RONG VIET SECURITIES

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2019

CẨN TRỌNG NHƯNG ĐỪNG BI QUAN!

- Triển vọng nền kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán Việt Nam 2019
- Chiến lược và ý tưởng đầu tư năm 2019
- Đánh giá triển vọng ngành và doanh nghiệp năm 2019

MỤC LỤC

CHỨNG KHOÁN TOÀN CẦU – LIỆU CÓ MỘT SỰ LẶP LẠI CỦA NĂM 2018? **4**

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM - ƯU TIÊN ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ **9**

TRIỂN VỌNG TTCK 2019 – CẨN TRỌNG NHƯNG ĐỪNG BI QUAN **19**

CHIẾN LƯỢC VÀ Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ 2019 ..... **26**

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP – GIÓ THUẬN CHIỀU **37**

TCT PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC 39

TCT VIGLACERA - CTCP 40

NGÀNH CẢNG BIỂN - TĂNG TRƯỞNG CONTAINER ĐƯỢC GIỮ VỮNG **41**

CTCP GEMADEPT 44

CTCP Tập đoàn Container Việt Nam 45

NGÀNH DỆT MAY - CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC ĐAN XEN **46**

CTCP MAY SÔNG HỒNG 48

CTCP SỢI THẾ KỶ 49

NGÀNH HÀNG KHÔNG - KHÓ KHĂN TẠM THỜI MỞ RA CƠ HỘI MUA **50**

CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET 52

TCT CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM 53

CTCP DỊCH VỤ HÀNG HÓA SÀI GÒN 54

CTCP DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG TASECO 55

NGÀNH BÁN LẺ - CHIẾM LĨNH NHỮNG VÙNG ĐẤT MỚI **56**

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận 58

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT 59

CTCP Đầu tư Thế giới Di động 60

NGÀNH BÁN LẺ Ô TÔ - ĐÀ TĂNG TRƯỞNG SẼ TRỞ LẠI TRONG NĂM 2019? **61**

CTCP DỊCH VỤ Ô TÔ HÀNG XANH 63

NGÀNH THỦY SẢN: CÁ TRA - NHU CẦU CAO LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG **64**

CTCP Vĩnh Hoàn 66

NGÀNH ĐIỆN – TRIỂN VỌNG 2019 THUẬN LỢI CHO CÁC NHÓM NHIỆT ĐIỆN **67**

CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 69

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM 70

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH 71

CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI 72

NGÀNH DẦU KHÍ - "NGÓNG" TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN **73**

TCT CỔ PHẦN DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM 75

TCT CỔ PHẦN VẬN TẢI DẦU KHÍ VIỆT NAM 76

NGÀNH BẢO HIỂM - NỀN KINH TẾ THỊNH VƯỢNG TẠO ĐÀ TĂNG TRƯỞNG **77**

TCT CỔ PHẦN BẢO HIỂM PETROLIMEX 79
NGÀNH NGÂN HÀNG - KẾT QUẢ LỢI NHUẬN SẼ PHÂN HÓA 80
NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM 83
NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU 84
NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM 85
NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM 86
NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI 87
NGÂN HÀNG TMCP PHÁT TRIỂN TP HỒ CHÍ MINH 88
NGÀNH SỮA - THAY ĐỔI TỪ THÓI QUEN ĐẾN HÀNH VI TIÊU DÙNG 89
CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI 91
CTCP SỮA VIỆT NAM 92
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG - SAU CƠN MƯA TRỜI LẠI SÁNG 93
CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH 96
CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ 97
CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG 98
CTCP VINHOMES 99
CTCP TẬP ĐOÀN VINGROUP 100
CTCP VINCOM RETAIL 101
NGÀNH DƯỢC – BƯỚC ĐẦU CHUYỂN DỊCH, NHƯNG CÒN CHẬM 102
CTCP PYMEPHARCO 104
CTCP DƯỢC PHẨM IMEXPHARM 105
CTCP HÓA – DƯỢC PHẨM MEKOPHAR 106
CTCP DƯỢC HẬU GIANG 107
NGÀNH XÂY DỰNG - CHUYỂN MÌNH 108
CTCP XÂY DỰNG COTECCON 111
NGÀNH PHÂN BÓN - ĐỘNG LỰC KHÔNG ĐẾN TỪ CƠ BẢN 112
CTCP PHÂN BÓN BÌNH ĐIỀN 114
NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG - NHIỀU GAM MÀU 115
CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT 119
CTCP Thép Nam Kim 120
CÁC NGÀNH KHÁC 121
CTCP FPT 122
CTCP TẬP ĐOÀN LỘC TRỜI 123
CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 124

CHỨNG KHOÁN TOÀN CẦU – LIỆU CÓ MỘT SỰ LẶP LẠI CỦA NĂM 2018?

Bernard Lapointe (bernard.lapointe@vdsc.com.vn)

Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, thị trường chứng khoán năm 2019 sẽ tiếp tục biến động mạnh và khó có thể đạt đỉnh mới. Các yếu tố địa chính trị mới là nguyên nhân chính, thay vì các yếu tố định giá hay lãi suất. Một số vấn đề chúng tôi cho rằng cần lưu ý lúc này:

- Chiến tranh thương mại, hoặc kết thúc của nó;
- Biến động tiền tệ;
- Sự phân kỳ trong chính sách tiền tệ và đường cong lãi suất ngược;
- Bầu cử trên toàn cầu;
- Và tổng thống Trump…

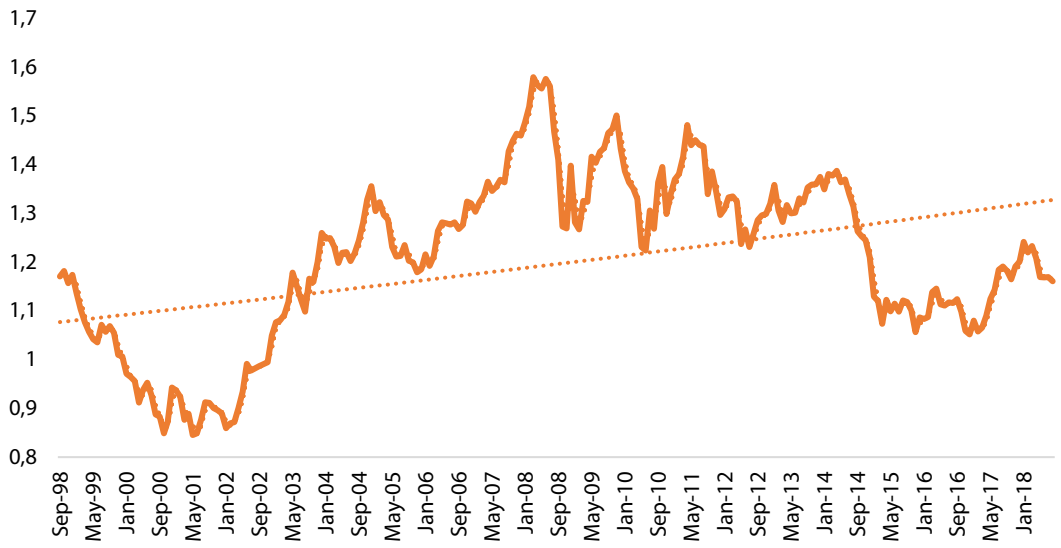
Và còn nhiều yếu tố khác.

2018

Điểm nổi bật của thị trường chứng khoán thế giới năm 2018 là sự phân hóa về tỷ suất lợi nhuận giữa thị trường Mỹ và phần còn lại của thế giới. Nguyên nhân của sự phân hóa do (1) việc hạ thuế thu nhập doanh nghiệp tại Mỹ; và (2) mức độ ngại rủi ro của các nhà đầu tư tăng lên sau khi lợi suất trái phiếu tăng cùng với chuỗi tăng giá của thị trường chứng khoán đã kéo dài tới 9 năm. Chỉ số S&P 500 đã tăng khoảng 527% kể từ mức đáy tháng 3/2009.

Điều này đã giúp giữ giá đồng USD ở mức khá ổn định. Đồng Euro đã suy yếu so với đồng USD trong suốt 10 năm qua (xem hình 1). Chúng tôi cho rằng hoàn toàn có khả năng tỷ giá EUR/USD tăng lên mức 1,22 từ mức 1,13 hiện tại trong năm 2019.

Hình 1: Euro vs USD

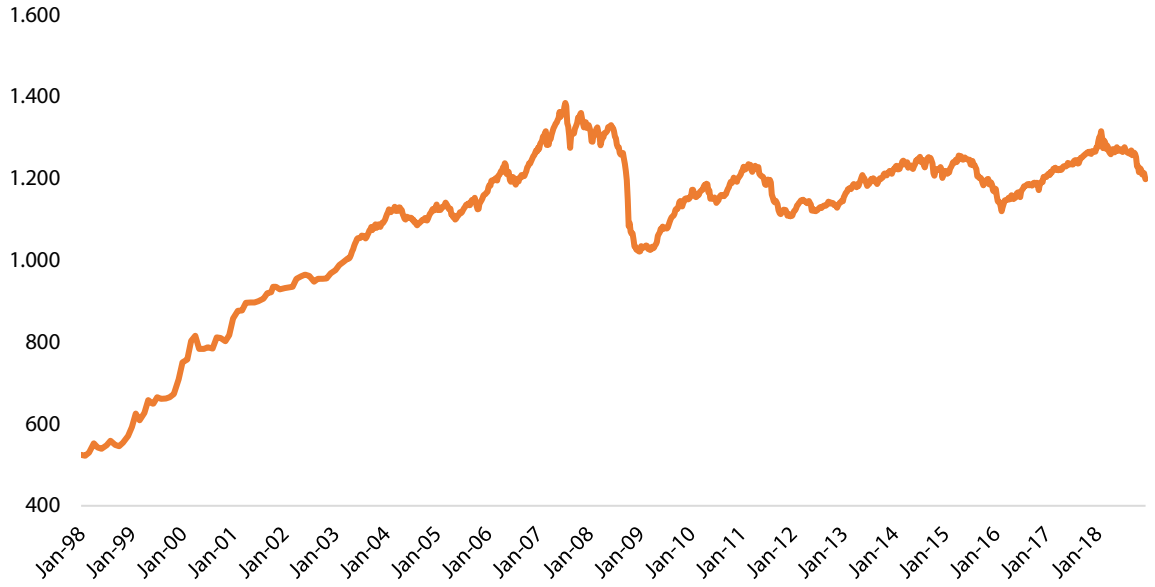


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tất nhiên quan điểm trên của chúng tôi có những rủi ro nhất định. Xu hướng bài ngoại cánh hữu ở Đức là một trong số đó. "Brexit" với một kết quả lộn xộn, hoặc không có kết quả nào, cũng là một rủi ro khác. Rồi những vấn đề về chủ nghĩa bảo hộ đang gia tăng và chủ nghĩa dân tộc. Thách thức cũng tới từ sự giận dữ của tầng lớp công nhân ở Hy Lap, Pháp và Ý. Bạo lực từ "những người áo vàng" tại Pháp vừa qua không thể là hệ quả của chỉ một vài tháng giận dữ, mà là hiện tượng của cả một thế hệ mang lại bởi sự đình trệ tiền lương, chênh lệch thu nhập gia tăng, chi phí sinh hoạt đắt đỏ và lương hưu biến mất. Một số người đổ lỗi cho tự do thương mại và toàn cầu hóa. Chúng tôi thì cho rằng phần lớn nguyên nhân là do sự thất bại của các chính phủ trong việc thích nghi với sự thay đổi của môi trường kinh tế và tài chính toàn cầu. Khả năng cạnh tranh của châu Âu đang cho thấy sự giảm sút (nước Đức có thể là ngoại lệ). Đây là kỷ nguyên mới mà tính kinh tế của lục địa già không còn. Chúng ta đang ở trong một thế giới phân cực. Có thể nghe sáo rỗng nhưng người ta nên làm quen với nó.

Hiệu quả của các quỹ đầu tư là rất tệ trong vài năm gần đây. Nhiều quỹ đã trả lại tiền cho nhà đầu tư, và không ít quỹ đã đóng cửa. Chỉ số HFR quỹ đầu tư toàn cầu đã giảm 6% trong năm 2018 (tính đến ngày 11/12).

Hình 2: HFR Global Hedge Fund Index, tháng 1/1998 đến tháng 12/2018



Nguồn: HFR, Bloomberg tại 11/12/2018

Lợi nhuận và định giá

Tăng trưởng lợi nhuận liệu có thể cứu vớt giá cổ phiếu trong năm 2019? Chúng tôi không nghĩ vậy vì 2 nguyên nhân sau:

- Để duy trì mức tăng trưởng năm sau cao hơn mặt bằng của năm trước sẽ càng ngày càng khó.
- Tăng trưởng GDP toàn cầu sẽ chậm lại, gây áp lực lên khả năng tăng giá của các công ty.

Chúng tôi cũng muốn bổ sung thêm rằng chi phí lao động tăng không những gây tác động lên những công ty ở các nền kinh tế phát triển mà còn cả ở một số nền kinh tế đang phát triển.

Về mặt định giá, như đã nói đây không phải là vấn đề quan trọng nhất. Lý do là chỉ bản thân mức định giá hiếm khi có khả năng gây chuyển dịch toàn thị trường, ngoại trừ sự kiện Nasdaq 2000/02. Khi ấy, một số công ty giao dịch với mức P/E "điên rồ" vượt quá 80x-100x.

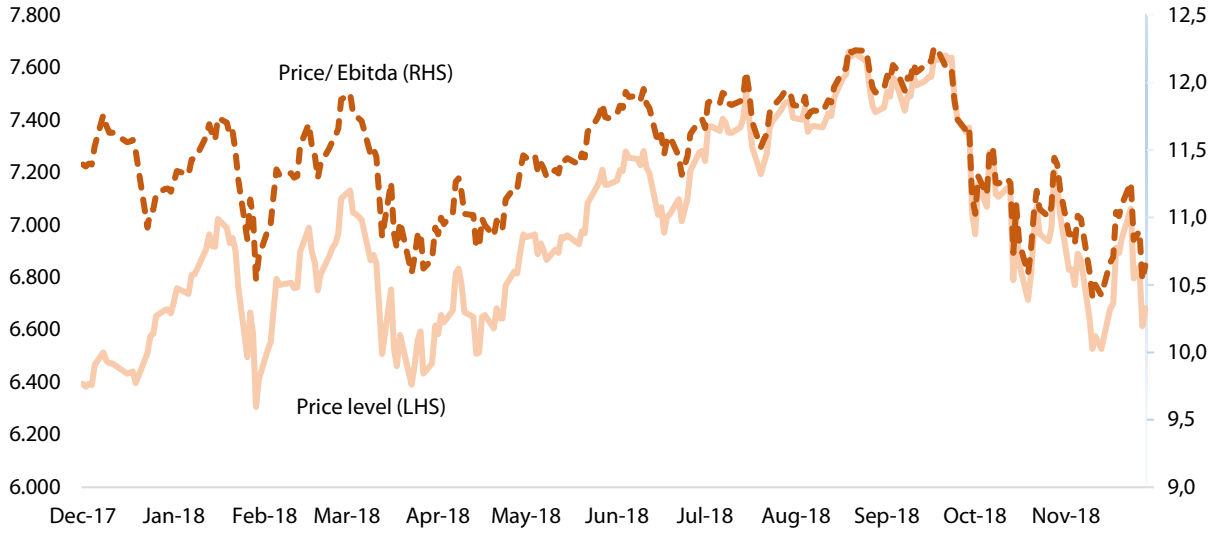
Mức định giá của các chỉ số chính hiện tại đều thấp hơn so với 4 năm trước. Việt Nam là một trường hợp ngoại lệ, một phần do tăng trưởng doanh thu vẫn "ổn", và Việt Nam là nước có trọng số lớn nhất trong rổ chỉ số thị trường cận biên của MSCI.

Bảng 1: P/E và EV/ Ebitda

	P/E trượt	P/E 2014	EV/ Ebitda trượt	EV/Ebitda 2014
MSCI World	16,2x	17,9x	9,8x	10,4x
MSCI EM	11,6	13,1	7,5	7,5
S&P 500	17,9	18,1	9,8	11,2
Eurostoxx 600	14,9	21,0	9,6	9,8
Topix	12,4	16,1	7,8	10,1
China A-shares	12,1	15,6	9,6	12,7
VN Index	16,7	12,9	10,9	9,0

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt ngày 14/12/2018

Hình 3: Nasdaq và P/ Ebitda



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chính trị và bầu cử Hoa Kỳ

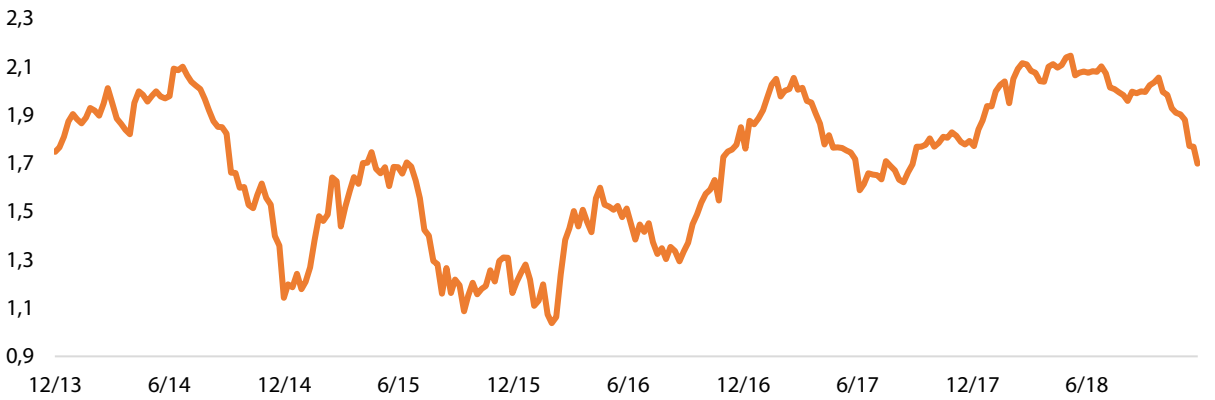
Đảng Dân Chủ cuối cùng đã điều khiển Hạ viện Hoa Kỳ. Điều này có thể thay đổi các chính sách nội tại, đối ngoại và ngân sách hay không? Có. Một yếu tố khác dáng để chúng ta xem xét trong năm 2019 là cuộc bầu cử tổng thống sắp diễn ra. Đảng Dân Chủ hiện tại có 3 ứng cử viên sáng giá đó là Bernie Sanders, Joe Biden và Elizabeth Warren. Cả 3 người này đều thuộc thập niên 70. Thế hệ trẻ (Millennials) rất ưa thích Sanders; điều đã được cho thấy vào năm 2016. Tuy nhiên, những ứng cử viên trẻ tuổi như Kamala Harris có đủ khả năng thách thức 3 ứng cử viên kia. Đối với Đảng Cộng Hòa, chúng ta phải chờ xem nếu Mr. Trump sẽ tiếp tục được ứng cử hay không? Vấn đề của ông ta với sự kiện "Nga can thiệp vào bầu cử 2016" vẫn chưa kết thúc. Liệu có những cơ sở pháp lí để luận tội Trump? Cần hết sức cẩn thận với điều này.

Sẽ có rất nhiều cuộc bầu cử, kể cả tổng thống, liên bang hoặc khu vực sẽ diễn ra vào năm 2019. Điều này có thể khiến các nhà đầu tư phải "căng mắt" theo dõi. Có thể kể ra một vài cuộc bầu cử như sau: Nghị viện châu Âu, Hy Lạp, Nga, Ukraine, Canada, Argentina, Úc, Ấn Độ, Indonesia, Philippines và Nigeria.

Lãi suất

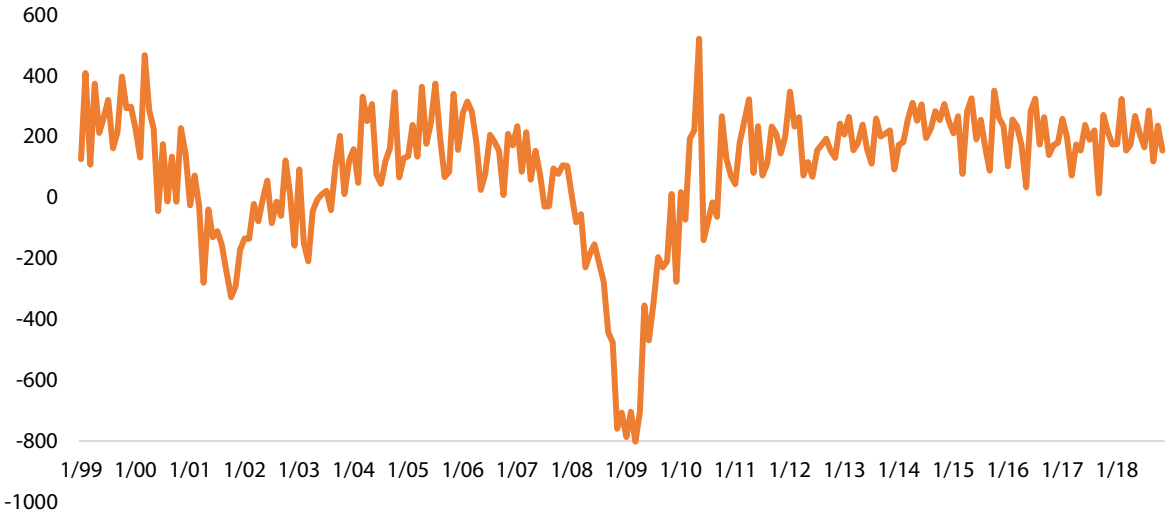
Thị trường có vẻ không cho rằng chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục bị thắt chặt hơn nữa trong ngắn hạn. Lãi suất tại Mỹ (Hình 4), Nhật Bản và Đức đã giảm mạnh trong vài tháng qua. Thật khó để lãi suất dài hạn có thể tăng mạnh, ít nhất là trong vài tháng đầu năm 2019. Số việc làm tạo mới ở Mỹ (Hình 5) có thể đã đạt đến đỉnh điểm, trung bình gần 200.000 việc làm mỗi tháng kể từ năm 2010.

Hình 4: Lợi tức trái phiếu kho bạc Mỹ kì hạn 5 năm, %



Nguồn: Bloomberg

Hình 5: Thay đổi trong Bảng lương phi nông nghiệp Mỹ theo tháng, đvị: ngàn



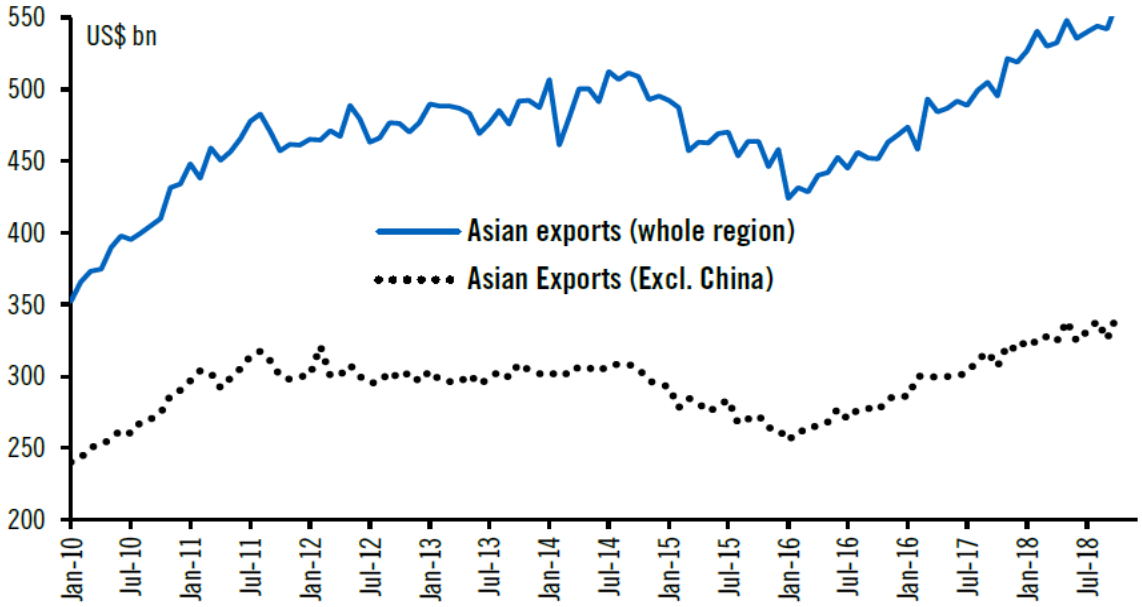
Nguồn: BLS

Tất nhiên, sự kiện rất được chú ý trên thị trường gần đây là sự đảo ngược của đường cong lợi suất trái phiếu kho bạc Mỹ giữa 3 năm và 5 năm. Điều này thể hiện một sự suy giảm rõ ràng của "niềm tin" đối với khả năng FED sẽ nâng lãi suất thêm nhiều lần nữa.

Xuất khẩu của châu Á

Một trong những điểm tích cực của các nước châu Á năm 2018 là tăng trưởng hoạt động xuất khẩu - đã đạt mức kỷ lục mới về giá trị. Năm 2019, đà tăng này có thể sẽ chậm lại do tình hình thế giới được dự báo sẽ khó khăn hơn.

Hình 6. Xuất khẩu của châu Á, 2010-2018



Nguồn: Alethia Capital

Tuy nhiên, về mặt tích cực, trong vài năm tới, các nền kinh tế mới nổi châu Á sẽ mở rộng ngang bằng quy mô của toàn bộ nền kinh tế Mexico. Trong 5 năm, các nền kinh tế mới nổi châu Á sẽ tăng trưởng đạt mức quy mô kinh tế Nhật Bản, và trong mười năm, bằng quy mô kinh tế châu Âu. Điều đó có nghĩa là sẽ có một lượng lớn dòng tiền đổ vào để thúc đẩy thị trường chứng khoán.

Việt Nam

Nếu đồng Euro tăng giá đúng như chúng tôi dự báo, điều này có thể có tác động đến xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam đến/từ EU. Các công ty liên quan đến hoạt động mua bán hàng hóa và dịch vụ với châu Âu nên đánh giá

các tác động tiềm năng có thể xảy ra. Liên minh châu Âu là đối tác thương mại lớn thứ ba của Việt Nam, chỉ thấp hơn một chút so với Trung Quốc. Đồng Euro mạnh hơn cũng có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ xuất nhập khẩu với Mỹ, đối tác thương mại lớn nhất.

Chúng tôi nhận thấy rằng mặc dù chênh lệch Hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS) của trái phiếu Việt Nam kỳ hạn 5 năm đã tăng trong năm 2018 lên khoảng 155 từ 140 vào đầu năm, nhưng vẫn ở dưới mức gần 300 trong quý 1/2016. Điều này ngụ ý rằng thị trường tín dụng không quá lo lắng về khả năng vỡ nợ của các doanh nghiệp khối tư nhân hay khối nhà nước.

Giao dịch tương đối?

Mua châu Á (trừ Nhật Bản)/ bán Mỹ

Việc này sẽ mang lại hiệu quả tích cực. Dòng tiền quốc tế cuối cùng rồi sẽ quay trở lại châu Á. Tuy nhiên, vấn đề của giao dịch này là dòng vốn châu Á sẽ "ở lại" châu Á, do niềm tin mọi thứ ở khu vực này tốt hơn so với các nơi khác.

Chu kỳ kinh tế ở Mỹ và châu Âu đang bước vào giai đoạn cuối. Châu Á (trừ Nhật Bản), tuy nhiên, vẫn đang ở giai đoạn bùng nổ. Hơn nữa, chỉ số MSCI Asia (trừ Nhật Bản) đã diễn biến xấu hơn rất nhiều so với S&P 500 kể từ tháng Sáu, hàm ý một sự đảo ngược. Chỉ số VN-Index thể hiện có phần tích cực hơn so với các thị trường trong khu vực sau khi tạo được sự ổn định trong vài tháng qua.

Bảng 2: Thay đổi các chỉ số trong năm 2018, USD

Chỉ số	Thay đổi
S&P 500	-0,8%
MSCI World	-6,0
MSCI Asia ex-Japan	-15,2
VN Index	-4,8

Nguồn: Bloomberg tại ngày 12/12/2018

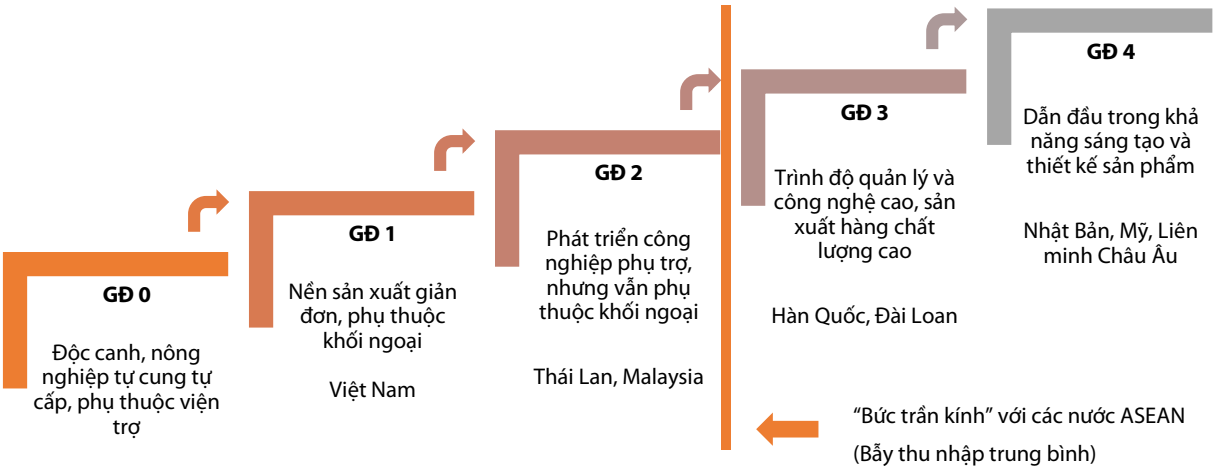
TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM - ƯU TIÊN ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ

Tu Vu (tu.va@vdsc.com.vn)

Việt Nam: Nâng cao chuỗi giá trị nội địa

Nền kinh tế toàn cầu nói chung đang chịu chi phối bởi lo ngại liên quan tới giai đoạn cuối của chu kỳ tăng trưởng và mối quan hệ giữa các nền kinh tế siêu cường. Trong khi sự bất định trở thành rủi ro lớn nhất, chúng tôi đánh giá các quốc gia mới nổi và đang phát triển (EMDEs) như Việt Nam đang đứng trước thời cơ "thập kỷ có một" để tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu. Những thay đổi căn bản trong bức tranh thương mại toàn cầu do căng thẳng quan hệ Mỹ - Trung Quốc và sự cải tổ WTO có thể sẽ thúc đẩy chiến lược "Trung Quốc + 1" và "Làn gió phương nam" của Hàn quốc. Việt Nam chính là điểm giao thoa lý tưởng giữa hai chiến lược này. Trong làn sóng tìm kiếm điểm đến mới của các tập đoàn nước ngoài, Việt Nam hiển nhiên là một trong những lựa chọn đầy hấp dẫn nhờ vị trí chiến lược và sự kết nối sâu rộng với Trung Quốc – một trong ba trung tâm sản xuất của thế giới. Tuy nhiên, lợi thế cạnh tranh từ chi phí nhân công thấp sẽ không đủ để đẩy nhanh tiến trình trên, đặc biệt khi sự hấp dẫn này đang dần phai nhạt. Do vậy, Chính phủ cần vạch rõ lộ trình để hỗ trợ khối doanh nghiệp ngoài nhà nước đạt được sức cạnh tranh tốt hơn.

Hình 7: Các giai đoạn công nghiệp hóa của Ohno



Nguồn: Ohno 2009, WB, CTCK Rồng Việt

Đầu tiên, chúng tôi tin rằng chuỗi giá trị nội địa được hình thành bởi sự đồng nhất và hợp tác giữa các khu vực kinh tế cũng như nhà lập pháp. Trong suốt giai đoạn phát triển này, ***khu vực tư nhân nắm vai trò trọng yếu***. Tầm quan trọng của khu vực tư nhân đã được giới chức lãnh đạo Việt Nam nhấn mạnh trong Nghị quyết Đại hội Đảng lần thứ 12. Các doanh nghiệp lớn và vừa cần được nâng đỡ để trở thành nhân tố dẫn dắt sự phát triển của chuỗi giá trị nội địa. Nếu thành công, điều này sẽ tạo tác động lan tỏa tới khu vực doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ. Hiện tại, chúng tôi ghi nhận sự hình thành của một số chuỗi giá trị nội địa trong các ngành công nghiệp khác nhau như điện tử, ô tô, dược, hàng không, dầu khí, thực phẩm và đồ uống,.... Dưới đây là danh sách các doanh nghiệp hàng đầu trong các lĩnh vực khác nhau của Việt Nam.

Bảng 3: Danh sách doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam

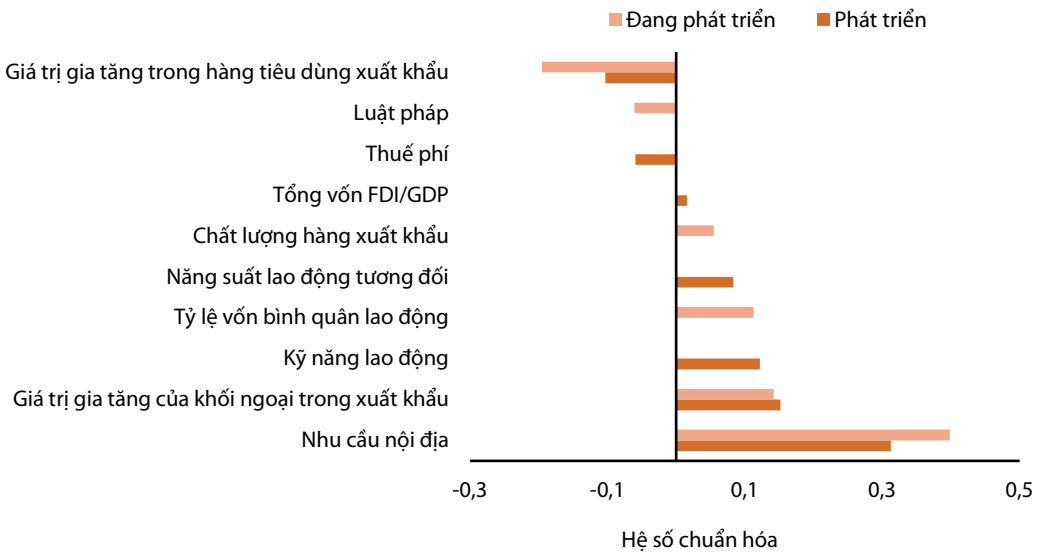
STT	Doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam	Ngành
1	Tập đoàn Vingroup – Công ty cổ phần	Bất động sản
2	Công ty CP Đầu tư Thế giới di động	Bán lẻ
3	Công ty CP sữa Việt Nam	Hàng tiêu dùng
4	Công ty CP Tập đoàn vàng bạc đá quý Doji	Trang sức
5	Công ty CP ô tô Trường Hải	Ô tô
6	Công ty CP Tập đoàn Hòa Phát	Thép
7	Công ty CP FPT	Công nghệ
8	Công ty CP Hàng không Vietjet	Hàng không
9	Ngân hàng VpBank	Ngân hàng
10	Công ty CP tập đoàn Masan	Hàng tiêu dùng

STT	Doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam	Ngành
1	Samsung Electronics Việt Nam	Công nghệ
2	Tập đoàn Điện lực Việt Nam	Điện
3	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	Dầu khí
4	Tập đoàn Công nghiệp viễn thông-quân đội	Viễn thông
5	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	Dầu khí
6	Tập đoàn Vingroup – Công ty CP	Bất động sản
7	Ngân hàng Argibank	Ngân hàng
8	Ngân hàng BIDV	Ngân hàng
9	Công ty Honda Việt Nam	Phương tiện vận tải
10	Tổng công ty hàng không Việt Nam - CP	Hàng không

Nguồn: VNR500, CTCK Rồng Việt

Khai thác hiệu quả và triệt để thị trường nội địa là nhân tố quan trọng trong quá trình nâng cao giá trị gia tăng đối với các mặt hàng xuất khẩu, dựa theo nghiên cứu của Kowalski and Lopez-Gonzalez's (2016). Chúng tôi đánh giá các chính sách bảo hộ sản xuất trong nước, gồm thuế quan và phi thuế quan, sẽ mang đến cơ hội lớn cho khu vực sản xuất nội địa nhằm phát triển, sản xuất quy mô lớn và lấp đầy khoảng trống chuỗi giá trị trong nước. Các nhà sản xuất trong nước đang có cơ hội trỗi dậy và thay thế các mặt hàng nhập khẩu nhờ tác động từ Thông tư 116. Tầm quan trọng của khu vực sản xuất ô tô đối với một nền kinh tế chưa bao giờ bị nghi ngờ. Hiện tại, một số nhà sản xuất ô tô đang kiến nghị giảm thuế đối với các mặt hàng có tỷ lệ nội địa hóa cao. Điều này có thể sẽ được thảo luận trong các kỳ họp quốc hội 2019.

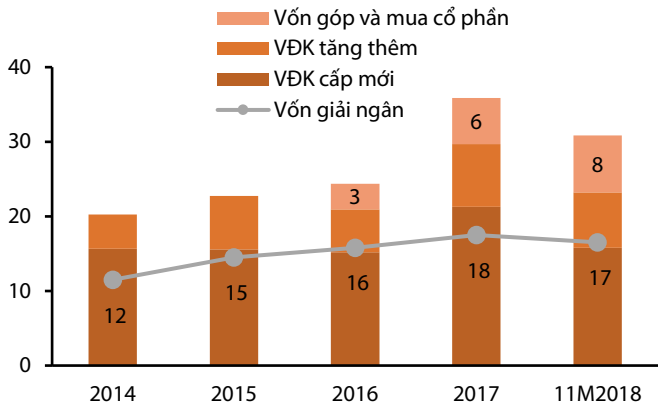
Hình 8: Nhân tố quyết định sự thay đổi giá trị gia tăng nội địa trong xuất khẩu



Nguồn: Kowalski and Lopez-Gonzalez 2016, WB, CTCK Rồng Việt

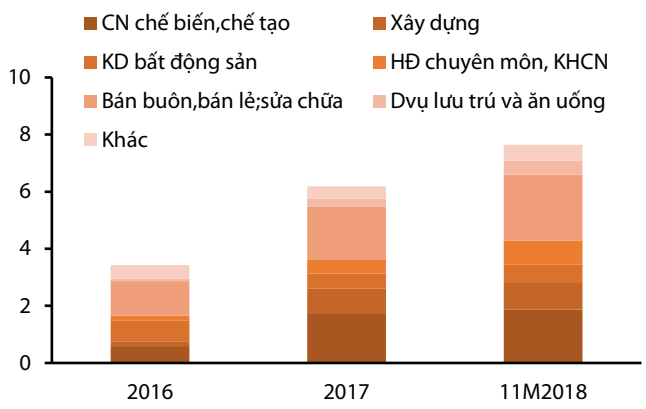
Bên cạnh đó, hợp tác và tận dụng chuỗi giá trị của các doanh nghiệp đa quốc gia đang hiện diện là việc làm tất yếu cho kế hoạch phát triển của doanh nghiệp Việt Nam. Hiện tại, Formosa, Intel và các tập đoàn gia đình lớn đến từ Hàn Quốc như Samsung, LG, etc. đang đóng vai trò quan trọng đối với nền kinh tế. Chúng tôi cũng ghi nhận xu hướng đầu tư nước ngoài mới tại Việt Nam khi khoản vốn góp và mua cổ phần đang tăng rất mạnh trong khi nguồn vốn đăng ký mới và bổ sung ít thay đổi. Thị trường M&A sẽ khá bận rộn trong thời gian tới.

Hình 9: Vốn đầu tư FDI (Tỷ USD)



Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Vốn góp và mua cổ phần, theo ngành (Triệu USD)

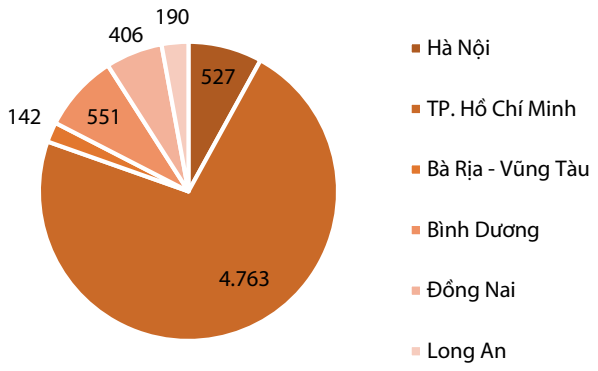


Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

Dòng vốn đầu tư này phần lớn đều đi vào các lĩnh vực quan trọng và hấp dẫn tại Việt Nam. Tính tới cuối tháng 11 vừa qua, tổng vốn góp và mua cổ phần đạt 2,3 tỷ USD, tăng gấp đôi so với năm 2016. Lượng vốn đầu tư vào khu vực sản xuất ghi nhận trên 1,8 tỷ USD, theo sau là các ngành xây dựng, bất động sản, khoa học công nghệ

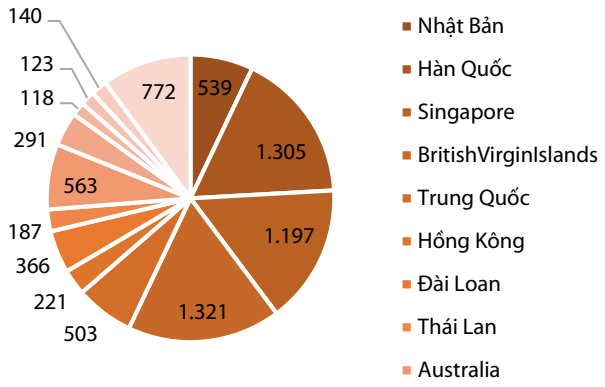
cũng như lưu trú và dịch vụ ăn uống. Về khía cạnh địa điểm, Hồ Chí Minh là trung tâm của dòng vốn nhờ lợi thế về sản xuất, tiêu dùng, du lịch và bất động sản. Nguồn vốn này xuất phát chính từ ba địa điểm: Hàn Quốc, Singapore, British Virgin Islands. Chúng tôi tin rằng ***sự phát triển của dòng vốn đầu tư nước ngoài sẽ góp phần hỗ trợ quá trình thoái vốn và sự phát triển của doanh nghiệp Việt Nam***.

Hình 11: Vốn góp và mua cổ phần, theo địa phương (Triệu USD)



Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Vốn góp và mua cổ phần, theo đối tác (Triệu USD)



Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

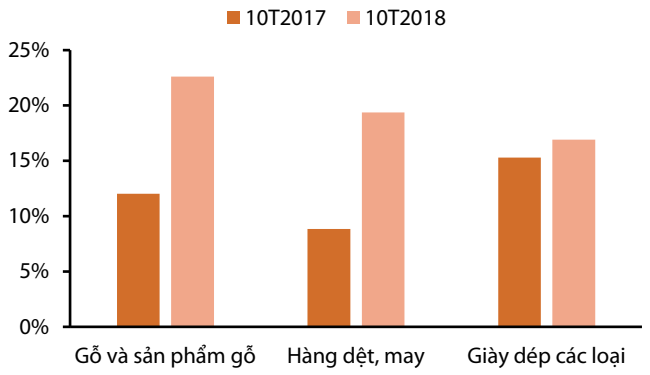
Bên cạnh việc phát triển chuỗi giá trị nội địa theo chiều sâu, các hiệp định thương mại thế hệ mới sẽ tác động mạnh tới sự phát triển và lợi thế cạnh tranh của Việt Nam trong khu vực ASEAN. Trong khi hiệp định CPTPP có thể sẽ chính thức có hiệu lực từ 01/2019, cơ hội từ hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu (EVFTA) là rất lớn.

EVFTA là một dạng hiệp định thương mại tự do thế hệ mới trong đó bao gồm các vấn đề như giải quyết tranh chấp đầu tư, bảo hộ sở hữu trí tuệ và kiểm soát an ninh mạng. Một khi có hiệu lực, EU sẽ xóa bỏ 99% các dòng thuế, gỡ bỏ rào cản luật pháp, đảm bảo sự an toàn và mở cửa thị trường dịch vụ cũng như đấu thầu khu vực công. Đáng chú ý, hiện tại chỉ 42% hàng hóa xuất khẩu sang Châu Âu được hưởng mức thuế 0%. Rõ ràng, cơ hội tiềm năng từ thị trường này rất lớn đối với Việt Nam.

Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh xác suất Nghị viện Châu Âu thông qua thỏa thuận trên chỉ ở mức 50%. Chính phủ Việt Nam cần chứng tỏ sự cải thiện rõ nét trong vấn đề nhân quyền và đánh bắt thủy, hải sản.

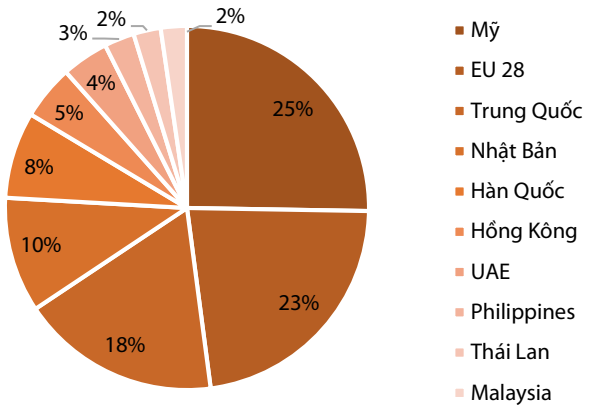
Đáng chú ý, một trong những lo ngại lớn nhất liên quan đến việc hàng hóa nhập khẩu trái phép hoặc nhập qua đường tiểu ngạch từ Trung Quốc sẽ ồ ạt vào thị trường Việt Nam. Trong năm 2010, quy mô giao dịch không chính thức giữa Việt Nam – Trung Quốc ước đạt 10 tỷ USD, tương đương 37% tổng giá trị ghi nhận. Việc tạm nhập tái xuất hay lấy nhãn mác "Made in Vietnam" có thể bị khai thác bởi các công ty Trung Quốc nhằm né tránh hàng rào thuế quan. Việt Nam cũng vừa mở cửa một số quy định liên quan tới giao dịch ở biên giới và cho phép sử dụng nhân dân tệ trong quan hệ thương mại.

Hình 13: Tăng trưởng xuất khẩu nội địa



Nguồn: Customs, CTCK Rồng Việt

Hình 14: EU – Thị trường nhập khẩu lớn thứ hai của Việt Nam



Nguồn: Eurostat, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Dự báo các chỉ số vĩ mô quan trọng trong 2019

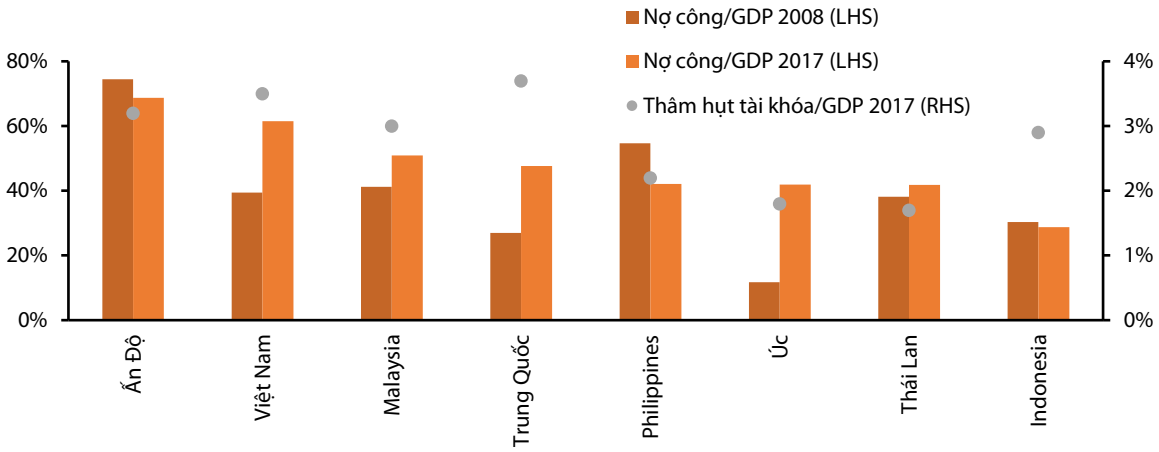
	2015	2016	2017	2018E	2019F
TĂNG TRƯỞNG GDP (%)	6,68	6,25	6,81	6,8-7,0	6,6-6,8
THẶNG DƯ/THÂM HỤT THƯƠNG MẠI (TỶ USD)	-4,1	+1,5	+2,9	+7,0	+5,5
TĂNG TRƯỞNG XUẤT KHẨU (%)	8,1	9,0	21,2	15,0	14,0
TĂNG TRƯỞNG NHẬP KHẨU (%)	12,0	5,3	20,8	12,0	16,0
LẠM PHÁT (%)	0,6	4,7	3,5	3,7	4,2
LÃI SUẤT TÁI CẤP VỐN (%)	6,5	6,5	6,25	6,25	6,25
LÃI SUẤT OMO (%)	5,0	5,0	5,0	4,75	4,75
TĂNG TRƯỞNG CUNG TIỀN (%)	14,5	16,2	17,0	14,0	14,0
TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG (%)	17,3	18,7	19,3	16,0	15,0
THÂM HỤT NGÂN SÁCH (%)	4,6	3,9	3,5	3,5	3,6
TỶ GIÁ (VND)	22.485	22.761	22.715	23.340	24.040

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Không gian tài khóa cần được cải thiện

Trong khi môi trường tài chính đang dần thắt chặt trên quy mô toàn cầu trong các năm tới, mức độ ổn định tài khóa tốt sẽ là bước chuẩn bị hữu hiệu cho các thách thức trong tương lai. Chúng tôi nhấn mạnh hai yếu tố chính, gồm nợ công và thâm hụt tài khóa.

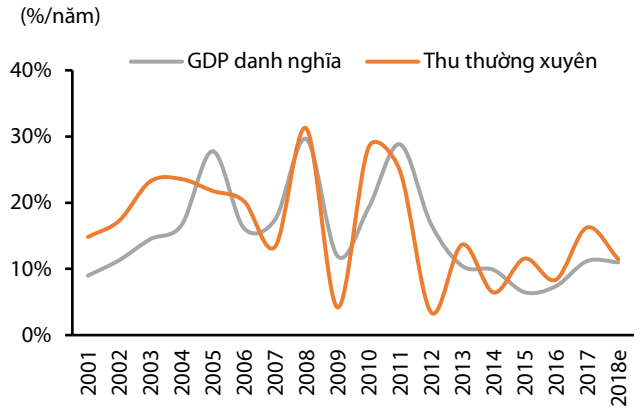
Hình 15: Nợ công và thâm hụt tài khóa (% of GDP)



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

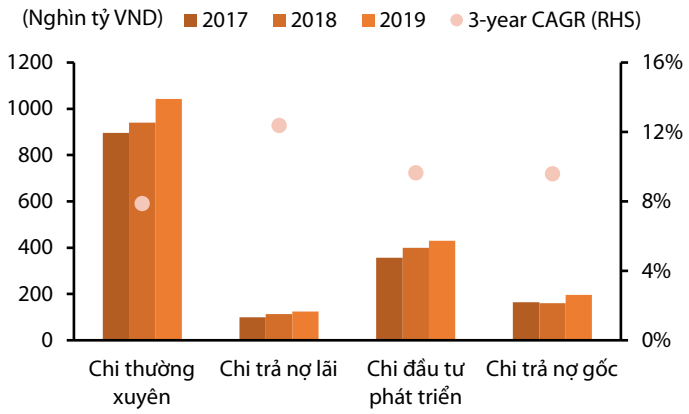
Đối với nợ công, tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam đã tăng từ 39% lên 62% sau 10 năm và cao hơn tương đối so với các quốc gia trong khu vực. Trong suốt thời kỳ này, chúng tôi ghi nhận hàng loạt khoản nợ xấu từ khu vực doanh nghiệp nhà nước (DNNN) do các dự án đầu tư kém hiệu quả. Hiện tại, Chính phủ đang chủ động giải quyết điểm nghẽn này thông qua các chương trình kiểm soát trung và dài hạn như đầu tư công, nợ công,… Điểm tích cực gắn với việc tỷ lệ nợ công giảm nhẹ trong các năm gần đây nhờ tăng trưởng GDP cao và thoái vốn tại DNNN.

Hình 16: Thu thường xuyên và GDP danh nghĩa



Nguồn: ADB, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Chi tiêu công Việt Nam

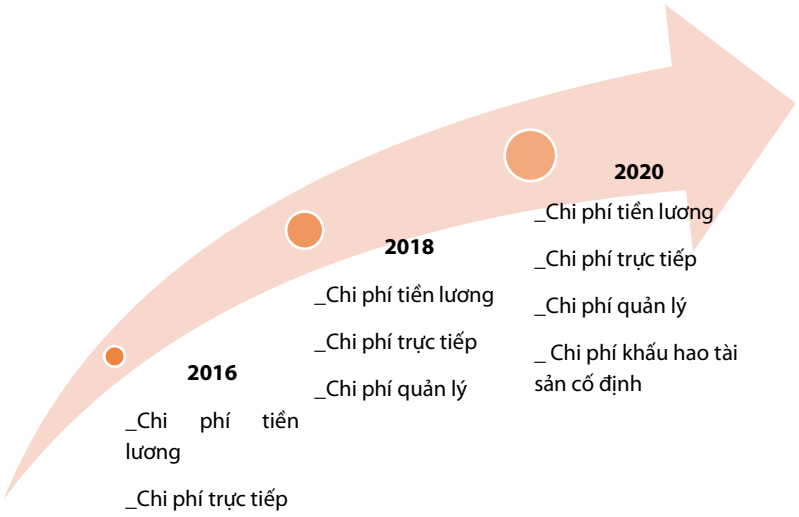


Nguồn: ADB, CTCK Rồng Việt

Tuy nhiên, vấn đề thâm hụt ngân sách hàng năm vẫn chưa có nhiều biến chuyển và tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP của Việt Nam thuộc nhóm dẫn đầu trong khu vực. Ở khía cạnh nguồn thu, chúng tôi ghi nhận mối tương quan dương giữa thu ngân sách và tăng trưởng GDP danh nghĩa. Nhìn chung, thu ngân sách khá nhạy cảm với chu kỳ kinh tế khi thuế thu nhập và thuế tiêu dùng chiếm hơn 50% nguồn thu thường xuyên. Điều này hàm ý tốc độ tăng thu ngân sách có thể sẽ gặp khó khi nền kinh tế trong giai đoạn cuối của chu kỳ tăng trưởng và tăng trưởng GDP giảm dần.

Trong khi rất khó để tăng cơ sở thuế, Chính phủ sẽ phải cắt giảm các khoản trợ cấp và tăng tỷ lệ thuế, qua đó gia tăng áp lực lạm phát. Chi phí khám chữa bệnh sẽ tăng trung bình 10% do tăng lương cơ bản. Đáng chú ý, dư địa tăng chi phí khám chữa bệnh nói riêng và chi phí dịch vụ công nói chung vẫn khá lớn, dựa theo Nghị định 16/2015/NĐ/CP. Học phí được phép tăng dần qua các năm trong khi chúng tôi dự báo giá điện có thể tăng 6% ngay trong nửa đầu năm 2019. Mức thuế bảo vệ môi trường cao hơn đánh lên mặt hàng xăng dầu cũng sẽ góp phần đẩy lạm phát lên cao. Các khoản thuế tiêu dùng và thuế tài sản đang trong giai đoạn xem xét. ***Tất cả các rủi ro kể trên có thể khiến lạm phát 2019 ở mức 3,8%-4,2%.***

Hình 18: Lộ trình tính giá dịch vụ sự nghiệp công sử dụng kinh phí ngân sách nhà nước



Nguồn: MOF, CTCK Rồng Việt

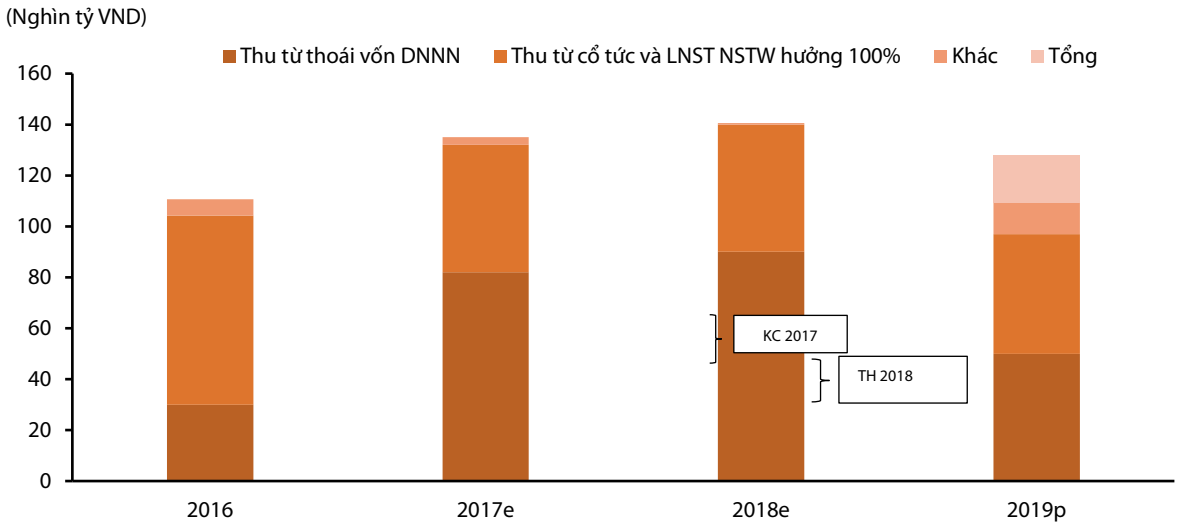
Trên khía cạnh chi ngân sách, khoản mục lớn nhất, chi thường xuyên, duy trì tốc độ tăng trưởng gần 8%/năm, cao hơn mức tăng trưởng trung bình của thu thường xuyên. Bên cạnh đó, hậu quả từ việc vay đảo nợ trước đó đẩy chi phí lãi vay lên cao. Điều tích cực liên quan tới việc phần lớn khoản nợ công là nợ trong nước. Nợ nước ngoài nhìn chung có kỳ hạn dài. Chi trả nợ gốc các khoản nợ trong nước sẽ rất lớn trong 3 năm tới.

Tốc độ tăng chi đầu tư phát triển sẽ chậm lại do quá trình giải ngân ì ạch trong các năm gần đây. Tuy nhiên, quy mô đầu tư công vẫn rất lớn. Trong 2019-2020, chúng tôi kỳ vọng kết quả giải ngân vốn đầu tư công sẽ tích cực hơn khi các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng quy mô lớn sẽ bắt đầu triển khai. Ví dụ, 3/11 cấu phần của dự án đường bộ cao tốc Bắc-Nam, được tài trợ bởi Ngân sách Trung ương, sẽ khởi công trong năm tới. Các cấu phần còn lại được triển khai dưới dạng dự án hợp tác công-tư đang trong giai đoạn đấu thầu và sẽ khởi công vào 2020.

Doanh thu từ thoái vốn nhà nước tại DNNN là nguồn bổ sung quan trọng đối với sự ổn định tài khóa. Sau thành công từ thoái vốn và IPOs năm 2017, quá trình này đã chậm lại trong năm 2018. Sang năm 2019, Bộ Tài Chính (MOF) lên kế hoạch ghi nhận 50 nghìn tỷ đồng từ thoái vốn và IPOs của DNNN, cao hơn 50% so với kết quả ghi nhận 2018. ***Do đó, chúng tôi kỳ vọng quá trình tư nhân hóa sẽ tích cực hơn trong năm tới.***

Thoái vốn nhà nước luôn là chủ điểm quan trọng thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài. Trong bối cảnh thắt chặt tài chính hiện tại, phương án tiếp cận "bottom-up" nhận được nhiều sự quan tâm hơn. Tuy nhiên, lo ngại gắn với mục tiêu thoái vốn của Chính phủ để hỗ trợ và lấp khoảng trống ngân sách trong ngắn hạn hay nâng cao hiệu quả của khu vực công thông qua hợp tác với thành phần kinh tế khác.

Hình 19: Nguồn thu ngân sách từ DNNN



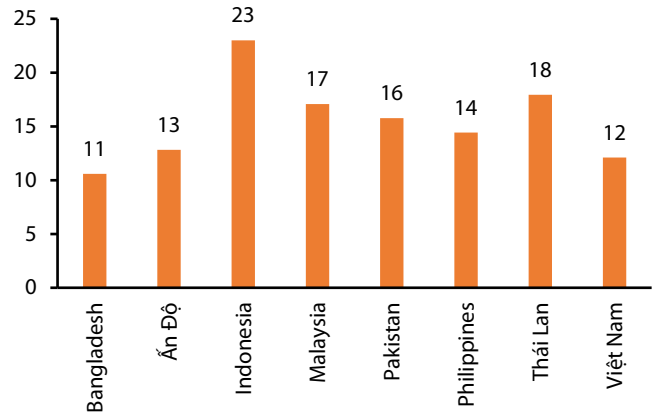
Nguồn: MOF, CTCK Rồng Việt

Ổn định tài chính: Điểm nhấn quan trọng trong bối cảnh thị trường ngoại hối rung lắc

Những thay đổi đột ngột trên thị trường tài chính thường là nguồn cơn cho các cuộc khủng hoảng và suy thoái trong lịch sử hiện đại. Trên phương diện ổn định tài chính, chúng tôi tập trung vào bốn trụ cột chính, gồm 1) Mức độ sử dụng đòn bẩy trên thị trường tài chính, 2) Tình hình vay mượn của khu vực doanh nghiệp và hộ gia đình, 3) Rủi ro nguồn vốn và 4) Yếu tố định giá tài sản. Nhìn chung, độ ổn định tài chính của Việt Nam ở mức vừa phải nhưng khá nhạy cảm với rủi ro từ bên ngoài. Gia tăng nguồn vốn chủ, giảm tỷ lệ nợ xấu, tăng cường kiểm soát và quản lý rủi ro tài chính là những nhiệm vụ ưu tiên hàng đầu trong giai đoạn 2019-2020.

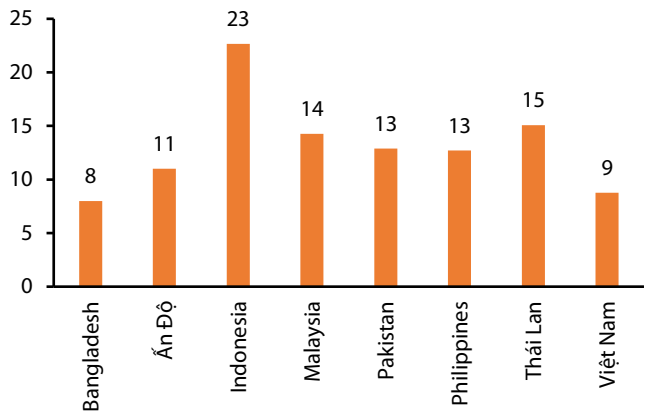
Đầu tiên, tỷ lệ đòn bẩy trên thị trường tài chính khá cao và nguồn vốn chủ mỏng. Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) đang là điểm nghẽn đối với hệ thống ngân hàng Việt Nam, chỉ đạt 12 lần, tới cuối năm 2017. Đây là mức thấp nhất trong khu vực ASEAN và chỉ cao hơn Bangladesh. Tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 cũng không khá hơn. Hiện tại, tỷ lệ an toàn vốn của Việt Nam đang được tính theo tiêu chuẩn Basel I trong khi phần lớn các quốc gia trong khu vực đang thực hiện Basel II. Nếu tính lại theo tiêu chuẩn cao hơn này, hệ số CAR của Việt Nam có thể thấp hơn.

Hình 20: Tỷ lệ an toàn vốn (%)



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 (%)



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

Thời điểm áp dụng Basel II (phương pháp tiêu chuẩn) cho các ngân hàng Việt Nam đã chính thức được xác định, từ năm 2020, theo Thông tư 41/2016/TT-NHNN. Mười ngân hàng thí điểm (Vietcombank, BIDV, VietinBank, Techcombank, ACB, VPBank, MB, MaritimeBank, Sacombank và VIB) có thể sẽ hoàn tất sớm hơn. Hiện tại, chúng tôi được biết VCB, VIB và OCB đã được NHNN chấp thuận việc áp dụng từ năm 2019.

Việc phát hành tăng vốn của VCB và BID đang đi đến những bước cuối cùng và kỳ vọng sẽ hoàn tất trong năm 2019. Trong trường hợp thành công, vốn chủ sở hữu của cả hai ngân hàng sẽ ở quang mức 1,7 tỷ USD. Trên phương diện vi mô, các thương vụ này sẽ nâng cao khả năng chống chọi của từng ngân hàng, qua đó có thể giúp các ngân hàng tiệm cận sớm hơn với Basel II nâng cao. Trên phương diện vĩ mô, độ ổn định tài chính cũng được gia tăng. ***Các thương vụ tỷ đô này sẽ hỗ trợ công cuộc quản lý và ổn định tỷ giá. Chúng tôi cho rằng tỷ giá sẽ dao động mạnh và mức độ mất giá trong trường hợp cơ bản ở mức 3% trong năm 2019.***

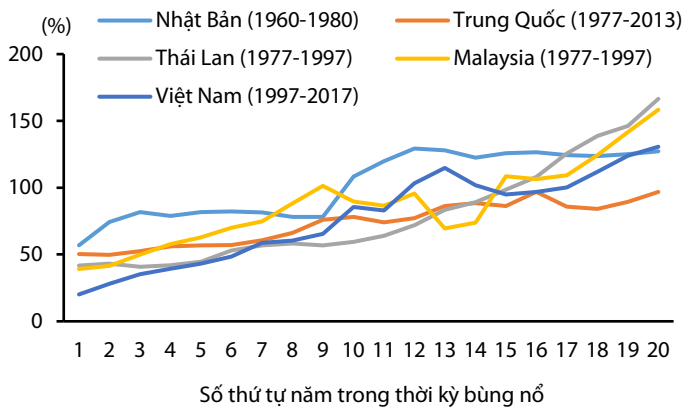
Bên cạnh đó, sức khỏe của hệ thống tài chính cũng chịu ảnh hưởng bởi khả năng vay và trả nợ của khu vực doanh nghiệp và hộ gia đình. Tỷ lệ vỡ nợ của khu vực này tác động mạnh hay yếu tới ngân hàng cũng như các nhà điều hành sẽ có liên hệ mật thiết tới quy mô cho vay và khả năng thanh toán của người đi vay. ***Chúng tôi cho rằng cần theo dõi sát rủi ro này khi tăng trưởng tín dụng nội địa cao hơn đáng kể so với tăng trưởng GDP danh nghĩa trong giai đoạn dài.***

Biểu đồ dưới đây minh họa những biến động trong dòng vốn tín dụng đối với khu vực tư nhân giữa các quốc gia khác nhau trong thời kỳ bùng nổ kinh tế. Dòng vốn tín dụng nội địa luôn đóng vai trò quan trọng và gia tăng liên tục. Tại Việt Nam, tỷ lệ tín dụng nội địa/GDP đã tăng từ 20% lên 130% trong hơn 20 năm qua.

Theo đánh giá và khuyến nghị từ các tổ chức tài chính quốc tế lớn như IMF và WB, tăng trưởng tín dụng cần chậm lại nhằm duy trì ổn định kinh tế vĩ mô trong các năm sắp tới. Tăng trưởng tín dụng hàng năm nên ở mức 14%. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tăng trưởng tín dụng có thể giảm dần qua các năm và đạt ngưỡng 14% vào năm 2020. Trên bình diện kinh tế chung, tăng trưởng kinh tế ổn định nên được ưu tiên hơn tăng trưởng nóng. Đây cũng là một trong những giả định quan trọng trong dự báo tăng trưởng GDP năm 2019 ở mức 6,6%-6,8%.

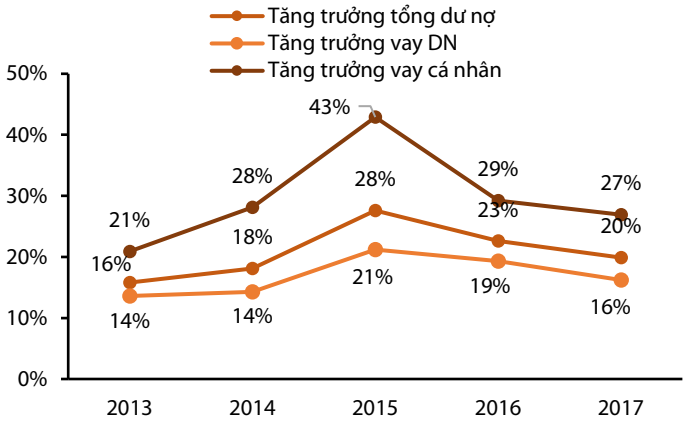
Trong khi đó, tỷ lệ vỡ nợ nhìn chung đang có sự thay đổi. Cơ cấu khoản vay đang được tái cơ cấu khi tỷ lệ nợ cá nhân và hộ gia đình tăng trưởng mạnh trong các năm gần đây. Tỷ lệ tín dụng tiêu dùng/GDP ở mức 22%, gấp gần 4 lần so với 2014. Tín dụng khu vực doanh nghiệp, nhìn chung, tăng trưởng chậm lại. Do đó, cơ cấu các yếu tố tác động tới tỷ lệ vỡ nợ của hệ thống ngân hàng cũng thay đổi theo. Rõ ràng, khu vực doanh nghiệp có khả năng chống chịu tốt hơn và ít nhạy cảm với rủi ro hơn khu vực cá nhân.

Hình 22: Vốn tín dụng nội địa tới khu vực tư nhân (% GDP)



Nguồn: WB, CTCK Rồng Việt

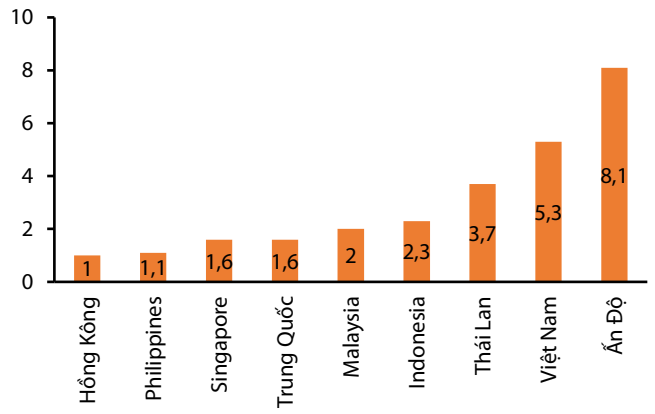
Hình 23: Tăng trưởng tín dụng tại 26 NHTM



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

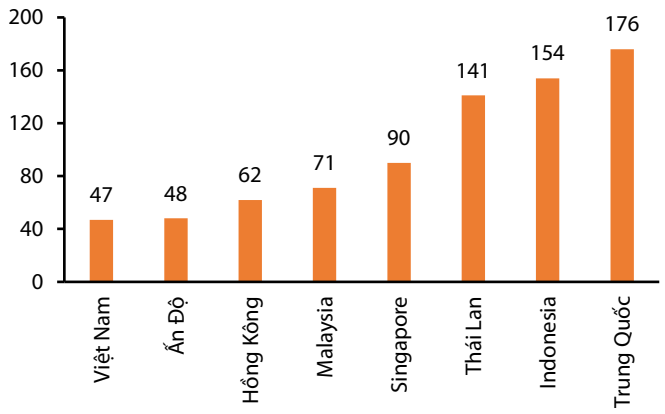
Vấn đề nợ xấu cũng cần được cân nhắc kỹ lưỡng. Tỷ lệ nợ xấu của Việt Nam cao hơn tương đối so với các quốc gia trong khu vực. Tỷ lệ nợ xấu ở quanh mức 5,3% tổng dư nợ và tỷ lệ dự phòng rủi ro/nợ xấu đạt 47%. Trong khi đó, theo báo cáo của Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia thì tỷ lệ nợ xấu tính đến cuối năm 2017 vẫn là 9,5%, giảm từ 11,9% năm 2016.

Hình 24: Tỷ lệ nợ xấu (%)



Nguồn: UBS, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Tỷ lệ dự phòng/nợ xấu (%)

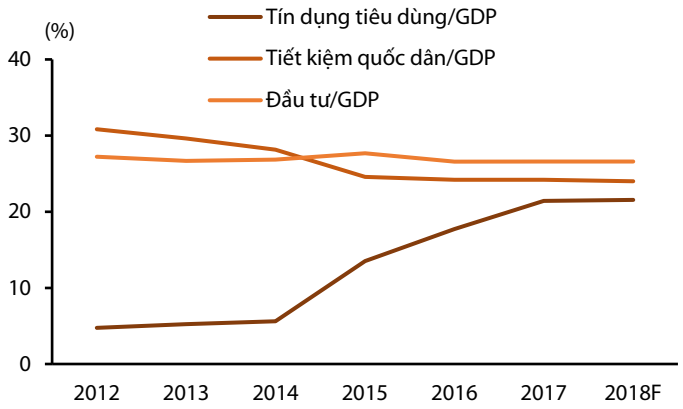


Source: UBS, CTCK Rồng Việt

Tốc độ xử lý nợ xấu có thể sẽ chậm dần khi nền kinh tế đang trong giai đoạn cuối của chu kỳ tăng trưởng. Thị trường bất động sản chậm lại là điểm nhấn quan trọng khi hầu hết tài sản đảm bảo ở dạng bất động sản. Trong khi đó, nhiều ngân hàng thương mại, đặc biệt các ngân hàng tập trung vào lĩnh vực tài chính tiêu dùng, đang ghi nhận sự trở lại của nợ xấu sau một giai đoạn bùng nổ trước đó. Đáng chú ý, tỷ lệ nợ xấu nhóm 5 tăng rất mạnh tại một số nhà băng lớn.

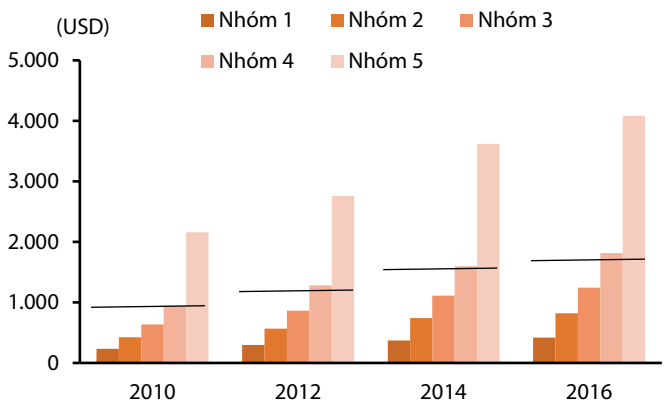
Khoản nợ của khu vực cá nhân cần được quản lý chặt chẽ hơn khi rủi ro nợ xấu có thể trở lại. Tốc độ tăng trưởng tín dụng cho vay khu vực này nên ngang bằng mức tăng trưởng thu nhập. Mặc dù tiềm năng mảng tín dụng tiêu dùng còn khá lớn, vẫn còn đó các rủi ro hiện hữu đối với người cho vay, gồm 1) Hệ thống hỗ trợ nhìn chung chưa thực sự phát triển, 2) Cạnh tranh ngày càng lớn giữa các ngân hàng nhắm vào khu vực thu nhập trung lưu và 3) Các khoản nợ rủi ro cao như cho vay tiền mặt gia tăng. Hơn nữa, việc vay mượn quá mức chi trả có thể gia tăng tỷ lệ vỡ nợ. Nhìn chung, tỷ lệ tiết kiệm quốc gia/GDP của Việt Nam đang giảm kể từ 2012 và thấp hơn tỷ lệ dầu tư/GDP. Tỷ lệ tiết kiệm của Việt Nam cũng thuộc nhóm thấp nhất trong khu vực.

Hình 26: Tỷ lệ tiết kiệm và tiêu dùng



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Thu nhập bình quân theo ngũ phân vị

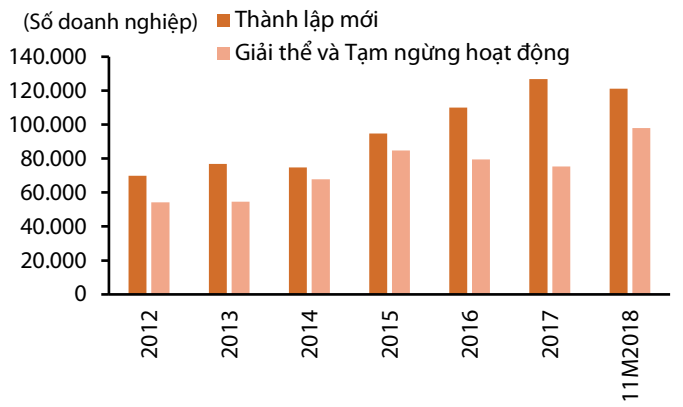


Nguồn: ADB, FiinPro, CTCK Rồng Việt

Bộ đệm yếu của khu vực doanh nghiệp cũng thể hiện phần nào sức khỏe của nền kinh tế. Các chỉ số đo lường lợi nhuận khá thấp mặc dù tỷ lệ đòn bẩy của khu vực phi tài chính lên tới 1,6 lần. Bên cạnh đó, số lượng doanh nghiệp đóng cửa và tạm ngừng hoạt động cũng tăng đột biến trong năm 2018. Nếu có 100 doanh nghiệp thành lập mới thì 80 doanh nghiệp sẽ đóng cửa và tạm ngừng hoạt động. Tỷ lệ này nhìn chung chỉ thấp hơn so với giai đoạn 2012-2014, thời điểm nền kinh tế chạm đáy trong chu kỳ kinh tế.

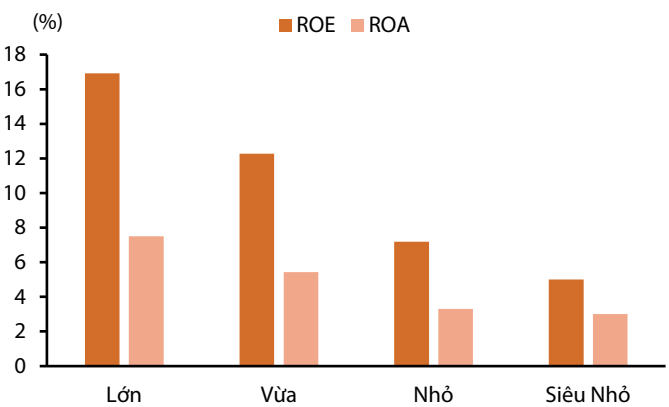
Trong 2019, sức ép lên khu vực doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) sẽ gia tăng do 1) Khả năng tăng lãi suất, 2) Sự cạnh tranh từ hàng nhập khẩu Trung Quốc. Mặc dù chính phủ có thể giảm thuế thu nhập doanh nghiệp nhằm hỗ trợ khối này, rủi ro từ các khoản nợ cũ và mới vẫn đang còn đó.

Hình 28: Tình hình đăng ký kinh doanh



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 29: Tỷ lệ lợi nhuận các doanh nghiệp Việt Nam



Nguồn: VCCI, CTCK Rồng Việt

Thứ ba, ***rủi ro nguồn vốn trong hệ thống ngân hàng giảm.*** Mức độ tổn thương từ rủi ro chênh lệch kỳ hạn ở mức vừa phải. Trong danh sách các ngân hàng thương mại chúng tôi xem xét, hầu hết các nhà băng đều đáp ứng yêu cầu vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn, 40% trong năm 2019. Đối với rủi ro chênh lệch thanh khoản, NHNN nhìn chung đang hỗ trợ hệ thống ngân hàng khá tích cực và hiệu quả thông qua công cụ thị trường mở. Năm 2018 ghi nhận NHNN bơm lượng lớn tiền vào hệ thống bằng hợp đồng mua bán kỳ hạn nhằm ổn định thị trường liên ngân hàng.

