



# BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 2019

## MỤC LỤC

<b>ĐIỂM NHẤN 2019 .....</b>	<b>2</b>
<b>KINH TẾ VĨ MÔ .....</b>	<b>3</b>
<i>2018: Tăng trưởng duy trì ở mức cao. Tăng trưởng năm 2019 dự báo đạt khoảng 6,6-6,8%. .....</i>	<i>3</i>
<i>Tỷ lệ lạm phát năm 2019 được dự báo mức 4% - 4,5%. .....</i>	<i>5</i>
<i>Tỷ giá dự báo biến động không quá 3% cho năm 2019. ....</i>	<i>6</i>
<i>Mặt bằng lãi suất huy động đã tăng nhẹ trong năm 2018. Năm 2019 dự báo mặt bằng lãi suất tăng 50 điểm cơ bản. ....</i>	<i>8</i>
<i>2018: Bùng nổ trong Quý 1 và sau đó trầm lắng. 2019 Áp lực tăng lên lợi suất chiếm thế chủ đạo. ....</i>	<i>10</i>
<i>Kinh tế - tài chính thế giới.....</i>	<i>13</i>
<b>THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN .....</b>	<b>16</b>
<i>2018 Một năm nhiều biến động .....</i>	<i>16</i>
<i>2019: Kỳ vọng Quy mô thị trường mở rộng cả về lượng và chất .....</i>	<i>19</i>
<b>TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP .....</b>	<b>22</b>
<i>Ngành Ngân hàng.....</i>	<i>23</i>
<i>Ngành Bất Động Sản – Khu Công nghiệp.....</i>	<i>28</i>
<i>Ngành Thép .....</i>	<i>32</i>
<i>Ngành Bán lẻ.....</i>	<i>36</i>
<i>Ngành Phân Bón .....</i>	<i>42</i>
<i>Ngành Điện .....</i>	<i>46</i>
<i>Ngành Cảng biển.....</i>	<i>50</i>
<i>Ngành Hàng không.....</i>	<i>54</i>

## ĐIỂM NHẤN 2019

**Kinh tế vĩ mô: GDP năm 2018 sẽ hoàn thành mục tiêu 6,7% và dự báo GDP 2019 sẽ tiếp tục duy trì ở mức 6,6% - 6,8%**

**Dự báo tăng trưởng GDP năm 2018 hoàn thành vượt kế hoạch** khi khu vực dịch vụ và công nghiệp chế biến chế tạo là điểm sáng hỗ trợ tăng trưởng. Cùng lúc, vốn đầu tư FDI đăng kí và giải ngân tiếp tục giữ ở mức cao trong khi cầu tiêu dùng bước đầu ghi nhận các tín hiệu tích cực đóng góp vào nền kinh tế.

Sự ổn định của nền kinh tế được đảm bảo với các định hướng chính sách xuyên suốt của Chính phủ và NHNN. Theo đó, lạm phát trong tầm kiểm soát với dự báo rơi vào khoảng 3,02%-3,07% cho cả năm 2018; Tỷ giá trung tâm tăng không quá 2%, qua đó đưa mức giảm giá của VND ở mức hợp lý so với các nước trong khu vực; Mặt bằng lãi suất huy động chịu áp lực tăng vào cuối năm chủ yếu mang tính thời vụ.

**Trong bối cảnh Chính phủ và NHNN tiếp tục duy trì chính sách giống như năm 2018, chúng tôi đưa ra một số dự báo về kinh tế vĩ mô Việt Nam 2019 như sau:**

**Bảng dự báo chỉ số kinh tế vĩ mô năm 2019**

<i>Tăng trưởng GDP</i>	6,6% – 6,8%
<i>Lạm phát</i>	4% - 4,5%
<i>Tỷ giá</i>	≤ 3%
<i>Lãi suất</i>	+ 50bps
<i>Tăng trưởng tín dụng</i>	>15%

