên) và giá cao su tự nhiên, hai nguyên liệu đầu vào chính cho các sản phẩm lốp xe (cao su tự nhiên - 35% giá vốn, cao su tổng hợp - 15% giá vốn). Trong trường hợp giá dầu giảm sẽ giúp giảm chi phí nguyên liệu cho các doanh nghiệp kinh doanh xăm lốp, trong đó có DRC.



Nguồn: BSC Research

Tình hình tài chính của các doanh nghiệp xăm lốp có thể giúp các doanh nghiệp trụ qua được giai đoạn khó khăn. Chúng tôi nhận thấy SRC và DRC có chỉ số EBITDA/lãi vay ở mức khá cao (8x-10x), hệ số thanh

toán duy trì khoảng được nửa năm. Nếu xét trên kịch bản hết quý 2/2020, dịch bệnh sẽ được kiểm chế thì các doanh nghiệp sản xuất đều đủ khả năng để duy trì.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá quan điểm đầu tư Trung Lập cho ngành sản xuất do (1) đầu ra ngành sản xuất phụ thuộc phần lớn vào nhu cầu sản xuất ô tô đang bị chững lại do đại dịch tuy nhiên (2) chi phí NVL đang giảm giúp doanh nghiệp cải thiện biên LNG. Chúng tôi cho rằng việc chi phí nguyên vật liệu vẫn đang có xu hướng giảm mạnh sẽ có tác động tích cực nhiều hơn là việc sản lượng đầu ra giảm, giúp KQKD các doanh nghiệp vẫn khả quan. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi thêm các yếu tố và cập nhật KQKD, để đánh giá triển vọng. Chúng tôi dự báo KQKD của DRC theo giả định: sản lượng các loại bias sẽ sụt giảm 5-20% yoy (tùy dòng sản phẩm), sản lượng Radial sẽ sụt giảm khoảng 10% yoy:

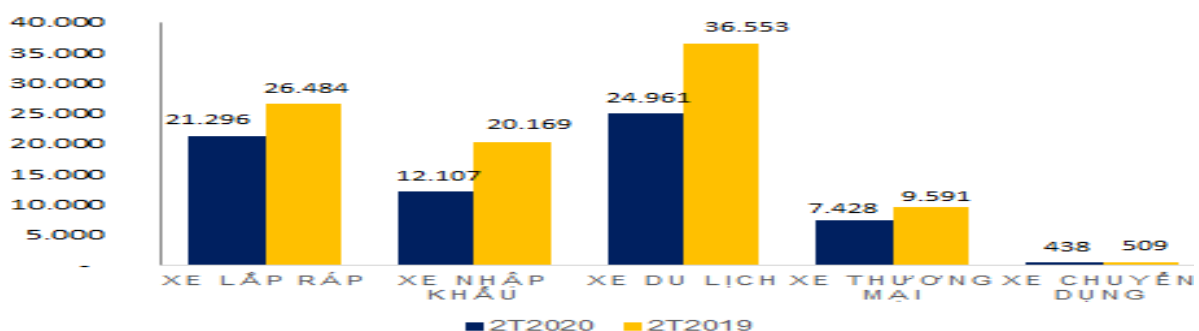
- Kịch bản 1, giá dầu trung bình năm 2020 ở mức 38- 40 USD/thùng (-37.5% yoy), kéo theo giá cao su tự nhiên và tổng hợp giảm khoảng 10-15% yoy, BSC ước tính biên lợi nhuận của DRC cải thiện từ 14.8 % đến 16.6%, DT và LNST lần lượt -8% yoy và +16% yoy.
- Kịch bản 2, giá dầu ở mức 50 - 54 USD/thùng (-20% yoy), kéo theo giá cao su tự nhiên và tổng hợp giảm khoảng 5-10% yoy, biên LNG cải thiện nhẹ từ 14.8% lên 15.1%. DT và LNST lần lượt -8% yoy và -1% yoy.

Ngành Ô tô [Trung lập]

- Tổng doanh số bán hàng ô tô Việt Nam 2 tháng 2020 sụt giảm mạnh -29.6% yoy, dịch vụ sửa chữa giảm khoảng 30-40% yoy. Doanh nghiệp ô tô hầu hết phải đối mặt với tình trạng kinh doanh khó khăn khi nhu cầu giảm mạnh do đại dịch Covid
- Tình hình tài chính của các doanh nghiệp: Trong trường hợp không tạo ra doanh thu, VEA có lượng tiền mặt lớn, đủ duy trì hoạt động khoảng 286 tháng, các doanh nghiệp phân phối xe thì khá khiếm tốn tuy nhiên nếu dịch được khống chế trong vòng 3 tháng – 6 tháng nữa doanh nghiệp vẫn đủ duy trì (HAX - 5.8 tháng, SVC - 5.2 tháng).
- BSC đánh giá quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành ô tô dù (1) dịch bệnh Covid khiến nhu cầu mua ô tô sụt giảm mạnh, các doanh nghiệp ô tô trong nước sẽ bị chịu tác động nặng nề tuy nhiên (2) tình hình tài chính của doanh nghiệp niêm yết (VEA) khá tốt giúp doanh nghiệp đủ khả năng duy trì hoạt động trong thời gian dài.

Tổng doanh số ô tô Việt Nam 2 tháng 2020 đạt 32,827 (-29.6% yoy). Theo đó, xe ô tô du lịch đạt 24,961 (-32% yoy); xe thương mại đạt 7,428 (-22.3% yoy) và xe chuyên dụng đạt 438 (-14% yoy), xe lắp ráp đạt 21,296 xe (-20% yoy), xe nhập khẩu đạt 12,107 (-40% yoy). Theo đó, sự sụt giảm mạnh ở hầu hết các loại xe trên thị trường. Về hoạt động dịch vụ, theo VAMA, lượng xe đến sửa chữa đã giảm khoảng 30-40% yoy. VAMA dự báo, về lâu dài có thể giảm mạnh tới 60-70% nếu tình hình dịch bệnh trở nên nghiêm trọng.

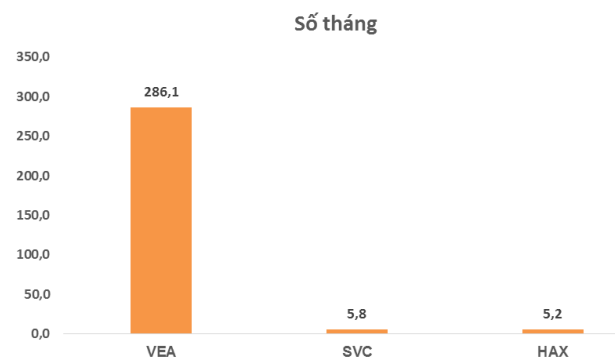
Doanh số bán xe ô tô 2 tháng 2020



Nguồn: BSC Research

Tình hình tài chính các doanh nghiệp trong ngành

BSC tiến hành stress test một số doanh nghiệp trong ngành để kiểm tra sức khỏe tài chính của doanh nghiệp với giả định công ty không tạo ra doanh thu và dòng tiền mới, tuy nhiên vẫn phải chi trả 50% chi phí hoạt động, chi phí lãi vay, khoản phải trả ngắn hạn. Chúng tôi nhận thấy các VEA là doanh nghiệp có sức khỏe tài chính tốt với lượng tiền mặt dồi dào (tính đến hết 2019), giúp cho doanh nghiệp có thể chi trả các chi phí cố định duy trì hoạt động kinh doanh trong thời gian dài (khoảng 95.4 quý). Tuy nhiên chúng tôi lưu ý, do



VEA có kế hoạch trả cổ tức cao nên tính toán này chỉ mang tính thời điểm.

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

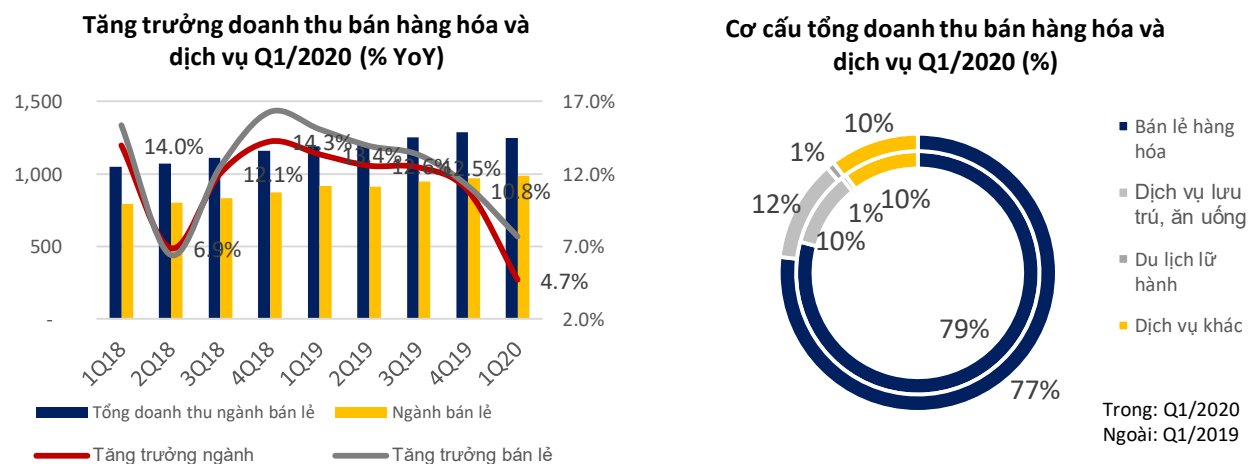
Chúng tôi đánh giá quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành ô tô dù (1) dịch bệnh Covid khiến nhu cầu mua ô tô sụt giảm mạnh, các doanh nghiệp ô tô trong nước sẽ bị chịu tác động nặng nề tuy nhiên (2) tình hình tài chính của doanh nghiệp niêm yết (VEA) khá tốt giúp doanh nghiệp đủ khả năng duy trì hoạt động trong thời gian dài. Chúng tôi đưa ra 2 kịch bản:

- Đại dịch Covid sẽ được khống chế trong quý 2/2020, chúng tôi giả định doanh số xe máy Honda giảm -2%, doanh số bán xe ô tô sẽ giảm -30% yoy, theo đó dự báo LNST của VEA sẽ đạt 6,416.8 tỷ đồng (-13% yoy).
- Đại dịch Covid sẽ được khống chế trong quý 3/2020, giả định doanh số bán xe máy Honda giảm -5%, doanh số bán xe ô tô giảm -50% yoy, dự báo LNST của VEA đạt 5,904 tỷ đồng (-20% yoy).

Ngành Tiêu Dùng Bán lẻ [Trung lập]

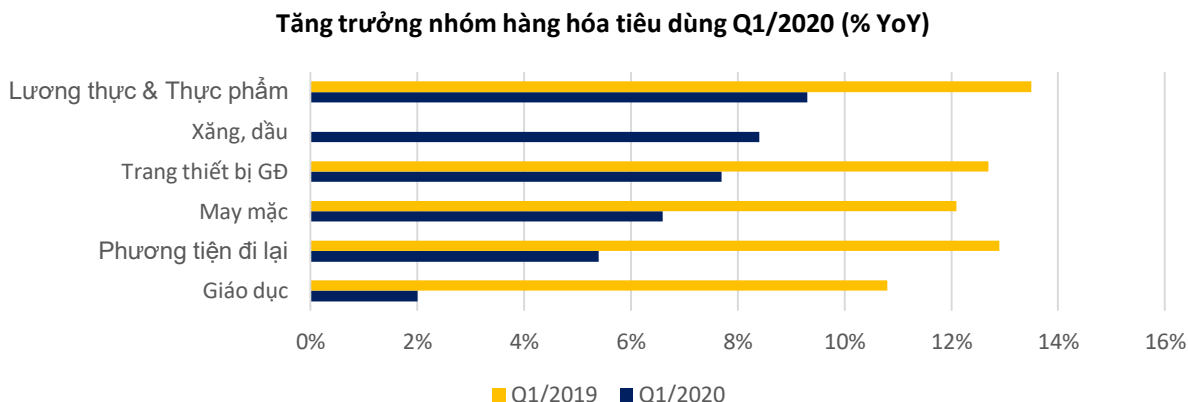
- Tổng mức bán hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng chậm lại +4.7% YoY trong Q1/2020.
- Các gói kích thích kinh tế của Chính Phủ sẽ hỗ trợ cho người dân và cả các doanh nghiệp bị ảnh hưởng của COVID-19.
- Các doanh nghiệp tiêu dùng bán lẻ vẫn trong vùng an toàn tài chính cho HĐKD trong 1 năm. BSC thực hiện Stress Test đối với các doanh nghiệp: VNM 20 tháng, MSN 12 tháng, MWG 4 tháng, PNJ 1 tháng.
- Thanh lọc lại doanh nghiệp và xu hướng M&A sẽ thấy rõ khi dịch COVID-19 kết thúc.
- BSC hạ khuyến nghị ngành tiêu dùng bán lẻ xuống **TRUNG LẬP** do các yếu tố bất lợi từ dịch COVID-19 trong 2020.