Cuối cùng, chúng tôi tập trung vào ***yếu tố định giá tài sản***. Vào thời điểm đầu năm 2018, giá trị tài sản đa phần tăng mạnh và đạt mức cao so với lịch sử. Điều này hàm ý mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn trong bối cảnh cung tiền dư thừa. Định giá cổ phiếu đạt đỉnh với hệ số PE ở trên ngưỡng 20 lần. Trong khi đó, giá cổ phiếu tăng đột biến. Giá bất động sản tại nhiều nơi tăng gấp ba lần và các nhà đầu cơ hoạt động rất sôi nổi. Liệu đây có phải dấu hiệu của sự hưng phấn quá mức hay "Lạc Quan tếu"? Những dấu hiệu này đều được cảnh báo trong lý

thuyết bất ổn định tài chính của Hyman P.Minsky. Hiện tại, rủi ro này có phần giảm bớt khi giá chứng khoán quay đầu giảm và thị trường bất động sản giảm nhiệt phần nào.

Sự kiện quan trọng 2019

Tháng một	Tháng hai	Tháng ba	Tháng tư	Tháng năm	Tháng sáu
_Hội nghị Kinh tế Thế giới _Qatar chính thức rời OPEC _Họp chính sách tiền tệ của NHTW Châu Âu (ECB)	_Trump and Kim Jong Un hội đàm (F) _Họp chính sách tiền tệ của NHTW Anh (BOE)	_Thỏa thuận Brexit _Họp chính sách tiền tệ của FOMC _Mỹ - Trung đối thoại (F) _Họp chính sách tiền tệ của ECB	_Hội nghị Mùa Xuân của IMF/WB _Họp chính sách tiền tệ của NHTW Nhật (BOJ) _Indonesia: Bầu cử Tổng thống _Ấn Độ: Tổng bầu cử	_Bầu cử Nghị viện Châu Âu _Australia: Bầu cử quốc hội _Philippines: Tổng bầu cử	_Hội nghị G20 _Họp chính sách tiền tệ của FOMC _Họp chính sách tền tệ của ECB _Họp chính sách tiền tệ của BOJ
_CPTPP có hiệu lực _EC có thể rút "thẻ vàng" với Việt Nam _Thuế bảo vệ môi trường lên hàng xăng dầu có hiệu lực	_Tết âm lịch		_ Họp OPEC (F)	_Họp Quốc hội Việt Nam	

Tháng bảy	Tháng tám	Tháng chín	Tháng mười	Tháng mười một	Tháng 12
_Họp chính sách tiền tệ của FOMC _Họp chính sách tiền tệ của ECB _Họp chính sách tiền tệ của BOJ	_Hội nghị G7	_Họp chính sách tiền tệ của FOMC _Họp bàn ngân sách Chính phủ Mỹ _Họp chính sách tiền tệ ECB _Họp chính sách tiền tệ BOJ	_Canada: Bầu cử liên bang	_Kết thúc nhiệm kỳ Chủ tịch ECB Mario Draghi _Kết thúc nhiệm kỳ Chủ tịch Ủy ban Châu Âu	_Họp chính sách tiền tệ của FOMC _Họp chính sách tiền tệ của ECB _Họp chính sách tiền tệ của BOJ
		_MSCI cơ cấu danh mục _FTSE cơ cấu danh mục	_Họp Quốc hội Việt Nam _Thảo luận Luật Chứng khoán sửa đổi (F)		

TRIỂN VỌNG TTCK 2019 – CẨN TRỌNG NHƯNG ĐỪNG BI QUAN

Nhóm thị trường

Như đã đề cập trong phần đầu của báo cáo này, 2019 sẽ không phải là một năm dễ dàng cho chứng khoán toàn cầu. Trong bối cảnh đó, rất khó để Việt Nam đi ngược xu hướng, và nhà đầu tư cần hết sức cẩn trọng. Nhưng cũng không nên quá bi quan. Chúng tôi cho rằng làn sóng rút vốn lớn nhất của khối ngoại đã diễn ra trong năm 2018. Định giá của VN-Index cũng đã giảm xuống, dù chưa đạt tới mức rẻ. Tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp có khả năng chậm lại trong 2019, nhưng vẫn sẽ có những cơ hội đáng để quan tâm. Tất cả đều phụ thuộc vào việc lựa chọn cổ phiếu.

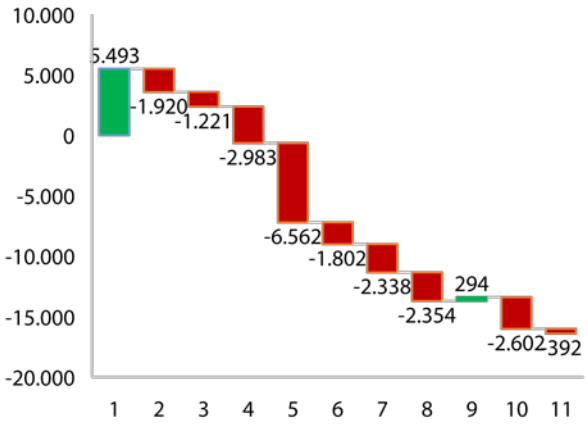
I. DÒNG VỐN NGOẠI

Năm 2018 có thể đã chứng kiến làn sóng rút vốn lớn nhất. Làn sóng này bắt đầu tại các thị trường mới nổi vào đầu năm 2018 (Hình 30). Tại Việt Nam, dù khối ngoại vẫn bơm ròng gần 43.000 tỷ đồng vào thị trường chứng khoán trong năm, phần lớn số tiền này chỉ đổ vào một số thương vụ lớn như của NVL (3.500 tỷ), VHM (28.500 tỷ) và MSN (10.000 tỷ). Qua phương thức khớp lệnh, khối ngoại bán ròng xuyên suốt cả năm với giá trị đạt 16.000 tỷ (Hình 31). Điều này phần nào lý giải diễn biến kém tích cực của thị trường chung.

Hình 30: Chỉ số mô phỏng dòng vốn vào thị trường mới nổi của Bloomberg

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 31: Giao dịch khối ngoại qua phương thức khớp lệnh trong năm 2018 YTD (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Chính sách thắt chặt tiền tệ diễn ra trên toàn cầu không phải là điều tích cực đối với thị trường chứng khoán. Tâm lý sợ rủi ro đã khiến nhà đầu tư rút vốn khỏi các thị trường mới nổi về những thị trường phát triển. Dù vậy, chúng tôi cho rằng quá trình rút vốn ồ ạt khỏi chứng khoán, đặc biệt là từ các thị trường mới nổi đã diễn ra trong năm 2018. Thông báo gần đây từ FED khiến chúng tôi tin rằng lãi suất sẽ khó có thể tăng mạnh. Điều này có thể giúp cải thiện tâm lý của thị trường. Dòng vốn có thể sẽ trở lại thị trường chứng khoán Việt Nam, nhưng sẽ cần thời gian vì nhà đầu tư cần hồi phục sau một năm 2018 "bão tố".

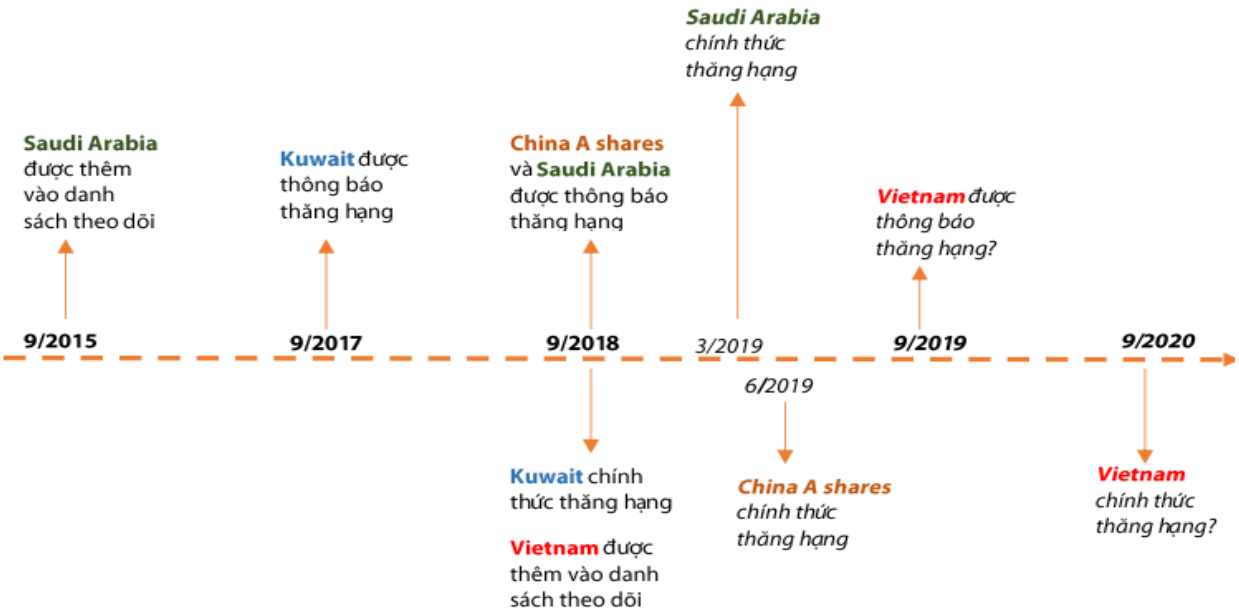
FTSE Russell nâng hạng Việt Nam lên thị trường Mới nổi thứ cấp – Khó tạo ra thay đổi đột phá

Đang rất gần

Trong đợt review hàng năm của FTSE Russell diễn ra vào tháng 9 vừa qua, Chứng khoán Việt Nam được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging). Theo quy định, một thị trường cần ở trong diện theo dõi ít nhất là một năm trước khi FTSE xem xét thông báo nâng hạng và sau đó là một năm nữa trước khi được chính thức nâng hạng. Vì vậy, trong trường hợp tích cực, Việt Nam sẽ được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9 năm 2020.

Kuwait, China A shares và Saudi Arabia là các thị trường mới nổi thứ cấp gần đây nhất, dưới đây là diễn biến nâng hạng của các thị trường này và kịch bản của Việt Nam.

Hình 32: Diễn biến thăng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong những năm gần đây



Nguồn: FTSE, CTCK Rồng Việt

Kuwait: sau 10 năm chờ đợi kể từ khi được FTSE thêm vào danh sách theo dõi (tháng 9 năm 2008), Kuwait đã được nâng cấp lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9 năm 2018. Trước đó, tiêu chí trở ngại của thị trường này là "Thanh toán - T+2/T+3" – đã được đáp ứng từ tháng 5 năm 2017. *Xem bảng các tiêu chí xếp hạng của FTSE dưới đây*

China A shares: tăng khả năng tiếp cận thị trường cho các nhà đầu tư quốc tế là một vấn đề tồn tại lâu dài đối với Trung Quốc. Điều này đề cập đến qua tiêu chí "Cơ quan quản lý TTCK chính thức chủ động giám sát thị trường". Trung Quốc đã cho thấy các tiến bộ để thỏa tiêu chí này vào đầu năm 2018, ngay trước khi được thông báo nâng hạng từ FTSE.

Saudi Arabia: ba năm nằm trong danh sách theo dõi, nước này đã hoàn thành hai tiêu chí vướng mắc là "Tỷ lệ giao dịch thất bại thấp" và "Thanh toán – T+2/T+3". Nhờ đó, FTSE đã thông báo nâng hạng Saudi Arabia lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9 năm 2018.

Nhìn chung, cả ba thị trường trên đã được thêm vào danh sách theo dõi của FTSE ngay cả khi vẫn chưa thỏa mãn đầy đủ các chỉ tiêu, và sau đó được FTSE thông báo nâng hạng ngay khi đáp ứng được những tiêu chí vướng mắc. Trong khi đó, Việt Nam vốn đã thỏa mãn 9/9 tiêu chí tại thời điểm được vào danh sách theo dõi. Do đó, chúng tôi tin rằng nếu các tiêu chí này được duy trì trong năm theo dõi hiện tại (tháng 9/2018 đến tháng 9/2019), Việt Nam rất có thể sẽ được nâng cấp lên thị trường mới nổi thứ cấp vào năm 2020.

Bảng 5: Các tiêu chí xếp hạng của FTSE Russell – Việt Nam đã đáp ứng 9/9 tiêu chí

Tiêu chí	TT phát triển	TT mới nổi phát triển	TT mới nổi thứ cấp	Việt Nam (cập nhật T9/2018)
Thị trường và Môi trường pháp lý				
Cơ quan quản lý TTCK chính thức chủ động giám sát thị trường (SEC, FSA, SFC)	X	X	X	**X**
Đối xử công bằng với cổ đông thiểu số	X	X		HẠN CHẾ
Không hạn chế hoặc hạn chế chọn lọc quyền sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài	X	X		HẠN CHẾ
Không phản đổi hoặc hạn chế đáng kể hoặc hình phạt áp dụng cho khoản đầu tư vốn hoặc rút vốn và thu nhập	X	X	X	**X**
Thị trường vốn tự do và phát triển	X	X		HẠN CHẾ
Thị trường ngoại hối tự do và phát triển	X	X		HẠN CHẾ
Không có hoặc quá trình đăng ký đơn giản cho nhà đầu tư nước ngoài	X	X		HẠN CHẾ
Lưu ký và Thanh toán				
Tỷ lệ các giao dịch thất bại thấp	X	X	X	**X**
Lưu ký – Cạnh tranh hiệu quả để đảm bảo dịch vụ lưu ký chất lượng cao	X	X	X	**X**
Thanh toán - T+2 / T+3	X	X	X	**T+2**
Thanh toán – Tự do chuyển nhượng chứng khoán	X			KHÔNG ĐẠT
Lưu ký – Quản lý tài khoản tách biệt có sẵn cho nhà đầu tư nước ngoài	X	X		**X**
Hoạt động giao dịch				
Môi giới – Cạnh tranh hiệu quả để đảm bảo dịch vụ môi giới chất lượng cao	X	X	X	**X**
Thanh khoản – Giá trị giao dịch đủ cho đầu tư quốc tế	X	X	X	**X**
Chi phí giao dịch – Chi phí ngầm định và chính thức phải hợp lý và cạnh tranh	X	X	X	**X**
Cho phép vay mượn cổ phiếu	X			HẠN CHẾ
Cho phép bán khống	X			KHÔNG ĐẠT
Cho phép giao dịch ngoại hối	X			HẠN CHẾ
Cơ chế giao dịch hiệu quả	X			HẠN CHẾ
Tính minh bạch – Thông tin chuyên sâu về thị trường, có tính hiển thị và báo cáo quá trình giao dịch kịp thời	X	X	X	**X**
Phái sinh				
Thị trường phái sinh phát triển	X			KHÔNG ĐẠT

Source: FTSE

Tuy nhiên, tác động lên thị trường sẽ không quá lớn.

Các quỹ ETF đang tham chiếu chỉ số FTSE Emerging Markets Index có tổng tài sản khoảng 65 tỷ USD (Bảng 6). Chúng tôi ước tính tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam trong rổ FTSE Emerging Markets Index vào khoảng 0,4%, dựa trên tương quan vốn hóa của rổ FTSE Vietnam Index (17 tỷ USD) so với rổ FTSE Emerging Markets Index (4.280 tỷ USD). Như vậy sẽ có khoảng **300 triệu USD** dòng vốn thụ động vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong trường hợp được nâng hạng.

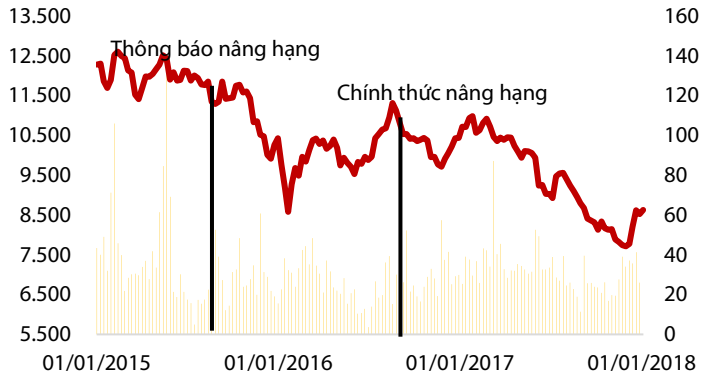
Bảng 6: Các quỹ ETF lớn nhất đang tham chiếu theo FTSE Emerging Markets Index

ETFs	Tổng tài sản (tỷ USD)
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	55,9
Schwab Emerging Markets Equity ETF	4,7
Schwab Fundamental Emerging Markets Large Company Index ETF	2,1
PRF - Invesco FTSE RAFI US 1000 ETF	1,1
Tổng cộng	63,8

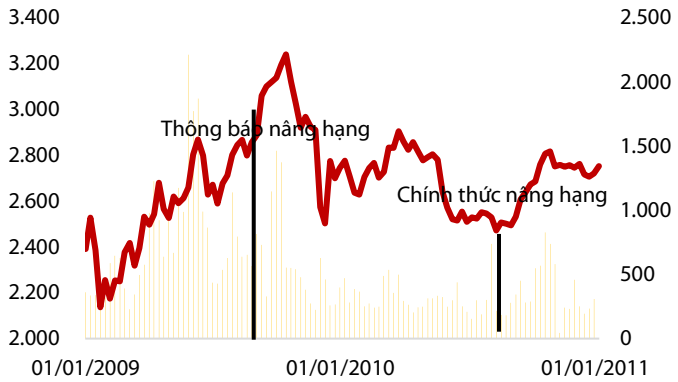
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tuy nhiên, nhìn lại một số thị trường đã được nâng hạng như Qatar hay UAE, chúng tôi nhận thấy rằng không có tăng trưởng rõ ràng về chỉ số và dòng vốn sau khi các thị trường này được FTSE thông báo nâng hạng (Hình 33 và 34). Điều này có thể đến từ tiêu chuẩn nâng hạng có phần dễ dàng của FTSE; một thị trường không cần phải đạt được tiến bộ lớn để có thể được nâng hạng lên thị trường mới nổi, như vậy dòng vốn mới đổ vào cũng không quá đột biến. Điều đó cũng được phản ánh qua sự khác biệt trong quy mô tài sản quản lý của các quỹ tham chiếu theo FTSE Emerging Index (65 tỷ USD) và các quỹ tham chiếu theo MSCI Emerging Index (1.600 tỷ USD).

Hình 33: DSM Index, Qatar (cột trái) và khối lượng giao dịch (triệu cổ phiếu, cột phải)



Hình 34: ADSMI Index, UAE (cột trái) và khối lượng giao dịch (triệu cổ phiếu, cột phải)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

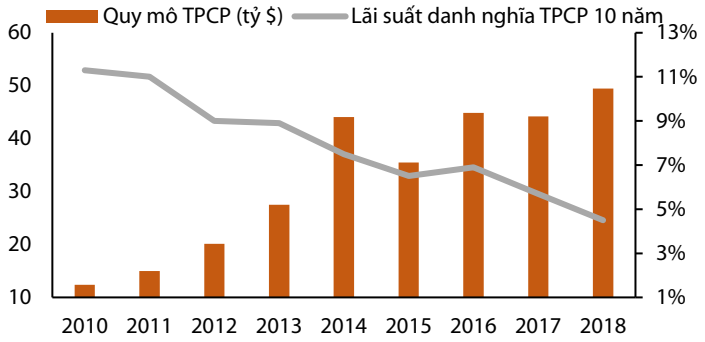
Vẫn sẽ có các dòng vốn chủ động đổ vào Việt Nam. Dù sao, như chúng tôi đã đề cập, sẽ mất nhiều thời gian để dòng vốn quay trở lại các thị trường mới nổi. Như vậy, chúng tôi không cho rằng nâng hạng sẽ tạo ra thay đổi lớn đến thị trường Việt Nam trong năm 2019.

II. DÒNG VỐN NỘI

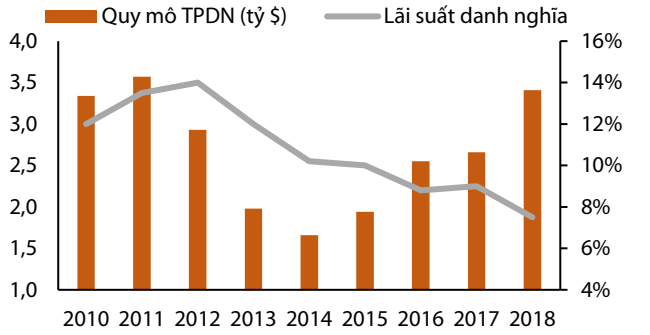
Sự chuyển dịch nhỏ của dòng vốn vào thị trường trái phiếu

Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam đã có sự tăng trưởng vượt bậc hơn 10 lần, từ 100 nghìn tỷ đồng năm 2016 tới hơn 1 triệu tỷ đồng vào năm 2016. Mặc dù lãi suất danh nghĩa của cả trái phiếu chính phủ và doanh nghiệp đang trong đà giảm từ 2010 thì trong một số năm như 2010-2011,2014-2015, và 2018, mức lãi vẫn cao hơn mức sinh lời của chỉ số VN-Index. Thậm chí khi thị trường chứng khoán khởi sắc vào 2016 và 2017 thì quy mô thị trường trái phiếu vẫn đi ngang chứ không co hẹp.

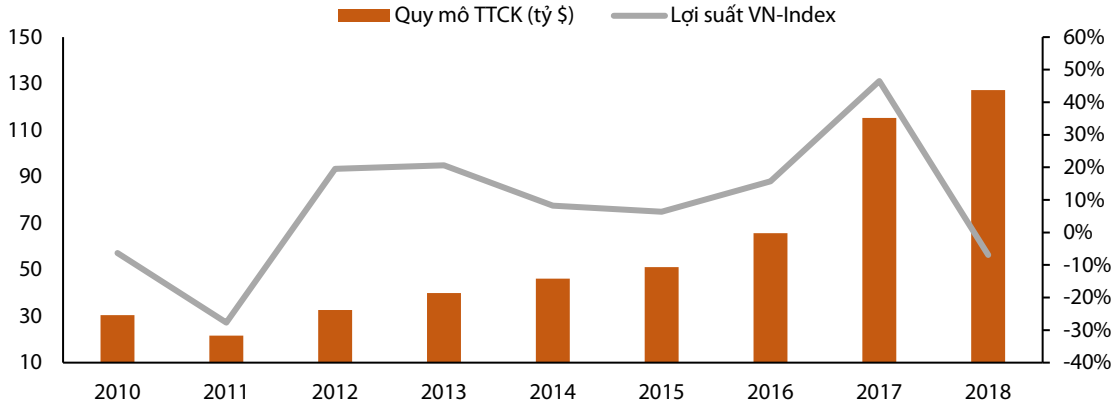
Hình 35: Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ G-bond (trái) và lãi suất danh nghĩa kỳ hạn 10 năm (phải)



Hình 36: Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam (trái) và lãi suất danh nghĩa (phải)



Hình 37: Quy mô và mức độ sinh lời của thị trường chứng khoán Việt Nam



Nguồn: ADB, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Với sự ra đời của các quỹ trái phiếu gần đây các nhà đầu tư cá nhân đã có thể tiếp cận thị trường này thay vì chỉ là sân chơi riêng của các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp với vốn lớn trước đó.

Sự hấp dẫn của các quỹ trái phiếu là không thể bàn cãi, đặc biệt đối với các nhà đầu tư ưa chuộng khẩu vị an toàn và không muốn đặt cược vào các biến động lớn của thị trường chứng khoán. Quỹ đầu tư trái phiếu lớn nhất là TCBF đã gia tăng quy mô tài sản tới 185% so với đầu năm. Từ tháng 9 tới tháng 11 năm 2018, TCBF đã thu hút được khoảng 700 tỷ đầu tư mới mỗi tháng.

Lợi suất của các quỹ trái phiếu hiện đang vượt xa các quỹ đầu tư cổ phiếu và cao hơn đáng kể so với việc gửi tiết kiệm tại ngân hàng, vốn chỉ xoay quanh mức lãi từ 6.5% tới 7%.

Bảng 7: Tình trạng của một số quỹ trái phiếu

Quỹ	Tổng tài sản tính tới tháng 10-11(tỷ đồng)	Lợi suất từ đầu năm
TCBF	5,821	8,5%
VFMVFB	647	10,6%
BVBF	109	9,9%
SSIBF	75	8,1%

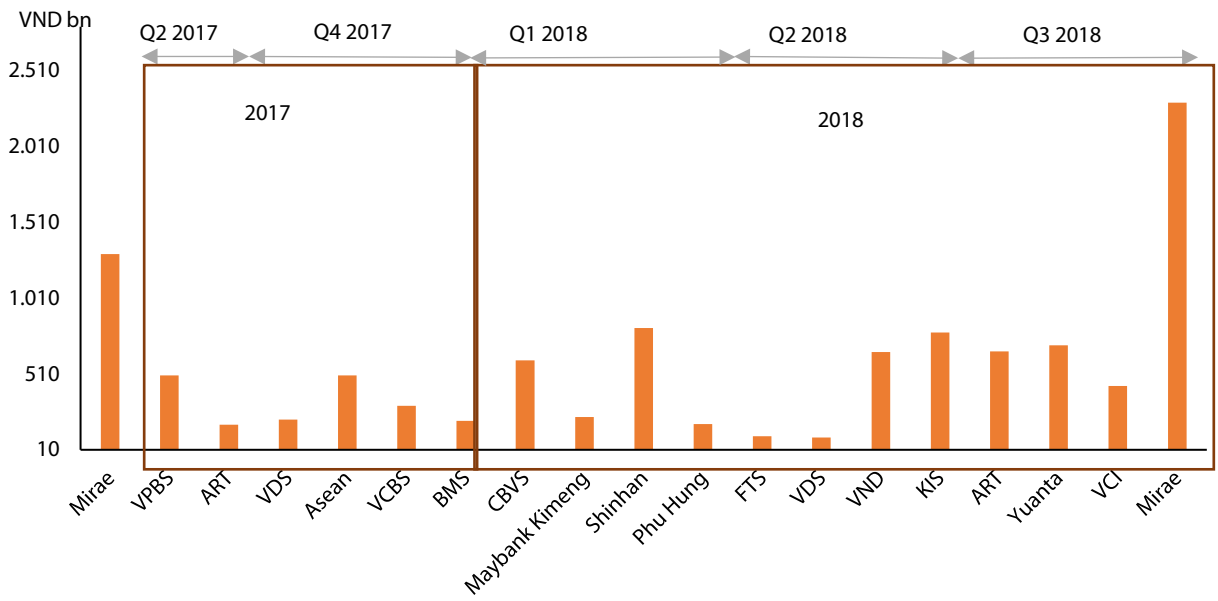
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Với xu hướng tăng của lãi suất, các sự kiện không thể đoán định từ thương mại thế giới và tính bất ổn cao của thị trường chứng khoán, không loại trừ khả năng các nhà đầu tư cân nhắc di dời một phần danh mục của mình sang thị trường trái phiếu. Tuy vậy, khi so sánh quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp và quy mô hiện tại của các quỹ trái phiếu, chúng tôi cho rằng khối lượng vốn chuyển sang sẽ không quá đáng kể.

Những dòng vốn mới từ các công ty chứng khoán giúp hỗ trợ thanh khoản

Đã có 30 doanh nghiệp và tổ chức thay đổi vốn điều lệ trong 3 quý 2018, trong đó có tới 22 tổ chức tăng vốn điều lệ. Tổng vốn ròng tăng thêm là 7.146 tỷ đồng. Các công ty chứng khoán Hàn Quốc là những doanh nghiệp tích cực nhất trong cuộc đua tăng vốn này, tiêu biểu là Mirae Assets, KIS, Shinhan và KB. Những động thái này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thanh khoản thị trường thông qua các hoạt động tự doanh hay cho vay margin.

Hình 38: Quá trình tăng vốn tiêu biểu của một số công ty chứng khoán từ 2017



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

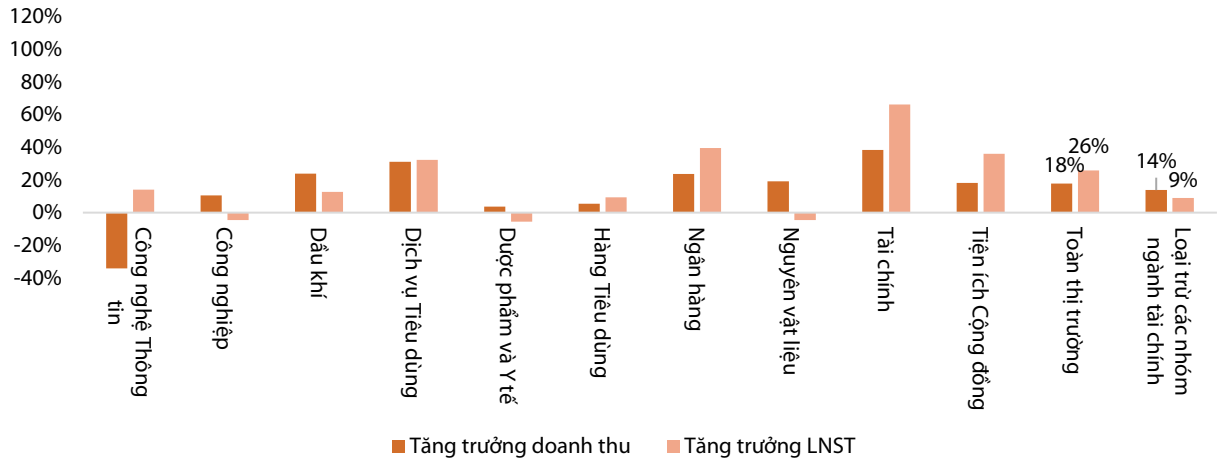
Lượng vốn này được kỳ vọng sẽ cải thiện thanh khoản thị trường trong năm 2019 (dự đoán của chúng tôi rơi vào trung bình khoảng 3 nghìn tỷ đến 5 nghìn tỷ một phiên) và có thể tạo nên những "con sóng" ngắn hạn cho thị trường. Tuy nhiên nhà đầu tư không nên kỳ vọng đây là một nhân tố giúp cho thị trường tăng trưởng

bền vững. Những luận điểm tương tự đã được không ít người đề cập vào đầu năm 2018. Diễn biến sau đó tất cả chúng ta đều đã biết.

III. LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

LNST của các công ty niêm yết trong 9T 2018 ghi nhận mức tăng trưởng 26%, với đóng góp lớn từ ngành ngân hàng và bất động sản. Dù vậy, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các ngành này nhiều khả năng đã đạt đỉnh trong 2018. Ước tính của thị trường về tăng trưởng lợi nhuận 2019 của 50 doanh nghiệp lớn nhất VN-Index (chiếm 87% tỷ trọng vốn hóa) chỉ còn đạt khoảng **14%.**

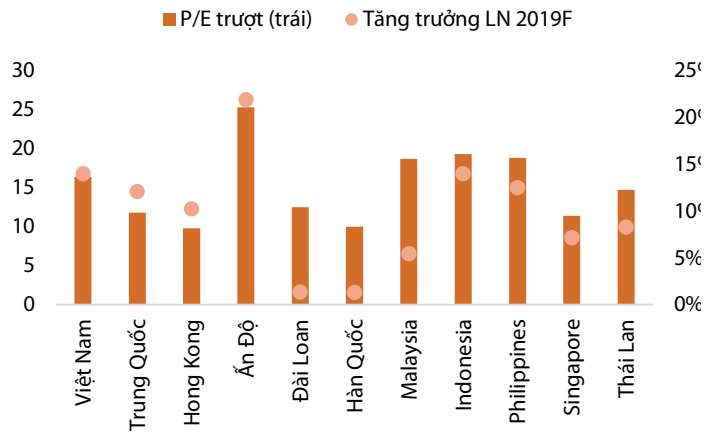
Hình 39: Tăng trưởng doanh thu và LNST các ngành 9 tháng 2018



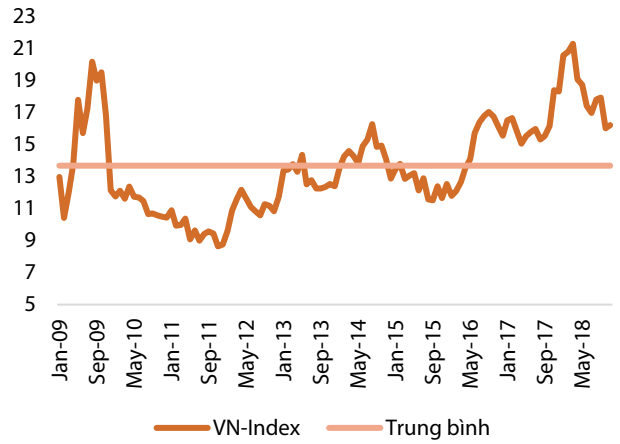
Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Về mặt định giá, mức P/E trượt của VN-Index đã giảm xuống đôi chút (hiện còn 16x) để phản ảnh tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc trong 2019. Dựa trên những ước tính về tăng trưởng lợi nhuận và diễn biến của các dòng vốn, chúng tôi không kỳ vọng mức P/E sẽ tăng trở lại trong năm nay.

Hình 40: So sánh tương quan các thị trường



Hình 41: Diễn biến P/E trượt VN-Index



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi cho rằng chỉ số sẽ chỉ giao động quanh ngưỡng 900-1000 điểm. Nhưng có những cổ phiếu đắt/rẻ hơn phần còn lại. Chẳng hạn, bộ 3 công ty VIC, VHM và VRE chiếm tới 22% tổng vốn hóa VN-Index đang giao dịch ở mức P/B từ 3x đến 6x. Loại trừ nhóm này, P/E của VN-Index chỉ còn khoảng 14x.

Vẫn sẽ có những cơ hội riêng biệt trong một thị trường ảm đạm, và do vậy **lựa chọn cổ phiếu là điều quan trọng nhất trong 2019**. Một cổ phiếu có cơ bản tốt sẽ có khả năng chống chịu được phần nào một cú giảm sốc của thị trường khi dòng tiền nóng rút đi. Chúng tôi cũng không khuyến khích lựa chọn các cổ phiếu có mức bội số P/E cao, trừ khi tăng trưởng thực sự vượt trội.

IV. THOÁI VỐN NHÀ NƯỚC

2017 là một năm đột phá đối với hoạt động thoái vốn nhà nước với tổng cộng gần 120 ngàn tỷ giá trị cổ phần nhà nước được bán thành công, hầu hết đến từ SAB (110 ngàn tỷ) và VNM (9 ngàn tỷ). Sang năm 2018, giá trị thoái vốn chỉ đạt 13,4 ngàn tỷ, chủ yếu từ VCG (9,4 ngàn tỷ) và BMP (2,3 ngàn tỷ). Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch chỉ đạt 20%, với 18/98 công ty được thoái vốn.

Bảng 8: Thoái vốn nhà nước những năm gần đây*

Năm	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Số vụ thoái vốn	1	3	26	75	21	11	18
Giá trị (tỷ đồng)	45	33	428	236	12.388	119.261	13.380

*Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt * chỉ tính các công ty trên sàn HOSE, HNX và UPCOM*

Có nhiều lý do cho tiến triển chậm chạp của thoái vốn nhà nước, nhưng chúng tôi cho rằng nguyên nhân quan trọng nhất là cản trở từ Nghị định 32/2018/ND-CP. Nghị định này quy định giá thoái vốn không được thấp hơn giá giao dịch trung bình 30 ngày, trong khi không nhiều nhà đầu tư sẵn sàng trả mức giá cao.

Cần sự điều chỉnh

Bước sang năm 2019, nhu cầu thoái vốn của chính phủ càng trở nên cấp bách hơn do áp lực ngày càng tăng đối với nợ công và thâm hụt ngân sách. Trong khi đó, kế hoạch thoái vốn năm 2018 vẫn đang treo lơ lửng với hơn 80 công ty trong danh sách chờ, chưa kể đến những công ty có kế hoạch thoái vốn năm 2019. Chúng tôi tin rằng các điều chỉnh sẽ được thực hiện để tăng tốc tiến độ. Chính phủ cần hạ giá chào bán và/hoặc từ bỏ cổ phần kiểm soát trong doanh nghiệp để thu hút các nhà đầu tư. Hoạt động thoái vốn nếu sôi động trở lại, cũng sẽ cải thiện tâm lý thị trường, tương tự như những gì đã xảy ra vào đầu năm 2018 với các thương vụ IPO của BSR, OIL và POW.

Với việc kỷ nguyên "free money" đang đi đến hồi kết, chỉ những công ty hấp dẫn mới có cơ hội tốt thu hút vốn nước ngoài. Đó sẽ là những công ty có thị phần thống trị trong ngành (PLX, ACV), tài nguyên hoặc quỹ đất lớn (TVN) hoặc có thể tạo ra giá trị hiệp lực lớn cho đối tác chiến lược (VGT).

Bảng 9: Một số thương vụ thoái vốn lớn năm 2019

Mã	Công ty	Vốn điều lệ (tỷ đ)	Free-float	Tỷ lệ cổ phần dự kiến thoái vốn (%)	Vốn hóa (tỷ đ)	Vốn hóa điều chỉnh free-float (tỷ đ)
ACV	Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam	21.772	4,6%	20%	176.362	8.114
PLX	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	12.939	10%	25%	70.803	7.080
HVN	Tổng Công ty Hàng không Việt Nam	12.275	20%	35%	49.337	9.868
TVN	Tổng Công ty Thép Việt Nam	6.780	10%	58%	6.508	651
VGT	Tập đoàn Dệt may Việt Nam	5.000	15%	53%	6.047	907
VGC	Tổng Công ty Viglacera	4.484	45%	53%	7.935	3.571
SNZ	TCT Cổ phần phát triển khu Công nghiệp	3.765	0,4%	29%	4.141	18
DVN	Tổng Công ty Dược Việt Nam	2.370	20%	30%	3.602	1.081
BHN	HABECO	2.318	0,9%	82%	18.544	167

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, dữ liệu ngày 10/12/2018

CHIẾN LƯỢC VÀ Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ 2019

Nguyễn Thị Phương Lam - lam.ntp@vdsc.com.vn

Không đặt toàn bộ trứng vào một giỏ

Với nhiều yếu tố khó đoán định gây ra bởi căng thẳng địa chính trị và thương mại, hầu hết các tổ chức phân tích đều đồng thuận rằng nền kinh tế toàn cầu đang bước vào cuối chu kỳ tăng trưởng và năm 2019 có thể là một năm tương đối khó khăn đối với thị trường chứng khoán. Hơn nữa, sự giảm dần của các gói nới lỏng tiền tệ và kích thích tài khóa đang diễn ra trên toàn cầu, khả năng dòng tiền nước ngoài đổ vào các thị trường cận biên như Việt Nam sẽ không cao như những năm trước. Câu chuyện thăng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi có thể là điểm tích cực thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư ở một vài thời điểm trong năm. Điều này sẽ khiến giá và thanh khoản thị trường biến động nhiều hơn. Đây là yếu tố mà các nhà đầu tư trong nước nên chú ý.

Điểm tích cực là định giá thị trường đã giảm về mức hợp lý hơn sau các đợt điều chỉnh mạnh trong năm 2018. Hiện tại, VNIndex đang được giao dịch ở mức 16 lần, giảm khoảng 25% so với mức đỉnh thiết lập vào tháng 3/2018.

Thêm vào đó, chúng tôi tin rằng các lĩnh vực kinh doanh trong nền kinh tế vẫn còn dư địa cho tăng trưởng trong dài hạn. Việt Nam đang trong giai đoạn tái cấu trúc và chuyển đổi mô hình tăng trưởng. Giai đoạn hiện tại đang tập trung vào các chủ điểm chính như (1) Chống tham nhũng và cải cách thể chế, (2) Ổn định kinh tế vĩ mô và thu hút dòng vốn FDI, và (3) Khuyến khích sự phát triển của khu vực kinh tế tư nhân cũng như phong trào khởi nghiệp. Trong kịch bản cơ sở, nhóm tư vấn Chính phủ kỳ vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam có thể duy trì ở mức 6,8 – 6,9% mỗi năm trong giai đoạn 2018 – 2020. Sự mở rộng của tầng lớp trung lưu và cơ cấu dân số vàng sẽ là cơ hội phát triển cho nhiều ngành nghề. Mặc dù vậy, do tốc tăng trưởng cao mà nhiều ngành đã ghi nhận trong các năm vừa qua, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng có thể sẽ chậm dần từ năm 2019. Tổng doanh thu và lợi nhuận của 61 doanh nghiệp mà Rồng Việt theo dõi (tương đương khoảng 61% tổng vốn hóa sàn HSX và HNX) dự báo sẽ tăng lần lượt 22% và 33% năm 2018, và 14% và 21% trong năm 2019.

Do vậy chúng tôi tin rằng những nhịp điều chỉnh mạnh của thị trường sẽ là cơ hội để các nhà đầu tư năng động giải ngân. Trong năm nay, chúng tôi tập trung vào chiến lược lựa chọn cổ phiếu ở ba nhóm chính là (1) Nhóm cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt, hệ số thanh khoản cao và tỷ lệ đòn bẩy thấp, (2) Nhóm cổ phiếu cơ hội từ các hiệp định thương mại cũng như tranh chấp thương mại, và (3) Câu chuyện cũ về cổ phần hóa DNNN và thoái vốn Nhà nước.

Rủi ro phá giá Việt Nam đồng vẫn sẽ tái diễn trong năm 2019. Nếu kịch bản chúng tôi kỳ vọng (ở phần thế giới) xảy ra, nghĩa là đồng EUR sẽ mạnh lên. Khi đó, các nhà đầu tư nên thận trọng với các doanh nghiệp có dư nợ vay bằng đồng EUR cao. Thêm vào đó, với việc lãi suất tiếp tục tăng, việc phân bổ một phần danh mục đầu tư vào trái phiếu hoặc tiền gửi có kỳ hạn cũng đáng để xem xét.

Nhóm cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt

Những cổ phiếu mà chúng tôi cho rằng sẽ phù hợp tiêu chí này cần có các đặc điểm như (1) Hệ số thanh khoản cao và tỷ lệ đòn bẩy thấp, và không chịu rủi ro về tỷ giá, (2) Chính sách trả cổ tức ổn định và có tỷ suất cổ tức tốt, và (3) Cổ phiếu đầu ngành trong những lĩnh vực có triển vọng dài hạn tốt.

Nhóm có tỷ suất cổ tức cao, hệ số đòn bẩy thấp và mức định giá còn thấp

Môi trường lãi suất tăng sẽ tác động tiêu cực đến nhiều khía cạnh, chi phí nợ và chi phí sử dụng vốn cũng cao hơn, khiến mức chiết khấu giá trị nội tại của cổ phiếu cũng cao hơn. Khi khả năng tăng giá của cổ phiếu không còn dễ dàng, thì chúng tôi tin rằng nhóm cổ phiếu có khả năng trả cổ tức cao có thể là một lựa chọn thay thế.

Ở tiêu chí này, chúng tôi ưa thích các công ty có mức tỷ suất cổ tức cao hơn so với lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng (hoặc kỳ hạn dài hơn). Theo đó, DQC, **PPC** và **MSH** là ba cổ phiếu đáp ứng các tiêu chí

của chúng tôi. Đối với **DQC**, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp vẫn sẽ còn nhiều khó khăn trong ít nhất 1-2 năm tới do cạnh tranh gay gắt từ hàng Trung Quốc. Tuy nhiên, việc nhà máy mới sẽ đi vào vận hành từ năm 2019 và được hưởng ưu đãi thuế sẽ giúp cải thiện lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức xấp xỉ giá trị sổ sách, và cho mức lợi suất cổ tức 11%.

Mã	VHTT (tỷ đồng)	Tỷ suất cổ tức (%)	Bêta 6T	D/E (x)	ROE (%)	ROA (%)	Tăng trưởng doanh thu (%)			Tăng trưởng LNST (%)			P/E		P/B	
							2017	2018 E	2019 F	2017	2018 E	2019 F	2017	2018 E	2017	2018 E
PPC	5.915	13,6	1,1	0,2	12,5	17,1	4,3	12,4	1,8	52,5	13,8	-10,2	6,9	5,7	1,0	1,0
DQC	825	11,4	0,4	0,2	9,6	6,6	2,1	12,7	14,0	-45,7	21,1	18,0	8,3	7,5	0,8	0,8
NNC	1.052	10,4	0,2	0,0	43,3	35,7	-0,3	N/a	N/a	3,5	N/a	N/a	N/a	6,0	2,2	2,2
MSH	1.896	10,1	0,0	0,7	13,7	38,0	9,7	17,1	13,5	17,1	77,0	15,3	9,2	6,0	1,3	1,7
HTI	301	10,0	0,1	2,5	15,6	4,0	-10,2	N/a	N/a	24,4	N/a	N/a	3,8	4,8	0,7	0,6
NT2	7.528	9,6	0,3	0,9	8,7	19,3	-15,3	12,6	1,8	-25,3	-10,8	14,3	9,6	10,6	1,5	1,9
TDH	886	9,2	1,0	0,4	4,0	2,4	73,6	N/a	N/a	20,9	N/a	N/a	6,8	N/a	0,5	N/a

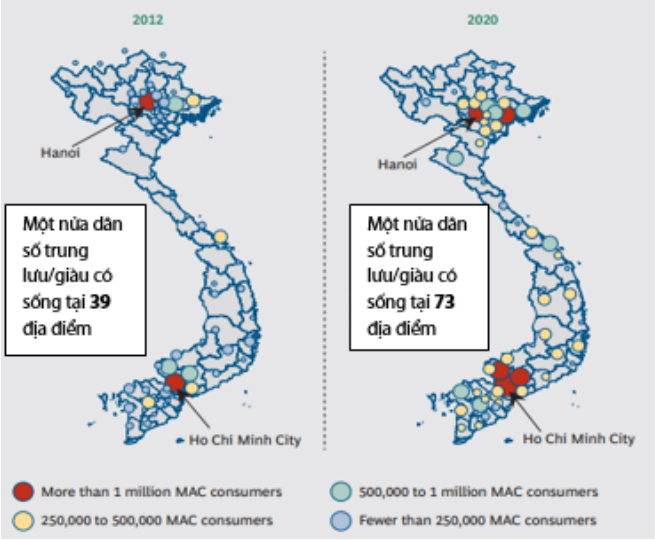
Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Thị trường điều chỉnh sẽ là cơ hội tích lũy cổ phiếu đầu ngành trong những lĩnh vực có triển vọng dài hạn khả quan

Việt Nam là quốc gia đang phát triển. Chính sách khuyến khích của Chính phủ cho sự phát triển của thành phần kinh tế tư nhân sẽ tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn cho nhiều nhóm ngành, trong đó có nhóm ngành liên quan tiêu dùng.

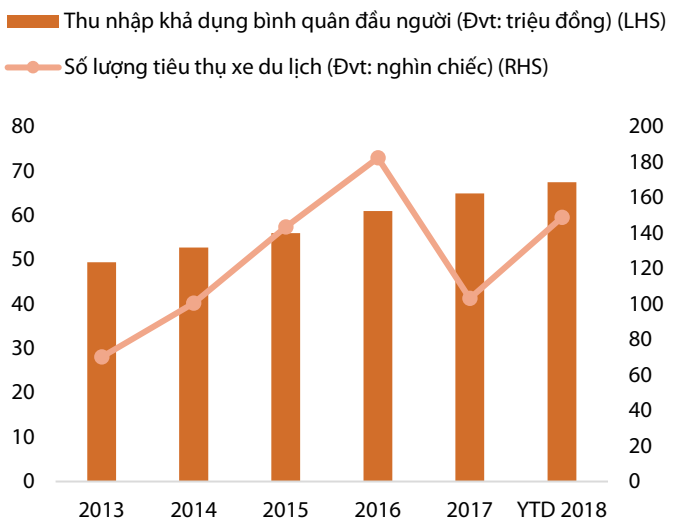
Trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng có thể chậm lại, sau nhiều năm tăng trưởng mạnh mẽ, thì sự cạnh tranh gia tăng sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp năng động hơn để có thể tiếp tục phát triển. Trong môi trường cạnh tranh như vậy, chúng tôi tin rằng, (1) Các công ty có tình hình tài chính mạnh mẽ cho phép họ mở rộng mạng lưới và đầu tư vào công nghệ cao và (2) Các công ty đã chú ý và đầu tư vào công nghệ để cải thiện năng suất khi mà cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 đã và đang diễn ra, sẽ là doanh nghiệp gặt hái được thành công. Chúng tôi tin rằng các công ty đầu ngành sẽ có lợi thế hơn các doanh nghiệp nhỏ. Do đã tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm gần đây, mức tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp tiêu dùng có thể sẽ thấp dần từ năm 2019, mặc dù vẫn duy trì được mức hai chữ số.

Hình 42: Tầng lớp trung lưu đang gia tăng nhanh chóng ở các tỉnh thành ngoài Hà Nội và TP. HCM



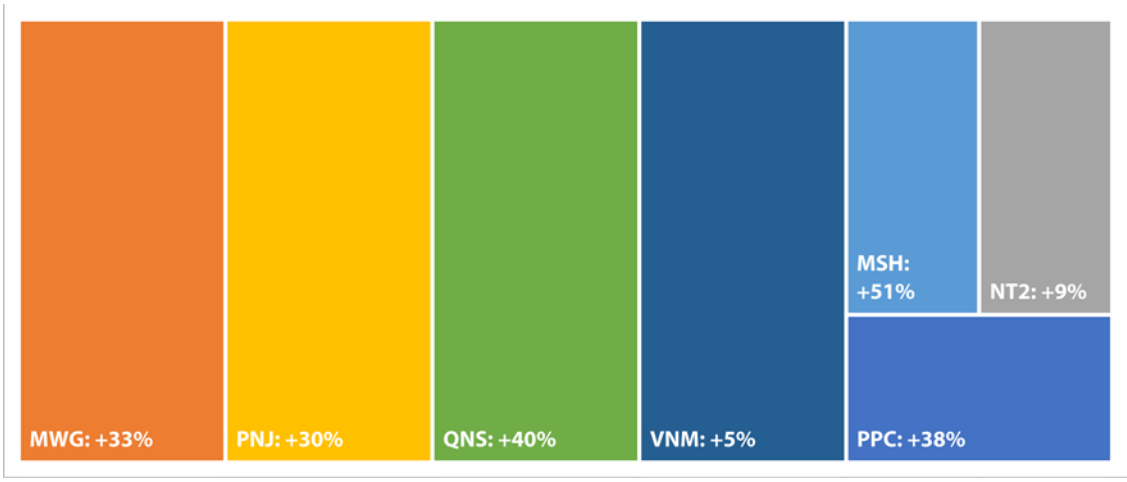
Nguồn: BCG, CTCK Rồng Việt
** Địa điểm bao gồm quận và tương đương quận, thị xã, thành phố cấp tỉnh*

Hình 43: Tăng trưởng thu nhập khả dụng



Nguồn: VAMA, GSO, CTCK Rồng Việt

Theo đó, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực bán lẻ, tiêu dùng không thiết yếu, thực phẩm đồ uống (lựa chọn các doanh nghiệp có khả năng tăng công suất, phát triển sản phẩm mới). Các công ty đầu ngành trong các lĩnh vực này là lựa chọn ưa thích của chúng tôi, bao gồm **PNJ**, **MWG**, **MSN**, **SAB** và **QNS**.



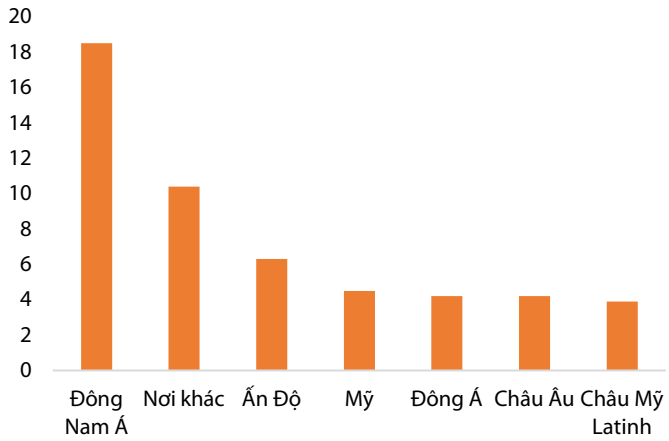
Giá ngày 14/12/2018 | Kích thước ô vuông: vốn hóa thị trường của cổ phiếu

Nhóm doanh nghiệp được hưởng lợi ngắn hạn do vòng xoáy chiến tranh thương mại và hiệu lực của các FTAs

Bức tranh thương mại toàn cầu năm 2019 đan xen với nhiều điểm sáng tối, với sự gia tăng của chủ nghĩa bảo hộ, chiến tranh thương mại. Ở chiều đối lập, điểm tích cực là sẽ có nhiều hiệp định thương mại tự do sẽ được ký kết hoặc có hiệu lực. Nhờ vậy, Việt Nam có thể lấy thị phần từ các doanh nghiệp sản xuất của Trung Quốc. Lợi thế chi phí nhân công rẻ, môi trường chính trị ổn định và chính sách thương mại mở có thể sẽ kéo dài làn sóng dịch chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam trong năm 2019.

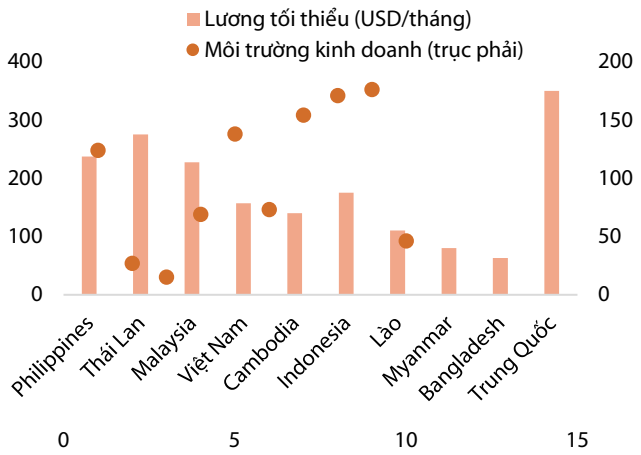
Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng một số hiệp định thương mại tự do (FTAs) sẽ được ký kết hoặc có hiệu lực trong năm 2019, như FTA Việt – Hàn, Hiệp định thương mại hàng hóa Asian (ATIGA), CPTPP, và FTA Việt Nam – EU. Nếu các FTA này được thông qua/có hiệu lực, Việt Nam sẽ có cơ hội thâm nhập sâu hơn vào các thị trường châu Á, châu Âu, và nhiều thị trường phát triển khác. Ngược lại, thuế nhập khẩu giữa các quốc gia tham gia hiệp định sẽ giảm dần, một mặt giúp các nhà xuất khẩu Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh. Mặt khác, cạnh tranh nội địa cũng sẽ gia tăng.

Hình 44: Các điểm đến tiềm năng mà doanh nghiệp Mỹ tại Trung Quốc có thể xem xét cho việc di dời nhà máy (%)



Nguồn: AmCham China, AmCham Shanghai

Hình 45: Chi phí nhân công và môi trường kinh doanh



Nguồn: Trading Economics, World Bank

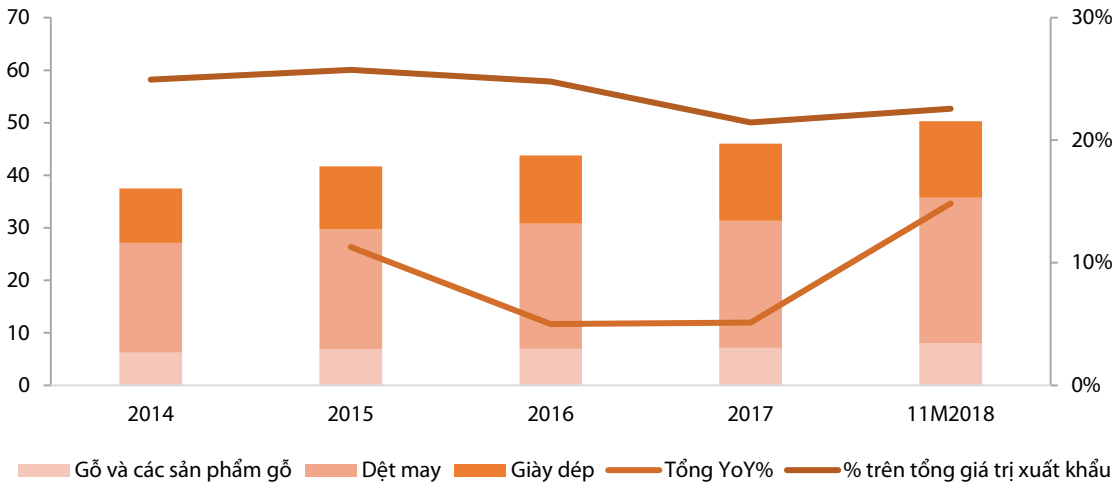
Khu công nghiệp. Mặc dù Samsung và LG đã liên tục mở rộng hoạt động tại Việt Nam, khoảng một nửa các đối tác vệ tinh của hai nhà sản xuất này vẫn chưa có nhà máy tại Việt Nam. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng làn sóng di dời nhà máy sẽ tiếp diễn trong năm 2019, đặc biệt khi mà chi phí nhân công ở Trung Quốc và Hàn Quốc dự báo sẽ tiếp tục tăng. Làn sóng di dời này, cùng với sự mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp nội địa/FDI hiện hữu sẽ thúc đẩy nhu cầu thuê đất khu công nghiệp. Trong số

các doanh nghiệp BĐS KCN hiện tại, chúng tôi đánh giá cao đối với **KBC** bởi lẽ (1) KBC có kinh nghiệp lâu năm trong việc phát triển KCN và (2) Quỹ đất lớn ở các khu vực giao thông thuận lợi. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng hai KCN hiện hữu là Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tràng Duệ 3 sẽ duy trì tăng trưởng. Trong khi đó, khu dân cư Phúc Ninh có thể là nguồn bổ sung lợi nhuận trong trường hợp hoạt động cho thuê tăng trưởng chậm lại. Bên cạnh KBC, **VGC** cũng là câu chuyện phục hồi đáng quan tâm. Hiện tại, VGC đang thực hiện tái cấu trúc các mảng vật liệu xây dựng kém hiệu quả, đồng thời đầu tư vào các dòng sản phẩm chất lượng cao. Bên cạnh đó, quỹ đất khu công nghiệp lớn sẽ là yếu tố đóng góp đáng kể trong dài hạn.

Kho vận. Năm 2018, kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng (mà Mỹ đánh thuế lên Trung Quốc) của Việt Nam tăng trưởng cao hơn mức tăng trưởng bình quân trong vài năm qua của các mặt hàng này. Xu hướng này sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu vận tải quốc tế vào/ra Việt Nam và do vậy sản lượng hàng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam kỳ vọng cũng tăng mạnh. Thêm vào đó, giá sàn theo quy định mới sẽ cao hơn 10% so với giá sàn hiện tại (bằng với giá thị trường do cung vượt cầu) cho các cảng biển phía Bắc (không bao gồm HICT ở Lạch Huyền). Điều này sẽ giúp tăng thu nhập của các cảng hạ lưu ở Hải Phòng bằng cách phá vỡ xu hướng giảm giá dịch vụ do cạnh tranh gay gắt ở khu vực này. Trong đó, chúng tôi nhận thấy cảng Nam Đình Vũ mới đã sẵn sàng để nhận thêm hàng hóa vào năm 2019 nhờ có vị trí thuận lợi và kinh nghiệm vận hành của **GMD**. Hơn nữa, so với các cảng khác, Nam Đình Vũ vẫn còn công suất khả dụng cao, cho thấy vẫn còn tiềm năng tăng trưởng. Do đó, đây là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong nhóm ngành này cho năm 2019.

Dệt may. Nhờ lợi thế do các FTA cũng như sự chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam mang lại, kim ngạch xuất khẩu của các doanh nghiệp dệt may đã ghi nhận tăng trưởng ấn tượng trong năm 2018. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang các quốc gia láng giềng vẫn sẽ tiếp tục tăng trong năm 2019. Điều này sẽ làm tăng sản lượng đơn hàng dệt may gia công tại Việt Nam, nhưng đồng thời cũng kéo theo áp lực cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành. Trong bối cảnh này, các doanh nghiệp có sự sẵn sàng về nguồn lực sẽ có khả năng cạnh tranh tốt hơn. Trong nhóm dệt may, chúng tôi ưa thích **MSH** hơn cả bởi lẽ (1) Doanh nghiệp đang chuyển đổi phương thức sản xuất theo hướng tăng dần tỷ trọng đơn hàng FOB để nâng cao năng lực cạnh tranh, (2) Chính sách cổ tức tiền mặt cao và ổn định, và (3) Động lực tăng trưởng dài hạn vẫn còn sau khi nhà máy Sông Hồng 10 vận hành (theo kế hoạch từ 2020). Chúng tôi cũng ưa thích **STK** do doanh nghiệp tập trung vào dòng sản phẩm chất lượng cao và còn dư địa cho tăng trưởng. Tuy nhiên, thanh khoản kém là yếu tố NĐT cần lưu ý khi đầu tư vào STK.

Hình 46: Kim ngạch xuất khẩu một số hàng hóa mà Việt Nam hưởng lợi do chiến tranh thương mại (tỷ USD)



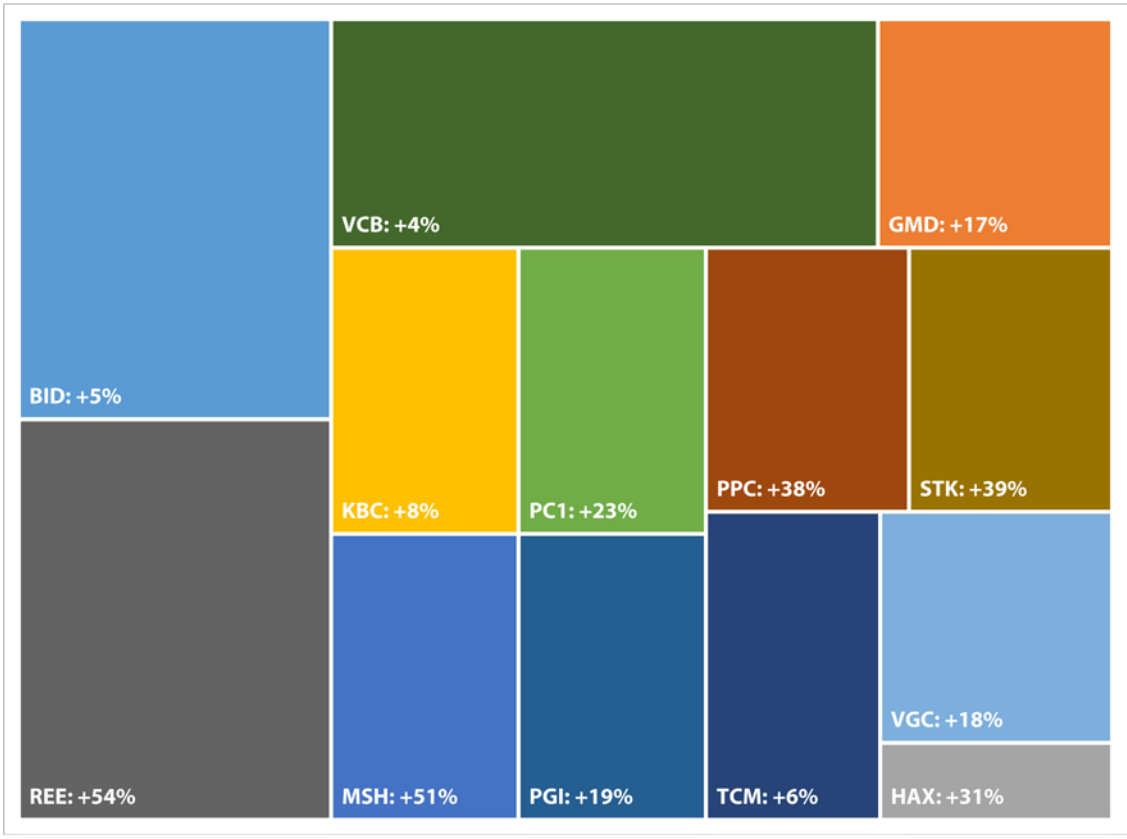
Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam

Chúng tôi cũng kỳ vọng ngành bán lẻ ô tô sẽ phục hồi đáng kể trong năm 2019. Thực tế, từ cuối năm 2018 đã bắt đầu có những dấu hiệu nguồn cung hồi phục, sau khi các nhà xuất khẩu xe hơi đáp ứng được yêu cầu về giấy chứng nhận chất lượng chủng loại (VTA) của Nghị định 116. Với kết quả kinh

doanh 2018 khá thấp, năm 2019 dự báo sẽ ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ ở phân khúc xe nhập khẩu nguyên chiếc. Hơn nữa, cả dòng xe trung và cao cấp kỳ vọng sẽ là những đối tượng hưởng lợi từ các FTAs. Với giả định nguồn cung xe sang sẽ tăng trở lại nhằm đáp ứng lực cầu cao (chờ đợi mua xe từ năm 2018), doanh số của các nhà phân phối như **HAX** dự báo sẽ khả quan, bởi lẽ HAX nắm giữ đến 60% thị phần ở phân khúc này. Ngoài ra, mức P/E hiện tại khoảng 5,4 lần, được xem là khá hấp dẫn so với mức đỉnh 15 lần và mức bình quân ba năm (7,4 lần) của HAX.

Ở nhóm thủy sản, xuất khẩu ***cá tra*** có lẽ là ngành được hưởng lợi nhiều nhất nhờ nhu cầu gia tăng tại Trung Quốc và các rào cản thương mại của Mỹ (thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam) đã giảm. Thêm vào đó, trường hợp chiến tranh thương mại Mỹ - Trung còn căng thẳng, Việt Nam hoàn toàn có thể tăng thị phần xuất khẩu cá tra vào Mỹ, thay thế cho cá rô phi Trung Quốc (đang chiếm 40% trong tổng sản lượng cá nhập khẩu của Mỹ). Mặc dù vậy, pháp lý và dư cung là những rủi ro mà các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản thường xuyên gặp phải. Do đó, đây là hai yếu tố NĐT cần thường xuyên theo dõi khi đầu tư vào cổ phiếu thủy sản. **VHC** là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra mà chúng tôi ưa thích nhất, do vị thế đầu ngành và đang từng bước đầu tư để khép kín chuỗi giá trị. Triển vọng ngành nói chung và của VHC nói riêng vẫn khá tích cực trong năm 2019, có thể là chất xúc tác cho giá cổ phiếu. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng đó là thời điểm NĐT nên cân nhắc chốt lời, khi mà giá cổ phiếu đã tăng khoảng 80% trong năm 2018.

Ở chiều ngược lại, căng thẳng thương mại cũng như triển vọng tăng trưởng chậm lại của kinh tế toàn cầu khiến chúng tôi quan ngại đối với các ngành mà Việt Nam không có nhiều lợi thế cạnh tranh, như thép hay săm lốp.

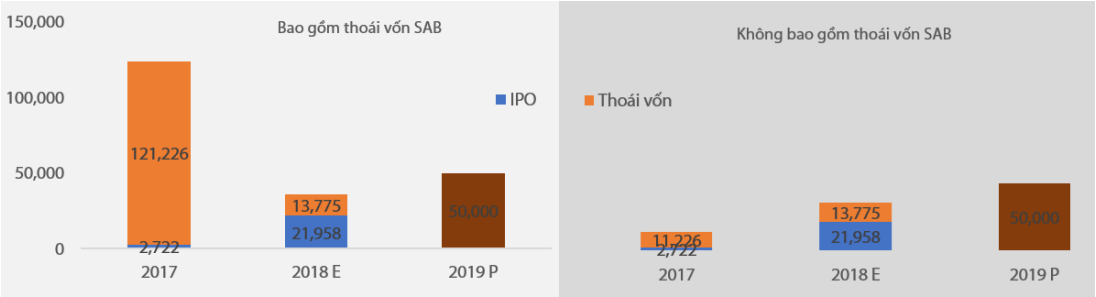


Giá ngày 14/12/2018 | Kích thước ô vuông: vốn hóa thị trường của cổ phiếu

Câu chuyện thoái vốn trở lại?

Thoái vốn nhà nước đã chững lại đáng kể trong năm 2018, trái ngược hẳn 2017 với 2 thương vụ SAB (110 ngàn tỷ) và VNM (9 ngàn tỷ). Tổng giá trị thoái vốn 2018 đạt 35,7 ngàn tỷ, chỉ bằng 29% của năm 2017. Một nửa trong số đó đến từ PVOil, PVPower và BSR.

Hình 47: Tiền thu được từ thoái vốn nhà nước



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Tiến độ IPO của một số doanh nghiệp Nhà nước trong năm 2018

STT	Mã	Tên	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Ghi chú
1	PVOil	Tổng Công ty Dầu Việt Nam	10.342	Hoàn tất. Đã niêm yết UpCom.
2	PVPower	Tổng Công ty Điện lực dầu khí Việt Nam	23.419	Hoàn tất. Dự kiến chuyển HSX ngày 14/1/2019.
3	BSR	CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn	31.005	Hoàn tất. Đã niêm yết UpCom.
4	VRG	Tập đoàn cao su Việt Nam	26.141	Chưa thực hiện năm 2018
5	VNF2	Vinafood 2	2.823	Chưa thực hiện năm 2018
6	VICEM	Tổng Công ty Xi măng Việt Nam	12.360	Chưa thực hiện năm 2018
7	MOBIFONE	Mobifone		Chưa thực hiện năm 2018
8	GENCO 3	EVN Genco 3		Chưa thực hiện năm 2018

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Năm 2019, Bộ Tài Chính kỳ vọng thu về 50.000 tỷ đồng từ thoái vốn, cao hơn 40% so với 2018. Chúng tôi ước tính đóng góp hầu hết sẽ đến từ các thương vụ bị tạm hoãn từ 2017 và 2018 như VRG, MOBIFONE, GENCO 3, ACV, PLX, và VGT.

Điều kiện thị trường không thuận lợi cộng thêm quy định khắt khe về giá chào bán tại Nghị định 32/2018/ND-CP là một trong những nguyên nhân của sự chậm trễ trong 2018. Vì vậy, trong 2019, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu đầu tư theo chủ đề này cần phải là các mục tiêu thực sự hấp dẫn đối với nhà đầu tư chiến lược: triển vọng tốt, có thể tạo ra giá trị hiệp lực cho người mua.

Bảng 11: Danh sách thoái vốn chưa hoàn thành trong 2018

STT	Mã	Tên	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Cổ đông lớn	Dự kiến thoái
1	ACV	Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam	Upcom	26.194	MTVN	20%
2	PLX	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	HSX	23.238	MOIT	25%
3	VGT	Tập đoàn Dệt may Việt Nam	Upcom	7.608	MOIT	53%
4	VNP	CTCP Nhựa VIệt Nam	Upcom	131	SCIC	65%
5	DVN	Tổng Công ty Dược Việt Nam	Upcom	2.459	MOHVN	30%
6	VGC	Tổng Công ty Viglacera	HNX	6.405	MOCVN	20%
7	DBD	Dược Bình Định	Upcom	891	Binh Dinh People Community	10%

Nguồn: RongViet Securities

Theo đó, thoái vốn khả năng sẽ tái khởi động câu chuyện ở PLX, GAS, POW hay ACV. Với ACV, các thương vụ mua bán cảng hàng không trên thế giới gần đây có mức bội số từ 16x-18x. Chúng tôi cho rằng sẽ có cơ hội để tích lũy ACV trong năm 2019, nếu những lo ngại về ảnh hưởng của việc đóng cửa 2 đường băng tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài tác động xấu đến giá cổ phiếu. Hiện ACV đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt là 16x.

Bảng 12: Tỷ số tài chính của một số doanh nghiệp trong lộ trình thoái vốn

STT	Mã	Sàn	VHTT (tỷ đồng)	Sở hữu Nhà nước (%)	KL nước ngoài còn được phép mua	D/E (TTM, x)	GTSS/cp (TTM, VND)	EPS (TTM, VND)	ROE (TTM, %)	ROA (TTM, %)	P/E (TTM, x)	P/B (TTM, x)	EV/EBITDA (TTM, x)
1	ACV	UPCOM	181.660	95,4	989	1,0	13.733	2.841	21,7	12,1	29,0	6,0	19,0
2	DBD	HOSE	2.148	13,3	0	0,0	18.276	3.276	19,2	11,7	13,0	2,0	9,0
3	DVN	UPCOM	3.565	65,0	0	1,0	10.432	929	8,6	3,5	16,0	1,0	44,0
4	GAS	HOSE	170.342	95,8	872	0,0	22.203	6.557	28,2	19,5	14,0	4,0	10,0
5	PLX	HOSE	65.589	75,9	117	2,0	16.916	3.282	16,5	5,8	17,0	3,0	10,0
6	POW	UPCOM	34.683	79,9	807	1,0	10.353	844	6,7	2,9	18,0	1,0	7,0
7	VGC	HNX	8.294	54,0	111	1,0	13.763	1.263	8,2	3,4	15,0	1,0	7,0
8	VGT	UPCOM	5.475	53,5	180	2,0	12.108	987	6,2	2,3	11,0	1,0	12,0

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Nguyễn Thị Phương Lam - lam.ntp@vdsc.com.vn

Sau gần một thập kỷ duy trì tăng trưởng cao, nền kinh tế toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2019. Dù vậy, hầu hết các chuyên viên phân tích của chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan về kết quả kinh doanh của các công ty trong dài hạn nhờ sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, thu nhập tiếp tục tăng và chính sách khuyến khích phát triển khu vực kinh tế tư nhân của Chính phủ. Do vậy, các ngành bán lẻ, công nghệ thông tin, bảo hiểm và ngân hàng vẫn sẽ có triển vọng tăng trưởng doanh thu khả quan.

Trong khi đó, bức tranh ngắn hạn của các ngành có sự phân hóa hơn. Chiến tranh thương mại có một số ảnh hưởng tiêu cực, nhưng bù lại Việt Nam đã ký kết hoặc đang tham gia đàm phán nhiều Hiệp định thương mại tự do. Nhờ vậy các công ty trong nước sẽ có cơ hội giành thêm thị phần ở các quốc gia châu Á và các nước phát triển khác. Ngoài ra, với lợi thế chi phí nhân công thấp cũng như vị trí láng giềng với Trung Quốc, Việt Nam đang trở thành điểm đến thay thế đầy hứa hẹn cho các nhà đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Các yếu tố này sẽ hỗ trợ cho các ngành như dệt may, thủy sản, logistics, BĐS khu công nghiệp và năng lượng. Mặt khác, mức độ cạnh tranh sẽ tăng lên ở các ngành Việt Nam không có nhiều lợi thế về tính kinh tế theo quy mô như ngành thép và săm lốp ô tô.

Việc chấm dứt chính sách tiền tệ nới lỏng và tăng dần lãi suất sẽ có tác động tiêu cực tới các ngành có tính chu kỳ và các ngành sử dụng đòn bẩy cao. Do đó, các ngành này có xếp hạng thấp nhất trong bảng so sánh của chúng tôi.

Chúng tôi cũng sử dụng bảng xếp hạng 06 tiêu chí dưới đây để so sánh triển vọng của các ngành.

Một số ngành xếp hạng cao trong năm 2019 bao gồm bất động sản khu công nghiệp, logistics và dệt may. 09 ngành tiếp theo cũng có triển vọng Tích cực là hàng không, bán lẻ, ô tô, công nghệ, thủy sản, năng lượng, dầu khí và bảo hiểm, do đó cũng nên được theo dõi. Riêng với ngành thép và phân bón, chúng tôi xếp hạng Tiêu cực do khả năng nhu cầu giảm (với ngành thép) và cạnh tranh gay gắt (với cả thép và phân bón).

Ngành	Cung – cầu 2019	Giá đầu vào	Môi trường pháp lý	Triển vọng tăng trưởng dài hạn	Tiến bộ công nghệ	Mức độ cạnh tranh	Quan điểm	Cổ phiếu khuyến nghị	Cổ phiếu theo dõi
BĐS – Khu công nghiệp	++		-	+		+	Tích cực	KBC, VGC	LHG, NTC
Logistic	+	-	+	+	+	-	Tích cực	GMD	TMS, SWC, VTP
Dệt may	+	-		+	+	-	Tích cực	STK, MSH	TCM, TNG
Hàng không				++		+	Tích cực	ACV, VJC	SCS, AST, SGN
Bán lẻ	+			+	+	+	Tích cực	MWG, PNJ	DGW, FRT
Ô tô (bán lẻ)	+		+	+		-	Tích cực	HAX	SVC, VEA
Công nghệ	+		+	++	+	-	Tích cực	FPT	
Thủy sản	+	-		+	+	-	Tích cực	VHC	MPC, ANV
Năng lượng	+	-	+	+	+		Tích cực	PPC, REE, POW	HND
Dầu khí	+	-	+		-	-	Tích cực	PVS	GAS, PXS, PVB, PLX
Bảo hiểm	+	-	+	++	+	-	Tích cực	PGI	BVH, BMI
Ngân hàng	+	-	-	++	+	-	Trung lập	MBB, ACB	VCB, BID, TCB, VIB
F&B	+	-	-	+	+	-	Trung lập	VNM, QNS	SAB, MCH
BĐS – Dân dụng	-		-	++		+	Trung lập	DIG, NLG, VHM	VIC, NVL, HDG
Săm lốp ô tô	+					--	Trung lập		DRC, CSM
Dược phẩm		-	+	+		-	Trung lập	PME, MKP	DHG, DBD, TRA
Chứng khoán	-	-	+	++	+	--	Trung lập		SSI, VND, HCM
Xây dựng	-	-	-	++	+		Tiêu cực	CTD	HBC
Vật liệu xây dựng	-	-		+	+	-	Tiêu cực		PTB, BMP, HT1
Cao su thiên nhiên	-			+	-	-	Tiêu cực		PHR
Hóa chất – phân bón		-	-	-		-	Tiêu cực	BFC	DPM
Thép	-	+	-	+	+	--	Tiêu cực		HPG
Khác									YEG, BWE, DQC

Nguồn: CTCK Rồng Việt

GHI CHÚ

Xếp hạng định lượng

Bảng xếp hạng định lượng trên dựa vào 06 tiêu chí, cụ thể bao gồm: triển vọng cung – cầu 2019, chi phí đầu vào, môi trường pháp lý, triển vọng tăng trưởng dài hạn, tiến bộ công nghệ và mức độ cạnh tranh. Các tiêu chí được chấm điểm theo thang từ 1-5 và có tỷ trọng khác nhau tùy từng ngành.

Các ngành Tích cực là các ngành được cho rằng sẽ có cơ hội tăng trưởng và/hoặc triển vọng lợi nhuận tích cực trong năm 2019. Các ngành Trung lập là các ngành dự kiến sẽ có nhiều yếu tố thuận lợi nhưng cũng phải đối mặt với nhiều rủi ro bên trong và/hoặc bên ngoài; chúng tôi cho rằng các ngành này sẽ phù hợp hơn với các nhà đầu tư khả năng chấp nhận rủi ro và theo dõi sát sao biến động thị trường. Đối với các ngành Tiêu cực, cơ hội chỉ xuất hiện khi các thách thức quan trọng được giải quyết.