**Thị trường chứng khoán: Kỳ vọng thị trường tăng trưởng cả về lượng và chất.**

Sau khi trải qua năm 2018 với nhiều biến động, chúng tôi kỳ vọng rằng năm 2019 quy mô thị trường sẽ có những chuyển biến tích cực hơn. Với những tập đoàn lớn trong nước đang và sẽ tiếp tục thoái vốn trong thời gian tới như VEA, Lilama, Viglacera..., nhà đầu tư hoàn toàn có thể kỳ vọng rằng nguồn tiền lớn sẽ quay lại thị trường trong năm 2019. Cũng cần lưu ý thêm, trong năm 2018, quá trình này khá trầm lắng. Thêm vào đó, việc ký kết thành công hiệp định CPTPP sẽ giúp một số ngành có thêm lợi thế cạnh tranh trong hoạt động xuất khẩu, ví dụ như thủy hải sản, dệt may,... Mặc dù vậy chúng ta cũng sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức trong đó có áp lực kiềm chế lạm phát. Cùng lúc thị trường có thể chứng kiến nhiều biến động mạnh do các bất ổn biến động khó lường từ Mỹ, Trung Quốc hay châu Âu.

Tính chung cho cả năm 2019, sau khi cân nhắc tất cả các yếu tố trên, mặc dù kỳ vọng vào một kịch bản tích cực của thị trường nhưng chúng tôi cho rằng các chỉ số chính sẽ dao động trong biên độ khá lớn, khoảng 300-350 điểm trên cơ sở các giả định: (1) Động thái tăng lãi suất của FED nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục trong năm 2019 (2) Mỹ và Trung Quốc sẽ khó có thể đạt được một thỏa thuận thương mại toàn diện ngay trong năm tới; (3) kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng đi cùng với việc kiểm soát tốt lạm phát và tỷ giá dù chịu áp lực lớn hơn. Theo đó, nhà đầu tư sẽ cần chú ý theo dõi những thông tin về kinh tế vĩ mô trong nước cũng như thế giới, những thông tin liên quan đến biến động giá dầu thế giới, vấn đề căng thẳng thương mại Mỹ - Trung để có thể tối ưu hóa danh mục đầu tư với mục tiêu quản trị rủi ro nguồn vốn hiệu quả và bảo vệ thành quả đã đạt được.

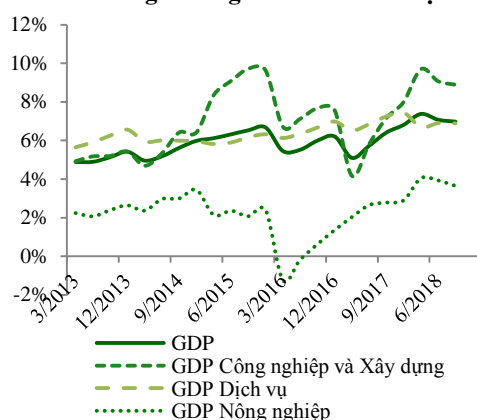
## KINH TẾ VĨ MÔ

**2018: Tăng trưởng duy trì ở mức cao. Tăng trưởng năm 2019 dự báo đạt khoảng 6,6-6,8%.**

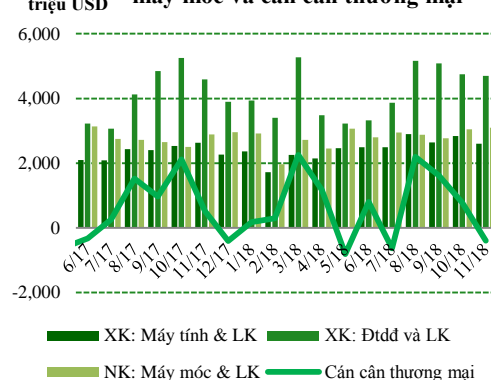
Dự báo tăng trưởng năm 2018 sẽ dao động trong khoảng từ 6,9%-7,1% vượt mức mục tiêu Quốc hội đề ra.