Tổng mức bán hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 1.246,1 ngàn tỷ (+4,7% YoY) thấp nhất trong 4 năm gần đây. Theo tổng cục thống kê GSO, tác động của dịch COVID-19 đã làm nhu cầu trong dân trong Quý 1/2020 giảm tương đối từ đó ảnh hưởng tới doanh thu bán lẻ hàng hóa chỉ đạt 985.8 ngàn tỷ đồng (+7.7% YoY) chiếm 79.1% cơ cấu tổng ngành. Tăng trưởng doanh thu hàng hóa một phần cũng nhờ tăng trưởng của kênh thương mại điện tử được người tiêu dùng ưu chuộng với nguồn cung hàng hóa dồi dào, giao hàng nhanh mà không cần ra cửa hàng vật lý trong mùa dịch cao điểm.



Nguồn: GSO

Tăng trưởng tiêu dùng một số các mặt hàng thiết yếu tăng chậm lại 7-9% so với cùng kỳ trong Q1/2020. Tốc độ tăng trưởng bình quân của các mặt hàng đang giảm từ 3-5% so với cùng kỳ 2019 tới từ tâm lý người tiêu dùng hạn chế mua sắm nơi công cộng và giữ tiền mặt nhiều hơn khi nền kinh tế đang khó khăn. Một số mặt hàng tăng như lương thực và thực phẩm (+9.3% YoY), xăng dầu (+8.4% YoY), trang thiết bị gia đình (+7.7% YoY), v.v...

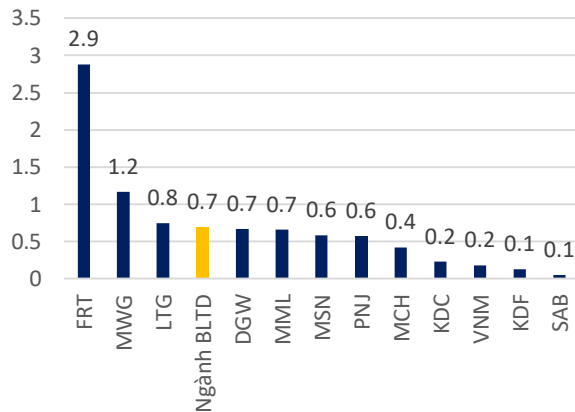


Nguồn: GSO

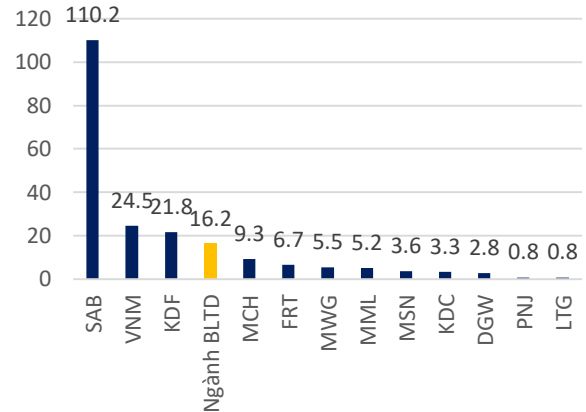
Các gói kích thích kinh tế của Chính Phủ sẽ hỗ trợ cho người dân và cả các doanh nghiệp bị ảnh hưởng của COVID-19. **(1) Gói hỗ trợ an sinh 61,500 tỷ đồng:** hỗ trợ khoảng 20 triệu người thuộc các nhóm đối tượng bị ảnh hưởng tới thu nhập do dịch bệnh COVID-19, qua đó hỗ trợ người dân duy trì cuộc sống cho chi tiêu nhu cầu thiết yếu như lương thực, thực phẩm, trang thiết bị gia đình, v.v...; **(2) Gói hỗ trợ doanh nghiệp 180,000 tỷ đồng của bộ Tài chính:** hỗ trợ doanh nghiệp gia hạn tiền thuế, tiền thuê đất cho các ngành bị ảnh hưởng lớn của dịch như nông nghiệp, lâm nghiệp, dệt may, sản xuất chế biến thực phẩm, vận tải đường sắt, biển, hàng không, du lịch, bất động sản, xây dựng, v.v... **(3) Gói tín dụng 250,000 tỷ đồng của NHNN cho các doanh nghiệp cần nguồn vốn để duy trì hoạt động,** ngoài ra NHNN cũng đã có dự thảo thông tư hướng dẫn lại cơ cấu lại thời hạn trả nợ, giảm lãi vay, v.v...

Qua đó, chúng tôi kỳ vọng các gói hỗ trợ sẽ góp phần giúp cho các doanh nghiệp ngành tiêu dùng bán lẻ duy trì hoạt động kinh doanh, giảm chi phí lãi vay và hoãn trả thuế cho nhà nước trong giai đoạn dịch tiếp tục tăng.

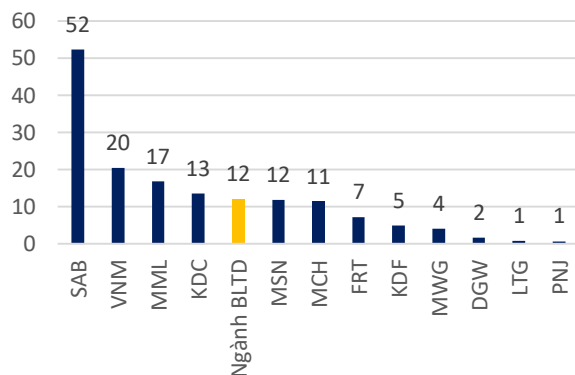
Nợ ròng/VCSH 2019 (x)



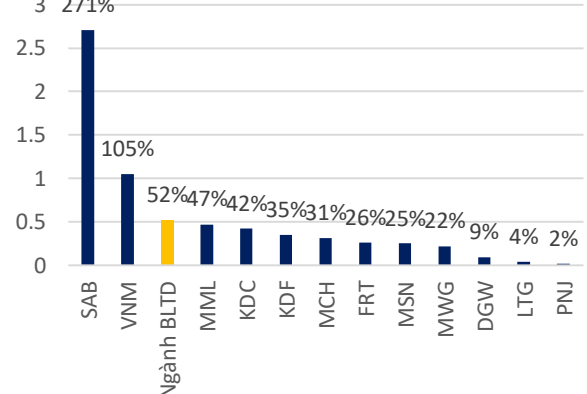
Tiền/ CP Lãi Vay 2019 (x)



Thời gian tiền mặt duy trì HĐKD (Tháng)



Tỷ lệ thanh toán nhanh 2019 (%)



Nguồn: BSC Research

Các doanh nghiệp tiêu dùng bán lẻ vẫn trong vùng an toàn tài chính cho HĐKD trong 12 tháng. BSC thực hiện stress test cho các doanh nghiệp ngành bán lẻ tiêu dùng với **(1)** thời gian bình quân các doanh nghiệp có thể tồn tại cho các chi phí hoạt động với lượng tài sản thanh khoản cao là 12 tháng (+8% YoY), chúng tôi lưu ý có 8 doanh nghiệp có lượng tiền duy trì thấp dưới 6 tháng là MSN, MCH, FRT, MWG, KDF, DGW, LTG và PNJ; **(2)** tỷ lệ Nợ/VCSH là 0.54x cao hơn cùng kỳ là 0.44x và **(3)** tỷ lệ tiền mặt ròng thanh toán chi phí lãi vay là 43.8% có sự sụt giảm so với cùng kỳ là 45.8%. Qua đó, chúng tôi đánh giá ngành tiêu dùng bán lẻ vẫn nằm trong vùng an toàn để duy trì HĐKD trong tối thiểu 1 năm với khả năng dịch COVID-19 sẽ kết thúc vào cuối Q2 và đầu Q4 2020.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC hạ khuyến nghị ngành tiêu dùng bán lẻ xuống TRUNG LẬP do các yếu tố bất lợi từ dịch COVID-19 trong 2020. Đối với ngành thực phẩm tiêu dùng, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng sẽ tập trung vào sản phẩm thiết yếu cho đời sống như lương thực thực phẩm thiết yếu, tuy nhiên việc tích trữ lương thực chỉ trong ngắn hạn và sẽ ổn định lại sau khi dịch kết thúc. Đối với ngành bán lẻ, một số nhóm ngành sẽ

tăng để phục vụ công việc tại nhà như laptop, máy tính bảng, v.v... nhưng các sản phẩm cao cấp sẽ giảm mạnh do thu nhập người dân đang bị ảnh hưởng lớn do dịch.

Thanh lọc lại doanh nghiệp và xu hướng M&A sẽ thấy rõ khi dịch COVID-19 kết thúc. Sau dịch COVID-19, ngành bán lẻ tiêu dùng sẽ sàng lọc lại các doanh nghiệp thực sự có tài chính mạnh, có lượng tiền mặt tốt để đảm bảo dòng tiền lưu động cho HĐKD và đồng thời sẽ loại bỏ các doanh nghiệp không đủ sức khỏe tài chính. Từ đó, chúng tôi cho rằng sẽ có 2 xu hướng xảy ra **(1)** Số lượng doanh nghiệp bán lẻ tiêu dùng sẽ giảm đi chứng tỏ nguồn cung hàng hóa sẽ giảm và cầu trong dân cũng sẽ giảm xuống do thu nhập trên đầu người giảm **(2)** Xu hướng M&A để tăng thị phần sẽ sôi động trở lại sau mùa dịch COVID-19 qua đó các doanh nghiệp lớn sẽ giành được thêm thị phần từ các doanh nghiệp nhỏ.

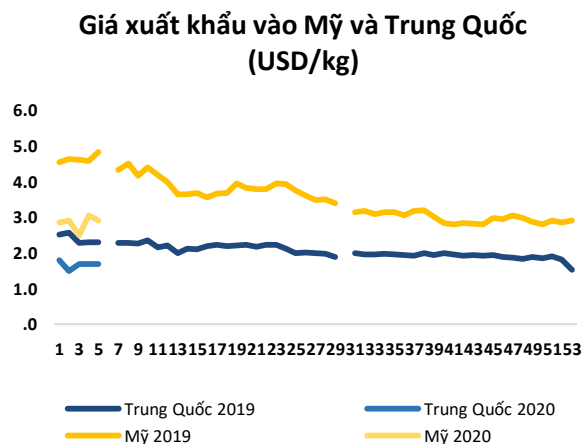
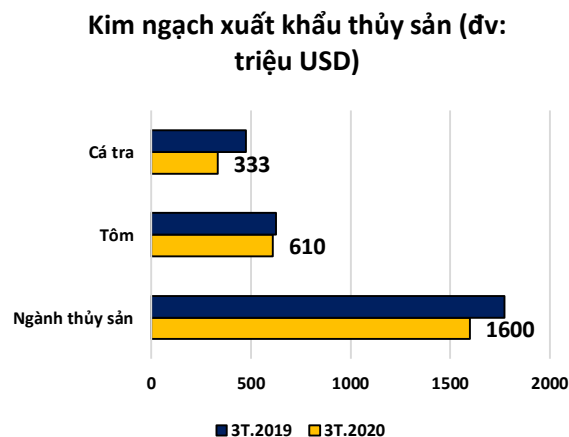
Qua đó, chúng tôi cho rằng trong khoảng thời gian này, các doanh nghiệp đầu ngành cần phải chuẩn bị cho các chiến lược trung và dài hạn để phát triển kinh doanh, tối ưu chi phí hoạt động và mở rộng thị trường khi dịch kết thúc.

Ngành Thủy sản [Kém khả quan]

- Duy trì quan điểm trong báo cáo nCoV trước, BSC cho rằng xuất khẩu sản phẩm thủy sản sẽ bị ảnh hưởng mạnh trong 1H.2020. BSC cho rằng dịch SARS – CoV – 2 ảnh hưởng tiêu cực đối với ngành thủy sản trong 1H.2020.
- Lũy kế 3 tháng đầu năm 2020, kim ngạch xuất khẩu thủy sản đạt 1.6 tỷ USD (-9.7% YoY).
- Các biện pháp giúp đỡ doanh nghiệp đang được kiến nghị bởi Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản: giảm lương công nhân, giảm giá điện nước, giảm chi phí giao thông,...
- BSC tiến hành Stress Test (giả định chi tiết trong bài) để kiểm tra doanh nghiệp đủ sức chi trả trong: VHC (5 tháng), MPC (3 tháng), ANV (6 tháng), FMC (2 tháng)
- BSC hạ quan điểm từ TRUNG LẬP xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Thủy sản năm 2020 do (1) Các đơn hàng dự kiến bị sụt giảm mạnh do ảnh hưởng của dịch nCoV (2) Các doanh nghiệp Thủy sản phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngân hàng.

Duy trì quan điểm trong báo cáo nCoV trước, BSC cho rằng xuất khẩu sản phẩm thủy sản sẽ bị ảnh hưởng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2020. Các sản phẩm thủy sản đều chịu tác động tiêu cực từ phía Cầu: các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ, EU) đều tập trung ngăn chặn dịch bệnh khiến (1) nhu cầu tiêu thụ giảm mạnh (2) lưu chuyển hàng hóa bị gián đoạn. Thị trường Trung Quốc dần quay trở lại hoạt động bình thường có thể là một điểm sáng – tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng sẽ không quá lớn trong ngắn hạn do kênh tiêu thụ chính (nhà hàng, trường học) chưa thể hồi phục ngay khi Trung Quốc thả lỏng việc cách ly.