GIẢI THÍCH XẾP HẠNG/KHUYẾN NGHỊ

Ở phần cuối mỗi ngành, chúng tôi đưa ra bảng một số chỉ số tài chính quan trọng và xếp hạng cho từng cổ phiếu trong ngành. Hệ thống xếp hạng khuyến nghị của chúng tôi cụ thể như sau:

Xếp hạng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

Mã	Sàn	VHTT (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @14/12/2018 (đồng)	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2017		2018E		2019F		PE Trailing (x)	PE 2018E (x)	PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- Giá 1 năm (%)	GTGDBQ 3 tháng (tỷ đ.)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
							+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)							
ACB	HNX	38,955	35,800	30,400	17.8	Tích lũy	81.0	59.8	18.0	134.7	13.0	16.1	8.7	7.8	1.9	0.0	12.4	102	0.0
ACV	UPCOM	189,089	95,300	84,500	14.2	Tích lũy	-5.5	-18.1	19.8	53.1	7.5	8.8	29.8	32.6	6.2	1.4	-0.7	8	45.4
AST	HOSE	2,597	74,500	70,200	11.1	Tích lũy	108.0	236.1	27.9	4.5	12.6	21.4	16.2	20.1	5.0	5.0	0.0	9	26.5
BFC	HOSE	1,542	26,800	26,250	4.0	Trung Lập	6.1	0.2	4.7	-24.0	-1.9	-9.0	7.3	7.7	1.5	1.9	-10.5	2	35.1
BID	HOSE	119,078	35,000	33,900	5.3	Tích lũy	13.2	10.3	13.5	8.8	9.1	14.7	13.9	20.1	2.3	2.1	38.7	80	27.1
CTD	HOSE	12,976	163,600	161,500	3.7	Trung Lập	30.7	16.2	5.5	-5.4	5.0	-1.1	7.6	9.1	1.6	2.4	-24.9	21	5.2
CTG	HOSE	85,504	24,300	22,350	8.7	Tích lũy	23.3	9.2	11.1	-17.9	7.7	3.3	10.8	17.1	1.2	0.0	1.6	111	0.0
DHG	HOSE	11,083	83,000	82,500	4.2	Trung Lập	7.4	-9.5	-4.2	-3.5	1.6	10.5	18.1	19.3	3.7	3.6	-24.6	20	50.9
DIG	HOSE	4,125	19,500	15,900	22.6	Mua	68.4	31.7	16.8	64.6	6.2	11.9	24.3	12.4	1.4	0.0	-21.1	26	11.4
DXG	HOSE	9,166	30,063	25,500	17.9	Tích lũy	14.9	39.8	40.4	35.2	-6.2	19.8	8.4	8.6	1.9	0.0	47.8	65	0.8
FPT	HOSE	27,833	55,000	44,150	29.1	Mua	8.0	47.0	-44.4	-14.1	14.9	17.8	8.3	10.8	2.3	4.5	-4.6	33	0.0
FRT	HOSE	5,240	84,000	75,000	14.7	Tích lũy	21.0	40.0	20.6	30.3	26.3	25.1	14.9	14.1	5.0	2.7	0.0	2	0.3
GMD	HOSE	8,725	30,800	28,600	14.7	Tích lũy	4.9	29.3	-39.6	228.8	8.9	-72.2	4.4	5.6	1.5	7.0	-7.9	41	0.0
HAX	HOSE	577	19,600	16,050	22.1	Mua	33.1	8.1	17.1	34.0	19.9	9.2	6.3	5.0	1.4	0.0	-33.9	2	36.9
HDB	HOSE	30,440	34,000	30,200	15.9	Tích lũy	38.5	136.6	23.7	52.7	18.2	16.3	12.1	11.1	2.0	3.3	0.0	85	3.0
HDG	HOSE	3,706	38,500	38,000	2.6	Trung Lập	14.1	-16.0	61.5	160.9	68.9	55.1	9.4	7.0	2.5	1.3	38.8	11	34.4
HPG	HOSE	73,106	38,900	33,500	16.1	Tích lũy	38.7	21.3	23.0	10.4	28.1	15.0	7.7	8.7	1.8	0.0	15.4	226	10.1
IMP	HOSE	2,934	53,000	57,800	-5.2	Giảm	15.4	16.0	7.2	19.3	12.9	5.7	22.4	23.1	1.9	3.1	2.3	2	0.9
KBC	HOSE	6,950	15,600	14,400	8.3	Tích lũy	-36.0	4.9	84.8	5.9	16.9	13.1	12.7	10.9	0.8	0.0	8.7	36	29.6
LTG	UPCOM	2,126	31,200	25,500	30.2	Mua	12.0	28.5	5.3	4.3	6.3	9.9	5.4	5.6	0.9	7.8	-19.4	1	49.0
MBB	HOSE	48,392	30,500	21,800	42.2	Mua	40.7	39.7	35.2	65.2	18.9	29.5	9.3	8.8	1.5	2.3	10.4	147	0.0
MKP	UPCOM	1,162	81,900	59,000	41.4	Mua	8.3	-4.2	-12.5	-16.5	-1.1	0.0	14.0	13.3	1.1	2.5	0.0	0	1.5
MSH	HOSE	1,948	56,000	39,800	50.8	Mua	9.7	17.1	17.1	77.0	13.5	15.3	5.7	6.0	1.8	10.1	0.0	8	47.2
MWG	HOSE	38,871	115,000	87,900	32.5	Mua	48.7	39.8	33.3	35.8	17.6	20.0	13.6	13.2	4.6	1.7	-8.2	59	0.0
NKG	HOSE	1,528	8,900	8,170	21.2	Mua	41.2	36.6	18.0	-20.5	90.7	10.4	3.9	3.2	0.5	12.2	-69.7	12	57.7
NLG	HOSE	6,990	34,258	28,450	20.4	Mua	24.8	55.0	1.0	46.5	-7.1	19.9	6.9	8.7	1.5	0.0	13.3	19	0.0
NT2	HOSE	7,735	27,100	26,150	9.4	Tích lũy	-15.3	-25.3	12.6	-10.8	1.8	14.3	8.9	10.8	2.0	5.7	0.1	5	27.2
PC1	HOSE	3,192	28,200	23,400	22.6	Mua	1.9	12.0	42.6	87.9	32.9	-5.2	6.6	7.5	1.0	2.1	-29.2	9	13.1
PGI	HOSE	1,636	20,100	17,950	18.7	Tích lũy	13.0	24.9	3.3	10.7	6.3	23.4	11.8	13.3	1.1	6.7	-1.2	0	28.3
PME	HOSE	4,894	78,100	63,500	26.1	Mua	7.6	19.7	7.0	10.3	15.0	16.8	15.9	15.2	2.8	3.1	-4.2	1	38.0
PNJ	HOSE	16,833	126,000	98,100	30.3	Mua	28.2	61.1	37.1	39.5	29.6	34.8	17.4	16.8	4.7	1.8	18.9	50	0.0
POW	UPCOM	36,983	18,400	15,200	21.1	Mua	5.3	107.8	13.9	-11.5	7.3	67.2	18.2	20.8	1.5	0.0	0.0	28	34.5
PPC	HOSE	6,078	23,000	18,450	38.2	Mua	4.3	52.5	12.4	13.8	1.8	-10.2	6.1	6.4	1.0	13.6	4.3	7	34.3
PVS	HNX	9,969	23,800	20,300	20.7	Mua	-10.5	-22.9	-2.6	6.7	2.9	9.0	11.6	11.4	0.9	3.4	18.9	111	29.2
PVT	HOSE	4,742	21,200	16,400	33.5	Mua	-9.0	0.7	22.3	26.4	13.8	14.9	7.9	9.3	1.2	4.3	2.4	4	15.4

Mã	Sàn	VHTT (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @14/12/2018 (đồng)	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2017		2018E		2019F		PE Trailing (x)	PE 2018E (x)	PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- Giá 1 năm (%)	GTGDBQ 3 tháng (tỷ đ.)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
							+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)							
QNS	UPCOM	13,191	60,200	43,300	41.3	Mua	9.6	-27.9	11.1	21.9	5.4	9.1	11.5	8.7	2.6	2.3	-0.5	19	37.3
REE	HOSE	10,322	48,400	32,400	54.3	Mua	36.5	26.0	5.0	22.4	11.2	15.6	6.4	6.0	1.1	4.9	-16.7	19	0.0
SCS	UPCOM	9,023	157,000	153,600	6.8	Tích lũy	18.6	40.5	16.7	23.3	9.5	11.6	22.0	19.5	9.8	4.6	0.0	3	29.1
STK	HOSE	1,109	24,300	18,000	39.4	Mua	46.6	242.3	22.3	63.7	16.6	19.6	6.7	7.4	1.3	4.4	-7.3	1	40.8
VCB	HOSE	208,859	58,000	56,500	4.1	Trung Lập	18.2	33.0	23.2	36.5	9.9	13.5	16.8	19.7	3.3	1.4	26.3	86	9.2
VGC	HNX	8,200	21,000	17,800	18.0	Tích lũy	11.4	23.7	-4.0	-9.9	-0.2	14.4	14.1	14.8	1.3	0.0	-23.9	29	24.8
VHC	HOSE	9,579	126,300	101,000	26.3	Mua	11.6	6.7	16.3	159.2	12.1	-1.4	7.6	6.7	2.5	1.3	100.4	27	62.7
VHM	HOSE	274,635	90,500	79,800	13.4	Tích lũy	N/A	N/A	230.0	3,225.1	7.1	18.0	24.5	15.4	6.5	0.0	0.0	88	33.5
VIC	HOSE	336,785	97,817	102,700	-4.8	Trung Lập	68.4	74.1	39.0	-8.1	5.0	28.7	85.2	84.0	6.3	0.0	72.6	137	39.9
VJC	HOSE	71,231	140,000	128,000	11.7	Tích lũy	54.0	81.0	27.8	27.5	24.3	20.9	12.8	12.0	5.6	2.3	18.1	131	6.4
VNM	HOSE	241,551	139,000	135,000	5.2	Tích lũy	9.1	10.1	5.6	-1.9	7.1	9.7	24.3	25.9	9.2	2.2	-17.0	148	40.7
VRE	HOSE	77,048	33,118	32,200	2.9	Trung Lập	-13.6	-17.2	49.1	19.9	23.9	23.0	30.4	25.3	2.7	0.0	-12.7	69	17.4
VSC	HOSE	2,240	47,000	43,500	12.6	Tích lũy	20.4	-5.6	0.9	26.4	2.5	4.0	7.6	8.1	1.4	4.6	4.8	11	8.3

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP – GIÓ THUẬN CHIỀU

Phạm Anh Thư - thu.pa@vdsc.com.vn

Khu công nghiệp là một hình thức đặc trưng của các nước châu Á nhờ vào lợi thế kinh tế theo quy mô. Trung Quốc, nhìn chung, đã khởi xướng hoạt động này và trở thành "công xưởng của thế giới". Tuy nhiên, chi phí lao động tăng cao tại Trung Quốc đã dẫn đến xu hướng di dời hoạt động sản xuất từ khoảng năm 2015. Tranh chấp thương mại gần đây càng thúc đẩy động thái này. Những mối quan ngại và kế hoạch di dời vẫn sẽ tiếp diễn trong thời gian tới. Điều này tạo ra cơ hội đối với hoạt động cho thuê KCN tại Việt Nam và một số nước ASEAN. Nhu cầu cho thuê tại Việt Nam ghi nhận tăng vọt từ giữa năm 2018 và kỳ vọng duy trì ở mức cao trong năm 2019. Chúng tôi cho rằng TCT Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HSX: KBC) và TCT Viglacera (HNX: VGC) là hai doanh nghiệp có khả năng hưởng lợi nhiều nhất trong xu hướng này.

Cơ hội đầu tư

Việt Nam là điểm đến hấp dẫn giữa diễn biến phức tạp của tranh chấp thương mại.

Việt Nam sở hữu những lợi thế hấp dẫn, bao gồm vị trí chiến lược tại khu vực châu Á và đường biên giới đất liền với Trung Quốc – thuận lợi cho lưu thông đường bộ. Hơn nữa, không có KCN nào nằm sâu trong đất liền và các cụm KCN chính được kết nối với cảng biển bởi hệ thống đường lớn, đường cao tốc đang được tăng cường đầu tư. Môi trường kinh doanh cải thiện đáng kể khi Việt Nam nhảy vọt 24 bậc trong ba năm, lên vị trị 69 theo World Bank (Hình 48). Chi phí lao động trung bình tại Việt Nam ước tính thấp hơn 43% và 10% so với Thái Lan và Indonesia. Bên cạnh đó, tỷ lệ lấp đầy các KCN tại Việt Nam ghi nhận khoảng 73% (theo MPI) trong khi hơn 90% đất thương phẩm tại Thái Lan đã đi vào khai thác (theo CBRE), tính đến cuối Q2 2018. Thái Lan là nơi tập trung sản xuất ngành công nghiệp ô tô tại châu Á, trong khi Việt Nam được các tập đoàn công nghệ hàng đầu chọn lựa trong hơn 10 năm qua.

Chủ đầu tư KCN kỳ vọng tăng trưởng nhờ hiệu ứng từ các tập đoàn thuê lớn.

Samsung, LG và một số tập đoàn lớn khác, đã hiện diện hơn 10 năm tại Việt Nam, tạo nên nhu cầu thuê lớn tại phía bắc. Lực lượng lao động đồng bộ và sự thuận lợi tiếp cận các nhà cung ứng đã tạo ra nền tảng vững chắc cho hoạt động sản xuất tại khu vực. Chúng tôi tạm gọi là hiệu ứng "khóa lại" (lock-in effect). Điều này khuyến khích nhà cung cấp đặt nhà máy sản xuất gần với khách hàng của họ. Chúng tôi quan sát thấy tiềm năng cho thuê lớn có thể xuất phát từ (1) kế hoạch tăng sản xuất màn hình OLED từ Samsung Display và LG Display; (2) đầu tư năng lượng mặt trời và (3) hoạt động sản xuất ô tô của Vinfast trong thời gian tới. Mặc dù vậy, những tập đoàn lớn thường được ưu đãi với giá thuê thấp hơn thị trường; trong khi các nhà cung ứng của họ kỳ vọng mang lại mức sinh lời cho thuê cao hơn cho các chủ đầu tư.

Quỹ đất, tập khách hàng và nhu cầu thuê khác nhau giữa các khu vực.

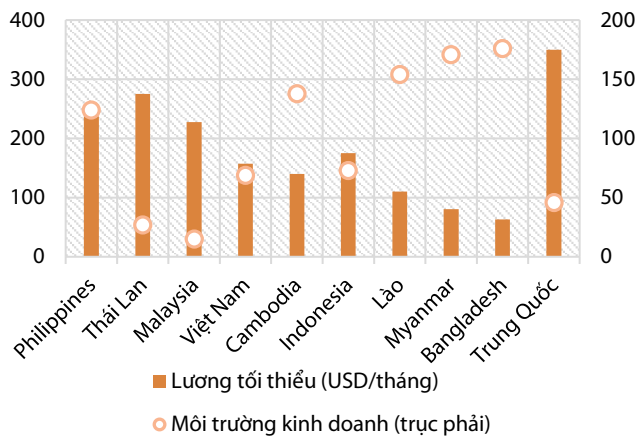
KCN phía Bắc là điểm đến ưa thích của các tập đoàn, công ty công nghệ. Tại đây, KBC kỳ vọng cho thuê 843 ha đất thương phẩm còn lại, tập trung tại Bắc Ninh, Bắc Giang và Hải Phòng, nơi nhu cầu thuê luôn ở mức cao. VGC hiện đang sở hữu khoảng 911 ha đất thương phẩm ở phía bắc. Các KCN của VGC nằm dàn trải hơn, tại một số tỉnh phía Bắc. Tốc độ cho thuê vì vậy có thể chậm hơn ở một số khu. Giá cho thuê trung bình tại phía bắc là 82 USD/m^2/50 năm, cao hơn 13% so với tại miền nam. Chúng tôi cho rằng KBC và VGC sẽ tiếp tục hưởng lợi nhiều nhất, đặc biệt khi (1) tranh chấp thương mại kéo dài và (2) các tập đoàn công nghệ tiếp tục mở rộng sản xuất và mạng lưới nhà cung cấp.

Khách thuê tại miền Nam đa dạng hơn, bao gồm cả ngành công nghiệp nặng và hóa chất. Tranh chấp thương mại gần đây cũng khuyến khích doanh nghiệp từ Đài Loan và Trung Quốc, phần lớn là SMEs, chuyển hoạt động sản xuất sang các KCN phía Nam. LHG và NTC qua đó có thể hưởng lợi. KCN Long Hậu 3 có khả năng cho thuê chậm 90 ha đất thương phẩm, mặc dù sở hữu vị trí rất thuận lợi và nhu cầu cao, do khó khăn trong khâu giải phóng mặt bằng. Chúng tôi hy vọng KCN Nam Tân Uyên 3 sẽ bắt đầu thi công hạ tầng cuối Q2 2019 và cho thuê 255 ha trong 5 - 6 năm. Ngoài ra, số liệu của chúng tôi cho thấy BCM (bao gồm cả VSIP) và IDC đang có 2.118 ha sẵn sàng cho thuê tại phía Nam. Tuy nhiên, một số KCN của họ đang cho thuê tương đối chậm vì vị trí không thuận lợi. Chi phí dịch chuyển đang tăng cao gần đây có thể làm giảm sự sẵn sàng di dời, đặc biệt đối với các doanh nghiệp SMEs.

Rủi ro

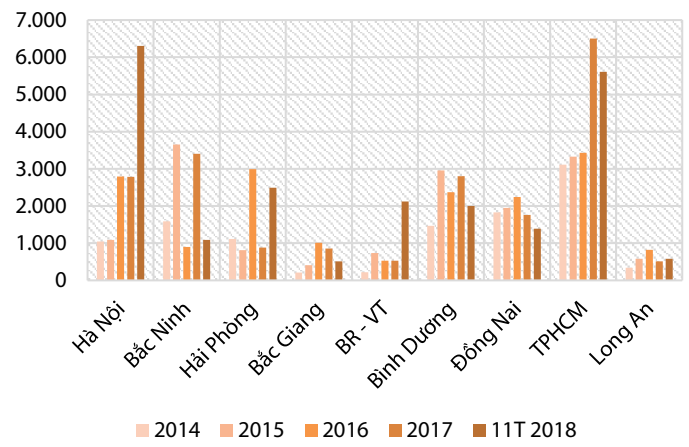
- Dòng vốn FDI chững lại do những bất ổn toàn cầu.
- Chi phí dịch chuyển sản xuất tăng vọt.
- Thay đổi về quy định, chính sách có thể dẫn đến trì hoãn cho thuê và chi phí đền bù tăng cao.

Hình 48: Chi phí lao động và môi trường kinh doanh



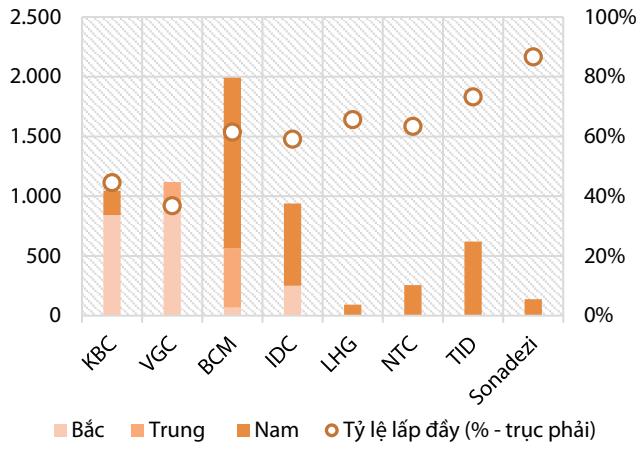
Nguồn: Trading Economics, World Bank

Hình 49: FDI theo địa phương (triệu USD)



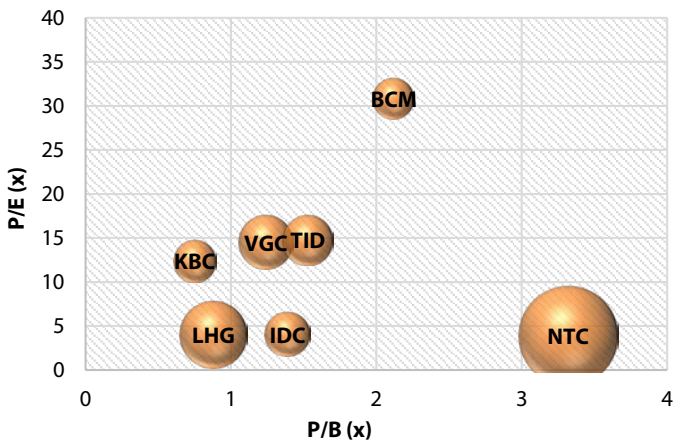
Nguồn: MPI

Hình 50: DT thương phẩm còn lại (ha) và tỷ lệ lấp đầy



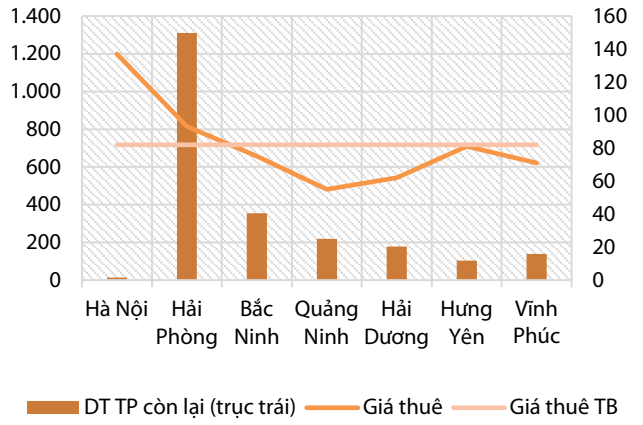
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 51: P/E, P/B và ROE (%) một số chủ đầu tư KCN chính



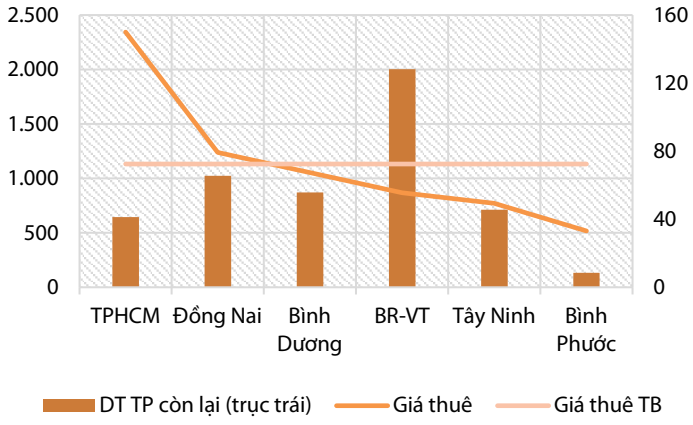
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, bubble size: ROE

Hình 52: DT TP còn lại (ha) và giá thuê (USD/m²) tại MB



Nguồn: JLL, Báo cáo cập nhật Q3 2018

Hình 53: DT TP còn lại (ha) và giá thuê (USD/m²) tại MN



Nguồn: JLL, Báo cáo cập nhật Q2 2018

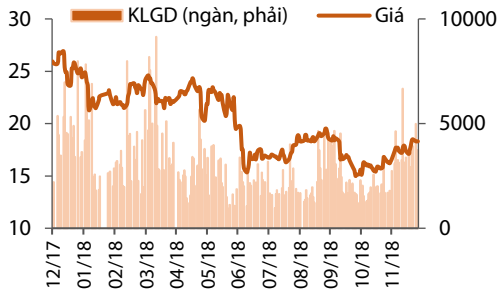
Hoạt động cho thuê tăng trưởng mạnh mẽ

TÍCH LŨY	8%
Giá hiện tại (VND)	14.400
Giá mục tiêu (VND)	15.600
Cổ tức tiền mặt (VND)*	-

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.765
SLCPĐLH (triệu cp)	469,8
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	2.668
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	34,3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	29,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	1.972	1.260	2.329	2.673
% yoy	37,5	-36,1	84,8	14,8
LNST	557	585	619	657
% yoy	18,0	4,9	5,9	6,1
ROA (%)	3,8	3,7	3,7	3,9
ROE (%)	7,2	7,1	7,0	6,9
EPS (VND)	1.186	1.244	1.318	1.492
GTSS (VND)	16.397	17.644	18.962	20.454
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-
P/E (x)	11,7	10,8	10,9	10,9
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,7

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc – CTCP (HSX: KBC) là một trong những chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại Việt Nam. Công ty sở hữu quỹ đất lớn bao gồm 5.174 ha đất công nghiệp và hơn 1.100 ha cho phát triển đô thị. Sở hữu 7 KCN lớn tại Bắc Ninh, Hải Phòng, TP HCM và 7 KCN liên kết với các đơn vị khác, KBC luôn sẵn sàng nắm bắt các cơ hội đầu tư. Trong ngắn hạn, hoạt động bán các lô đất nền và biệt thự tại khu đô thị Phúc Ninh sẽ đóng góp lớn vào doanh thu của KBC ngoài hoạt động cho thuê KCN. Trong dài hạn, ngoài 447 ha sẵn có, 689 ha đất thương phẩm từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tràng Duệ 3 sẽ đảm bảo nguồn cung diện tích cho thuê của công ty.

CTCK Rồng Việt duy trì quan điểm tích cực về hoạt động cho thuê cốt lõi của KBC dựa vào (1) kinh nghiệm nhiều năm trong phát triển và vận hành KCN; (2) quỹ đất lớn còn lại tại vị trí thuận lợi. Chúng tôi ước tính công ty cho thuê khoảng 488 ha trong giai đoạn 2013 - 9T 2018 với khách hàng chủ yếu là doanh nghiệp FDI. Một số khách thuê lớn bao gồm LG Electronics, LG Display, Canon và Foxconn. Nền tảng cho thuê hiện tại tạo ra lợi thế cho KBC trong việc thu hút khách hàng. KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tràng Duệ 3, với 213 ha đất thương phẩm tại Bắc Ninh và 456 ha tại Hải Phòng, kỳ vọng đóng góp tăng trưởng trong dài hạn. Bên cạnh đó, hoạt động bán đất nền tại KĐT Phúc Ninh góp phần củng cố nguồn thu của công ty trong thời gian tới.

Luận điểm đầu tư

- **Hoạt động cho thuê sôi động trong trung hạn.** KBC hiện có khoảng 442 ha đất thương phẩm để cho thuê trong ngắn hạn. Con số này đạt 1,045 ha nếu bao gồm cả KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tràng Duệ 3. Những KCN của công ty tập trung tại Bắc Ninh, Bắc Giang và Hải Phòng, nơi phần lớn hoạt động sản xuất đang diễn ra. Điều này tạo ra lợi thế lớn trong việc thu hút khách thuê. Xu hướng dịch chuyển nhà máy sản xuất khỏi Trung Quốc gia tăng gần đây củng cố hoạt động cho thuê và tạo ra nhu cầu thuê cao trong thời gian tới. KCN Tràng Duệ 3 kỳ vọng là yếu tố duy trì tăng trưởng và tiềm năng tăng giá cổ phiếu trong dài hạn. Dự phóng và định giá của chúng tôi không bao gồm Tràng Duệ 3 ở thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ cho thuê nhanh khi đi vào khai thác dựa vào vị trí chiến lược và chính sách ưu đãi thuế hấp dẫn. Tràng Duệ 3 dự kiến có mức giá cho thuê cao tương tự như Tràng Duệ 1 & 2, dao động 80 – 85 USD/m^2/50 năm.
- **Hoạt động bán đất nền thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.** Khu đô thị Phúc Ninh hiện có khoảng 16 ha sẵn sàng để bán từ năm 2019 trở đi. Dự án kỳ vọng có mức sinh lời cao do giá vốn đất thấp. Biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 53 -58%. KĐT nhắm đến tầng lớp trung lưu và số lượng chuyên gia nước ngoài đến ở ngày càng tăng tại thành phố Bắc Ninh. Quy hoạch thành phố Bắc Ninh trở thành thành phố trực thuộc Trung ương trước năm 2030 cũng tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động bán hàng tại Phúc Ninh.

Dự báo 2019

- **Bàn giao phần lớn sản phẩm tại Phúc Ninh.** Dự án đang ở giai đoạn hoàn thiện sau cùng. Khoảng 4 ha đang chờ bàn giao. Doanh thu ước tính 800 tỷ đồng sẽ được ghi nhận năm 2018 - 2019. Chúng tôi giả định công ty sẽ bàn giao 2,8 ha trong 2019, tương đương 560 tỷ đồng doanh thu. Biên lợi nhuận gộp khoảng 53 - 58%.
- **Đóng góp từ cho thuê tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh.** Nhu cầu thuê vẫn duy trì cao tại Bắc Ninh khi số lượng nhà cung ứng ngày càng tăng. KCN Quế Võ 2 có thể lấp đầy trong năm 2018, tạo động lực để KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh đẩy nhanh đi vào khai thác. Do dự án đang điều chỉnh diện tích đất theo quy hoạch chung của tỉnh, chúng tôi giả định NSHL có khoảng 213 ha đất thương phẩm; trong đó 66 ha sẵn sàng cho thuê tại thời điểm này. Chúng tôi kỳ vọng NSHL sẽ cho thuê 30 ha, đóng góp 658 tỷ đồng doanh thu (chiếm 28% doanh số cho thuê năm 2019).
- Doanh thu và LNST ước tính đạt 2.722 tỷ đồng (+17% YoY) và 701 tỷ đồng (+13% YoY), tương đương mức P/E FY2019 là 10,9x.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Dòng vốn FDI chững lại và chi phí dịch chuyển sản xuất tăng cao.
- Thay đổi về chính sách khiến KCN NSHL chậm khai thác hơn dự kiến.

Nỗ lực tái cơ cấu giữa cạnh tranh gia tăng

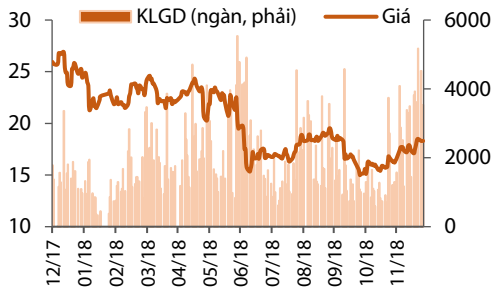
TÍCH LŨY	18%
Giá hiện tại (VND)	17.800
Giá mục tiêu (VND)	21.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	-

(*) dự kiến trong 12 tháng

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.981
SLCPĐLH (triệu cp)	448,4
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.587
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	27,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	24,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	54,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	8.139	9.197	8.832	8.810
% yoy	4,1	13,0	-4,0	-0.3
LNST	541	600	541	619
% yoy	56,4	16,8	-9,8	14,4
ROA (%)	3,9	3,7	3,3	3,8
ROE (%)	13,0	9,6	8,5	9,5
EPS (VND)	1.673	1.339	1.207	1.381
GTSS (VND)	12.875	13.913	14.180	14.564
Cổ tức tiền mặt (VND)	950	950	950	-
P/E (x)	9,1	19,7	14,7	15,2
P/BV (x)	1,2	1,9	1,3	1,4

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn Viglacera (HNX: VGC) là một trong những doanh nghiệp đầu ngành mảng vật liệu xây dựng và khẳng định uy tín trong lĩnh vực bất động sản với các dự án nhà ở và cho thuê khu công nghiệp. Mảng VLXD bao gồm kính xây dựng, gạch ốp lát, sứ vệ sinh và gạch ngói. Trong đó, Viglacera chiếm 45% thị phần trong phân mảng gạch ngói và là doanh nghiệp sứ vệ sinh hang đầu trong nước. Hai nhà máy mới, kính siêu trắng Phú Mỹ và sứ Mỹ Xuân, là động lực tăng trưởng dài hạn. Bên cạnh đó, Viglacera đang vận hành 09 KCN, tập trung ở phía bắc, với khoảng 911 ha đất thương phẩm còn lại. Ngoài ra, VGC là chủ đầu tư một số dự án nhà ở tại Hà Nội như Xuân Phương, 671 Hoàng Hóa Thám.

Viglacera đang trong giai đoạn chuyển mình, đòi hỏi quá trình tái cơ cấu hiệu quả trước sự khó khăn ở các sản phẩm VLXD, mảng đóng góp trung bình 64% lợi nhuận. Một số nỗ lực tái cơ cấu đã và đang được tiến hành như thoái vốn tại những mảng kinh doanh không hiệu quả, tập trung tối ưu chi phí & đầu tư sản phẩm mang giá trị cao. Nhà máy sứ Mỹ Xuân và nhà máy kính siêu trắng Phú Mỹ kỳ vọng mang lại lợi thế và phân khúc sản phẩm riêng cho VGC trong dài hạn. Bên cạnh đó, nguồn FDI lớn và sự chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc cùng tác động của chiến tranh thương mại đang tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động cho thuê KCN. Những dự án BĐS nhà ở tại Hà Nội và nhà ở xã hội tại các KCN duy trì nguồn thu ổn định cho doanh nghiệp.

Luận điểm đầu tư

- **Hoạt động cho thuê KCN mở rộng khi nhu cầu thuê tăng cao.** Nhu cầu thuê tại phía Bắc đang ở mức cao, thể hiện qua số lượng khách đến tìm hiểu tăng vọt nửa cuối năm 2018. Viglacera bắt đầu ghi nhận diện tích cho thuê nhiều hơn tại một số KCN ở vị trí xa như Đồng Văn IV, Phú Hà và Tiền Hải. KCN Yên Phong mở rộng, với 165 ha đất thương phẩm còn lại, kỳ vọng có tốc độ cho thuê tốt nhất. Với 911 ha tổng diện tích thương phẩm còn lại tại các KCN, chúng tôi cho rằng Viglacera sẽ cho thuê từ 60 đến 90 ha và đóng góp trung bình 23% lợi nhuận hằng năm.
- **Vị thế đầu ngành và nỗ lực tái cơ cấu kỳ vọng duy trì tăng trưởng ở mảng VLXD.** Viglacera lần lượt chiếm 41% và 9% thị phần ở mảng kính xây dựng và sứ vệ sinh; 14% và 45% thị phần mảng gạch ốp lát và gạch ngói. Năm 2018, VGC đã tăng cường hoạt động tái cơ cấu nhằm giảm thiểu chi phí và tối ưu hiệu quả sản xuất. Chúng tôi cho rằng quá trình này cần thời gian. Vị thế đầu ngành và thương hiệu lâu năm sẽ phần nào giúp doanh nghiệp hạn chế ảnh hưởng tiêu cực từ cạnh tranh cao, tạo ra triển vọng dài hạn. Trong ngắn hạn, việc thoái toàn bộ vốn tại 6 công ty con kém hiệu quả mảng ngói và nhà máy sứ vệ sinh Mỹ Xuân đi vào hoạt động, là một yếu tố tích cực. Việc hợp tác với đối tác nước ngoài ở khâu sản xuất và thiết kế hứa hẹn cạnh tranh về chất lượng và tiêu thụ ở mảng sứ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đóng góp từ Mỹ Xuân là không lớn trong giai đoạn 2019 - 2020.
- **Kế hoạch thoái 54% vốn của Bộ Xây dựng năm 2019 mở ra cơ hội cho nhà đầu tư chiến lược.** Nỗ lực tái cơ cấu mảng VLXD gần đây là tiền đề thu hút các nhà đầu tư chiến lược trong đợt thoái vốn sắp tới, dự kiến diễn ra vào Q2 2019. Chúng tôi cho rằng tài sản kém hiệu quả sẽ được tái cơ cấu khi có sự tham gia của nhà đầu tư chiến lược. Hiệu quả hoạt động và lợi nhuận qua đó kỳ vọng được cải thiện.

Dự báo 2019

- **Chúng tôi kỳ vọng** (1) biên lợi nhuận gộp mảng kính xây dựng duy trì ở mức hiện tại nhờ tái cấu trúc chi phí và tiêu thụ Low-e tốt hơn; (2) nhà máy sứ Mỹ Xuân hoạt động với 55% tổng công suất thiết kế; (3) gạch ốp lát duy trì mức đóng góp lợi nhuận hiện tại và thúc đẩy xuất khẩu và (4) sản xuất tập trung hơn sản phẩm gạch ngói mang lại giá trị cao. Chúng tôi giả định VGC cho thuê 92 ha dựa vào nhu cầu cao hiện tại. Doanh thu bất động sản dân dụng có thể giảm 36% theo ước tính của chúng tôi, từ ghi nhận phần ít thấp tầng còn lại và NOXH với mức sinh lời thấp hơn.
- Doanh thu và LNST ước tính đạt 8.810 tỷ đồng (-0,3% YoY) và 619 tỷ đồng (+14% YoY). Trong đó, KCN và gạch ốp lát đóng góp 48% lợi nhuận

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Giá dầu tăng đột biến & công suất sản xuất tại nhà máy Mỹ Xuân thấp hơn kỳ vọng.
- Dòng vốn FDI chững lại, dẫn đến nhu cầu thuê KCN giảm dần.

NGÀNH CẢNG BIỂN - TĂNG TRƯỞNG CONTAINER ĐƯỢC GIỮ VỮNG

Đỗ Thanh Tùng (tung.dt@vdsc.com.vn)

Chúng tôi tin rằng sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức hai con số và phù hợp với các hoạt động thương mại. Quan điểm của chúng tôi dựa trên những nỗ lực của Chính phủ trong việc mở cửa thương mại bằng cách tham gia các hiệp định thương mại tự do khu vực và quốc tế. Một số FTA quan trọng đã được triển khai như Việt Nam - Hàn Quốc, CPTPP và Việt Nam - EU (dự kiến có hiệu lực vào năm 2019). Đặc biệt, CPTPP có thể thúc đẩy đáng kể thương mại quốc tế giữa Việt Nam và các quốc gia khác trong khối. Theo nghiên cứu của BMI, tổng giá trị giao dịch của Việt Nam được dự báo sẽ tăng 12% mỗi năm trong bốn năm tới, đạt giá trị danh nghĩa là 735 tỷ USD vào năm 2022.

Triển vọng

Tại Hải Phòng, cửa khẩu container quốc tế lớn nhất phía Bắc, chúng tôi cho rằng các hãng tàu quốc tế sẽ tiếp tục di chuyển đến các cảng gần biển. Các cảng thượng nguồn sẽ cần tìm khách hàng nội địa mới. Các hãng tàu lớn đã liên tục tăng kích thước tàu trung chuyển của họ để cắt giảm chi phí trên mỗi container, điều đó có nghĩa là mớn nước và chiều dài tổng thể của tàu cũng được tăng lên. Do đó, các cảng ở hạ nguồn có luồng sâu hơn và vũng quay tàu lớn hơn sẽ là những người hưởng lợi chính.

Cụm cảng nước sâu ở Cái Mép - Thị Vải (Vũng Tàu) dự kiến sẽ trở thành cửa khẩu container quan trọng ở khu vực phía Nam. Sau một thời gian dài với hiệu suất hoạt động thấp, trên thực tế, khối lượng container năm 2017 tại khu vực này đã tăng gấp ba so với 2011 và đạt 2,4 triệu tấn, chiếm khoảng 20% sản lượng container của Việt Nam (Hình 56)

Theo kế hoạch tổng thể phát triển cảng biển Đông Nam Bộ, để giảm bớt vấn đề ùn tắc tại các cảng chính trong TP HCM, luồng container sẽ được dịch chuyển sang khu vực này. Chính phủ cũng đặt mục tiêu khối lượng container thông qua cụm cảng nước sâu này từ 3,1-3,3 triệu TEU vào năm 2020, tương đương với mức tăng trưởng trung bình hàng năm là 11%.

Với đặc điểm của một cụm cảng nước sâu, khu vực này có lợi thế có thể tiếp nhận các tàu trọng tải lớn đến 200,000 DWT. Trong một xu hướng mà các hãng tàu luôn muốn sử dụng các tàu có kích thước lớn để vận chuyển hàng hóa, chúng tôi cho rằng nhu cầu tại khu vực này sẽ khả quan trong vài năm tới. Cảng SSIT, từ khi đi vào hoạt động đã liên tục phải xử lý hàng rời để tồn tại mặc dù có vị trí khá đắc địa, cũng đã bắt đầu nhận được các cuộc gọi container từ MSC trong năm nay.

Bên cạnh đó, chiến tranh thương mại Mỹ-Trung có thể giúp Việt nam tăng khả năng giành thị phần từ Trung Quốc như một trung tâm sản xuất do sở hữu nguồn lao động tương đối rẻ, môi trường chính trị ổn định và các chính sách thương mại mở. Chúng tôi lưu ý rằng giá trị xuất khẩu của Việt Nam đối với các hàng hóa mà Trung Quốc đã bị đánh thuế (gỗ, dệt may và giày dép) đã tăng trưởng với tốc độ cao hơn so với mọi năm. Xu hướng này có thể sẽ thúc đẩy nhu cầu vận chuyển quốc tế từ / đến Việt Nam, do đó cũng tăng cường lượng container thông quan, do các sản phẩm này chủ yếu được vận chuyển qua đường biển.

Bộ Giao thông vận tải đã ban hành **Thông tư 54/2018/TT-BGTVT**, qua đó điều chỉnh khung giá một loạt các dịch vụ tại cảng biển Việt Nam, trong đó có dịch vụ bốc dỡ container. Thông tư sẽ chính thức có hiệu lực vào năm 2019. Theo đó, giá sàn theo quy định mới sẽ cao hơn 10% so với giá sàn hiện tại (bằng với giá thị trường do cung vượt cầu) cho các cảng biển phía Bắc (không bao gồm HICT ở Lạch Huyền). Điều này sẽ giúp tăng thu nhập của các cảng hạ lưu ở Hải Phòng bằng cách phá vỡ xu hướng giảm giá dịch vụ do cạnh tranh khắc nghiệt ở khu vực này.

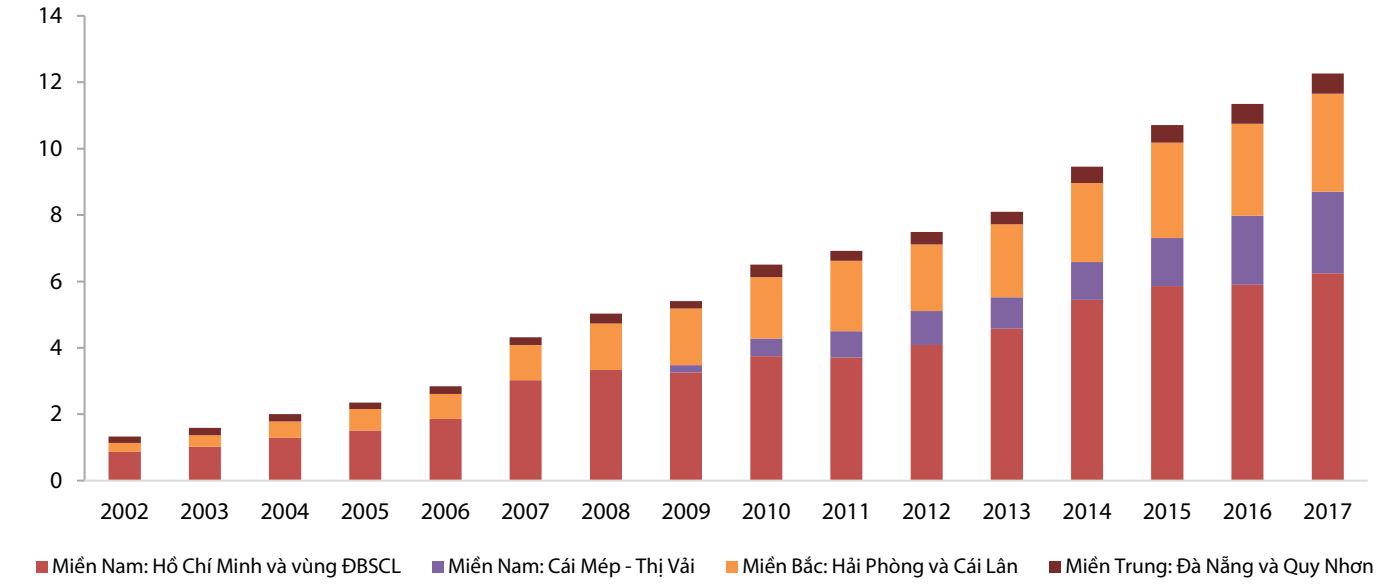
Ở miền Nam, khung được giữ nguyên, ngoại trừ các bến tại Cái Mép - Thị Vải (+ 13% mỗi TEU).

Rủi ro

- **Dòng vốn FDI chậm lại.** Phụ thuộc quá nhiều vào FDI sẽ khiến nền kinh tế chịu rủi ro nếu hoạt động của các doanh nghiệp FDI trở nên trì trệ.

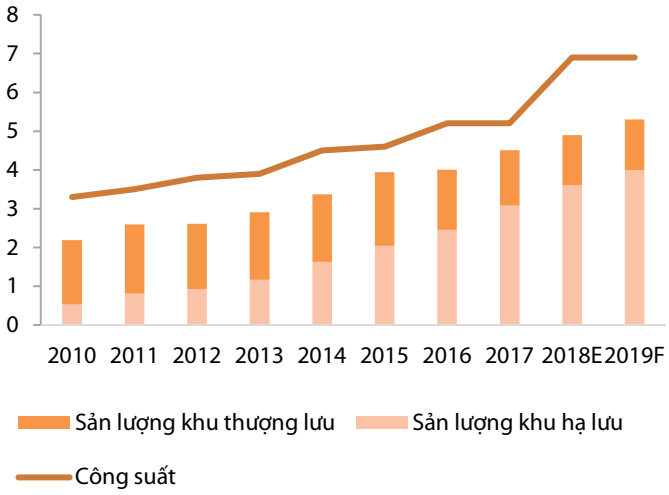
- **Dư cung tại Hải Phòng.** Điều này có thể dẫn đến các nhà khai thác cảng không được hưởng lợi hoàn toàn từ việc nâng giá bốc dỡ container.
- **Chậm trễ trong các hoạt động nạo vét dẫn đến không đảm bảo độ sâu luồng.** Độ sâu luồng thấp hơn sẽ khiến các hãng tàu cắt giảm lượng hàng và dẫn đến giảm lượng hàng hóa qua cảng.

Hình 54: Sản lượng container tại Việt Nam (triệu TEU)

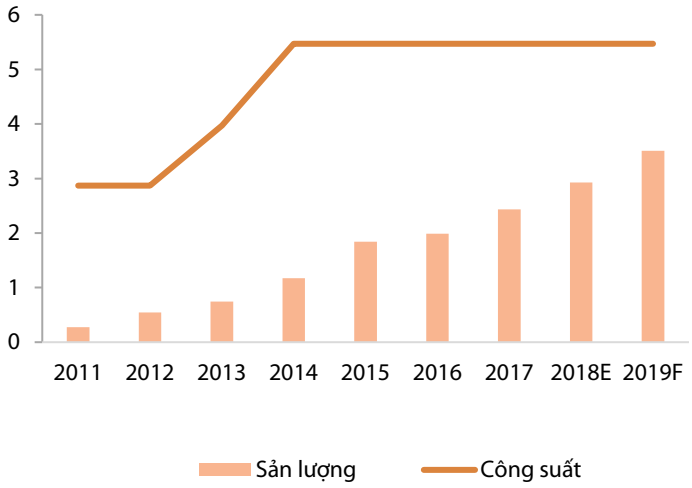


Nguồn: VPA

Hình 55: Cung và cầu tại Hải Phòng (triệu TEU)

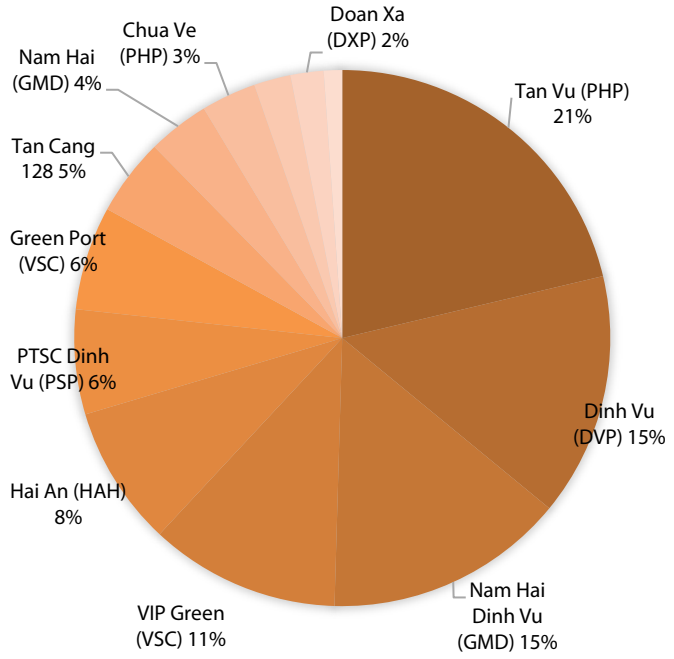


Hình 56: Cung và cầu tại Vũng Tàu (triệu TEU)



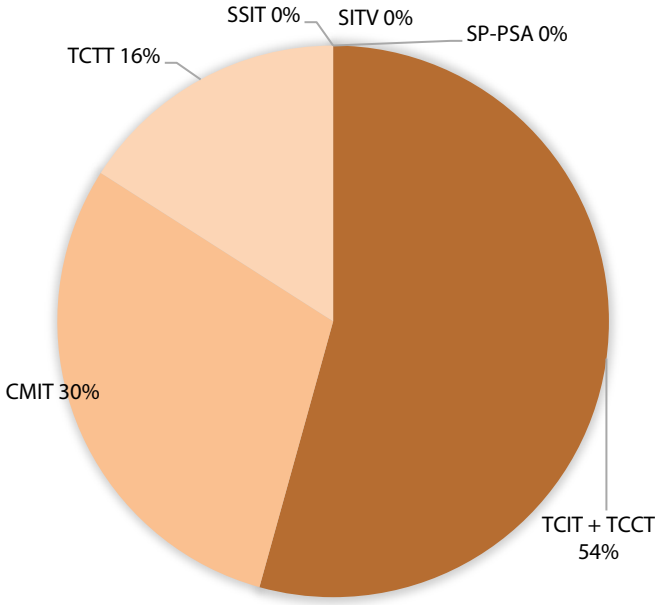
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 57: Thị phần tại Hải Phòng 2017



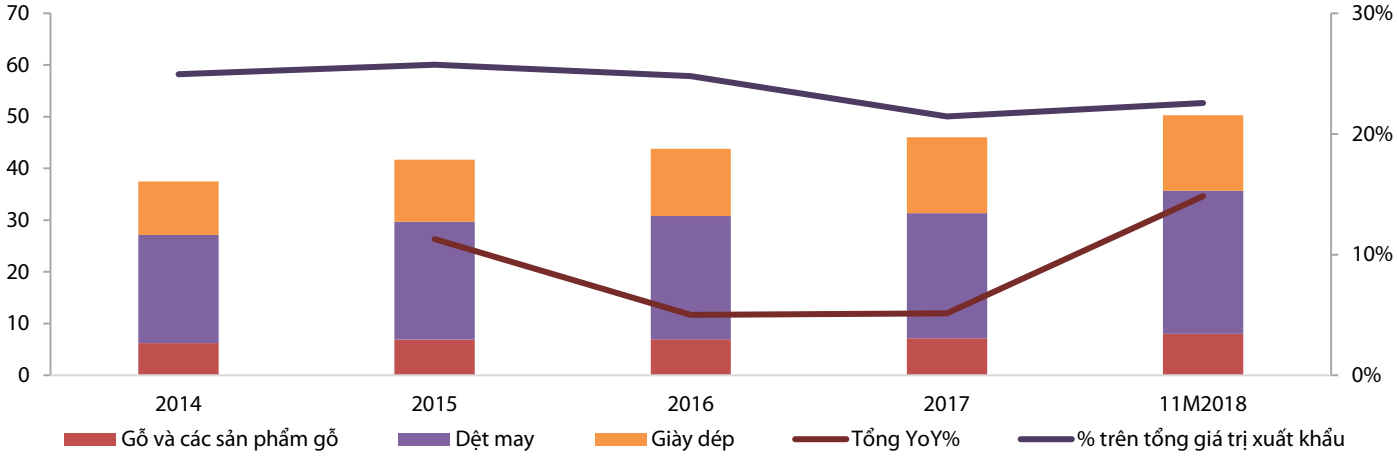
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 58: Thị phần tại Vũng Tàu 2017



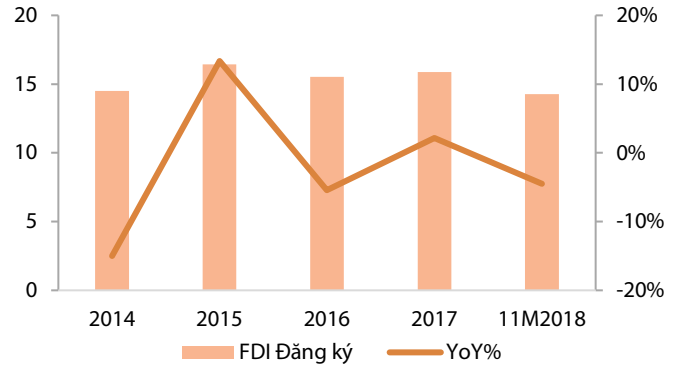
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 59: Giá trị xuất khẩu của các mặt hàng được hưởng lợi từ cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung (Tỷ USD)



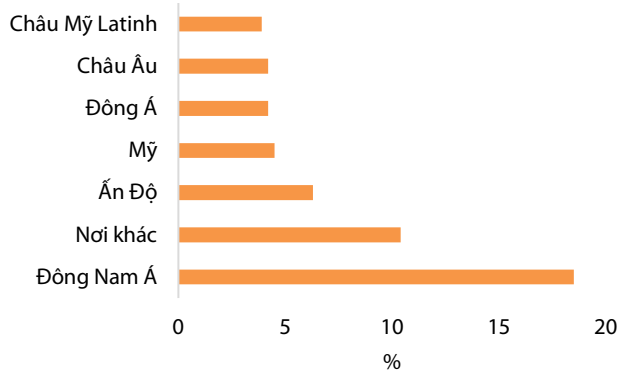
Nguồn: Tổng cục Hải quan

Hình 60: Vốn FDI đăng kí vào lĩnh vực sản xuất (Tỷ USD)



Nguồn: FIA

Hình 61: Các địa điểm mà doanh nghiệp sản xuất của Mỹ đã hoặc đang dự tính chuyển tới



Nguồn: AmCham China, AmCham Shanghai

Sản lượng container trên đà tăng trưởng

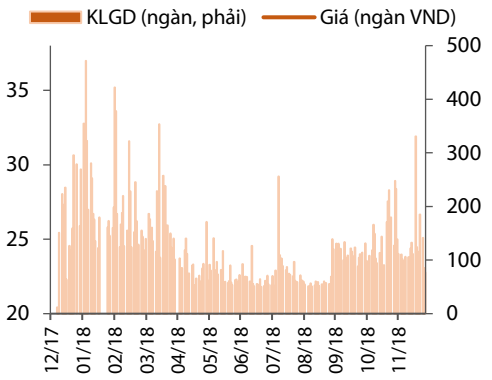
TÍCH LŨY	17%
Giá hiện tại (VND)	**28.600**
Giá mục tiêu (VND)	**33.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.581,1
SLCPĐLH (triệu cp)	296,9
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.469,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	40,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	3.742	3.984	2.695	3.009
% yoy	4,3	6,5	-32,4	11,7
LNST	390	508	1,817	517
% yoy	-3,7	30,3	257,7	-71,6
ROA (%)	3,9	4,5	17,3	4,9
ROE (%)	7,5	8,0	32,7	8,9
EPS (VND)	2.172	1.762	6.021	1.712
GTSS (VND)	28.792	22.005	18.730	19.502
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	0	9.500	1.000
P/E (x)	15,3	17,5	4,3	15,3
P/BV (x)	0,6	1,3	1,4	1,3

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan công ty

Gemadept là doanh nghiệp tư nhân cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất tại Việt Nam, với mức độ tập trung cao ở hoạt động khai thác cảng.

GMD sở hữu 5 cảng khắp Việt Nam và xử lý khoảng 12% khối lượng container quốc gia.

Công ty cũng cung cấp dịch vụ vận chuyển container nội địa, hậu cần đại lý giao nhận, vận chuyển hàng hóa dự án thông qua hợp tác với CJ Logistics Corp.

GMD cũng đầu tư vào bất động sản và cao su thông qua các công ty liên kết.

Chúng tôi tin rằng Cảng Nam Đình Vũ sẽ tiếp nhận lượng hàng nhiều hơn trong năm 2019 nhờ vào vị trí thuận tốt. Bên cạnh đó, chất lượng dịch vụ đã được kiểm chứng cũng như kinh nghiệm của GMD trong hoạt động khai thác cảng cũng là một yếu tố thuận lợi trong việc thu hút thêm hãng tàu mới. Hơn nữa, hiệu suất hoạt động thấp đem đến tiềm năng tăng trưởng tốt hơn so với các cảng khác cùng khu vực vốn đang quá tải. Do đó, đây là sự lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho ngành cảng biển cho năm 2019.

Luận điểm đầu tư

- **Cảng Nam Đình Vũ đã sẵn sàng củng cố thị phần từ các đối thủ cạnh tranh khác do ưu thế vị trí tốt hơn.** Cảng này đã bổ sung 500k TEU/năm công suất của cụm cảng của GMD tại Hải Phòng ở khu vực hạ nguồn sông Bạch Đằng, trong khi các đối thủ tại đây đang gặp phải vấn đề quá tải. Chúng tôi cho rằng tiềm năng để Nam Đình Vũ lấp đầy công suất trong dài hạn là khả quan, vì (1) các cảng thượng nguồn sẽ dần mất thị phần container quốc tế cho các cảng tại hạ nguồn và (2) tăng trưởng khối lượng container qua cảng Hải Phòng tiếp tục duy trì ổn định. Mặc dù cảng này sẽ phải tốn chi phí nạo vét cao hơn so với các cảng hạ nguồn khác do mới vận hành nhưng chúng tôi cho rằng điều này là không đáng quan ngại.
- **Hiệu quả hoạt động cao hơn sau khi GMD giảm sở hữu tại các công ty hoạt động trong lĩnh vực vận tải biển và logistics.** Việc hợp tác với tập đoàn CJ trong hoạt động logistics là một bước đi khôn ngoan. Điều này không chỉ cải thiện biên lợi nhuận của GMD, mà còn mang lại nhiều cơ hội để phát triển dịch vụ logistics ở tầm quốc tế.

Dự báo 2019

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng 12%, đạt 3.009 tỷ đồng, dẫn dắt bởi tăng trưởng 14% từ sản lượng container (khoảng 1.654K TEU).
- Việc xây dựng cảng Gemalink và giai đoạn 2 của cảng Nam Đình Vũ sẽ được bắt đầu trong năm 2019 và bổ sung khoảng 1.600K TEU công suất vào năm 2020.
- Lợi nhuận từ các công ty liên kết đạt 174 tỷ đồng, tăng 39%. Trong đó, SCS tiếp tục là công ty liên kết đóng góp lợi nhuận chính.
- Thoái vốn thành công từ các hoạt động không cốt lõi (cao su và bất động sản) sẽ là chất xúc tác. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng điều này khó có thể xảy ra trong năm 2019.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Lỗ nhiều hơn dự kiến từ mảng cao su.
- Cạnh tranh tại cảng nước sâu HICT tại Lạch Huyện, Hải Phòng.

Duy trì hiệu suất hoạt động ấn tượng

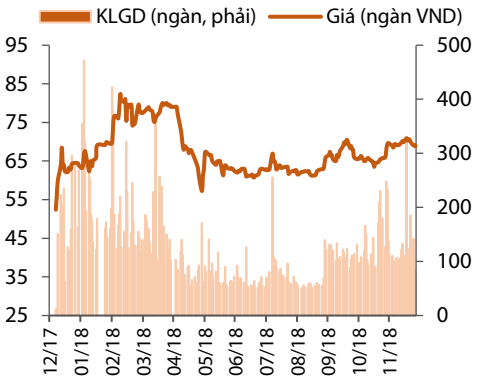
TÍCH LŨY	13%
Giá hiện tại (VND)	**43.500**
Giá mục tiêu (VND)	**47.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.240,0
SLCPĐLH (triệu cp)	50,1
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	230,7
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	9,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	9,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	1,082	1,303	1,642	1,700
% yoy	16,6	20,4	26,0	3,6
LNST	251	237	294	315
% yoy	-5,3	-5,6	23,9	7,1
ROA (%)	10,5	9,6	11,5	11,7
ROE (%)	18,6	16,2	17,7	16,8
EPS (VND)	5,516	4,735	5,867	6,283
GTSS (VND)	29,603	29,307	33,174	37,458
Cổ tức tiền mặt (VND)	2,000	2,000	2,000	2,000
P/E (x)	9.2	8.6	7.4	6.9
P/BV (x)	1.4	1.2	1.3	1.2

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

VSC quản lý hai cảng tại Hải Phòng là Green Port và VIP Green Port, với tổng công suất 900k TEU mỗi năm.

Công ty cũng cung cấp dịch vụ CFS, kho bãi, giao nhận hàng hóa, môi giới hàng hải và dịch vụ vận tải nội địa.

Những năm gần đây, VSC đã chứng kiến mức tăng trưởng nhanh nhất về sản lượng container so với các đối thủ khác tại Hải Phòng. Cùng với GMD, VSC sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi từ giá bốc dỡ container cao hơn sẽ có hiệu lực từ năm 2019. Bên cạnh đó, định giá thấp và chính sách cổ tức ổn định cũng là các yếu tố khác khiến cổ phiếu trở nên hấp dẫn hơn.

Luận điểm đầu tư

- **Vị trí thuận lợi và chất lượng dịch vụ đầu ngành của cảng VIP Green.** Xu hướng các hãng tàu quốc tế sử dụng tàu lớn hơn mang lại lợi thế cho các cảng gần biển như VIP Green vì có thể tiết kiệm thời gian của khách hàng và phục vụ được các tàu có trọng tải lớn lên đến 30k DWT. Chúng tôi kỳ vọng VSC sẽ tăng thị phần tại Hải Phòng lên khoảng 20% trong năm 2019, từ 17% năm 2017.
- **Hãng tàu Evergreen cổ đông lớn.** VSC có thể thu hút thêm hãng tàu mới có thỏa thuận chia sẻ vận chuyển container với Evergreen. Cũng nhờ vào điều này, Yang Ming và TS Lines trở thành khách hàng mới của cảng VIP Green Port trong năm 2018, góp phần tạo nên một năm nổi bật cho VSC. Chúng tôi kỳ vọng các hãng tàu tiềm năng sẽ giúp gia tăng số lượng TEU xử lý trung bình trên mỗi lượt tàu cập cảng thay vì mở tuyến dịch vụ mới tại cảng VIP Green. Cảng này đã gần đạt đến mức giới hạn số lượng tàu cập cảng mỗi tuần.
- **Thông tư mới sẽ quy định mức giá bốc dỡ container cao hơn.** Khung giá bốc dỡ container xuất/nhập khẩu sẽ tăng 10% so với giá hiện tại và có hiệu lực vào tháng 1/2019. Phần lớn lượng hàng mà VSC phục vụ là container xuất/nhập khẩu, do đó VSC sẽ hưởng lợi từ thông tư mới.

Dự báo 2019

- Chúng tôi ước tính LNST cho cổ đông công ty mẹ 2019 sẽ đạt 315 tỷ đồng (+7% yoy).
- Duy trì hiệu suất hoạt động cao ở cả hai cảng VIP Green và cảng Green. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ đạt 744K TEU (+5% yoy) đối với cảng VIP Green và 312K (-8% yoy) đối với cảng Green. Do đó, tổng sản lượng của hai cảng dự kiến đi ngang, vào khoảng 1.056K TEU.
- Trung tâm logistics GIC thúc đẩy hiệu quả hoạt động cảng VIP Green.
- Evergreen Line tăng tỷ lệ sở hữu tại cảng VIP Green lên 26,7%.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Vấn đề quá tải tại cảng VIP Green có thể giới hạn tiềm năng tăng trưởng của VSC.
- Evergreen Line tăng lượng container vận chuyển trên tàu mẹ cập tại cảng nước sâu HICT tại Lạch Huyện. Hiện tại, hãng tàu này đang có một tuyến dịch vụ tại đây. Điều này có thể dẫn đến rủi ro sản lượng qua VIP Green bị giảm.

NGÀNH DỆT MAY - CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC ĐAN XEN

Đặng Thị Phương Thảo - thao.dtp@vdsc.com.vn

Năm 2018 đánh dấu bước chuyển mình hết sức mạnh mẽ của ngành dệt may Việt Nam. Nhờ lợi thế từ các hiệp định thương mại tự do FTAs (VJEPA, CPTPP, EVFTA) và sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam, sản lượng hàng dệt may xuất khẩu trong năm ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt trội, một số doanh nghiệp đã lấp đầy được đơn hàng đến hết năm sau. Khép lại 2018 với kết quả kinh doanh đầy khả quan từ các doanh nghiệp niêm yết, chúng tôi cho rằng đây sẽ là bước đệm giúp các doanh nghiệp củng cố năng lực nội tại, có được sự chuẩn bị tốt hơn cả về nhân lực và nguồn lực để đón đầu xu hướng tăng trưởng của ngành trong các năm tới. Đặc biệt, 2019 sẽ là năm các hiệp định thương mại tự do quan trọng như CPTPP, EVFTA dự kiến được thông qua, cùng với ảnh hưởng từ cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, xu hướng chuyển dịch đơn hàng từ doanh nghiệp Trung Quốc sang các thị trường lân cận sẽ gia tăng. Điều này sẽ làm tăng sản lượng đơn hàng dệt may gia công tại Việt Nam, nhưng đồng thời cũng kéo theo áp lực cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành.

Cơ hội đầu tư

Kinh tế Mỹ và EU được dự báo tăng trưởng ổn định giúp kích cầu tiêu dùng hàng may mặc. Theo dự báo của IMF, kinh tế Mỹ và EU trong năm 2019 sẽ giảm nhẹ tăng trưởng so với cùng kỳ tuy nhiên vẫn ở mức tích cực, lần lượt là 2,5% (-40 bps YoY) và 1,9% (-10bps YoY). Trong bối cảnh kinh tế thế giới tăng trưởng ổn định, đặc biệt từ hai thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là Mỹ và EU sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc, giúp duy trì sản lượng nhập khẩu từ các nước.

Hiệp định thương mại tự do CPTPP, EVFTA dự kiến được thông qua trong năm 2019. Các doanh nghiệp sản xuất sợi và doanh nghiệp dệt may sở hữu chuỗi cung ứng khép kín như STK, FTM, TCM, PPH… sẽ hưởng lợi trực tiếp nhờ đáp ứng yêu cầu xuất xứ từ các hiệp định thương mại, việc cắt giảm thuế quan sẽ giúp các doanh nghiệp nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường. Bên cạnh đó, những doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu lớn tại thị trường EU như MSH (30%), GMC (32%), TNG (58%), M10 (36%) và VGG (17%) sẽ hưởng lợi gián tiếp nhờ sự tăng trưởng đơn hàng từ các đối tác thời trang lớn.

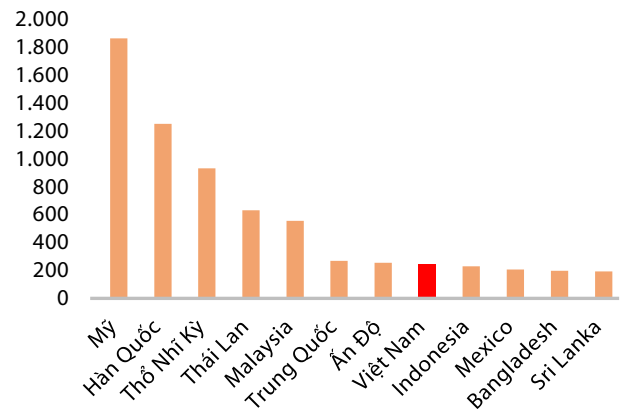
Lợi ích mang lại từ Hiệp định CPTPP sẽ không quá rõ nét do Việt Nam đã ký kết các FTAs song phương và đa phương với 7/10 nước nội khối với những ưu đãi về thuế quan tương tự. Tuy nhiên, chúng ta có thể kỳ vọng việc gia nhập CPTPP sẽ giúp mở rộng thị phần xuất khẩu dệt may sang các thị trường đầy tiềm năng như Canada, Mexico, New Zealand và Australia.

Sự chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam vẫn tiếp tục gia tăng. Việc Mỹ và Trung Quốc tạm đình chiến sẽ không ảnh hưởng nhiều đến sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang các nước lân cận. Vì chủ trương của Trung Quốc là chuyển dịch cơ cấu kinh tế sang tiêu dùng và sản xuất hàng công nghệ với giá trị gia tăng cao, hạn chế phát triển khâu hạ nguồn dệt may cần nhiều lao động, gây ra ô nhiễm môi trường. Đây sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam gia tăng thị phần xuất khẩu sang thị trường Mỹ.

Rủi ro

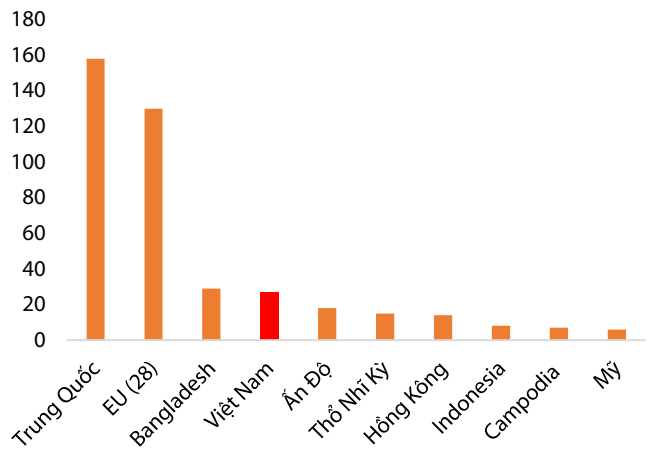
- **Lợi thế cạnh tranh về nhân công giá rẻ suy giảm.** Kéo theo đơn hàng có thể dịch chuyển sang các thị trường lân cận như Bangladesh, Pakistan, Campuchia, Myanmar.
- **Rủi ro từ việc truy xuất nguồn gốc nguyên phụ liệu và áp thuế bổ sung.** Không loại trừ khả năng Mỹ sẽ tiến hành truy xuất nguồn gốc các sản phẩm dệt may sản xuất tại Việt Nam để hạn chế các sản phẩm có nguồn gốc nguyên phụ liệu từ Trung Quốc. Do đó, bắt buộc các doanh nghiệp trong nước phải chủ động đa dạng hóa thị trường cung ứng nguyên phụ liệu may mặc thay vì phụ thuộc vào nguồn cung từ Trung Quốc như hiện nay (50% NVL vải nhập khẩu từ Trung Quốc).
- **Chưa thể khép kín được chuỗi giá trị của ngành.** Phần lớn các doanh nghiệp chỉ đang gia công thuần túy nên giá trị gia tăng mang lại là không cao. Đồng thời, điểm "nghẽn" của ngành nằm ở khâu dệt nhuộm nên nếu không đầu tư đúng mức để phát triển chuỗi cung ứng hoàn chỉnh thì Việt Nam vẫn chưa có đủ nguồn lực để tận dụng tốt cơ hội này. Lợi nhuận từ đó sẽ giảm sút dưới áp lực cạnh tranh.

Hình 62: Lương tối thiểu công nhân may mặc thế giới (USD/tháng)



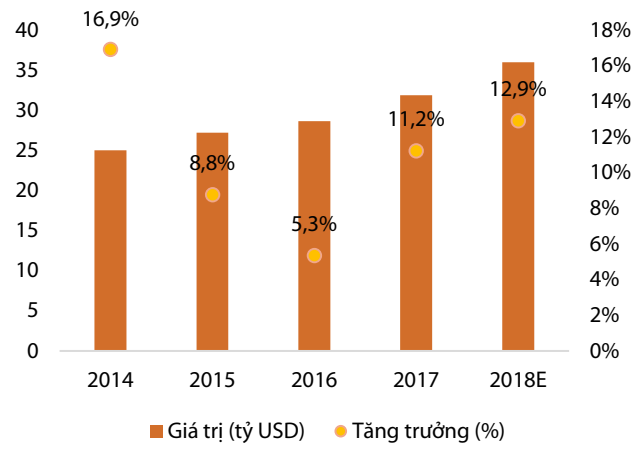
Nguồn: PRI, CTCK Rồng Việt

Hình 63: Top 10 nước xuất khẩu quần áo năm 2017 (tỷ USD)



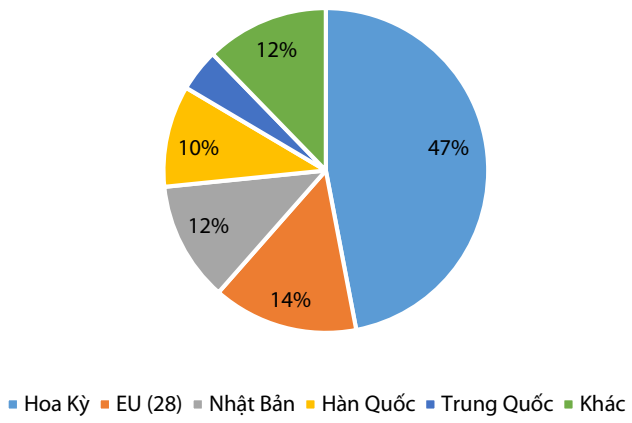
Nguồn: WTO, CTCK Rồng Việt

Hình 64: Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam



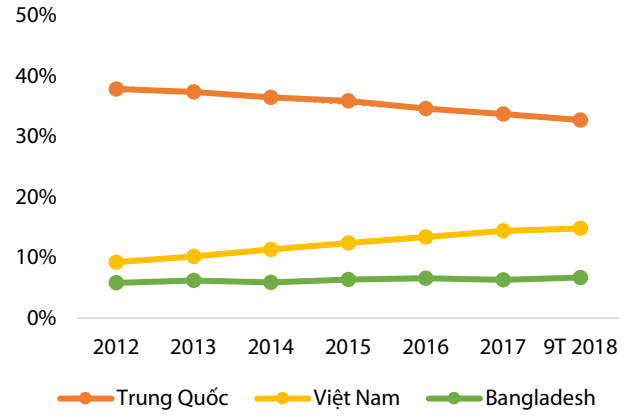
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 65: Tỷ trọng xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam



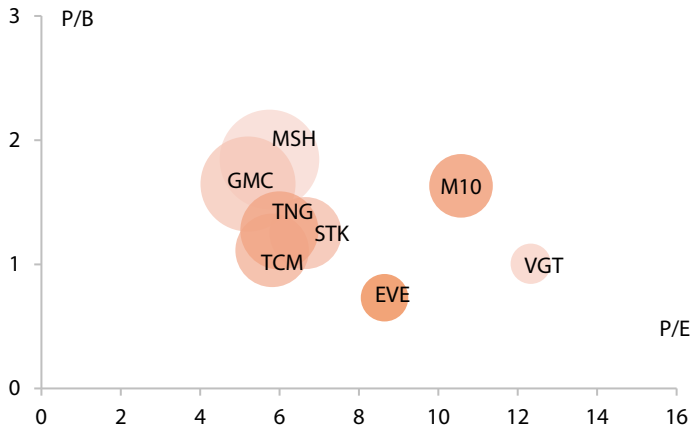
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 66: Thị phần may mặc tại Mỹ của 3 thị trường XK chính (%)



Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

Hình 67: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành



*Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, * Kích thước của bong bóng: ROE*

Nền tảng vững chắc tạo đà tăng trưởng

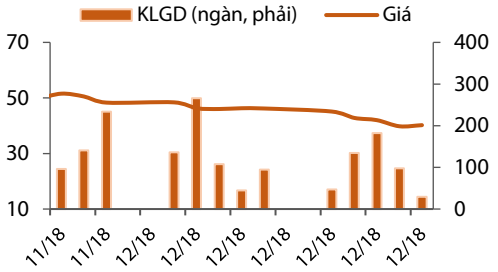
MUA	51%
Giá hiện tại (VND)	39.800
Giá mục tiêu (VND)	56.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	4.000

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.895,6
SLCPĐLH (triệu cp)	47,6
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	154,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	7,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	47,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	2.992	3.282	3.842	4.359
% yoy	17,4	9,7	17,1	13,5
LNST	185	200	354	408
% yoy	16,0	8,2	77,0	15,3
ROA (%)	8,4	8,4	13,1	13,7
ROE (%)	28,3	26,5	31,6	30,9
EPS (VND)	3,715	4.331	6.689	7.712
GTSS (VND)	28.805	31.711	23.545	27.757
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.500	4.500	4.000	3.500
P/E (x)	n/a	n/a	6,0	5,2
P/BV (x)	n/a	n/a	1,7	1,4

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP May Sông Hồng là một trong những doanh nghiệp dệt may đầu ngành với tình hình sản xuất kinh doanh ổn định và cổ tức tiền mặt cao được duy trì đều đặn qua các năm. Hoạt động kinh doanh chính của công ty bao gồm sản xuất, xuất khẩu các sản phẩm may mặc và sản phẩm chăn ga gối đệm với thương hiệu Sông Hồng. Hiện tại, công ty đang đẩy mạnh sản xuất theo phương thức FOB, giảm tỷ trọng sản phẩm may mặc gia công thuần túy để cải thiện biên lợi nhuận gộp và nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường.

MSH là cổ phiếu đầy triển vọng với tình hình sản xuất kinh doanh ổn định và cổ tức tiền mặt cao được duy trì đều đặn qua các năm. Công ty chủ yếu xuất khẩu đơn hàng FOB sang hai thị trường chủ lực là Mỹ (70%) và EU (30%). Nhờ lợi thế từ hiệp định thương mại tự do EVFTA dự kiến được thông qua cùng sự dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam dưới tác động của cuộc chiến tranh thương mại, chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng đơn hàng may mặc của MSH tại hai thị trường này vẫn còn khá lớn. Bên cạnh đó, công ty cũng đang tiến hành củng cố năng lực nội tại, chuyển đổi phương thức sản xuất theo hướng tăng dần tỷ trọng FOB, mở rộng công suất mảng may mặc để nâng cao năng lực cạnh tranh, nắm bắt cơ hội tăng trưởng đơn hàng từ các đối tác thời trang lớn trên thị trường.

Luận điểm đầu tư

- **Biên lợi nhuận gộp vượt trội so với các đối thủ cùng ngành.** Nhờ đóng góp từ mảng chăn ga gối đệm với biên gộp cao nhất (~36%), kiểm soát tốt chi phí sản xuất và tiết giảm hao phí nguyên liệu vải từ đơn hàng FOB, MSH ghi nhận tỷ suất LNG ấn tượng hơn so với các đối thủ trong ngành (MSH:19,7%, TB ngành: 16%, số liệu 9T 2018).
- **Chuyển đổi phương thức sản xuất theo hướng tăng dần tỷ trọng đơn hàng FOB để nâng cao năng lực cạnh tranh.** Rõ ràng muốn tăng trưởng bền vững, các doanh nghiệp dệt may phải giảm phương thức gia công thuần túy, dịch chuyển chuỗi giá trị theo hướng tăng dần tỷ trọng FOB, ODM để nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường. Xu hướng chuyển dịch này sẽ giúp MSH tăng trưởng doanh thu và cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp trong các năm tới. Công ty kỳ vọng sẽ tăng tỷ trọng đóng góp đơn hàng FOB trên doanh thu từ 70% như hiện tại lên 100% trong năm 2020.
- **Nhà máy Sông Hồng 10 sẽ là chất xúc tác thúc đẩy tăng trưởng đơn hàng trong dài hạn.** Do đã hoạt động tối đa công suất thiết kế, MSH đang lên kế hoạch xây dựng nhà máy SH10 để nắm bắt cơ hội tăng trưởng đơn hàng từ các khách hàng thời trang hiện hữu. Dự kiến nhà máy SH10 sẽ khởi công xây dựng năm 2019 và đi vào hoạt động trong năm 2020. Sản lượng hàng may mặc ước tính tăng 17% so với công suất hiện tại, với tổng vốn đầu tư vào khoảng 300 tỷ đồng.
- **Tỷ suất cổ tức hấp dẫn.** Trong những năm qua, MSH luôn giữ chính sách cổ tức tiền mặt khá cao, ở mức 4.500 đồng/cp. Công ty cho biết sẽ duy trì chính sách cổ tức 3.500 đồng/cp trong các năm tới. Với cổ tức tiền mặt 4.000 đồng/cp dự kiến chi trả trong năm 2018, tỷ suất cổ tức của MSH vào khoảng 10,1%, khá hấp dẫn so với thị giá hiện tại.

Dự báo 2019

- Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 19,2%.
- Doanh thu đạt 4.359 tỷ đồng (+13,5% YoY) và LNST ở mức 408 tỷ đồng (+15,3% YoY). Chi phí bán hàng & QLDN trên doanh thu lần lượt là 4% và 5%.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Hiệp định thương mại EVFTA có thể không được thông qua.
- Suy giảm tăng trưởng kinh tế vĩ mô, đặc biệt tại hai thị trường lớn US và EU kéo theo nhu cầu hàng may mặc giảm sút.
- Chi phí lương công nhân tăng cao.