Như đã đề cập trong Báo cáo Vĩ mô Quý 3 và tháng 10, chúng tôi dự báo **tăng trưởng năm 2018 sẽ dao động trong khoảng từ 6,9%- 7,1% vượt mức mục tiêu Quốc hội đề ra.**

**Tăng trưởng GDP theo khu vực**



**Tương quan Xuất-nhập khẩu LK & máy móc và cán cân thương mại**

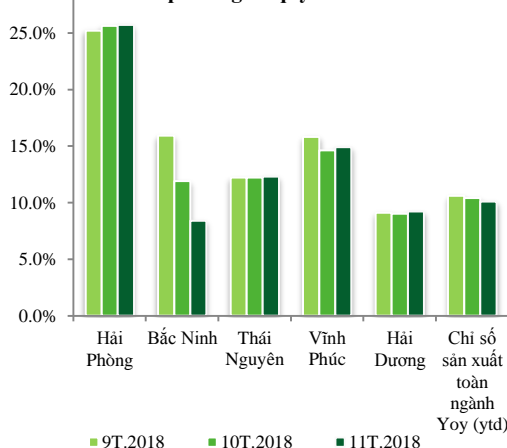


Nguồn: CEIC, VCBStổng hợp

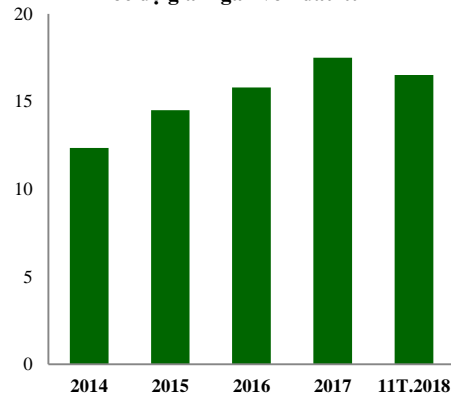
Dấu ấn lớn của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài được thể hiện rõ nét trên chỉ báo tăng trưởng. Khu vực công nghiệp và xây dựng với ngành công nghiệp chế biến - chế tạo tiếp tục là đầu tàu của nền kinh tế. Trong đó, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp liên tục được duy trì ở tốc độ phát triển cao đặc biệt tại các thành phố có quy mô công nghiệp lớn như Hải Phòng, Thái Nguyên, Bắc Ninh, Vĩnh Phúc,... với các đóng góp từ doanh nghiệp FDI lớn như Samsung hay Formosa. Trong khi đó, **cán cân thương mại thặng dư 6,8 tỷ USD trong 11 tháng** chủ yếu do xuất siêu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài FDI. Tỷ trọng lượng hàng xuất, nhập khẩu phần lớn cũng thuộc về mặt hàng phục vụ cho hoạt động sản xuất của khối này. Cùng lúc, vốn FDI thực hiện tiếp đã tăng trong 11 tháng đạt 16,5 tỉ USD (+3,5% ytd) đang được xem là nguồn lực quan trọng của nền kinh tế.

Dấu ấn lớn của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài được thể hiện rõ nét trên chỉ báo tăng trưởng. Khu vực công nghiệp và xây dựng với ngành công nghiệp chế biến - chế tạo tiếp tục là đầu tàu của nền kinh tế. Trong đó, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp liên tục được duy trì ở tốc độ phát triển cao đặc biệt tại các thành phố có quy mô công nghiệp lớn như Hải Phòng, Thái Nguyên, Bắc Ninh, Vĩnh Phúc,... với các đóng góp từ doanh nghiệp FDI lớn như Samsung hay Formosa. Trong khi đó, **cán cân thương mại thặng dư 6,8 tỷ USD trong 11 tháng** chủ yếu do xuất siêu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài FDI. Tỷ trọng lượng hàng xuất, nhập khẩu phần lớn cũng thuộc về mặt hàng phục vụ cho hoạt động sản xuất của khối này. Cùng lúc, vốn FDI thực hiện tiếp đã tăng trong 11 tháng đạt 16,5 tỉ USD (+3,5% ytd) đang được xem là nguồn lực quan trọng của nền kinh tế.