Lũy kế 3 tháng đầu năm 2020, kim ngạch xuất khẩu thủy sản đạt 1.6 tỷ USD (-9.7% YoY). Trong đó, tôm đạt 610 triệu USD (-2.2% YoY): Mỹ (114 triệu USD, +16.1% YoY), Nhật (127 triệu USD, -3.8% YoY), Hàn Quốc (66 triệu USD, +4.5% YoY), Trung Quốc (56 triệu USD, -32.7% YoY). Cá tra đạt 333 triệu USD (-29.9% YoY): Trung Quốc (54 triệu USD, -32.6% YoY), Mỹ (51 triệu USD, -25.1% YoY). Trong 3 tuần cuối tháng 3 (11/3-31/3) sau khi Trung Quốc kết thúc lệnh phong tỏa, sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc tăng đột biến tại cả tôm và cá tra. Giá bán tiếp tục dao động quanh mức nền thấp: Mỹ (12.9 USD/kg, -0.9% YoY), Trung Quốc (8.1 USD/kg, -13.6% YoY). Giá bán cá tra tiếp tục dao động quanh mức đáy của năm 2019: Mỹ (2.8 USD/kg, -39% YoY), Trung Quốc (1.7 USD/kg, -29% YoY).



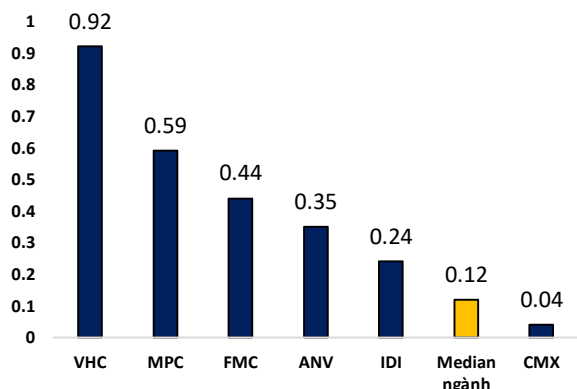
Nguồn: VASEP, BSC Research

Trong tình hình khó khăn, các biện pháp hỗ trợ doanh nghiệp đang được kiến nghị. VASEP kiến nghị Quốc hội và Chính phủ các giải pháp trải rộng từ việc giảm lương công nhân dưới mức tối thiểu vùng, ngừng đóng bảo hiểm xã hội, bảo hiểm thất nghiệp cũng như giãn các khoản nợ trước năm 2020, giảm giá điện nước và chi phí giao thông, ... nhằm đảm bảo tính thanh khoản khi hoạt động khó khăn. Đồng thời, việc Chính phủ tung ra gói tín dụng 285,000 tỷ hỗ trợ có thể giải ngân 1 phần cho các doanh nghiệp thủy sản bị ảnh hưởng nặng nề bởi nCoV – 19.

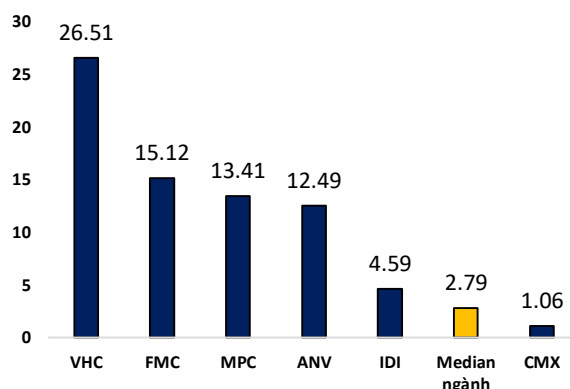
BSC có rà soát lại tình hình tài chính của 20 doanh nghiệp niêm yết trên sàn và nhận thấy rằng các doanh nghiệp lớn đang ở vị thế tài chính tốt hơn các doanh nghiệp nhỏ. Chỉ số thanh toán nhanh của các doanh nghiệp lớn (MPC, VHC, ANV, FMC) đều ở mức tốt hơn so với trung vị ngành. Trong đó, VHC đang là doanh nghiệp có vị thế tài chính vững chắc nhất khi nợ ngân hàng chiếm tỷ trọng thấp, tiền và tương đương tiền của công ty đủ để chi trả chi phí lãi vay và khoản phải trả người bán.

BSC tiến hành Stress Test với giả định không có doanh thu và dòng tiền mới được tạo ra nhưng công ty vẫn chịu 50% chi phí hoạt động (trừ chi phí khấu hao), chi phí lãi vay và các khoản phải trả người bán trong năm 2020. Kết quả cho thấy nhóm ngành Thủy sản trụ được 2 tháng. Trong đó, một số doanh nghiệp trong ngành trụ được: VHC (5 tháng), MPC (3 tháng), ANV (4 tháng), FMC (2 tháng).

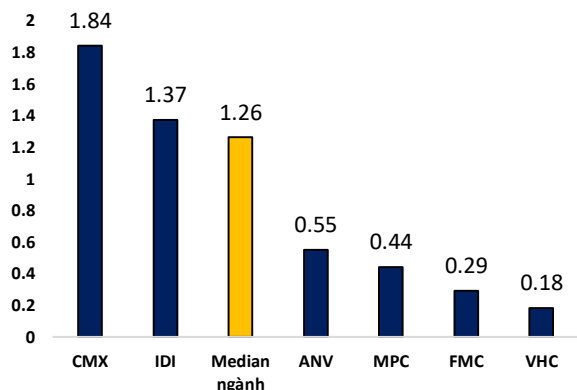
Chỉ số thanh toán nhanh



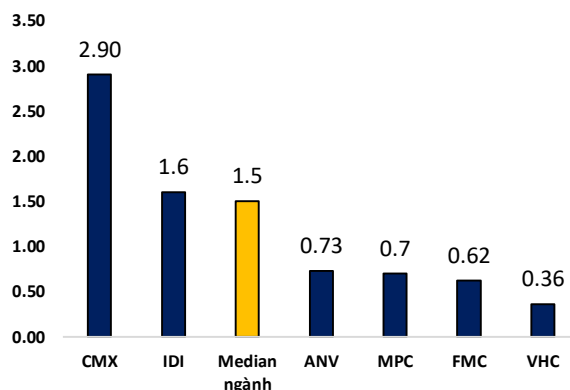
Tiền mặt/ Chi phí lãi vay



Nợ Ngân hàng/Vốn chủ



Nợ/ Vốn chủ



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thủy sản trong năm 2020 do (1) Kim ngạch xuất khẩu trong quý 1 2020 không sụt giảm mạnh như kỳ vọng ban đầu (2) Sản lượng xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc sau khi kết thúc lệnh phong tỏa cho thấy mức độ hồi phục nhanh hơn dự kiến của BSC (chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tại các thị trường khác sau khi kết thúc phong tỏa cũng ghi nhận mức hồi phục khả quan). Dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng tuy sản lượng cho thấy tín hiệu khả quan, giá bán ở mức thấp vẫn sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của ngành.

Ngành Dầu khí [Kém khả quan]

- Giá dầu (Brent) ghi nhận mức lao dốc mạnh trong Q1/2020, giảm 35.1% so với thời điểm đầu năm 2020.
- Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ phụ thuộc nhiều vào giá vốn và sức chịu đựng trong các tháng tiếp theo của Saudi Arabia và Nga.
- Sự lan rộng của dịch bệnh COVID-19 ảnh hưởng đến nhu cầu nguồn cung dầu thô, đặc biệt trong Q1 và Q2/2020, thay đổi kịch bản dự báo giá dầu xuống mức thấp hơn 35 USD/thùng năm 2020.
- Với đặc thù là ngành có số dư tiền mặt tương đối tốt và đặc biệt ngành dầu khí Việt Nam đang trải qua giai đoạn ít đầu tư do giá dầu biến động theo chiều hướng sụt giảm so với giai đoạn 2008-2015, do đó ngành dầu khí là ngành có khả năng chịu đựng tương đối tốt trong điều kiện không tạo ra nguồn doanh thu cũng như lợi nhuận
- BSC hạ khuyến nghị ngành dầu khí xuống **KÉM KHẢ QUAN** do các yếu tố bất lợi từ dịch COVID-19 trong 2020 và giá dầu năm 2020

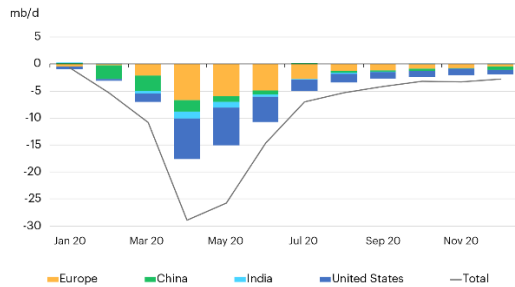
Giá dầu (Brent) ghi nhận mức lao dốc mạnh trong Q1/2020, giảm 35.1% so với thời điểm đầu năm 2020.

Nguyên nhân chủ yếu đến từ (1) Dịch bệnh Covid-19 đã có những tác động tiêu cực đến nguồn cung và nguồn cầu của các sản phẩm dầu mỏ và (2) “Cuộc chiến giá dầu” giữa nhóm OPEC và Nga sau khi không thể tiếp tục duy trì thỏa thuận cắt giảm sản lượng.

Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ phụ thuộc nhiều vào giá vốn và sức chịu đựng trong các tháng tiếp theo của Saudi Arabia và Nga. Theo báo cáo của S&P Global Platt, giá hòa vốn các quốc gia OPEC+ hầu hết nằm trên ngưỡng giá dầu 40, giá dầu dao động trong khoảng 30-40USD/thùng sẽ gây tổn thất khá lớn đến hoạt động sản xuất dầu thô trên thế giới và theo khảo sát của Dallas Fed Energy, giá hóa vốn của các công ty dầu đá phiến Hoa Kỳ, nằm ở mức giá 50 USD/thùng. Theo thống kê từ Baker Hughes, số lượng giàn khoan của Mỹ vào T3/2020 cũng ghi nhận mức sụt giảm mạnh 562 giàn tương đồng với nhu cầu sụt giảm giá dầu, giảm 36.5% so với mức đỉnh điểm đầu năm 2019 là 883 giàn.

Theo thống kê từ EIA, nhu cầu dầu thô trong tháng 4 dự kiến sụt giảm khoảng 30 triệu thùng/ngày. Trong cuộc họp gần nhất giữa các nhóm nước OPEC+ và các nước khác về thỏa thuận cắt sản lượng, mức dự tính cắt sản lượng này vẫn chưa đủ bù đắp cho sự sụt giảm về nguồn cầu do đó dẫn tới tình trạng giá dầu vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi, chúng tôi kỳ vọng các nước sẽ tiếp tục đàm phán để nâng mức cắt giảm sản lượng thêm nữa.

Global oil demand growth, year on year
Oil Market Report, April 2020



Giá dầu Brent



Nguồn: EIA, Bloomberg

Sự lan rộng của dịch bệnh COVID-19 ảnh hưởng đến nhu cầu nguồn cung dầu thô, đặc biệt trong Q1 và Q2/2020. Theo ước tính của OPEC, tăng trưởng nhu cầu dầu thô năm 2020 dự kiến giảm về mức 0.48 triệu thùng/ngày so với 1,1 triệu thùng/ngày vào T12/2019, tuy nhiên rủi ro sẽ còn tương đối lớn tùy thuộc tình trạng lan rộng của dịch bệnh Covid -19.