Triển vọng tăng trưởng nhu cầu sợi tái chế

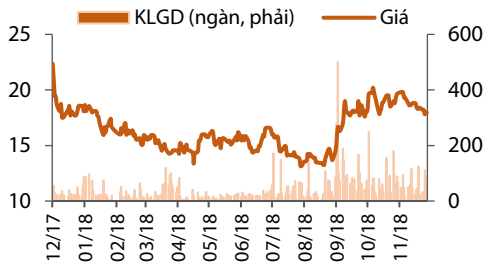
MUA	39%
Giá hiện tại (VND)	18.000
Giá mục tiêu (VND)	24.300
Cổ tức tiền mặt (VND)*	800

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dệt may
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.078,9
SLCPĐLH (triệu cp)	59,9
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	77,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	40,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	1.358	1.989	2.433	2.838
% yoy	31,2	46,4	22,3	16,6
LNST	29	100	163	195
% yoy	-59,9	248,3	63,7	19,6
ROA (%)	1,4	5,0	8,1	9,3
ROE (%)	4,1	12,8	18,6	19,6
EPS (VND)	534	1.662	2.443	2.926
GTSS (VND)	12.989	12.991	14.635	16.561
Cổ tức tiền mặt (VND)	300	800	800	1.000
P/E (x)	31,2	11,1	7,4	6,2
P/BV (x)	1,3	1,4	1,2	1,1

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

STK là một trong số những doanh nghiệp sản xuất sợi lớn nhất Việt Nam, tập trung vào phân khúc sợi chất lượng cao. Hiện tại, tổng công suất tại các nhà máy sợi của STK là 60.000 tấn/năm, chỉ xếp sau Formosa (72,000 tấn/năm) và Hualon (84.000 tấn/năm). Công ty đang tiến hành đa dạng hóa danh mục sản phẩm, bao gồm việc nâng cấp chất lượng dòng sản phẩm DTY, FDY hiện hữu, tăng tỷ trọng đơn hàng sợi tái chế chất lượng cao và phát triển sản phẩm sợi màu, sợi chập.

Cổ đông lớn: CTCP Tư vấn Đầu tư Hướng Việt (20,2%), ông Đặng Triệu Hòa (13,9%).

Những tác động tích cực từ các hiệp định thương mại FTA như CPTPP, EVFTA và sự dịch chuyển đơn hàng ngày càng tăng từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ là các yếu tố tiên quyết giúp gia tăng nhu cầu đối với đơn hàng sợi nguyên liệu. Về phía nội tại doanh nghiệp, STK đang hướng đến nâng cấp chất lượng dòng sản phẩm hiện hữu, sản xuất chi số sợi thấp hơn với độ nhuyễn cao hơn để gia tăng hiệu quả sản xuất. Đồng thời, việc tăng tỷ trọng đơn hàng sợi tái chế đáp ứng nhu cầu phát triển bền vững từ các thương hiệu thời trang quốc tế sẽ là bàn đạp giúp công ty gia tăng năng lực cạnh tranh trên thị trường và cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp trong tương lai.

Luận điểm đầu tư

- **Tăng tỷ trọng doanh thu tại thị trường nội địa để giảm thiểu rủi ro bảo hộ mậu dịch.** STK đã chủ động chuyển dịch đơn hàng theo hướng tăng dần tỷ trọng đóng góp từ thị trường nội địa để tránh phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu, giảm thiểu rủi ro bảo hộ mậu dịch từ nhiều quốc gia trên thế giới (Thổ Nhĩ Kỳ đã áp thuế chống bán phá giá với nguyên liệu sợi polyester và sợi bán thành phẩm POY của Việt Nam). Sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam cùng với việc các doanh nghiệp FDI đẩy mạnh đầu tư xây dựng nhà máy dệt nhuộm sẽ giúp gia tăng nhu cầu sử dụng sợi nguyên liệu trong thời gian tới.
- **Nâng tỷ trọng đơn hàng sợi tái chế giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp.** Hiện tại, chỉ có 2 doanh nghiệp sản xuất sợi tái chế tại Việt Nam là Formosa và STK khiến nguồn cung sản phẩm này còn khá hạn chế. Trong khi đó, nhằm đáp ứng mục tiêu phát triển bền vững trong tương lai, các thương hiệu thời trang lớn đều cam kết sẽ tăng tỷ lệ sử dụng nguyên liệu tái chế từ 20% như hiện tại lên đến 100% như H&M và Adidas. Đây sẽ là bàn đạp giúp công ty gia tăng tỷ trọng đơn hàng sợi tái chế trên doanh thu như kế hoạch đã đề ra (2019F: 20%, 2020F: 30%). Với biên gộp cao nhất trong các dòng sản phẩm hiện hữu, việc tăng tỷ trọng đơn hàng tái chế sẽ giúp STK cải thiện tỷ suất LNG.
- **Dự án Trảng Bàng 5 chính thức đi vào hoạt động trong Q1/2019.** Công ty dự kiến sẽ tiến hành chạy thử máy móc vào Q4/2018 trước khi chính thức đi vào hoạt động trong Q1/2019. Với công suất tăng thêm 5,5%, tương ứng 3.300 tấn sợi DTY và 1.500 tấn sợi Recycle sẽ giúp tổng công suất nhà máy tăng lên 63.300 tấn sợi/năm.
- **Các dự án phát triển sản phẩm mới với biên gộp cao tiếp tục được triển khai**. STK đang tiếp tục nghiên cứu phát triển các sản phẩm mới như sợi co giãn, sợi hút ẩm, sợi Sorbtek và các loại sợi có độ nhuyễn cao để đón đầu xu hướng thời trang thoải mái, thuận tiện nhằm tối đa hóa giá bán.

Dự báo 2019

- Doanh thu 2019 ước đạt 2.838 tỷ đồng (+17% YoY) và LNST ở mức 195 tỷ đồng (+20% YoY), tương ứng với EPS dự phóng là 2.926 đồng/cp.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Suy giảm tăng trưởng kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến nhu cầu hàng may mặc.
- Rủi ro biến động giá nguyên liệu chips đầu vào.
- Rủi ro tỷ giá.

NGÀNH HÀNG KHÔNG - KHÓ KHĂN TẠM THỜI MỞ RA CƠ HỘI MUA

Nguyễn Đức Hiếu (hieu.nd@vdsc.com.vn)

Như chúng tôi kỳ vọng, tất cả các công ty niêm yết trong ngành đều ghi nhận tăng trưởng ngoạn mục trong năm 2018. Tuy nhiên, định giá cao là một trong những lý do khiến giá cổ phiếu không tăng tương xứng với tăng trưởng lợi nhuận. Năm 2019, việc đường băng tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài tạm thời đóng cửa có thể ảnh hưởng đến hoạt động của nhiều công ty trong một vài tháng. Khó khăn ngắn hạn này có thể tạo ra cơ hội mua, vì triển vọng dài hạn của ngành vẫn tích cực nhờ dân số trẻ, thu nhập tăng và ngành du lịch hấp dẫn.

Triển vọng đầu tư

Thu nhập tầng lớp trung lưu tăng dẫn đến nhu cầu lớn về du lịch và di chuyển hàng không. Tăng trưởng hành khách trong giai đoạn 2006-17 là 20%/năm, cao nhất ở Châu Á Thái Bình Dương (Hình 69). Chúng tôi cho rằng ít nhất trong vài năm tới, tăng trưởng vẫn sẽ duy trì mạnh mẽ.

Chính phủ nỗ lực thúc đẩy phát triển du lịch. Trong những năm gần đây, Việt Nam đã vươn lên trở thành một địa điểm dừng chân quen thuộc ở Đông Nam Á. Chính phủ cũng đã đặt mục tiêu du lịch là một trong những động lực tăng trưởng kinh tế, và thực thi nhiều chính sách hỗ trợ. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn cần cải thiện dịch vụ và nới lỏng thị thực.

Sự phát triển của hàng không giá rẻ trong khu vực. Các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực đang tích cực mở rộng đội bay (Hình 70 và 71). Điều này hứa hẹn lưu lượng khách cao trong những năm tới.

Với vị trí địa lý thuận lợi, VIệt Nam có tiềm năng trở thành một điểm trung chuyển hành khách mới trong tương lai, khi mà nhiều sân bay lớn trong khu vực đã gần chạm giới hạn về công suất. Tuy nhiên, để khai phá tiềm năng này đòi hỏi sự phát triển cơ sở hạ tầng tương xứng cũng như tăng tần suất các chuyến bay kết nối với các khu vực khác, đặc biệt là châu Âu.

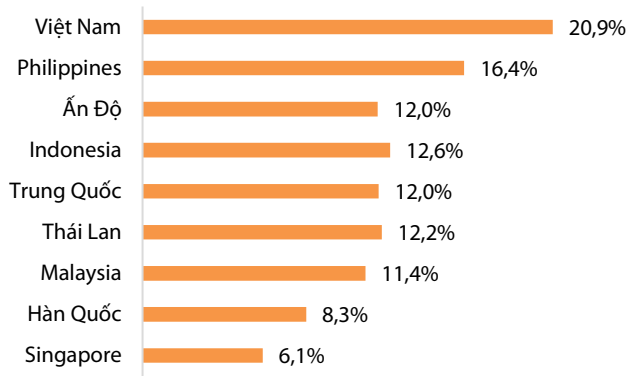
Rủi ro

- **Tỷ giá.** Các doanh nghiệp thâm dụng vốn như ACV, HVN và VJC có các khoản vay hoặc chi phí lớn bằng USD và JPY.
- **Giá nhiên liệu tăng.** Chi phí nhiên liệu chiếm 35-40% chi phí hoạt động của các hãng hàng không. Giá dầu đã tăng mạnh trong năm 2018, nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ duy trì ở mức này trong năm 2019.
- **Ngành có tính chu kỳ, liên quan mật thiết với chu kỳ kinh tế.**

Hình 68: 20 sân bay bận rộn nhất trên thế giới năm 1996 và 2016 – một sự chuyển dịch rõ rệt sang châu Á Thái Bình Dương

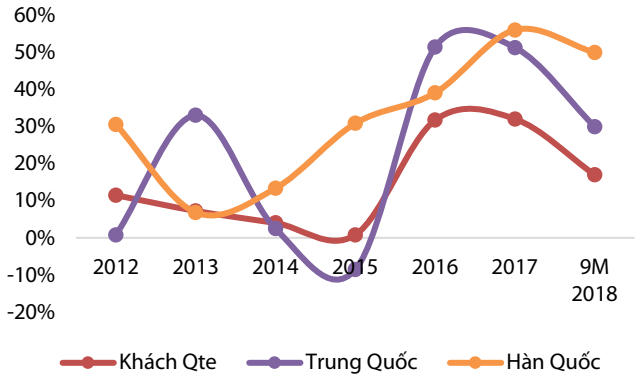
Nguồn: Boeing

Hình 69: Tăng trưởng hành khách khu vực 2006-2017



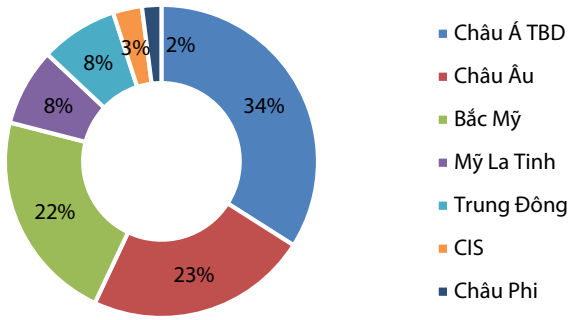
Nguồn: knoema.com

Hình 70: Tăng trưởng khác Đông Bắc Á đến Việt Nam (%)



Nguồn: Vietnam tourism

Hình 71: Số máy bay mới ước tính bàn giao 2011-2030



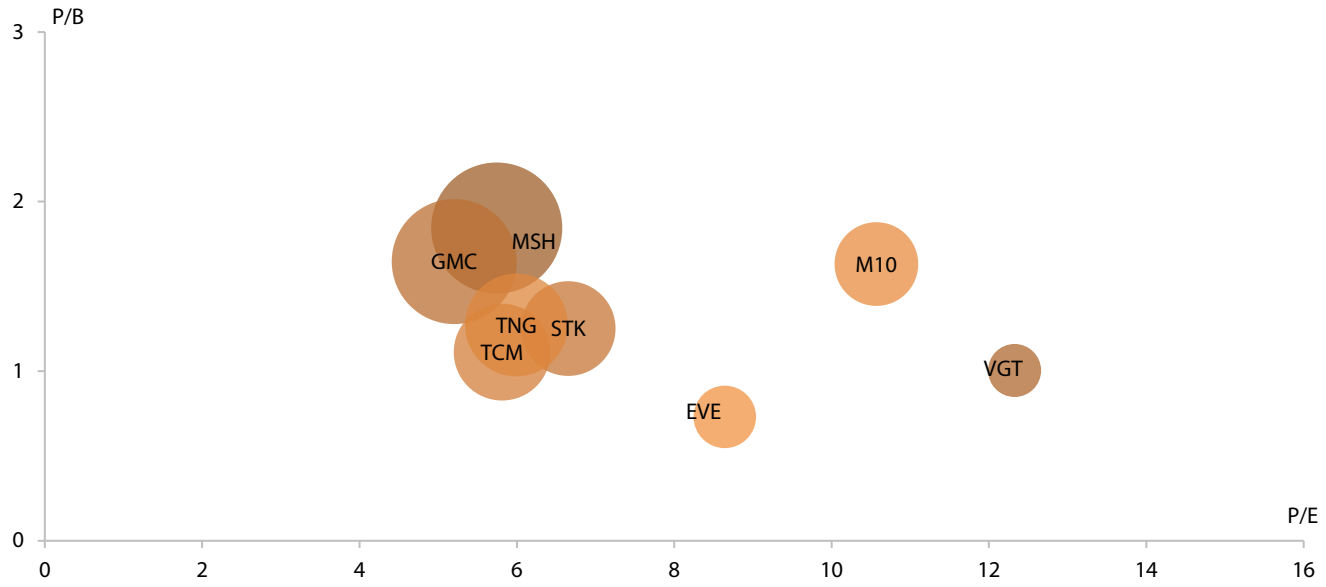
Nguồn: Boeing

Hình 72: Top 5 hãng hàng không Đông Nam Á với lượng đặt mua máy bay lớn nhất tính đến 1/8/2018

Hãng	Lượng đặt mua	Đội tàu bay	Tỷ lệ
VietJet Air	328	59	5.6:1
Air Asia/Air AsiaX	494	243	2.0:1
Lion	449	304	1.5:1
Singapore Airlines	182	196	0.9:1
Garuda Indonesia	99	193	0.5:1

Nguồn: CAPA Fleet Database

Hình 73: ROE, PE, PB của các công ty niêm yết



Nguồn: Fiin Pro, CTCK Rồng Việt (Kích thước bong bóng: ROE)

Năm cuối của giai đoạn vàng

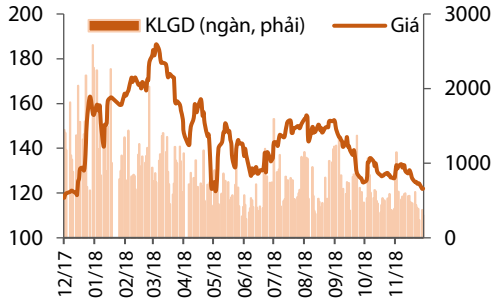
TÍCH LŨY	12%
Giá hiện tại (VND)	**128.000**
Giá mục tiêu (VND)	**140.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	D.vụ tiêu dùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	69.326,3
SLCPĐLH (triệu cp)	541,6
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	936,4
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	127,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	6,4
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	27.499	42.303	54.152	67.312
% yoy	38,6	53,8	28,0	24,3
LNST	2.496	5.073	5.758	7.237
% yoy	113.2	103.3	13.5	25.7
ROA (%)	12,4	16,0	14,9	15,8
ROE (%)	52,7	49,0	40,9	36,7
EPS (VND)	4.608	9.367	10.631	13.362
EPS (adj)	2,230	4,100	5,876	8,474
GTSS (VND)	15.775	22.924	26.024	36.385
Cổ tức tiền mặt (VND)	N/A	4.000	4.000	3.000
P/E (x)	N/A	13,1	12,0	9,6
P/E adj (x)	N/A	29,8	21,8	15,1
P/BV (x)	N/A	6,3	4,9	3,5

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty cổ phần hàng không VietJet là hãng hàng không giá rẻ lớn nhất tại Việt Nam. Tính đến tháng 9 năm 2018, VJC sở hữu một đội bay gồm 57 máy bay.

VJC vận hành 39 tuyến nội địa và 64 tuyến quốc tế, với hệ số lấp đầy trung bình là 88%.

VJC là cổ phiếu siêu tăng trưởng hiếm hoi trên thị trường, với mức tăng trưởng của hoạt động kinh doanh cốt lõi liên tục được duy trì ở mức trên 40% trong 5 năm trở lại đây. Chúng tôi tin rằng VJC vẫn có thể duy trì tăng trưởng ở mức 2 con số trong năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại tăng trưởng hành khách kể từ 2020 có thể giảm tốc, trong khi hiệu quả hoạt động có thể suy giảm do đội bay mở rộng quá lớn, giá dầu tăng hay biến động tỷ giá. Theo đó, chúng tôi áp dụng mức bội số thấp hơn mức mà cổ phiếu từng được giao dịch trong quá khứ. Giá mục tiêu dựa trên mức P/E 16x (đã điều chỉnh cho hoạt động bán tái mua) và 7x EV/EBITDAR.

Luận điểm đầu tư

- **Tăng trưởng cao duy trì trong năm 2019.** Với mô hình hàng không giá rẻ, VJC đã tăng thị phần nội địa từ 8% năm 2012 lên 45% vào tháng 8 năm 2018. Sản lượng hành khách tăng trưởng với tốc độ CAGR là 50%/năm trong giai đoạn 2013-2018. Công ty vẫn có thể duy trì tăng trưởng ở mức 2 con số trong năm 2019.
- **Đội tàu đạt hiệu suất cao nhất trong năm 2018-2019.** Đội bay mới có thể vận chuyển nhiều hành khách hơn, cùng với đó là tăng trưởng doanh thu phụ trợ/hành khách. Điều này sẽ giúp VJC chống lại ảnh hưởng của việc tăng giá nhiên liệu (nếu có)

Dự báo 2019

- Sản lượng hành khách đạt 28,5 triệu (+ 23% YoY).
- 11 máy bay A321 (230 chỗ) và 4 máy bay Boeing 737 (200 chỗ) sẽ thay thế cho những máy bay A320 cũ (180 chỗ). Máy bay mới có thể vận chuyển nhiều hành khách và tiết kiệm nhiên liệu hơn.
- 19 giao dịch bán tái thuê sẽ mang lại khoản lãi 3.700 tỷ đồng.
- Doanh thu phụ trợ/hành khách tăng 10%.
- Giá nhiên liệu trung bình tăng 3%. Giá nhiên liệu đã tăng mạnh 25% trong năm 2018, nhưng chúng tôi cho rằng giá sẽ chỉ duy trì ở mức này trong 2019.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Đường băng đóng cửa và khách du lịch Trung Quốc sụt giảm bất ngờ có thể ảnh hưởng đến sản lượng hành khách.
- **Cạnh tranh từ các hãng hàng không mới.** Sự xuất hiện của Bamboo Airline cho thấy khả năng sẽ có nhiều hãng hàng không mới gia nhập thị trường. Air Asia, với tiềm lực tài chính và kinh nghiệm, cho biết họ sẽ hoạt động rất tích cực trên thị trường Việt Nam.
- **Những sự cố gần đây có thể khiến VJC không được tăng chuyến bay.** Điều này có thể không ảnh hưởng đến kế hoạch vận chuyển đã đặt ra, nhưng sẽ làm giảm lợi thế cạnh tranh giá rẻ của hãng.

Thoái vốn là cần thiết

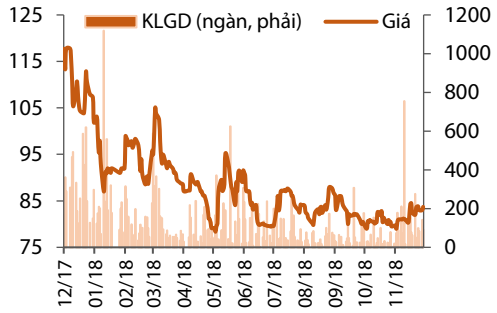
TÍCH LŨY	14%
Giá hiện tại (VND)	**84.500**
Giá mục tiêu (VND)	**95.300**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.200

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	184.032,8
SLCPĐLH (triệu cp)	2.177,1
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	86,8
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	7,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,4
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	95,4

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng*

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	14.650	13.830	16.584	17.830
% yoy	34,8	-5,5	19,7	7,5
LNST	5.105	4.101	6.279	6.834
% yoy	221,0	-19,7	53,1	8,8
ROA (%)	10,9	8,3	11,8	10,5
ROE (%)	21,7	15,0	20,1	19,6
EPS (VND)	2.343	1.883	2.594	2.823
GTSS (VND)	10.821	12.556	14.352	16.001
Cổ tức tiền mặt (VND)	600	900	1.200	1.200
P/E (x)	20,7	57,6	32,6	29,9
P/BV (x)	4,3	8,6	5,9	5,3
EV/EBITDA	12,7	26,6	15,6	14,1

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

ACV là đơn vị duy nhất quản lý, vận hành và khai thác toàn bộ hệ thống 22 sân bay quốc tế và nội địa tại Việt Nam.

Chính phủ đang lên kế hoạch thoái vốn 20% quyền sở hữu vào năm 2019.

Nhờ phí hàng không tăng đáng kể, lợi nhuận của ACV đã tăng mạnh trong năm 2018. Sang 2019, phí dịch vụ không còn tăng, đồng nghĩa tăng trưởng sẽ hoàn toàn phụ thuộc vào tăng trưởng hành khách. Lo ngại về việc đóng cửa đường băng tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài trong một vài tháng có thể gây ảnh hưởng ở một mức độ nhất định. Theo đó, giá cổ phiếu có thể bị tác động trong ngắn hạn, nhưng chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn vẫn tích cực.

Luận điểm đầu tư

- Vị thế độc quyền quản lý, vận hành và khai thác tất cả 22 sân bay trong cả nước.
- Tăng trưởng hành khách tại Việt Nam trong giai đoạn 2006-17 đạt mức 20% mỗi năm, cao nhất tại Châu Á Thái Bình Dương. Chúng tôi dự đoán ít nhất trong vài năm tới, tăng trưởng vẫn sẽ duy trì mạnh mẽ.
- **Dư địa tăng trưởng cực lớn từ dịch vụ phi hàng không.** Doanh thu phi hàng không trên mỗi hành khách tại các sân bay Việt Nam rất thấp, ở mức 1 USD mỗi người. Tại Thái Lan và Malaysia, con số này vào khoảng 4 USD đến 5 USD. Dư địa cải thiện là rất lớn, nhưng điều này đòi hỏi phải có sự trợ giúp của nhà đầu tư chiến lược.
- Nghiên cứu của chúng tôi về các giao dịch mua bán sân bay cho thấy mức bội số có xu hướng tăng lên trong những năm gần đây, với mức trung bình là 16-18x EBITDA. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên mức EV/EBITDA 2019 là 16x.

Dự báo 2019

- Lượng hành khách đạt 114 triệu (+ 8% YoY).
- Doanh thu từ các mảng phục vụ hành khách, soi chiếu, hạ cất cánh tăng lần lượt 9%, 9% và 5%.
- Tỷ giá JPY/VND tăng 4%.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Ảnh hưởng của việc đóng đường băng tệ hơn so với dự kiến.
- Giá cổ phiếu khó có khả năng tăng nếu không có tin tức về việc thoái vốn nhà nước. Thanh khoản và free-float của ACV hiện rất thấp do Chính phủ sở hữu tới 95% cổ phần.

**Doanh thu chưa bao gồm đóng góp từ mảng hạ cất cánh*

Lợi nhuận cao với nhiều lợi thế cạnh tranh

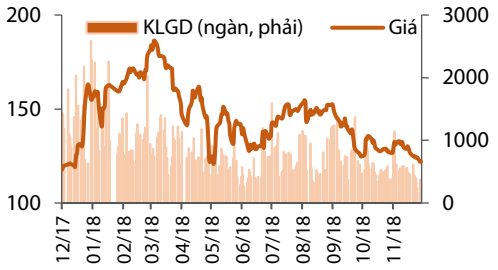
TÍCH LŨY	7%
Giá hiện tại (VND)	**153.600**
Giá mục tiêu (VND)	**157.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	7.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	D vụ tiêu dùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.782,2
SLCPĐLH (triệu cp)	57,2
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	22,3
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	3,3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	29,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	13,1

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	496	588	686	751
% yoy	45,4	18,6	16,6	9,5
LNST	245	344	424	473
% yoy	81,3	40,5	23,2	11,5
ROA (%)	25,5	34,8	39,5	40,5
ROE (%)	31,9	37,7	42,4	43,3
EPS (VND)	4.752	6.515	7.889	8.863
GTSS (VND)	16.655	18.293	20.022	21.872
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.500	6.000	7.000	8.000
P/E (x)	N/A	18,7	19,5	17,3
P/BV (x)	N/A	6,7	7,7	7,0

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP dịch vụ hàng hóa Sài Gòn là một trong hai nhà cung cấp dịch vụ vận tải hàng không tại sân bay Tân Sơn Nhất. Được thành lập vào năm 2010, công ty đã tăng thị phần lên 35% trong năm 2017.

CTCP dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (SCS-HSX) là một trong hai nhà cung cấp dịch vụ vận tải hàng không tại sân bay Tân Sơn Nhất. Do đối thủ TCS đã đạt công suất tối đa, SCS là người hưởng lợi chính từ tăng trưởng sản lượng hàng hóa. Sản lượng hàng hóa của SCS đã tăng trưởng với tốc độ CAGR là 23% trong giai đoạn 2013-2017.

Chúng tôi ưa thích công ty vì hoạt động trong ngành có rào cản gia nhập cao và có khả năng tăng giá. Lĩnh vực hoạt động siêu lợi nhuận; biên lợi nhuận ròng của công ty đã liên tục tăng từ 10% trong năm 2013 lên 63% trong 9 tháng 2018, và vẫn có tiềm năng tăng thêm do chi phí cố định chiếm phần lớn trong chi phí.

Luận điểm đầu tư

- Các thỏa thuận FTA và sự phát triển của thương mại điện tử sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng hàng hóa.
- Không giống TCS đã đạt đến công suất tối đa, SCS vẫn còn nhiều dư địa mở rộng. SCS cũng sở hữu cơ sở vật chất và dịch vụ tốt nhất trong ngành.
- Rào cản gia nhập lớn và có khả năng tăng giá. Hiện tại, không gian rất hạn chế tại Tân Sơn Nhất tạo ra rất nhiều khó khăn cho các công ty muốn gia nhập ngành này.
- Hoạt động kinh doanh của SCS cần rất ít chi phí đầu tư bảo trì trong khi tạo ra dòng tiền lớn. Doanh nghiệp dùng hầu hết lợi nhuận để trả cổ tức bằng tiền mặt mỗi khi không có thương vụ M&A hay dự án đầu tư tiềm năng nào.

Dự báo 2019

- Khối lượng hàng hóa tăng trưởng khoảng 5% trong năm 2019.
- Giá dịch vụ trung bình tăng 5%, tương đương những năm trước.
- Biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ khối lượng tăng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Ảnh hưởng của việc đóng đường băng tệ hơn so với dự tính.
- Biến động khó lường từ căng thẳng chiến tranh thương mại.

Mở rộng mạng lưới bán lẻ tại sân bay

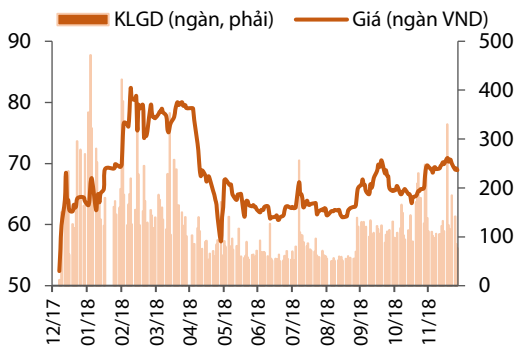
TÍCH LŨY	11%
Giá hiện tại (VND)	**70.200**
Giá mục tiêu (VND)	**74.500**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.505,6
SLCPĐLH (triệu cp)	36,0
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	111,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	7,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	26,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	317	659	880	944
% yoy	719,7	108,0	33,5	7,3
LNST	44	147	155	197
% yoy	3889,8	236,1	5,4	27,1
ROA (%)	20,9	23,5	20,7	25,8
ROE (%)	38,3	31,7	33,1	34,4
EPS (VND)	2,732	4,093	4,102	4,456
GTSS (VND)	12,582	12,924	13,025	13,620
Cổ tức tiền mặt (VND)	2,500	2,000	2,000	3,500
P/E (x)	N/A	N/A	17,1	15,8
P/BV (x)	N/A	N/A	5,4	5,2

* Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan công ty

AST vận hành các cửa hàng lưu niệm và nhà hàng tại sáu sân bay chính tại Việt Nam, Công ty cũng cung cấp các dịch vụ liên quan đến du lịch như dịch vụ đón tiễn khách và dịch vụ khách sạn,

AST cũng vận hành dịch vụ suất ăn hàng không và cửa hàng miễn thuế thông qua các công ty liên kết VINACS và JDV,

AST sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới bán lẻ bằng việc mở các cửa hàng mới tại ba sân bay. Điều này cùng với cải thiện trong thu nhập từ công ty liên kết sẽ hứa hẹn mang đến tăng trưởng lợi nhuận cao cho AST trong năm 2019.

Luận điểm đầu tư

- **Chuỗi cửa hàng lưu niệm và nhà hàng có lợi nhuận cao tại các sân bay lớn.** Bán lẻ sân bay đóng góp hơn 60% tổng doanh thu. Lợi nhuận từ mảng kinh doanh này đã tăng gần gấp đôi trong ba năm qua. Và được dự đoán sẽ tiếp tục hưởng lợi từ tăng trưởng hai chữ số của hành khách hàng không tại Việt Nam.
- **Tăng trưởng dài hạn sẽ được duy trì nhờ kế hoạch mở các cửa hàng mới**. AST có kế hoạch mở 16 cửa hàng mới trong năm 2019: bốn cửa hàng lưu niệm tại sân bay quốc tế Vân Đồn, bốn cửa hàng tại Tân Sơn Nhất và tám cửa hàng tại sân bay Phú Quốc. Đấu thầu cho các cửa hàng này tại Tân Sơn Nhất và Phú Quốc đang diễn ra.
- **Cơ cấu vốn lành mạnh được hỗ trợ bởi dòng tiền mạnh**. Công ty luôn duy trì mức nợ tương đối thấp nhờ mô hình kinh doanh có dòng tiền mạnh.

Dự báo 2019

- Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2019 là 935 tỷ đồng (+11% YoY), đóng góp chủ yếu từ các cửa hàng mở trong năm 2018 (tại Cam Ranh, Nội Bài). Dự báo đóng góp từ Vân Đồn sẽ không đáng kể trong năm 2019 khi lượng khách tại đây sẽ tương đối thấp.
- Việc mở thành công các cửa hàng mới tại sân bay Tân Sơn Nhất và Phú Quốc sẽ là điểm nhấn đầu tư chính cho năm 2019.
- Đóng góp từ các công ty liên kết sẽ chuyển biến tích cực khi lợi nhuận của JDV sẽ hấp thụ khoản lỗ từ VINACS.
- Thu nhập từ khách sạn A la Carte Đà Nẵng duy trì ổn định.
- Phát hành riêng lẻ để tăng vốn phát triển dự án Condetel tại Quảng Ninh. Điều này sẽ có tác động pha loãng và đã được phản ánh trong mô hình định giá của chúng tôi.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Khoản lỗ từ công ty liên kết sản xuất suất ăn hàng không VINACS cao hơn dự kiến.
- Không thành công trong việc tái tục các hợp đồng thuê điểm bán hàng hiện có tại các sân bay.

NGÀNH BÁN LẺ - CHIẾM LĨNH NHỮNG VÙNG ĐẤT MỚI

Son Tran (son.tt@vdsc.com.vn)

Thị trường bán lẻ Việt Nam luôn rất hấp dẫn đối với nhà đầu tư nước ngoài do dân số trẻ, thu nhập khả dụng và tỷ lệ đô thị hóa ngày càng tăng. Trong khi các "đại gia" ngoại như AEON, Lotte và BJC đang chiếm ưu thế tại phân khúc Đại siêu thị và Trung tâm thương mại, các doanh nghiệp nội vẫn thống lĩnh phân khúc cửa hàng quy mô vừa và nhỏ - mô hình phổ biến nhất tại Việt Nam do mật độ dân cư cao và điều kiện giao thông chưa phát triển. Trong phân khúc này, ngoại trừ lĩnh vực hàng điện tử đang dần bão hòa, phần còn lại vẫn rất phân mảnh và thị phần chủ yếu nằm trong tay các cửa hàng tư nhân nhỏ lẻ. Đây là những "vùng đất" đầy tiềm năng để khai phá, đi kèm với cơ hội tăng trưởng rất lớn dành cho các nhà bán lẻ như MWG, FRT và PNJ.

Cơ hội đầu tư

Tầng lớp trung lưu và giàu có đang phát triển nhanh, không chỉ về số lượng mà cả phân vùng địa lý (Hình 74 và 75). Điều này tạo ra cơ hội lớn cho các chuỗi bán lẻ hiện đại**,** vốn cung cấp các sản phẩm chất lượng cao với dịch vụ khách hàng tốt hơn các cửa hàng kinh doanh nhỏ lẻ và chợ truyền thống. Có thể nhận thấy sự chuyển dịch rõ rệt sang kênh bán lẻ hiện đại trong xu hướng mua sắm (Hình 3).

Ngoài ra, do thương mại điện tử vẫn chưa phát triển, nhà bán lẻ nào có khả năng nhân rộng hiệu quả hệ thống cửa hàng vật lý sẽ là người hưởng lợi nhiều nhất.

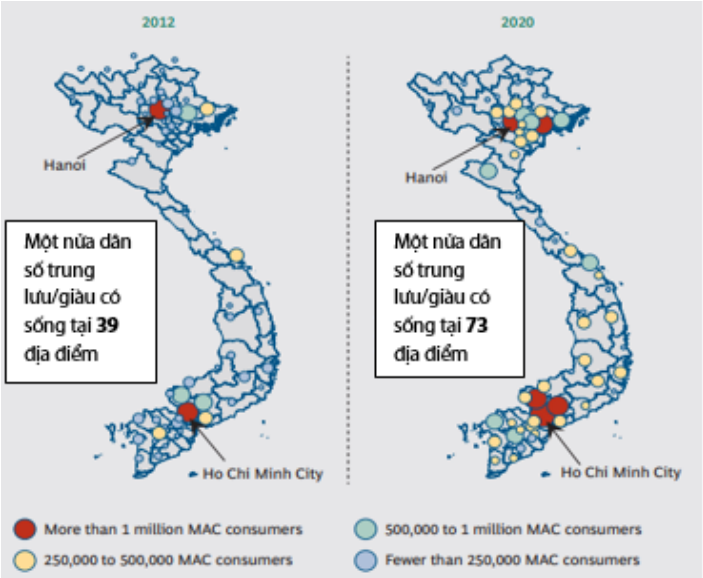
Dân số trẻ và tỷ lệ đô thị hóa ngày càng tăng (Hình 77) khiến Việt Nam trở thành một trong những thị trường bán lẻ thu hút nhất trên thế giới (xếp thứ 6 trong bảng xếp hạng của A.T Kearney 2017). Điều này tạo ra dư địa mở rộng dồi dào cho các nhà bán lẻ. Hơn nữa, sự thâm nhập của internet tốc độ cao và điện thoại thông minh trong giới trẻ cho phép nhà bán lẻ tiếp cận khách hàng qua nhiều kênh hơn, mở đường cho sự phát triển của bán hàng đa kênh trong tương lai – là mô hình có thể tận dụng mạng lưới cửa hàng vật lý rộng khắp.

Một thị trường bán lẻ lớn và rất phân mảnh. Thị trường trị giá 129 tỷ USD vẫn đang bị chi phối bởi kênh bán lẻ truyền thống (Hình 78). Từ đó, các doanh nghiệp bán lẻ lớn với năng lực quản lý chuỗi và khả năng tài chính vượt trội đang dần mở rộng sang các lĩnh vực mới để thiết lập sự thống trị của mình. Đơn cử là MWG với thực phẩm & hàng tiêu dùng, FRT với dược phẩm và PNJ với trang sức thời trang.

Rủi ro

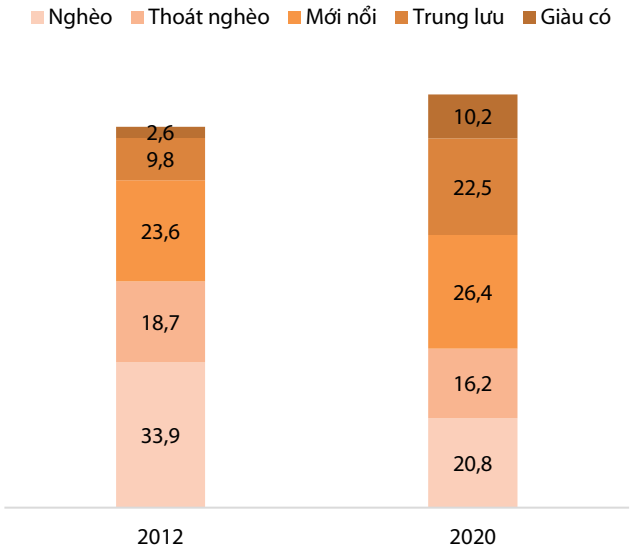
- **Sức mua giảm** do tăng trưởng tín dụng chậm lại hoặc suy thoái kinh tế.
- **Môi trường lãi suất tăng** làm tăng chi phí tài chính của các nhà bán lẻ, vốn phụ thuộc nhiều vào nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động.

Hình 74: Tầng lớp trung lưu/giàu có tại Việt Nam đang ngày càng phân bổ rộng khắp



Nguồn: BCG, CTCK Rồng Việt
** Địa điểm bao gồm quận và tương đương quận, thị xã, thành phố cấp tỉnh.*

Hình 75: Dân số Việt Nam theo phân loại thu nhập (triệu người)

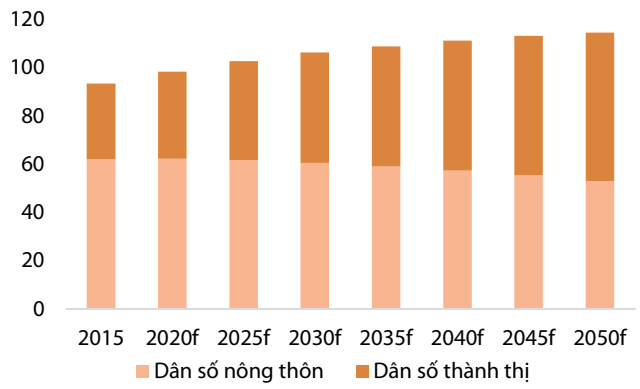


Nguồn: BCG, CTCK Rồng Việt
** Tiêu chuẩn trung lưu của Việt Nam theo BCG là cá nhân có thu nhập từ 190 USD/tháng trở lên.*

Hình 76: Doanh số hàng tiêu dùng FMCG theo kênh (vòng trong: Q3 2017, vòng ngoài: Q3 2018), đơn vị : %

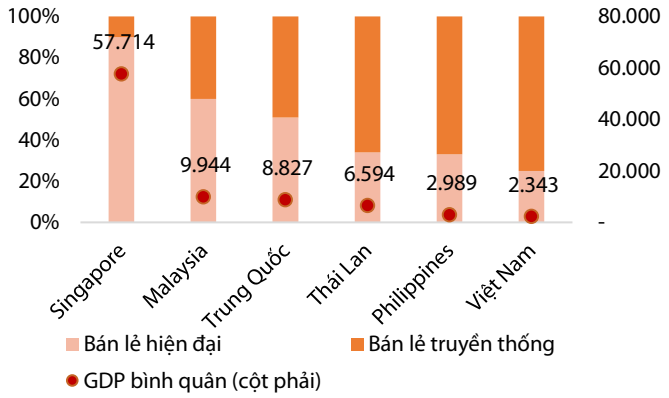
Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Hình 77: Dân số thành thị và nông thôn, đơn vị: triệu (2015-2050)



Nguồn: BMI

Hình 78: Thị phần bán lẻ theo kênh (2017)



Nguồn: Vibiz, Worldbank, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng bền vững từ thị trường trang sức còn phân mảnh

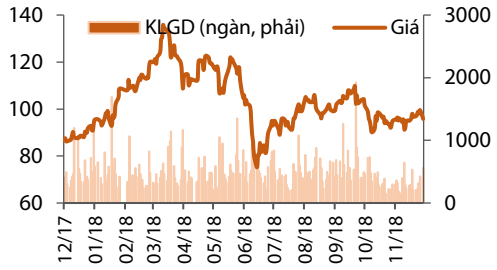
MUA	30%
Giá hiện tại (VND)	98.100
Giá mục tiêu (VND)	126.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.800

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.383,0
SLCPĐLH (triệu cp)	167,0
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	485,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	49,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	8.565	10.977	15.048	19.508
% yoy	11,1	28,2	37,1	29,6
LNST	450	726	1,012	1,364
% yoy	496,3	61,1	39,5	34,8
ROA (%)	12,6	16,1	18,1	19,6
ROE (%)	30,0	35,0	29,6	31,3
EPS (VND)	2.698	4.340	5.844	7.638
GTSS (VND)	15.267	19.174	20.458	25.338
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.800	1.800	1.800	2.300
P/E (x)	14,5	20,4	16,1	12,3
P/BV (x)	4,4	5,0	4,6	3,7

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận là nhà sản xuất và bán lẻ nữ trang lớn nhất Việt Nam, chiếm 27% thị phần trang sức có thương hiệu.

Công ty có xí nghiệp chế tác nữ trang lớn nhất Việt Nam với khoảng 1.000 thợ kim hoàn, công suất 4 triệu sản phẩm mỗi năm.

Trong các doanh nghiệp kim hoàn lớn tại Việt Nam, PNJ là tiên phong trong việc chuyển đổi mô hình kinh doanh từ tập trung vào vàng miếng sang vàng trang sức từ năm 2012. Nhờ đó công ty đã đón đầu được xu hướng tiêu dùng trang sức ngày càng tăng lên trong giới trẻ và giảm thiểu được ảnh hưởng từ các quy định hạn chế vàng miếng của chính phủ. Đến nay, PNJ đã trở thành nhà bán lẻ trang sức thời trang dẫn đầu cả nước về thị phần và số cửa hàng, vượt xa các đối thủ cạnh tranh.

Bước sang năm 2019, nhờ môi trường kinh doanh tiếp tục thuận lợi, kết quả kinh doanh của PNJ hứa hẹn sẽ tiếp tục thăng hoa. Song song với việc mở rộng hệ thống bán lẻ, công ty còn đầu tư cho các dự án gia tăng hiệu quả vận hành như hệ thống quản lý ERP & Chuyển đổi số (sẽ hoàn tất vào năm 2019) và nghiên cứu Dữ liệu lớn (big data).

Luận điểm đầu tư

- **Thị trường trang sức vàng tại Việt Nam đang tăng trưởng kép 10% mỗi năm**. Trong khi đó tiêu thụ trang sức vàng/đầu người thuộc dạng thấp nhất trong các quốc gia châu Á. Dư địa tăng trưởng còn rất lớn khi nhu cầu tích lũy vàng miếng đang dần nhường chỗ cho vàng trang sức.
- **Tầng lớp trung lưu & giàu có gia tăng nhanh chóng tại Việt Nam** (ước tính chiếm 1/3 dân số vào năm 2020), đây là những người tiêu dùng có tư duy hiện đại, nhu cầu thể hiện bản thân cao và là đối tượng khách hàng của các chuỗi bán lẻ trang sức thời trang.
- **Chiếm lĩnh thị phần trang sức có thương hiệu.** Trong các chuỗi trang sức có thương hiệu, thị phần PNJ được ước tính khoảng 26%. Chúng tôi đánh giá với lợi thế lớn về thương hiệu và năng lực sản xuất/thiết kế, PNJ sẽ ngày càng nới rộng khoảng cách với các đối thủ khác.
- **Mạng lưới bán lẻ rộng khắp.** Tổng số cửa hàng PNJ đạt 308 (tính đến hết tháng 9/2018), tăng 39 cửa hàng so với đầu năm và bỏ xa số cửa hàng của 3 đối thủ là SJC (48), Doji (47) và Precita (18).

Dự báo 2019

- Tổng số cửa hàng đạt 368, tăng 16% so với 318 cửa hàng (dự tính) vào cuối năm 2018. Ngoài thị trường chính là TP HCM (chiếm 40% số cửa hàng), PNJ sẽ đẩy mạnh mở cửa hàng tại các khu vực khác, nhất là miền Bắc. Phần lớn cửa hàng mới sẽ là cửa hàng độc lập, có doanh thu và tính trải nghiệm cao hơn so với các ki-ốt trong trung tâm thương mại.
- Doanh thu tăng trưởng 30%, LNST tăng 35% YoY. Trang sức bán lẻ chiếm 63% trong cơ cấu doanh thu, trong khi bán sỉ chiếm 23% và các mảng còn lại (vàng miếng, xuất khẩu, phụ kiện) chỉ chiếm 14%. Chúng tôi tạm thời chưa thêm mảng kinh doanh đồng hồ vào dự phóng do quy mô còn rất nhỏ (chiếm dưới 0,5% doanh thu) và PNJ chưa có kế hoạch cụ thể cho mảng này.
- Chúng tôi áp dụng mức P/E forward cho năm 2019 vào khoảng 17 lần. Mức này ngang P/E trung bình ngành, và thấp hơn mức P/E trung bình năm 2018 là 21 lần do chúng tôi đánh giá thị trường trong năm sau sẽ có nhiều rủi ro hơn.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Các cửa hàng mở mới tại miền Bắc không đạt hiệu quả kỳ vọng.
- Tin tức bất lợi từ vụ điều tra ngân hàng Đông Á.

Nhà thuốc Long Châu đang đi đúng hướng

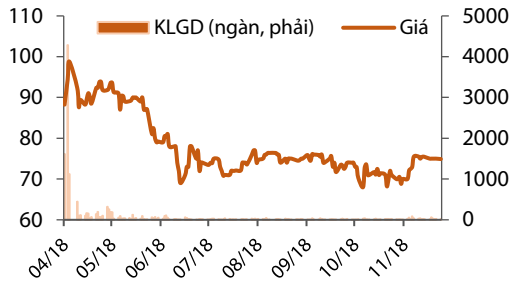
TÍCH LŨY	15%
Giá hiện tại (VND)	**75.000**
Giá mục tiêu (VND)	**84.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.100,0
SLCPĐLH (triệu cp)	68,0
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	21,0
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	10.853	13.147	15.850	20.015
% yoy	36,5	21,1	20,6	26,3
LNST	208	290	378	473
% yoy	42,4	39,8	30,3	25,1
ROA (%)	4,4	7,5	8,5	7,8
ROE (%)	40,3	36,4	28,6	27,6
EPS (VND)	2.990	4.177	5.319	6.522
GTSS (VND)	25.762	19.911	19.036	24.201
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	N/A	N/A	14,1	11,5
P/BV (x)	N/A	N/A	3,9	3,1

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

FPT Retail (FRT) là nhà bán lẻ lớn thứ 2 tại Việt Nam trong ngành hàng điện tử, chỉ sau MWG với 524 cửa hàng.

FRT hiện đang vận hành 3 chuỗi bán lẻ: FPT Shop bán các sản phẩm điện tử nói chung, F.Studio chuyên bán các sản phẩm Apple và Long Châu là chuỗi bán lẻ dược phẩm.

Nhờ chiến lược "theo chân" MWG đến khắp các trục đường chính, FRT đã có mức tăng trưởng ấn tượng. CAGR doanh thu và LNST giai đoạn 2014-2017 lần lượt đạt 36% và 92%.

Cùng chịu ảnh hưởng từ sự bão hòa của ngành hàng điện thoại di động như MWG, FRT đã chọn giải pháp "lấn sân" sang mảng bán lẻ dược phẩm bằng việc mua lại chuỗi nhà thuốc Long Châu, từ đó thành lập công ty FPT Pharma. FRT kỳ vọng trong dài hạn sẽ có thể chiếm được "miếng bánh" 1,6 tỷ USD của thị trường bán lẻ dược phẩm từ 57.000 nhà thuốc tư nhân trên cả nước.

Ngoài ra, để duy trì tăng trưởng trong ngắn và trung hạn, FRT đã triển khai 2 chương trình trả góp đặc biệt là F.friends và Subsidy để tận dụng tăng trưởng của tín dụng tiêu dùng. Song song với đó là đẩy mạnh mở rộng chuỗi F.Studio để khai phá thị trường hàng Apple xách tay.

Luận điểm đầu tư

- **Tăng trưởng mảng điện thoại vẫn còn nhờ sự khác biệt của 2 chương trình F.friends và Subsidy**. Trong bối cảnh SSSG các cửa hàng FPT Shop gần như bằng 0%, F.friends và Subsidy ước tính đóng góp 10% tổng doanh thu FPT Shop năm 2018 và kỳ vọng sẽ tăng lên trong các năm sau khi FRT bắt đầu đẩy mạnh quảng cáo cho 2 chương trình này.
- **Tiên phong khai phá thị trường hàng Apple xách tay.** Là cấp đại lý ủy quyền cao nhất của Apple (APR), F.Studio có lợi thế so với hàng xách tay về thương hiệu, ưu đãi về bảo hành, đào tạo. Chúng tôi kỳ vọng FRT có thể tìm được tăng trưởng từ thị trường hàng Apple xách tay trị giá 450 triệu USD vốn còn đang rất "bát nháo" về nguồn gốc xuất xứ và dịch vụ bảo hành.
- **Chuỗi nhà thuốc Long Châu đang đi đúng hướng** với mô hình nhà thuốc phù hợp và chiến lược bài bản: (1) lựa chọn địa điểm chiến lược như góc giao lộ, nhiều mặt tiền, gần chợ, bệnh viện, khu dân cư, (2) duy trì lượng SKU cao và (3) chiến lược giá cạnh tranh. FRT đặt kế hoạch đẩy mạnh mở rộng chuỗi, đưa mảng này thành 1 trong những trụ cột của công ty trong 5 năm tới.

Dự báo 2019

- Mở mới 80 FPT Shop, 10 F.Studio và 50 cửa hàng thuốc Long Châu (trong đó có 30 cửa hàng flagship và 20 cửa hàng vệ tinh).
- Doanh thu từ F.friends và Subsidy tăng trưởng 47% YoY, đóng góp 12% tổng doanh thu FRT.
- Theo đó, doanh thu và LNST tăng lần lượt 22% và 25% YoY.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Nợ xấu tăng cao từ 2 chương trình trả góp.
- Tiến độ mở rộng chuỗi nhà thuốc Long Châu không được như kỳ vọng do khó khăn mặt bằng, quản trị hàng tồn kho …

Triển vọng ngày càng sáng hơn từ Bách Hóa Xanh

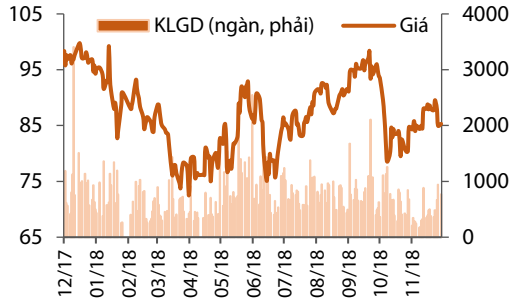
MUA	33%
Giá hiện tại (VND)	**87.900**
Giá mục tiêu (VND)	**115.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	37.831,9
SLCPĐLH (triệu cp)	430,4
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	506,2
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	57,2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	44.613	66.340	88.448	104.015
% yoy	76,7	48,7	33,3	17,6
LNST	1.577	2.206	2.995	3.593
% yoy	47,2	39,8	35,8	20,0
ROA (%)	14,3	9,7	11,7	12,0
ROE (%)	49,9	37,6	35,1	31,8
EPS (VND)	3.554	4.969	6.680	7.857
GTSS (VND)	24.698	18.516	19.242	25.451
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	7,5	22,4	13,3	11,3
P/BV (x)	3,1	8,4	4,6	3,5

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Đầu tư Thế giới Di Động là nhà bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam với mạng lưới bán lẻ hơn 2.200 cửa hàng phủ khắp 63 tỉnh thành.

Đến cuối năm 2018, công ty chiếm lĩnh 50% thị phần điện thoại di động 35% thị phần điện máy tiêu dùng và dẫn đầu với hơn 20% thị phần thương mại điện tử (theo giá trị).

Sau nhiều năm liên tiếp đạt mức tăng trưởng trên 40% về cả doanh thu và LNST, ngành hàng điện tử của MWG đang bước vào giai đoạn bão hòa. Công ty đã sớm chuẩn bị cho quá trình chuyển giao từ cuối năm 2016 bằng việc phát triển chuỗi bán lẻ thực phẩm và hàng gia dụng mang tên Bách Hóa Xanh, kỳ vọng đây sẽ là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn. Bước sang năm 2019, động lực tăng trưởng của tập đoàn sẽ đến từ việc tiếp tục mở rộng chuỗi Điện Máy Xanh và những đóng góp đáng kể ban đầu của chuỗi Bách Hóa Xanh.

Luận điểm đầu tư

- **Chuỗi siêu thị Điện Máy Xanh vẫn là động lực tăng trưởng ngắn hạn**. Thị trường điện máy tiêu dùng vẫn đang tăng trưởng khá tốt (20% về giá trị trong năm 2018). Hiện tại các cửa hàng truyền thống vẫn chiếm gần 40% thị phần, cho thấy Điện Máy Xanh vẫn còn có thể tăng trưởng tốt trong 1,2 năm tới, cho đến khi đạt mức bão hòa như thị trường điện thoại di động.
- **Thị trường thực phẩm có quy mô trên 50 tỷ USD và đang tăng trưởng 10%/năm** có độ phân mảnh rất cao. 8.500 chợ truyền thống và 1,4 triệu tạp hóa đang chiếm tới 90% thị phần. Người tiêu dùng đang có xu hướng mua sắm nhiều hơn tại siêu thị/minimart vì chất lượng đảm bảo và tính tiện lợi ngày càng cao.
- **Hiệu quả Bách Hóa Xanh ngày càng cải thiện.** Bắt đầu được nhân rộng trong năm nay, mô hình cửa hàng tiêu chuẩn/lớn mang lại hiệu quả vượt trội so với cửa hàng cũ. Doanh thu bình quân cửa hàng đã đạt 1,15 tỷ/tháng, tăng 70% so với đầu năm, biên lợi nhuận gộp đạt 17%. Hiện đã có 270 cửa hàng (65% số cửa hàng) tiêu chuẩn/lớn và con số này sẽ tiếp tục gia tăng. Ban lãnh đạo MWG cũng cho thấy sự nhanh nhạy khi thẳng thắn thừa nhận sai lầm của mô hình cũ và mạnh tay đóng các cửa hàng kém hiệu quả.
- **Mức định giá hấp dẫn.** Cổ phiếu MWG đang được giao dịch tại mức P/E dự phóng 2018 khoảng 13 lần, tương đương PEG là 0,65 lần. Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ chấp nhận mức P/E cao hơn cho MWG kể từ năm 2019 khi chuỗi Bách Hóa Xanh cho thấy những bước tiến mới.

Dự báo 2019

- Mở mới 100 siêu thị ĐMX mini (gần 1 nửa được chuyển đổi từ cửa hàng TGDĐ). Doanh thu ĐMX tăng 19% và TGDĐ giảm 4%.
- Mở mới 500 cửa hàng Bách Hóa Xanh, doanh thu tăng trưởng 180%. Biên LNG cả năm có thể đạt 19%.
- Doanh thu chuỗi Bách Hóa Xanh đạt khoảng 12.000 tỷ đồng trong năm 2019, nhưng vẫn sẽ lỗ ròng khoảng 100 tỷ đồng (sau khi trừ chi phí tại cửa hàng, trung tâm phân phối và chi phí cấp độ công ty).
- Theo đó, doanh thu và LNST hợp nhất tăng lần lượt 18% và 20% YoY.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Tốc độ mở rộng không đạt kỳ vọng do khó khăn trong tìm kiếm mặt bằng cũng như điều chỉnh mô hình Bách Hóa Xanh cho phù hợp với từng khu vực, đặc biệt là các tỉnh lân cận.
- Các đối thủ khác CoopFood, SatraFood và Vinmart+ đẩy mạnh mở cửa hàng sẽ gia tăng áp lực lên Bách Hóa Xanh, đặc biệt là mảng hàng FMCG, vốn không có nhiều khác biệt giữa các chuỗi.

NGÀNH BÁN LẺ Ô TÔ - ĐÀ TĂNG TRƯỞNG SẼ TRỞ LẠI TRONG NĂM 2019?

Vy Nguyen (vy.ntk@vdsc.com.vn)

Năm 2017 chứng kiến sự sụt giảm trong sức mua ô tô do tâm lý chờ đợi giảm thuế nhập khẩu từ ASEAN của người tiêu dùng. Qua năm 2018, ngành lại tiếp tục đối mặt với tình trạng thiếu nguồn cung do vướng phải những yêu cầu khắt khe từ Nghị định 116. Do vậy, mặc dù nhu cầu tiêu thụ cao, nhưng tổng doanh số của toàn thị trường trong 10 tháng đầu năm 2018 vẫn chỉ tương đương với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, trong những tháng cuối năm 2018, hầu hết các nhà nhập khẩu đều có thể đáp ứng các quy định của chính phủ về chất lượng, an toàn kỹ thuật và tiêu chuẩn khí thải. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ngành bán lẻ ô tô trong năm 2019 sẽ khởi sắc hơn nhưng đồng thời thị trường được dự báo sẽ cạnh tranh khốc liệt hơn.

Cơ hội đầu tư

Nguồn cung ô tô kỳ vọng hồi phục mạnh trong năm 2019.

Ràng buộc về giấy chứng nhận chất lượng kiểu loại (VTA) từ Nghị định 116 khiến cho việc nhập khẩu ô tô trong 7T2018 gặp nhiều khó khăn. Nguồn cung xe nhập khẩu trong 11T2018 sụt giảm khoảng 16% YoY. Tuy nhiên, xét riêng những tháng cuối năm 2018, nguồn cung bắt đầu có những dấu hiệu tăng trưởng trở lại khi chính phủ của hầu hết các nước xuất khẩu đều đáp ứng được những yêu cầu của nghị định này. Do đó, chúng tôi đánh giá đà phục hồi vẫn sẽ tiếp diễn trong những tháng tới, đồng thời nguồn cung xe CBU trong năm 2019 sẽ tăng mạnh từ mức tương đối thấp của năm 2018. Dù vậy, tăng trưởng sẽ dừng lại ở một mức độ hợp lý thông qua sự điều tiết của chính phủ.

Sức mua ô tô vẫn duy trì ở mức cao.

Việc nhập khẩu ô tô dường như bị gián đoạn tạm thời trong những tháng đầu năm 2018 nên tính chung cả năm, nguồn cung không thể đáp ứng được nhu cầu cao của thị trường. Do đó, khách hàng phải chờ đợi thêm hai đến ba tháng để có thể sở hữu xe. Nhiều khách hàng đồng ý sớm đặt cọc vào năm 2018 và chờ đợi đến đầu năm sau mới có thể nhận xe. Bên cạnh đó, ngành bán lẻ ô tô Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng. Theo GSO, thu nhập khả dụng bình quân đầu người của Việt Nam đã cải thiện nhanh chóng trong 5 năm qua và vẫn đang trên đà tăng trưởng trong năm 2019 (Hình 80). Vì thế, sức mua ô tô kỳ vọng vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2019.

Doanh số của phân khúc trung và cao cấp đều được hưởng lợi từ các Hiệp định thương mại tự do.

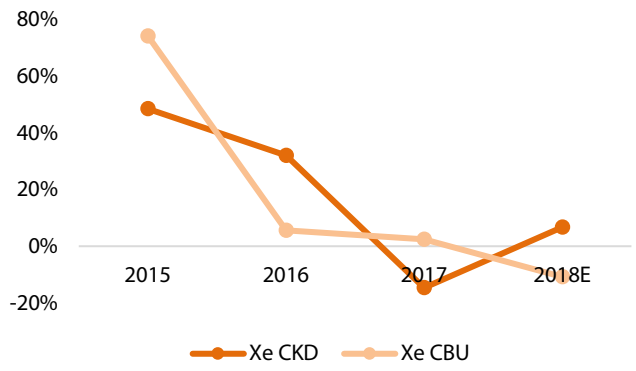
Năm 2019, ô tô nguyên chiếc (CBU) có xuất xứ từ các nước nội khối kỳ vọng tiếp tục được hưởng lợi từ Hiệp định Thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA). Sau khi loại bỏ thuế nhập khẩu, mức giá của ô tô đến từ các quốc gia này dao động trong khoảng 300-500 triệu đồng, phù hợp với thu nhập của phần lớn người dân Việt Nam. Bên cạnh mức giá "mềm", người tiêu dùng cũng có nhiều lựa chọn hơn với các dòng xe từ Indonesia và Thái Lan. Do đó, doanh số của các dòng xe bình dân và trung cấp vào năm 2019 được kỳ vọng sẽ tăng mạnh ở mức 20% YoY. Vì vậy, các đại lý phân phối những phân khúc này sẽ được hưởng lợi.

Hiệp định Vietnam-EU FTA nhiều khả năng sẽ có hiệu lực vào giữa năm 2019. Điều này hứa hẹn sẽ mang lại tín hiệu tốt cho dòng xe hơi cao cấp. Theo thỏa thuận, thuế nhập khẩu đối với ô tô có xuất xứ từ châu Âu sẽ được cắt giảm dần từ mức 70% về 0% trong vòng 10 năm tới. Sự cắt giảm này hứa hẹn kích thích sức mua đối với ô tô hạng sang trong dài hạn. Tuy vậy, trong ngắn hạn, những lợi ích này vẫn chưa thật sự đáng kể, khi độ co giãn về giá đối với phân khúc này là rất thấp.

Rủi ro

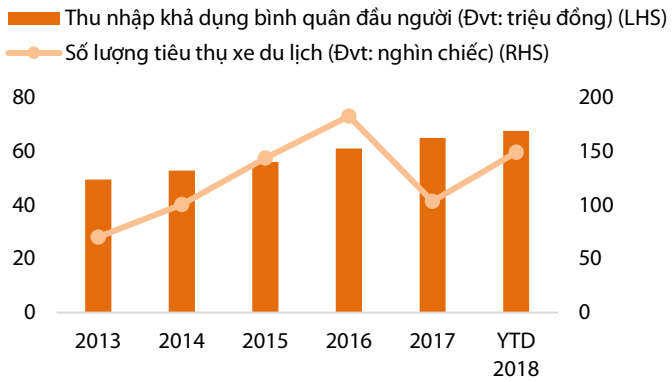
- **Thị trường ô tô được dự báo sẽ cạnh tranh khốc liệt hơn.** Thị trường ô tô năm 2019 được kỳ vọng sáng sủa hơn nhưng đồng thời mức độ cạnh tranh cũng gay gắt hơn. Các đại lý phân phối xe có thể buộc phải giảm giá bán để duy trì thị phần. Điều này dẫn đến biên LN gộp có thể giảm nhẹ.
- **Chính trị ở EU bất ổn có thể khiến việc chấp thuận hiệp định EVFTA bị trì hoãn.**

Hình 79: Tăng trưởng theo phân khúc xe



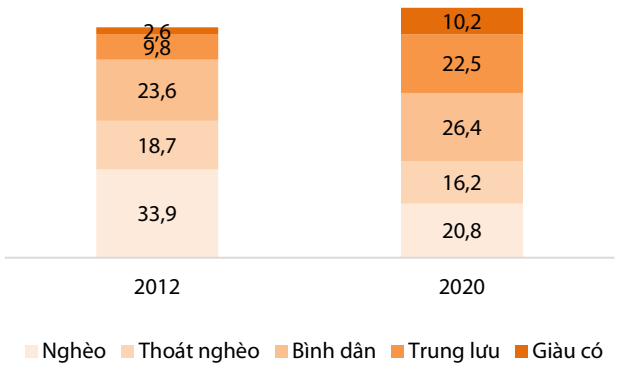
Nguồn: VAMA, RongViet Securities

Hình 80: Tăng trưởng thu nhập của Việt Nam qua các năm



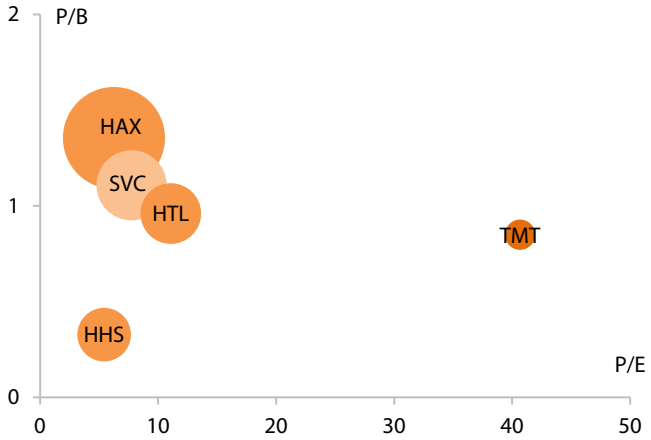
Nguồn: VAMA, GSO, RongViet Securities

Hình 81: Dân số Việt Nam theo thu nhập (triệu người)



Nguồn: BCG, RongViet Securities
** Tiêu chuẩn trung lưu của Việt Nam theo BCG là cá nhân có thu nhập từ 190 USD/tháng trở lên.*

Hình 82: ROE, PB, PE của các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Fiinpro, RongViet Securities, Kích thước của bong bóng: ROE*

Hưởng lợi từ sự khởi sắc của thị trường xe sang

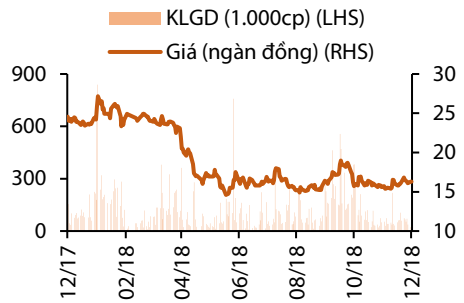
MUA	31%
Giá thị trường (VND)	16.000
Giá mục tiêu (VND)	19.600
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô và Phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	553,2
SLCPĐLH (triệu CP)	35,0
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	129,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	2,2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	36,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	2.880	3.833	4.489	5.382
% yoy	58,1	33,1	17,1	19,9
LNST	78	84	113	123
% yoy	171	8,1	34,0	9,2
ROA (%)	9,1	5,7	7,3	7,0
ROE (%)	25,9	21,8	24,2	22,9
EPS (VND)	2.227	2.407	3.226	3.523
GTSS (VND)	21.184	16.525	13.357	15.380
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	6,3	9,7	5,0	4,6
P/BV (x)	1,9	2,2	1,2	1,0

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh Motors (HSX - HAX) là nhà phân phối ủy quyền và duy nhất niêm yết của Mercedes-Benz Vietnam (MBV). Hoạt động chính của doanh nghiệp là phân phối và bảo hành, sửa chữa ô tô mang thương hiệu Mercedes - Benz.

HAX và Vietnam Star là hai nhà phân phối lớn nhất của MBV. Mỗi công ty chiếm khoảng 37% thị phần của MBV, tiếp đó là Andu.

Hệ thống showroom của HAX: Võ Văn Kiệt (HCM), Điện Biên Phủ (HCM), Láng Hạ (Hà Nội) và Kim Giang (Hà Nội).

Thị trường ô tô hạng sang Việt Nam trải qua một năm đầy biến động khi phải đối mặt với nhiều thách thức từ Nghị định 116. Tuy vậy, doanh số của Mercedes-Benz Vietnam (MBV) trong 11T 2018 vẫn đạt mức tăng trưởng nhẹ 2% YoY, bỏ xa đối thủ lớn thứ hai là Lexus khi doanh số của hãng xe này giảm mạnh khoảng 52%. Là đại lý phân phối chính của MBV, HAX được hưởng lợi từ vị thế vững chắc của hãng xe Đức này. Chúng tôi kỳ vọng doanh số của HAX trong năm 2018 sẽ tăng trưởng khoảng 17% YoY.

Trước ngưỡng cửa 2019, phân khúc xe hơi cao cấp có những dấu hiệu phục hồi. Triển vọng của ngành ô tô mang đến niềm tin về bức tranh tươi sáng hơn cho phân khúc này. Tuy nhiên, sự cạnh tranh cũng được dự báo sẽ khốc liệt hơn. Vì vậy, doanh số của HAX trong năm sau kỳ vọng tăng mạnh nhưng LNST nhiều khả năng chỉ cải thiện ở mức khiêm tốn.

Luận điểm đầu tư

- **Doanh số của HAX kỳ vọng tăng trưởng ổn định nhờ vị thế của MBV**. MBV hiện đang là doanh nghiệp dẫn đầu trong phân khúc ô tô hạng sang với thị phần khoảng 60%. Trong giai đoạn 2014-2018, doanh số của MBV đạt mức tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 22%. Nhờ vào việc trở thành nhà phân phối chính của MBV và cải thiện đáng kể thị phần, doanh số của HAX trong khoảng thời gian này cũng cho thấy mức tăng trưởng ấn tượng 40%. Thị trường xe sang cho thấy vẫn còn nhiều dư địa phát triển do cải thiện dân số thuộc tầng lớp "giàu có", do vậy chúng tôi kỳ vọng doanh số của HAX trong hai năm tới sẽ tăng khoảng 20% mỗi năm.
- **Doanh số của HAX trong năm 2019 kỳ vọng tăng 20% YoY.** Nguồn cung của phân khúc xe sang nhiều khả năng sẽ hồi phục mạnh trong năm sau khi hầu hết các xe CBU đều có thể nhập về Việt Nam bắt đầu từ cuối năm 2018. Bên cạnh đó, sức mua trong năm 2019 kỳ vọng vẫn duy trì ở mức cao do: (1) sự thiếu hụt về nguồn cung trong năm 2018 trong khi nhu cầu của thị trường vẫn đang ở mức rất cao, (2) Hiệp định Thương mại tự do EVFTA hứa hẹn sẽ kích thích sức mua cho dòng xe sang và (3) dân số thuộc tầng lớp "giàu có" được ước tính tăng trưởng kép 29% trong giai đoạn 2012-2020 (Báo cáo của Boston Consulting Group).
- **Đa dạng trong việc phân phối các hãng xe là bước đệm cho sự tăng trưởng dài hạn.** Trong năm 2019, hai công ty con của HAX là CTCP Cơ khí Ô tô Cần Thơ và CTCP Sản xuất Thương mại và Dịch vụ Ô tô PTM sẽ lần lượt phân phối xe Nissan và Vinfast. Mặc dù tỷ trọng đóng góp cho doanh thu và LN của công ty trong năm 2019 vẫn chưa đáng kể, chúng tôi tin rằng việc phân phối thêm hai hãng xe này sẽ "mở đường" cho sự tăng trưởng của doanh nghiệp về dài hạn.
- **Mức định giá hiện tại khá hấp dẫn so với tiềm năng của doanh nghiệp.** Với mức giá cổ phiếu hiện tại, HAX đang được giao dịch ở mức P/E khoảng 5,4x, chúng tôi cho rằng mức giá này khá hấp dẫn so với triển vọng của doanh nghiệp trong năm 2019. Với nhận định phân khúc xe sang vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng, chúng tôi dự phóng LNST vào năm 2019 của HAX sẽ tăng ở mức khoảng 9,2% so với năm 2018. Trong dài hạn, dựa vào vị thế của MBV cũng như tham vọng gia tăng thị phần của công ty, chúng tôi kỳ vọng LNST của HAX sẽ tăng trưởng kép khoảng 11% trong 5 năm tới.

Dự báo 2019

- Doanh số ước đạt 2.700 chiếc, ứng với doanh thu 5.382 tỷ đồng (+20% YoY).
- Biên LN gộp được dự báo giảm nhẹ do cạnh tranh gay gắt hơn.
- LNST kỳ vọng tăng 9,2% so với cùng kỳ 2018, nâng EPS lên mức 3.523 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Khoản tiền thưởng mỗi quý biến động làm cho LNST tương ứng khó dự báo.
- Mức độ cạnh tranh trên thị trường xe sang có thể gay gắt hơn kỳ vọng nên biên LN gộp có thể thấp hơn dự phóng của chúng tôi.

NGÀNH THỦY SẢN: CÁ TRA - NHU CẦU CAO LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

Tam Pham (tam.ptt@vdsc.com.vn)

Việt Nam được xem là nhà sản xuất cá tra lớn nhất thế giới do điều kiện tự nhiên thuận lợi cho sự tăng trưởng và chất lượng của sản phẩm. Cá tra được xếp hạng thứ 6 trong số hải sản được tiêu thụ nhiều nhất trên thế giới nhờ mùi vị ngon và giá bán thấp. Vì hải sản đánh bắt bị giới hạn để duy trì nguồn lợi tự nhiên, nuôi trồng thủy sản có cơ hội tăng trưởng rất lớn để đáp ứng nhu cầu thực phẩm của dân số toàn cầu đang ngày càng gia tăng.

Cơ hội đầu tư

Nhu cầu ngày càng tăng. Dân số thế giới sẽ vượt 8,5 tỷ người vào năm 2030. Tuy nhiên, ngành đánh bắt cá từ tự nhiên sẽ không tăng trưởng để đảm bảo đa dạng sinh học. Tỷ lệ cá nuôi trong tổng nguồn cung cấp cá sẽ tăng từ 47% trong năm 2016 lên 54% vào năm 2030 (theo FAO, hình 83). Các công ty sản xuất cá tra như VHC sẽ có cơ hội rất lớn để mở rộng sản xuất.

Việt Nam là nước xuất khẩu cá tra lớn nhất thế giới (một loại cá da trơn) với thị phần chiếm 93% (hình 84). Đồng bằng sông Cửu Long của Việt Nam có điều kiện sinh thái thuận lợi cho việc nuôi cá tra quy mô lớn. Điều kiện tự nhiên kết hợp với công nghệ canh tác tiên tiến cho ra sản phẩm cá tra thịt trắng, là lựa chọn yêu thích của người tiêu dùng. Các nhà sản xuất cá tra chính khác (Ấn Độ, Bangladesh, Thái Lan và Indonesia) đang sản xuất cá tra thịt vàng có giá trị thấp và khối lượng chỉ đủ đáp ứng cho nhu cầu trong nước.

Các rào cản ở Mỹ, thị trường lớn nhất (hình 85), **đã giảm bớt.** Việt Nam đã vượt qua các cuộc kiểm tra thực địa của Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), bước quan trọng nhất trong quy trình đánh giá tương đương ban đầu được thiết lập bởi Cơ quan Kiểm định và An toàn Thực phẩm Hoa Kỳ (trực thuộc USDA). Ngoài ra, thuế chống bán phá giá sơ bộ đối với cá tra trong kỳ xem xét hành chính lần thứ 14 (POR 14) thấp hơn đáng kể so với POR 13 (Bảng 13). Do đó, khối lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ sẽ tăng mạnh trong năm 2019.

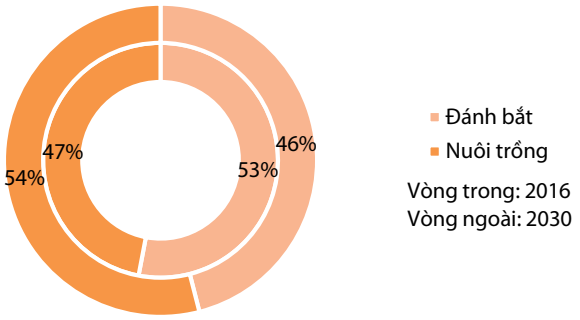
Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-EU (EVFTA) có thể sẽ được phê duyệt vào đầu năm 2019. Nếu EVFTA được phê duyệt, thuế nhập khẩu sẽ được giảm từ mức hiện tại 5,5% xuống 0% trong ba năm đối với cá philê đông lạnh và từ 7% xuống 0% trong bảy năm đối với cá philê đã chế biến. Theo đó, nhu cầu về cá tra tại EU được kỳ vọng sẽ tăng mạnh.

Rủi ro

Tình trạng dư cung cá tra ở Việt Nam. Thiếu hụt cá giống và cá tra đã gây ra sự tăng vọt đáng kể về giá kể từ đầu năm 2017 (hình 86). Nhiều nông dân đang đổ xô nuôi cá giống và cá nguyên liệu. Điều này có thể dẫn đến tình trạng cung cá nguyên liệu dư thừa khi nhiều trang trại cùng bước vào mùa thu hoạch. Giá bán cá nguyên liệu cho các nhà máy có thể lao dốc. Các trang trại có thể chịu thiệt hại lớn và ngừng thả giống cho mùa vụ tiếp theo, điều này sẽ dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguyên liệu trong các vụ mùa tiếp theo.

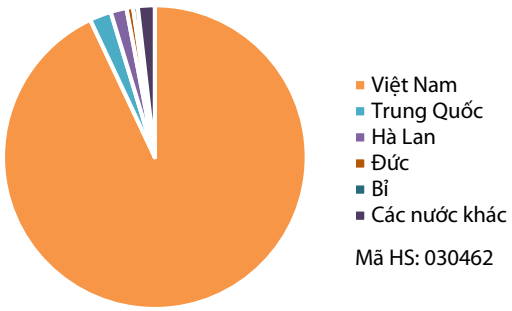
Bất ổn chính trị ở châu Âu có thể khiến Hiệp định EVFTA bị trì hoãn.