**Tăng trưởng chỉ số SX công nghiệp ở Địa phương có quy mô CN lớn**



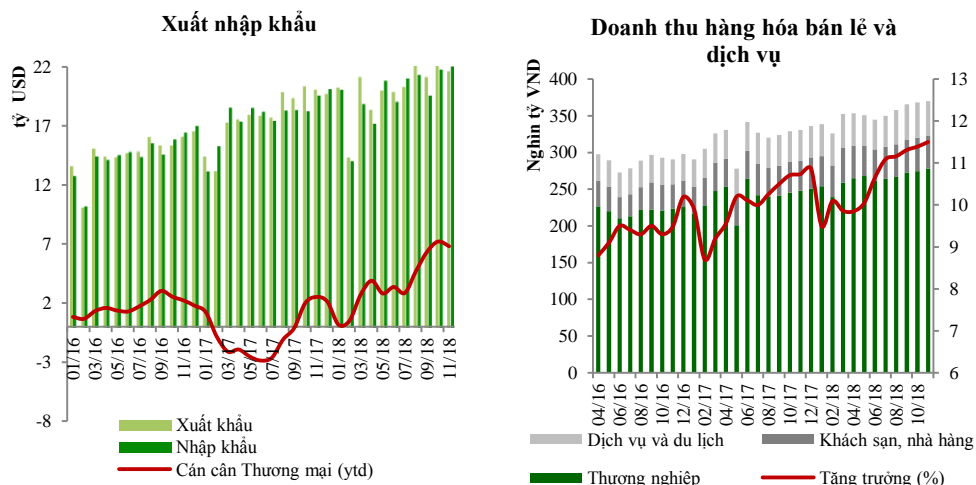
**Tỷ USD Tốc độ giải ngân vốn đầu tư FDI**



Nguồn: GSO, CEIC

Cầu tiêu dùng tiếp tục ghi nhận các tín hiệu tích cực đóng góp vào nền kinh tế.

Tính chung 11 tháng năm 2018, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 4.000,1 nghìn tỷ đồng, tăng 11,5% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 9,34% (cùng kỳ năm 2017 tăng 9,25%). Xét theo ngành hoạt động, doanh thu bán lẻ hàng hóa 11 tháng năm nay ước tính đạt 3.007,2 nghìn tỷ đồng, chiếm 75,2% tổng mức và tăng 12,3% so với cùng kỳ năm trước, **giữ tốc độ tăng trưởng ổn định trong 11 tháng và đóng góp tích cực vào nền kinh tế.**



Nguồn: CEIC, VCBS

Chi đầu tư phát triển tiếp tục có tín hiệu cải thiện dù không quá ồ ạt.

Chi đầu tư phát triển tiếp tục có tín hiệu cải thiện dù không quá ồ ạt. Cụ thể, đến 15/11/2018, chi đầu tư phát triển đạt 239 nghìn tỷ đồng đạt 60% dự toán năm, vẫn thấp hơn 65,8% của năm 2016 (năm được đánh giá là có tốc độ giải ngân khá chậm chạp). **Mặc dù vậy, với các số liệu tăng trưởng tốt trong 11 tháng đầu năm, chính phủ sẽ không chịu sức ép đẩy tăng mạnh giải ngân đầu tư công trong phần còn lại của năm 2018.**

**GDP 2019 dự báo tăng khoảng 6,6%-6,8%.**

Đầu tàu tăng trưởng vẫn là các doanh nghiệp FDI lớn với hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa phục vụ sản xuất.

Khu vực Dịch vụ và công nghiệp chế biến-chế tạo nhiều khả năng tiếp tục là điểm sáng.

Trong các năm gần đây động lực tăng trưởng của nền kinh tế đến từ: hoạt động của khối FDI, tăng trưởng tín dụng, khai thác tài nguyên thiên nhiên trong đó chủ yếu là dầu thô và than đá và cuối cùng là hoạt động đầu tư công. Trong năm 2019, chúng tôi đánh giá triển vọng đối với các khu vực này như sau:

- ✓ Trong năm 2018, Chính phủ đã hoàn thành vượt mục tiêu tăng trưởng của Quốc hội. Mặc dù vậy, cũng cần lưu ý thêm mức độ đóng góp vào tăng trưởng tính theo thành phần kinh tế của khu vực FDI đang ngày càng tăng lên. Theo đó cho năm 2019, Xuất-nhập khẩu và lĩnh vực Công nghiệp với sức kéo chủ yếu từ khối này tiếp tục được kỳ vọng là nhân tố chính duy trì đà tăng trưởng kinh tế.
- ✓ Cầu tiêu dùng đã và đang cho thấy sự phục hồi tốt hơn, đóng góp tích cực cho tăng trưởng, đặc biệt là khu vực Dịch vụ với các cầu phần còn dư địa tăng trưởng như thị trường tài chính và Bảo hiểm.
- ✓ Trong năm 2019, NHNN sẽ tiếp có các biện pháp hạn chế tăng trưởng tín dụng cao nhằm mục tiêu tập trung xử lý nợ xấu và hạn chế tín dụng tại khu vực có mức rủi ro lớn như Bất động sản hay tín dụng tiêu dùng.
- ✓ Tốc độ giải ngân ngân sách được dự báo sẽ có những cải thiện mạnh hơn đáng kể từ nửa sau năm 2019 khi quá trình giải ngân đầu tư công chú trọng vào các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng là thiết yếu đối với quá trình phát triển bền vững của nền kinh tế.