Thay đổi kịch bản dự báo giá dầu xuống mức thấp hơn. Hầu hết các tổ chức định chế lớn trên toàn cầu đã nhanh chóng hạ dự phóng giá dầu Brent năm 2020 xuống mức trung bình khoảng 33-35 USD/thùng, giảm 45.3% so với mức bình quân 64 USD/thùng năm 2019. Theo đó, chúng tôi cũng sử dụng mức giá dầu Brent bình quân 35 USD/thùng làm kịch bản cơ sở cho việc dự phóng kết quả kinh doanh lợi nhuận cho nhóm ngành dầu khí năm 2020

Bảng dự báo giá dầu của các định chế tài chính (USD/thùng – Dầu Brent)

	2020F	2021F	2022F	Thời điểm
EIA	33	45		T4/20
Morgan Stanley	35			T3/20
Standard Charter	35			T3/20
Fitch Group	35	42	50	T4/20
JP Morgan	36	35		T3/20
Goldman Sachs	20			T3/20

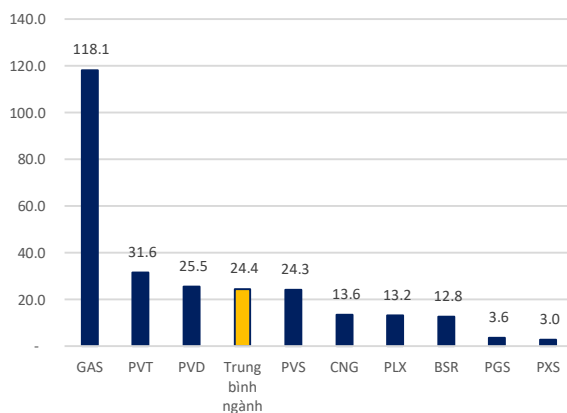
Nguồn: BSC Research

Ảnh hưởng đối với các cổ phiếu ngành dầu khí đến từ nội tại và bên ngoài. Đối với thị trường Việt Nam, Theo hướng nội tại, với việc trữ lượng khai thác dầu thô đang có chiều hướng suy giảm từ các mỏ Bạch Hổ (bể Cửu Long), trong khi đó quá trình thăm dò, khai thác lại đang gặp rất nhiều trở ngại. Theo hướng bên ngoài, áp lực của việc biến động giá dầu lớn theo hướng suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến các nhóm hạ nguồn (GAS, BSR, PLX, OIL), ngoài ra cũng tác động gián tiếp tới nhóm đầu nguồn trong việc thăm dò, khai thác do nhu cầu yếu đi nhưng mức ảnh hưởng chủ yếu sẽ bắt đầu từ năm 2021 do có độ trễ trong việc triển khai dự án so với giá dầu (PVS, PVB, PXS, PVD). Theo ước tính của chúng tôi nhóm doanh nghiệp

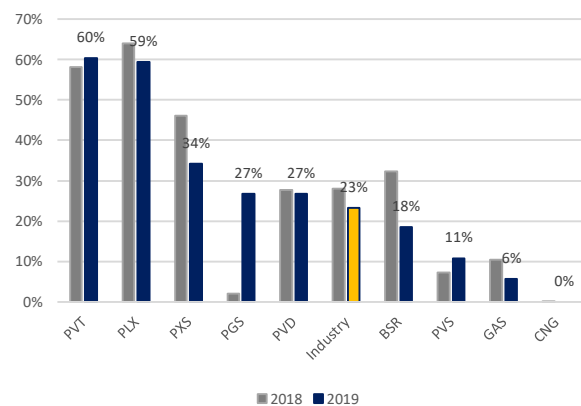
hạ nguồn như GAS có thể ghi nhận mức sụt giảm về doanh thu và lợi nhuận lần lượt khoảng 14.8% và 43.2% so với kết quả thực hiện 2020.

Với đặc thù là ngành có số dư tiền mặt tương đối tốt và đặc biệt ngành dầu khí Việt Nam đang trải qua giai đoạn ít đầu tư do giá dầu biến động theo chiều hướng sụt giảm so với giai đoạn 2008-2015, do đó ngành dầu khí là ngành có khả năng chịu đựng tương đối tốt trong điều kiện không tạo ra nguồn doanh thu cũng như lợi nhuận. BSC đã tiến hành Stress Test với giả định không có doanh thu và dòng tiền được tạo ra nhưng vẫn phải trả lương người lao động (chi phí hoạt động), chi phí lãi vay và một số khoản phải trả (nếu có) trong năm 2020 (giả định nợ ngắn hạn sẽ được cơ cấu giãn nợ do ảnh hưởng của dịch Covid-19), với vị thế tiền mặt và tương đương tiền hiện có, số dư tiền trung bình ngành đủ sức duy trì các hoạt động của mình khoảng 24.4 tháng. Hầu hết các doanh nghiệp đều có thể trụ trên 13 tháng, ngoại trừ PGS và PXS. Tỷ lệ vay nợ của ngành cũng ở mức tương đối thấp khoảng 23% trên vốn chủ sở hữu do không có nhiều dự án đầu tư mới trong giai đoạn này. Chỉ số thanh toán nhanh của các doanh nghiệp đều ở mức tương đối tốt trên 1.x lần. **Do đó chúng tôi cho rằng sự sụt giảm giá dầu và dịch bệnh Covid-19 chủ yếu chỉ tạo ra tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh lợi nhuận của nhóm dầu khí.**

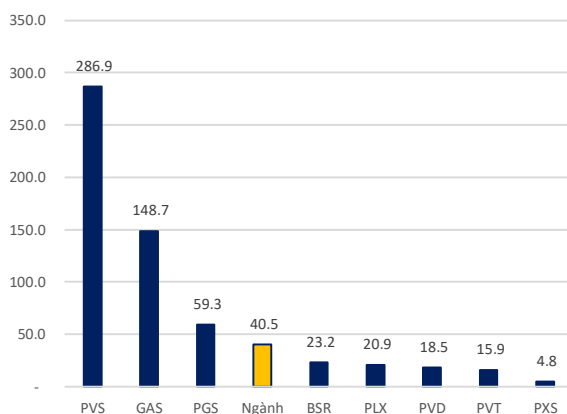
Thời gian trụ được nhờ số dư tiền (tháng)



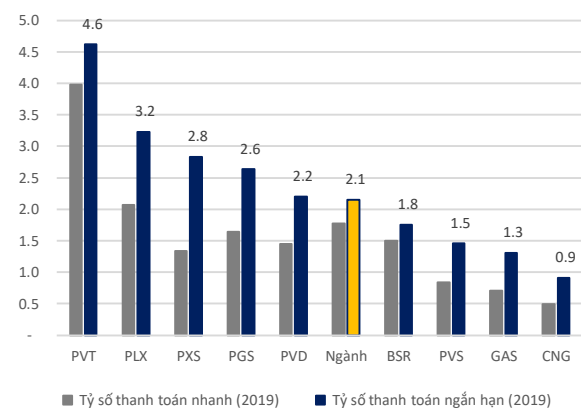
Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu



Tiền mặt/Chi Phí Lãi Vay 2019



Chỉ số thanh khoản năm 2019



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

Chúng tôi tiến hành hạ triển vọng ngành từ mức **TRUNG LẬP** xuống mức **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành dầu khí năm 2020 với mức giả định giá dầu Brent năm 2020 sẽ duy trì quanh mức 33 USD/thùng. Nguyên nhân chính khiến chúng tôi hạ triển vọng ngành chủ yếu đến từ (1) Ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 khiến cho nhu cầu sụt giảm mạnh trong ngắn hạn, ước tính lên đến 30 triệu thùng/ngày, trong khi đó (2) Quy mô thỏa thuận cắt giảm sản lượng từ các nhóm nước OPEC+ vẫn chưa đủ bù đắp sự sụt giảm nhu cầu. Đối với thị trường Việt Nam, Theo hướng nội tại, với việc trữ lượng khai thác dầu thô đang có chiều hướng suy giảm từ các mỏ Bạch Hổ (bể Cửu Long), trong khi đó quá trình thăm dò, khai thác lại đang gặp rất nhiều trở ngại, điều này tác động trực tiếp lên kết quả kinh doanh các nhóm doanh nghiệp thượng nguồn và hạ nguồn. Trong đó, áp lực lớn nhất sẽ ảnh hưởng đến các nhóm hạ nguồn với doanh thu lợi nhuận chính sẽ phụ thuộc vào biến động của giá dầu như GAS, BSR, PLX, OIL. Riêng với nhóm thượng nguồn, BSC cho rằng nhóm này (PVD, PVS, PXS) sẽ chịu ảnh hưởng gián tiếp do giá dịch vụ suy giảm cũng như nhu cầu sụt giảm khiến cho các hoạt động khai thác thăm dò cũng bị hạn chế.

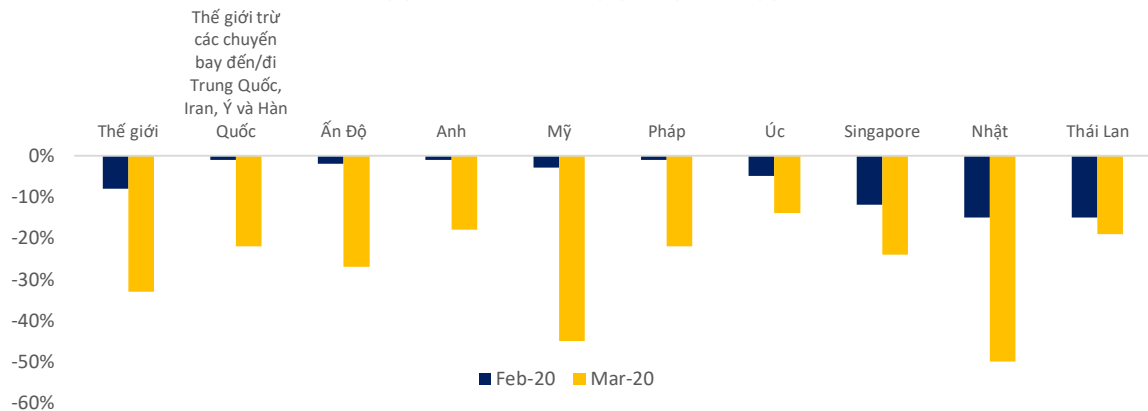
Ngành Hàng không [Kém khả quan]

- Ngành hàng không năm 2020 được dự báo sẽ tăng trưởng âm trong bối cảnh dịch bệnh bùng phát và nền kinh tế toàn cầu đứng trước nguy cơ suy thoái.
- Các biện pháp hỗ trợ chưa thật sự đem lại tác động đáng kể.
- Giá xăng hạ nhiệt kỳ vọng sẽ góp phần giảm gánh nặng chi phí cho các doanh nghiệp vận tải.
- BSC tiến hành stress test với 11 doanh nghiệp niêm yết trong ngành với giả định không có nguồn thu được tạo ra, không đầu tư mới, vẫn phải chịu khoản phải trả người bán, chi phí lãi vay và 50% chi phí hoạt động (trừ khấu hao, có điều chỉnh thêm với nhóm vận tải và cung cấp suất ăn) thì với số dư tiền + tiền gửi ngắn hạn cuối năm 2019, nhóm doanh nghiệp có thể trụ được trong 11.4 tháng.
- BSC hạ quan điểm từ TRUNG LẬP xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với triển vọng ngành trong 2020.

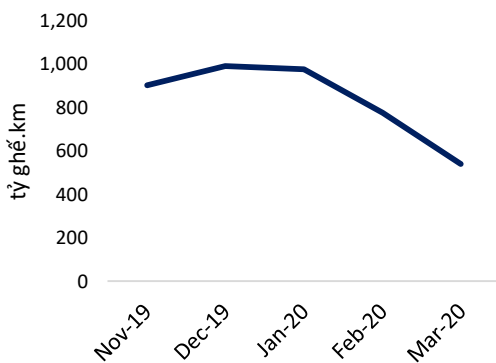
Ngành hàng không năm 2020 được dự báo sẽ tăng trưởng âm trong bối cảnh dịch bệnh bùng phát và nền kinh tế toàn cầu đứng trước nguy cơ suy thoái. Trước diễn biến phức tạp của dịch Covid-19, nhiều quốc gia đã thực hiện nhiều biện pháp ngăn chặn dịch bệnh như phong tỏa biên giới, hạn chế nhập cảnh, giảm tần suất các phương tiện vận tải, làm ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của ngành hàng không. Tính đến 21/3/2020, theo Tổ chức Hàng không dân dụng quốc tế ICAO, số ghế luân chuyển toàn cầu giảm 45% so với hồi đầu năm. Còn trong báo cáo mới nhất ngày 24/3 với kịch bản sự hạn chế đi lại sẽ kéo dài trong 3 tháng tới và sự phục hồi kinh tế diễn ra vào cuối năm nay, Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế IATA đã tăng gấp đôi khoản lỗ của ngành hàng không trong 2020 từ 113 tỷ (5/3) lên 252 tỷ (-44%yoy).

Tại Việt Nam, theo thống kê của Cục Hàng không, tính cả 3 tháng đầu năm, các hãng bay vận chuyển được 11.4 triệu hành khách (-11.4%yoy). Khách quốc tế giảm 32.7%yoy trong khi khách nội địa giảm nhẹ 0.7%yoy do thời điểm khai thác “nóng” Tết Nguyên đán chưa bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Theo BSC, mức độ tác động của các biện pháp phòng dịch sẽ nặng nề hơn trong Quý 2 do (1) toàn bộ mạng bay quốc tế bị đóng băng trong khi (2) thị trường nội địa chỉ có đường bay Hà Nội – TP. Hồ Chí Minh – Đà Nẵng được khai thác với tần suất 1 chuyến/ngày từ 1/4 – tương đương giảm 99% số chuyến bay so với cùng kỳ. Dịch càng dài, mức độ ảnh hưởng đến nền kinh tế càng nghiêm trọng, tác động xấu đến tâm lý tiêu dùng của người dân. Chúng tôi ước tính sản lượng hành khách thông cảng năm 2020 sẽ đạt 71 triệu lượt (-38%yoy) nếu dịch được kiểm soát trong Quý 2. Trong trường hợp diễn biến phức tạp của dịch kéo dài đến hết Quý 3, lượng khách thông cảng có thể sụt giảm 60%yoy, đạt 45 triệu lượt.

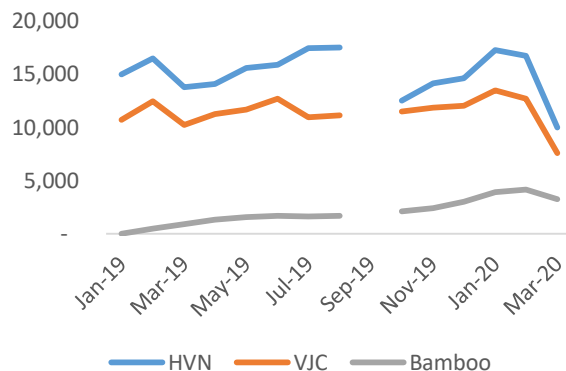
Công suất vận chuyển khách quốc tế giảm mạnh 33% so với kế hoạch trên phạm vi toàn cầu chứ không giới hạn tại những quốc gia bùng phát dịch



Tổng số ghế luân chuyển trên thế giới (nội địa + quốc tế) giảm từ cuối tháng 1/2020



Số chuyến bay khai thác bởi các hãng hàng không Việt Nam theo tháng*



*tháng theo dõi được tính từ 19 tháng trước đến 18 tháng sau. VD: Tháng 3/2020 là giai đoạn 19/2 – 18/3/2020.