Hình 83: Thủy sản đánh bắt và nuôi trồng trên toàn cầu



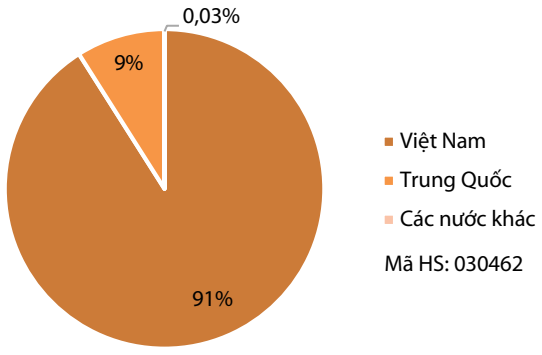
Nguồn: FAO

Hình 84: Thị phần xuất khẩu cá da trơn theo quốc gia



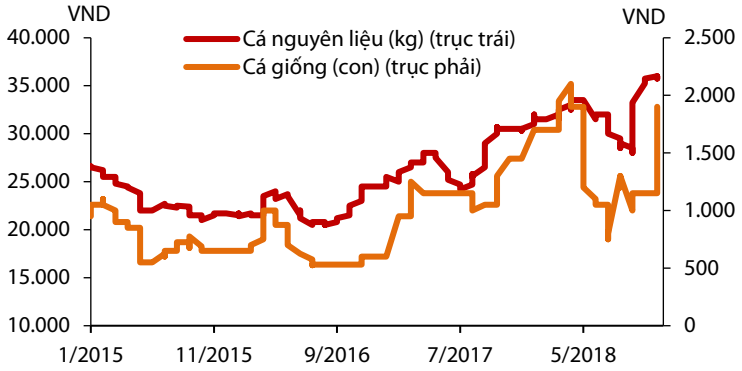
Nguồn: Trung tâm thương mại quốc tế (ITC)

Hình 85: Thị phần cá da trơn tại Mỹ theo quốc gia



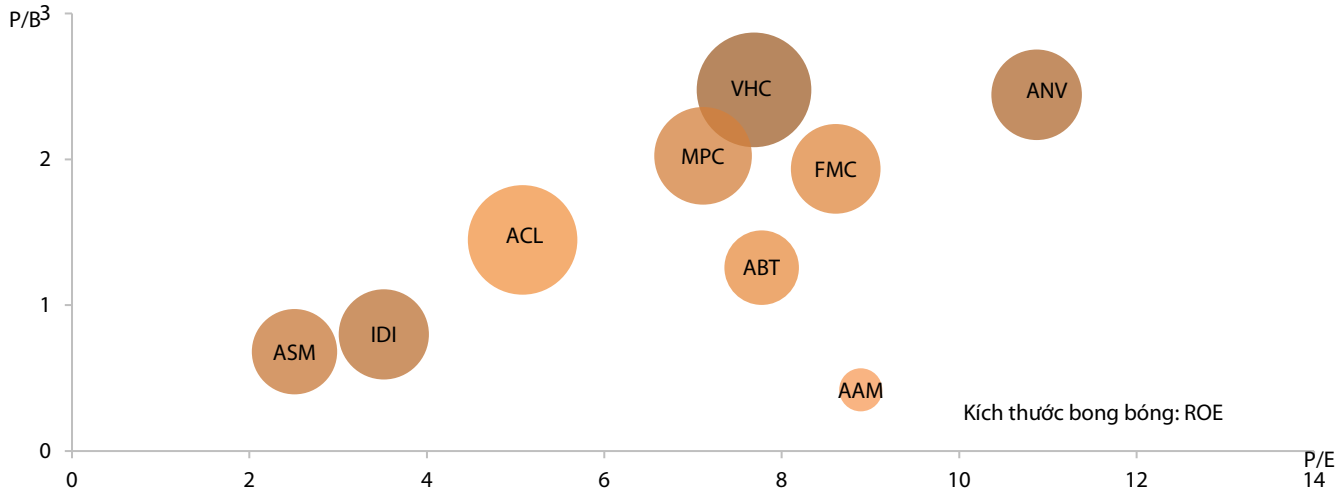
Nguồn: Trung tâm thương mại quốc tế (ITC)

Hình 86: Biến động giá cá giống và cá nguyên liệu



Nguồn: VASEP

Hình 87: P/E, P/B and ROE của các công ty trong ngành cá tra Việt Nam



Nguồn: FiinPro

Bảng 13: Thuế chống phá giá ở Mỹ lên cá tra Việt Nam

		Bị đơn bắt buộc	Bị đơn tự nguyện	Toàn quốc	Thời gian áp dụng
POR 10	USD/kg	0	0.97	2.39	08/01/2012 - 07/31/2013
POR 11	USD/kg	0	0.69	2.39	08/01/2013 - 07/31/2014
POR 12	USD/kg	0.69	2.39	2.39	08/01/2014 - 07/31/2015
POR 13	USD/kg	3.87	7.74	2.39	08/01/2015 - 07/31/2016
POR 14*	USD/kg	0 - 1.37	0.41	2.39	08/01/2016 - 07/31/2017

**Kết quả sơ bộ*

Nguồn: Bộ thương mại Hoa Kỳ (DoC),Phòng quản lí thương mại quốc tế (ITA)

Năng lực sản xuất mở rộng đáp ứng nhu cầu đang gia tăng

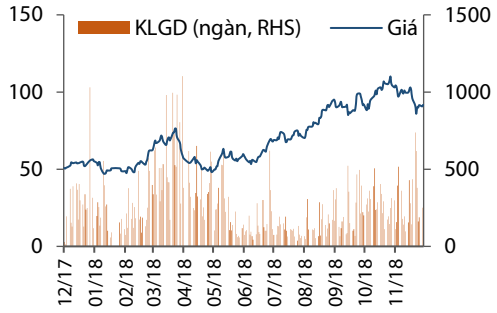
MUA	25%
Giá hiện tại (VND)	101.000
Giá mục tiêu (VND)	125.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.300

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng tiêu dùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.322,5
SLCPĐLH (triệu cp)	92,3
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	272,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	26,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	62,7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	7.304	8.152	9.478	10.627
% yoy	0,0	11,6	16,3	12,1
LNST	567	605	1.538	1.517
% yoy	76,2	6,7	16,2	-1,4
ROA (%)	12,7	12,0	26,0	21,2
ROE (%)	23,7	20,5	37,4	29,6
EPS (VND)	5.707	6.433	15.150	14.937
GTSS (VND)	25.864	31.883	44.529	55.393
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000	3.300	3.300
P/E (x)	10,1	8,3	6,7	6,8
P/BV (x)	2,2	1,7	2,3	1,8

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Ngành nghề chính của Vĩnh Hoàn là chế biến và xuất khẩu phi-lê cá tra, bột cá, dầu cá và collagen và gelatin từ cá.

Chiếm 15% thị phần xuất khẩu toàn ngành cá tra Việt Nam, VHC là doanh nghiệp đầu ngành kể từ năm 2010.

Công ty hiện có 520 hec-ta vùng nuôi cá và công suất chế biến đạt 850 tấn nguyên liệu/ngày.

Năng lực nuôi trồng nâng cao của Vĩnh Hoàn sẽ giúp giảm thiểu tác động bất lợi của tình trạng giá cá nguyên liệu tăng vọt lên chi phí sản xuất. Năng lực chế biến gia tăng, vị trí đầu ngành cùng với danh mục sản phẩm đa dạng và có giá trị cao của VHC sẽ đảm bảo khả năng đáp ứng nhu cầu mạnh mẽ của các thị trường. Tất cả những yếu tố trên làm cho cổ phiếu VHC trở thành lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành thủy sản trong năm 2019.

Luận điểm đầu tư

- **Rào cản lớn nhất đối với xuất khẩu vào thị trường Mỹ năm 2019 đã được thông qua.** Việt Nam đã vượt qua bước kiểm tra thực địa, khâu quan trọng nhất trong quy trình công nhận tương đương về vệ sinh an toàn thực phẩm được thiết lập bởi Cơ quan An toàn Thực phẩm và Dịch vụ Kiểm tra của Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ.
- **Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-EU (EVFTA) có thể sẽ được phê duyệt vào đầu năm 2019.** Nếu EVFTA được phê duyệt, thuế nhập khẩu cá tra sẽ giảm từ mức 5,5% xuống còn 0% trong ba năm đối với philê đông lạnh và từ 7% xuống 0% trong bảy năm đối với philê đã chế biến. Theo đó, nhu cầu về cá tra tại thị trường EU được kỳ vọng sẽ tăng mạnh.
- **Tiềm năng lớn gia tăng lợi nhuận với các sản phẩm có giá trị cao.** Các sản phẩm ăn liền và nấu sẵn được ưa chuộng nhất bởi thị trường Mỹ và EU, nơi khách hàng có thu nhập cao. Tỷ suất lợi nhuận gộp của các sản phẩm này là 22-25%, so với 12-16% của philê đông lạnh.
- **Năng lực nuôi trồng và sản xuất mở rộng.** Vùng nuôi mới rộng 220 ha sẽ bắt đầu hoạt động vào tháng 1/2019 và cho thu hoạch lứa cá nguyên liệu đầu tiên vào tháng 7-8/2019. Nguyên liệu tự sản xuất sẽ tăng 40% YoY. Công suất chế biến được dự báo sẽ tăng từ mức hiện tại là 850 tấn nguyên liệu/ngày lên 1.130 tấn nguyên liệu/ngày vào cuối năm 2021.

Dự báo 2019

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng 12,1%, tương đương 10.627 tỷ đồng. Giá trị xuất khẩu cá tra đạt 381 triệu USD, trong đó tỷ trọng các thị trường chính là Mỹ 60%, EU 9% và Trung Quốc 11%.
- Do cạnh tranh cao ở thị trường Mỹ, thị trường có giá bán cao, doanh số tại Mỹ sẽ giảm nhưng tăng ở các thị trường khác. Khối lượng xuất khẩu có thể tăng 19,7% YoY trong khi giá bán trung bình giảm 9,2% YoY. Biên lãi gộp giảm xuống 19,4% từ 23,3% trong năm 2018.
- LNST đạt 1,517 tỷ đồng, tương ứng với EPS 14,937 đồng/cổ phiếu.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Bất ổn chính trị tại châu Âu có thể trì hoãn việc thông qua Hiệp định EVFTA.

NGÀNH ĐIỆN – TRIỂN VỌNG 2019 THUẬN LỢI CHO CÁC NHÓM NHIỆT ĐIỆN

Phan Nguyễn Thanh Sơn (son.pnt@vdsc.com.vn)

Trong năm 2018, lượng mưa ít hơn so với năm 2017 và tăng trưởng tiêu thụ điện ổn định ở mức trên 10% giúp giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) duy trì ở mức cao so với cùng kỳ năm ngoái. Trong điều kiện thị trường như vậy, chỉ có một số nhà máy thủy điện nằm ở khu vực có lượng mưa cao bất thường mới tận dụng được giá CGM cao và đạt tăng trưởng về lợi nhuận. Trong khi đó, hầu hết các nhà máy nhiệt điện lại bị tác động bởi việc giảm sản lượng hợp đồng (Qc) và lỗ tỷ giá do đồng USD mạnh lên, qua đó khiến lợi nhuận sụt giảm. Việc giảm Qc thậm chí còn tác động nhiều hơn lên nhóm nhiệt điện khí khi giá khí đầu vào ước tăng tới 21% trong năm vừa qua.

Về triển vọng trong 2019, tiêu thụ điện được dự báo tiếp tục tăng trưởng nhanh hơn công suất hệ thống. Khả năng El Nino sẽ trở lại và kéo dài trong nửa đầu năm, qua đó làm giảm nguồn cung thủy điện. Từ những yếu tố này, chung tôi kỳ vọng các nhà máy nhiệt điện sẽ được huy động nhiều hơn và do đó được tăng Qc. Ngoài ra, việc có đủ nguồn nhiên liệu đầu vào cũng sẽ là nhân tố thiết yếu để đảm bảo cho các nhà máy này có thể tận dụng diễn biến thuận lợi từ thị trường. Về thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM), quá trình chuẩn bị của hệ thống vẫn còn khá chậm để có thể vận hành hoàn toàn vào năm 2019. Vì vậy, chúng tôi cho rằng tác động của VWEM đối với ngành điện trong năm 2019 sẽ còn khá nhỏ.

Cơ hội đầu tư

Triển vọng cung – cầu trong 2019 ủng hộ các nhà máy điện. Theo dự báo của EVN, tăng trưởng tiêu thụ điện trong năm 2019 có thể đạt 11% - 12%, chủ yếu được dẫn dắt từ khu vực dân dụng và khu vực sản xuất công nghiệp. Trong khi đó, ước tính tăng trưởng công suất hệ thống từ 2018 chỉ khoảng 3.300 MW, tương ứng với 7,3% tổng công suất hệ thống tại thời điểm đầu năm. Ngoài ra, nguồn công suất mới trong năm 2019 chủ yếu tới vào nửa cuối năm, tức là sau khi kết thúc mùa khô. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ vượt tăng trưởng công suất hệ thống, qua đó tạo thuận lợi cho các nhà máy điện.

El Nino khả năng sẽ diễn ra trong nửa đầu 2019, ảnh hưởng tích cực lên nhóm nhiệt điện và cải thiện giá điện thị trường (CGM).

Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Khí tượng và Xã hội (IRI), có khoảng 96% xác suất El Nino sẽ xảy ra và kéo dài trong nửa đầu năm 2019. Sự xuất hiện của El Nino dự kiến sẽ tạo ra hiệu ứng kép:

(1) Làm tăng nền nhiệt độ, đặc biệt là vào mủa khô, qua đó làm tăng nhu cầu tiêu thụ điện từ khu vực dân dụng và dịch vụ.
(2) Giảm lượng mưa tính chung trên cả nước, qua đó làm giảm nguồn cung thủy điện.

Từ những tác động này, chúng tôi dự kiến giá CGM sẽ tiếp tục tăng từ mức cao của năm 2018 trong khi sản lượng điện huy động từ các nhà máy nhiệt điện cũng tăng lên. Hơn nữa, do sản lượng huy động theo kế hoạch (AGO) từ các nhà máy tăng lên, mức Qc cũng sẽ tăng lên tương ứng.

Nguồn cung nhiên liệu đầu vào ổn định hỗ trợ vận hành của các nhà máy nhiệt điện.

Nhiều nhà máy nhiệt điện trong năm 2018 bị tác động bởi việc thiếu nhiên liệu đầu vào trong mùa cao điểm. Cụ thể, sự cố ở máy nén khí thuộc giàn Lan Tây làm giảm 10% nguồn cung khí ở Đông Nam Bộ trong Q2/2018, ảnh hưởng lên các nhà máy điện khí trong khu vực. Hay sự cố thiếu than trong Q4/2018 cũng khiến các nhà máy điện than ở phía Bắc phải giảm công suất vận hành hoặc thậm chí tạm ngưng phát điện.

Tuy nhiên, việc thiếu cung sẽ ít có khả năng tái diễn trong năm 2019. Trong khi mỏ khí Phong Lan Dại đi vào vận hành từ tháng 2/2019, giúp nguồn cung khí ở Đông Nam Bộ tăng 6% YoY, chính phủ cũng có những bước đi quyết liệt trong việc đảm bảo đủ than cho các nhà máy nhiệt điện than, kể cả nhập khẩu thêm than.

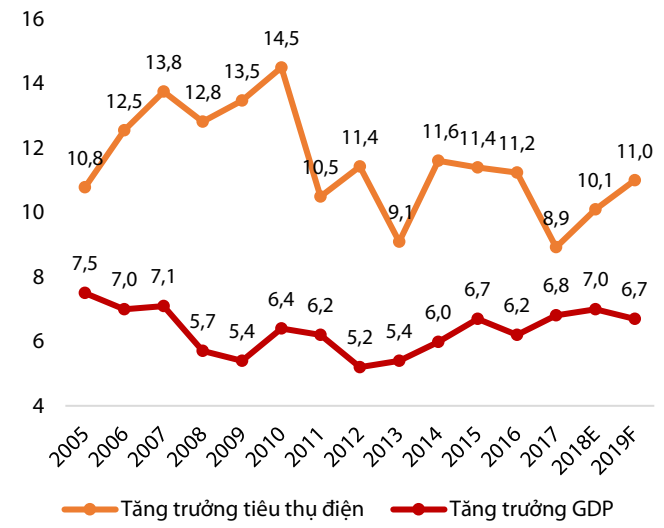
Ngoài ra, do dự báo giá dầu thô có thể giảm từ mức bình quân 72 USD/thùng trong năm 2018 xuống còn 65 USD/thùng trong 2019, chúng tôi ước tính giá khí có thể sẽ giảm tương ứng. Trong khi đó, nhiều khả năng chính phủ cũng sẽ cho phép tăng giá than bán cho nhiệt điện khoảng 5%. Như vậy, dự kiến khoảng cách giữa giá thành biến đổi của nhóm nhiệt điện than và nhiệt điện khí sẽ tiến về gần nhau hơn trong năm 2019, qua đó tạo ra cục diện cạnh tranh cân bằng hơn trong ngành.

Thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM) dự kiến sẽ chưa có nhiều ảnh hưởng trong năm 2019. Quá trình chuẩn bị cho việc vận hành đầy đủ của VWEM hiện vẫn còn nhiều việc phải làm như chuyển đổi Trung tâm Điều độ hệ thống điện Quốc gia (A0) thành Tổng công ty trực tiếp thuộc quản lý nhà nước, phân bổ lại sản lượng hợp đồng PPA (Qc) từ Tổng công ty Mua bán điện (EPTC) sang cho 5 tổng công ty điện lực, hay việc xây dựng cơ chế bù chéo giữa các đơn vị mua buôn điện,… Vì vậy, mặc dù theo lộ trình VWEM sẽ đi vào vận hành từ đầu 2019, chúng tôi cho rằng quá trình sẽ cần thêm thời gian để hoàn tất và chỉ bắt đầu có ảnh hưởng từ cuối năm 2019. Bên cạnh đó, do dự kiến sản lượng và giá điện hợp đồng (Qc, Pc) vẫn được giữ nguyên sau khi có VWEM, mức lợi nhuận của các nhà máy điện vẫn sẽ duy trì ổn định và chỉ thay đổi dần trong những năm tiếp theo khi Qc dần được giảm xuống.

Rủi ro

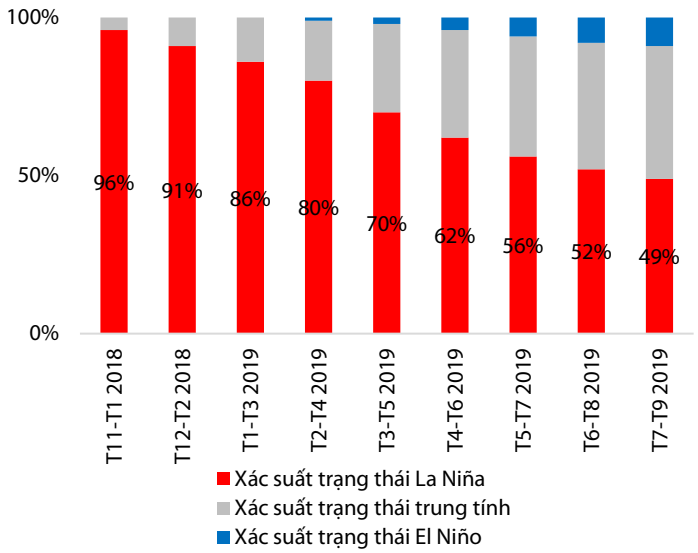
- Rủi ro tỷ giá đối với các công ty nhiều nợ ngoại tệ như NT2 và POW vay bằng đồng USD và EUR, BTP vay bằng đồng KRW, hay PGV vay bằng đồng USD, JPY, CNY.
- Vận hành ở mức cao đòi hỏi các nhà máy phải duy trì được độ sẵn sàng, nếu để xảy ra sự cố kỹ thuật giữa lúc Qc cao và giá CGM cao sẽ dẫn tới phải thanh toán khoản doanh thu CfD (hợp đồng chênh lệch) âm lớn, làm giảm lợi nhuận phát điện.

Hình 88: So sánh tốc độ tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ (%) với tăng trưởng GDP (%)



Nguồn: GSO, RongViet Securities

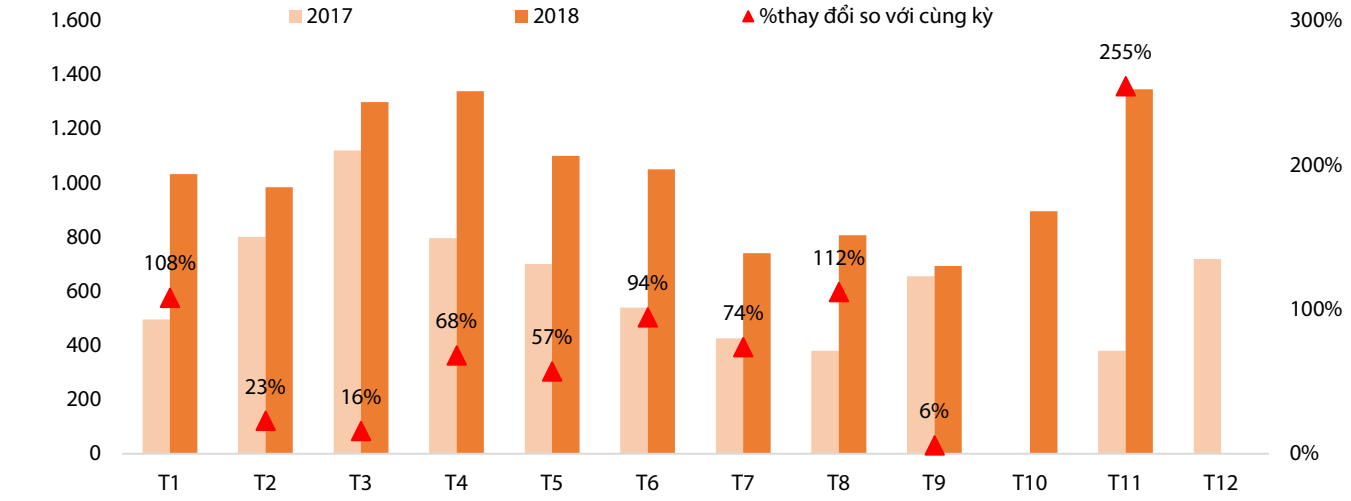
Hình 89: Dự báo đầu tháng 12/2018 về xác suất chu trình ENSO theo từng tháng



Nguồn: Viện Nghiên cứu Khí tượng và Xã hội (IRI)

Hình 90: Giá điện CGM toàn phần (FMP) theo từng tháng trong năm 2017- 2018

(đồng/kWh)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

(*) Do CGM tạm ngưng hoạt động trong tháng 10/2017 nên không có giá CGM trong tháng này.

Lợi nhuận sản xuất điện hồi phục

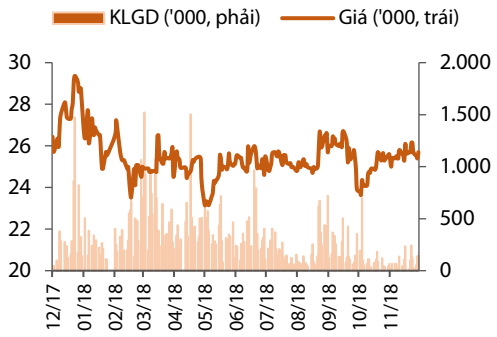
TÍCH LŨY	9%
Giá hiện tại (VND)	26.100
Giá mục tiêu (VND)	27.100
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.500

(*) kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.528,0
SLCPĐLH (triệu cp)	287,9
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	179,3
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	4,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	27,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	65,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	3.659	4.995	5.244	5.832
% yoy	38	37	5	11
LNST	1.093	1.377	1.686	1.949
% yoy	28	26	22	16
ROA (%)	8	9	10	11
ROE (%)	14	15	16	16
EPS (VND)	3.519	4.441	5.384	6.224
GTSS (VND)	23.080	25.912	29.696	34.319
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	1.600	1.600	1.600
P/E (x)	9,0	7,1	5,9	5,1
P/BV (x)	1,0	1,5	1,1	0,9

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (PVPower NT2) được thành lập vào năm 2007 tại KCN Ông Kèo, ấp 3, xã Phước Khánh, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai. PVPower NT2 là công ty nhiệt điện có vốn hóa lớn nhất trên sàn niêm yết.

PVPower NT2 chịu trách nhiệm đầu tư và vận hành nhà máy nhiệt điện tuabin khí NT2 có công suất 750 MW. Nhà máy được xây dựng trong khoảng 4 năm và được đưa vào vận hành thương mại hoàn toàn từ tháng 10/20111 và tham gia thị trường phát điện cạnh tranh từ tháng 7/2012.

Trong năm 2018, sản lượng hợp đồng (Qc) thấp, sự cố về nguồn cung khí và giá khí tăng cao đã tác động đáng kể lên KQKD của NT2, khiến LN từ sản xuất điện ước giảm 34% YoY. Tuy nhiên, diễn biến thuận lợi trong tỷ giá đồng USD và EUR giúp công ty có lãi ròng từ CLTG so với khoản lỗ tỷ giá lớn trong năm 2017, nhờ đó giữ cho LNST ước tính chỉ giảm 11%. Bước sang năm 2019, mức Qc cao hơn, giá khí hạ nhiệt và diễn biến thuận lợi từ thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) được kỳ vọng sẽ là động lực quan trọng cho lợi nhuận từ hoạt động SXKD điện của NT2.

Luận điểm đầu tư

- **Công nghệ hiện đại với hiệu suất cao giúp NT2 được 'ưu tiên' trong hệ thống điện miền Nam**. Nhờ sử dụng công nghệ mới, nhà máy NT2 có suất hao nhiệt thấp hơn khoảng 4% - 6% so với các nhà máy điện khí khác như NT1, Phú Mỹ hay Bà Rịa. Nhờ mức hiệu suất cao này, NT2 có ưu thế khi cạnh tranh với các nhà máy điện khí còn lại. Lợi thế trên sẽ còn được củng cố hơn nữa nếu cơ chế trong bao tiêu (ToP) trong thời gian tới được thay thế bằng giá thị trường. Ngoài ra, trong trường hợp xảy ra thiếu khí như đã xảy ra trong Q2/2018, nhà máy với hiệu suất cao như NT2 sẽ được ưu tiến cấp khí và do đó ít bị ảnh hưởng hơn.
- **Mỏ khí mới giúp đảm bảo đủ nguồn cung và hoạt động ổn định trong năm 2019.** Do điều kiện thị trường trong năm 2019 có chiều hướng thuận lợi cho nhiệt điện, việc đảm bảo đủ nguồn nguyên liệu cho nhà máy vận hành là rất cần thiết. Mỏ khí Phong Lan Dại bắt đầu cung cấp khí từ giữa tháng 2/2019 sẽ đóng góp thêm khoảng 0,7 tỷ m^3 khí (tương đương 10% tổng nguồn cung khí) cho khu vực Đông Nam Bộ và giúp NT2 giải quyết vấn đề nguyên liệu đầu vào.
- **Giá khí hạ nhiệt từ mức cao trong 2018 và sản lượng hợp đồng (Qc) tăng sẽ hỗ trợ KQKD của NT2.** Với giá dầu ở mức bình quân 72 USD/thùng trong năm 2018, bình quân giá khí đầu vào của NT2 ước tăng tới 21% YoY, làm suy giảm lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng bình quân giá dầu trong năm 2019 sẽ giảm về khoảng 65 USD/thùng. Vì vậy, giá khí dự kiến sẽ giảm tương tứng 7% YoY về 6,51 USD/tr.BTU và giúp tăng khả năng cạnh tranh cho NT2. Bên cạnh đó, do dự kiến mức Qc giao cho NT2 trong 2019 sẽ tăng lên 4,26 triệu kWh, lợi nhuận của công ty sẽ được đảm bảo ổn định hơn trước những biến động trong giá khí.

Dự báo 2019

- Tổng sản lượng điện dự phóng tăng 4,5% YoY lên 4,9 tỷ kWh trong khi giá bán điện bình quân giảm 2,6% YoY do giá khí đầu vào giảm.
- Lỗ CLTG trong năm 2019 ước tính ở mức 47 tỷ đồng với giả định VND mất giá 2% so với EUR và USD.
- NLST dự phóng tăng trưởng 11% YoY, ứng với EPS đạt 2.768 đồng/CP.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Giá khí tăng đột ngột sẽ tác động tiêu cực lên khả năng cạnh tranh và lợi nhuận của công ty.
- Tỷ giá USD và EUR tăng nhiều hơn so với dự phóng.

Dồi dào động lực tăng trưởng

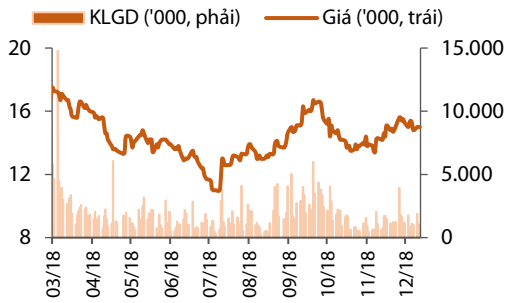
MUA	29%
Giá hiện tại (VND)	14.500
Giá mục tiêu (VND)	18.400
Cổ tức tiền mặt (VND)*	300

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	35.729,9
SLCPĐLH (triệu cp)	2.341,9
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.808,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	27,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	34,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	79,9

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	28.212	29.710	33.872	36.344
% yoy	21,4	5,3	14,0	7,3
LNST	1.075	2.233	1.732	2.896
% yoy	-50,5	107,8	-22,4	67,2
ROA (%)	1,5	3,7	2,9	5,0
ROE (%)	4,5	9,0	7,0	10,7
EPS (VND)	463	1.014	731	1.222
GTSS (VND)	11.048	11.437	10.633	11.528
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	300	300
P/E (x)	N/A	N/A	20,9	12,5
P/BV (x)	N/A	N/A	1,6	1,5

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

TCT Điện lực dầu khí (UpCom:POW) được thành lập từ năm 2007 với 100% vốn góp từ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Hiện nay POW là đơn vị sản xuất điện lớn thứ hai tại Việt Nam với danh mục nhà máy có quy mô lên tới 4,2 GW, chiếm khoảng 10% tổng công suất hệ thống điện quốc gia.

Trong cơ cấu công suất của mình, mảng nhiệt điện khí chiếm tỷ trọng lớn nhất với 64% tổng công suất, phần còn lại bao gồm mảng nhiệt điện than (30%) và thủy điện (6%). Sau khi IPO thành công và niêm yết POW trên sànUpCom vào đầu 2018, nhà nước dự kiến sẽ tiếp tục thoái bớt vốn tại đây trong năm 2019.

Sau đợt chuyển mình ấn tượng về KQKD trong năm 2017, POW khởi đầu 2018 với nhiều khó khăn như sản lượng hợp đồng (Qc) thấp hơn cho các nhà máy nhiệt điện (NMNĐ), sự cố về nguồn cung khí và giá khí tăng cao. Bên cạnh đó, nhà máy Vũng Áng 1 và Nhơn Trạch 1 gặp sự cố ký thuật cũng ảnh hưởng tới sản lượng điện thương phẩm của công ty. Vì vậy, LNST năm 2018 của POW ước đạt 1.732 tỷ đồng (-22% YoY). Bước sang năm 2019, việc Qc dự kiến được tăng lên, nguồn cung nhiên liệu ổn định và chi phí khấu hao giảm mạnh sẽ là những động lực quan trọng cho tăng trưởng lợi nhuận của POW.

Luận điểm đầu tư

- **Nguồn cung nhiên liệu được đảm bảo giúp POW ổn định vận hành trong 2019.** Mỏ khí Phong Lan Dại đi vào hoạt động từ tháng 2/2019 sẽ đóng góp khoảng 10% tổng nguồn cung khí ở khu vực Đông Nam Bộ, nơi đặt nhà máy NT1 và NT2 của POW. Trong khi đó, nhà máy Vũng Áng 1 đã ký kết hợp đồng cung cấp đủ than cho năm 2019 với TKV. Về công tác sửa chữa bảo dưỡng, ngoài trung tu tổ máy 2 của NMĐ Vũng Áng 1, POW không có lịch trung tu hay đại tu nào khác có thể làm gián đoạn hoạt động sản xuất trong 2019.
- **Điều kiện thị trường thuận lợi giúp cải thiện sản lượng điện và biên lợi nhuận gộp.** Triển vọng thị trường trong năm 2019 cho thấy nhiều yếu tố thuận lợi cho nhóm nhiệt điện. Các NMNĐ của POW dự kiến cũng được tăng Qc, là phần sản lượng có giá cao ổn định và do đó có BNLG tốt hơn khi bán theo giá điện thị trường (CGM). Bên cạnh đó, giá CGM trong 2019 cũng dược kỳ vọng sẽ ở mức cao hơn so với 2018. Vì vậy, chúng tôi tin rằng cả sản lượng và BLNG của POW sẽ có sự cải thiện tích cực trong 2019.
- **Chi phí khấu hao giảm mạnh là động lực tăng trưởng chính cho KQKD năm 2019.** Do nhà máy Cà Mau 1&2 đã hết khấu hao phần máy móc trong năm 2018, chi phí khấu hao của cụm nhà máy này sẽ giảm 585 tỷ đồng trong năm 2019. Ngoài ra, nhà máy Nhơn Trạch 1 cũng sẽ hết khấu hao từ tháng 8/2019, qua đó giúp chi khí khấu hao của nhà máy này trong năm giảm 141 tỷ đồng. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng việc chi phí khấu hao giảm sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của POW trong năm 2019.
- **Tiến độ thuận lợi của dự án NT3-4 sẽ giúp củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn.** Công ty dự kiến dự án này sẽ bắt đầu từ Q2/2020 và hoàn thành vào đầu năm 2023. Các bước chuẩn bị cần thiết như đàm phán cơ chế giá bán điện với EVN và lập nghiên cứu khả thi sẽ được tiến hành trong năm 2019. Vì vậy, những bước chuẩn bị này nếu diễn ra thuận lợi sẽ củng cố niềm tin đối với triển vọng tăng trưởng POW trong những năm tới.

Dự báo 2019

- Sản lượng điện dự phóng tăng thêm 1,7 tỷ kWh so với 2018.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu tăng trưởng 7% YoY lên 36.344 tỷ đồng và LN sau thuế & lợi ích cổ đông thiểu số tăng trưởng 67% YoY lên 2.896 tỷ đồng, tương ứng với EPS đạt 1.222 đồng/CP.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro tỷ giá
- Sự cố kỹ thuật tại các nhà máy điện

Chuyển động lực tăng trưởng

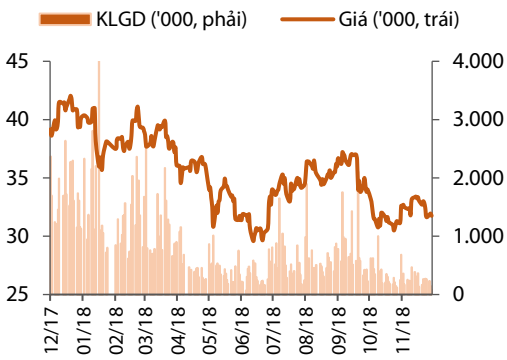
MUA	54%
Giá hiện tại (VND)	32.400
Giá mục tiêu (VND)	48.400
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.600

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.045,7
SLCPĐLH (triệu cp)	310,1
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	543,0
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	18,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	5,3

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	3.659	4.995	5.244	5.832
% yoy	38	37	5	11
LNST	1.093	1.377	1.686	1.949
% yoy	28	26	22	16
ROA (%)	8	9	10	11
ROE (%)	14	15	16	16
EPS (VND)	3.519	4.441	5.384	6.224
GTSS (VND)	23.080	25.912	29.696	34.319
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	1.600	1.600	1.600
P/E (x)	9,0	7,1	5,9	5,1
P/BV (x)	1,0	1,5	1,1	0,9

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

REE là tập đoàn đa ngành với hoạt đông kinh doanh xoay quanh các mảng Cơ điện lạnh (M&E), văn phòng cho thuê, phát triển BĐS và tiện ích điện nước. Lợi nhuận từ các công ty liên kết, trong đó chủ yếu là các doanh nghiệp ngành điện, chiếm hơn một nửa lợi nhuận của REE. Lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số năm 2017 của REE phân theo mảng kinh doanh gồm có: mảng điện (39%), nước (7%), văn phòng cho thuê (20%), phát triển BĐS (9%), M&E (23%), Reetech và lợi nhuận khác (1%).

Trong 2018, mảng tiện ích điện nước tiếp tục thể hiện KQKD ấn tượng với LNST ước đạt mức tăng trưởng 50% YoY và trở thành động lực tăng trưởng chính cho KQKD của REE. Bên cạnh đó, lợi nhuận đột biến từng chuyển nhượng dự án bất động sản cũng giúp mảng này ước đạt tăng trưởng 30% YoY mặc dù lợi nhuận ở công ty con là VIID sụt giảm. Vì vậy, chúng tôi ước tính REE sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận ròng khoảng 22% trong năm 2018. Đối với triển vọng 2019, dự kiến động lực tăng trưởng chính sẽ chuyển sang mảng văn phòng cho thuê. Đồng thời, các khoản đầu tư mới kỳ vọng sẽ tiếp tục giúp mảng tiện ích điện nước tiếp tục có sự tăng trưởng.

Luận điểm đầu tư

- **Các khoản đầu tư hiệu quả giúp duy tăng trưởng.** Là một nhóm công ty, REE luôn giữ lại phần lớn lợi nhuận hàng năm để tái đầu tư vào lĩnh vực cốt lõi của mình là hạ tầng điện nước. Bên cạnh tăng trưởng nhờ mở rộng danh mục đầu tư, REE cũng tạo thêm giá trị cho những công ty trong danh mục của mình bằng cách hợp tác với các cổ đông hiện hữu để giải quyết các vấn đề cốt lõi và tạo ra tăng trưởng lợi nhuận ở những công ty này. Vì vậy, ngay cả trong những năm mà REE chỉ có rất ít khoản đầu tư mới như 2018, mảng tiện ích điện nước vẫn tiếp tục là động lực tăng trưởng cho KQKD của Công ty.
- **Mảng văn phòng cho thuê trở thành động lực chính trong năm 2019 trong khi mảng tiện ích điện, nước tăng trưởng nhẹ.** Theo đánh giá của chúng tôi, các doanh nghiệp chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư ngành điện đều đã đạt đỉnh về KQKD trong năm 2018. Phần lớn tăng trưởng trong dự phóng đều đến từ các khoản đầu tư mới có tổng giá trị khoảng 1.500 tỷ đồng, tính cả nguồn vốn chưa giải ngân từ 2018. Tuy nhiên, động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong năm 2019 sẽ đến từ mảng văn phòng cho thuê do tòa nhà etown Central dự kiến sẽ có năm đầu tiên hoạt động với tỷ lệ lấp đầy 100% và giúp LNST mảng này tăng trưởng 39% YoY.
- **Tăng trưởng lợi nhuận cao, quản trị doanh nghiệp vững vàng và chính sách cổ tức tiền ổn định giúp định giá hiện tại của REE trở nên hấp dẫn.** Cổ phiếu REE hiện đang được giao dịch ở mức P/E dự phóng 2019 là 5,1x và P/B là 1,1x. Tăng trưởng kép của EPS điều chỉnh trong 5 năm qua đạt 11% và dự kiến đạt 10% trong 5 năm tới. Bên cạnh đó, ngoài việc giữ lại lượng lớn nguồn lợi nhuận hàng năm để tái đầu tư, REE cũng luôn duy trì chính sách cổ tức tiền hàng năm ở mức 1.600 đồng/CP, ứng với tỷ suất cổ tức là 5%.

Dự báo 2019

- Chúng tôi dự phóng LN sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số của công ty tăng trưởng 16% YoY lên mức 1.949 tỷ đồng, chủ yếu dẫn dắt bởi mảng văn phòng cho thuê (+39% YoY), M&E (+13% YoY), và tiện ích điện nước (+12% YoY).
- Dự phóng EPS năm 2019 đạt 6.224 đồng/CP.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Triển vọng về dài hạn của mảng phát triển BĐS vẫn chưa rõ ràng, do đó tạo ra rủi ro khi dự phóng KQKD của toàn công ty.
- Chiết khấu trong định giá tập đoàn đa ngành tiếp tục là rào cản lớn khiến định giá của cổ phiếu REE duy trì ở mức thấp.

Lợi nhuận 2019 trở lại mức 'bình thường'

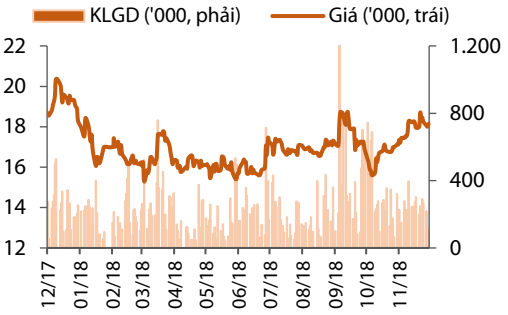
MUA	40%
Giá hiện tại (VND)	18.200
Giá mục tiêu (VND)	23.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.500

(*) kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.915,3
SLCPĐLH (triệu cp)	320,6
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	366,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	6,9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	34,3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	51,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	5.977	6.236	7.009	7.132
% yoy	-22	4	12	2
LNST	549	854	972	873
% yoy	-2	56	14	-10
ROA (%)	5	11	13	13
ROE (%)	10	16	16	14
EPS (VND)	2.063	2.680	2.880	2.587
GTSS (VND)	16.204	17.083	17.462	17.549
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.510	3.207	2.500	2.500
P/E (x)	8,1	8,5	6,3	7,0
P/BV (x)	1,0	1,3	1,0	1,0

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) được thành lập vào năm 1982, là một trong những nhà máy nhiệt điện lâu đời và lớn nhất ở miền Bắc Việt Nam. PPC có hai nhà máy nhiệt điện, gồm PL1 với công suất thiết kế 440 MW và 600 MW, đồng thời sở hữu khoảng 26% cổ phần của Nhiệt điện Hải Phòng – nhà máy nhiệt điện mới có công suất 1.200 MW. PPC cung cấp trung bình 6 tỷ kWh điện năng mỗi năm, chiếm khoảng 6% tổng nguồn cung điện quốc gia. Thời gian khấu hao của PL1 đã hết vào năm 2014 và giữa năm 2015 đối với PL2.

Cổ đông Nhà nước sở hữu 52% cổ phần của PPC do GENCO2 làm người đại diện. EVN có sự ảnh hưởng khá lớn ở PPC và thường kế hoạch hàng năm của nhà máy bám sát kế hoạch năm của EVN.

Mặc dù sản lượng hợp đồng (Qc) giảm, nhiệt điện Phả Lại vẫn đạt được KQKD ấn tượng trong 2018 với sản lượng điện ước tăng 41% YoY. Do đó, chúng tôi ước tính LNST năm 2018 của công ty tiếp tục tăng trưởng 14% YoY từ mức cao của năm 2017. Về triển vọng trong năm 2019, việc được tăng Qc có thể sẽ bất lợi cho KQKD bởi điều này sẽ làm giảm tỷ lệ sản lượng tham gia thị trường điện (CGM) của PPC. Trong năm 2018 công ty đạt được giá bán điện bình quân trên CGM còn cao hơn cả giá điện hợp đồng. Do đó, chúng tôi dự báo LNST của PPC trong năm 2019 sẽ giảm về mức bình thường.

Luận điểm đầu tư

- **Lợi nhuận dự kiến sẽ giảm từ mức đỉnh của năm 2018 nhưng vẫn đủ cao để duy trì mức cổ tức hiện tại.** Mặc dù Qc của PPC trong 2018 giảm 5% so với 2017, điều kiện thị trường thuận lợi giúp PPC vẫn đạt được mức giá bán bình quân cao hơn từ 5% - 9% so với năm 2017. Vì vậy, mức Qc cao trong 2019 cũng có nghĩa là ít hưởng lợi từ CGM hơn và giá bán điện bình quân thấp hơn cho PPC. Chúng tôi ước tính việc Qc tăng sẽ giúp PPC tăng 9% sản lượng điện nhưng lợi nhuận trên mỗi kWh điện sẽ giảm 18% YoY, qua đó làm LNST giảm 10% YoY trong năm 2019.
- **Tiềm năng tăng trưởng LN dài hạn nhờ các khoản đầu tư.** Trong khi cả hai dây chuyền hiện tại của PPC đều đã cũ, công ty cũng đang nắm tỷ lệ sở hữu lớn ở các nhà máy điện khác như HND và QTP. Hiện nay, cả hai nhà máy này đều đang trong những năm đầu vận hành nên lợi nhuận còn thấp do chi phí tài chính và chi phí khấu hao vẫn cao. Tuy nhiên, do đặc điểm của các nhà máy điện là lợi nhuận có xu hướng cải thiện dần vào những năm tiếp theo, chúng tôi tin rằng HND và QTP sẽ là những động lực quan trọng cho tăng trưởng KQKD của PPC trong giai đoạn 2019 – 2022.
- **Dòng tiền khỏe mạnh giúp PPC duy trì mức cổ tức cao trong những năm tới, qua đó khiến định giá hiện tại trở nên hấp dẫn.** Do PPC đã trả phần lớn khoản nợ của mình, dòng tiền tự do (FCFE) từ năm 2017 trở đi luôn ở mức 830 - 1.000 tỷ đồng mỗi năm, tương ứng với 2.600 – 3.200 đồng/CP. Nhờ có dòng tiền ổn định này, chúng tôi tin rằng công ty có thể dễ dàng duy trì mức cổ tức tiền hàng năm khoảng 2.500 đồng/CP. So với thị giá cổ phiếu hiện nay, tỷ suất cổ tức lên tới 14%.

Dự báo 2019

- Chúng tôi dự phóng sản lượng điện tăng 9% YoY trong khi giá bán điện bình quân giảm 6% YoY.
- LNST của công ty sẽ giảm nhẹ 10% về mức 873 tỷ đồng, ứng với EPS đạt 2.587 đồng/CP.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro sự cố kỹ thuật luôn thường trực ở dây chuyền Phả Lại 1. Nếu gặp sự cố vào mùa cao điểm, khi cả Qc và giá CGM đều đang cao, điều này sẽ tạo ra khoản doanh thu CfD (hợp đồng chênh lệch) âm lớn cho PPC.
- Biến động giá cổ phiếu QTP sẽ ảnh hưởng lớn lên LNST trên BCTC của công ty.
- Vấn đề trong đàm phán lại hợp đồng PPA cho dây chuyền Phả Lại 1 sẽ làm suy yếu triển vọng của PPC trong năm 2020.

NGÀNH DẦU KHÍ - "NGÓNG" TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN

Vu Tran (vu.thx@vdsc.com.vn)

Ngành dầu khí khép lại 2018 với kết quả nhìn chung tích cực hơn so với 2017. Tuy nhiên vẫn còn đâu đó nhiều điều phải băn khoăn nhất là khi các dự án dầu khí lớn tiếp tục bị trễ tiến độ. Trong bối cảnh nhu cầu về dầu khí trong nước tiếp tục cao và các dự án dầu khí hiện tại đang đi vào thời kỳ cuối của chu kỳ khai thác, Việt Nam cần thiết phải đẩy nhanh tiến độ các dự án dầu khi trọng điểm trong thời gian tới. Với mục tiêu trên, ngành dầu khí một lần nữa được kỳ vọng sẽ hưởng lợi, nhất là các công ty hoạt động ở khâu thượng nguồn.

Cơ hội đầu tư

OPEC và các đồng minh cắt giảm sản lượng để hỗ trợ giá dầu. Trong bối cảnh giá dầu giảm mạnh do nguồn cung từ Mỹ tăng mạnh cộng với nhu cầu dầu của thế giới được dự báo suy giảm, OPEC và các đồng minh đồng ý cắt giảm sản lượng nhằm hỗ trợ cho giá dầu thế giới. CTCK Rồng Việt kỳ vọng giá dầu Brent sẽ được giữ ở mức 60USD/thùng và đây là tiền đề để các dự án trong nước có thể triển khai.

PVN ổn định bộ máy hoạt động. Trải qua nhiều "biến động" trong bộ máy lãnh đạo, PVN đang dần trở lại ổn định để tiếp tục thực hiện các nhiệm vụ trọng tâm đặc biệt là đẩy nhanh tiến độ các dự án và thực hiện kế hoạch thoái vốn.

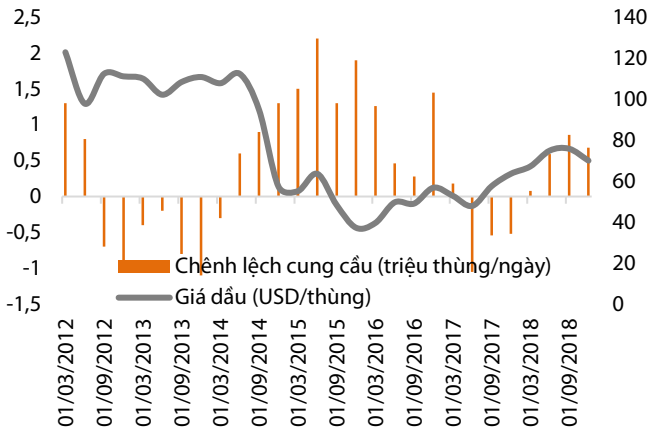
Kế hoạch thoái vốn của PVN có thể là động lực cho một số cổ phiếu. Từ 2019, PVN tiếp tục kế hoạch thoái vốn khỏi một số công ty lớn trong ngành. Đây có thể là điểm hỗ trợ cho giá cổ phiếu của ngành dầu khí trong thời gian tới.

Hưởng lợi từ các dự án lớn. Trong điều kiện các mỏ dầu khí hiện tại đang ở giai đoạn cuối của chu kỳ khai thác, việc các dự án mới được triển khai là cần thiết và đảm bảo đầu vào cho các ngành công nghiệp điện khí, sản xuất đạm tại Việt Nam. Và ngành dầu khí sẽ được hưởng lợi nhờ nguồn công việc đều đặn trong nhiều năm đến từ các dự án lớn như Lô B, Nam Côn Sơn 2 GĐ2, Sư Tử Trăng GĐ2. Trong các khâu sản xuất, CTCK Rồng Việt cho rằng các doanh nghiệp ở khâu thượng nguồn sẽ là nhóm được hưởng lợi nhiều nhất.

Rủi ro

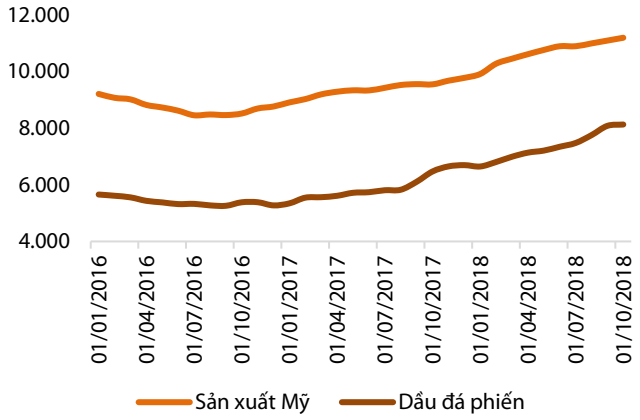
- **Giá dầu giảm.** Giá dầu giảm mạnh xuống dưới 60USD/thùng sẽ tác động đến tiến độ các dự án.
- **Các dự án gặp khó khăn thu xếp vốn.** Một số dự án lớn đang khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn tài trợ.

Hình 91: Chênh lệch cung cầu (cột trái) và giá dầu Brent (cột phải)



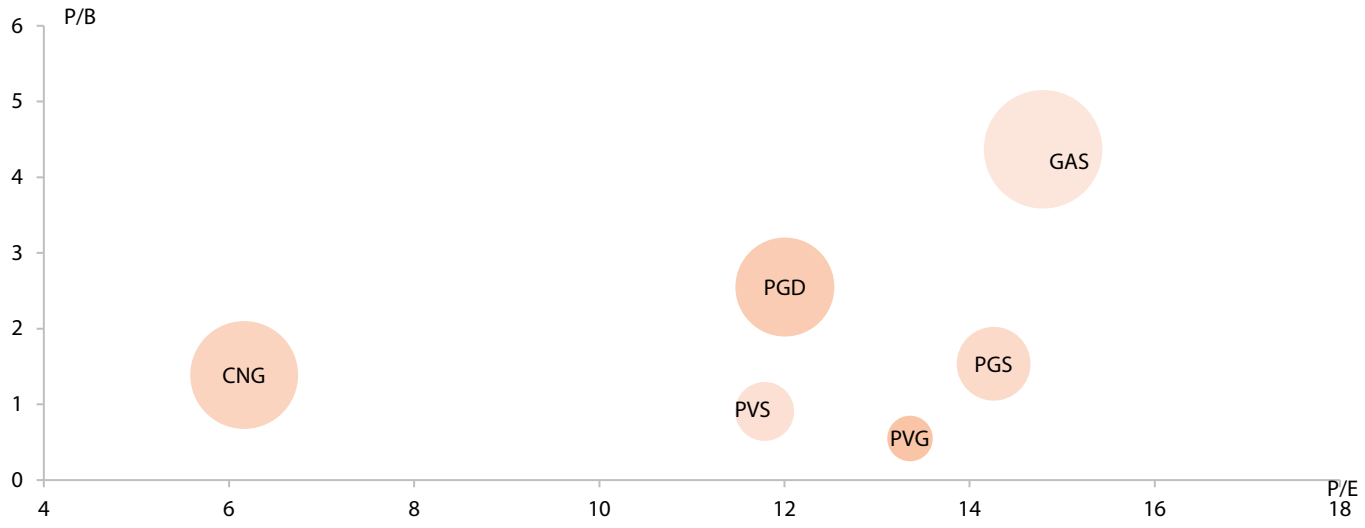
Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt tính toán

Hình 92: Nguồn cung dầu đá phiến Mỹ và tổng nguồn cung dầu của Mỹ (Đơn vị: nghìn thùng/ngày)



Nguồn: Bloomberg

Hình 93: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành dầu khí



*Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, *Kích thước bong bóng: ROE*

Trông chờ vào các dự án dầu khí lớn

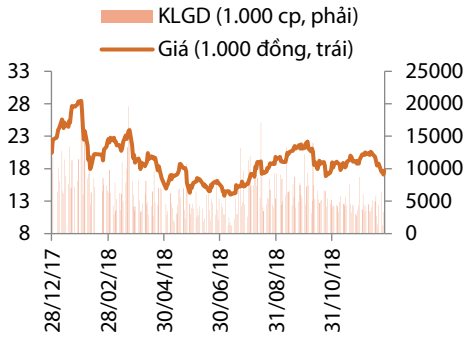
MUA	21%
Giá hiện tại (VND)	20.300
Giá mục tiêu (VND)	23.800
Cổ tức tiền mặt (VND)*	500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.702
SLCPĐLH (triệu cp)	478
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	5.238
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	109
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	29,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	51,4

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	18.682	16.729	16.300	16.775
% yoy	-20,0	-10,5	-3,0	2,9
LNST	1.039	801	854	931
% yoy	-31,5	-22,9	6,7	9,0
ROA (%)	4,0	3,5	3,7	4,0
ROE (%)	8,8	7,5	7,6	7,8
EPS (VND)	2.159	1.729	1.776	1.936
GTSS (VND)	23.107	24.008	23.596	24.867
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	700	700	700
P/E (x)	7,6	13,6	16,0	13,8
P/BV (x)	0,7	1,0	3,0	2,6

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

TCT Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. Lĩnh vực hoạt động chính của Tổng công ty là cung cấp các dịch vụ kỹ thuật cho dầu khí, công nghiệp như: EPCI công trình biển, EPC công trình công nghiệp, Kho nổi xử lý và xuất dầu thô FSO/FPSO, Tàu dịch vụ, Khảo sát địa chấn, địa chất và công trình ngầm, Lắp đặt, vận hành và bảo dưỡng công trình biển, Cảng dịch vụ và Dịch vụ cung cấp nhân lực kỹ thuật, bảo vệ và vật tư thiết bị dầu khí.

Xét về dài hạn, giá dầu được dự báo tiếp tục khả quan sẽ là điều kiện để các dự án dầu khí lớn được triển khai. Từ đó tạo động lực giúp cho hoạt động kinh doanh của PVS cải thiện trong vài năm tới. Với vị thế của mình ở thượng nguồn, chúng tôi tin rằng PVS sẽ được hưởng lợi nhiều từ việc triển khai các dự án. Trong năm 2018, PVS chấp nhận "chịu đau" khi bỏ những mảng kinh doanh không hiệu quả nhằm tạo sức bật mạnh hơn cho công ty từ những năm tiếp theo.

Luận điểm đầu tư

- **Giải thể liên doanh mảng thăm dò địa chất (ROV) để cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh.** Mảng ROV của PVS gặp rất nhiều khó khăn trong những năm gần đây với khoản lỗ chia cho tổng công ty từ 100 tỷ đồng đến 200 tỷ đồng. Chính vì thế, việc giải thể liên doanh này sẽ giúp lợi nhuận của PVS tăng thêm 100 tỷ - 200 tỷ trong năm 2019.

- **FSO Sao Vàng Đại Nguyệt kỳ vọng đóng góp lợi nhuận đều đặn từ 2021 trở đi.** PVS đã thành công khi giành được hợp đồng cung cấp FSO cho mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt từ 2021. Với đặc điểm hợp đồng kéo dài trong nhiều năm, tàu FSO này kỳ vọng sẽ đóng góp đều đặn vào lợi nhuận của PVS khi đi vào hoạt động. Tổng giá trị hợp đồng này vào khoảng 176 triệu USD kéo dài trong 7 năm ~ 70.000 USD/ngày.

- **Kỳ vọng sẽ nhận thêm được nhiều dự án lớn trong tương lai.** Các dự án dầu khí ở trong nước đang ở vào giai đoạn cuối của chu kỳ khai thác, dẫn đến sản lượng giảm nhanh chóng và không đủ nguồn cung cho các ngành sản xuất liên quan. Chính vì thế, việc triển khai các dự án mới là vô cùng cần thiết đối với ngành dầu khí trong nước. Trong bối cảnh các dự án mới được đẩy mạnh, PVS nhiều khả năng sẽ nhận được thêm nhiều dự án mới trong tương lai như Lô B, Sư Tử Trắng GĐ2 … nhờ vào vị thế của mình trong khâu thượng nguồn.

Dự báo 2019

- Với việc mảng M&C tiếp tục ghi nhận chủ yếu 5.400 tỷ đồng từ dự án Sao Vàng Đại Nguyệt và 2.800 tỷ đồng từ dự án Gallaf, cộng thêm hoạt động các ngành khác là ổn định. Chúng tôi cho rằng doanh thu năm 2019 của PVS vào khoảng 16.775 tỷ đồng, tăng 2,9% so với số dự phóng 2017. Bên cạnh đó, nhờ giải thể liên doanh mảng ROV, LNST cổ đông công ty mẹ đạt 931 tỷ đồng, tăng 9%.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Dự án lớn khởi công chậm.
- Trích lập dự phòng thêm cho một số dự án đang thi công.

Nghi Sơn sẽ mang lại nhiều công việc hơn từ 2019

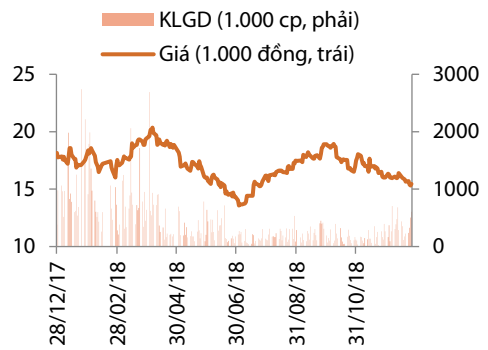
MUA	34%
Giá hiện tại (VND)	16.400
Giá mục tiêu (VND)	21.200
Cổ tức tiền mặt (VND)*	700

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,615
SLCPĐLH (triệu cp)	281
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	232
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	4.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	15.4
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	51.0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	6.734	6.129	7.700	8.535
% yoy	16,9	-9,0	25,6	10,8
LNST	416	423	709	608
% yoy	12,9	0,7	67,6	-14,2
ROA (%)	4,4	4,4	5,4	5,7
ROE (%)	9,6	11,6	13,3	13,9
EPS (VND)	1.321	1.436	2.369	2.031
GTSS (VND)	12.696	13.051	14.810	15.501
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.000	700	700
P/E (x)	8,7	12,7	6,9	8,1
P/BV (x)	0,9	1,4	1,1	1,1

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

TCT Cổ phần vận tải Dầu khí (PVTrans) là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. Hiện công ty đang hoạt động trong 3 lĩnh vực chính: vận tải dầu thô, vận tải dầu sản phẩm và vận tải LPG. Tính thời điểm hiện tại, PVTrans đang là đơn vị dẫn đầu trong lĩnh vực vận tải dầu thô và LPG với thị phần trong nước lên đến 100%. Ngoài ra, PVTrans còn tham gia cung cấp dịch vụ tàu FSO, dịch vụ O&M cho các dự án dầu khí trong nước.

Từ 2019 trở đi, PVTrans sẽ đẩy mạnh hơn nữa hoạt động đầu tư đội tàu hàng rời nhằm phục vụ cho công tác vận chuyển than ở các nhà máy nhiệt điện.

Với việc nhà máy Nghi Sơn đi vào hoạt động, PVT sẽ có thêm lượng công việc đáng kể nhờ vận tải dầu thô đầu vào cũng như các sản phẩm xăng, dầu đầu ra cho nhà máy. Bên cạnh đó, việc điều chỉnh giá cho thuê FSO Đại Hùng Queen từ 2018 giúp cho lợi nhuận của PVT tăng đáng kể trong thời gian tới. Tuy nhiên, kế hoạch mở rộng đội tàu với tổng mức đầu tư lên đến 250 triệu USD có thể khiến PVT gặp khó khăn trong vấn đề dòng tiền và hạn chế phần nào khả năng chi trả cổ tức những năm tới.

Luận điểm đầu tư

- **Mảng vận tải dầu thô có thêm việc nhờ đầu tư tàu VLCC.** Bên cạnh khối lượng công việc ổn định từ nhà máy lọc dầu Bình Sơn, PVT dự kiến sẽ mua 1 tàu VLCC để cung cấp khoảng 25% dầu thô đầu vào cho Nghi Sơn khi nhà máy hoạt động ổn định trong năm 2019, tương đương với 2,5 triệu tấn dầu thô/năm.
- **Mảng vận tải dầu sản phẩm ổn định hơn nhờ Nghi Sơn.** Khoảng ½ đội tàu dầu sản phẩm của PVT đang chạy các tuyến quốc tế vốn có giá cước không tốt và nguồn hàng không ổn định so với các tuyến trong nước. Do đó, nhà máy Nghi Sơn đi vào hoạt động thương mại từ cuối 2018 sẽ làm tăng nhu cầu vận chuyển xăng dầu nội địa và PVT có thể kéo các tàu đang hoạt động ở quốc tế về chạy trong nước, từ đó cải thiện hiệu quả hoạt động đội tàu dầu sản phẩm.
- **Mảng vận tải LPG tiếp tục tăng trưởng.** Nhu cầu LPG nội địa dự báo tăng trưởng 8%/năm kéo theo lượng công việc vẫn sẽ được đảm bảo cho đội tàu LPG, đặc biệt trong bối cảnh sản lượng nhập khẩu được bù đắp một phần từ Nghi Sơn và GPP Cà Mau. Ngoài ra, nhu cầu vận tải LPG ở khu vực cũng được dự báo ổn định hơn nhờ nhu cầu cải thiện.
- **PVT có lợi thế khi các nhà máy nhiệt điện than của PVN đi vào hoạt động.** Là 1 thành viên trong tập đoàn, PVT được kỳ vọng sẽ nhận thêm được nhiều hợp đồng cung cấp than cho các nhà máy nhiệt điện Sông Hậu, Long Phú khi các nhà máy này đi vào hoạt động.
- **PVN thoái vốn từ 51% xuống 36%.** Theo kế hoạch, PVN sẽ thực hiện thoái vốn khỏi PVT trong giai đoạn 2018-2025 và động thái này có thể là một chất "xúc tác" cho cổ phiếu trong vài năm tới.

Dự báo 2019

- Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động tạo thêm khối lượng công việc đáng kể cho PVT kể từ 2019. Với giả định PVT có thể vận chuyển khoảng 2,2 triệu tấn dầu thô cho Nghi Sơn, khoảng 1,6 triệu tấn dầu sản phẩm đầu ra, doanh thu năm 2019 ước tính vào khoảng 8.535 tỷ đồng, tăng 10,8% và lợi nhuận sau thuế dành cho công ty mẹ là 608 tỷ đồng, giảm 14,2% khi không còn khoảng lợi nhuận bất thường từ bán tàu.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Hoạt động của nhà máy Nghi Sơn không ổn định.
- Các nhà máy nhiệt điện than chậm tiến độ.
- Tỷ giá biến động mạnh gây lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện.

NGÀNH BẢO HIỂM - NỀN KINH TẾ THỊNH VƯỢNG TẠO ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Phạm Thị Tố Tâm - tam.ptt@vdsc.com.vn

Sau thời kỳ suy thoái 2013-2014, ngành bảo hiểm Việt Nam đã tăng trưởng14%/năm kể từ năm 2015, gấp đôi mức tăng trưởng của nền kinh tế (hình 94). OECD dự báo GDP của Việt Nam có thể duy trì tốc độ tăng trưởng trung bình 6,0 - 6,2% mỗi năm trong ít nhất 5 năm tới. Điều này kết hợp với tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm thấp (tổng phí bảo hiểm trên GDP, hình 95) và dân số trẻ với thu nhập tăng nhanh tạo tiềm năng lớn cho ngành.

Cơ hội đầu tư

Tầng lớp trung lưu gia tăng thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm cá nhân. Hơn 50% dân số Việt Nam sẽ gia nhập tầng lớp trung lưu toàn cầu vào năm 2035 so với 11% vào năm 2015 (hình 96). Nhu cầu tiết kiệm, đầu tư và sở hữu xe ô tô sẽ thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm cá nhân bao gồm cả bảo hiểm sinh mạng, bảo hiểm chăm sóc sức khỏe và bảo hiểm xe cơ giới.

Tăng trưởng của các dòng bảo hiểm phi nhân thọ khác hưởng lợi từ các chính sách chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc và các chính sách mới. Trong khi bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm xe cơ giới sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ tầng lớp trung lưu mở rộng, các dòng bảo hiểm khác (tài sản, hàng hóa và cháy nổ) lại cho thấy sự phục hồi chậm sau giai đoạn suy thoái kinh tế 2013-2014. Tuy nhiên, cuộc chiến thương mại sẽ mang lại cơ hội cho bảo hiểm tài sản và bảo hiểm hàng hóa vì các công ty được dự báo rằng có thể chuyển một phần các đơn hàng và nhà máy sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam. Các quy định mới/sửa đổi mới về các loại bảo hiểm khác nhau sẽ tạo hành lang pháp lý cho các sản phẩm mới (bảng 14) nhằm tăng cường đa dạng hóa sản phẩm cũng như kích thích nhu cầu đối với các sản phẩm đang có doanh thu thấp.

Lãi suất tăng. Dường như thời kỳ lãi suất giảm đã kết thúc. Lãi suất tiền gửi ngân hàng và lãi suất trái phiếu chính phủ đang tăng lên (hình 97). Gánh nặng dự phòng toán học của các công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ giảm bớt. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng rằng lợi tức đầu tư của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ (danh mục đầu tư chủ yếu là tiền gửi ngân hàng) sẽ tăng.

Bancassurance dần trở thành kênh phân phối quan trọng. Doanh thu qua kênh bancassurance đã tăng từ 5% trong năm 2012 lên khoảng 10% trong năm 2017. Do ngân hàng và công ty tín dụng tiêu dùng thường yêu cầu người vay mua bảo hiểm như một điều kiện để cấp tín dụng, kênh phân phối này có tiềm năng tăng trưởng rất lớn. Các công ty bảo hiểm được tiếp cận với mạng lưới phân phối lớn và cơ sở khách hàng của các ngân hàng nhằm phục vụ cho nghiên cứu thị trường, phát triển sản phẩm và quản lí rủi ro. Ở nhiều quốc gia, bancassurance đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu của các công ty bảo hiểm: 72% ở Tây Ban Nha, 70% ở Ý, 60% ở Pháp. Do đó, bancassurance còn nhiều cơ hội để phát triển trong những năm tới.

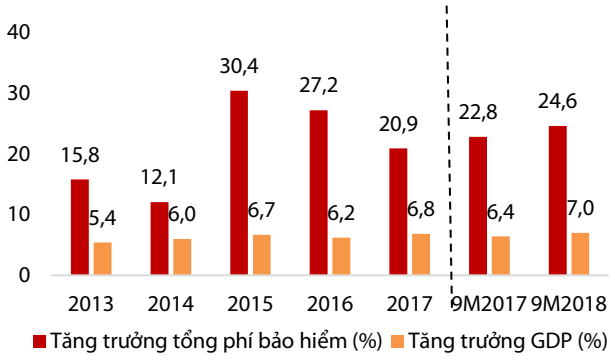
Điều kiện kinh doanh bảo hiểm thuận lợi hơn và kế hoạch thoái vốn của Chính phủ sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài hơn. Bộ Tài chính đang soạn thảo nghị định mới sửa đổi Nghị định 73/2016/NĐ-BTC. Nghị định mới được kỳ vọng sẽ nới lỏng các điều kiện kinh doanh bảo hiểm và khuyến khích các công ty bảo hiểm nước ngoài tham gia nhiều hơn vào ngành bảo hiểm Việt Nam. Ngoài ra, kế hoạch thoái vốn của Chính phủ đối với ngành bảo hiểm dự kiến sẽ tăng tốc vào năm 2019. Đây sẽ là một chất xúc tác cho làn sóng hợp tác đang gia tăng giữa các công ty bảo hiểm trong nước và các đối tác nước ngoài trong việc nâng cao chuyên môn bảo hiểm và trình độ quản lý.

Rủi ro

Thiên tai nghiêm trọng hơn dự báo. Thiên tai là rủi ro quan trọng nhất đối với các công ty bảo hiểm do mức độ tổn thất lớn chúng có thể gây ra. Thiệt hại nghiêm trọng và không thể đoán trước có thể khiến chi phí bồi thường cao hơn dự báo.

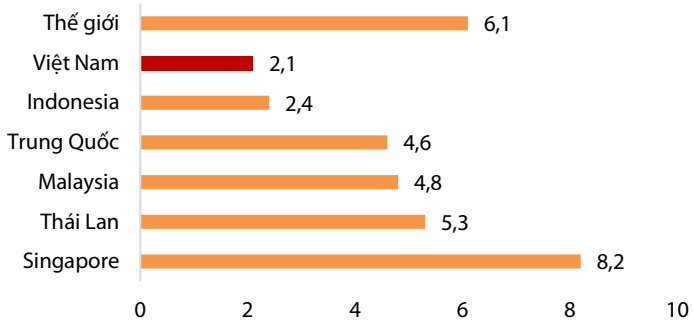
Cạnh tranh gia tăng từ chương trình bảo hiểm y tế bắt buộc của Chính phủ. Theo Nghị định 146/2018/NĐ-CP, các chính sách mới có lợi cho những người tham gia chương trình này đã có hiệu lực kể từ ngày 1 tháng 12 năm 2018. Điều này có thể khiến nhu cầu bảo hiểm sức khỏe sụt giảm.

Hình 94: Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm so với tăng trưởng GDP



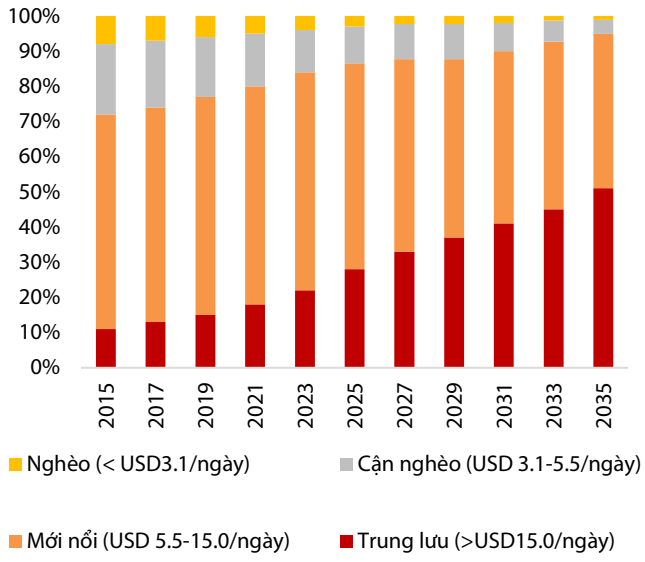
Nguồn: IAV, GSO

Hình 95: Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm 2017 (%)



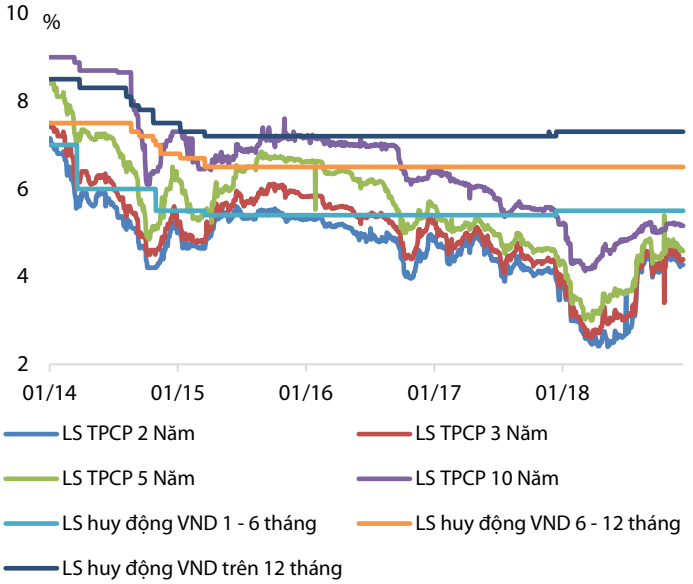
Nguồn: Swiss Re Institute

Hình 96: Cơ cấu dân số Việt Nam theo thu nhập



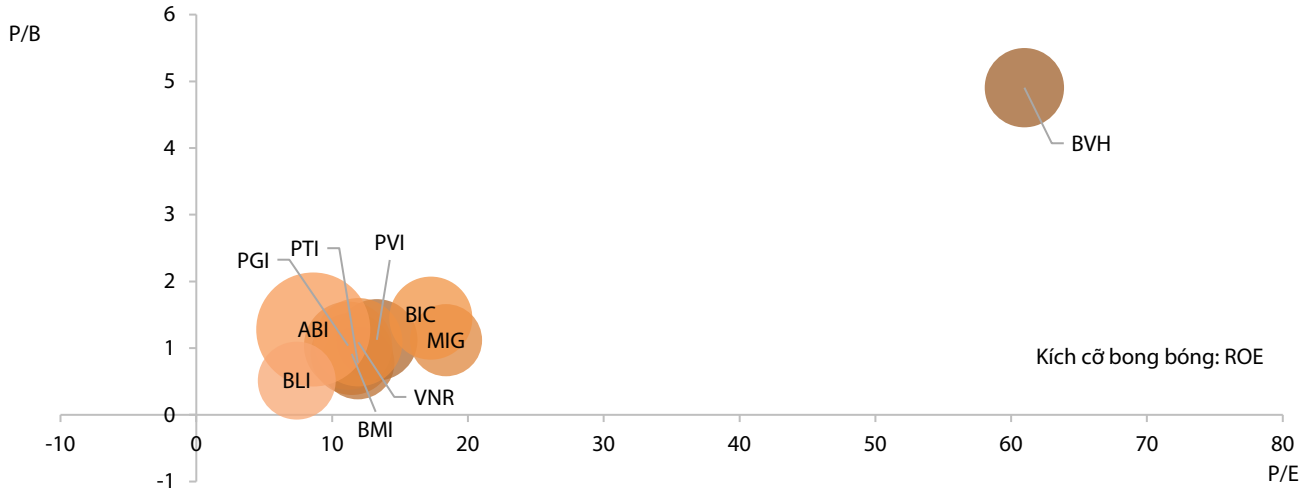
Nguồn: GSO, World Bank

Hình 97: Lãi suất tiền gửi và lãi suất TPCP



Nguồn: Fiinpro

Hình 98: P/E, P/B và ROE các công ty bảo hiểm Việt Nam



Nguồn: Bloomberg

Triển Vọng Nhờ Xếp Hạng Tín Dụng Tốt

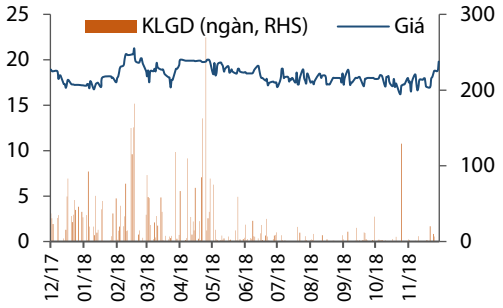
TÍCH LŨY	19%
Giá thị trường (VND)	**18.000**
Giá mục tiêu (VND)	**20.100**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1,200

(*)kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tài chính
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,592.5
SLCPĐLH (triệu CP)	88.7
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	3.7
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0.1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	28.3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	44.6

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	2.066	2.335	2.411	2.563
% yoy	9,0	13,0	3,3	6,3
LNST	**102**	**127**	**141**	**174**
% yoy	9,5	24,9	11,0	23,4
ROA (%)	2,6	2,7	2,8	3,2
ROE (%)	11,9	10,7	9,5	11,4
EPS (VND)	1.236	1.218	1.347	1.674
GTSS (VND)	12.882	16.546	16.926	17.662
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.100	1.200	1.200	1.200
P/E (x)	16,5	17,5	12,4	9,9
P/BV (x)	1,6	1,2	1,2	1,2

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1995 và được niêm yết trên sàn giao dịch HSX vào năm 2011, Công ty cổ phần bảo hiểm Petrolimex là một trong năm công ty bảo hiểm phi nhân thọ lớn nhất tại Việt Nam với thị phần chiếm 6%.

Cung cấp nhiều loại sản phẩm như các công ty bảo hiểm phi nhân thọ khác, bốn phân khúc chính bao gồm bảo hiểm sức khỏe và tai nạn, bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm vận chuyển hàng hóa và bảo hiểm tài sản và thiệt hại.

Mặc dù ngành bảo hiểm phi nhân thọ của Việt Nam tăng trưởng 14%/năm trong ba năm qua, tốc độ tăng trưởng trung bình của PGI trong cùng kỳ chỉ là 7%/năm do công ty bám sát chiến lược kinh doanh thận trọng tập trung vào lợi nhuận. Điều này giải thích tại sao thị phần PGI liên tục giảm trong khi lợi nhuận lại tăng mạnh. Cùng với một danh mục đầu tư được quản lý tốt, công ty trở thành một khoản đầu tư hấp dẫn trong lĩnh vực bảo hiểm.

Luận điểm đầu tư

- **Ngành bảo hiểm được hưởng lợi từ nền kinh tế phát đạt.** OECD dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 6-6,2% mỗi năm trong 5 năm tới. Tỷ lệ tầng lớp trung lưu được dự báo sẽ đạt 50% dân số từ mức 11% trong năm 2015. Do đó, nhu cầu về nhiều loại sản phẩm bảo hiểm (sức khỏe, tài sản và xe cơ giới) sẽ tăng đáng kể, hỗ trợ cho tăng trưởng doanh thu của các công ty bảo hiểm. Trên thực tế, ngành bảo hiểm phi nhân thọ luôn tăng trưởng gấp đôi tốc độ tăng trưởng GDP trong ba năm qua.
- **Tái cấu trúc sản phẩm tập trung vào các sản phẩm hiệu quả.** Bảo hiểm sức khỏe và tai nạn dự kiến sẽ trở thành phân khúc ngày càng quan trọng của công ty trong khi bảo hiểm xe cơ giới sẽ giảm dần và duy trì ở mức 35% tổng phí bảo hiểm gốc. Các khách hàng yêu cầu bồi thường quá thường xuyên sẽ bị loại khỏi danh sách khách hàng.
- **Samsung Fire and Marine Insurance (SFMI), đối tác chiến lược,** sẽ hỗ trợ đào tạo nhân viên, marketing, số hóa hoạt động và giới thiệu PGI đến các công ty con của Samsung và cộng đồng người Hàn Quốc làm việc tại Việt Nam. SFMI được xếp hạng 1 tại Hàn Quốc và 23 trên thế giới. Samsung đã đầu tư 17,3 tỷ USD vào Việt Nam. Có khoảng 60.000 người Hàn Quốc đang sống ở Việt Nam. Điều này sẽ giúp PGI tăng doanh thu, giảm chi phí và bồi thường.
- **Lãi suất tăng.** Thu nhập từ đầu tư có thể cao hơn vì lãi suất được dự báo sẽ tăng trong những năm tới. Hơn 96% danh mục đầu tư của PGI là tiền gửi ngân hàng.
- **Xếp hạng tín nhiệm tốt.** Vào tháng 9 năm 2018, PGI được xếp hạng B+ (Tốt) về sức mạnh tài chính và bbb- (Tốt) là nhà phát hành dài hạn của A.M. Best[1]. Nhờ đó, thương hiệu PGI được nhận biết tốt hơn và lợi thế cạnh tranh được cải thiện. PGI có thể cung cấp bảo hiểm cho khách hàng nước ngoài, những người có nhận thức tốt hơn về phòng ngừa rủi ro so với khách hàng trong nước.

Dự báo 2019

- Phí bảo hiểm gốc sẽ tăng 7,8%.
- Tỷ lệ tổn thất vẫn ở mức 53,6%, tương đương với năm 2018. Doanh thu phí bảo hiểm tăng nhưng yêu cầu bồi thường cũng sẽ tăng. Lý do chính là chi phí bảo trì xe sẽ tiếp tục tăng do giá phụ tùng tăng. Tỷ lệ chi phí sẽ giảm nhẹ xuống 46,4% so với ước tính 46,6% cho năm 2018. Tỷ lệ kết hợp đạt 99,9%.
- PAT đạt 214 tỷ đồng, EPS là 1.966 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thiên tai nghiêm trọng hơn dự kiến có thể khiến bồi thường cao hơn dự kiến.

[1] A.M. Best là tổ chức xếp hạng tín nhiệm duy nhất trên toàn cầu chuyên về xếp hạng các công ty bảo hiểm.

NGÀNH NGÂN HÀNG - KẾT QUẢ LỢI NHUẬN SẼ PHÂN HÓA

Nguyễn Thị Phương Lam - lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Thị Thúy Anh - anh2.ntt@vdsc.com.vn

Kế thừa đà tăng trưởng tích cực trong năm 2017, ngành ngân hàng tiếp tục đạt tăng trưởng lợi nhuận cao vào năm 2018. Trong khi đó, đã có các tín hiệu về nợ xấu mới gia tăng do các ngân hàng đẩy mạnh cho vay mảng bán lẻ và tiêu dùng. Đến tháng 9/2018, tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng niêm yết đã tăng 1,8%, dẫn đến chi phí dự phòng vẫn ở mức cao mặc dù một số ngân hàng đã tất toán hết trái phiếu đặc biệt VAMC. Trong khi tổng nợ xấu của các ngân hàng niêm yết tăng 18,3% so với đầu năm trong 9T2018, tổng chi phí dự phòng (bao gồm dự phòng cho nợ nội bảng và nợ trái phiếu đặc biệt) đã tăng 14,7% so với đầu năm, nâng số dư dự phòng rủi ro tín dụng thêm 40,6%. Nhờ đó, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) đã tăng từ mức 85,9% vào cuối năm 2017 lên 89,3% vào cuối tháng 9/2018, giúp chất lượng tài sản của các ngân hàng cải thiện.