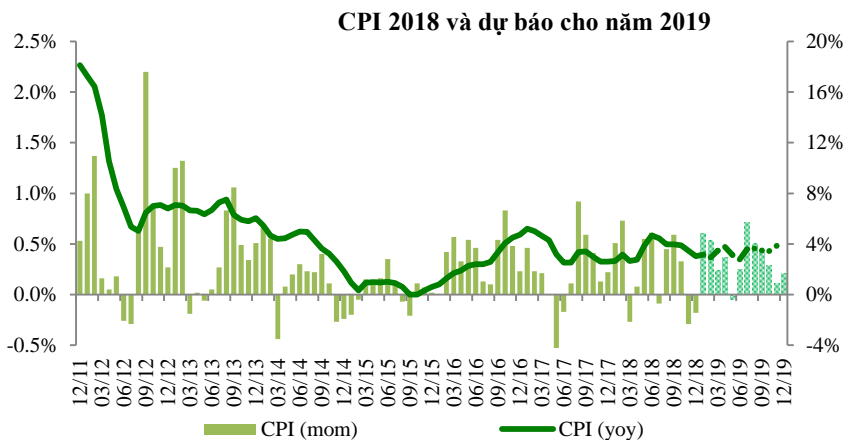
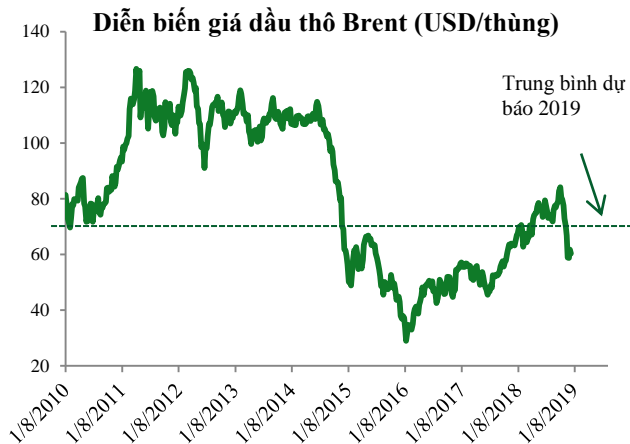
- ✓ Dự báo mặt bằng giá cả hàng hóa có thể duy trì mặt bằng cao hơn so với 2018 đặc biệt là giá dầu thô. Đóng góp của ngành khai khoáng đặc biệt là dầu thô và than đá sẽ tích cực hơn năm 2018.

Như vậy, các chỉ báo đang ủng hộ cho khả năng tăng trưởng GDP sẽ tiếp tục duy trì ở mức 6,6% - 6,8%. Đồng thời Chính phủ hoàn toàn có các dự địa chính sách trong tầm tay nhằm hỗ trợ các mục tiêu tăng trưởng ở mức hợp lý.