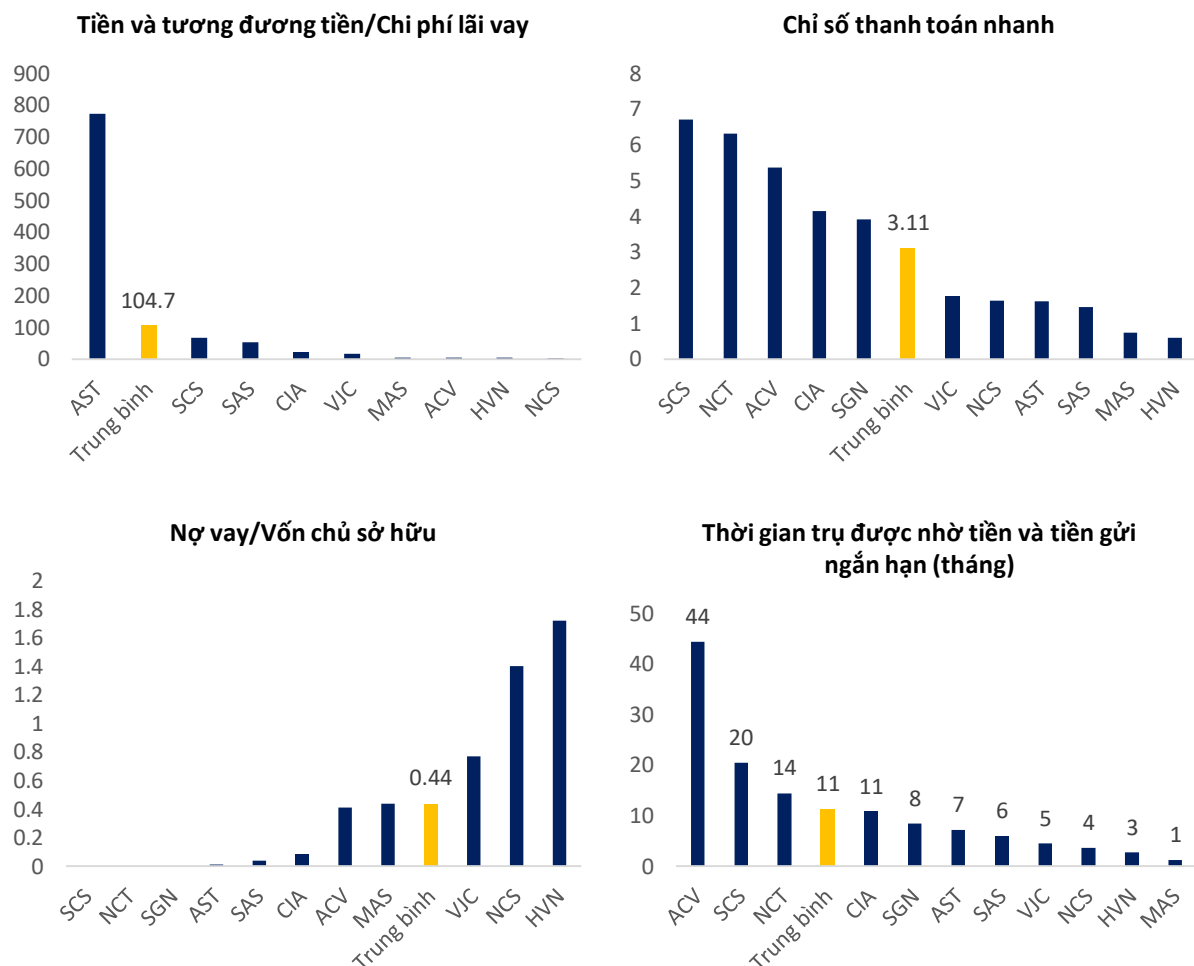
Nguồn: ICAO, CAA

Các biện pháp hỗ trợ chưa thật sự đem lại tác động đáng kể. Việc dừng nhiều đường bay khiến số máy bay thương mại không hoạt động của các hãng bay Việt vào khoảng hơn 200 chiếc (khoảng 98%). Bên cạnh khó khăn liên quan tới chi phí thuê máy bay, các hãng còn phải chịu các chi phí liên quan đến dịch vụ sân bay. Hiện ACV đã giảm phí của 7 loại dịch vụ thuộc thẩm quyền của mình. Tuy vậy, sự hỗ trợ này chưa mang lại hiệu quả thiết thực do hầu hết các loại phí miễn giảm đều là phí thấp hoặc tỷ trọng sử dụng dịch vụ không nhiều.

Tình trạng	Biện pháp hỗ trợ	Đơn vị hỗ trợ/đề xuất	Mức độ hỗ trợ
Đang thực hiện	Dịch vụ dẫn tàu bay giảm 50%; Dịch vụ thang ống, thuê băng chuyền, xử lý hành lý tự động, thuê quầy, phục vụ mặt đất giảm 10% Dịch vụ thuê văn phòng đại diện hãng, đối với các hãng hàng không dừng bay sẽ miễn 100%, còn các hãng vẫn duy trì bay sẽ giảm ở mức tối đa là 30%	ACV	Chưa có tác dụng đáng kể trong bối cảnh hiện nay do: Dịch vụ dẫn tàu bay: phí thấp + máy bay phần lớn đang để không sử dụng Dịch vụ thang, băng chuyền, hành lý: ít/không có khách bay Thuê văn phòng: Nhu cầu giảm đáng kể do dịch
Đang đề xuất	Giảm 50% giá cất/hạ cánh và điều hành bay đối với các tuyến nội địa	Bộ GTVT	Ước tính giảm trong 3 tháng thì các hãng giảm được 200 tỷ. Các hãng mong muốn giảm cả năm + miễn phí bãi đỗ => tiết giảm chi phí 1,500 tỷ.
	Hỗ trợ miễn thuế nhập khẩu, thuế bảo vệ môi trường đối với nhiên liệu bay trong thời hạn 3 tháng		Giảm được khoảng 4,100 tỷ tiền thuế môi trường
	Miễn phí phục vụ hành khách đối với các chuyến bay nội địa và giảm 50% đối với các chuyến bay quốc tế trong 12 tháng	Các hãng hàng không	Giảm được 10,000 tỷ tiền thu hộ qua vé cho ACV => giảm giá vé để kích cầu.

Nguồn: BSC Research

Giá xăng hạ nhiệt kỳ vọng sẽ góp phần giảm gánh nặng chi phí cho các doanh nghiệp vận tải. Ước tính với kết quả kinh doanh năm 2019 (chúng tôi lấy năm 2019 – chưa bị tác động bởi dịch Covid), giá xăng Jet A1 dự kiến giảm 25.4%yoy sẽ giúp lợi nhuận gộp của HVN và VJC cải thiện khoảng 10%.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

BSC tiến hành stress test với 11 doanh nghiệp niêm yết trong ngành với giả định không có nguồn thu được tạo ra, không đầu tư mới, vẫn phải chịu khoản phải trả người bán, chi phí lãi vay và 50% chi phí hoạt động (trừ khấu hao, có điều chỉnh thêm với nhóm vận tải và cung cấp suất ăn) thì với số dư tiền + tiền gửi ngắn hạn cuối năm 2019, nhóm doanh nghiệp có thể trụ được trong 11.4 tháng. Thời gian cầm cự trong giai đoạn khó khăn có sự phân hóa rõ rệt giữa 3 nhóm. Nhóm cảng hàng không ACV, với lượng tiền dồi dào và lãi suất vay ưu đãi (thường ở mức 2%/năm), có thể trụ được trong 44 tháng. Nhóm kinh doanh dịch vụ mặt đất được xếp theo thứ tự sức khỏe tài chính giảm dần là doanh nghiệp lĩnh vực hàng hóa (SCS, NCT), khai thác nhà ga (CIA, AST) và cuối cùng là cung cấp suất ăn (NCS, MAS – lợi ích được gắn bó mật thiết cùng nhóm vận tải). Đối với nhóm vận tải hàng không, VJC và HVN có thời gian trụ lần lượt là 5.8 và 2.7 tháng. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng thời gian này sẽ dài hơn so với ước tính nhờ những biện pháp hỗ trợ từ Chính phủ và chi phí trên thực tế được cắt giảm nhiều hơn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

BSC hạ quan điểm từ TRUNG LẬP xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành hàng không trong năm 2020 do lo ngại ảnh hưởng trực tiếp từ dịch bệnh tới hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành. Sản lượng hành khách cần 6-7 tháng để tăng trở lại mức ban đầu đối với những dịch bệnh tương tự trước đó như MERS, SARS và 4-5 tháng đối với những sự kiện gây thiệt hại lớn một cách nhanh chóng như sự kiện 9/11 ở Mỹ. Tuy nhiên, đối với COVID-19, chúng tôi cho rằng sẽ cần nhiều thời gian hơn để phục hồi do (1) diễn biến dịch Covid khó lường hơn và (2) kinh tế thế giới đang đứng trước nguy cơ suy thoái, tác động xấu tới tâm lý tiêu dùng của người dân.

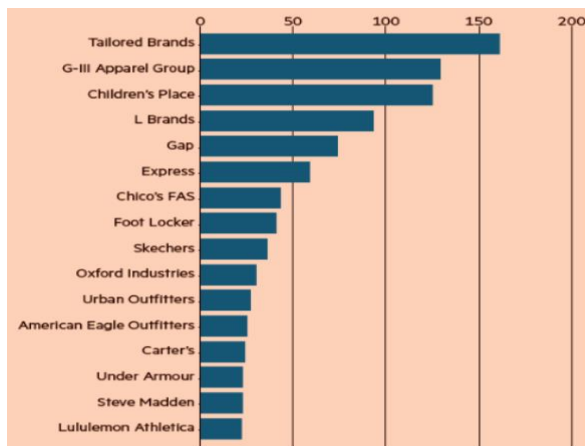
Ngành Dệt may [Kém khả quan]

- BSC hạ quan điểm xuống Tiêu cực về ảnh hưởng của dịch nCoV – 19 lên ngành Dệt may.
- Các biện pháp giúp đỡ doanh nghiệp đang được kiến nghị bởi Hiệp hội Dệt may Việt Nam: giảm lương công nhân dưới mức tối thiểu vùng, giãn các khoản nợ,...
- BSC tiến hành Stress Test (giả định chi tiết trong bài) để kiểm tra doanh nghiệp đủ sức chi trả trong: STK (2 tháng), MSH (5 tháng), TCM (3 tháng), TNG (3 tháng)
- BSC hạ quan điểm từ TRUNG LẬP xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Dệt may năm 2020 do (1) Các đơn hàng dự kiến bị sụt giảm mạnh do ảnh hưởng của dịch nCoV (2) Các doanh nghiệp Dệt may phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngân hàng trong khi doanh thu bị mất khiến rủi ro thanh khoản tăng cao.

So với quan điểm Trung lập trong báo cáo nCoV trước, BSC hạ quan điểm xuống Tiêu cực đối với ảnh hưởng dịch nCoV lên ngành Dệt may. Các doanh nghiệp Dệt may hiện đang chịu 2 ảnh hưởng lớn: ảnh hưởng Cung và ảnh hưởng Cầu. Về phía Cung, Trung Quốc quay trở lại làm việc sẽ cải thiện tình trạng thiếu hụt nguyên vật liệu may mặc (vốn có rủi ro doanh nghiệp nội địa hết vật liệu sản xuất trong T3 năm 2020).

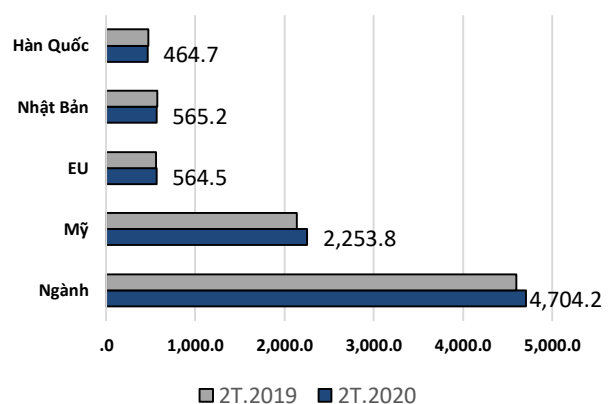
Tuy nhiên, ảnh hưởng phía Cầu trở nên tiêu cực hơn. Các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ, EU), chiếm 40% kim ngạch, đều đang áp dụng các biện pháp mạnh phòng chống dịch bệnh khiến (1) nhu cầu mua sắm giảm mạnh (theo Hiệp hội Bán lẻ quốc gia ở Mỹ, 430 tỷ USD doanh thu dự kiến bị mất đi trong 3 tháng tới); (2) giao thương hàng hóa bị gián đoạn. Các khách hàng trực tiếp của doanh nghiệp dệt may đều có động thái giảm giờ mở cửa/đóng cửa hàng trên diện rộng: Columbia Sportswears (đóng các cửa hàng ở Bắc Mỹ đến 23/7); Zara (đóng 50% số cửa hàng quốc tế); Decathlon (đóng cửa hàng tại một số thị trường) khiến các đơn hàng dệt may phải hoãn, đẩy lùi thời gian giao hàng.