Trong năm 2019, chúng tôi cho rằng khả năng duy trì/mở rộng NIM và diễn biến chi phí dự phòng sẽ phân hóa giữa các ngân hàng. Trong khi đó, các ngân hàng vẫn đang trong quá trình nâng cấp hệ thống ngân hàng lõi và đầu tư vào ngân hàng số, nên khó có thể tiết kiệm chi phí hoạt động trong vài năm tới. Bên cạnh khả năng kiểm soát chi phí dự phòng thì các nhân tố này sẽ đóng vai trò chủ chốt trong việc quyết định tăng trưởng lợi nhuận của từng ngân hàng.

Triển vọng đầu tư

Mặc dù tỷ lệ nợ xấu đang tăng dần lên nhưng bộ đệm dự phòng cũng được cải thiện hơn. Sau Nghị quyết 42/2017/QH14 có hiệu lực vào tháng 9/2017, việc thu hồi nợ xấu VAMC đã có tiến triển tích cực. Đặc biệt, tổng số nợ do công ty VAMC xử lý được từ tháng 9/2017 đến tháng 9/2018 là 95 ngàn tỷ đồng, cao hơn 1,4 lần so với tổng số xử lý nợ đã tích lũy được trong giai đoạn 2013 - 8/2017. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hầu hết các khoản thu được là từ các khoản nợ được đảm bảo bằng bất động sản trong khi xác suất thu hồi thành công từ các hình thức tài sản thế chấp khác chỉ ở mức thấp hơn nhiều. Hơn nữa, với thu nhập khá cao trong giai đoạn 2017-2018, các ngân hàng như ACB, MBB, TCB và CTG đã có thể mua lại toàn bộ trái phiếu đặc biệt để về tự xử lý.

Xem xét nợ nội bảng, chúng tôi nhận thấy chất lượng tài sản đang có diễn biến theo chiều hướng khác nhau. Do cho vay mảng bán lẻ và tiêu dùng gần đây tăng trưởng nhanh, nợ xấu tại một số ngân hàng đang có xu hướng tăng dần. Chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ còn tiếp diễn trong năm 2019, khiến cho chi phí dự phòng tăng lên ở một số ngân hàng. Điểm tích cực là tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu của một số ngân hàng, điển hình như ACB, CTG và VCB đang tiếp tục cải thiện.

Thu nhập lãi tiếp tục tăng trưởng nhưng đang chậm lại. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng năm 2019 sẽ bằng hoặc thấp hơn một chút so với năm 2018 do NHNN định hướng sẽ kiểm soát tăng trưởng tín dụng chặt chẽ hơn. Quá trình tối ưu hóa danh mục cho vay (đẩy mạnh cho vay bán lẻ) đã góp phần mở rộng NIM trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, nhiều khả năng dư địa tăng NIM sẽ bị hạn chế bởi mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt trong mảng cho vay bán lẻ do có nhiều ngân hàng đều đang nhắm đến phân khúc này. Về mặt huy động vốn, chúng tôi tiếp tục nhận thấy chi phí huy động đang phải chịu áp lực khi các ngân hàng đang đẩy mạnh huy động tiền gửi và phát hành trái phiếu dài hạn nhằm đáp ứng các quy định chặt chẽ hơn về vốn trong năm sau. Xét riêng từng ngân hàng, chúng tôi cho rằng một số ngân hàng nhất định vẫn còn khả năng tăng NIM, điển hình như MBB với lợi thế chi phí huy động thấp, VPB với đóng góp đáng kể từ cho vay không tài sản đảm bảo hay ACB và VCB với chất lượng tài sản tốt và thanh khoản dồi dào.

Việc tăng trưởng tín dụng bị kiềm chế và dư địa tăng NIM không còn nhiều đã khiến thu nhập lãi thuần giảm tốc kể từ quý 3/2018. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ còn tiếp diễn trong năm 2019, theo đó đưa tăng trưởng thu nhập lãi thuần xuống một mức thấp hơn, ổn định hơn. Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng khi các quy định pháp lý về vốn và cho vay trở nên chặt chẽ hơn thì các ngân hàng nắm thị phần lớn về trái phiếu doanh nghiệp dài hạn như TCB sẽ có lợi thế.

Thu nhập dịch vụ đóng góp nhiều hơn vào tổng thu nhập hoạt động (TNHĐ). Thu nhập dịch vụ của các ngân hàng đang tăng trưởng, phần lớn do phí giao dịch, bảo lãnh tăng mạnh và đóng góp nhiều hơn từ các dịch vụ mở rộng như bán chéo, bảo hiểm và môi giới. HDB đã ghi nhận mức tăng trưởng thu nhập dịch vụ cao nhất trong 9T2018 với việc đẩy mạnh các hoạt động môi giới bảo hiểm. Các ngân hàng tiếp

theo cũng có tốc độ tăng trưởng thu nhập dịch vụ cao là CTG và MBB, vốn là các ngân hàng đã hoàn thành nâng cấp ngân hàng lõi gần đây. VCB cũng sẽ vận hành hệ thống ngân hàng lõi mới trong năm 2019. Trong khi đó, BID sẽ phải chịu áp lực hoàn thiện nâng cấp hệ thống. Dù vậy, chỉ còn VCB và BID, với định hướng tìm kiếm đối tác phân phối bảo hiểm mới, là hai ngân hàng có tiềm năng thu được thu nhập bất thường cao từ phí ban đầu cho các hợp đồng hợp tác phân phối độc quyền với các công ty bảo hiểm.

Không tính các khoản thu nhập bất thường, chúng tôi kỳ vọng rằng thu nhập dịch vụ ở các ngân hàng chúng tôi theo dõi sẽ tăng trưởng 26,4% trong năm 2019 và sẽ chiếm tỷ trọng 10,0% trong tổng TNHĐ (từ tỷ trọng ước tính 8,6% của năm 2018).

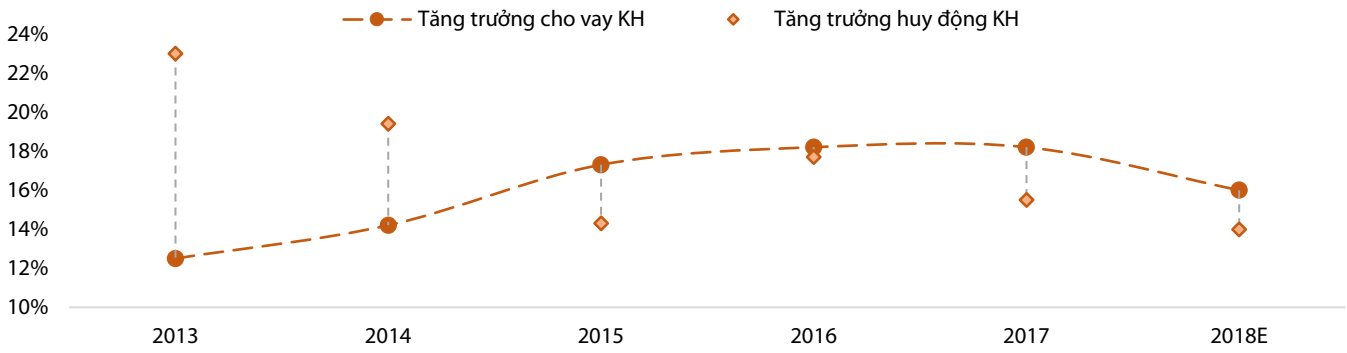
Áp lực tăng Vốn cấp 1 và Vốn cấp 2. NHNN sẽ kiểm soát bộ đệm vốn và thanh khoản của các ngân hàng một cách chặt chẽ hơn. Vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn sẽ giảm xuống mức 40% so với 45% của năm 2018 và yêu cầu về quản trị vốn theo Basel II sẽ được áp dụng từ năm 2020. Mặc dù chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc đáp ứng điều kiện đầu tiên, nhưng họ sẽ phải nỗ lực huy động vốn trong năm 2019 để thỏa mãn được quy định thứ hai. Dù là phát hành cổ phiếu hay trái phiếu, việc thực hiện cũng không phải là dễ dàng. Về việc tăng Vốn cấp 2, trong hai tháng đầu của quý 4/2018, chúng tôi nhận thấy một số ngân hàng đã tiến hành phát hành trái phiếu dài hạn nhưng tỷ lệ thành công không cao (chỉ khoảng 50%-60%). Về việc tăng Vốn Cấp 1, VCB và BID gần như đã đi đến bước cuối cùng trong việc phát hành tăng vốn. Chúng tôi kỳ vọng hai ngân hàng này sẽ hoàn thành các thương vụ tăng vốn trong năm 2019, qua đó giúp cho triển vọng tăng trưởng trở nên tích cực hơn.

VCB, VIB, và OCB đã được NHNN chấp thuận cho áp dụng tỷ lệ an toàn vốn theo chuẩn Basel II từ đầu năm 2019. VPB đã nộp đơn đăng ký tuân thủ và đang chờ phê duyệt. Các ngân hàng còn lại trong chương trình thí điểm Basel II kỳ vọng sẽ nộp đơn đăng ký áp dụng sớm trong năm 2019.

Rủi ro

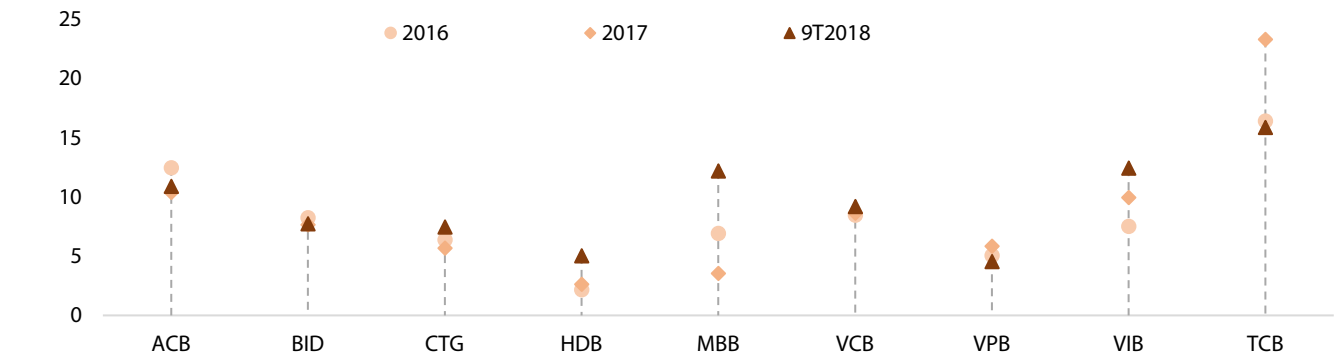
- Việc hạn mức tăng trưởng tín dụng được giao thấp hơn và việc nhà nước ban hành các quy định chặt chẽ hơn để quản lý ngành tài chính tiêu dùng có thể khiến cho tốc độ tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng thấp hơn so với dự kiến.
- Việc tái cấp vốn không thành công (BID, CTG, VCB) sẽ ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của các ngân hàng này.

Hình 99: Tăng trưởng cho vay và huy động của ngành ngân hàng



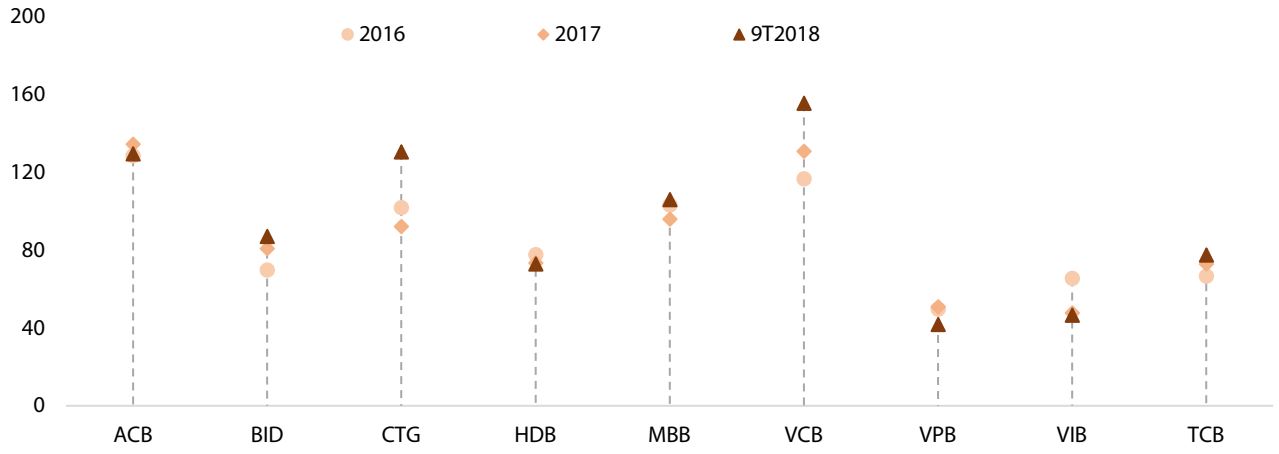
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 100: Tỷ trọng đóng góp của thu nhập dịch vụ vào TNHĐ của một số ngân hàng



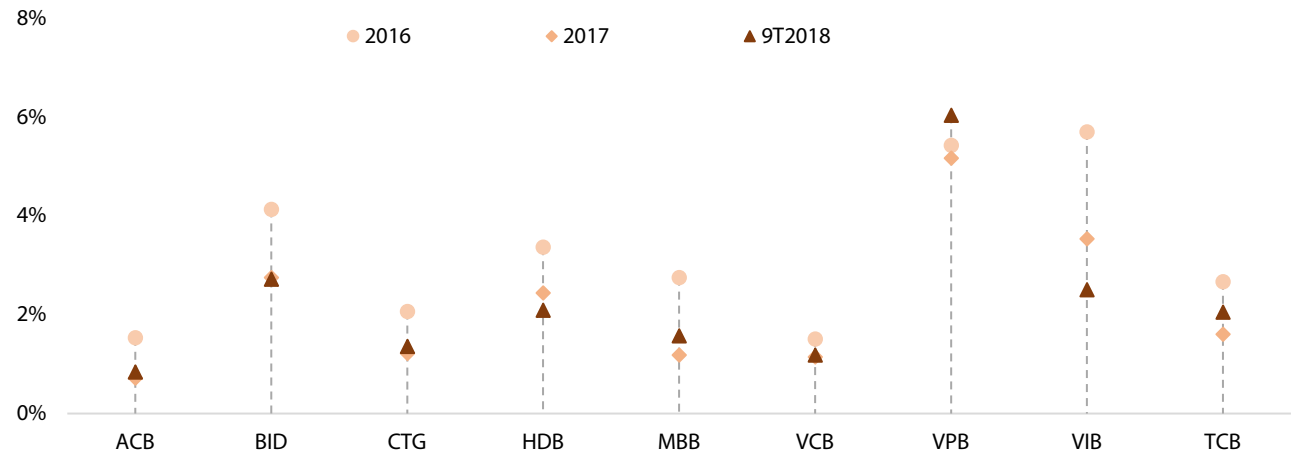
Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Hình 101: Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu của một số ngân hàng niêm yết



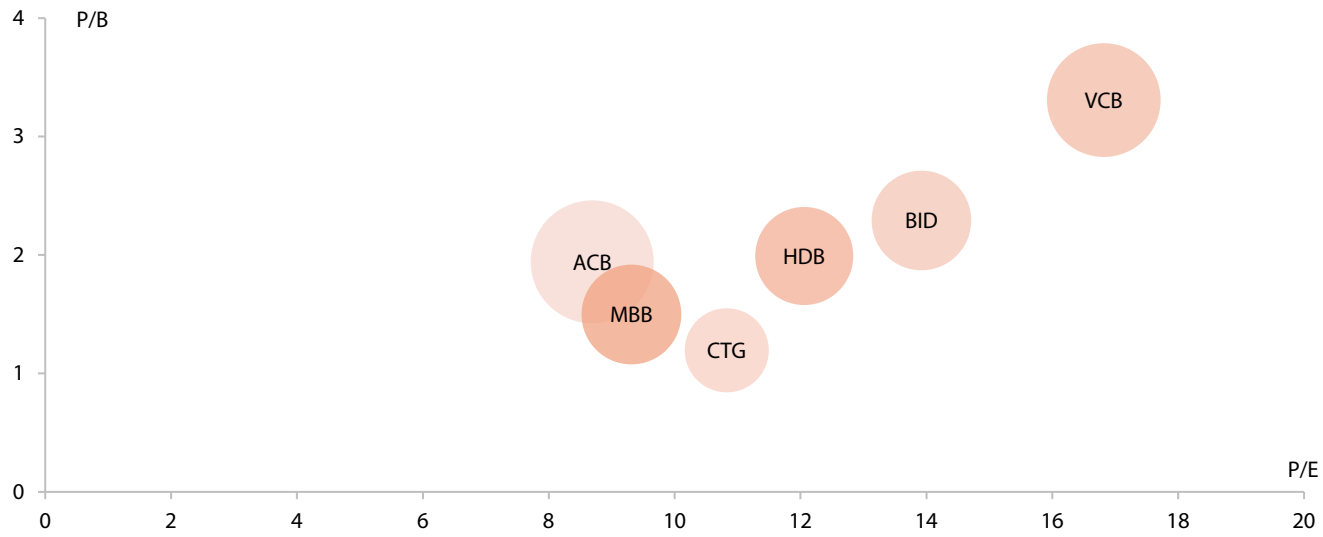
Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Hình 102: Tỷ lệ nợ xấu (NPL và VAMC) của một số ngân hàng niêm yết



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Hình 103: ROE, PE, PB của một số ngân hàng niêm yết



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng sẽ chậm lại

TRUNG LẬP 4%

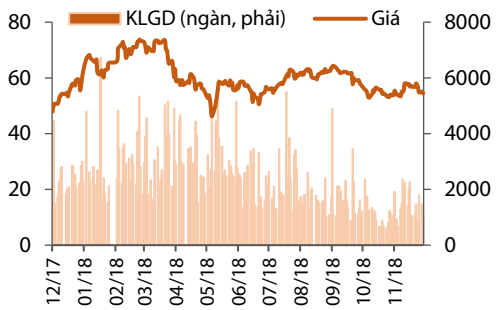
Giá thị trường (VND)	**56.500**
Giá mục tiêu (VND)	**58.500**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	800

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	203.273,9
SLCPĐLH (triệu cp)	3.597,8
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.448,9
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	85,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	9,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	77,1

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	24.886	29.406	36.235	39.824
% yoy	17,4	18,2	23,2	9,9
LNST	6.876	9.091	12.408	14.085
% yoy	29,4	32,2	36,5	13,5
ROA (%)	0,9	1,0	1,2	1,3
ROE (%)	14,8	18,1	21,7	20,8
EPS (VND)	1.517	2.103	2.871	3.259
GTSS (VND)	13.382	14.608	17.232	20.347
Cổ tức tiền mặt (VND)	800	800	800	800
P/E (x)	23,4	25,8	19,7	17,3
P/BV (x)	2,6	3,7	3,3	2,8

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

VCB là ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước lớn thứ 4 về thị phần tổng tài sản, tín dụng và huy động vốn cũng như mạng lưới giao dịch. VCB cũng có thị phần lớn về thanh toán tín dụng quốc tế. VCB hiện đang hoạt động với tư cách là một tổ chức tài chính với hoạt động kinh doanh chính là ngân hàng thương mại và các công ty liên kết.

Nhà nước sở hữu 77,1% và nhà đầu tư chiến lược (Mizuho) sở hữu 15%. Vì vậy, VCB vẫn còn room phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài.

Chúng tôi ưa thích VCB nhờ tính minh bạch cao và chất lượng tài sản tốt. Ngân hàng xếp hạng tư trong hệ thống ngân hàng về tổng tài sản và xếp hạng ba về vốn. VCB có thị phần tín dụng và tiền gửi nhỏ hơn BID và CTG. Tuy nhiên, do chất lượng tài sản cao và tỷ lệ sử dụng vốn thấp, VCB vẫn còn nhiều dư địa để nâng cao khả năng tăng trưởng lợi nhuận và khả năng sinh lời. Bằng các nỗ lực tái cấu trúc danh mục tài sản có rủi ro của mình, VCB đã trở thành ngân hàng đầu tiên đáp ứng yêu cầu vốn theo Basel II.

Luận điểm đầu tư

- ***Ngân hàng đầu ngành của Việt Nam***. Là ngân hàng Quốc doanh, VCB luôn quản lý chất lượng tài sản và thu nhập một cách chặt chẽ. Nhờ vậy, tình hình tài chính của ngân hàng rất ổn định: (1) Tỷ lệ nợ xấu thấp (1,2%) với tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu cao (156%); (2) Thanh khoản dồi dào, với hệ số dư nợ trên huy động (LDR) và vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn được kiểm soát tốt; (3) Trở thành ngân hàng đầu tiên có thể đáp ứng yêu cầu về vốn theo chuẩn Basel II.
- ***NIM vẫn còn dư địa để mở rộng***. Với thị phần cho vay cao, các biện pháp kiểm soát tăng trưởng tín dụng của NHNN sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động cho vay của VCB. Ngược lại, tăng trưởng tín dụng bị giới hạn sẽ tạo động lực để VCB tái cấu trúc danh mục cho vay theo hướng tập trung vào các khoản vay có lãi suất cao hơn, đơn cử như trong phân khúc bán lẻ. Chúng tôi kỳ vọng NIM của VCB có thể tăng 15 điểm cơ bản mỗi năm trong giai đoạn 2018-19.
- ***Tiềm năng tăng trưởng thu nhập dịch vụ***. Các hoạt động dịch vụ đang được mở rộng nhờ việc tích cực bán chéo sản phẩm, qua đó đóng góp ngày càng nhiều cho lợi nhuận ròng cho ngân hàng. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng việc vận hành chính thức ngân hàng lõi mới trong năm 2019 sẽ giúp VCB có thể phục vụ tốt hơn cho khách hàng thuộc phân khúc bán lẻ.

Dự báo 2019

- Cho vay và tiền gửi khách hàng kỳ vọng sẽ tăng lần lượt là 15% và 14,5%. NIM dự báo sẽ tăng nhẹ lên mức 2,8%. Do đó, thu nhập lãi thuần dự báo tăng 12% YoY và sẽ đóng góp 75% trong tổng thu nhập hoạt động.
- Thu nhập dịch vụ thuần dự kiến tăng 30% nhờ đóng góp nhiều hơn của bancassurance, phí giao dịch và phí từ các hoạt động dịch vụ khác. Tỷ trọng đóng góp cho tổng thu nhập hoạt động sẽ tăng lên mức gần 11% thay vì 9% như hiện nay. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và thu hồi nợ xấu sẽ duy trì như năm 2018. Theo đó, tổng thu nhập hoạt động của VCB sẽ tăng khoảng 10% YoY với chi phí hoạt động và dự phòng không đổi.
- LNST dự báo tăng 13,5% YoY và EPS sẽ ở mức 3.259 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro giảm giá là việc VCB không thể tăng đủ 10% vốn điều lệ (như kế hoạch). Điều này sẽ làm hạn chế tiềm năng tăng trưởng của ngân hàng.
- Rủi ro tăng giá có thể đến từ việc VCB trở thành đối tác độc quyền với một công ty bảo hiểm nhân thọ, sẽ mang lại một khoản phí lần đầu rất lớn.

Một nghề cho chín còn hơn chín nghề

TÍCH LŨY 18%

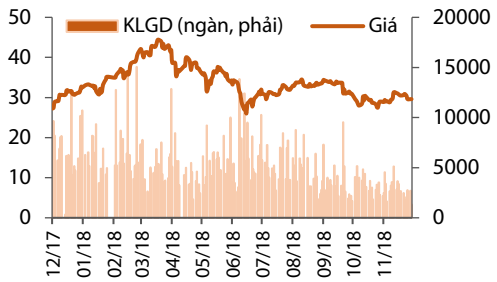
Giá thị trường (VND)	**30.400**
Giá mục tiêu (VND)	**35.800**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*)kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	37.913,8
SLCPĐLH (triệu cp)	1.247,2
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	3.239,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	100,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	7.563	11.439	13.495	15.254
% yoy	21,6	51,3	18,0	13,0
LNST	1.325	2.118	4.972	5.773
% yoy	28,9	59,8	134,7	16,1
ROA (%)	0,6	0,8	1,6	1,6
ROE (%)	9,9	14,1	27,5	25,2
EPS (VND)	1.022	1.658	3.893	4.519
GTSS (VND)	11.276	12.854	16.460	20.386
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	500
P/E (x)	17,2	22,3	7,8	6,7
P/BV (x)	1,6	2,9	1,8	1,5

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu được thành lập vào tháng 4/1993 với tư cách là ngân hàng tư nhân nhỏ hoạt động trên lĩnh vực bán lẻ. ACB là ngân hàng đầu tiên triển khai các hoạt động dịch vụ ngân hàng hiện đại như phát hành nhiều loại thẻ tín dụng từ những năm 90.

ACB là ngân hàng lớn thứ 3 xét về tổng tài sản trong nhóm ngân hàng thương mại và cũng được xem là một trong những ngân hàng bán lẻ hàng đầu. ACB đã thực hiện niêm yết vào năm 2006 và là ngân hàng đầu tiên được niêm yết trên HNX.

Ông Trần Huy Hùng (Chủ tịch và người có liên quan) sở hữu 6% trong khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài là 30%.

Những chuyển biến tích cực về kinh tế vĩ mô trong các năm qua không những đã giúp ACB giải quyết các vấn đề nợ xấu trong quá khứ mà còn tạo nguồn lực giúp ACB củng cố và đầu tư nhiều hơn vào mảng bán lẻ. Mặc dù tăng trưởng tín dụng năm 2018 chậm hơn so với 2016-1017, lợi nhuận của ACB dự báo tăng trưởng 135% YoY nhờ tỷ trọng đóng góp cao hơn của mảng dịch vụ và hoàn nhập dự phòng trong khi chi phí dự phòng giảm. Tăng trưởng lợi nhuận thuần trong năm 2019 có thể sẽ thấp hơn, với mức nền rất cao của năm 2018. Dù vậy, chúng tôi đánh giá cao ACB với chất lượng tài sản tốt và sự tập trung vào mảng bán lẻ.

Luận điểm đầu tư

- **ACB duy trì chất lượng tài sản tốt và dự trữ thanh khoản dồi dào.** Đến cuối quý 3/2018, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) cấp 1 và CAR hợp nhất của ACB lần lượt là 9,3% và 11,6%. Ngân hàng đang chuẩn bị khá tốt để có thể áp dụng chuẩn Basel II vào năm 2019. Hệ số vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn ở mức trên 16%. Trong 9 tháng đầu 2018, cho vay khách hàng của ACB đã tăng 11,3%, trong đó cho vay bán lẻ tăng 13% và chiếm 56% tổng dư nợ. Mặc dù cho vay bán lẻ tăng mạnh nhưng tỷ lệ nợ xấu vẫn được giữ ở mức 0,84% vào cuối tháng 9/2018. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) vào khoảng 130%, cao nhất trong nhóm NHTM.
- **Tập trung vào mảng bán lẻ.** Sau khi giải quyết nợ xấu trong quá khứ, ACB đã tập trung các nguồn lực để đầu tư vào phân khúc bán lẻ. Định hướng này bao gồm ba mảng chính: (1) công nghệ, xây dựng thương hiệu và nguồn nhân lực, (2) số hóa (digitalization), và (3) dữ liệu lớn (big data). Chúng tôi cho rằng việc này sẽ giúp ACB duy trì khả năng cạnh tranh trong phân khúc bán lẻ, là phân khúc có mức độ cạnh tranh ngày càng khốc liệt trong vài năm gần đây. ACB kỳ vọng có thể cải thiện năng suất cũng như thu hút nhiều khách hàng hơn trong các phân khúc thu nhập cao và vay mua nhà. Tuy nhiên, đây là một dự án dài hạn và sẽ cần thời gian để đạt được kết quả mong muốn.
- **Thu nhập dịch vụ sẽ còn tiếp tục mở rộng**. Trong năm 2018, ACB đã tăng cường cung cấp dịch vụ trong nhiều hoạt động như giao dịch, thanh toán, đại lý bảo hiểm, bảo lãnh, môi giới chứng khoán và các dịch vụ khác. Theo đó, thu nhập dịch vụ dự kiến tăng trưởng 30% YoY trong năm 2018 – 19.
- **ACB có thể bắt đầu trả một phần cổ tức bằng tiền mặt kể từ 2019.** Với tăng trưởng lợi nhuận cao trong năm 2017 – 2018, ACB trả 30% cổ tức bằng cổ phiếu trong năm 2018. Cho năm 2019, chúng tôi kỳ vọng rằng ACB có thể bắt đầu trả một phần cổ tức bằng tiền mặt. Tổng mức trả cổ tức, bao gồm cổ phiếu và tiền mặt, có thể lên đến 20%.

Dự báo 2019

- Cho vay và huy động KH dự báo tăng trưởng lần lượt 15% và 14%. Ngoài ra, ACB sẽ phát hành trái phiếu trị giá khoảng 2,8 ngàn tỷ. NIM sẽ giữ ở mức 3,5%.
- Thu nhập lãi thuần sẽ tăng trưởng 16,5% YoY và tiếp tục là nguồn thu nhập chính đóng góp khoảng 79% vào thu nhập hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng ACB có thể duy trì mức tăng trưởng thu nhập dịch vụ ở mức 30% nhờ đóng góp nhiều hơn từ bancassuarance và phí giao dịch. Ngoài ra, việc hoàn nhập dự phòng từ các khoản nợ xấu quá khứ sẽ tiếp tục cao tương đương năm 2018.
- LNST sẽ tăng trưởng 16% YoY, cho mức EPS đạt 4.519 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Nếu ACB bán cổ phiếu quỹ theo phương thức khớp lệnh thì dư cung sẽ có tác động tiêu cực tạm thời lên giá cổ phiếu.

Chi phí dự phòng cao sẽ ảnh hưởng tăng trưởng lợi nhuận

TÍCH LŨY 9%

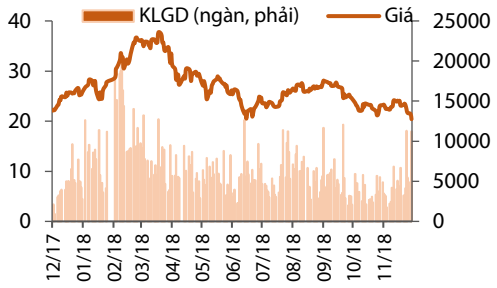
Giá thị trường (VND)	**22.400**
Giá mục tiêu (VND)	**24.300**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	83.218,1
SLCPĐLH (triệu cp)	3.723,4
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	4.297,9
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	106,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	64,5

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	26.462	32.619	36.241	39.038
% yoy	16,3	23,3	11,1	7,7
LNST	6.838	7.432	6.100	6.299
% yoy	20,0	8,7	-17,9	3,3
ROA (%)	0,8	0,7	0,5	0,5
ROE (%)	11,5	11,8	9,2	8,8
EPS (VND)	1.564	1.594	1.308	1.351
GTSS (VND)	16.843	17.126	18.385	20.077
Cổ tức tiền mặt (VND)	700	700	0	0
P/E (x)	9,6	15,2	17,1	16,5
P/BV (x)	0,9	1,4	1,2	1,1

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Vietinbank có mạng lưới giao dịch rộng khắp trên toàn quốc với 01 hội sở, 150 chi nhánh và hơn 1.000 đại lý/quỹ tiết kiệm. Đây cũng là ngân hàng lớn thứ hai về vốn điều lệ và thứ ba về tổng tài sản. Thị phần tín dụng và huy động lần lượt vào khoảng 12% và 19% vào năm 2016, tăng nhẹ so với năm trước. Hiện tại, Viettinbank đang trải qua một quá trình thay đổi mô hình kinh doanh cũng như đang đầu tư vào các ứng dụng công nghệ hiện đại, nhằm trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu Việt Nam.

Các chủ sở hữu lớn bao gồm Nhà nước (64,46%), và 3 nhà đầu tư nước ngoài là ngân hàng Tokyo-Mitsubishi UFJ, IFC L.P và IFC với tổng tỷ lệ sở hữu là 27,7%.

Sau giai đoạn tái cấu trúc mô hình hoạt động cũng như triển khai hệ thống ngân hàng lõi mới, thu nhập dịch vụ của CTG đang bắt đầu cho thấy những kết quả tích cực. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập dịch vụ sẽ tăng khoảng 30% mỗi năm trong 3 năm tới. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng CTG sẽ tiếp tục ghi nhận chi phí dự phòng cao trong năm 2019 do nợ xấu tăng nhanh. Hơn nữa, với tỷ lệ đòn bẩy cao hiện nay, ngân hàng cũng đang chịu áp lực tăng vốn. Việc CTG đã ở mức giới hạn 30% sở hữu nước ngoài có thể làm cho quá trình tăng vốn trở nên phức tạp hơn. Do đó, CTG luôn được giao dịch ở mức PBR chiết khấu nhiều hơn so với các ngân hàng khác.

Luận điểm đầu tư

- **Quá trình xử lý nợ nội bảng còn đang tiếp diễn nhưng sẽ giúp chất lượng tài sản cải thiện hơn.** Nợ xấu tăng 35% YoY, khiến cho tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 1,4% vào cuối tháng 9/2018 (2017: 1,1%). Do đó, việc nợ quá hạn tăng 25% YoY phần lớn là do nợ Nhóm 3 và Nhóm 5 tăng. Cần lưu ý rằng ngân hàng đã trích lập thêm 7,8 ngàn tỷ đồng dự phòng cho các khoản nợ xấu nội bảng trong 9T 2018. Do đó, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) của CTG đã tăng từ mức 92% vào cuối năm 2017 lên mức 130%. Trong khi đó, nợ Nhóm 3 đã tăng 23% so với đầu năm trong 9T 2018. Đây là nhóm có nhiều nguy cơ trở thành nợ Nhóm 4 và Nhóm 5 trong tương lai gần. Vì vậy, chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng của CTG sẽ tiếp tục cao trong 5-6 quý tới và ảnh hưởng kết quả lợi nhuận của CTG.
- **Đóng góp từ thu nhập dịch vụ tiếp tục tăng.** Hệ thống ngân hàng lõi mới của CTG được vận hành vào tháng 2/2017. Chúng tôi kỳ vọng hệ thống này sẽ đủ mạnh và an toàn để (1) phục vụ chiến lược ngân hàng bán lẻ của CTG, (2) nâng cao khả năng phát triển các sản phẩm dịch vụ dành cho khách hàng SME và cá nhân và (3) đưa CTG trở thành ngân hàng thanh toán cho hoạt động chứng khoán, vốn từng là sân chơi riêng của BID. Vì vậy, chúng tôi cho rằng thu nhập dịch vụ sẽ tăng trưởng 25-30% mỗi năm trong ba năm tới nhờ tăng trưởng của phí dịch vụ, thẻ ngân hàng, bảo hiểm, giao dịch và chứng khoán. Trong 9T2018, thu nhập dịch vụ của CTG tăng 55% so với đầu năm và chiếm khoảng 7,5% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng.
- **Nhiều khả năng việc tăng vốn sẽ không thể hoàn thành trong năm 2019**. Tỷ lệ CAR của CTG hiện đang tiệm cận mức tối thiểu theo yêu cầu của Thông tư 36 và dưới chuẩn Basel II. Việc tăng quỹ dự phòng sẽ phần nào hỗ trợ vốn nhưng chưa đủ và việc tăng vốn điều lệ sẽ đóng vai trò chủ chốt. Tuy nhiên, phương án này cũng không hề dễ dàng cho CTG bởi thực tế sở hữu Nhà nước đã ở mức tối thiểu cho phép (65%) và Chính phủ cũng không có ý định phân bổ thêm Ngân sách Nhà nước để đầu tư vào các ngân hàng thương mại. Quyết định 986 ban hành ngày 08/08/2018 về việc phê duyệt chiến lược phát triển của các ngân hàng Việt Nam đã đề cập đến kế hoạch thoái vốn tại các ngân hàng thương mại Nhà nước xuống còn 51%. Mặc dù vậy chúng tôi cho rằng quy định này sẽ phải đến năm 2020 hoặc sau đó mới có thể hiện thực hóa.

Dự báo 2019

- Cho vay và huy động khách hàng dự báo tăng 10%. NIM sẽ giảm nhẹ còn 2,66% do chi phí vốn tăng. Vì vậy, thu nhập lãi thuần sẽ tăng 8,7% YoY và chiếm khoảng 83% trong tổng thu nhập hoạt động.
- Thu nhập dịch vụ dự báo tăng trưởng 30% với đóng góp cao hơn từ phí giao dịch và phí bảo lãnh, và sẽ chiếm gần 9,3% thu nhập hoạt động so với mức 7,8% hiện tại. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ còn tiếp tục tăng so với năm 2018 do CTG vẫn đang ở trong quá trình tái cơ cấu.
- LNST kỳ vọng sẽ tăng 3,3% YoY, tương ứng EPS 1.351 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro giảm giá bao gồm việc tăng vốn không thành công trong trung hạn, điều này sẽ có tác động hạn chế tăng trưởng và thu nhập mạnh hơn so với dự báo hiện tại của chúng tôi.

Kỳ vọng tăng vốn từ nhà đầu tư chiến lược/tài chính

TRUNG LẬP 5%

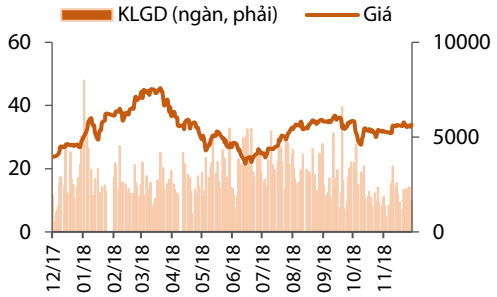
Giá thị trường (VND)	**33.900**
Giá mục tiêu (VND)	**35.000**
Cổ tức bằng tiền mặt (VND)*	700

(*) kỳ vọng trong 12 tháng

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	115.894,4
SLCPĐLH (triệu cổ phiếu)	3.418,7
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	2.336,3
Tỷ lệ CPTDCN (%)	78,2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	27,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	95,3

Diễn biến giá



Các chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	30.434	39.017	44.269	48.300
% yoy	23,2	28,2	13,5	9,1
LNST	6.138	6.787	7.384	8.470
% yoy	5,4	10,6	8,8	14,7
ROA (%)	0,7	0,6	0,6	0,6
ROE (%)	14,4	14,9	14,8	15,7
EPS (VND)	1.508	1.547	1.683	1.930
GTSS (VND)	12.443	14.284	14.904	16.681
Cổ tức tiền mặt (VND)	700	700	700	700
P/E (x)	9,4	16,5	20,1	17,6
P/BV (x)	1,1	1,8	2,3	2,0

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Là ngân hàng thương mại lâu đời nhất Việt Nam, tính đến 31/09/2018, BID có tổng tài sản 1,268 triệu tỷ đồng, lớn nhất trong các ngân hàng thương mại trong nước.

Hiện nay, mạng lưới ngân hàng bao gồm 190 chi nhánh, 853 phòng giao dịch tại 63 tỉnh thành của Việt Nam và một chi nhánh tại Yangon, Myanmar. Đây là mạng lưới giao dịch lớn thứ hai trong cả nước.

Tháng 11 năm 2018, BID đã xin được phê duyệt của cổ đông thông qua phương án phát hành 15% vốn cho KEB Hana Bank với tư cách là đối tác chiến lược trong năm 2019. Ngoài ra, ngân hàng cũng có kế hoạch tìm kiếm các nhà đầu tư tài chính tiềm năng cho tối đa 12% vốn trong giai đoạn 2019 – 2020.

BID đang có mức tăng trưởng thu nhập hoạt động thấp hơn so với trung bình ngành do thiếu vốn, biên lãi ròng không tăng và tăng trưởng thu nhập dịch vụ thấp. Trong khi đó, ngân hàng vẫn đang phải chịu gánh nặng dự phòng lớn do ảnh hưởng từ nợ xấu và VAMC còn ở mức cao. Với kế hoạch tăng vốn điều lệ và xử lý nốt nợ VAMC trong năm 2019, BID kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao hơn khi tháo gỡ được các khó khăn này. Giá mục tiêu VND35,000 của chúng tôi tương đương với mức PB dự phóng năm 2019 là 2,1 lần. Nếu phát hành chiến lược thành công, BVPS ước tính lên đến trên VND18,000, tương đương với mức PB tương đối hấp dẫn là 1,9 lần.

Luận điểm đầu tư

- **Ưu tiên cải thiện chất lượng tài sản.** BID đang duy trì tăng trưởng lợi nhuận ở mức thấp trong lúc ưu tiên làm sạch bảng cân đối kế toán. Trong 9 tháng đầu 2018, khi tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng nhẹ 14 điểm cơ bản, BID đã nâng tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu từ 80,7% lên 87,0%. Ngoài ra, tình hình thu hồi nợ VAMC cũng đang diễn ra tương đối khả quan. Với kế hoạch tất toán toàn bộ TPĐB vào giữa năm sau, chúng tôi cho rằng tỷ trọng của chi phi dự phòng so với lợi nhuận trước dự phòng của BID sẽ giảm đi từ năm 2019.
- **Tiến triển tích cực trong việc nâng vốn để đáp ứng tiêu chuẩn Basel II.** BID đã có nhu cầu tăng vốn từ nhiều năm nay nhưng chưa thực hiện được, do đó hệ số CAR đã giảm xuống mức gần ngưỡng cho phép 9% trong khi hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu đang ở mức rất cao, 22,6%. Điều này hạn chế tăng trưởng tài sản và lợi nhuận của BID. Vào tháng 11 vừa qua, cổ đông của BID đã thông qua phương án phát hành 15% vốn cho ngân hàng Hàn Quốc KEB Hana Bank trong năm 2019 với tư cách là đối tác chiến lược. Bên cạnh đó, ngân hàng cũng chạy roadshows để tìm kiếm các nhà đầu tư tài chính tiềm năng cho việc phát hành tối đa 12% vốn trong giai đoạn 2019 – 2020. Nếu thành công, an toàn vốn sẽ được cải thiện và triển vọng tăng trưởng tín dụng cũng như lợi nhuận cũng sẽ trở nên tích cực hơn.
- **BID sẽ cải thiện lợi thế cạnh tranh trong mảng cho vay bán lẻ và SME.** BID đã nỗ lực dịch chuyển cơ cấu cho vay theo hướng tập trung vào bán lẻ, nhờ đó nâng biên lãi ròng từ 2,52% trong 2016 lên đến 2,81% trong 2017 và 2,84% trong quý 3/2018. Từ năm 2018, cạnh tranh trong phân khúc bán lẻ đang trở nên gay gắt hơn, khiến cho dư địa cải thiện NIM trở nên hạn chế. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng khoản vay ưu đãi 300 triệu đô từ ADB và sự tham gia của KEB Hana vào cơ cấu quản trị (sau khi phát hành chiến lược thành công) sẽ giúp nâng cao vị thế cạnh tranh của BID. KEB Hana là ngân hàng hàng đầu Hàn Quốc về quy mô tài sản, uy tín và có nhiều lợi thế về các dịch vụ ngân hàng tiên tiến. Điều này sẽ góp phần củng cố lợi thế của BID trong các phân khúc bán lẻ, SME và FDI.

Dự báo 2019

- Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng cho vay và huy động đều đạt 14%. NIM dự báo ở mức 2,8%. Thu nhập lãi thuần kỳ vọng tăng 10,3% so với 2018 và chiếm 79,7% thu nhập hoạt động. Thu nhập dịch vụ dự báo tăng vừa phải, ở mức 10%.
- Tỷ lệ CIR có thể tăng đến 40,7% do đầu tư nâng cấp hệ thống ngân hàng lõi. CP dự phòng dự báo đạt gần 18 nghìn tỷ, chiếm 61,6% lợi nhuận trước dự phòng.
- LNST dự báo đạt 8.749 tỷ đồng (+16,3% YoY), cho mức EPS đạt 1.930 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro giảm giá bao gồm áp lực giảm NIM do mức độ cạnh tranh ngày càng tăng trong phân khúc bán lẻ. Rủi ro tăng giá bao gồm việc giảm gánh nặng dự phòng so với dự báo nhờ thu hồi nợ nội bảng và nợ VAMC tiến triển tốt; việc phát hành cho nhà đầu tư chiến lược và tài chính thành công; và các khoản thu nhập bất thường đến từ hoạt động bancassurance và thoái vốn khỏi BIDV Metlife.

Tăng trưởng mạnh mẽ trong hoạt động ngân hàng truyền thống và phi truyền thống

MUA 42%

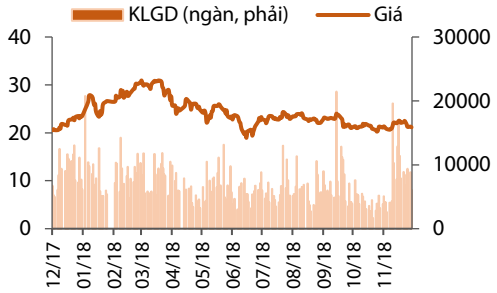
Giá thị trường (VND)	**21.800**
Giá mục tiêu (VND)	**30.500**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	47,097.8
SLCPĐLH (triệu cổ phiếu)	2,160.5
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	6,492.2
Tỷ lệ CPTDCN (%)	143.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0.0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	27.0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	9.855	13.867	18.749	22.291
% yoy	12,4	40,7	35,2	18,9
LNST	3.651	4.616	5.814	7.528
% yoy	13,3	26,4	65,2	29,5
ROA (%)	1,2	1,2	1,7	2,0
ROE (%)	12,1	12,8	18,6	20,8
EPS (VND)	1.275	1.500	2.479	3.209
GTSS (VND)	11.828	13.701	15.226	18.210
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	600	600	500
P/E (x)	8,2	13,9	8,8	6,8
P/BV (x)	0,9	1,5	1,4	1,2

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB) được thành lập năm 1994 để đáp ứng nhu cầu tài chính của các doanh nghiệp quân đội.

Sau hơn 20 năm hoạt động, MBB đã phát triển mạnh và hiện đang mở rộng sang các phân khúc thị trường mới ngoài các hoạt động truyền thống. MBB có sức khỏe tài chính tốt và khả năng cạnh tranh cao, và là một trong 10 ngân hàng thí điểm phương pháp quản trị vốn và rủi ro theo tiêu chuẩn Basel II từ năm 2017.

Với mục tiêu trở thành một tập đoàn tài chính đa năng, MBB sở hữu cổ phần chi phối tại các công ty con như CTCP Chứng khoán MB (80%), Công ty TNHH Bảo hiểm nhân thọ MB Ageas (61%), Công ty tài chính TNHH MB Shinsei (50%) và Công ty Cổ phần Bảo hiểm Quân đội (70%).

MBB tiếp tục đạt được tăng trưởng cao trong cả các hoạt động ngân hàng truyền thống và phi truyền thống như cho vay tiêu dùng và bancassurance. Mặc dù tăng trưởng đã chậm lại do định hướng thắt chặt dần tăng trưởng tín dụng kể từ nửa sau năm 2018, MBB vẫn thuộc số ít các ngân hàng kỳ vọng tiếp tục cải thiện NIM. Cùng với việc thu nhập dịch vụ tăng trưởng tốt, chúng tôi kỳ vọng MBB sẽ tiếp tục đạt được mức tăng trưởng cao hơn so với trung bình ngành. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng việc mở rộng sang các lĩnh vực kinh doanh mới, đặc biệt là cho vay tiêu dùng bằng tiền mặt, đồng nghĩa với mức độ rủi ro cao hơn. Do đó, chúng tôi thận trọng về khả năng duy trì mức tăng trưởng cao trong dài hạn khi vẫn phải duy trì chất lượng tài sản của MBB.

Luận điểm đầu tư

- **Chất lượng tài sản hàng đầu trong các NHTM.** Chất lượng tài sản của MBB được kiểm soát tốt, với tỷ lệ NPL ổn định trong khoảng 1,2-1,3% và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu được giữ ở mức trên 100%. Việc thu nhập hoạt động tăng trưởng tốt đã giúp MBB có thể trích lập dự phòng cao, xóa nợ sớm và duy trì chất lượng tài sản tốt. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ NPL, dù đã tăng 24 điểm cơ bản kể từ 3Q2017, sẽ giảm về mức cũ khi MBB tích cực thu hồi và xóa nợ trước thời điểm cuối năm.
- **Biên lãi ròng cao và còn tiếp tục tăng trưởng nhờ mở rộng cho vay bán lẻ và tài chính tiêu dùng.** Tăng trưởng tín dụng đến quý 3 năm 2018 đạt 11,2% so với đầu năm, thúc đẩy bởi tăng trưởng cho vay bán lẻ (+22,8% YTD) và tài chính tiêu dùng (+178,0% YTD). Kể từ quý 3/2017, tỷ trọng cho vay bán lẻ trong danh mục đã tăng từ 32,6% lên 36,0%, còn tỷ trọng cho vay tài chính tiêu dùng cũng tăng từ 0,7% lên đến 1,8%. Nhờ các động lực này, biên lãi ròng đã được cải thiện trong 07 quý liên tục và đạt 4,5% vào quý 3/2018. Với lợi thế từ nguồn tiền gửi không kỳ hạn dồi dào (CASA cao đạt 32,9%), MBB có mức NIM thuộc top cao nhất trong ngành và chúng tôi kỳ vọng rằng NIM sẽ còn tiếp tục tăng lên.
- **Thu nhập từ dịch vụ đạt tăng trưởng cao hơn so với các ngân hàng khác.** Trong 9 tháng đầu 2018 thu nhập dịch vụ chiếm 12,2% trong tổng thu nhập hoạt động, tăng từ 10,3% cùng kỳ năm ngoái và 8,2% trong cả năm 2017. Việc đẩy mạnh hoạt động của MB Ageas Life đã thúc đẩy thu nhập từ kinh doanh bảo hiểm (+220,6% YoY), nhờ vậy tăng trưởng thu nhập dịch vụ đạt 62,9% YoY. Khác với định hướng tìm đối tác phân phối bảo hiểm của các ngân hàng khác, MBB cam kết lâu dài với liên doanh bảo hiểm nhân thọ của mình. Nhờ vậy, nhiều khả năng MBB sẽ đạt mức tăng trưởng thu nhập dịch vụ trong dài hạn bền vững hơn so với các ngân hàng khác thay vì trông cậy vào những khoản thu bất thường.

Dự báo 2019

- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay của ngân hàng mẹ đạt 17%, của MB Shinsei đạt 25%. Huy động khách hàng kỳ vọng tăng trưởng 14%. NIM hợp nhất dự báo sẽ tăng lên mức 4,7%.
- Chúng tôi cũng dự báo rằng thu nhập lãi thuần sẽ tăng 17,5% so với năm 2018 và chiếm 78,0% trong tổng thu nhập hoạt động. Thu nhập dịch vụ kỳ vọng sẽ tăng trưởng 50% nhờ thu nhập từ thanh toán và kinh doanh bảo hiểm.
- Hệ số CIR kỳ vọng sẽ được cải thiện, đạt 42,8% và chi phí dự phòng sẽ thấp hơn một chút so với năm 2017 và 2018, ở mức 3.145 tỷ đồng.
- Lợi nhuận thuần sau thuế kỳ vọng đạt 7.528 tỷ đồng, cho mức EPS đạt 3.209 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro giảm giá bao gồm khó khăn trong việc tăng NIM khi cạnh tranh trong mảng bán lẻ ngày càng gay gắt, và mức độ rủi ro cao hơn khi MBB đẩy mạnh các hoạt động ngân hàng phi truyền thống nhất là cho vay tiêu dùng bằng tiền mặt, môi giới chứng khoán, ngân hàng đầu tư.

Kỳ vọng tăng trưởng cao trở lại khi cho vay tiếp tục mở rộng

TÍCH LŨY 16%

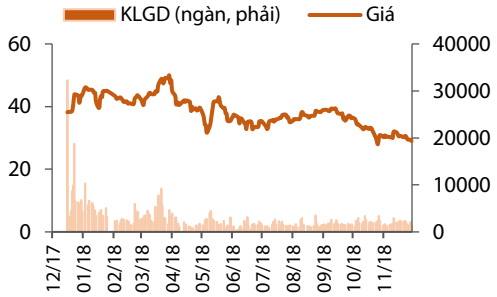
Giá thị trường (VND)	**30.200**
Giá mục tiêu (VND)	**34.000**
Cổ tức bằng tiền mặt (VND)*	1.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	29.626,2
SLCPĐLH (triệu cp)	981,0
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	2.485,4
Tỷ lệ CPTDCN (%)	83,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	3,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	3,1

Diễn biến giá



Các chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	5.418	7.506	9.286	10.980
% yoy	31,1	38,5	23,7	18,2
LNST	738	1.746	2.666	3.101
% yoy	43,9	136,6	52,7	16,3
ROA (%)	0,6	1,0	1,5	1,5
ROE (%)	7,9	14,5	19,5	21,6
EPS (VND)	833	1.777	2.715	3.158
GTSS (VND)	10.553	15.045	16.148	17.445
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1.300	1.000	1.000
P/E (x)	N/A	N/A	11,1	9,6
P/BV (x)	N/A	N/A	1,9	1,7

*Giá tại ngày 14/12/2018
** Sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số

Tổng quan doanh nghiệp

HDBank được thành lập vào năm 1990 với tên gốc là Ngân hàng TMCP Phát triển Nhà Tp. HCM. Năm 2013, HDBank đã sáp nhập với Ngân hàng Đại Á, và mua lại Công ty Tài chính SGVF (hiện nay là HD Saison). HD Saison là công ty tài chính tiêu dùng lớn thứ 3 cả nước, sau FE Credit và Home Credit.

Tháng 04/2018, HDB đã ký hợp đồng với đối tác chiến lược là Petrolimex – công ty dẫn đầu về bán lẻ xăng dầu cả nước, bao gồm kế hoạch sáp nhập với PG Bank. Nếu việc sáp nhập thành công, vốn điều lệ của HDB sẽ được nâng lên 12.810 tỷ đồng. Sau sáp nhập, ngân hàng vẫn giữ nguyên cơ cấu điều hành ban đầu của HDBank.

HDB đã đạt được mức tăng trưởng ấn tượng trong năm 2017, tuy vậy tăng trưởng thu nhập 9 tháng đầu 2018 đang chậm lại do tăng trưởng cho vay phải chờ phê duyệt mới, NIM giảm nhẹ và mảng tài chính tiêu dùng tăng chậm theo tình hình chung thị trường. Trong khi đó, lợi nhuận tăng nhanh hơn so với thu nhập hoạt động nhờ chi phí dự phòng được cắt giảm. Trong giai đoạn tới, chúng tôi cho rằng HDB sẽ khôi phục lại tăng trưởng thu nhập và lợi nhuận khi cho vay tiếp tục mở rộng, tuy với mức tăng thấp hơn so với kỳ vọng trước đây. Theo kế hoạch tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC trước tháng 6/2019, chúng tôi cho rằng áp lực lên chi phí dự phòng không quá đáng ngại nhờ chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát và việc thu hồi nợ xấu đang có tiến triển tích cực.

Luận điểm đầu tư

Hệ sinh thái khách hàng đa dạng hỗ trợ chiến lược ngân hàng bán lẻ. HDB có quan hệ đối tác chặt chẽ với Vietjet Air (HSX: VJC) và một số công ty bán lẻ với cơ sở khách hàng rộng khắp nước như Petrolimex (HSX: PLX), Vinamilk (HSX: VNM) và Saigon Coop. HDB đang tập trung khai thác hệ sinh thái khách hàng này để mở rộng thị phần bằng cách bán chéo sản phẩm, qua đó mở rộng cho vay bán lẻ. Trong 9 tháng đầu năm 2018, tín dụng ngân hàng mẹ tăng 15,0% so với đầu năm, trong khi tỷ lệ CIR giảm về mức 48,0% so với 52,4% của cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, đáng lưu ý rằng biên lãi ròng trong quý 3/2018 chuyển biến không mấy thuận lợi ở cả ngân hàng mẹ và ngân hàng hợp nhất. Chúng tôi kỳ vọng rằng NIM của ngân hàng mẹ sẽ được cải thiện trở lại khi cho vay tiếp tục tăng trưởng, nhưng NIM hợp nhất vẫn khó tăng do cả NIM và đóng góp của tài chính tiêu dùng đều giảm sút. Trong bối cảnh định hướng thắt chặt tín dụng của NHNN, chúng tôi cho rằng HDB sẽ cần điều chỉnh chiến lược tăng trưởng tín dụng theo hướng chú trọng cải thiện NIM thay vì đẩy mạnh dư nợ.

Việc sáp nhập với PG Bank được kỳ vọng sẽ củng cố cơ sở khách hàng và mạng lưới giao dịch của ngân hàng mẹ, theo đó hỗ trợ cho chiến lược ngân hàng bán lẻ của HDB. Việc sáp nhập đã được phê duyệt nguyên tắc trong quý 3/2018. Sau khi sáp nhập, có khả năng HDBank sẽ được hưởng lợi từ hệ số CASA cải thiện, thu nhập dịch vụ từ Petrolimex và các đơn vị thành viên, và hạn mức tăng trưởng tín dụng do NHNN giao cao hơn trước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn ngân hàng sau sáp nhập sẽ bị ảnh hưởng bởi nợ xấu nội bảng và dư nợ VAMC cao của PG Bank.

Thu nhập dịch vụ có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ từ bancassuarance. Mặc dù trong 9 tháng đầu 2017, thu nhập dịch vụ chỉ chiếm 1,9% thu nhập hoạt động, nhưng tỷ trọng này đã tăng lên 2,6% trong năm 2017 và 5,0% trong 9 tháng đầu 2018. Điều này là nhờ thu nhập từ môi giới bảo hiểm tăng trưởng cao, vốn chiếm trên 60% thu nhập dịch vụ. Với mức tăng trưởng rất tốt đạt được trong 9 tháng đầu 2018, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ tiếp tục dẫn đầu về tăng trưởng thu nhập dịch vụ trong các ngân hàng chúng tôi phân tích với mức tăng xấp xỉ 150% trong năm 2018 và 70% trong năm 2019.

Dự báo 2019

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 16,8% (17% đối với ngân hàng mẹ và 15% đối với HD Saison), trong khi tổng huy động tăng 15%. Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng NIM hợp nhất sẽ giữ ở mức 4,0%.
- Thu nhập dịch vụ nhiều khả năng sẽ tăng 71,2% và chiếm 7,4% tổng TNHĐ.
- Tỷ lệ CIR hợp nhất kỳ vọng ở mức 48,9%, còn tổng chi phí dự phòng kỳ vọng ở mức 1.169 tỷ đồng (trong đó có 124 tỷ đồng được trích lập cho nợ VAMC).
- LNST dự báo tăng 16,3%, cho mức EPS là 3.158 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro giảm giá bao gồm khó khăn trong việc duy trì mức NIM hiện tại, do áp lực cạnh tranh ngày càng cao trong phân khúc cho vay bán lẻ và tài chính tiêu dùng. Một rủi ro khác là ngành tài chính tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng thấp hoặc không tăng trưởng, trong khi nhà nước có thể ra các quy định chặt hơn để quản lý.

NGÀNH SỮA - THAY ĐỔI TỪ THÓI QUEN ĐẾN HÀNH VI TIÊU DÙNG

Đặng Thị Phương Thảo (thao.dtp@vdsc.com.vn)

Trần Hà Xuân Vũ (vu.thx@vdsc.com.vn)

Thời gian gần đây, nhu cầu tiêu dùng sữa đang chứng kiến sự giảm tốc, một vài ý kiến cho rằng đây là chỉ báo cho thấy ngành sữa đã đạt tới ngưỡng bão hòa không thể tăng trưởng. Ở một khía cạnh khác, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng sữa tại Việt Nam đang chứng kiến sự phân hóa khi người tiêu dùng ngày càng quan tâm hơn tới sức khỏe bản thân, chuyển dịch sang tiêu dùng các loại sản phẩm có hàm lượng dinh dưỡng cao, đồ uống có lợi cho sức khỏe. Vì thế, họ gia tăng nhu cầu tiêu thụ các dòng sữa cao cấp, sữa chua và sản phẩm sữa thay thế từ thực vật. Đây cũng là xu hướng tiêu dùng hiện tại ở các nước phát triển như Mỹ, EU.

Đồng thời, việc giảm tiêu thụ sản phẩm "sữa hoàn nguyên" truyền thống vốn có sản lượng cung ứng cao nhất, nhưng giá trị dinh dưỡng mang lại khá thấp cũng là một trong những nguyên nhân khiến cho ngành giảm tốc tăng trưởng. Chúng tôi cho rằng những chiến lược mở rộng trang trại bò sữa của các doanh nghiệp hiện nay sẽ giúp tăng tỷ lệ tự chủ vùng nguyên liệu, tăng nguồn cung sữa tươi chất lượng cao trên thị trường. Đồng thời, các yếu tố thuận lợi về nhân khẩu học cùng thu nhập tầng lớp trung lưu ngày càng gia tăng sẽ là bệ đỡ thúc đẩy sự tăng trưởng của ngành trong dài hạn.

Cơ hội đầu tư

Dư địa tăng trưởng trong dài hạn vẫn khá tích cực. Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam còn khá thấp so với các nước trong khu vực, chỉ vào khoảng 26 lít/năm so với mức tiêu thụ 35 lít/năm tại Thái Lan hay Singapore với 45 lít/người. Đồng thời, các yếu tố về nhân khẩu học như dân số đông với tốc độ gia tăng dân số lớn, cơ cấu dân số trẻ cùng thu nhập tầng lớp trung lưu ngày càng gia tăng sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng sữa trong dài hạn.

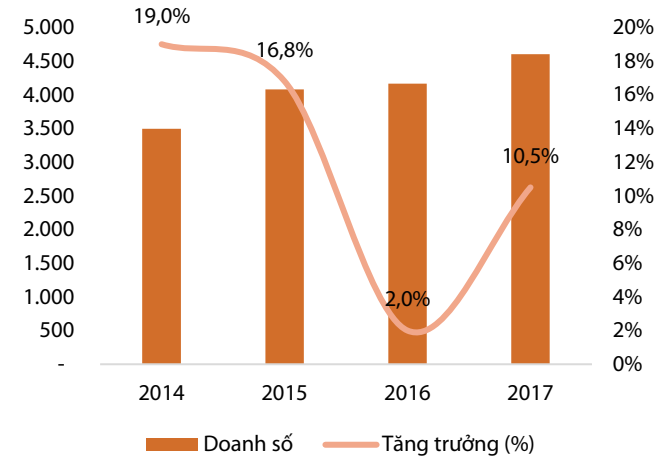
Lợi thế dành cho các doanh nghiệp nắm bắt sự chuyển dịch ngành hàng. Người tiêu dùng đang ngày càng quan tâm hơn tới sức khỏe bản thân, gia tăng nhận thức về các sản phẩm dinh dưỡng. Vì thế, nhu cầu sử dụng các sản phẩm sữa chua, sữa nước cao cấp (organic, sữa A2) và các loại sữa thay thế từ thực vật (sữa óc chó, sữa đậu nành, sữa macca) đang ngày càng gia tăng. Ưu thế sẽ thuộc về các doanh nghiệp đã chuẩn bị đầy đủ nguồn lực để đón đầu cơ hội. Các doanh nghiệp tiên phong như Vinamilk, TH True Milk sẽ có lợi thế hơn các đối thủ trong ngành khi đã sở hữu được hệ thống nhà máy sữa đạt chuẩn quốc tế, cho ra mắt các dòng sản phẩm cao cấp phù hợp với nhu cầu thị trường.

Tăng tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu để nâng cao chất lượng sản phẩm và tránh biến động giá nguyên liệu đầu vào. Nắm bắt xu hướng tăng trưởng của ngành, các doanh nghiệp chế biến sữa tại Việt Nam đang tiến hành mở rộng trang trại bò sữa để tăng tỷ lệ tự chủ nguồn cung. Nhờ đó, các doanh nghiệp trong ngành có thể kiểm soát tốt chất lượng nguyên liệu sữa đầu vào, giảm ảnh hưởng từ sự biến động giá nguyên liệu trên thế giới, đồng thời nâng cao chất lượng sản phẩm đầu ra để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng ngày càng "khắt khe" của thị trường.

Rủi ro

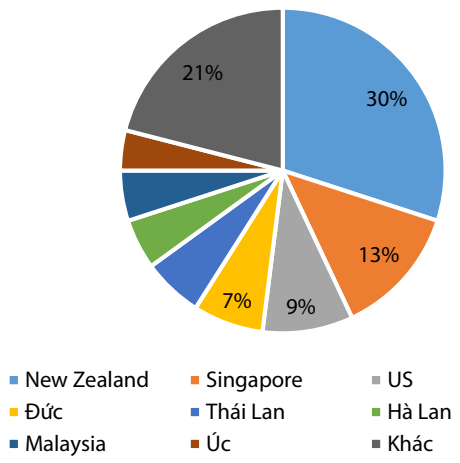
- **Nhu cầu tiêu thụ sữa động vật và sữa bò tiếp tục suy giảm.**
- **Áp lực cạnh tranh về giá gay gắt với các đối thủ ngoại ngay trên chính sân nhà.** Khi CPTPP có hiệu lực, thuế nhập khẩu sản phẩm sữa từ New Zealand, Singapore, Nhật Bản sẽ cắt giảm xuống còn 0% khiến các dòng sản phẩm này tăng khả năng cạnh tranh về giá.
- **Việc chuyển dịch cơ cấu sản phẩm mất nhiều thời gian để thực hiện.** Dòng sản phẩm sữa cao cấp vẫn còn chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong tổng sản lượng sữa cung ứng toàn ngành. Trong khi đó, 70% sản lượng sữa nước sản xuất tại Việt Nam hiện nay là từ sữa hoàn nguyên truyền thống, với giá trị dinh dưỡng thấp hơn nhiều các loại sữa tươi nguyên chất. Việc nâng cao nhận thức tiêu dùng từ khách hàng đã kéo theo việc giảm nhu cầu tiêu thụ sữa hoàn nguyên. Nếu sự chuyển dịch cao cấp hóa dòng sản phẩm này diễn ra chậm hơn so với dự kiến, tổng sản lượng sữa tiêu thụ toàn ngành sẽ tiếp tục suy giảm.

Hình 104: Doanh số tiêu thụ ngành sữa Việt Nam (triệu USD)



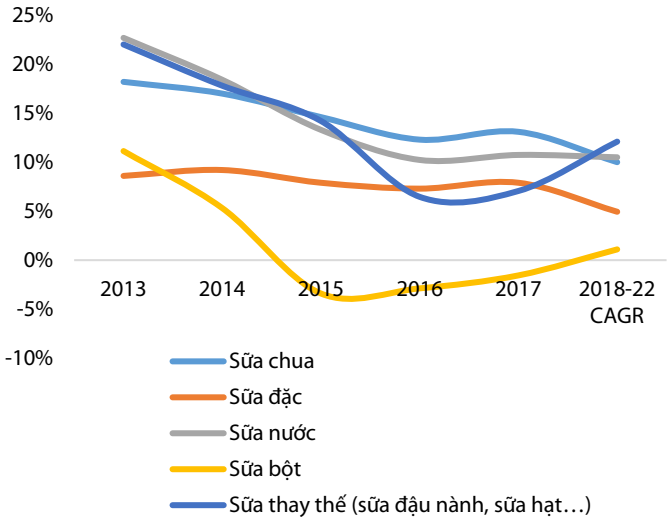
Nguồn: StoxPlus, CTCK Rồng Việt

Hình 105: Tỷ trọng nhập khẩu nguyên liệu sữa năm 2017



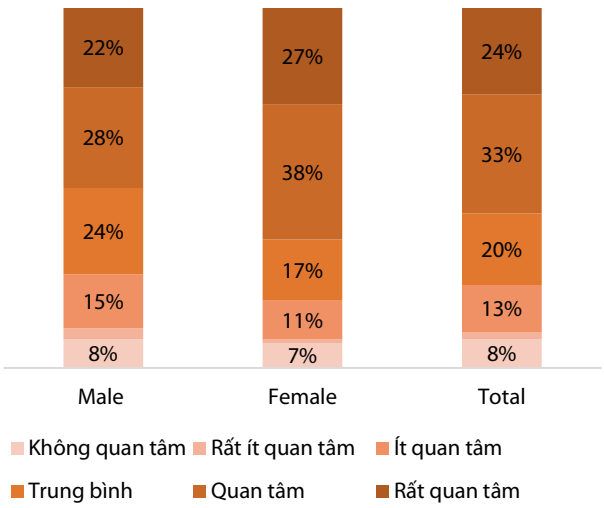
Nguồn: Tổng cục Hải quan, StoxPlus, CTCK Rồng Việt

Hình 106: Dự báo tốc độ tăng trưởng từng ngành hàng (%)



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 107: Thang đo mức độ quan tâm của người tiêu dùng đối với dòng sản phẩm sữa organic cao cấp



Nguồn: Q&Me, CTCK Rồng Việt

Định giá hấp dẫn

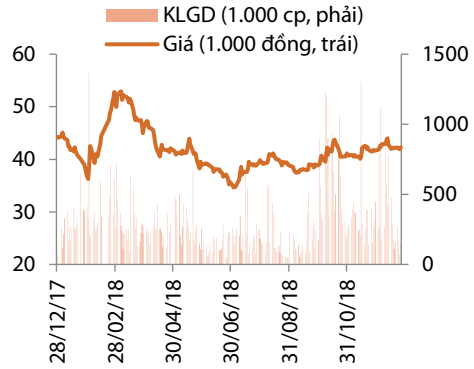
MUA	41%
Giá hiện tại (VND)	43.800
Giá mục tiêu (VND)	60.200
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng tiêu dùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.838
SLCPĐLH (triệu cp)	292
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	442
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	18
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	37,3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0.0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	6.972	7.644	8.489	8.948
% yoy	-10,4	9,6	11,2	5,4
LNST	1.410	1.017	1.240	1.353
% yoy	14,6	-27,9	20,8	9,1
ROA (%)	25,0	15,6	14,7	13,3
ROE (%)	43,3	22,9	20,8	19,3
EPS (VND)	5.667	4.154	4.984	5.438
GTSS (VND)	20.854	18.342	24.151	28.436
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	1.500	1.500	2.000
P/E (x)	12,8	11,0	8,8	8,1
P/BV (x)	4,6	3,0	1,8	1,5

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Đường Quảng Ngãi từng được biết đến dưới cái tên Đường Quảng Ngãi vốn chủ yếu sản xuất đường RS và ethanol. Hiện tại công ty đang tham gia sản xuất sữa đậu nành, đường RS, bia, thức uống và bánh kẹo. Năm 2018, công ty vừa khánh thành một nhà máy điện sinh khối với công suất 95MW.

Với 3 nhà máy ở Bắc Ninh, Quảng Ngãi và Bình Dương, sữa đậu nành là sản phẩm chủ lực của công ty. Đối với mảng đường, công ty dang vận hành nhà máy đường lớn nhất Việt Nam với công suất xử lý 18.000 tấn mía/ngày.

Sau năm 2017 gặp nhiều khó khăn, CTCP Đường Quảng Ngãi đã tăng trưởng trở lại trong năm 2018 nhờ biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành và đường đều cải thiện. Tuy nhiên, một điều đáng lo ngại là mảng sữa đậu nành ghi nhận tăng trưởng thấp về sản lượng trong năm nay. Đứng trước tình hình đó, công ty đã tung ra sản phẩm mới từ Q3/2018 nhằm đa dạng hóa danh mục và thúc đẩy tăng trưởng mảng sữa đậu nành từ năm 2019 trở đi. Với năm 2019 được dự báo tiếp tục khả quan, chúng tôi tin rằng QNS xứng đáng được giao dịch ở một mức định giá cao hơn so với hiện tại.

Luận điểm đầu tư

- **Tung ra sản phẩm mới nhằm tăng doanh số bán hàng.** QNS đã tung ra 2 sản phẩm mới với hương vị: đậu đỏ nếp cẩm và mè đen nếp cẩm nhằm đa dạng hóa hơn nữa danh mục sản phẩm sữa của mình bên cạnh các sản phẩm truyền thống như vinasoy mè đen, fami canxi … QNS kỳ vọng sản phẩm mới được tiêu thụ khoảng 6 triệu lít trong năm 2018 và tăng lên 40 triệu lít trong năm 2019.
- **Thị trường sữa đậu nành còn rất lớn để công ty khai phá.** Dựa trên dân số bình quân năm 2018 là 95 triệu người và sản lượng tiêu thụ đậu nành của QNS trong năm 2018 vào khoảng 280 triệu lít, chúng tôi ước tính mức tiêu thụ trung bình của người dân Việt Nam đối với sản phẩm sữa đậu nành của công ty là 2,9 lít/người/năm trong năm 2018. Trong khi đó, mức tiêu thụ sữa đậu nành trung bình của người Việt Nam là 6,8 lít/người/năm, cho thấy tiềm năng của thị trường còn rất lớn để công ty có thể khai phá thêm.
- **Mảng đường tiếp tục thuận lợi trong năm 2019.** Với giá thu mua mía không tăng so với vụ trước, mảng đường năm nay tiếp tục ổn định so với năm 2018 và có thể tăng trưởng nếu giá đường tiếp tục ổn định ở mức giá hiện tại. Ngoài ra, QNS còn đang đầu tư một nhà máy đường RE nhằm tham gia vào thị trường bán lẻ từ 2019-2020.
- **Định giá thấp hơn các công ty cùng ngành.** Dù là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành, định giá của QNS (P/E 11x) vẫn đang khá thấp so với các doanh nghiệp khác trong ngành như VNM (22x), MSN (14x).

Dự báo 2019

- Mảng sữa đậu nành kỳ vọng tăng trưởng 6% nhờ đóng góp sản phẩm mới. Doanh thu kỳ vọng 4.300 tỷ đồng
- Mảng đường với sản lượng kỳ vọng tăng trưởng 5% và giá bán ổn định như năm 2018, doanh thu ước đạt 2.500 tỷ đồng
- Nhà máy điện sinh khối hoạt động suốt vụ mía sẽ đóng góp nhiều hơn vào hoạt động kinh doanh.
- Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2019 dự báo đạt 8.948 tỷ đồng và 1.353 tỷ đồng, tăng lần lượt 5,4% và 9,1%. Tương ứng với đó, EPS dự phóng năm 2019 ở mức 5.438 đồng và P/E ở mức giá hiện tại là 8x.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Sản phẩm mới tiêu thụ không được như kỳ vọng.
- Giá đường giảm mạnh.

Đà tăng trưởng chững lại

TRUNG LẬP 5%

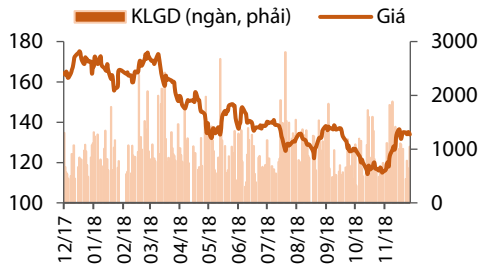
Giá hiện tại (VND)	**135.000**
Giá mục tiêu (VND)	**139.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	235.091,8
SLCPĐLH (triệu cp)	1.741,4
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.146,0
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	145,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	40,7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	36,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	46.794	51.041	53.910	57.718
% yoy	16,8	9,1	5,6	7,1
LNST	9.350	10.296	10.099	11.076
% yoy	20,3	10,1	-1,9	9,7
ROA (%)	32,9	29,9	27,6	28,7
ROE (%)	43,2	44,0	37,9	39,7
EPS (VND)	4.859	5.296	5.218	5.723
GTSS (VND)	15.273	16.105	15.306	16.029
Cổ tức tiền mặt (VND)	6.000	5.000	5.000	5.000
P/E (x)	21,5	32,8	25,9	23,6
P/BV (x)	8,2	13,0	8,8	8,4

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

VNM là doanh nghiệp sữa hàng đầu tại Việt Nam với hơn 40 năm kinh nghiệm trong ngành, dẫn đầu thị trường ở nhiều phân khúc như sữa tươi, sữa đặc, sữa chua… Thương hiệu VNM đã trở thành tên tuổi lớn, in sâu vào tâm trí người tiêu dùng. Đây là lợi thế cạnh tranh rất lớn của VNM, độ nhận diện thương hiệu cao là yếu tố tiên quyết giúp người tiêu dùng dễ dàng đón nhận những sản phẩm mới ra mắt của công ty. Hiện tại, công ty đang chuyển dịch sang phát triển các dòng sản phẩm sữa cao cấp, sữa thay thế từ thực vật để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng "xanh" và "sạch" của thị trường.

Sự giảm sút nhu cầu ngành và biến động tăng từ giá nguyên vật liệu sữa trong thời gian gần đây đã ảnh hưởng tiêu cực tới kết quả kinh doanh của VNM. Vì thế, công ty đang chủ động thực hiện những chiến lược phát triển dòng sản phẩm sữa cao cấp và các chế phẩm từ sữa phù hợp với sự thay đổi xu hướng tiêu dùng, thâm nhập vào các thị trường "ngách" và mở rộng thị trường xuất khẩu nhằm thúc đẩy doanh số mảng kinh doanh cốt lõi. Tuy nhiên, vẫn cần nhiều hơn thời gian để phản ánh hiệu quả của những chiến lược này vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Luận điểm đầu tư

- **VNM đẩy mạnh phát triển dòng sản phẩm sữa cao cấp và các chế phẩm từ sữa.** Xu hướng tiêu dùng ngành sữa đang chuyển dịch sang các dòng sản phẩm sữa chua, sữa nước cao cấp và sữa thực vật. Trong năm 2018, VNM đã cho ra mắt 9 dòng sản phẩm mới bắt kịp xu hướng này, bao gồm sữa cao cấp A2, các dòng chế phẩm từ sữa như sữa chua Greek, nếp cẩm, dứa và sản phẩm sữa thay thế (sữa chuối, phô mai uống).
- **Thâm nhập vào các thị trường "ngách" nhằm thúc đẩy doanh số nội địa.** Để thúc đẩy tăng trưởng và gia tăng thị phần, VNM đang thực hiện các chiến lược phát triển sản phẩm tại các thị trường "ngách" thông qua việc hợp tác với các doanh nghiệp đầu ngành. Cụ thể, việc hợp tác với Vietnam Airlines giúp phân phối sản phẩm của VNM tới phân khúc khách hàng không đầy tiềm năng. Hay chiến lược hợp tác với Dược Hậu Giang giúp phát triển dòng sản phẩm thực phẩm chức năng, cạnh tranh với các đại gia ngoại như Abbott, Fonterra. Đồng thời, mới đây VNM đã ký kết hợp tác cùng bệnh viện Chợ Rẫy để cùng nghiên cứu, giới thiệu dòng sản phẩm dinh dưỡng chuyên biệt cho bệnh nhân và người cao tuổi.
- **Chủ động tìm kiếm các thị trường xuất khẩu mới.** Doanh số tại thị trường Đông Nam Á đang ghi nhận tốc độ tăng trưởng tích cực, nổi bật tại Campuchia và Philippines. Ngoài ra, VNM đang trong quá trình thành lập liên doanh tại Myanmar và Indonesia để xuất khẩu sản phẩm sữa chua, sữa nước. Mới đây Trung Quốc đã chấp thuận cho VNM xuất khẩu sản phẩm sữa sang thị trường tiêu thụ rộng lớn này, đây sẽ là cơ hội giúp VNM giới thiệu các sản phẩm sữa chua, sữa nước, sữa bột công thức đến với đất nước tỷ dân này.