Stress Test mức giảm lợi nhuận quý



Nguồn: Moody

Kim ngạch xuất khẩu Dệt may vào các thị trường



Nguồn: TCHQ

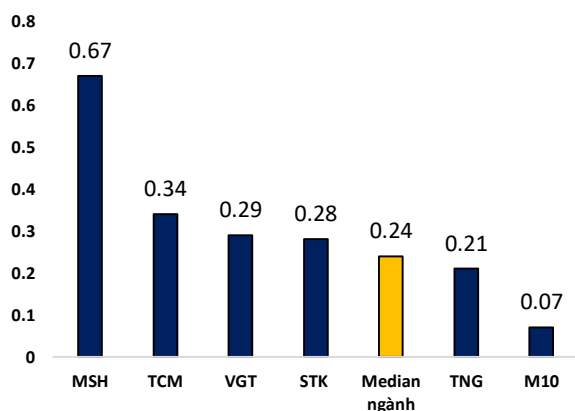
Trong tình hình khó khăn, các biện pháp hỗ trợ doanh nghiệp dệt may đang được kiến nghị. Hiệp hội Dệt may Việt Nam kiến nghị Quốc hội và Chính phủ các giải pháp trải rộng từ việc giảm lương công nhân

dưới mức tối thiểu vùng, ngừng đóng bảo hiểm xã hội, bảo hiểm thất nghiệp cũng như giãn các khoản nợ trước năm 2020, giảm giá điện nước và chi phí giao thông, ... nhằm đảm bảo tính thanh khoản khi hoạt động khó khăn.

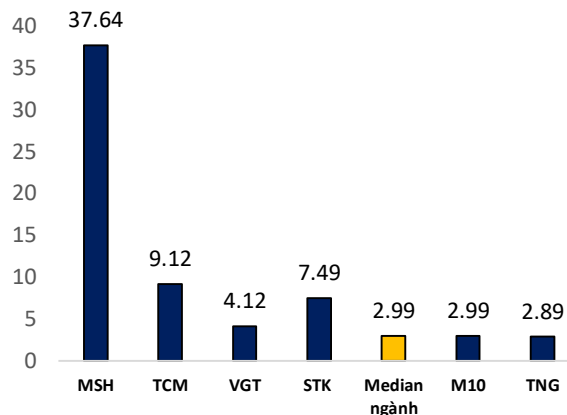
BSC có rà soát lại tình hình tài chính của 15 doanh nghiệp niêm yết trên sàn và nhận thấy do đặc thù ngành, các doanh nghiệp dệt may phụ thuộc khá nhiều vào vốn vay ngân hàng (tỷ lệ nợ ngân hàng/Vốn chủ = 1.06). Ngoại trừ May Sông Hồng có vị thế tài chính tương đối ổn, BSC cho rằng các doanh nghiệp dệt may đều gặp rủi ro về tính thanh khoản khi ngành nghề gặp khó khăn (đặc biệt, TNG và M10 đều cho thấy các chỉ số tài chính kém hơn so với mức trung vị ngành).

BSC tiến hành Stress Test với giả định không có doanh thu và dòng tiền mới được tạo ra nhưng công ty vẫn chịu 50% chi phí hoạt động (trừ chi phí khấu hao), chi phí lãi vay và các khoản phải trả người bán trong năm 2020. Kết quả cho thấy nhóm ngành Dệt may trụ được 3 tháng. Trong đó, một số doanh nghiệp trong ngành trụ được: STK (2 tháng), MSH (5 tháng), TCM (3 tháng), TNG (2 tháng).

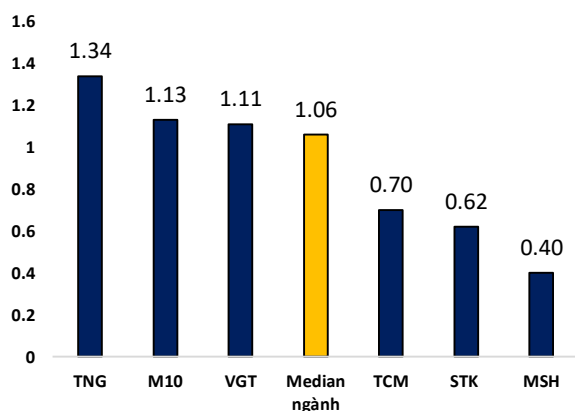
Tỷ lệ thanh toán nhanh



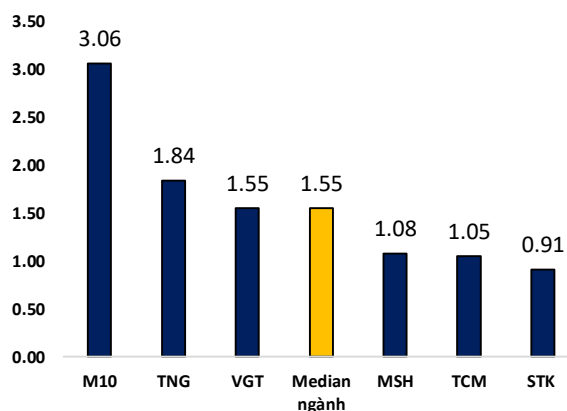
Tiền mặt/Chi phí lãi vay



Nợ Ngân hàng/Vốn chủ



Nợ/Vốn chủ



Nguồn: BSC Research

Chúng tôi tiếp tục hạ quan điểm từ **TRUNG LẬP** xuống **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Dệt may trong năm 2020 do (1) Các đơn hàng dự kiến bị sụt giảm mạnh do ảnh hưởng của dịch nCoV (2) Các doanh nghiệp Dệt may phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngân hàng trong khi doanh thu bị mất khiến rủi ro thanh khoản tăng cao.

Chúng tôi kỳ vọng trong trường hợp dịch bệnh được kiểm soát trong 6 tháng đầu năm 2020, đơn hàng sẽ quay trở lại vào quý 3 năm 2020 nhằm phục vụ cho mùa tiêu thụ chính vào quý 4 cuối năm. Hiện tại, các cổ phiếu ngành Dệt may đều ở vùng định giá thấp trong lịch sử, tuy nhiên, xét đến triển vọng ngành kém lạc quan trong thời gian tới, BSC cho rằng những cổ phiếu của doanh nghiệp có tài chính vững mạnh, trụ được thời kỳ khó khăn, là những cơ hội đầu tư đáng chú ý.

Ngành Vận tải biển [Kém khả quan]

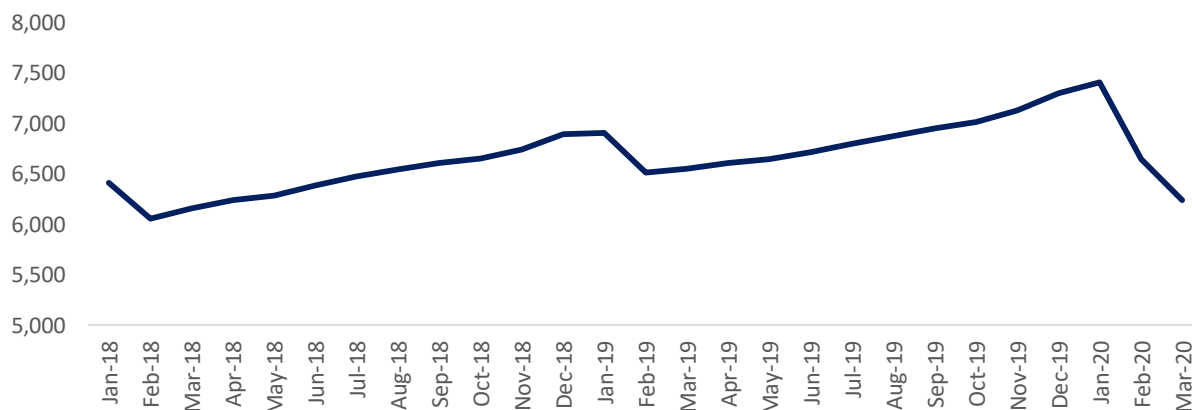
- Ảnh hưởng tiêu cực từ nhu cầu vận chuyển giảm khiến lợi ích từ việc giá nhiên liệu ở mức thấp bị thu hẹp.
- Kỳ vọng giảm bớt gánh nặng chi phí từ việc hạ lãi suất.
- BSC tiến hành stress test với 11 doanh nghiệp niêm yết trong ngành với giả định không có nguồn thu được tạo ra, không đầu tư mới, vẫn phải chịu khoản phải trả người bán, chi phí lãi vay và 50% chi phí hoạt động (trừ khấu hao và chi phí nhiên liệu) thì với số dư tiền + tiền gửi ngắn hạn cuối năm 2019, nhóm doanh nghiệp có thể trụ được trong 6.3 tháng do tỷ lệ nợ vay cao.
- BSC hạ quan điểm từ TRUNG LẬP xuống **KÉM KHẢ QUAN** với ngành Vận tải biển do ảnh hưởng tiêu cực từ dịch bệnh tới nhu cầu vận tải.

Ảnh hưởng tiêu cực từ nhu cầu vận chuyển giảm khiến lợi ích từ việc giá nhiên liệu ở mức thấp bị thu hẹp.

- **Đối với vận tải hàng rời:**

+ Khối lượng hàng hóa vận tải và luân chuyển đường biển tăng trưởng thụt lùi so với cùng kỳ. Vận tải hàng hóa giảm 0.7%yoy (Q1.2019 tăng 6.3%yoy). Luân chuyển hàng hóa tăng 0.9%yoy (Q1.2019 tăng 6%yoy). Chúng tôi cho rằng doanh thu và sản lượng các doanh nghiệp này sẽ tiếp tục sụt giảm trong thời gian dịch bệnh chưa được kiểm soát do nhu cầu giảm trong bối cảnh cạnh tranh trong ngành cao.

Khối lượng hàng hóa vận chuyển (nghìn tấn)



Nguồn: GSO

+ Giá dầu giảm giúp hạ bớt gánh nặng chi phí. Ước tính giá dầu giảm 25% sẽ giúp các doanh nghiệp tiết giảm khoảng 10% giá vốn. Tuy vậy trong bối cảnh sản lượng hàng suy giảm, lợi ích từ việc giá nhiên liệu giảm đối với các doanh nghiệp sẽ bị thu hẹp.

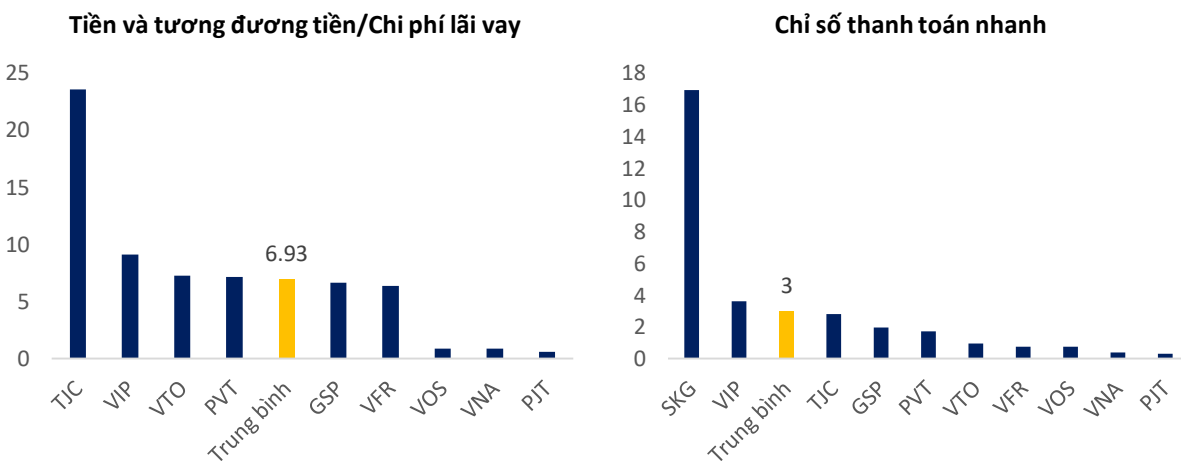
- **Đối với vận tải hàng lỏng:**

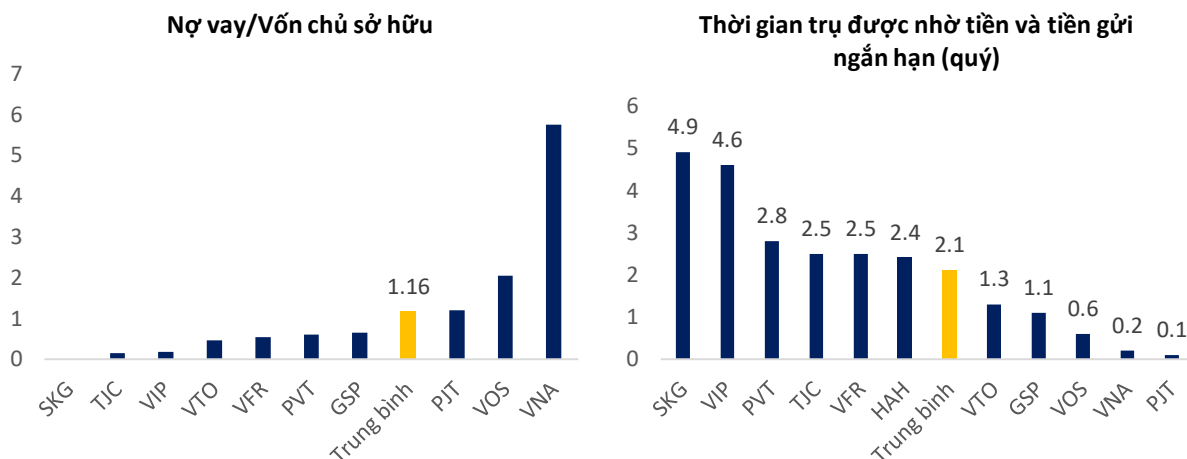
+ Giá dầu thô đã giảm đáng kể từ đầu năm do (1) sự gián đoạn chuỗi cung ứng gây ra bởi đại dịch Covid và (2) sự gia tăng đột ngột nguồn cung dầu thô sau khi lệnh cấm sản xuất đã được thỏa thuận trước đó giữa Tổ chức Dầu khí Các nước xuất khẩu (OPEC) và các nước đối tác.

+ Theo PVN, tổng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong cả nước quý I/2020 ước giảm khoảng 30% và dự kiến còn tiếp tục giảm trong thời gian tới. Ngoài ra, việc các đầu mối xăng, dầu ngừng nhập hàng dẫn đến dư lượng tồn kho xăng của các nhà máy thuộc PVN lên đến 90%. Vì vậy, đơn vị này đã kiến nghị tạm dừng nhập khẩu xăng dầu để giảm tồn kho nhà máy Dung Quất và Nghi Sơn. Nếu nguồn cung tiếp tục dư thừa, khả năng tạm dừng hoạt động nhà máy Dung Quất là rất cao. Trong trường hợp 2 nhà máy dừng nhập khẩu dầu thô, chúng tôi ước tính doanh thu của PVT sẽ sụt giảm khoảng 23%yoy.

+ Trong báo cáo mới nhất ngày 7/4, EIA dự báo giá dầu thô trong năm nay sẽ ở mức 29 – 33\$/thùng do nhu cầu giảm mạnh gây ra bởi các hạn chế đi lại liên quan đến Covid-19. Điều này sẽ gây bất lợi cho doanh nghiệp cung cấp dịch vụ vận hành dầu khí PVT khi đàm phán giá dịch vụ FSO/FPSO Đại Hùng Queen do giá vận hành tỷ lệ thuận với giá dầu.

Chưa có biện pháp hỗ trợ rõ ràng. Trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp trong ngành chịu tổn thất do hoạt động vận tải bị gián đoạn, Cục Hàng hải Việt Nam đã kiến nghị Bộ Giao thông vận tải xem xét, có cơ chế ưu đãi đối với đội tàu biển. Cụ thể, Cục kiến nghị ưu đãi giá dịch vụ cảng biển, cắt giảm các thủ tục hành chính, doanh nghiệp được tiếp cận gói tín dụng 250 nghìn tỷ, miễn giảm thuế GTGT nội địa. Trong những biện pháp kể trên, chúng tôi cho rằng phương án ưu đãi giá dịch vụ sẽ khó có thể được chấp thuận khi các doanh nghiệp cảng cũng là những đơn vị bị ảnh hưởng tiêu cực trong đợt dịch này. Trong trường hợp ngành vận tải được cắt giảm lãi suất khoản vay, với kết quả kinh doanh năm 2019, ước tính LNTT của các doanh nghiệp sẽ tăng 4.4% nếu lãi suất giảm 1%. Những doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất là VOS, VNA.





Nguồn: FiinPro, BSC Research

BSC tiến hành stress test với 11 doanh nghiệp niêm yết trong ngành với giả định không có nguồn thu được tạo ra, không đầu tư mới, vẫn phải chịu khoản phải trả người bán, chi phí lãi vay và 50% chi phí hoạt động (trừ khấu hao và chi phí nhiên liệu) thì với số dư tiền + tiền gửi ngắn hạn cuối năm 2019, nhóm doanh nghiệp có thể trụ được trong 6.3 tháng do tỷ lệ nợ vay cao. Những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay thấp như SKG và VIP có thể cầm cự được hơn 1 năm.

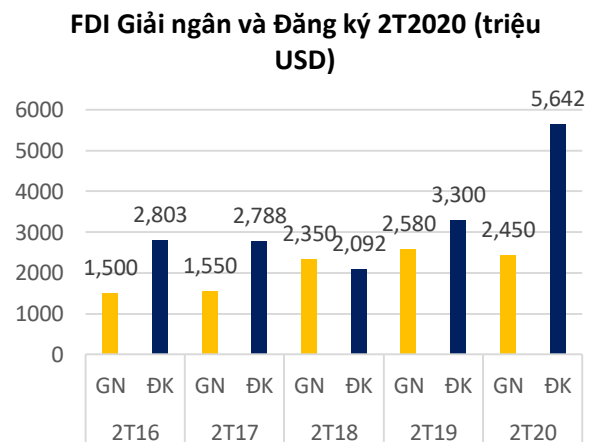
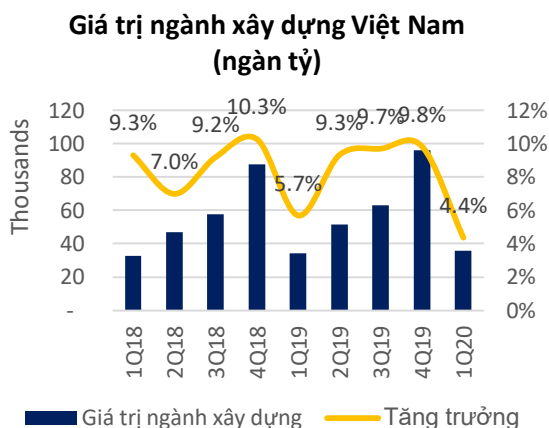
QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

BSC hạ quan điểm từ TRUNG LẬP xuống **KÉM KHẢ QUAN** với ngành Vận tải biển do lo ngại dịch bệnh khiến nhu cầu vận tải sụt giảm trong bối cảnh (1) cạnh tranh trong ngành cao và (2) tỷ lệ vay nợ cao (nợ vay/vốn chủ trung bình >1). Tác động tích cực từ việc giá dầu đi xuống bị thu hẹp do sản lượng hàng và số lượt tàu giảm. Triển vọng đối với những doanh nghiệp vận tải lỏng như PVT cũng trở nên u ám khi giá dầu cùng nhu cầu về dầu ở mức thấp khiến (1) giá cước tàu chạy cho Dung Quất và Nghi Sơn giảm và (2) sản lượng dầu thô và dầu sản phẩm từ 2 nhà máy này giảm do tồn kho cao.

Ngành Xây Dựng [Kém khả quan]

- Tổng giá trị ngành xây dựng chỉ đạt 35,837 tỷ đồng (+4.4% YoY), tăng trưởng thấp nhất kể từ 2016 tới nay
- Đẩy mạnh giải ngân 100% vốn đầu tư công để bù đắp tăng trưởng kinh tế 2020.
- Stress test: các doanh nghiệp trong ngành đang thiếu thanh khoản và tiền để duy trì HDKD bình quân chỉ 4.2 tháng: CTD 10.5 tháng, HBC 1.7 tháng, LCG 1 tháng.
- BSC duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với ngành xây dựng trong 2020.

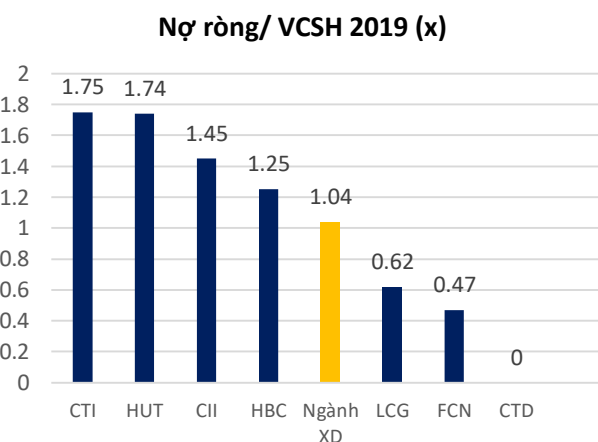
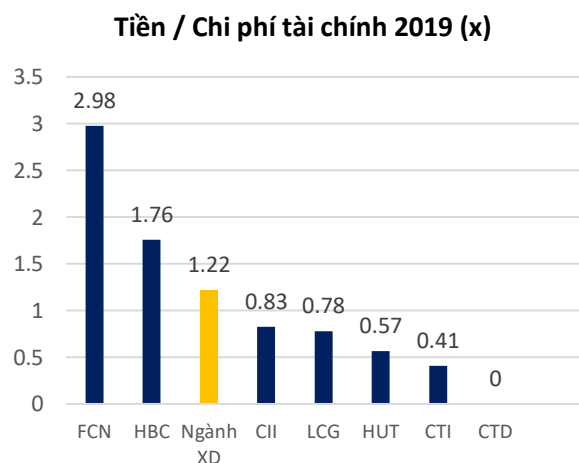
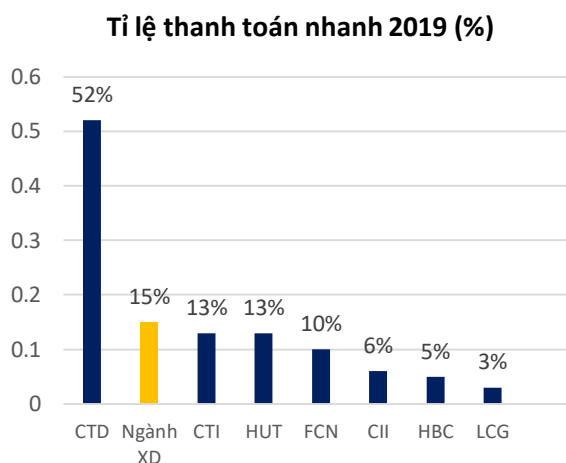
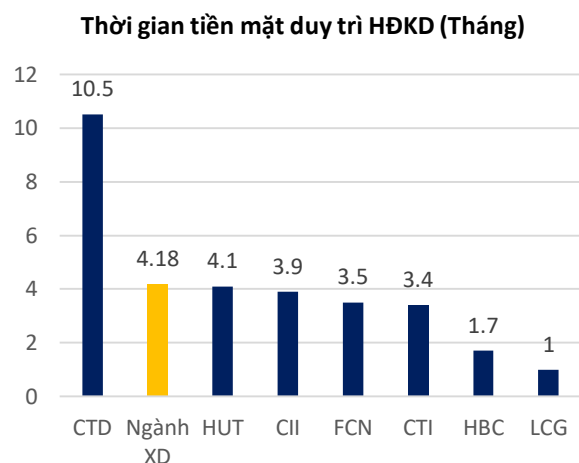
Tổng giá trị ngành xây dựng chỉ đạt 35,837 tỷ đồng (+4.4% YoY), tăng trưởng thấp nhất kể từ 2016 tới nay. Theo Tổng cục thống kê, giá trị ngành xây dựng đạt 35,8 ngàn tỷ đồng tăng 4.4% so với cùng kỳ năm 2019, qua đó đóng góp vào GDP Q1/2020 là 5.1%. Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng chậm lại cho chủ yếu **(1)** Bất động sản đã và đang siết chặt nguồn cung từ 2019 tới nay và khả năng tới đầu năm 2021; **(2)** Đầu tư công của nhà nước vẫn đang bị hạn chế; **(3)** Vốn đầu tư trực tiếp FDI giải ngân đạt 2.45 tỷ USD chỉ bằng một nửa so với FDI đăng ký là 5.6 tỷ USD trong 2 tháng đầu năm 2020.



Nguồn: GSO, Vietdata

Đẩy mạnh giải ngân 100% vốn đầu tư công để bù đắp tăng trưởng kinh tế 2020. Với kế hoạch đầu tư công 2020 là 30 tỷ USD, Thủ tướng đã chỉ đạo các bộ đặc biệt bộ Xây dựng đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giải ngân vốn đầu tư công đối với các dự án quy mô lớn để thúc đẩy kinh tế như dự án cao tốc Bắc – Nam, dự án cảng hàng không Long Thành, cải tạo nhà ga hàng không Tân Sơn Nhất và Nội Bài, v.v... Qua đó, việc đẩy mạnh đầu tư công sẽ hỗ trợ rất lớn cho ngành xây dựng hồi phục và đặc biệt các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng hưởng lợi như: CII, CTI, HUT, FCN, LCG, L14, v.v...