Dự báo 2019

- Doanh thu và LNST 2019 dự kiến đạt 57.718 tỷ đồng và 11.076 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 7,1% và 9,7%. Tương ứng với EPS dự phóng là 5.723 đồng/cp.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Nhu cầu về sữa động vật và sữa bò tiếp tục suy giảm.
- Hiệu quả từ các chiến lược phát triển thị trường ngách và mở rộng thị trường xuất khẩu vẫn chưa rõ nét.
- Giá nguyên liệu sữa bột gầy, sữa bột béo tăng mạnh.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG - SAU CƠN MƯA TRỜI LẠI SÁNG

Duong Lai (duong.ld@vdsc.com.vn)

Triển vọng là hoàn toàn tích cực cho thị trường bất động sản Việt Nam tại thời điểm đầu năm 2018, được xây dựng dựa trên nền tảng mạnh mẽ trong giai đoạn 2016-2017. Trong năm 2018, khối lượng giao dịch tại các thị trường trọng điểm, bao gồm Hà Nội và Hồ Chí Minh, giảm đều trong hai quý gần đây. Tuy nhiên, điểm sáng là tỷ lệ hấp thụ, vẫn duy trì mức tốt. Nhu cầu đối với các phân khúc từ thấp đến trung cấp vẫn đang tăng lên, trong khi nguồn cung bị thắt chặt do yếu tố pháp lý của dự án. Tình trạng như vậy có thể kéo dài sang năm 2019. Tuy nhiên đây là cơ hội cho các nhà phát triển có quỹ đất sẵn sàng triển khai. Thị trường nhà ở Việt Nam cách đây 10 năm không được quản lý và vận hành tốt, với nguồn cung rất nhỏ. Theo đó, thị trường đã trải qua sự sụp đổ nhanh chóng. Tuy nhiên bức tranh bất động sản Việt Nam hiện tại đang có xu hướng tăng trưởng ổn định hơn khi thị trường đang dần trưởng thành. Vì vậy, chúng tôi cho rằng năm 2019 là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu bất động sản một cách chọn lọc. Quỹ đất và khả năng phát triển dự án là yếu tố cốt lõi.

Triển vọng đầu tư

Nguồn cung giảm, tuy nhiên, nhu cầu vẫn tốt

Tổng khối lượng giao dịch nói chung đang giảm dần trong các quý gần đây. Hà Nội đã giảm 29% theo năm trong khi Hồ Chí Minh giảm 20% theo năm. Tuy nhiên, điểm sáng là tỷ lệ hấp thụ vẫn được duy trì tại cả thị trường Hồ Chí Minh và Hà Nội. Năm 2018, thị trường không chỉ đón nhận sự sụt giảm số lượng căn hộ mở bán mà còn cả số lượng các dự án mới. Kết quả quý 4/2018 có thể tích cực hơn với Hà Nội, nhờ vào việc mở bán dự án Vinhomes Ocean Park, trong khi Hồ Chí Minh không như mong đợi. Đối với năm 2019, triển vọng thị trường sẽ trở nên thận trọng hơn do tâm lý người mua bị ảnh hưởng. Về nguồn cung, thị trường sẽ được thúc đẩy bởi sự ra mắt của các dự án quy mô lớn từ các nhà phát triển danh tiếng.

- ***Rà soát pháp lý:*** Tình trạng pháp lý của dự án trở nên phức tạp kể từ giữa năm 2017. Xu hướng này có thể sẽ tiếp tục lan sang năm 2019, gây ra sự thiếu hụt nguồn cung. Điều này dẫn đến cơ hội cho các công ty có quỹ đất sẵn sàng triển khai. Vinhomes và Nam Long là những ứng cử viên đáng chú ý.
- ***Cơ sở hạ tầng*** tiếp tục được cải thiện sẽ là động lực lớn nhất cho các dự án sắp mở bán.
- ***Các dự án BT bị đình trệ:*** Nghị quyết của Chính phủ về việc hướng dẫn thực hiện các dự án BT dự kiến sẽ được ban hành trong năm 2019. Điều này có thể có lợi cho các công ty sở hữu dự án đã được duyệt chủ trương theo luật cũ.
- ***Vốn đầu tư vào thị trường bất động sản:*** Các nhà đầu tư Trung Quốc, Singapore, Hàn Quốc và Nhật Bản tiếp tục nhắm đến thị trường Việt Nam, thúc đẩy đà tăng trưởng.

Ngân hàng thắt chặt tín dụng cho vay bất động sản

Các nhà hoạch định chính sách cũng đã nhận thấy những rủi ro tiềm ẩn từ bong bóng bất động sản do cơn sốt đất trong phân khúc đất thổ cư. Theo đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giới hạn tỷ lệ cho vay bất động sản tại các ngân hàng là 40% vốn huy động ngắn hạn cho các khoản vay dài hạn, thay vì 60% trong quá khứ. Tỷ lệ này sẽ được áp dụng từ đầu năm 2019. Các ngân hàng đã chuẩn bị cho kịch bản này trong năm 2018, khi bắt đầu hạn chế tín dụng chảy vào bất động sản trên tổng dư nợ cho vay.

Với sự phát triển của ngành tài chính, các công ty bất động sản hiện tại trở nên ít phụ thuộc vào dòng vốn tín dụng ngân hàng hơn, khi áp dụng nhiều phương thức huy động vốn, như phát hành cổ phiếu thông qua thị trường chứng khoán hoặc thị trường trái phiếu và huy động nguồn tiền ứng trước từ khách hàng mua nhà. Do đó, tác động của thắt chặt tín dụng và rủi ro tăng lãi suất đối với các công ty bất động sản sẽ trở nên nhỏ hơn so với trong quá khứ. Đối với người mua nhà, lãi suất cho vay mua nhà thế chấp hiện tại vẫn tương đối hấp dẫn, vào khoảng 10%. Năm 2019, lãi suất được dự báo sẽ tăng nhưng với một tỷ lệ nhỏ. Do đó sẽ không có tác động đáng kể đến thị trường chung.

Hiệu quả kinh doanh được cải thiện

Trong những năm gần đây, tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình ở mức khoảng 25-30%, tuy nhiên, đang giảm dần tới mức 24% trong năm 2018. Tỷ lệ ROE đã được cải thiện và đạt tỷ lệ trung bình 9%, nhờ giảm chi phí lãi vay, do ít phụ thuộc vào dòng tín dụng và cắt giảm chi phí quản trị. P/E trung bình của ngành là 13 lần, có thể được coi là tương đối thấp và hợp lý hơn so với trước đây.

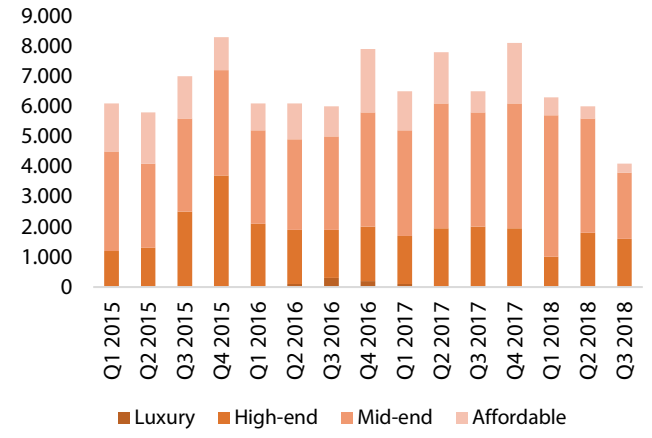
Hướng tới năm 2019, nhìn vào kế hoạch của các công ty bất động sản niêm yết, chúng tôi nhận thấy nhiều công ty có ý định rõ ràng cho việc phát triển các dự án quy mô lớn. Thị trường bất động sản nói chung vẫn phải đối mặt với rủi ro pháp lý chưa được giải quyết. Nhìn chung, chúng tôi lựa chọn các công ty có khả năng tài chính mạnh, ổn định pháp lý và khả năng triển khai dự án tốt. Yếu tố chính mà chúng tôi xem xét là doanh số chưa ghi nhận dự kiến cho năm 2019 và định giá. Trong danh mục hiện tại, NLG và DIG là hai lựa chọn của chúng tôi. Câu chuyện tái cấu trúc và bán tài sản cũng sẽ là yếu tố nhà đầu tư nên chú ý.

- HDG: Dự án trong quá khứ như Dragon City, NoongTha, hay dự án mới là Greenlane
- DIG: Kỳ vọng khởi công Đại Phước- 23ha đất thương phẩm
- DXG: Kế hoạch khởi động dự án quy mô nhỏ: Lux Star, Lux Riverview, Sunview Garden, Opal Skyview, Opal Boulevard. Gem Riverside vẫn là đóng góp chính.
- VHM: Các dự án VinCity quy mô lớn, bao gồm Ocean Park, Sportia và Grand Park
- NLG: Dự án Waterpoint ở Long An

Rủi ro

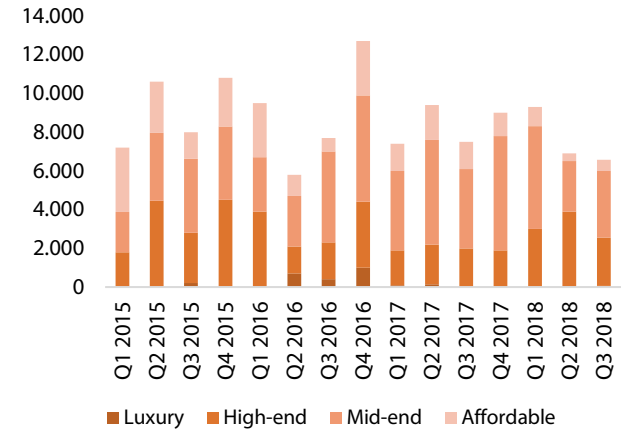
- Chiến tranh thương mại và sự sụt giảm tăng trưởng kinh tế toàn cầu
- Rủi ro chính sách và chính trị là vấn đề chính do sự phụ thuộc lớn
- Rủi ro tín dụng
- Sốt đất có thể gây ra bong bóng bất động sản

Hình 108: Số lượng giao dịch tại Hà Nội



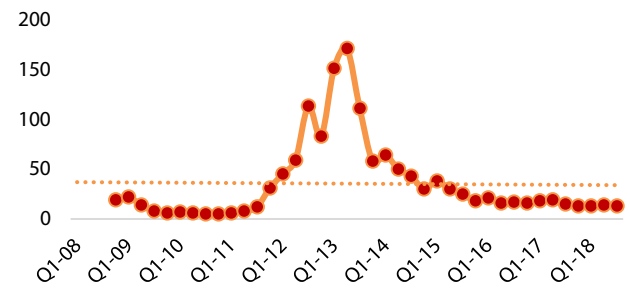
Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Hình 109: Số lượng giao dịch tại Hồ Chí Minh



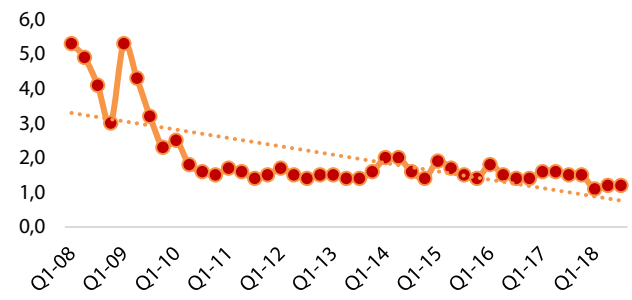
Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Hình 110: Tỷ lệ P/E ngành



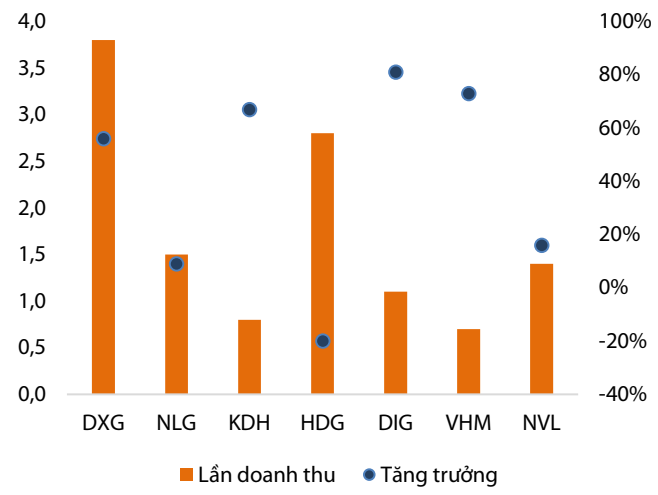
Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Hình 111: Tỷ lệ P/B ngành



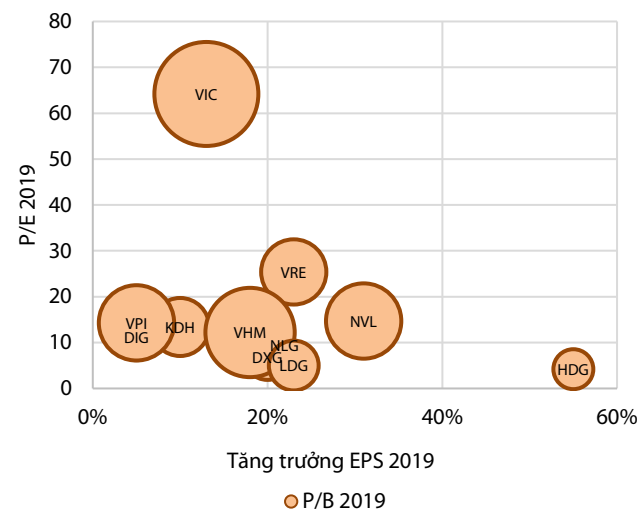
Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Hình 112: Doanh số chưa ghi nhận 2019



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 113: Định giá các công ty bất động sản



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chờ đợi thời cơ

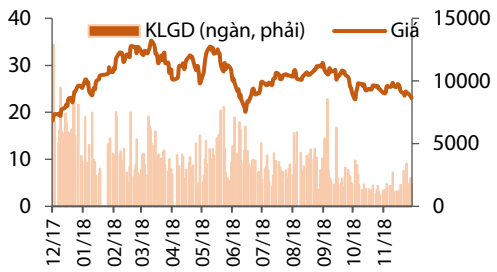
TÍCH LŨY	17%
Giá thị trường (VND)	**25.500**
Giá mục tiêu (VND)	**30.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,920.4
SLCPĐLH (triệu cp)	349.8
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	2,376.3
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	64.7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0.8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0.0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	2.507	2.879	4.044	3.794
% yoy	79,7	14,9	40,4	-6,2
LNST	537	751	1,015	1,216
% yoy	59,6	39,8	35,2	19,8
ROA (%)	11,8	11,5	12,6	9,9
ROE (%)	20,2	20,4	17,8	15,4
EPS (VND)	2.038	2.478	2.964	3.550
GTSS (VND)	12.822	12.578	18.686	23.450
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	0	0	0
P/E (x)	6,1	8,7	8,6	7,2
P/BV (x)	1,0	1,7	1,4	1,1

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Khởi đầu là công ty môi giới, Tập đoàn Đất Xanh (HSX:DXG) đã chuyển hướng mở rộng kinh doanh sang phát triển kinh doanh các dự án bất động sản, với lợi thế là kinh nghiệm và cơ sở dữ liệu khách hàng. Trong các năm qua, công ty tích cực trong việc thâu tóm quỹ đất và chủ yếu hướng đến đến phân khúc trung cấp. Hiện tại, DXG sở hữu danh mục dự án hơn 10 dự án, tương đương với diện tích 20ha, hầu hết tọa lạc tại thành phố Hồ Chí Minh.

Công ty đã hoàn thành mục tiêu lợi nhuận năm 2018, đánh dấu dấu mốc năm đầu tiên đạt kế hoạch lợi nhuận "nghìn tỷ". Ở một khía cạnh khác, vấn đề pháp lý của các dự án đang là mối quan tâm lớn nhất hiện tại, ảnh hưởng đến tiến độ triển khai các dự án, và có thể kéo dài sang năm 2019. Bức tranh ba năm tới của DXG vẫn được kì vọng là thời điểm "khai thác" danh mục dự án rộng lớn hiện tại. Ngoài ra, với mục tiêu hướng đến phân khúc trung bình, các dự án của công ty sẽ đạt tỷ lệ bán hàng tốt. Vị trí các dự án đều tập trung trong khu vực Hồ Chí Minh, tại các quận 7, 2, 9 và Thủ Đức. Đối với mảng dịch vụ, việc chia tách mảng kinh doanh môi giới có thể là điểm sáng cho năm 2019.

Luận điểm đầu tư

- **Phê duyệt pháp lý ảnh hưởng đến tiến độ dự án**. Như các chủ đầu tư khác, DXG bị cuốn vào vòng xoáy pháp lý của thị trường bất động sản. Những tin đồn về các vấn đề pháp lý trong năm 2018 khiến giá cổ phiếu sụt giảm. Chúng tôi cho rằng những tin tiêu cực hiện tại đã được phản ánh một phần. Tuy nhiên, rủi ro vẫn hiện diện khi các vấn đề pháp lý có thể kéo dài hơn dự kiến.
- **Kế hoạch mở bán dự án.** Trong năm 2019, Gem Riverside vẫn sẽ là dự án chính, đóng góp phần nhiều nhất cho giá trị của DXG. Bên cạnh đó, DXG cũng dự định phát triển năm dự án bất động sản khác. Các dự án này đều có quy mô nhỏ và có một số dự án đã không hoàn thành mục tiêu mở bán trong năm 2018. Chúng tôi đưa quan điểm thận trọng cho kế hoạch mở bán. Với các dự án quy mô lớn khác như Opal City hay Gem Premium, việc triển khai dự kiến từ năm 2020 trở đi. Doanh số bán hàng chưa ghi nhận hiện tại khoảng 6,7 nghìn tỷ, chủ yếu nhờ đóng góp từ Gem Riverside và Opal Garden.
- **Chia tách mảng kinh doanh môi giới.** Đây có thể là một điểm sáng cho DXG trong năm 2019. Năm 2018, công ty đã tái cấu trúc hoạt động kinh doanh dịch vụ môi giới và chuẩn bị cho kế hoạch chia tách công ty. DXG luôn được coi là đơn vị dẫn đầu trong hoạt động môi giới trong phân khúc trung bình và thấp, với thị phần duy trì trong khoảng 20-30%.

Dự báo 2019

- Tăng trưởng lợi nhuận năm 2019 được dự báo 20% YoY, nhờ đóng góp từ lợi nhuận được chia từ LDG và bán các dự án.
- Kế hoạch bán hàng: Chờ thêm tín hiệu mới, tuy nhiên duy trì quan điểm thận trọng hơn.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- **Kế hoạch bán hàng của các dự án chính.** Khả năng triển khai dự án là yếu tố chính, với việc không hoàn thành kế hoạch bán hàng trong quá khứ.

Duy trì đà tăng trưởng

TRUNG LẬP **3%**

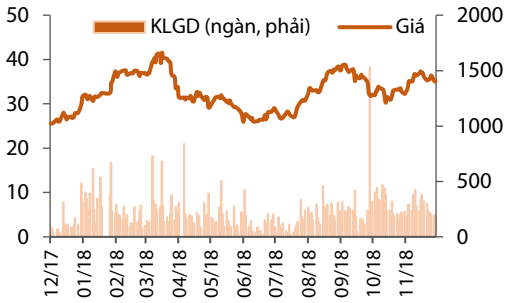
Giá hiện tại (VND)	**38,000**
Giá mục tiêu (VND)	**38,500**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.644,9
SLCPĐLH (triệu cp)	94,9
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	292,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	10,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	34,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	1.988	2.268	3.663	6.187
% yoy	34,4	14,1	61,5	68,9
LNST	236	198	516	801
% yoy	90,8	-16,0	160,9	55,1
ROA (%)	4,8	2,4	4,6	6,3
ROE (%)	15,0	11,2	19,1	25,2
EPS (VND)	3.090	2.606	5.438	8.433
GTSS (VND)	15.523	14.140	29.330	38.520
Cổ tức tiền mặt (VND)	1,000	500	1,000	500
P/E (x)	7,7	13,2	7,0	4,5
P/BV (x)	1,5	2,4	1,3	1,0

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Khởi đầu là công ty xây dựng, Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG) đã mở rộng hoạt động kinh doanh sang phát triển bất động sản và trở thành hoạt động kinh doanh cốt lõi. Hơn nữa, HDG cũng hướng tới phân khúc năng lượng, với tổng công suất dự kiến 500-700MW trong năm năm tới. Trong đó, năng lượng tái tạo, bao gồm năng lượng mặt trời và năng lượng gió, sẽ là những bước phát triển tiếp theo.

Năm 2019 sẽ là cao điểm ghi nhận lợi nhuận. Hai mảng cốt lõi là bất động sản và năng lượng. Chúng tôi nhận thấy nhiều tín hiệu tích cực trong việc triển khai các dự án bất động sản. Phân khúc năng lượng là hướng đi mới, tập trung vào năng lượng tái tạo. Mức giá hiện tại đã gần chạm ngưỡng định giá của chúng tôi. Do đó, chúng tôi sẽ điều chỉnh mức định giá đến khi có những tín hiệu rõ ràng hơn từ việc triển khai các dự án bất động sản.

Luận điểm đầu tư

- **Kinh doanh bất động sản: ghi nhận lợi nhuận trong hai năm tới và tín hiệu từ việc khai thác quỹ đất.** Dự án Centrosa Garden vẫn sẽ đóng góp chính vào tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2018-2019, khi tiến độ xây dựng vượt thời hạn. HDG cũng sẽ bận rộn với việc triển khai ba dự án, bao gồm Dragon City, Green Lane và Noong Tha. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng về những dự án này do địa điểm không quá thuận lợi. Một dự án khác trọng tâm khác là khu đô thị Dịch Vọng (HH1), tuy nhiên, chưa có thời hạn triển khai chính thức. Cuối năm 2018, HDG đã mua lại một dự án tại quận Thủ Đức, Hồ Chí Minh với diện tích 1,3ha. Dự án này có thể là một chất xúc tác cho năm 2019-2020.
- **Năng lượng trở thành chiến lược mới.** Nhà máy thủy điện Nhan Hac đã bắt đầu phát điện vào tháng 9 năm 2018, nâng tổng công suất phát điện của HDG lên 120MW. Dự án thủy điện Sông Tranh 4 vẫn theo tiến độ xây dựng và việc mua lại dự án Dakmi2 sẽ gia tăng lợi nhuận cho HDG từ năm 2020 trở đi. Năng lượng tái tạo sẽ là chất xúc tác quan trọng trong năm 2019. HDG lên kế hoạch phát điện nhà máy điện mặt trời đầu tiên Hồng Phong 4 với quy mô 48 MW vào tháng 6 năm 2019, để hưởng giá mua ưu đãi từ EVN cho hợp đồng 20 năm. Công ty cũng tích cực trong việc phát triển các dự án năng lượng gió. Chúng tôi cho rằng việc kinh doanh năng lượng sẽ là bước chiến lược tiếp của HDG.

Dự báo 2019

- HDG đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận năm 2019 nhờ bàn giao dự án Centrosa Garden. Doanh thu và lợi nhuận ròng ước tính khoảng 6.187 tỷ đồng (+ 69% YoY) và 801 tỷ đồng (+ 55% YoY).
- Chúng tôi chờ đợi việc triển khai các dự án bất động sản theo kế hoạch.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Hiệu ứng El Nino trong năm 2019
- Các dự án năng lượng mặt trời có thể gây quá tải lưới điện, gây ra giảm công suất hoạt động như thiết kế ban đầu
- Quỹ đất dần cạn kiệt, tạo áp lực lên việc mua quỹ đất mới và động lực tăng trưởng dài hạn

Mở khóa quỹ đất lớn

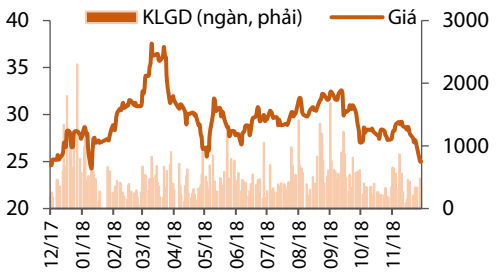
MUA	25%
Giá hiện tại (VND)	28.400
Giá mục tiêu (VND)	35.500
Cổ tức tiền mặt (VND)*	-

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.803,4
SLCPĐLH (triệu cp)	239,1
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	627,9
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	19,2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	2.534	3.161	3.191	2.963
% yoy	101,3	24,8	1,0	-7,1
LNST	345	535	784	939
% yoy	67,4	55,0	46,5	19,9
ROA (%)	6,1	6,8	9,0	10,7
ROE (%)	12,4	15,6	20,5	19,1
EPS (VND)	2.269	3.314	3.278	3.929
GTSS (VND)	17.477	23.678	17.372	21.119
Cổ tức tiền mặt (VND)	498	252	0	0
P/E (x)	9,8	9,1	8,7	7,2
P/BV (x)	1,3	1,3	1,6	1,3

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Nam Long (HSX:NLG) là một trong các nhà đầu tư bất động sản trong phân khúc nhà ở giá rẻ và đã thành công với thương hiệu Ehome. Sau khi có đạt được vị trí vững chắc, NLG đã chuyển chiến lược sang phân khúc nhà ở trung cấp với biệt thự và nhà phố từ năm 2015. Đây được xem như một quyết định khôn ngoan của HĐQT NLG nhằm đáp ứng nhu cầu gia tăng của người tiêu dùng trung lưu tại Thành phố Hồ Chí Minh. Điều này cải thiện biên biên lợi nhuận ròng của NLG và tối đa hóa giá trị quỹ đất của công ty. Ngoài ra, các dự án được phát triển theo hình thức liên doanh không chỉ để giảm bớt áp lực tài chính cho NLG mà còn tận dụng lợi thế của các đối tác về kinh nghiệm quản lý & phát triển.

Ghi nhận lợi nhuận cùng với việc mở bán sẽ mang lại một năm "khởi sắc" cho NLG trong năm 2019. Công ty đã đánh dấu bước ngoặt trong năm 2018 khi bắt đầu triển khai dự án lớn tại tỉnh Long An. Dự kiến dự án sẽ bắt đầu ra mắt vào giữa năm 2019. Đây là dự án lớn sẽ đảm bảo nguồn thu trong dài hạn.

Luận điểm đầu tư

- **Thời điểm quan trọng để khai thác quỹ đất.** NLG đã thành lập liên doanh với các đối tác Nhật Bản để cùng phát triển hai dự án chính là Waterpoint và Akari City. Đây là những dự án quy mô lớn dự kiến sẽ ra mắt vào năm tới. NLG đã thay đổi kế hoạch bán hàng do Akari City được dời lịch sang năm 2019.
  - Waterpoint có thể tạo ra lợi nhuận 2.100 tỷ đồng cho giai đoạn 1 sau 5 năm phát triển. Dự án này sẽ hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch bất động sản sang ngoại thành trong những năm tới do quỹ đất ở trung tâm dần cạn kiệt.
  - Dự án Akari City hướng tới phân khúc trung cấp, cung cấp tổng cộng 4.600 căn hộ với giá bán dự kiến là 22 triệu đồng/m^2. Phân khúc này có tỷ lệ hấp thụ cao do nhu cầu cao và danh tiếng của NLG.
- **Tỷ lệ tài chính vững mạnh.** NLG là một trong số các công ty hàng đầu về quản lý doanh nghiệp và luôn duy trì dòng tiền lành mạnh. Đòn bẩy của NLG tương đối thấp so với hầu hết các công ty bất động sản khác, với tỷ lệ nợ vay/vốn CSH khoảng 30-40%.
- **Định giá hấp dẫn.** Định giá hiện tại rất hấp dẫn, với tỷ lệ P/E và P/B 2019 ở mức 7,2 lần và 1,3 lần. Ưu điểm này đến từ triển vọng khởi công hai dự án trọng điểm vào năm tới là Waterpoint và Akari City.

Dự báo 2019

- Doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2019 ước tính lần lượt khoảng2.963 tỷ đồng (-7% YoY) và 939 tỷ đồng (+ 20% YoY).
- Các chất xúc tác chính là việc triển khai dự Akari City và Waterpoint.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- **Tiến độ bán của Waterpoint chậm.** Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng do dự án này do đóng góp lớn vào tổng giá trị định giá của NLG.
- **Các yếu tố pháp lý và sự chậm lại thị trường bất động sản nói chung.**

Người dẫn đầu

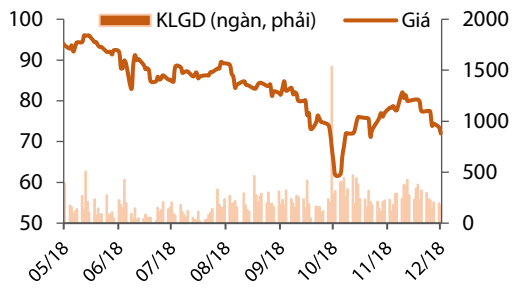
TÍCH LŨY	13%
Giá thị trường (VND)	79.800
Giá mục tiêu (VND)	90.500
Cổ tức tiền mặt (VND)*	-

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	267.291,2
SLCPĐLH (triệu cp)	3.349,5
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	982,4
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	86,3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	33,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	11.217	15.297	50.484	54.072
% yoy	128,0	36,4	230,0	7,1
LNST	1.649	1.410	16.584	19.567
% yoy	107,3	-14,5	1.075,1	18,0
ROA (%)	-	-	10,8	10,2
ROE (%)	-	-	26,9	22,8
EPS (VND)	-	-	5.197	6.132
GTSS (VND)	-	-	13.181	17.181
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-
P/E (x)	-	-	15,4	13,0
P/BV (x)	-	-	6,1	4,6

*Giá tại ngày of 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Vimhomes (HSX:VHM) là công ty con của công ty mẹ Vingroup. VHM là một mảng hoạt động chiến lược của tập đoàn đóng góp dòng tiền chính. Năm 2018, VHM đã được tách ra và niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán, trở thành công ty phát triển bất động sản niêm yết lớn nhất tại Việt Nam, dựa trên tất cả các khía cạnh như quỹ đất và lợi nhuận.

Vingroup hiện đang nắm giữ 70% cổ phần của công ty. Phần còn lại được nắm giữ bởi các nhà đầu tư tổ chức, bao gồm GIC.

Vinhomes đánh dấu mốc lịch sử với thương vụ IPO trong năm 2018. Công ty hiện là nhà bất động sản lớn nhất Việt Nam, trên cả phương diện quỹ đất và triển khai dự án.

Luận điểm đầu tư

- **Quỹ đất rộng lớn.** Tổng cộng quỹ đất hiện tại là gần 165 triệu m^2, phân bố tại các vị trí chiến lược trên khắp lãnh thổ Việt Nam. Tổng diện tích sàn là hơn 20 triệu m^2 sẽ được cung cấp ra thị trường trong ba năm tới. Trong số các chủ đầu tư bất động sản, Vinhomes được coi là "người tiên phong" khi luôn tạo ra xu hướng mới và gây ấn tượng với khả năng phát triển dự án. Các trường hợp cụ thể như khu dân cư Vinhomes Central Parl, Royal City hay Times City. Thị trường đang trông đợi vào sự chuyển hướng sang phân khúc trung bình cũng như nhà ở xã hội với thương hiệu VinCity và Happytown. Ba dự án VinCity tiếp theo là Ocean Park, Grand Park and Sportia, với tổng diện tích đất 1.000ha và cung cấp gần 140.000 sản phẩm. Chúng tôi cho rằng, Vinhomes sẽ mở rộng thị trường bất động sản hiện hữu với chiến lược dịch chuyển ra ngoại thành. Đây được coi là xu thế tất yếu và phổ biến trên thế giới.
- **Ấn tượng trong tích lũy quỹ đất và triển khai dự án.** Không có nghi ngờ gì về khả năng của Vinhomes trong việc phát triển các dự án dân cư. Thị trường luôn "kinh ngạc" về tiến độ phát triển của các dự án quy mô lớn của công ty. Điều này có thể sẽ tiếp tục được thể hiện trong tương lai. Giá trị doanh số chưa ghi nhận là khoảng 2,6 tỷ USD, và ước tính sẽ tăng khoảng 70% năm 2019 lên khoảng 4,5 tỷ USD. Các dự án hướng tới đúng nhu cầu thị trường, nhờ vào việc cải thiện điều kiện cơ sở hạ tầng và xu hướng dịch chuyển đến vùng ngoại ô thành phố trong tương lai. Điểm trừ là quy mô và nguồn cung quá lớn.
- **Định giá.** Tỷ lệ P/E và P/B 2019 được giá báo là 13,0 lần và 4,6 lần, mức có thể chấp nhận được với "người khổng lồ" Vinhomes. Các chỉ số này có thể khả quan hơn theo kế hoạch của công ty đặt ra. Chúng tôi định giá danh mục dự án dự kiến sẽ triển khai trong năm năm tới. Theo đó, VHM đang giao dịch tại mức giá dưới khoảng 15% giá trị tài sản ròng.

Dự báo 2019

- Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2019 sẽ khoảng 54,1 nghìn tỷ đồng (+7% YoY) và 19,5 nghìn tỷ đồng (+ 18% YoY). Trong đó, các dự án bất động sản mở mới như Ocean Park và Marina (Cầu Rào) đóng góp phần lớn.
- Giá trị doanh thu bán hàng chưa ghi nhận ước tính đạt 4,5 tỷ USD trong năm 2019, nhờ vào sự đóng góp ba dự án quy mô lớn VinCity.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- **Rủi ro thị trường lớn.** Công ty lớn như VHM sẽ có mức độ linh hoạt về kế hoạch kinh doanh ít linh hoạt hơn. Rủi ro sẽ phát sinh nếu có một xu hướng giảm mạnh của thị trường bất động sản.
- **Đòn bẩy cao.** Việc mở rộng quỹ đất quá tích cực khi thanh toán trả trước có thể gây căng thẳng về tài chính, đặc biệt trong giai đoạn đầu triển khai dự án. Tỷ lệ đòn bẩy hiện tại là gần 90%, cao hơn nhiều so với mức trung bình 30% -50%. Do đó, VHM phải đối mặt với áp lực tài chính, trong trường hợp có bất kỳ sự chậm trễ nào trong tiến trình phát triển. Đó là điểm chính các nhà đầu tư nên chú ý. Tuy nhiên, trạng thái tích cực đang chiếm ưu thế so với tiêu cực.

Cánh tay nối dài

TRUNG LẬP 3%

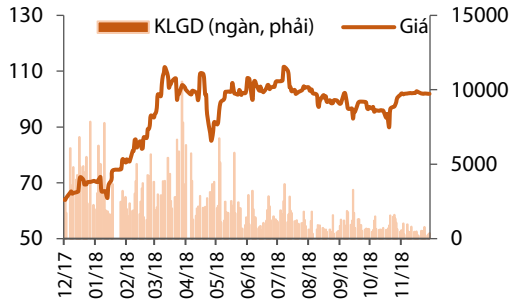
Giá thị trường (VND)	**102.700**
Giá mục tiêu (VND)	**106.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	-

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	326.183,7
SLCPĐLH (triệu cp)	3.191,6
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.373,3
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	134,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	39,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	57.614	90.355	125.620	131.946
% yoy	69,2	56,8	39,0	5,0
LNST	3.385	4.247	4.453	5.020
% yoy	178,4	25,5	4,8	12,7
ROA (%)	2,1	1,7	3,4	5,4
ROE (%)	7,9	14,8	24,2	29,4
EPS (VND)	1.283	1.729	1.395	1.573
GTSS (VND)	10.550	11.835	13.181	16.663
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	32,7	44,7	73,6	65,3
P/BV (x)	4,0	6,5	7,8	6,2

*Giá tại ngày of 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Vingroup là công ty tiên phong trong nhiều lĩnh vực khác nhau tại Việt Nam, bao gồm bất động sản, bán lẻ tiêu dùng, cho thuê bất động sản, khách sạn và sản xuất ô tô. Đối với lĩnh vực cốt lõi là bất động sản, Vingroup phát triển nhanh hơn các đối thủ cạnh tranh. Hiện tại công ty sở hữu quỹ đất hơn 165 triệu m², trong đó phần lớn các địa điểm được đặt tại các vị trí chiến lược ở Hà Nội, TP HCM và các thành phố cấp 2. Ngoài ra, Vingroup thay đổi cơ cấu doanh thu theo hướng tăng tỷ trọng từ nguồn thu định kỳ từ các mảng bán lẻ và dịch vụ. VIC có kế hoạch mở rộng mạng lưới tài sản thương mại, tài sản khách sạn và hoạt động bán lẻ của người tiêu dùng.

Năm 2018, Vingroup đã lập kỷ lục trên thị trường chứng khoán khi chia tách và niêm yết mảng bất động sản dưới thương hiệu Vinhomes. Vingroup cũng đang lên kế hoạch chinh phục thị trường xe hơi tại Việt Nam. Việc dẫn đầu trong mảng bất động sản là không thể bàn cãi. Tuy nhiên, việc chuyển dịch sang sản xuất ô tô là một bước đi mạo hiểm và tốn rất nhiều chi phí đầu tư ban đầu.

Luận điểm đầu tư

- **Bất động sản vẫn là động lực chính.** Vingroup đã ra mắt hai trong số ba dự án Vincity theo kế hoạch vào cuối năm 2018. Tổng giá trị doanh số của ba dự án này lên tới hơn 10 tỷ USD, tương đương với tổng số 66 tòa nhà và trên 140.000 sản phẩm. Chúng tôi kì vọng tỷ lệ hấp thụ sẽ cao nhất ở phân khúc thấp và trung cấp, khi gần như không có nguồn cung. Ngoài ra, công ty có kế hoạch khởi động một loạt các dự án quy mô nhỏ khác trong năm 2019. Tổng doanh số chưa ghi nhận hiện tại là 2,6 tỷ USD và dự báo cho năm 2019 vào khoảng 4,5 tỷ USD (+ 70% YoY). Ba dự án Vincity sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2019.
- **Ô tô trở thành tâm điểm mới.** Dưới sự bảo trợ của Vingroup, Vinfast đặt mục tiêu ra mắt chiếc xe máy điện và xe hơi đầu tiên vào năm 2019-2020. Thị trường ô tô Việt Nam phân mảnh, với nhiều thương hiệu đến từ nước ngoài. Là một ngành thâm dụng vốn, Vinfast sẽ phải tốn chi phí đầu tư lớn và thời gian lâu dài để chứng minh rằng đây là một khoản đầu tư kinh doanh bền vững. Đây sẽ là một câu chuyện thú vị trong vài năm tiếp theo.
- **Cải thiện hiệu suất trong mảng khách sạn, bán lẻ và cho thuê.** Việc tăng trưởng quá nhanh trong ba phân khúc này đã từng là vấn đề lo ngại đối với VIC trong quá khứ. Giai đoạn 2016-2018 được xem là giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng trên cả phương diện doanh thu và mở rộng quy mô. Hiện tại, mảng kinh doanh cho thuê trung tâm thương mại tạo hiệu suất ổn định, lợi nhuận bán lẻ tiêu dùng được cải thiện, trong khi mảng khách sạn sẽ là bài toán tiếp theo cần cải thiện tiếp theo trong năm 2019. Ngoài ra, chương trình chạy thử casino dành cho người Việt tại Phú Quốc có thể là chất xúc tác cho phân khúc này trong năm 2019.
- **Bất ngờ tiếp theo trong năm 2019.** Gần đây, công ty đã nhắm đến một phân khúc chiến lược mới, đó là công nghệ. Tuy nhiên, đây sẽ là một kế hoạch dài hạn. Lợi nhuận và rủi ro hiện tại không đáng kể.

Dự báo 2019

- Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2019 sẽ khoảng 131,9 nghìn tỷ đồng (+5% YoY) và 5,0 nghìn tỷ đồng (+ 13% YoY). Trong đó, bất động sản vẫn đóng vai trò quan trọng vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- **Rủi ro dòng tiền.** Đây sẽ là rủi ro lớn nhất cho công ty. Tổng vốn đầu tư cho năm 2019 khoảng 5,5 tỷ USD, trong đó bất động sản và ô tô chiếm phần lớn. Sẽ phát sinh rủi ro nếu có sự thiếu hụt từ nguồn thu bất động sản.

Nhà kinh doanh bán lẻ bất động sản lớn nhất

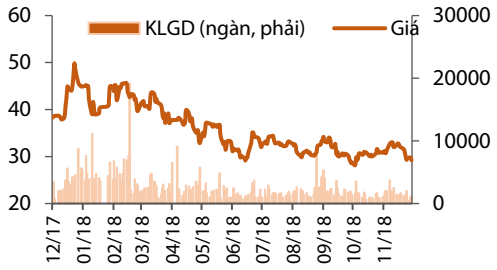
TÍCH LŨY	8%
Giá hiện tại (VND)	32.200
Giá mục tiêu (VND)	35.000
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	76.385,2
SLCPĐLH (triệu cp)	2.328,8
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	1.836,4
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	65,3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	17,4
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	6.386	5.518	8.230	10.195
% yoy	7,2	-13,6	49,1	23,9
LNST	2.437	2.016	2.418	2.973
% yoy	123,6	-17,2	19,9	23,0
ROA (%)	6,9	5,6	6,3	7,4
ROE (%)	12,3	8,0	8,8	9,8
EPS (VND)	1.155	1.061	1.272	1.564
GTSS (VND)	11.688	13.704	16.584	18.148
Cổ tức tiền mặt (VND)		0	0	0
P/E (x)		44,5	25,8	21,0
P/BV (x)		3,4	2,0	1,8

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Vincom Retail, nhà kinh doanh bán lẻ bất động sản lớn nhất Việt Nam, đang tiếp tục tăng danh mục hoạt động lên quy mô chưa từng có.

Vincom Retail có kế hoạch mở 20-30 trung tâm thương mại mỗi năm, hướng đến kế hoạch bao phủ khắp hơn 50 tỉnh và tăng mạng lưới trung tâm thương mại lên 200 vào năm 2022. Tính đến tháng 12 năm 2018, có 66 trung tâm thương mại ở 38 tỉnh và thành phố trên khắp Việt Nam.

Vincom Retail, nhà kinh doanh bán lẻ bất động sản lớn nhất Việt Nam đang tăng danh mục đầu tư lên một quy mô chưa từng có. Để giảm thiểu tác động từ thương mại điện tử, Vincom Retail kết hợp mô hình O2O[2] tại các trung tâm mua sắm trọng điểm nhằm giúp nhà bán lẻ tăng doanh số thông qua nền tảng trực tuyến, với sự hỗ trợ từ Adayroi và chương trình khách hàng thân thiết là VinID. Bên cạnh đó, công ty cải thiện tài chính trong những năm gần đây bằng cách giảm net gearing cùng với dòng tiền mạnh. Mặt khác, định giá hiện tại cao, khá giống với các công ty bất động sản bán lẻ hàng đầu châu Á khác. Chúng tôi kỳ vọng rằng những nhà đầu tư kiên nhẫn sẽ có lợi nhuận trong dài hạn.

Luận điểm đầu tư

- **Ngành bán lẻ hiện đại cất cánh.** Được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố tích cực như cơ cấu dân số trẻ, sự mở rộng tầng lớp trung lưu và bùng nổ chi tiêu bán lẻ, các kênh bán lẻ hiện đại đang cất cánh tại Việt Nam. Việt Nam vẫn có tiềm năng rất lớn cho ngành bất động sản bán lẻ. Bất động sản bán lẻ hiện chiếm 0,4% tổng doanh số bán lẻ, rất thấp so với các quốc gia khác trong khu vực.
- **Nhà kinh doanh bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam.** Vincom Retail sở hữu nhiều loại hình trung tâm thương mại nhằm đáp ứng nhu cầu của nhiều phân khúc khách hàng khác nhau. Công ty có kế hoạch mở 20-30 trung tâm mua sắm mỗi năm, nhằm phủ khắp hơn 50 tỉnh và tăng mạng lưới trung tâm thương mại lên 200 vào năm 2022. Tính đến tháng 12 năm 2018, có 66 trung tâm mua sắm tọa lạc tại 38 tỉnh và thành phố trên khắp Việt Nam.
- **Thu nhập và biên lợi nhuận ổn định.** Tại các trung tâm cao cấp như Vincom Center và Megamall, tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 90-95% trong khi Vincom + và Vincom Plaza có tỷ lệ lấp đầy trung bình thấp hơn, khoảng 80%. Biên lợi nhuận EBITDA nằm trong khoảng 65-70%. Chúng tôi ước tính CAGR 3 năm tới của doanh thu và EBITDA sẽ lần lượt là 20% và 25%.
- **Chiến lược giảm thiểu tác động từ thương mại điện tử và sự cạnh tranh từ các đối thủ khác.** Vincom Retail đã thu hút các thương hiệu hàng đầu quốc tế nhằm thu hút khách hàng đến các trung tâm như H&M, Zara, Old Navy, Massimo Dutti, Pull & Bear, và Stradivarious. Nhiều nhà bán lẻ nước ngoài bắt đầu nhắm đến thị trường Việt nam như Uniqlo và F21. Một số thương hiệu đang trong quá trình đàm phán với Vincom Retail để ký hợp đồng cho thuê. Bên cạnh đó, công ty đã kết hợp mô hình O2O trong các trung tâm mua sắm trọng điểm nhằm giúp các nhà bán lẻ tăng doanh số thông qua các nền tảng trực tuyến như Adayroi, VinID.

Dự báo 2019

- Doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2019 sẽ là 10.195 tỷ đồng (+ 24% YoY) và 2.973 tỷ đồng (+ 23% YoY).
- Ở mức giá hiện tại, P/E và P/B cho năm 2019 sẽ là 21,0x và 1,8x.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Ảnh hưởng từ thương mại điện tử ngày càng tăng.
- Kế hoạch mở rộng sang các tỉnh cấp 2 và 3 đi trước sự phát triển bán lẻ hiện đại.

NGÀNH DƯỢC – BƯỚC ĐẦU CHUYỂN DỊCH, NHƯNG CÒN CHẬM

Nguyễn Đức Hiếu (hieu.nd@vdsc.com.vn)

*Trong những năm tới, chúng tôi cho rằng xu hướng (1) tăng chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe, và (2) chuyển dịch từ thuốc ngoại sang thuốc nội tại các cơ sở y tế là tất yếu. Tuy nhiên, tăng trưởng chậm của nhiều công ty dược niêm yết trong năm 2018 đã cho thấy quá trình chuyển dịch này có thể sẽ mất nhiều năm. Do đó, dù kỳ vọng tiến độ chuyển dịch trong kênh bệnh viện sẽ nhanh hơn 2018, chúng tôi chỉ đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành dược trong năm 2019. Nhà đầu tư có thể kỳ vọng năm 2019 là một năm khó khăn đối với thị trường chứng khoán và chuyển sang các nhóm ngành phòng thủ. Tuy nhiên, cần nhớ rằng với ngành dược, người chiến thắng cần phải có cơ sở sản xuất chất lượng, một đối tác chiến lược hữu ích, và có giải pháp cho đầu ra.*

Cơ hội đầu tư

Dân số già hóa đòi hỏi chi tiêu chăm sóc sức khỏe cao hơn

Theo UNFPA, mặc dù Việt Nam vẫn còn trong cơ cấu dân số vàng, nhưng đã bước vào giai đoạn "già hóa" từ năm 2017. Báo cáo từ Ngân hàng Thế giới cũng cảnh báo quá trình già hóa tại Việt Nam sẽ diễn ra trong một khoảng thời gian rất ngắn: chỉ khoảng 15 năm và hoàn tất trước 2040. Dân số già đi đồng nghĩa chi tiêu chăm sóc sức khỏe sẽ nhiều hơn.

Chi tiêu chăm sóc sức khỏe phần lớn sẽ đổ vào kênh bệnh viện

Theo BMI, doanh số của thị trường dược phẩm Việt Nam là 5,3 tỷ USD trong đó doanh số trong kênh bệnh viện chiếm 70%. Thêm vào đó, chúng tôi tin rằng chính phủ sẽ phải tăng chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe trong những năm tới. Đó là điều đã diễn ra ở Trung Quốc, và khả năng cao sẽ lặp lại ở Việt Nam (Hình 114 và 115). Điều này đồng nghĩa các công ty tập trung bán hàng vào kênh bệnh viện sẽ hưởng lợi nhiều hơn.

Thuốc nội thay thế thuốc ngoại- xu hướng tất yếu

Chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe tăng cao chỉ còn là vấn đề thời gian. Điều này đòi hỏi chính phủ cần kiểm soát chi phí tốt hơn, và cũng là để kiểm soát lạm phát. Do đó, giảm chi phí và nâng cao hiệu suất điều trị tại các cơ sở y tế là xu hướng tất yếu. Một trong những giải pháp đó là khuyến khích các cơ sở y tế sử dụng thuốc nội thay vì thuốc nhập khẩu, thông qua các chính sách mà Chính phủ đã và đang thực hiện.

Bước đầu chuyển dịch, nhưng còn chậm

Dựa trên kết quả đấu thầu vào các cơ sở y tế từ 2017 đến tháng 6/2018, chúng tôi nhận thấy quá trình chuyển dịch đã bước đầu diễn ra. Các công ty dược trong nước như Pymepharco (PME:HSX) hay Imexpharm (IMP:HSX) đã có những sản phẩm trúng thầu nhóm 1 và 2, trước đây vốn là sân chơi riêng của thuốc ngoại nhập (Hình 116)

Tuy nhiên, số lượng trúng thầu ở các nhóm này chưa đạt được kỳ vọng của chúng tôi hồi đầu năm. Một trong những lý do là dự thảo mới về quy trình đấu thầu thuốc vẫn chưa được phê duyệt, dù đã hơn một năm trôi qua. Sự chậm trễ này cho thấy xung đột lợi ích giữa thuốc nội-ngoại vẫn còn cao, và điều này khả năng sẽ tiếp tục làm chậm quá trình chuyển dịch.

Lợi thế dành cho các công ty có cơ sở sản xuất hiện đại

Sở hữu một nhà máy có tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S Japan là điều kiện tiên quyết để tham gia vào đấu thầu ở nhóm 1, nhóm 2 và đầu thầu tập trung quốc gia. Ví dụ, mặc dù Dược Bình Định (DBD:HSX) khá nổi tiếng với các loại thuốc điều trị ung thư, sản phẩm công ty không được thầu tập trung quốc gia vì nhà máy chỉ đạt tiêu chuẩn WHO-GMP.

Hiện tại, chỉ một số ít các công ty có thể đáp ứng được các tiêu chuẩn này: PME, IMP, MKP, Tenamyd và Savipharm.

Dù vậy, người chiến thắng là người tìm được câu trả lời cho đầu ra

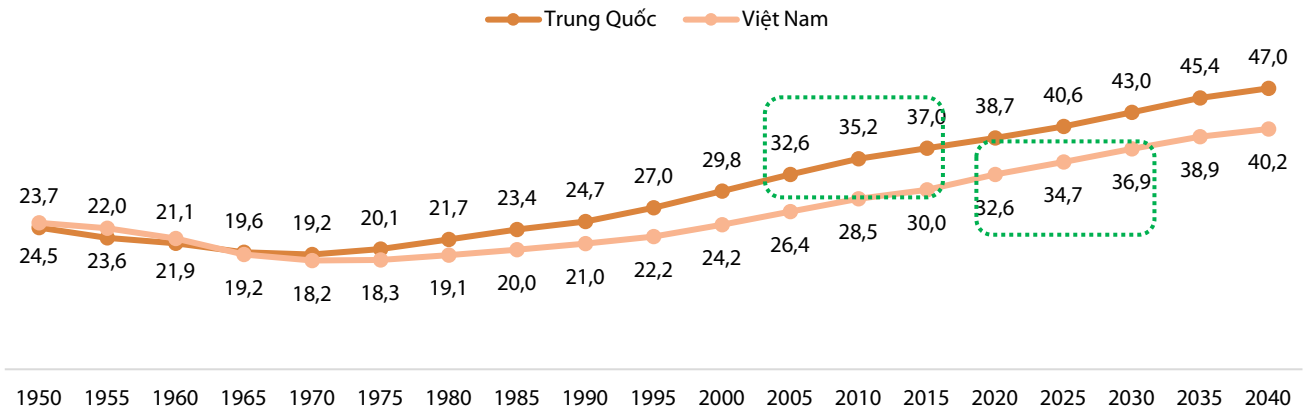
Các công ty như PME và IMP kỳ vọng các nhà máy mới sẽ giúp đẩy mạnh doanh số trong kênh bệnh viện. Tuy nhiên như đã đề cập ở trên, quá trình chuyển dịch sẽ còn chậm. Điều này đồng nghĩa không dễ để doanh thu của họ có thể cải thiện trong ngày một ngày hai. Trong khi đó, các công ty khác như Mekophar

(MKP:UPCOM) lại lựa chọn hướng sản xuất cho đối tác chiến lược để được đảm bảo đầu ra, dù biên lợi nhuận không cao bằng.

Rủi ro

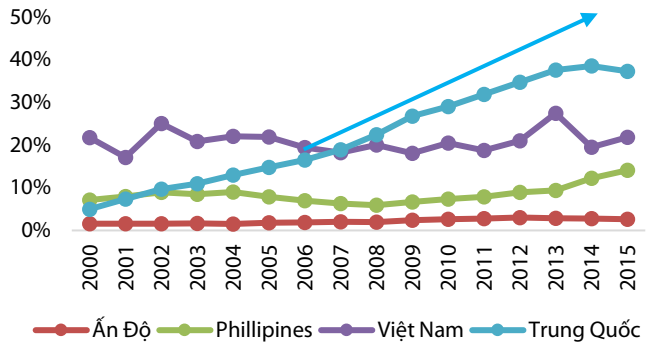
- Ngành phụ thuộc rất nhiều vào **chính sách.** Đây là rủi ro lớn nhất.
- Các hiệp định FTA có hiệu lực sẽ làm giảm thuế nhập khẩu đối với thuốc ngoại nhập.
- Giá nguyên liệu nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức cao do tác động từ các chính sách bảo vệ môi trường từ Trung Quốc.

Hình 114: Độ tuổi trung bình (median) Việt Nam và Trung Quốc 1950-2040



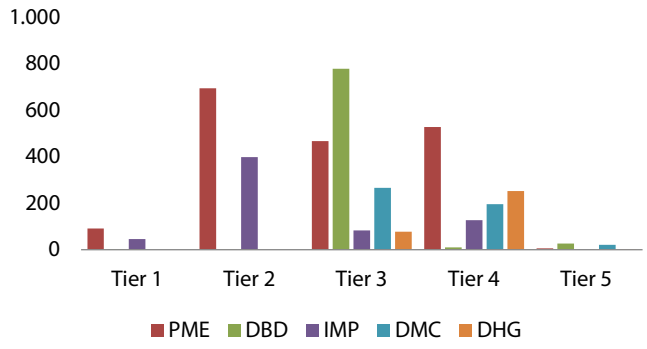
Nguồn: Statista

Hình 115: % bảo hiểm y tế trên tổng chi phí cho sức khỏe ở các nước



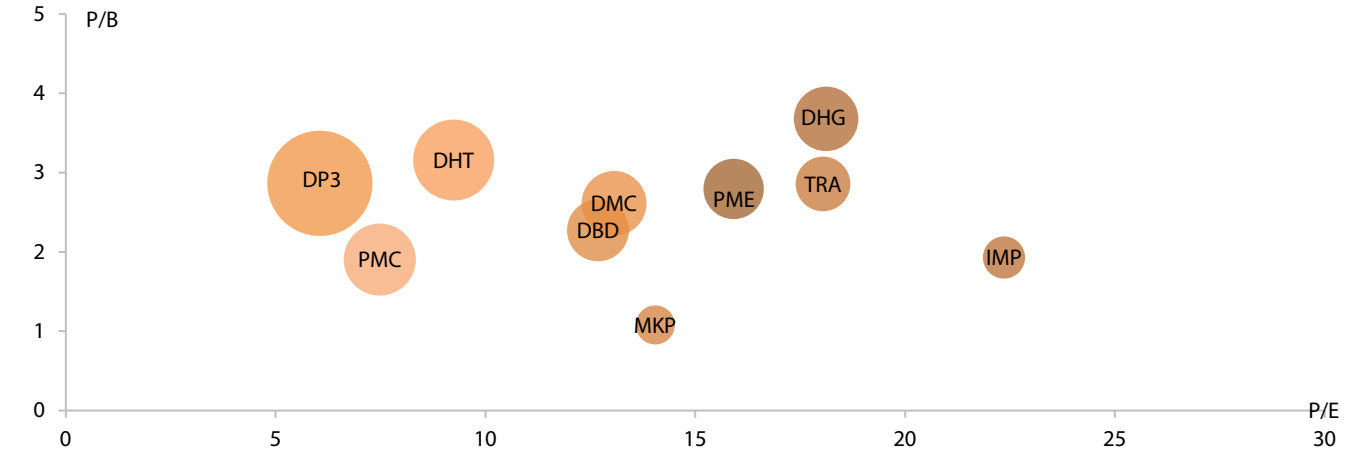
Nguồn: WHO

Hình 116: Thống kê KQ đấu thầu vào các cơ sở y tế 2017-T6/2018 (tỷ đồng)



Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Hình 117: ROE, P/E, P/B các doanh nghiệp niêm yết



*Nguồn: Fiin Pro, CTCK Rồng Việt *Kích thước bong bóng: ROE*

Nền tảng vững chắc và hưởng lợi từ hỗ trợ của STADA

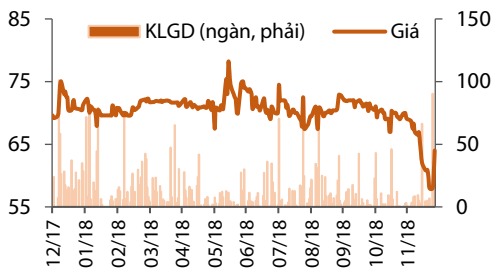
MUA	26%
Giá hiện tại (VND)	**63.500**
Giá mục tiêu (VND)	**78.100**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2,000

(*) Kỳ vọng 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.763,2
SLCPĐLH (triệu cp)	75,0
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	18,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1,3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	38,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	1.508	1.622	1.736	1.996
% yoy	15,2	7,6	7,0	15,0
LNST	239	286	316	369
% yoy	30,3	19,8	10,2	17,0
ROA (%)	14,8	14,6	14,9	15,6
ROE (%)	18,0	17,8	17,6	18,4
EPS (VND)	3.190	3.818	4.168	4.882
GTSS (VND)	26.431	24.677	23.887	26.769
Cổ tức tiền mặt (VND)	N/A	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	N/A	22,0	15,2	13,0
P/BV (x)	N/A	3,4	2,7	2,4

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Với sự hỗ trợ từ tập đoàn dược phẩm STADA (Đức), PME là doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên sở hữu dây chuyền kháng sinh uống đạt chuẩn EU-GMP vào năm 2013.

Công ty hiện tại sở hữu hai nhà máy: Nhà máy thuốc viên với công suất 800 triệu đơn vị/năm, và nhà máy thuốc tiêm với công suất 37 triệu đơn vị/năm.

CTCP Pymepharco (PME) là nhà sản xuất tân dược lớn thứ hai về doanh thu và lợi nhuận. Đây là một trong những doanh nghiệp đầu tiên được hưởng lợi từ việc thay thế thuốc nhập khẩu bằng thuốc trong nước tại kênh bệnh viện. PME có nền tảng vững chắc và được hỗ trợ từ cổ đông lớn nhất là STADA.

Luận điểm đầu tư

- **Chính sách hỗ trợ thúc đẩy sử dụng dược phẩm nội tại các bệnh viện.** Để giảm chi phí điều trị tại các cơ sở y tế, Chính phủ đã và đang thực hiện một loạt các chính sách ưu đãi cho các loại thuốc sản xuất trong nước trong quy trình đấu thầu thuốc của các bệnh viện.
- **Lợi thế cạnh tranh của các nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP.** Xây dựng một nhà máy đạt chuẩn EU-GMP đòi hỏi nhiều thời gian và công sức (ít nhất 2 năm). Do đó, việc sở hữu hai dây chuyền betalactam đạt chuẩn EU-GMP (thuốc viên và thuốc tiêm) là lợi thế lớn của PME ở thời điểm hiện tại.
- **STADA có khả năng đẩy mạnh doanh số thông qua PME để duy trì ảnh hưởng của mình tại Việt Nam**. Trong năm 2016, đóng góp của liên doanh STADA Việt Nam vào lợi nhuận của tập đoàn STADA là 123 tỷ đồng. Thoái vốn khỏi liên doanh STADA Việt Nam sau năm 2019 đồng nghĩa tập đoàn chỉ còn PME là công ty con tại Việt Nam.

Dự báo năm 2019

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 15%. Tăng trưởng đến từ: (1) 7% tăng trưởng tự nhiên của các sản phẩm cũ, và (2) hơn 100 tỷ đồng đóng góp từ nhà máy thuốc tiêm.
- Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 48%.
- Nhà máy non-beta lactam mới với vốn đầu tư 600 tỷ đồng được kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2019 hoặc 2020. Công suất đạt 1,2 tỷ đơn vị/năm.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thay đổi chính sách mất nhiều thời gian để thực hiện hoặc thay đổi theo hướng tiêu cực, ảnh hưởng đến xu hướng thay thế thuốc nhập khẩu bằng dược phẩm nội.
- Doanh thu bổ sung từ các sản phẩm của STADA không cao như mong đợi.

Mục tiêu của các đối tác chiến lược

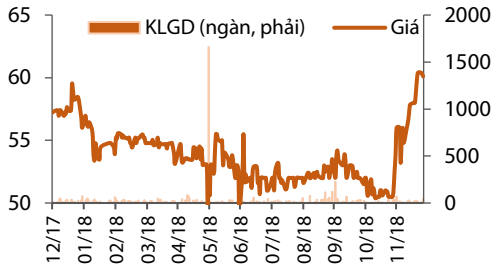
GIẢM TỶ TRỌNG	-5%
Giá thị trường (VND)	**57.800**
Giá mục tiêu (VND)	**53.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.800

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.855,4
SLCPĐLH (triệu cp)	49,4
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	29,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	19,9

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	1.010	1.165	1.249	1.410
% yoy	4,8	15,4	7,2	12,9
LNST	101	117	140	148
% yoy	8,9	16,0	19,7	5,7
ROA (%)	8,8	6,6	7,9	7,9
ROE (%)	10,8	8,4	9,2	9,4
EPS (VND)	1.801	2.090	2.501	2.643
GTSS (VND)	32.337	32.466	30.732	31.875
Cổ tức tiền mặt (VND)	800	500	1.500	1.800
P/E (x)	16,0	24,2	23,2	21,9
P/BV (x)	1,7	2,0	1,9	1,8

Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Một trong năm công ty dược phẩm lớn nhất cả nước.

Các sản phẩm chủ lực bao gồm thuốc kháng sinh và thuốc tiêu hóa như Pms-Claminat, Pms-Probio và thuốc kháng sinh tiêm, tất cả đều được sản xuất theo công nghệ Enzim của Tây Ban Nha.

Tương tự như PME, IMP là một trong những công ty đầu tiên sẽ hưởng lợi từ việc thay thế thuốc ngoại nhập bằng thuốc nội tại các cơ sở y tế. Tuy nhiên, do tiến độ chuyển đổi chậm, lợi nhuận của IMP chưa đạt được kỳ vọng của chúng tôi. Điều này khiến ROA và ROE thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành do IMP đã đầu tư lớn vào các nhà máy mới. Hiệu quả hoạt động sẽ cần nhiều thời gian để cải thiện, và định giá hiện tại cho thấy cổ phiếu này không phù hợp cho nhà đầu tư cá nhân.

Luận điểm đầu tư

- **Doanh số kênh bệnh viện cần thời gian để cải thiện.** Chúng tôi tin rằng tiến độ chuyển đổi từ thuốc ngoại sang thuốc nội trong các cơ sở y tế sẽ tăng tốc trong 2019. Tuy nhiên, điều này là chưa đủ để tạo nên đột phá trong doanh số của IMP.
- **Định giá cao.** IMP đang giao dịch ở mức P/E 2018 là 23x. Tăng trưởng trong 2 năm tới không phù hợp với mức định giá này.
- **Sẽ cần nhiều thời gian để IMP tìm được một đối tác chiến lược phù hợp.** Một đối tác chiến lược có thể sẵn sàng trả mức bội số cao cho IMP khi mà công ty sở hữu một cơ sở vật chất hết sức hiện đại với 4 nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP. Tuy nhiên, ban quản trị IMP ưa thích một lựa chọn có thể trợ giúp về mặt công nghệ hơn là một đối tác chỉ hướng tới việc gia công.

Dự báo 2019

- Chúng tôi kỳ vọng doanh số kênh bệnh viện tăng 35%, đạt 260 tỷ đồng, và doanh số OTC tăng 11%, đạt 940 tỷ đồng.
- Nhà máy EU-GMP thứ ba đi vào hoạt động. Đây là nhà máy sản xuất kháng sinh tại Vĩnh Lộc.
- Công ty sẽ tiếp tục giải ngân hoàn thiện nhà máy dược công nghệ cao tại Bình Dương vào đầu năm 2020.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Quá trình chuyển đổi diễn ra thần tốc, thúc đẩy doanh số kênh bệnh viện.
- IMP mở cửa cho đối tác chiến lược, hoặc là mục tiêu của một cuộc thâu tóm.

Không lo bài toán đầu ra

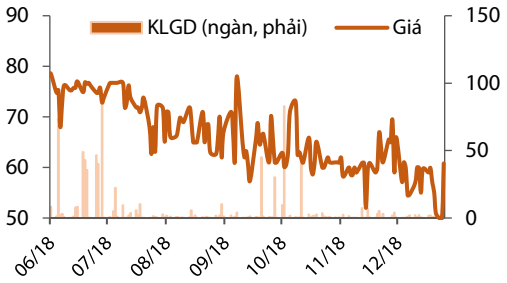
TÍCH LŨY	14%
Giá hiện tại (VND)	**58.200**
Giá mục tiêu (VND)	**82.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.130,7
SLCPĐLH (triệu CP)	19,4
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	0,7
GTGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	0,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	1,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	18,2

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	1.262	1.367	1.220	1.206
% yoy	17,2	8,3	-10,7	-1,1
LNST	120	115	96	96
% yoy	18,8	-4,3	-16,3	0,7
ROA (%)	10,4	8,8	7,2	6,1
ROE (%)	12,2	11,0	8,7	7,3
EPS (VND)	6.161	5.899	4.442	3.577
GTSS (VND)	50.400	53.627	56.632	54.663
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.300	2.000	1.500	1.000
P/E (x)	N/A	N/A	13,3	16,5
P/BV (x)	N/A	N/A	1,0	1,1

Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Sáu năm sau khi hủy niêm yết, Mekophar quay trở lại sàn với đối tác chiến lược từ Nhật Bản, Nipro. Với sự hỗ trợ từ Nipro, giờ đây MKP đã sở hữu một nhà máy mới với tiêu chuẩn PIC/S Nhật Bản.

Công ty cũng điều hành một ngân hàng tế bào gốc với tiềm năng tăng trưởng cao.

Khác với PME và IMP khi đầu ra phụ thuộc đáng kể vào kênh bệnh viện, Mekophar lên kế hoạch sản xuất và xuất khẩu hầu hết các sản phẩm cho đối tác chiến lược Nipro. Chiến lược này đảm bảo mang doanh thu ổn định cho MKP. Tuy nhiên, đơn đặt hàng từ Nipro chỉ có thể tăng nhanh từ sau 2020, kéo theo tăng trưởng lợi nhuận tương ứng. Do đó, đầu tư vào MKP đòi hỏi thời gian từ 2-3 năm.

Luận điểm đầu tư

- **Nhà máy PIC/S Nhật Bản** với công suất 2 tỷ sản phẩm/năm. Hầu hết các sản phẩm sẽ được xuất khẩu, nhưng tiêu chuẩn PIC/S Nhật Bản cũng cho phép MKP tham gia đấu thầu nhóm 1 tại Việt Nam.
- **Nhu cầu cao từ Nipro.** Đây là công ty sản xuất dược theo hợp đồng lớn nhất (CMO*) tại Nhật Bản với 90% thị phần. Do đó, chúng tôi tin rằng nhu cầu sản xuất của Nipro tại MKP sẽ rất cao. Điều này đảm bảo nhà máy MKP hoạt động với công suất cao từ năm 2021.
- **Thu nhập tăng thêm từ dự án bất động sản.** Sau khi hợp đồng cho thuê hết hạn vào năm 2020, khu đất 1,2 ha tại 297/5 Lý Thường Kiệt có thể được chuyển đổi sang mục đích khác như tòa nhà chung cư. MKP đang tìm kiếm một đối tác để thực hiện dự án.
- **Định giá thấp.** Cổ phiếu đang giao dịch ở mức 13x P/E 2018 và 1x P/B. Đây là mức P/B thấp nhất trong số các công ty cùng ngành.

Dự báo 2019

- Nhà máy PIC/S hoạt động với công suất 15% -20% và chịu lỗ khoảng 15 tỷ đồng.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sẽ đi ngang trong năm 2019.
- Công ty sẽ phát hành 20% cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu với mức giá khoảng 40.000 đồng/cổ phiếu và 5% cho ESOP với giá khoảng 20.000 đồng/cổ phiếu. Số tiền thu được để đầu tư một nhà máy mới, với số vốn ước tính khoảng 400 tỷ đồng và dự kiến hoàn thành vào năm 2020.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Nhu cầu từ Nipro thấp hơn dự kiến.
- Vấn đề pháp lý có thể khiến tiến độ của dự án bất động sản bị trì hoãn.

**CMOs (Contract manufacturing organizations): là các công ty cung cấp dịch vụ phát triển dược và sản xuất dược cho các công ty khác theo dạng hợp đồng. Điều này cho phép các công ty dược phẩm lớn thuê ngoài các công đoạn.*

Doanh nghiệp ổn định

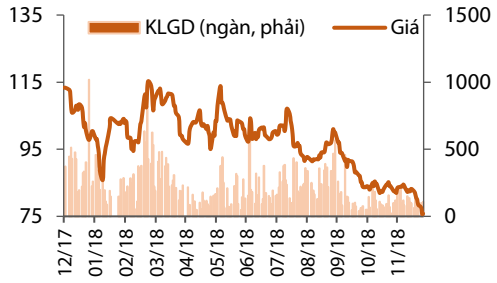
TRUNG LẬP	4%
Giá thị trường (VND)	**82.500**
Giá mục tiêu (VND)	**83.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.000

(*)kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Y tế
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.786,6
SLCPĐLH (triệu cp)	130,7
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	211,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	20,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	50,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	43,3

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	3.783	4.063	3.893	3.954
% yoy	4,9	7,4	-4,2	1,6
LNST	686	642	620	685
% yoy	16,2	-6,3	-3,6	10,5
ROA (%)	18,1	15,8	15,1	15,2
ROE (%)	17,4	15,7	21,3	21,6
EPS (VND)	5.244	4.913	4.265	4.714
GTSS (VND)	32.532	21.013	22.235	24.251
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.500	3.000	3.000	3.000
P/E (x)	8,5	19,9	19,4	17,6
P/BV (x)	2,0	4,6	3,7	3,4

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

DHG là công ty dược phẩm lớn nhất tại Việt Nam xét về qui mô và hệ thống phần phối. 90% doanh thu của DHG đến từ kênh nhà thuốc.

Trong khi ba công ty trên lựa chọn đầu tư nhà máy với tiêu chuẩn cao nhất làm lợi thế cạnh tranh, thế mạnh của DHG lại nằm ở hệ thống phân phối lớn nhất tại Việt Nam. Vì vậy, công ty vẫn trung thành với định hướng kênh nhà thuốc.

Là công ty dược phẩm lớn nhất với doanh thu gấp đôi người đứng thứ hai, sẽ là không thực tế khi kỳ vọng DHG vẫn còn có thể tăng trưởng ở mức cao. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E 2018 là 20x, đồng nghĩa triển vọng tăng giá gần như không còn. Tuy nhiên, DHG có những tiêu chuẩn mà các nhà đầu tư phòng thủ tìm kiếm: vốn hóa lớn, quản trị tốt, và dòng tiền ổn định. Nếu giá tiếp tục giảm, đây có thể là một cổ phiếu phòng thủ tốt (stalwart).

Luận điểm đầu tư

- **Kinh doanh ổn định với hệ thống phân phối lớn nhất ngành.**
- **Có đối tác chiến lược mạnh.** Hợp tác với Taisho (Nhật Bản) hứa hẹn DHG có thêm nguồn thu nhập ổn định trong tương lai. DHG có thể tiếp cận các thị trường khác của Taisho trong khu vực, và đồng thời có thêm doanh thu khi sản xuất và phân phối các sản phẩm của Taisho.
- **Nếu Taisho tiếp tục chào mua để tăng sở hữu tại DHG sẽ ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu.** Đây là điều đã từng xảy ra hai lần trong quá khứ.

Dự báo 2019

- Doanh số các loại thuốc chủ lực: Hapacol (giảm đau), Klamentin và Haginat (kháng sinh) tăng 5% -7%. Ba loại thuốc này chiếm tới một phần ba doanh thu của DHG.
- Chúng tôi kì vọng doanh thu các loại thuốc Naturenz (gan), Nattoenzym và Apitim (tim mạch) sẽ tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, doanh thu từ các loại thuốc này chưa đủ để có ảnh hưởng lớn lên tổng doanh thu.
- Nhìn chung, doanh số từ các loại thuốc tự sản xuất sẽ bù đắp cho phần mất đi từ mảng phân phối thuốc mà DHG từ bỏ để đáp ứng yêu cầu mở room ngoại. Chúng tôi ước tính doanh thu của DHG sẽ đi ngang, khoảng 4.000 tỷ đồng.
- Do các loại thuốc tự sản xuất có biên lợi nhuận cao hơn, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp được cải thiện lên 45,5% vào năm 2019.
- LNST của công ty trong năm 2019 ước đạt 685 tỷ đồng, tương ứng EPS là 4.717 đồng (+ 10% YoY)

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Mức P/E thị trường chấp nhận cho DHG giảm xuống do phản ánh tăng trưởng chậm của công ty.

NGÀNH XÂY DỰNG - CHUYỂN MÌNH

Anh Tran (anh.tm@vdsc.com.vn)

Ngành xây dựng đang có những dấu hiệu bước vào giai đoạn trưởng thành của vòng đời. Sau giai đoạn 2015-2017 khá tích cực, nhiều công ty xây dựng, đặc biệt là những công ty hoạt động trong phân khúc nhà ở và thương mại, đã gặp khó khăn trong việc kéo dài đà tăng trưởng trong giai đoạn 2017-2018. Trở ngại xảy ra một phần là do ngành đang trở nên bão hòa, khi các yếu tố nội tại như cạnh tranh trong ngành, sức ép từ khách hàng và hành lang pháp lý, đã và đang ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của các công ty trong ngành.

Tuy nhiên, với vị thế một ngành công nghiệp có giá trị vốn hóa hơn 115 nghìn tỷ đồng, thì luôn có những điểm sáng đến từ các công ty có cấu trúc tài chính lành mạnh thể hiện vị thế của mình so với các đối thủ trong giai đoạn khó khăn. Hơn nữa, với sự ưu tiên tư chính phủ, tốc độ tăng trưởng của ngành dù chậm lại nhưng vẫn sẽ được duy trì ổn định trong thời gian tới.

Cơ hội đầu tư

Xây dựng tăng trưởng song hành cùng GDP, nhưng đang bước vào giai đoạn 'trưởng thành'.

Lấy giá của năm 2010 làm mốc tham chiếu, thì trong hơn 10 năm, từ năm 2005 đến 2017, giá trị ngành xây dựng vẫn đang gia tăng tuyến tính cùng GDP. Với sự đi lên của nền kinh tế, ngành xây dựng dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức 7,1% trong giai đoạn 2018-2019, và tỉ trọng đóng góp của ngành vào GDP sẽ giảm xuống còn 6,2% trong năm 2019 (Hình 118).

Xây dựng phân khúc công nghiệp là điểm sáng

Trong năm 2017-2018, phân khúc nhà ở thương mại ghi nhận sự nổi lên của các dự án ở xa trung tâm thành phố, và bây giờ, xu hướng này sẽ được viết tiếp bởi những dự án nằm xa trung tâm hơn. Đây là những khu vực hấp dẫn cho các nhà đầu tư bởi quỹ đất rộng, chi phí thu hồi không quá cao, và giao thông nối từ các khu xa trung tâm vào thành phố đã được nâng cấp đáng kể. Trong số đó có thể kể đến dự án VinCity như một ví dụ cho sự phát triển của phân khúc nhà ở trung cấp.

Cạnh tranh trong ngành khốc liệt, cùng với sự khó khăn trong việc phát triển phân khúc nhà ở và thương mại buộc các công ty xây dựng phải thâm nhập sâu vào ngành và thi công các dự án có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn, như phân khúc xây dựng công nghiệp hoặc cơ sở hạ tầng. Tăng trưởng trong phân khúc xây dựng công nghiệp sẽ được hỗ trợ bởi:

(i) Nguồn vốn FDI ổn định.

(ii) Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung có thể tạo ra làn sóng dịch chuyển của các nhà sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam để tránh tác động của việc tăng thuế.

Trên thực tế, các công ty xây dựng lớn như Coteccons hay Hòa Bình đã đa dạng hóa các hoạt động của họ theo hướng gia tăng giá trị và tỉ trọng của phân khúc xây dựng công nghiệp trong tổng cơ cấu doanh thu.

Trong năm vừa qua, biến động về lợi nhuận ngành là một yếu tố đáng lo ngại. Biên lợi nhuận gộp của các công ty xây dựng có vốn hóa thị trường trên 100 tỷ đồng chứng kiến sự sụt giảm kể từ năm 2014 (Hình 119). Một lý do có thể giải thích cho một tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn là việc các nhà thầu đã bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu đầu vào, và họ không thể chuyển hoàn toàn phần chi phí tăng lên này cho khách hàng.

Xây dựng cơ sở hạ tầng được cho là sẽ đem lại 'Lợi nhuận lớn –Rủi ro cao'

Theo nghiên cứu của BMI, Việt Nam được phân loại là một trong những thị trường cận biên đang phát triển với tốc độ nhanh, trong đó đầu tư cơ sở hạ tầng là ưu tiên hàng đầu của chính phủ. Nhu cầu cho các cơ sở hạ tầng ở Việt Nam trải dài nhiều cấp độ, từ các cấp cơ bản (ví dụ: đường cao tốc, đường sắt nặng) đến các dự án có giá trị cao hơn (năng lượng tái tạo, giao thông đô thị). Cùng với đó, giá trị của xây dựng cơ sở hạ tầng chiếm trên 45% giá trị toàn ngành xây dựng.

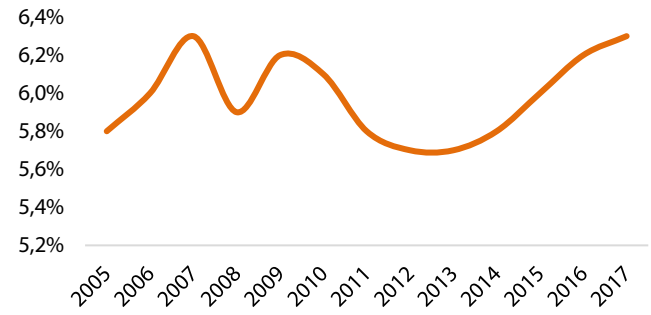
Lợi nhuận khi đầu tư vào xây dựng hạ tầng cơ bản của Việt Nam được coi là cao trong con mắt các nhà đầu tư nước ngoài. Điều này xuất phát từ sự tăng trưởng của ngành xây dựng nói chung, nhu cầu đi lại tăng cao của người dân, và số lượng lớn dự án cần vốn đầu tư. Cùng với tỷ lệ đô thị hóa ở mức thấp, phát triển cơ sở hạ tầng là ưu tiên hàng đầu của chính phủ.

Xây dựng cơ bản luôn là ưu tiên số một của chính phủ, khi chi phí cho các công trình xây dựng cơ bản chiếm khoảng 25% tổng chi tiêu chính phủ từ năm 2015 đến 2018. Con số kế hoạch cho đầu tư xây dựng cơ bản năm 2018 là 390 nghìn tỷ đồng (Hình 120). Có thể nói, xây dựng cơ bản là một điểm nhấn cho ngành xây dựng cũng như cho tăng trưởng chung của Việt Nam trong giai đoạn 2015-2018.

Rủi ro

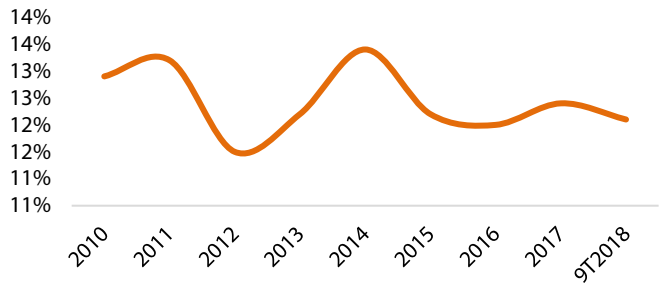
- **Môi trường kinh tế dài hạn:** Xây dựng và GDP có mối tương quan cao, tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam dự kiến sẽ chậm lại trong năm 2019, do đó tốc độ tăng trưởng xây dựng cũng sẽ chậm lại.
- **Môi trường pháp lý dài hạn:** Nghị định 167/2017 / NĐ-CP ban hành ngày 31/12/2017, có hiệu lực từ ngày 01/01/2018 về điều tra và sử dụng tài sản công, đặc biệt là đất công. Chính phủ đã tăng cường kiểm tra và thu giữ, tịch thu tài sản liên quan đến các vụ án hình sự, và xử phạt nghiêm các hành vi vi phạm. Điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến phân khúc cho thuê của các công ty xây dựng, khi các công ty gặp khó trong vấn đề cấp phép xây dựng và cho thuê văn phòng, nhà ở.
- **Tính kịp thời của các dự án xây dựng:** Độ trễ từ khi trình dự án đến giải ngân xây dựng là khá lớn. Thời hạn phê duyệt dự án biến động tùy theo loại dự án và ưu tiên ngắn hạn của Chính phủ.
- **Áp lực dòng tiền:** Nhiều công ty xây đang phải đối mặt với vấn đề dòng tiền âm. Theo phân tích của chúng tôi về 148 công ty xây dựng đã công bố kết quả tài chính của họ cho đến quý 3 năm 2018, chỉ có 57% tổng số công ty có dòng tiền dương từ hoạt động kinh doanh. Các công ty xây dựng phải trả tiền ứng trước cho các nhà thầu phụ để thúc đẩy tiến độ của các dự án, sau đó cần có thời gian để họ thu tiền từ các nhà đầu tư. Áp lực về dòng tiền là khá lớn trong năm 2018.
  Song song, ngành xây dựng chịu áp lực từ số ngày khoản phải thu bị kéo dài, khi số ngày phải thu đã tăng 18% từ 155 ngày trong năm 2014 lên 184 ngày trong năm 2017 (Hình 121). Trong 9 tháng 8 năm 2018, con số này đạt đến mức cao 281 ngày. Vấn đề này có thể được giải quyết trong quý cuối cùng của năm, khi các công ty có thể thu tiền từ nhà đầu tư dự án và ghi nhận doanh thu.

Hình 118: Đóng góp ngành xây dựng vào GDP (%)



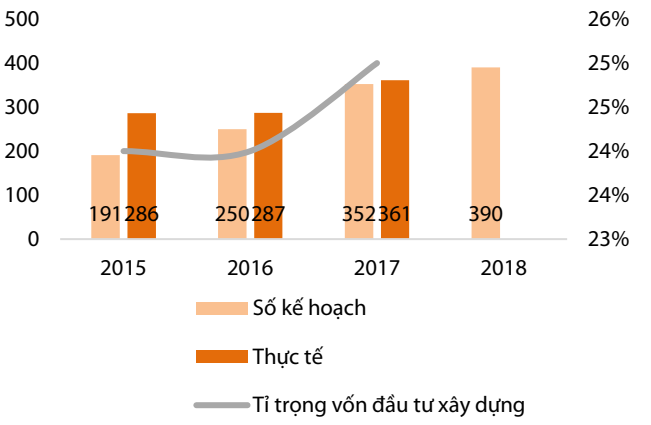
Nguồn: Tổng cục thống kê

Hình 119: Biên lợi nhuận gộp của các công ty vốn hóa trên 100 tỷ VND (%)



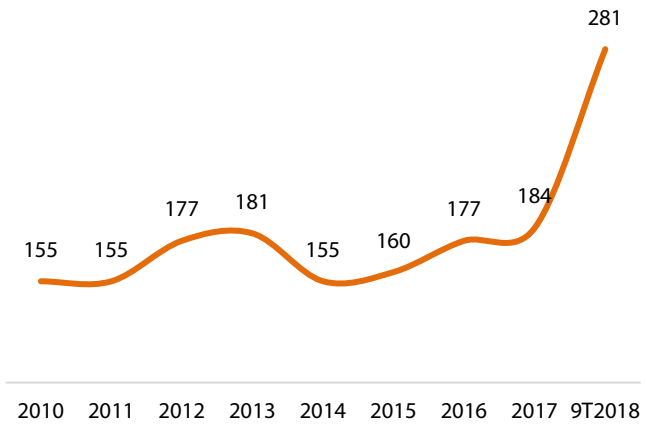
Nguồn: FiinPro

Hình 120: Số kế hoạch và số thực tế đầu tư xây dựng của chính phủ (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Bộ Tài chính

Hình 121: Số ngày phải thu (ngày)



Nguồn: FiinPro

Thoát khỏi 'Vùng an toàn'

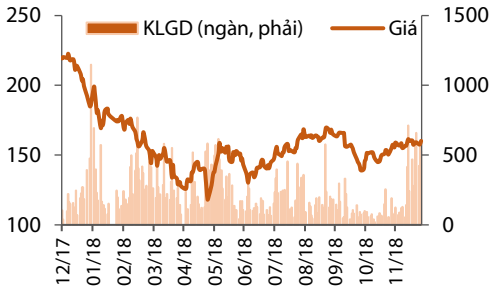
TRUNG LẬP	4%
Giá hiện tại (VND)	161.500
Giá mục tiêu (VND)	164.200
Cổ tức tiền mặt (VND)*	3.900

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	XD & vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.628,8
SLCPĐLH (triệu cp)	78,2
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	119,7
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	18,9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	5,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	20.783	27.153	28.646	30.078
% yoy	52,0	30,7	5.5	5.0
LNST	1.422	1.653	1.563	1.546
% yoy	113,5	16,2	-5,4	-1,1
ROA (%)	12,1	10,8	9,0	8,6
ROE (%)	22,8	18,3	18,6	16,8
EPS (VND)	15.093	20.436	17.812	17.633
GTSS (VND)	80.904	94.830	107.170	120.888
Cổ tức tiền mặt (VND)	5.000	5.000	3.900	0
P/E (x)	12,1	11,1	9,1	9,2
P/BV (x)	2,3	2,4	1,5	1,3

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (CTD-HSX) là nhà thầu xây dựng nội địa hàng đầu với năng lực thi công đa dạng. Với lượng backlog gần 1 tỉ đô la Mỹ gồm nhiều dự án xây lắp quy mô lớn, CTD đã khẳng định vị thế đối với các chủ đầu tư bất động sản lớn và cả các doanh nghiệp nước ngoài. Có sức khoẻ tài chính lành mạnh, không vay nợ và tiền mặt dồi dào là điểm nhấn khiến Coteccons vượt trội so với hầu hết các đối thủ cùng ngành, giúp doanh nghiệp tham gia vào nhiều dự án xây lắp lớn thuộc mọi phân khúc như nhà ở, thương mại và cả xây lắp nhà xưởng.

Trong khi hầu hết các công ty xây dựng loay hoay giải bài toán "doanh thu-chi phí", CTD vẫn cho thấy sự tăng trưởng lợi nhuận đều đặn qua từng năm. Với thế mạnh là thi công các dự án thương mại và dân cư, CTD đang từng bước đa dạng hóa hoạt động kinh doanh của mình để duy trì dòng tiền ổn định trước sự cạnh tranh gay gắt của các đối thủ. Lấn sân sang phân khúc xây dựng công nghiệp sẽ là một lựa chọn phù khi phân khúc nhà ở và thương mại được dự đoán sẽ hạ nhiệt. Với khối backlog ổn định, một kế hoạch M&A hứa hẹn và những bước đi sâu hơn vào phân khúc công nghiệp, CTD đã sẵn sàng chinh phục những mục tiêu trong năm 2019.

Luận điểm đầu tư

- **Sức mạnh tài chính là chìa khóa để theo đuổi các mục tiêu dài hạn:** CTD nằm trong số ít các công ty có cơ cấu nguồn vốn lành mạnh, không vay nợ và luôn duy trì một lượng tiền mặt dồi dào. Điều này cho phép CTD đảm nhận các dự án lớn yêu cầu phải ứng trước tiền cho các nhà thầu phụ để đẩy nhanh tiến độ. Một cấu trúc tài chính lành mạnh không chỉ là lợi thế khi đấu thầu các dự án xây dựng, mà còn tăng cường sức mạnh cho CTD khi đàm phán các điều khoản thanh toán với chủ đầu tư dự án.
- **'Design and Build' (D&B) hoàn thiện hơn nhờ công nghệ:** Khi cạnh tranh trở nên khốc liệt, CTD sử dụng sức mạnh của công nghệ để quản lý chi phí và tối ưu hóa dịch vụ D&B. Mô hình thông tin xây dựng (BIM) đã được áp dụng, cung cấp cho CTD một công cụ chuyên sâu để thiết kế, phác thảo xây dựng và quản lý chi phí tối ưu. BIM có thể mô phỏng chi tiết dự án, giúp CTD và chủ đầu tư cân đối nguồn lực trước khi bắt đầu thi công xây dựng.
- **Thoát khỏi 'Vùng an toàn':** Phân khúc xây dựng thương mại và nhà ở được coi là 'Vùng an toàn' và là nhân tố chính giúp CTD tăng trưởng trong vài năm trở lại đây. Khi phân khúc này chững lại, CTD đã tăng tỉ trọng của phân khúc xây dựng công nghiệp trong cơ cấu doanh thu. CTD còn có kế hoạch chiến lược để mở rộng phân khúc này khi không chỉ hợp tác với các chủ đầu tư Việt Nam mà còn nhắm tới các dự án do Trung Quốc tài trợ. Xu hướng dịch chuyển nhà máy sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ là nhân tố xúc tác tốt. Các dự án chính trong năm 2018 gồm có VinCity, khu công nghiệp Tập đoàn Hòa Phát, tổ hợp Vinfast và Timberland Manwah (khu công nghiệp).
- **Tối ưu hoạt động với chiến lược M&A:** Hiện tại, CTD sở hữu 15% Ricons và có kế hoạch hợp nhất Ricons trong năm 2019-2020. Việc hợp nhất sẽ giúp hoạt động của CTD ổn định và tránh những cạnh tranh từ chính Ricons. Kế hoạch M&A cụ thể sẽ được thống nhất trong Đại hội thường niên vào T3 2019.

Dự báo 2019

- Backlog hiện tại đạt 22.000 tỷ đồng, trong đó tỉ trọng dự án khu dân cư và công nghiệp lần lượt là 50% và 18%.
- Biên lợi nhuận gộp hợp nhất dự kiến sẽ duy trì ở mức 6,8%;
- Trúng thầu xây dựng ba dự án VinCity sẽ là yếu tố tích cực cho giá cổ phiếu;
- Hành lang pháp lý cản trở tăng trưởng của phân khúc thương mại và dân cư.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Môi trường chính trị và pháp lý ngắn hạn bất ngờ có thể đe dọa hoạt động KD.
- Rắc rối đến từ nhà thầu phụ hoặc chủ đầu tư có thể gây tổn hại đến uy tín của CTD.

NGÀNH PHÂN BÓN - ĐỘNG LỰC KHÔNG ĐẾN TỪ CƠ BẢN

Trần Hà Xuân Vũ (vu.thx@vdsc.com.vn)

Ngành phân bón kết thúc năm 2018 với kết quả không được khả quan khi LNST các công ty niêm yết nhìn chung đều giảm so với 2017. Chính sách thuế VAT tiếp tục là điểm nhấn trong năm 2018 khi mà những đồn đoán về việc thay đổi trong chính sách đã tạo nên một "con sóng" nhỏ trong giá cổ phiếu các công ty trong ngành. Tuy nhiên, ngành phân bón sẽ phải tiếp tục chờ đợi thông tin chính thức trong năm 2019 khi mà điều luật đã không được trình lên quốc hội trong tháng 11/2018. Đối với các công ty phân đạm, các doanh nghiệp DPM hay DCM đang được hưởng lợi khi giá khí đầu vào giảm theo giá dầu trong khi giá bán đang có chiều hướng tăng trở lại. Bên cạnh đó, vẫn còn câu chuyện thoái vốn từ PVN và Vinachem – vốn vẫn chưa hoàn thành trong năm 2018. Với những nhận định trên, triển vọng năm 2019 của ngành một lần nữa sẽ xoay quanh câu chuyện thay đổi chính sách thuế và câu chuyện thoái vốn của các doanh nghiệp trong ngành.

Cơ hội đầu tư

Trông chờ luật sửa đổi VAT trong năm 2019. Theo đó, luật thuế VAT có khả năng sẽ được điều chỉnh theo hướng chuyển đổi sản phẩm phân bón từ đối tượng không chịu thuế VAT sang chịu thuế VAT 5%. Theo đó, các công ty như DPM, DCM hay LAS sẽ là những doanh nghiệp hưởng lợi lớn.

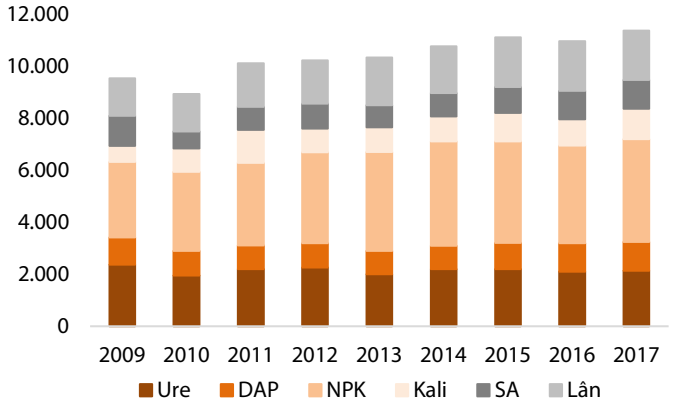
Kế hoạch thoái vốn từ PVN và Vinachem. PVN và Vinachem vẫn chưa hoàn thành việc thoái vốn các công ty phân bón trong năm 2018 và kế hoạch này được kỳ vọng thực hiện tiếp trong năm 2019. Theo đó, PVN sẽ thoái vốn tại DPM và DCM xuống dưới 51% và Vinachem làm điều tương tự đối với SFG và BFC. Tuy nhiên, kế hoạch thoái vốn của PVN có thể thay đổi so với ban đầu khi DPM và DCM có thể sẽ hợp nhất trước khi được PVN thoái vốn xuống dưới 51%.

Các công ty sản xuất phân đạm như DPM hay DCM được hưởng lợi nếu xu hướng hiện tại duy trì. Với giá khí đầu vào đang giảm theo giá dầu và giá đạm thế giới đang hồi phục trở lại, các công ty sản xuất phân đạm như DPM và DCM sẽ gia tăng được biên lợi nhuận gộp và từ đó cải thiện lợi nhuận. Tuy nhiên, tính bền vững của xu hướng này cần phải được theo dõi thêm nhất là giá khí đầu vào có thể sẽ tăng trở lại theo giá dầu khi OPEC và đồng minh đã thông qua thỏa thuận cắt giảm sản lượng thời gian tới.

Rủi ro

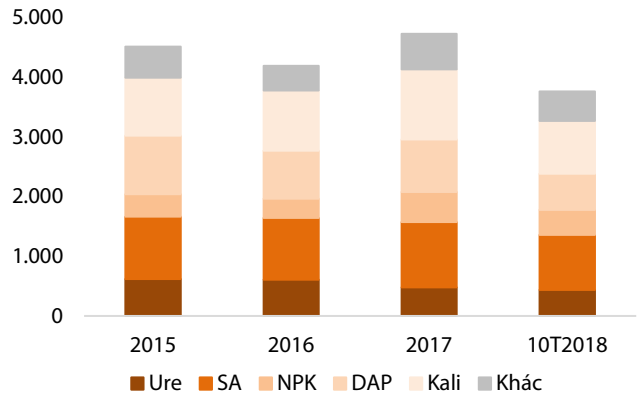
- **Cạnh tranh gia tăng** Đặc biệt ở mảng NPK chất lượng cao khi rất nhiều đối thủ thâm nhập vào thị trường.
- Luật thuế VAT không được thông qua trong năm 2019.
- Giá khí tăng đối với các doanh nghiệp như DPM, DCM.

Hình 122: Nhu cầu sử dụng các loại phân bón chính trong nước (Đơn vị: nghìn tấn)



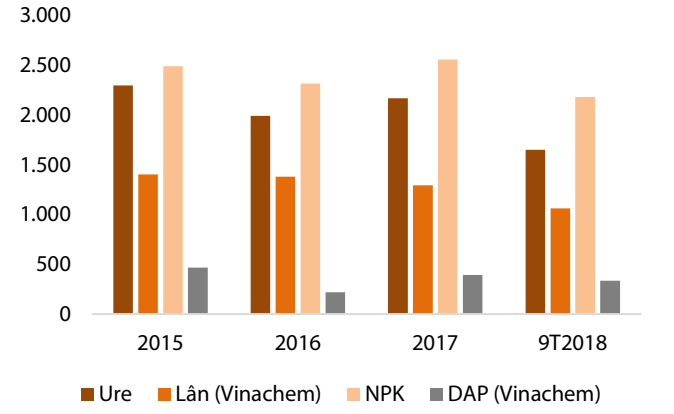
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 123: Sản lượng phân bón nhập khẩu (Đơn vị: nghìn tấn)



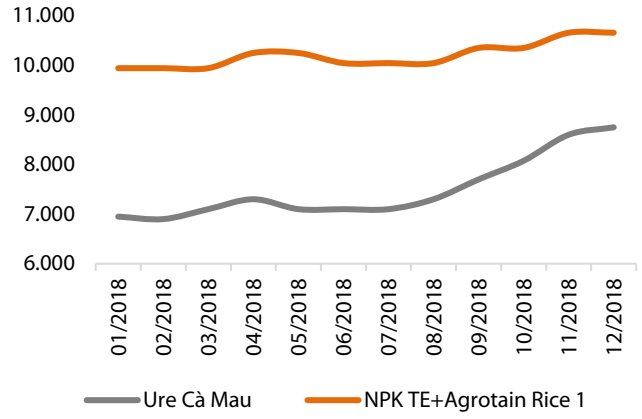
Nguồn: Tổng cục thống kê

Hình 124: Sản xuất các loại phân bón trong nước (Đơn vị: nghìn tấn)



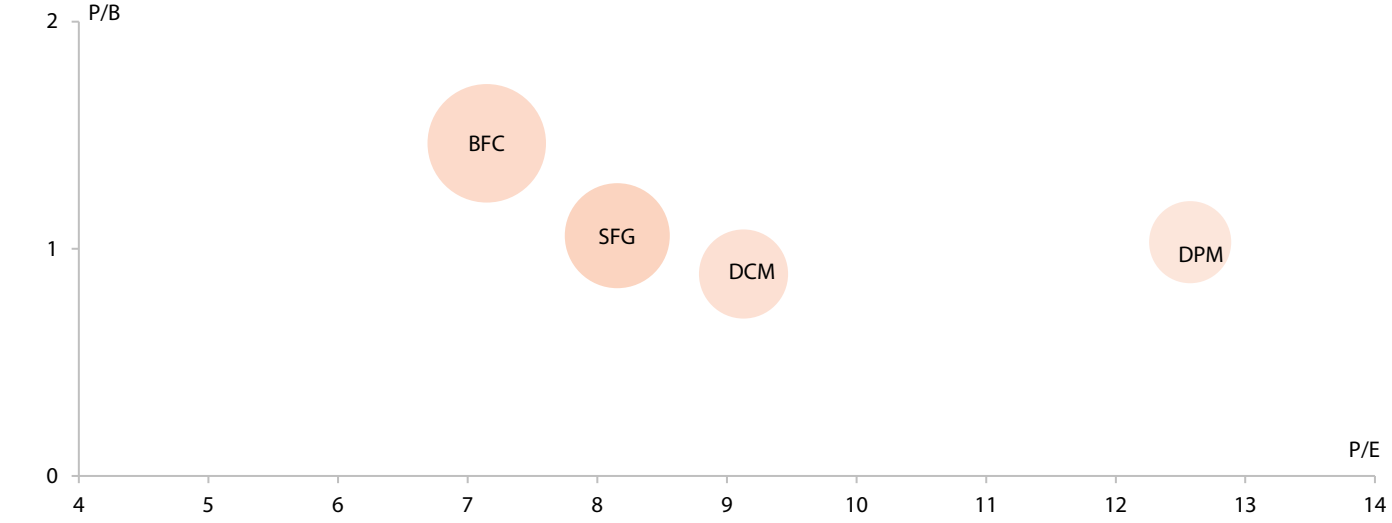
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 125: Giá Ure Cà Mau và NPK Bình Điền (đồng/kg)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 126: ROE, PE, PB của các doanh nghiệp trong ngành phân bón



*Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, *Kích thước bong bóng: ROE*

Lời giải cho bài toán tăng trưởng

TRUNG LẬP 4%

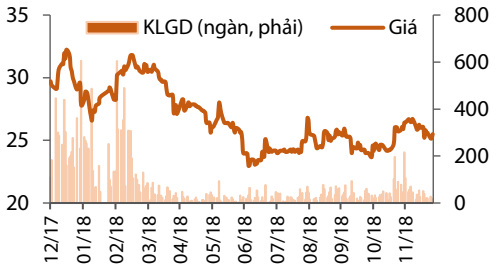
Giá hiện tại (VND)	**26.300**
Giá mục tiêu (VND)	**26.800**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Nguyên vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.500
SLCPĐLH (triệu cp)	57,1
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	66,0
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	35,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	65,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	5.943	6.306	6.604	6.478
% yoy	-1,6	6,1	4,7	-1,9
LNST	277	278	211	192
% yoy	21,0	0,2	-23,9	-8,7
ROA (%)	7,9	8,3	5,2	5,0
ROE (%)	24,8	31,2	20,6	18,2
EPS (VND)	4.457	4.457	3.393	3.098
GTSS (VND)	15.749	17.063	17.942	18.539
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	3.500	2.500	2.500
P/E (x)	5,7	7,5	7,7	8,5
P/BV (x)	1,5	1,6	1,5	1,4

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Bình Điền là doanh nghiệp sản xuất NPK chất lượng cao sở hữu thương hiệu "Đầu Trâu" có thị phần đứng đầu cả nước (28% tại khu vực phía Nam và 30% tại Tây Nguyên). BFC có khả năng cung ứng 975.000 tấn phân NPK/năm và hiện đang hoạt động 70% công suất thiết kế.

Bên cạnh sản xuất và kinh doanh sản phẩm NPK chất lượng cao, công ty cũng đa dạng hóa hoạt động kinh doanh thông qua tham gia các mảng khác như sản xuất phân bón hữu cơ, thuốc bảo vệ thực vật.

Hiện tại, tập đoàn hóa chất Việt Nam là cổ đông lớn nhất, sở hữu 65% cổ phần tại BFC.

Chúng tôi nhận thấy rằng cạnh tranh ở phân khúc NPK sẽ gay gắt hơn trong thời gian tới khi rất nhiều công ty lớn trong ngành tham gia vào lĩnh vực này như LAS, DPM khiến nguồn cung tăng mạnh. Bên cạnh đó, nhu cầu phân NPK trong nước không tăng đáng kể, kiềm hãm khả năng tăng trưởng ở thị trường nội địa. Cơ hội còn lại cho BFC nằm ở việc tìm kiếm những thị trường xuất khẩu mới mà kết quả theo chúng tôi quan sát là vẫn chưa khả quan. Tuy nhiên, câu chuyện thoái vốn của Vinachem được kỳ vọng sẽ là chất xúc tác tạm thời cho giá cổ phiếu trong năm 2019.

Luận điểm đầu tư

- **Cạnh tranh sẽ gia tăng nhưng công ty vẫn có thể duy trì sản lượng bán hàng** Phân bón Bình Điền là một thương hiệu nổi tiếng trên thị trường, cộng với đội ngũ bán hàng mạnh sẽ là một trong những yếu tố giúp cho sản lượng bán hàng của BFC được ổn định trong bối cảnh cạnh tranh tại phân khúc NPK ngày càng nhiều.
- **Vẫn có khả năng duy trì mức cổ tức cao.** Mặc dù khó có thể tăng trưởng về mặt lợi nhuận trong tương lai khi phải gia tăng chi phí bán hàng để giữ vững sản lượng nhưng chúng tôi đánh giá BFC vẫn đủ khả năng duy trì mức cổ tức tiền mặt 2.500 đồng/cp, tương đương với tỷ suất cổ tức 9,5%/năm dựa trên mức giá thị trường hiện tại.
- **Câu chuyện thoái vốn từ Vinachem.** Theo kế hoạch, Vinachem sẽ phải giảm tỷ lệ sở hữu của BFC xuống dưới 51% và 2019 sẽ là một năm nữa thị trường chờ đợi điều này xảy ra.

Dự báo 2019

- Với kỳ vọng sản lượng giảm nhẹ và giá bán điều chỉnh tăng theo giá nguyên vật liệu, chúng tôi dự phóng doanh thu giảm 2%, còn 6.478 tỷ đồng và LNST cho công ty mẹ là 192 tỷ đồng, giảm 8,7%.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Công ty bị cạnh tranh mạnh hơn dẫn đến sản lượng tiêu thụ giảm mạnh.
- Tiến độ thoái vốn của Vinachem chậm.

NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG - NHIỀU GAM MÀU

Bùi Ngọc Hưng Thịnh (thinh.bnh@vdsc.com.vn)

Trần Minh Anh (anh.tm@vdsc.com.vn)

Mối đe dọa từ chiến tranh thương mại và yếu tố chu kỳ kinh tế dẫn đến tăng trưởng kinh tế Trung Quốc bị suy giảm, khiến cho nhu cầu thép tại Trung Quốc cũng giảm. Do Trung Quốc chiếm 50% tổng lượng tiêu thụ thép trên toàn thế giới, tình trạng này sẽ khiến tốc độ tăng trưởng của nhu cầu thép toàn cầu suy giảm đáng kể (Hình 127). Chủ nghĩa bảo hộ ngày càng tăng cũng là một khó khăn mà ngành thép Việt Nam phải đối phó, đặc biệt là đối với các công ty tôn mạ. Tại Việt Nam, thị trường bất động sản hạ nhiệt và năng lực sản xuất của các nhà máy thép gia tăng có thể làm cho cạnh tranh gay gắt hơn. Tuy nhiên, vẫn có nhiều cơ hội cho nhiều công ty có thể cho thấy sự linh hoạt của họ trong thời gian khó khăn tại cả ở Việt Nam và thị trường quốc tế.

Triển vọng ngành

Chủ nghĩa bảo hộ ngày càng tồi tệ hơn. Việt Nam hiện là mục tiêu của nhiều vụ kiện từ nhiều quốc gia / tổ chức khác nhau như Hoa Kỳ, EU, Malaysia, Thái Lan, Indonesia, v.v. Trong quý 3 năm 2018, Việt Nam đã phải đối mặt với tám vụ kiện từ bảy quốc gia trong một tháng. Điều này đã ảnh hưởng trực tiếp đến việc xuất khẩu thép của Việt Nam trong quý này. Nhiều khả năng ngành thép Việt Nam sẽ phải đối mặt với nhiều vụ kiện trong tương lai. ***Tuy vậy, các nhà sản xuất thép Việt Nam cũng đang tích cực khai thác các thị trường xuất khẩu mới.*** Tỷ trọng xuất khẩu của 5 nhà nhập khẩu thép hàng đầu (Malaysia, Indonesia, Thái Lan, Campuchia, Philippine) ASEAN so với tổng xuất khẩu thép đã giảm từ mức cao nhất 77% năm 2013 xuống chỉ còn 48% trong 11 tháng năm 2018 (Hình 129). Điều này có nghĩa sản phẩm thép của Việt Nam hiện đang có nhiều thị trường xuất khẩu hơn trước. Mặc dù giá trị xuất khẩu sang thị trường Malaysia, Indonesia và Thái Lan không tăng đáng kể, Campuchia lại trở thành thị trường ưa thích của các nhà xuất khẩu thép Việt Nam. Nhờ vào việc ngành xây dựng ở đây đang bùng nổ, Campuchia trở thành mục tiêu nằm trong kế hoạch của các nhà sản xuất thép Việt Nam và HPG đã xác định thị trường này sẽ là thị trường quốc tế quan trọng nhất trong năm tới. (Hình 130).

Cạnh tranh sẽ khốc liệt hơn. Với sự gia tăng công suất của toàn ngành chưa có dấu hiệu dừng lại thì sự cạnh tranh được dự báo sẽ căng thẳng hơn so với những năm trước trong bối cảnh triển vọng tiêu thụ sản phẩm có dấu hiệu chững lại. Đối với sản phẩm thép xây dựng, tâm điểm cạnh tranh có thể sẽ là ở khu vực miền Nam bởi vì các sản phẩm của nhà máy Dung Quất Hòa Phát sẽ cần tìm thị trường mới cho mình. Với ngành tôn mạ, tổng công suất thiết kế hiện tại đã vượt nhu cầu (hơn 5 triệu tấn công suất so với chỉ khoảng 4 triệu tấn tiêu thụ). Một số nhà máy tôn mạ mới cũng có kế hoạch gia nhập thị trường như của Hòa Phát và điều này có thể làm giảm tỷ lệ khai thác nhà máy của ngành tôn mạ.

Thuế tự vệ sẽ kết thúc vào năm 2020. Thuế tự vệ của Việt Nam với phôi thép và thép cây sẽ kết thúc vào năm 2020, dẫn đến lo ngại về một viễn cảnh thép Trung Quốc giá rẻ sẽ tràn ngập thị trường. Một tác động tiêu cực khác là các sản phẩm thép của Trung Quốc có thể trốn thuế chống bán phá giá của Mỹ bằng cách xuất khẩu sang Việt Nam làm trung gian và sau đó từ Việt Nam xuất khẩu ngược lại sang Mỹ. Hành động này gây thiệt hại cho ngành thép trong nước vì Việt Nam là mục tiêu của nhiều vụ kiện chống lẩn tránh.

Kinh tế Việt Nam sẽ khó duy trì mức tăng trưởng như hiện tại – Ngành bất động sản chững lại. Mặc dù một số ngành có thể được hưởng lợi từ cuộc chiến thương mại nhưng nhìn chung, do mức độ mở cửa của nền kinh tế, Việt Nam có thể bị ảnh hưởng xấu. Tốc độ tăng trưởng GDP đang giảm kể từ quý 1 năm 2018, do đó, các nhà đầu lo sợ rằng điều này sẽ ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư tư nhân. Ngân hàng Thế giới dự báo tăng trưởng GDP sẽ giảm từ 6,5% xuống còn 6% trong những năm tới. Thêm vào đó, ngành bất động sản đang cho một số dấu hiệu đáng lo ngại khi số lượng giao dịch đã giảm trong nửa sau 2018.

Lãi suất có chiều hướng gia tăng. Nhiều công ty trong lĩnh vực này phụ thuộc nhiều vào vay nợ do giai đoạn mở rộng công suất diễn ra trong 3 năm qua và các công ty tôn mạ sẽ chịu thiệt hại nặng nề nhất nếu lãi suất tăng.

Giá nguyên liệu trên đà giảm giúp giảm chi phí đầu vào. Quặng sắt đã giảm xuống mức USD 65 / tấn sau khi đạt mức cao nhất là USD 76 / tấn vào tháng 10 năm 2018. Thay thế quặng sắt - thép phế liệu được dự đoán sẽ nằm trong xu hướng giảm trong năm 2019 vì lượng cung lớn từ Trung Quốc (từ 150 triệu tấn đến 200 triệu tấn). Điều này bắt nguồn từ vòng đời của các sản phẩm thép (khoảng 40 năm). Than luyện cốc dự kiến sẽ duy trì ở mức giá hiện tại USD 220/ tấn hoặc thậm chí giảm vì nhu cầu từ các nhà máy thép ở Trung Quốc sẽ bị cắt giảm đáng kể do lệnh của chính phủ về các vấn đề môi trường. Thép cuộn cán nóng, một nguyên liệu đầu vào chính cho thép tráng, cũng đang giảm xuống dưới mức USD 500 / tấn (hình 128).

Rủi ro

- Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung được xoa dịu giúp tăng trưởng kinh tế thế giới tích cực trở lại và từ đó làm tăng nhu cầu thép
- Ngành Bất Động Sản không quá tiêu cực như dự báo và một lượng lớn các dự án sẽ đi vào giai đoạn xây dựng.

Ngành xi măng: Trông chờ xuất khẩu

Năm 2018, Việt Nam nằm trong số 10 quốc gia sản xuất xi măng lớn nhất thế giới với công suất lắp đặt 148 triệu tấn/năm. Tuy nhiên, tổng mức tiêu thụ trong nước thấp hơn nhiều, chỉ khoảng 85 triệu tấn. Công suất dư thừa, cùng với sự gia tăng chi phí sản xuất, bao gồm chi phí nguyên vật liệu (than, dầu) và chi phí công nhân, ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của ngành xi măng. Trước vô vàn khó khăn, xuất khẩu đã mang đến những tín hiệu lạc quan cho ngành trong năm 2018. Với nhu cầu gia tăng tại thị trường Trung Quốc, ngành xi măng đã tìm thấy giải pháp cho việc giải quyết dư thừa sản lượng.

Vào tháng 3 năm 2017, các nhà hoạch định Trung Quốc đã cân nhắc cắt giảm 10% sản lượng than, thép và xi măng để kiểm soát ô nhiễm không khí. Hơn nữa, Trung Quốc cũng lên một kế hoạch cấm mở rộng công suất các ngành công nghiệp nặng, bao gồm cả xi măng vào năm 2018. Điều này đã mở đường cho xi măng nhập khẩu chen chân vào thị trường đông dân nhất thế giới này.

Đến tháng 11 năm 2018, tổng xuất khẩu xi măng đạt 28 triệu tấn, cao hơn 10 triệu tấn so với năm 2017. Trong khi đó, giá trị xuất khẩu xi măng đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây, là 1,1 tỷ USD. Cho đến tháng 11 năm 2018, Trung Quốc là điểm đến xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, với khối lượng hơn 7,6 tấn và trị giá hơn 276 triệu USD. Bangladesh đứng thứ hai với gần 6 triệu tấn. Tại Đông Nam Á, Philippines là nhà nhập khẩu quan trọng nhất với 5,5 tấn xi măng trong 10M2018.

Các công ty xi măng ở miền Bắc sẽ được hưởng lợi từ xuất khẩu vì họ có lợi thế cạnh tranh về vị trí thuận lợi. Với kịch bản xuất khẩu thuận lợi, cạnh tranh trong nước sẽ bớt gay gắt và gián tiếp hỗ trợ các công ty xi măng tiêu thụ chủ yếu trong nước. Trong năm 2018-2020, xuất khẩu vẫn là nhân tố thúc đẩy ngành tăng trưởng, vàTrung Quốc sẽ vẫn duy trì vị thế là đối tác thương mại lớn nhất. Thêm vào đó, Bangladesh, Campuchia và Philippines cũng là những điểm đến tiềm năng của sản phẩm xi măng Việt Nam do nhu cầu xây dựng của những quốc gia đang phát triển này đã tăng mạnh trong những năm gần đây.

Ngành gỗ: Giấc mơ Mỹ

Với độ bền và đặc tính đa dạng của gỗ, nhu cầu sử dụng các loại sản phẩm từ gỗ trong các ngôi nhà ở Mỹ chưa bao giờ giảm. Nhu cầu tăng cao đã giúp Việt Nam khám phá thị trường khổng lồ này trong vài năm qua. Trong chín tháng 2018, Mỹ là thị trường xuất khẩu gỗ giá trị nhất của Việt Nam, chiếm hơn 43% giá trị xuất khẩu gỗ. Tỷ trọng xuất khẩu gỗ vào Mỹ thậm chí gấp đôi so với thị trường lớn thứ hai - Hàn Quốc, chỉ với 20% (Hình 131).

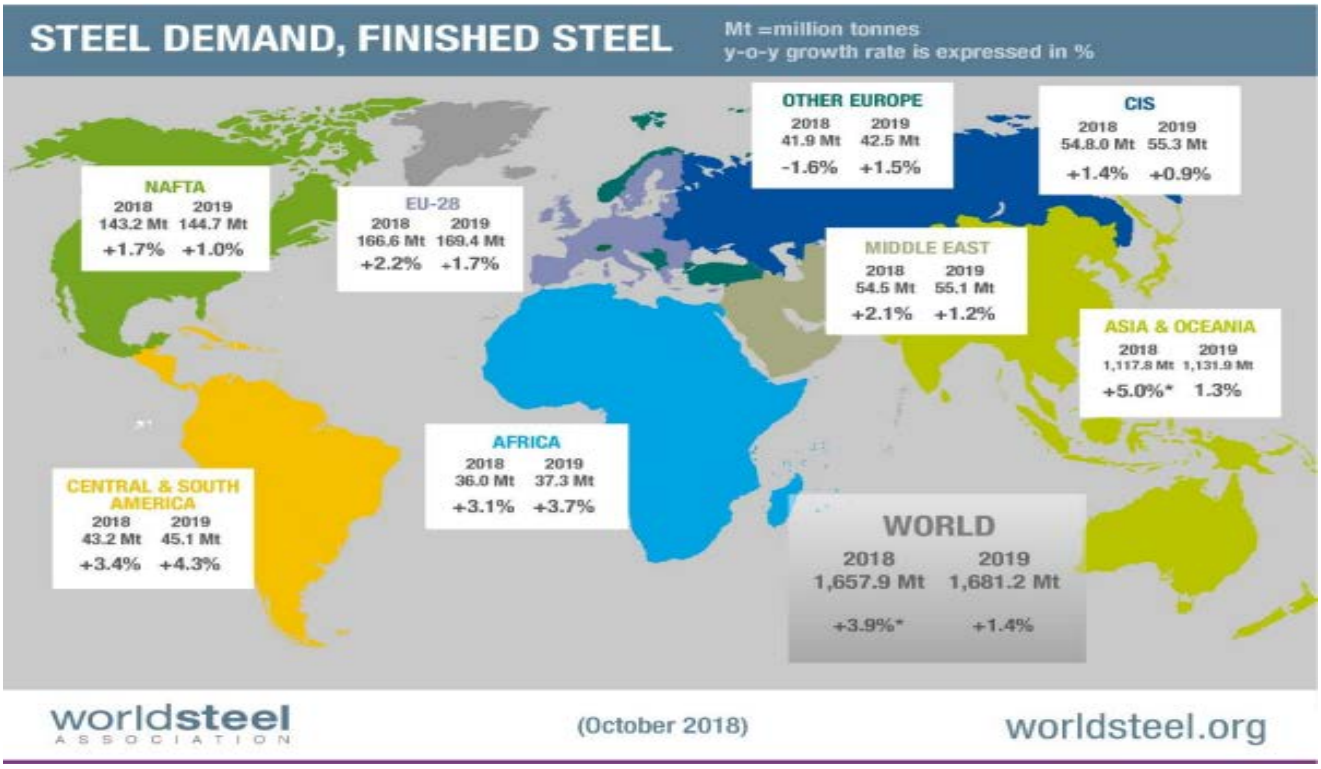
Giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ sang Mỹ cũng trải qua xu hướng tăng từ 2015 đến 2017, trong khi đó giá trị nhập khẩu gỗ từ Mỹ vào Việt Nam hầu như không có thay đổi đáng kể. Cụ thể, giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ sang thị trường Mỹ đạt 2,6 tỷ USD năm 2015 và tăng gần 20% lên 2,8 tỷ USD năm 2017. Ngược lại, giá trị nhập khẩu gỗ từ Mỹ đã dao động ở mức khoảng 0,2 tỷ USD từ năm 2015 đến Năm 2017. Hơn nữa, trong ba năm qua, thặng dư thương mại xuất – nhập gỗ của Việt Nam và Mỹ đã tăng nhẹ từ 2,3 tỷ USD năm 2015 lên 2,8 tỷ USD năm 2017. Thặng dư thương mại xuất – nhập gỗ trong nửa đầu 2018 đạt mức 1,5 tỷ USD (Hình 132).

Chúng tôi dự báo trong giai đoạn 2018-2020, Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất cho xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ. Ngoài ra, Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và khu vực châu Âu cũng là những thị trường tiềm năng giúp giá trị ngành gỗ tăng lên trong giai đoạn tới.

Rủi ro ảnh hưởng tới dự báo

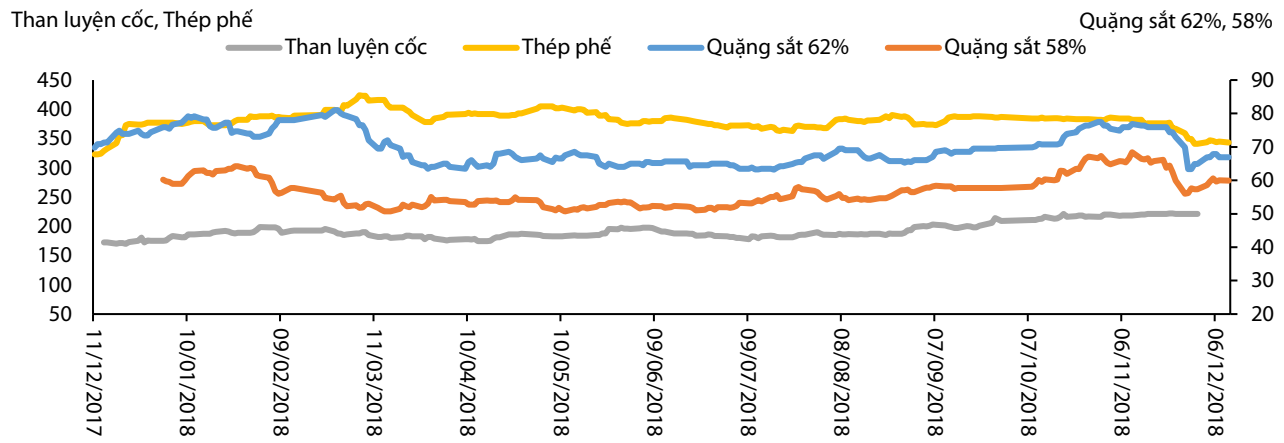
- Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung được xoa dịu giúp tăng trưởng kinh tế thế giới tích cực trở lại và từ đó làm tăng nhu cầu thép
- Ngành Bất Động Sản không quá tiêu cực như dự báo và một lượng lớn các dự án sẽ đi vào giai đoạn xây dựng.
- Giá nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng tiêu cực tới lợi nhuận của ngành vật liệu xây dựng
- Rủi ro địa-chính trị ảnh hưởng tới xuất-nhập khẩu các mặt hàng vật liệu xây dựng.

Hình 127: Dự báo nhu cầu thép trên thế giới trong năm 2019



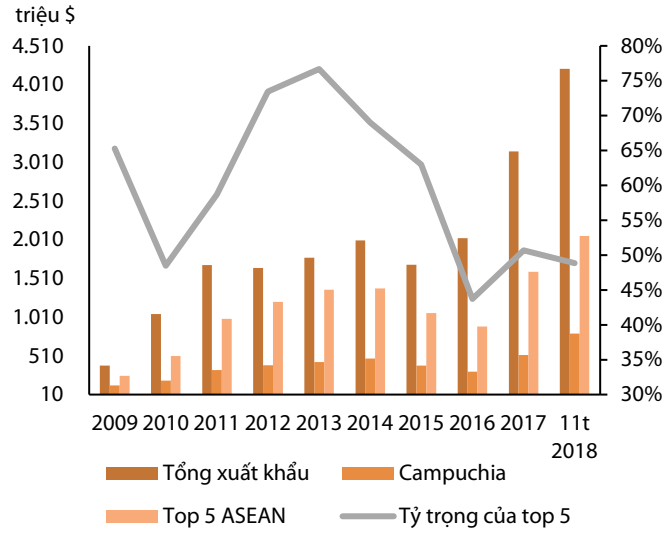
Nguồn: Worldsteel

Hình 128: Diễn biến giá các loại nguyên liệu chính trong năm 2018



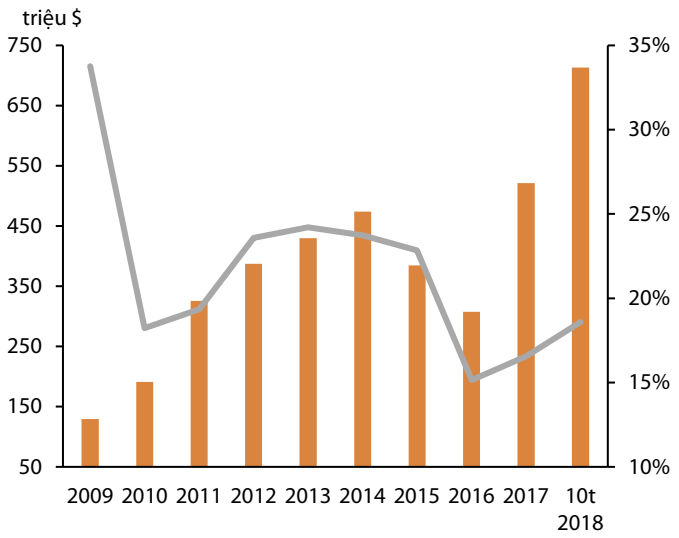
Nguồn: Bloomberg

Hình 129: Giá trị xuất khẩu thép của 5 nhà nhập khẩu hàng đầu ASEAN (Malaysia, Indonesia, Philippines, Campuchia, Thái Lan) so với tổng xuất khẩu thép của Việt Nam từ 2009 đến 11m2018



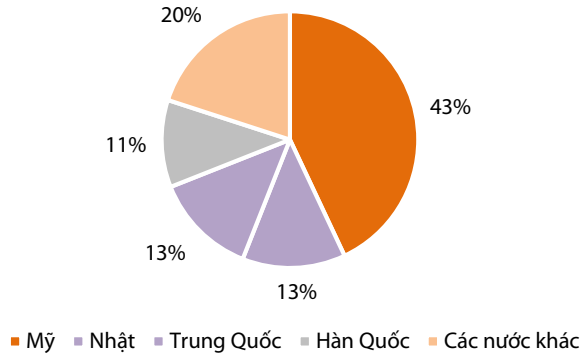
Nguồn: Tổng cục Hải quan

Hình 130: Khối lượng xuất khẩu sang Campuchia (cột, bên trái) và trọng lượng của Campuchia so với tổng lượng thép xuất khẩu (đường, bên phải)



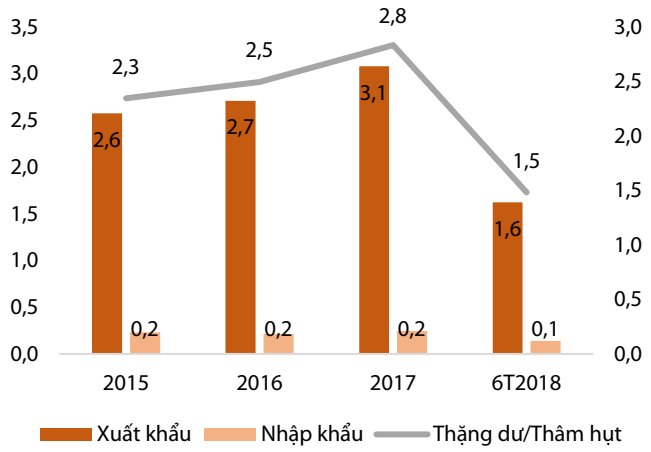
Nguồn: Tổng cục Hải quan

Hình 131: Thị trường xuất khẩu gỗ của Việt Nam



Nguồn: Hải quan Việt Nam

Hình 132: Giá trị xuất-nhập khẩu gỗ sang Mỹ



Nguồn: Gỗ Việt

Dung Quất sẽ trở thành tâm điểm trong năm 2019

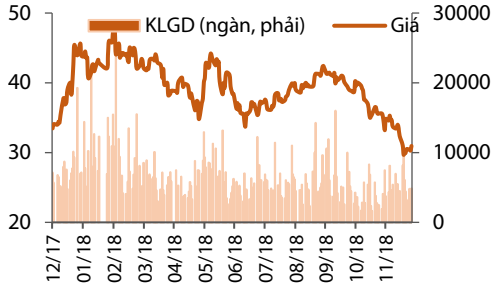
TÍCH LŨY	16%
Giá thị trường (VND)	33.500
Giá mục tiêu (VND)	38.900
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Nguyên vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	71.151
SLCPĐLH (triệu CP)	2.123,9
KLBQ 3 tháng (K)	5.685,3
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	219,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	10%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	33.283	46.162	56.760	72.697
% yoy	21%	39%	23.0%	28.1%
LNST	6.606	8.015	8.838	10.163
% yoy	89%	21%	7.2%	11.6%
ROA (%)	22,5%	18,6%	13,8%	11,7%
ROE (%)	33,3%	24,7%	21,3%	22,4%
EPS (VND)	5.229	5.757	3.870	3.423
GTSS (VND)	23.425	21.282	18.962	15.505
Cổ tức tiền mặt (VND)	1500	0	0	0
P/E (x)	6,2	8,9	8,9	10,4
P/BV (x)	1,1	2,2	1,8	2,2

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn Hòa Phát là nhà sản xuất thép hàng đầu với sản phẩm chính bao gồm thép xây dựng và ống. Công ty được thành lập vào năm 1992 với tư cách là nhà cung cấp thiết bị xây dựng và sau đó trở thành tập đoàn thép lớn nhất Việt Nam. Năm 2017, HPG đã khởi công dự án tiềm năng- Dung Quất với mục tiêu trở thành một trong 50 nhà máy thép lớn nhất thế giới.

Với ba nhà máy tại Hưng Yên, Hải Dương và sắp tới là Dung Quất tại Quảng Ngãi, thép xây dựng đóng góp nhiều nhất vào doanh thu. Ống thép đóng góp doanh thu lớn thứ nhì với sản lượng khoảng 700 nghìn tấn.

HPG là sự lựa chọn yêu thích của các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức trong vài năm qua. Năm 2018, mặc dù ngành thép gặp nhiều khó khăn, nhưng HPG vẫn đạt nhiều kết quả kinh doanh tốt. HPG bắt đầu đầu tư mạnh vào dự án Dung Quất, dự án được kỳ vọng sẽ mang lại doanh thu và lợi nhuận khổng lồ cho những năm sắp tới. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cũng lo ngại về vấn đề gia tăng nợ vay của HPG. Tác động cạnh tranh từ Trung Quốc được xem như yếu tố ảnh hưởng tiêu cực lên giá thép. Để khắc phục những khó khăn này, HPG đã đưa ra các giải pháp từ tìm kiếm cơ hội trên thị trường quốc tế đến tăng quy mô trên thị trường nội địa.

Luận điểm đầu tư

- **Dự án Dung Quất đang đúng tiến độ.** Với tổng vốn đầu tư hơn 40.000 tỷ đồng, HPG đã đầu tư khoảng 28.000 tỷ đồng chỉ trong năm 2018. Lượng vốn đổ vào dự án này cho thấy việc xây dựng đang tiến triển nhanh chóng. Công ty kỳ vọng sản phẩm đầu tiên từ Dung Quất sẽ ra mắt cuối quý 2 năm 2019. Dự án này sẽ đóng góp hơn 2 triệu tấn thép xây dựng và các sản phẩm cuộn cán nóng, điều sẽ mang lại doanh thu hơn 20.000 tỷ đồng.
- **Khai thác thị trường mới.** Tăng thị phần, đặc biệt ở miền Nam và mở rộng kinh doanh ở nước ngoài được xem là hai giải pháp chính để giải quyết cho câu hỏi đầu ra của các sản phẩm đến từ Dung Quất. HPG đã xây dựng một cảng ở Đồng Nai và thành lập một văn phòng ở Campuchia. Chủ tịch của HPG tuyên bố rằng trong năm 2019, HPG sẽ xuất khẩu ít nhất 400.000 tấn.
- **Lợi thế cạnh tranh lớn.** HPG là nhà máy thép sử dụng công nghệ BOF, chiếm ưu thế về chi phí so với công nghệ EAF, với 70% đối thủ ở miền Nam hiện đang sử dụng. Do lợi thế sản xuất quy mô lớn, biên lợi nhuận gộp của HPG cao gấp ba hoặc bốn lần so với các đối thủ. Nhờ đó, việc đưa ra các chính sách giảm giá so với các nhà máy thép đối thủ có phần thuận lợi hơn.
- **Bảng cân đối kế toán lành mạnh và lợi nhuận dư dả.** Mặc dù vẫn còn nhiều lo ngại về nợ gia tăng nhưng công ty vẫn có dư địa lớn cho khả năng thanh toán các nghĩa vụ nợ của mình. HPG sẽ phải trả chi phí lãi từ năm 2019 trở đi ước tính vào khoảng 9% tới 10% EBIT.

Dự báo 2019

- Sản lượng thép xây dựng dự kiến sẽ tăng 5% đến 8%. Nhu cầu xây dựng sẽ tiếp tục bùng nổ ở Campuchia do một lượng lớn các dự án xây dựng được phê duyệt.
- Các chi phí nguyên liệu chính như quặng sắt và than luyện cốc sẽ tiếp tục giảm.
- Doanh thu dự báo sẽ tăng 28% lên 72.697 tỷ đồng và lợi nhuận ròng có thể tăng 12% lên 10.163 tỷ đồng vào năm 2019. EPS 2019 pha loãng sẽ vào khoảng 3.423 đồng / cổ phiếu.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Ngành bất động sản đang đi xuống.
- Dự án Dung Quất bị trễ tiến độ.
- Cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm thép Trung Quốc

Mức giá hợp lý

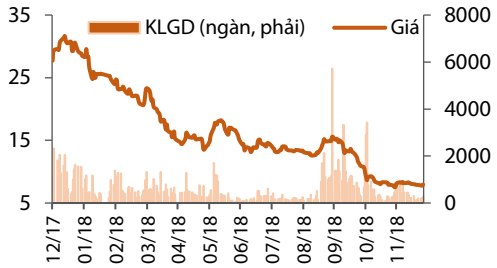
TÍCH LŨY	9%
Giá hiện tại (VND)	8.200
Giá mục tiêu (VND)	8.900
Cổ tức tiền mặt (VND)*	0

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thép
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,486
SLCPĐLH (triệu CP)	182
KLBQ 3 tháng (K)	931
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	11.45
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	5.7%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0.0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	8,936	12,619	14,891	15,814
% yoy	55%	41%	18%	6%
LNST	518	708	222	279
% yoy	311%	37%	-69%	26%
ROA (%)	10%	9%	2.2%	2.8%
ROE (%)	33%	24%	7.1%	8.2%
EPS (VND)	3,983	5,442	1,160	1,458
GTSS (VND)	23,934	22,619	17,316	18,774
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1000	0	0
P/E (x)	3	2	7.2	5.7
P/BV (x)	1.0	1.0	0.5	0.4

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Nam Kim là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tôn mạ với sản phẩm chính là tôn mạ và ống thép. Công ty được thành lập vào năm 2002 tại tỉnh Bình Dương. Trong năm 2017, NKG đã trở thành nhà sản xuất tôn mạ lớn thứ nhì thị trường về thị phần, một thành quả đến từ giai đoạn mở rộng công suất nhanh chóng từ 2015-2016.

Với ba nhà máy tại Bình Dương, tôn mạ là sản phẩm đem lại doanh thu chính trong khi ống thép đóng góp phần còn lại trong cơ cấu doanh thu. Hiện tại, công suất của NKG vào khoảng 1 triệu tấn tôn mạ/năm

Sau khi ghi nhận lợi nhuận kỷ lục vào năm 2017, NKG phải trải qua một năm 2018 đầy biến động của ngành thép toàn cầu, một hậu quả từ xu hướngc gia tăng hàng rào bảo hộ thương mại trên thế giới. Giá nguyên vật liệu tăng mạnh từ đầu năm và sau đó là sự sụt giảm đáng kể trong lượng hàng xuất khẩu đã bào mòn lợi nhuận của NKG trong nửa sau 2018. Trong năm 2019, ngành công nghiệp tôn mạ vẫn sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức như cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn và các kênh xuất khẩu sẽ khó khăn hơn do các biện pháp áp thuế chống bán phá giá. Bên cạnh đó, chiến tranh thương mại cũng sẽ làm tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại và khiến cho các ngành công nghiệp sản xuất ảnh hưởng, từ đó nhu cầu cho lĩnh vực sản xuất các sản phẩm vật liệu cơ bản như NKG cũng bị tác động tiêu cực. Sự gia tăng nhanh chóng công suất của HSG, Đông Á, Phương Nam, HPG cũng khiến áp lực cạnh tranh trên thị trường gia tăng mạnh. Tổng lượng tiêu thụ các sản phẩm tôn mạ tính đến hết tháng 11 năm 2018 là 3.2 triệu tấn, dưới xa tổng công suất thiết kế toàn ngành lên tới hơn 5 triệu tấn.

Luận điểm đầu tư

- **Thép cuộn cán nóng đang (HRC) trong xu hướng giảm.** Nguyên liệu chính cho hoạt động sản xuất của NKG đang trong đà giảm kể từ khi đạt mức giá cao kỷ lục 620$/tấn vào đầu năm 2018. Đến tháng 12, giá của nguyên liệu này chỉ còn dưới 500$/tấn và được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong thời gian sắp tới. Xu hướng này là hệ quả của việc dư cung HRC kết hợp với triển vọng tiêu thụ tôn mạ toàn cầu khá tiêu cực.
- **Định giá hợp lý.** Mặc dù ngành công nghiệp tôn mạ phải đối mặt nhiều khó khăn trong năm tới nhưng không thể phủ nhận vị thế quan trọng của NKG. Với công suất thiết kế lớn, chúng tôi kỳ vọng rằng NKG vẫn sẽ tiếp tục giữ được thị phần của mình và cải thiện chất lượng bảng cân đối kế toán.

Triển vọng 2019

- Lĩnh vực tôn mạ được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 10% trong 2019.
- Giá HRC được dự báo ở mức 500$/tấn và có thể thấp hơn nếu tình hình tiêu thụ tôn mạ có xu hướng giảm
- Doanh thu được dự phóng tăng 6.2% mức 15.184 tỷ đồng và lợi nhuận sẽ tăng 25.7% so với 2018, ở mức 279 tỷ đồng. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu dự phóng khoảng 1,458 đồng/cp.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Lãi suất tăng mạnh
- Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung tiếp tục xấu đi, ảnh hưởng mạnh tới kinh tế thế giới
- Giá nguyên liệu đầu vào tăng bất ngờ.

CỔ PHIẾU

CÁC NGÀNH KHÁC

Tăng trưởng bền vững sau tái cơ cấu

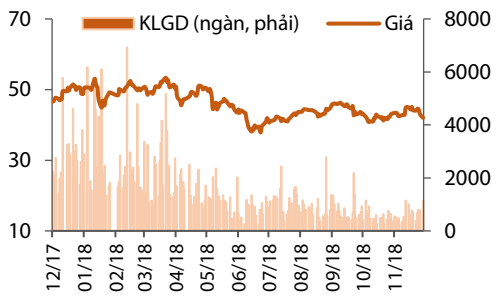
MUA	30%
Giá hiện tại (VND)	**44.200**
Giá mục tiêu (VND)	**55.000**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghệ
Vốn hóa (tỷ đồng)	27.088,4
SLCPĐLH (triệu cp)	613,6
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	750,0
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	33,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	5,9

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	39.531	42.692	23.753	27.286
% yoy	4,1	8,0	-44,4	14,9
LNST	1.991	2.927	2.513	2.960
% yoy	3,1	47,0	-14,1	17,8
ROA (%)	7,1	11,7	8,8	9,6
ROE (%)	18,4	25,7	18,9	19,7
EPS (VND)	4.333	4.778	4.079	4.804
GTSS (VND)	20.727	21.513	21.698	24.493
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	10,2	8,8	11,0	9,4
P/BV (x)	1,8	1,9	2,1	1,8

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

FPT cung cấp dịch vụ tích hợp hệ thống, gia công phần mềm, internet và viễn thông. FPT là công ty mẹ của FPT Telecom (UpCom-FOX), một trong những nhà cung cấp dịch vụ Internet lớn nhất tại Việt Nam, chiếm trên 10% thị phần. FPT là một trong những công ty công nghệ hàng đầu tại Việt Nam với một tỷ lệ đáng kể doanh thu từ nước ngoài đến từ việc cung cấp dịch vụ gia công phần mềm cho các nước phát triển. Sau khi được tách khỏi các công ty con mảng phân phối và bán lẻ, FPT có thể cải thiện tài chính bằng cách tập trung vào hai lĩnh vực chủ chốt là công nghệ và viễn thông.

Là doanh nghiệp dẫn đầu ngành công nghệ, sở hữu 10% nhân lực toàn ngành IT và tạo ra 11% doanh thu xuất khẩu phần mềm của Việt Nam (2017), FPT được hưởng lợi nhiều nhất từ sự phát triển của ngành IT toàn cầu, cụ thể là qua hoạt động xuất khẩu phần mềm và chuyển đổi số. Năm 2017, FPT thoái vốn khỏi FPT Retail và FPT Trading, thu về 1.072 tỷ đồng lợi nhuận tài chính và chính thức trở thành một tập đoàn thuần về Công nghệ & Viễn thông.

Luận điểm đầu tư

- **Chi tiêu phần mềm toàn cầu đạt 424 tỷ USD (2019), tăng trưởng 8,4%. Trong đó nhu cầu thuê ngoài về gia công ước đạt gần 100 tỷ USD.** FPT với thế mạnh là giá nhân công (rẻ hơn khoảng 20% so với các công ty Trung Quốc và Ấn Độ) sẽ có lợi thế cạnh tranh đáng kể, đặc biệt tại Nhật Bản (đóng góp 60% doanh thu xuất khẩu phần mềm của FPT) trong bối cảnh đối thủ chính tại thị trường này là các công ty Trung Quốc đang có chi phí nhân công ngày càng tăng.
- **Gia tăng hiệu quả hoạt động xuất khẩu phần mềm,** đến từ: (1) Tăng cơ cấu doanh thu chuyển đổi số - vốn có biên lợi nhuận cao hơn gia công, (2) Tăng năng suất lao động và (3) Cung cấp thêm các dịch vụ có giá trị gia tăng cao nhờ vào M&A lại các công ty bản địa (gần nhất là thương vụ mua lại công ty tư vấn Intelinet ở Mỹ trong năm 2018).
- **Tháng 6/2018, Bộ Tài chính giảm tỷ lệ đóng góp bắt buộc vào Quỹ dịch vụ viễn thông công ích, từ 1,5% xuống 0,7% trên tổng doanh thu**. Theo đó, FOX có thể tiết kiệm một khoản tương đương 0,8% doanh thu viễn thông. Bởi biên lợi nhuận ròng của mảng dịch vụ viễn thông chỉ đạt khoảng 11% trong năm 2017, việc giảm tỷ lệ đóng góp bắt buộc của chính phủ có thể giúp cho lợi nhuận ròng của FOX tăng đáng kể bắt đầu từ năm 2019.
- **Thay đổi tích cực hậu tái cơ cấu.** Hoàn thành thoái vốn khỏi mảng bán lẻ và bán sỉ trong năm 2017 giúp FPT có thể tập trung hơn vào các mảng kinh doanh truyền thống gồm: Công nghệ, Viễn thông và Giáo dục – là các hoạt động tạo ra dòng tiền ổn định, với nhu cầu vốn lưu động thấp hơn bán lẻ/phân phối, qua đó giảm đáng kể áp lực lên hàng tồn kho, nợ ngắn hạn và khoản phải thu.

Dự báo 2019

- Doanh thu và LNST cho cổ đông công ty mẹ tăng trưởng lần lượt 15% và 18%.
- Hai mảng cốt lõi là Viễn thông và Công nghệ được dự báo sẽ tăng trưởng 15% và 14% vào năm 2019.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Biến động về địa chính trị tại các thị trường trọng điểm như Nhật Bản, Mỹ và châu Âu ảnh hưởng đến tăng trưởng xuất khẩu phần mềm.
- Cạnh tranh gia tăng trong mảng dịch vụ Internet cố định.

Xây dựng chuỗi giá trị bền vững

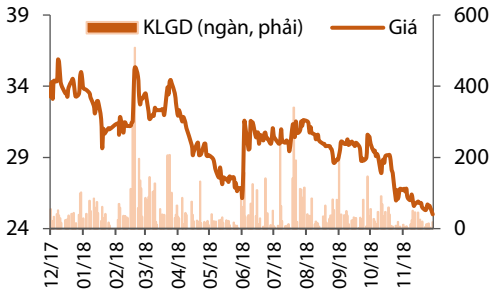
MUA	29%
Giá thị trường (VND)	25.700
Giá mục tiêu (VND)	31.200
Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Nguyên vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.068,8
SLCPĐLH (triệu cp)	80,6
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	28,2
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	49,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	24,2

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	7.783	8.687	9.147	9.724
% yoy	-0,9	11,6	5,3	6,3
LNST	347	415	433	476
% yoy	8,8	19,6	4,3	9,9
ROA (%)	5,5	6,8	6,1	6,3
ROE (%)	16,2	19,2	17,0	17,0
EPS (VND)	5.167	4.369	4.566	5.020
GTSS (VND)	32.018	28.758	31.660	34.670
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	N/A	10,4	5,6	5,1
P/BV (x)	N/A	1,6	0,8	0,7

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Tập đoàn Lộc Trời (Upcom: LTG), trước đây là Công ty Bảo vệ Thực vật An Giang (AGPPS) hoạt động trong ba lĩnh vực chính: thuốc bảo vệ thực vật (BVTV)), gạo và hạt giống.

LTG là một trong hai nhà phân phối độc quyền tại Việt Nam cho Syngenta - một trong những công ty bảo vệ thực vật hàng đầu thế giới.

Nhà nước sở hữu 24,2% và nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 43,5%. Ba cổ đông nước ngoài lớn nhất là Marina Viet Pte, Standard Chartered Private Equity và Kingsmead.

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược xây dựng chuỗi giá trị nông nghiệp bền vững trên nền tảng khoa học công nghệ của LTG trong bối cảnh thị trường gạo, đặc biệt là xuất khẩu, cho thấy nhiều tín hiệu khả quan. USDA dự báo sản lượng xuất khẩu gạo năm 2019 của Việt Nam sẽ ở mức tương đương với năm 2018, đạt 7 triệu tấn do nhu cầu cao từ các nước nhập khẩu gạo ở Đông Nam Á. Tầm nhìn của doanh nghiệp phù hợp với xu hướng phát triển chung của ngành và sự quan tâm ngày càng cao của người tiêu dùng đối với an toàn thực phẩm. Do đó, chúng tôi cho rằng LTG là cổ phiếu thích hợp cho những nhà đầu tư quan tâm đến lĩnh vực nông nghiệp bền vững với thời gian đầu tư dài hạn.

Luận điểm đầu tư

- **LTG là công ty dẫn đầu thị trường thuốc bảo vệ thực vật (BVTV) với biên lợi nhuận gộp cao và ổn định.** Năm 2016, thị phần thuốc BVTV của LTG đạt 20%, vượt xa đối thủ liền sau chỉ chiếm 8%. Biên lợi nhuận gộp ổn định quanh mức 30% từ năm 2012 đến 9T2018 và dự kiến sẽ duy trì ổn định trong tương lai gần. Mảng thuốc BVTV hoạt động ổn định là nền tảng vững chắc tạo điều kiện cho LTG đầu tư vào các lĩnh vực khác, đặc biệt là gạo.
- **LTG có khả năng xây dựng chuỗi giá trị nông nghiệp bền vững.** Với vị thế là nhà cung ứng vật tư nông nghiệp hàng đầu, LTG tiến sâu vào chuỗi giá trị nông nghiệp thông qua việc cung cấp, giám sát sử dụng vật tư và bao tiêu sản phẩm đầu ra. Ngoài ra, LTG đã thành lập Trung tâm nghiên cứu nông nghiệp Định Thành (DT ARC) vào năm 2012 nhằm mục đích xây dựng thương hiệu gạo Việt Nam chất lượng cao. Công ty cũng chú trọng đầu tư vào hệ thống hạ tầng, thiết bị chế biến gạo hoàn chỉnh và áp dụng "Bộ tiêu chuẩn lúa gạo bền vững" (SRP), được ra đời dưới sự liên kết giữa Chương trình môi trường Liên hiệp quốc (UNEP) và Viện nghiên cứu lúa quốc tế (IRRI).
- **Mảng gạo bắt đầu cho thấy những kết quả khả quan.** Doanh thu tăng mạnh 12% YoY trong 6T2018 và 30% YoY trong 9T2018. Biên lợi nhuận gộp tăng từ 2% trong năm 2017 lên 3% trong 1H2018 và 4% trong 9T2018 do LTG giảm diện tích canh tác và hàng tồn kho.
- **Sự hợp tác với Tập đoàn Viên Thị Hồ Nam được kỳ vọng sẽ giúp LTG chủ động xâm nhập thị trường Trung Quốc đầy tiềm năng.** USDA dự báo sản lượng gạo nhập khẩu năm 2018/19 của Trung Quốc đạt mức năm triệu tấn, tăng 10% mỗi năm trong năm năm qua. LTG thành lập hai liên doanh với Viên Thị Hồ Nam. LTG sở hữu 52% một liên doanh ở Việt Nam và 49% một liên doanh ở Trung Quốc. Hoạt động chính của các liên doanh này là xuất nhập khẩu gạo, nghiên cứu, phát triển và sản xuất giống cây trồng. Chúng tôi cho rằng sự hợp tác này sẽ giúp LTG chủ động xâm nhập thị trường gạo rộng lớn của Trung Quốc nhờ những lợi thế về khoa học và công nghệ của Viên Thị.

Dự báo 2019

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 6% YoY đạt 9.724 tỉ đồng. Tỷ trọng đóng góp doanh thu của thuốc BVTV, gạo và hạt giống được kỳ vọng lần lượt là 60%, 27% và 10%.
- Biên lợi nhuận gộp được kì vọng sẽ tăng nhẹ lên 23%.
- LNST được kỳ vọng sẽ tăng 10% YoY, dó đó EPS đạt 5.020 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Thị trường gạo chất lượng cao, đặc biệt là thị trường nội địa, vẫn còn hẹp.
- Xây dựng thương hiệu nhà xuất khẩu gạo chất lượng cao đòi hỏi nhiều thời gian và chi phí.

CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 — BLOOMBERG: PC1 VN

Kỳ vọng hoạt động kinh doanh cốt lõi hồi phục

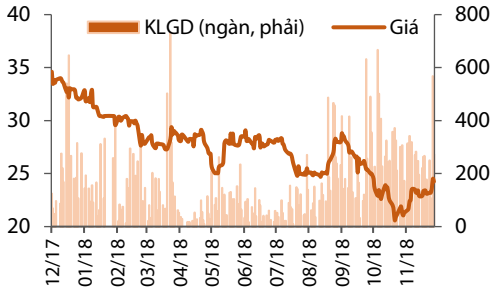
MUA	**23%**
Giá hiện tại (VND)	**23.400**
Giá mục tiêu (VND)	**28.200**
Cổ tức tiền mặt (VND)*	500

(*) kỳ vọng trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.106,8
SLCPĐLH (triệu cp)	132,8
KLGDBQ 3 tháng (nghìn cp)	344,7
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	8,3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN còn lại (%)	13,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

Diễn biến giá



Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
DT thuần	3.008	3.161	4.508	5.993
% yoy	-3,0	5,1	42,6	32,9
LNST	305	237	446	423
% yoy	24,1	-22,1	62	-5
ROA (%)	7,8	5,1	7	6
ROE (%)	17,8	10,2	16	13
EPS (VND)	3.799	2.342	3.126	2.962
GTSS (VND)	26.017	23.255	21.603	24.065
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	500
P/E (x)	9,5	16,5	7,5	7,9
P/BV (x)	1,4	1,7	1,1	1,0

*Giá tại ngày 14/12/2018

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Xây lắp điện 1 (HOSE: PC1) được thành lập năm 1963, hoạt động trong các lĩnh vực: xây lắp điện, sản xuất công nghiệp, năng lượng và bất động sản.

Trong những năm gần đây, hoạt động thủy điện và chuyển nhượng bất động sản ngày càng đóng vai trò quan trọng đối với PC1, bên cạnh hoạt động kinh doanh cốt lõi ban đầu là xây lắp điện và sản xuất công nghiệp. Cụ thể, mảng thủy điện và chuyển nhượng bất động sản mặc dù chỉ chiếm tỷ trọng 29% trong tổng doanh thu nhưng lại đóng góp đến 67% lợi nhuận ròng trong năm 2018.

Ông Trịnh Văn Tuấn (Chủ tịch HĐQT) cùng vợ sở hữu 19,6% công ty và nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 35,7%. Hai cổ đông nước ngoài lớn nhất là Vietnam Enterprise Investments Limited (VEIL), Vietnam Holding Limited (VHL).

Trong năm 2018, PC1 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào đóng góp của hoạt động chuyển nhượng bất động sản và thủy điện. Tuy nhiên, KQKD mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp không đạt kỳ vọng đã ảnh hưởng tiêu cực tới lên tâm lý thị trường. Bước sang năm 2019, chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục của hai mảng cốt lõi này sẽ giúp lấy lại niềm tin đối với cổ phiếu PC1. Ngoài ra, mảng thủy điện với dòng tiền đều đặn và ổn định là nền tảng vững chắc cho công ty đầu tư vào các lĩnh vực khác, đặc biệt là bất động sản. Tính tới thời điểm hiện tại, giá cổ phiếu đã giảm khoảng 28% so với đầu năm 2018, do đó chúng tôi cho rằng PC1 đang được giao dịch ở mức định giá tương đối hấp dẫn gần bằng giá trị sổ sách.

Luận điểm đầu tư

- **PC1 là công ty dẫn đầu trong ngành xây lắp điện đang còn nhiều dư địa để phát triển**. Với 40% thị phần, công ty đang bảo vệ vững chắc vị thế dẫn đầu của mình nhờ khả năng áp dụng công nghệ, sở hữu nhân sự kinh nghiệm và những mối quan hệ hợp tác chặt chẽ trong ngành. Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh, nhu cầu sử dụng điện sẽ tăng 9-10% mỗi năm trong giai đoạn 2017-2020. Đầu tư lưới điện trong năm 2019 được dự báo sẽ đạt 2,123 tỷ USD (+8,8% YoY). Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường xây lắp điện vẫn còn nhiều dư địa phát triển.
- **Đóng góp ngày càng tăng của mảng thủy điện giúp cải thiện tính ổn định và biên lợi nhuận của PC1.** Công ty hiện sở hữu 114 MW công suất thủy điện, sản xuất 464 triệu kWh điện mỗi năm. Các nhà máy thủy điện của PC1 được hưởng biểu giá chi phí tránh được tương đối ổn định, đem lại dòng tiền đều đặn. Biểu giá này cũng đảm bảo một mức lợi nhuận tương đối cao cho PC1. Cụ thể, trong năm 2018, mảng thủy điện chỉ chiếm tỷ trọng 12% trong tổng doanh thu nhưng đóng góp đến 38% lợi nhuận gộp, với mức biên lợi nhuận ròng là 30%. Đóng góp của mảng thủy điện được kỳ vọng sẽ ngày càng tăng khi ba nhà máy mới đang được xây dựng để đạt tổng công suất mục tiêu 300 MW vào năm 2022.
- **Sự hồi phục mạnh mẽ của mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp sẽ cải thiện tâm lý của thị trường đối với cổ phiếu PC1.** PC1 đang có giá trị hợp đồng ký sẵn tương đối cao, dự kiến sẽ ghi nhận phần lớn trong năm 2019. Cụ thể, dự án đường dây 500kV mạch 3 đang được gấp rút thi công để kịp hoàn thành vào giữa năm 2020. Đồng thời, các dự án điện mặt trời cũng cần đi vào hoạt động trước cuối tháng 6/2019. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu từ xây lắp điện và sản xuất công nghiệp sẽ tăng lần lượt 87% và 86% trong năm 2019. Qua đó giúp củng cố niềm tin của thị trường đối với mảng kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp.
- **Cổ phiếu có mức định giá hấp dẫn.** PC1 đang được giao dịch với giá xấp xỉ giá trị sổ sách trong khi công ty nắm giữ vị thế hàng đầu trong ngành xây lắp điện và sản xuất cột thép, đồng thời sở hữu những tài sản có khả năng sinh lợi cao trong lĩnh vực thủy điện và bất động sản. Mặt khác, tỷ số P/E 2019 của PC1 là 7,9x trong khi chúng tôi dự báo tăng trưởng kép về LNST trong ba năm tới là 10,3%, tương đương với mức PEG hấp dẫn là 0,8.

Dự báo 2018

- Doanh thu được dự báo tăng 32% YoY đạt 5.992 tỷ đồng.
- LNST 2019 dự kiến sẽ giảm 5,4% YoY xuống mức 423 tỷ đồng, tương đương với EPS là 2.960 đồng.

Rủi ro đối với khuyến nghị

- Các dự án bị chậm tiến độ, làm giảm hiệu quả của mảng xây lắp điện.
- Sản lượng điện thấp hơn dự kiến do điều kiện thủy văn không như mong đợi.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Bernard Lapointe
Head of Research
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006 | 1525

Nguyễn Thị Phương Lam
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1313

Nguyễn Đức Hiếu
hieu.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1514

Lại Đức Dương
duong.ld@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1522

Trần Hà Xuân Vũ
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1518

Phan Nguyễn Thanh Sơn
son.pnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1519

Vũ Anh Tú
tu.va@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1511

Trần Thái Sơn
son.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1527

Đỗ Thanh Tùng
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1521

Phạm Anh Thư
thu.pa@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1520

Đặng Thị Phương Thảo
thao.dtp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1529

Phạm Thị Tố Tâm
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1530

Nguyễn Thị Thúy Anh
anh2.ntt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1531

Nguyễn Thị Khánh Vy
vy.ntk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1528

Lê Xuân Trình
trinh.lx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1536

Bùi Ngọc Hưng Thịnh
thinh.bnh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1315

Trần Minh Anh
anh.tm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1293

Nguyễn Tiến Hoàng
hoang.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1538

Trần Thị Ngọc Hà
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1526

Trương Thị Thảo Vi
vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 | 1517

PHÒNG MÔI GIỚI KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC VÀ NƯỚC NGOÀI

Marc Djandji – Giám đốc
+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1312
marc.djandji@vdsc.com.vn

Phạm Chiêu Văn – Trưởng Phòng
+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1249
van.pc@vdsc.com.vn

Nguyễn Thị Thúy Hằng – Phó Phòng
+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1250
hang.ntt@vdsc.com.vn

PHÒNG MÔI GIỚI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Lê Vương Hùng – Giám đốc khối
+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1214
hung.lv@vdsc.com.vn

Phạm Phong Thành – Giám Đốc khối
+ 84 28 6299 2006 | Ext: 1225
thanh.pp@vdsc.com.vn

CÁC CHI NHÁNH

Trần Thăng Long
Giám đốc chi nhánh Hà Nội
+ 84 24 6288 2006 | Ext: 2366
long.tt@vdsc.com.vn

Nguyễn Lê Nam
Phó Giám đốc chi nhánh Nha Trang
+ 84 58 3820 006 | Ext: 3106
nam.nl@vdsc.com.vn

Huỳnh Quốc Huy
Giám đốc chi nhánh Cần Thơ
+ 84 710 381 7578 | Ext: 4101
huy.hq@vdsc.com.vn

HEAD OFFICE

141 Nguyen Du St., Ben Thanh Ward,
Dist. 1, HCMC

T +84 28 6299 2006
F +84 28 6299 7986
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

HA NOI BRANCH

10th Floor, Eurowindow Building, 2 Ton That Tung,
Trung Tu Ward, Dong Da Dist., Hanoi, Vietnam

T +84 24 6288 2006
F +84 24 6288 2008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

NHA TRANG BRANCH

50 Bis Yersin, Nha Trang City

T +84 258 3820 006
F +84 258 3820 008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CAN THO BRANCH

95-97-99 Vo Van Tan St., Ninh Kieu Dist.,
Can Tho City

T +84 292 381 7578
F +84 292 381 8387
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc **RONGVIET SECURITIES, 2018.**