BSC thực hiện stress test đối với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng: **(1)** thời gian tiền mặt đủ để duy trì HDKD trong 2019 là 4.2 tháng và hầu hết các doanh nghiệp đều có số ngày thanh khoản dưới 6 tháng trừ CTD; **(2)** tỉ lệ thanh toán nhanh giảm đáng kể từ 20% năm 2018 xuống còn 15% năm 2019; **(3)** tỉ lệ thanh toán nhanh giảm đáng kể từ 20% năm 2018 xuống còn 15% năm 2019; **(4)** tỉ lệ nợ trên VCSH cao đạt 1.13 lần. Qua đó, chúng tôi cho rằng ngành xây dựng đang gặp khó khăn về mặt dòng tiền do các khoản khó đòi từ chủ đầu tư dự án khiến phải thu tăng mạnh, và đồng thời tăng vay nợ ngắn hạn để cung cấp vốn cho HDKD khiến chi phí lãi vay tăng.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

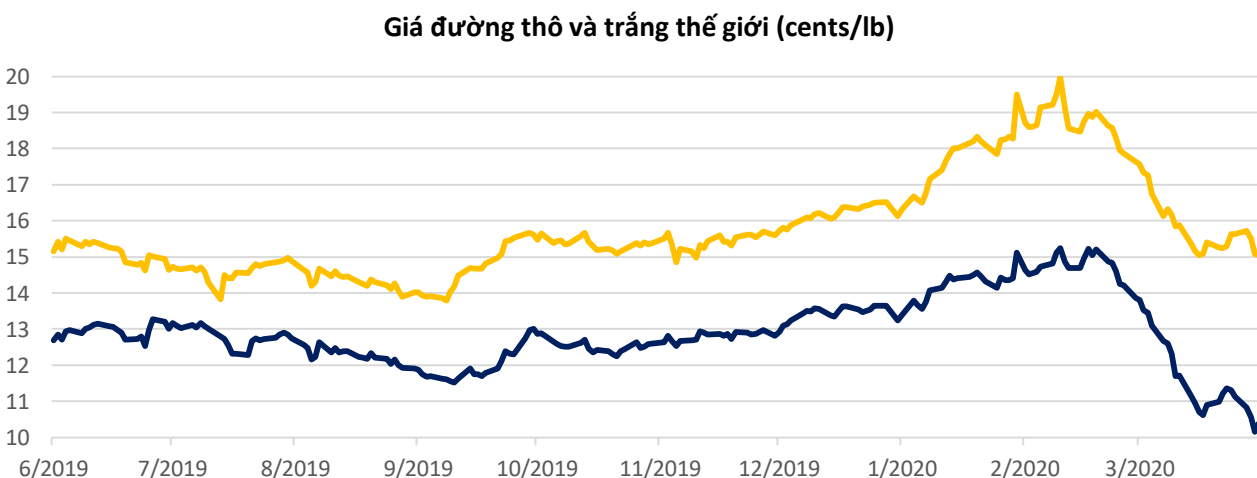
BSC duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với ngành xây dựng trong 2020 do **(1)** Giá trị hợp đồng ký mới của ngành sẽ giảm do nguồn cung bất động sản giảm, **(2)** Tỷ lệ phải thu khó đòi của chủ thầu xây dựng sẽ tăng lên, **(3)** Nợ vay ngắn hạn cho HĐKD tăng lên khiến lợi nhuận bị bào mòn. Tuy nhiên, dưới sự hỗ trợ của chính phủ do tác động của COVID-19, chúng tôi mong rằng ngành xây dựng sẽ phục hồi nhờ tập trung giải ngân đầu tư công trong 2020 để thúc đẩy kinh tế, thông tư chuẩn cho hợp đồng hợp tác công tư PPP vào giữa năm 2020 cho phép công ty xây dựng hạ tầng tư nhân có thể đấu thầu các dự án của nhà nước và được thanh toán bằng quỹ đất đối ứng tương xứng.

Ngành Đường [Kém khả quan]

- Ngành đường toàn cầu đều chịu ảnh hưởng khá tiêu cực bởi tác động của dịch bệnh COVID-19.
- Giá bán đường thế giới giảm mạnh về 10.38 US cents/lbs (-23% YTD).
- Tình hình ngành đường Việt Nam tiếp tục khó khăn khi (1) Nhu cầu tiêu thụ giảm do dịch COVID-19 (2) Các nhà máy sản xuất thực phẩm hạn chế nhập đường nguyên liệu (2) Cạnh tranh với đường Thái ATIGA và đường lậu.
- BSC thực hiện Stress Test cho các doanh nghiệp Đường với thời gian tiền duy trì HDKD bình quân là 17 tháng và chỉ có 2 doanh nghiệp kém thanh khoản là KTS và SLS (<1 tháng).
- BSC duy trì quan điểm KÉM KHẢ QUAN đối với ngành đường 2020.

Ngành đường toàn cầu đều chịu ảnh hưởng khá tiêu cực bởi tác động của dịch bệnh COVID-19 và thời tiết khô hạn ở một số quốc gia sản xuất đường chính như Thái Lan và Australia. Ấn Độ: Dịch COVID-19 đã làm giảm sản lượng đường tinh chế ở các nhà máy đáng kể, hiện tại chỉ có 457/527 nhà máy hoạt động làm sản lượng đường chỉ đạt 21.6 triệu tấn (-21% YoY). **Thái Lan:** Sản lượng mía ép đạt 74.5 triệu tấn (-43% YoY) chủ yếu là do thời tiết hạn hán nhiều nơi ở Thái Lan khiến cho 41/53 nhà máy đường phải ngừng hoạt động. Chính phủ Thái Lan đã tung ra gói hỗ trợ hơn 10 tỉ baht tương đương 7,300 tỉ đồng.

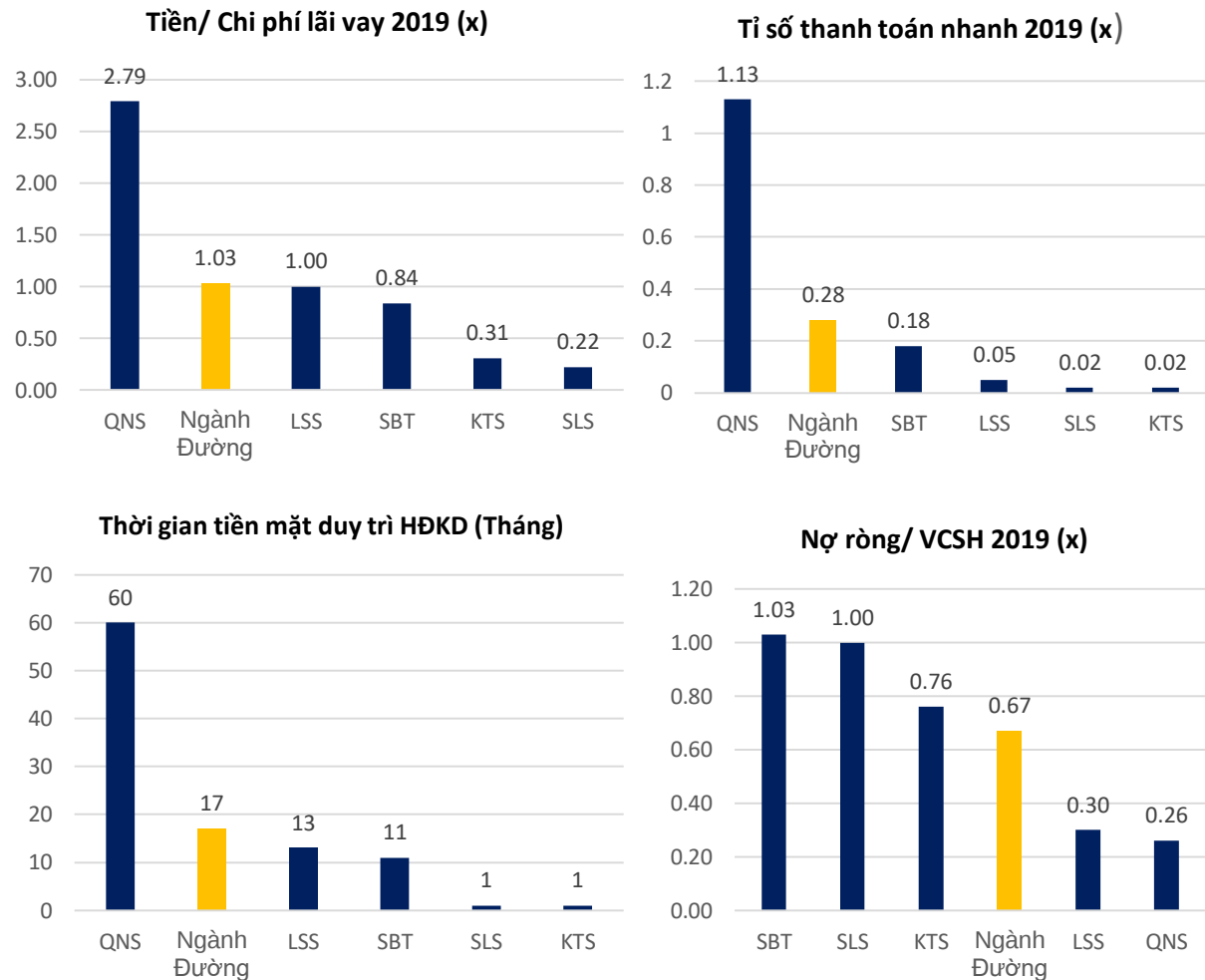
Giá đường thế giới tiếp tục đạt đỉnh 2 năm là 15.24 US cents/lbs sau đó vào 12/2 nhưng quay đầu giảm mạnh về 10.38 US cents/lbs vào 2/4 do nhu cầu giảm mạnh do COVID-19. Chênh lệch giữa giá đường thô và đường trắng tinh luyện đã tăng lên 45% cao hơn 24% so với đầu năm chứng tỏ giá bán đường trắng tinh luyện trên thế giới đã giảm mạnh hơn đáng kể so với giá đường thô sản xuất do dịch COVID-19 làm suy giảm nhu cầu. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo giá đường vẫn có cơ hội phục hồi sau khi đợt dịch qua đi vào cuối Quý 2 – đầu Quý 3 2020 khi các nhà máy sản xuất thực phẩm sẽ quay trở lại mua đường và nhu cầu của người dân sẽ quay trở lại.



Nguồn: Isosugar

Tình hình tiêu thụ đường ở Việt Nam cũng bị ảnh hưởng rõ nét từ dịch bệnh COVID-19. Các nhà máy sản xuất công nghiệp thực phẩm có dùng đường làm nguyên liệu đầu vào cũng hạn chế nhập khẩu đường khi sản phẩm đầu ra khó tiêu thụ. Giá bán buôn trên thị trường đang giảm nhẹ so với đầu năm và tiêu thụ

vẫn chậm trên toàn quốc. Chúng tôi lưu ý 2 điểm khó khăn của ngành đường Việt Nam **(1)** Đường nhập khẩu chính thức từ Thái Lan (theo ATIGA) cạnh tranh đường nội địa với giá bán là 12.300-12.400 đồng/kg thấp hơn giá bình quân trên thị trường là 12.600-13.500 đồng/kg; **(2)** Tình trạng đường nhập lậu tại khu vực ĐBSCL từ Campuchia vẫn tiếp diễn sẽ gây ra 2 hệ lụy là phá giá đường nội địa và khả năng lây lan dịch COVID-19.



Nguồn: BSC Research

BSC thực hiện Stress Test đối với các doanh nghiệp trong ngành Đường với đánh giá bình quân ngành đang không thật sự mạnh về tài chính để duy trì HĐKD và chi trả lãi vay. Tỉ lệ Nợ trên VCSH của ngành bình quân là 67% tuy nhiên nhiều doanh nghiệp có tỉ lệ vay gần 1:1 và đồng thời tài sản ngắn hạn có tính thanh khoản lại đang thấp hơn các khoản nợ ngắn hạn, cụ thể tỉ lệ thanh toán nhanh bình quân ngành chỉ đạt 0.28x. Hiện tại, lượng tiền và tương đương tiền đang bằng với chi phí lãi vay nên nếu tiếp tục vay ngắn hạn để duy trì hoạt động trong bối cảnh tiêu thụ đường đang giảm sẽ khiến cho doanh nghiệp rơi vào tình trạng thiếu tiền để duy trì HĐKD. Thời gian tiền duy trì HĐKD của ngành bình quân là 17 tháng và chỉ có 2 doanh nghiệp là SLS và KTS có thời gian dưới 1 tháng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KÉM KHẢ QUAN

BSC duy trì quan điểm đầu tư KÉM KHẢ QUAN đối với ngành đường trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng ngành đường đang đứng trước nhiều thử thách hơn là cơ hội trong năm 2020: **(1)** Dịch bệnh COVID-19 khiến nhu cầu suy giảm; **(2)** Thời tiết hạn hán khiến sản lượng mía ép giảm; **(3)** Tính hình cạnh tranh với đường nhập chính ngạch từ Thái Lan theo ATIGA; **(4)** Đường nhập lậu Thái Lan ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long làm phá giá thị trường. Từ đó, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư nên cẩn trọng trong lựa chọn cổ phiếu ngành đường để đầu tư trong giai đoạn sắp tới.

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