### Tỷ lệ lạm phát năm 2019 được dự báo mức 4% - 4,5%.

**Lạm phát cả năm 2018 được dự báo vào khoảng 3%-3,02%.**

Trong năm 2018 các yếu tố chủ đạo tác động tăng lên chỉ số giá CPI bao gồm (1) giá lương thực- thực phẩm với tỷ trọng cao trong rổ hàng hóa đi cùng với việc giá thịt lợn tăng cao kể từ tháng 4, 5; (2) nhóm giao thông vận tải: xét tới các lần điều chỉnh tăng giá xăng dầu khi giá dầu thô Brent có thời điểm đạt 86 USD/thùng; (3) nhóm dịch vụ công như giáo dục với việc điều chỉnh học phí trong năm học mới. Trong khi đó, lạm phát cơ bản vẫn duy trì xu hướng tăng dưới 2% cho cả năm không đột biến trong 3-5 năm trở lại đây. Theo đó, trong bối cảnh Chính phủ có những động thái chủ động điều tiết hài hòa lộ trình tăng của các dịch vụ công như Điện, xăng dầu, y tế, giáo dục để hài hòa với các mặt hàng không thể kiểm soát như giá thực phẩm hay giá xăng dầu. **Mục tiêu lạm phát dưới 4% trong năm nay vẫn sẽ đạt được dù gặp nhiều thử thách hơn so với năm trước.**



Nguồn: Bloomberg, CEIC, VCBS

Kết thúc tháng 11, lạm phát giảm 0,29% so với tháng trước và tăng 3,45% so với cùng kỳ năm ngoái. Với việc giá xăng dầu tiếp tục được điều chỉnh giảm trong tháng 12, **CPI tháng 12 được dự báo tiếp tục giảm 0,15% - 0,2% tương ứng mức tăng CPI cho cả năm 2018 từ 3,02%-3,07%. Mức tăng CPI bình quân cho 12 tháng ước đạt khoảng 3,54%.**

**Lạm phát năm 2019 được dự báo mức 4% - 4,5% và chịu tác động đáng kể từ diễn biến giá cả hàng hóa ở mức cao. Dự địa để tiếp tục đẩy lùi lộ trình tăng giá của các dịch vụ công là không nhiều.**

**Lạm phát năm 2019 được dự báo mức 4% - 4,5% và chịu tác động đáng kể từ diễn biến giá cả hàng hóa ở mức cao.** Trong đó các yếu tố tiềm ẩn tạo áp lực tăng cho lạm phát:

- ✓ Theo dự báo của một số tổ chức như Goldman Sachs hay JP Morgan, mặt bằng chung giá dầu Brent năm 2019 được dự báo có thể tiếp cận trở lại ngưỡng 70 USD/thùng hoặc thậm chí cao hơn trong xu thế giá cả hàng hóa tăng do các động cơ mang nhiều yếu tố chính trị hơn là cung cầu thực tế. Cùng lúc, trong nước, dự địa sử dụng Quỹ bình ổn xăng dầu không còn nhiều cũng có thể một yếu tố cần được lưu tâm.
- ✓ Áp lực từ việc tăng thuế bảo vệ môi trường cùng hiệu ứng mùa vụ trước và sau Tết

nguyên nhân sẽ là các nguyên nhân chính khiến lạm phát tăng cao vào đầu năm.

- ✓ Bên cạnh đó, vào các thời điểm xung quanh việc điều chỉnh giá dịch vụ công như điện sau khi hoàn thành tính toán lại chi phí hay thời điểm tăng học phí theo lộ trình 2016-2020 cũng sẽ chiếm phần đáng kể trong mức tăng CPI chung. **Cũng cần lưu ý dư địa để tiếp tục đẩy lùi lộ trình tăng giá của các dịch vụ công đặc biệt là giá điện, mức đóng BHYT, dịch vụ giáo dục,... là không nhiều.**

Ở chiều ngược lại, một số yếu tố vẫn nằm trong tầm kiểm soát và có thể đóng vai trò hỗ trợ điều tiết của Chính phủ trong quá trình quản lý và điều hành.

- ✓ Cầu tiêu dùng đang cho thấy sự phục hồi tốt hơn nhưng chưa đủ mạnh mẽ để tạo sức ép lớn lên lạm phát cơ bản.
- ✓ Chính sách tiền tệ được dự báo sẽ duy trì các hình thức điều hành linh hoạt, giảm thiểu tối đa các tác động của lạm phát tiền tệ.
- ✓ Giá cả của các loại hàng hóa dịch vụ công phần nhiều vẫn đang nằm trong sự điều tiết của chính phủ.

## Tỷ giá dự báo biến động không quá 3% cho năm 2019.

Với nguồn lực hiện có cùng thông điệp rõ ràng về định hướng điều hành, NHNN hoàn toàn có thể giữ mức giảm giá của VND quanh 2%-2,5% cho năm 2019 - thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực cho cả năm 2019.

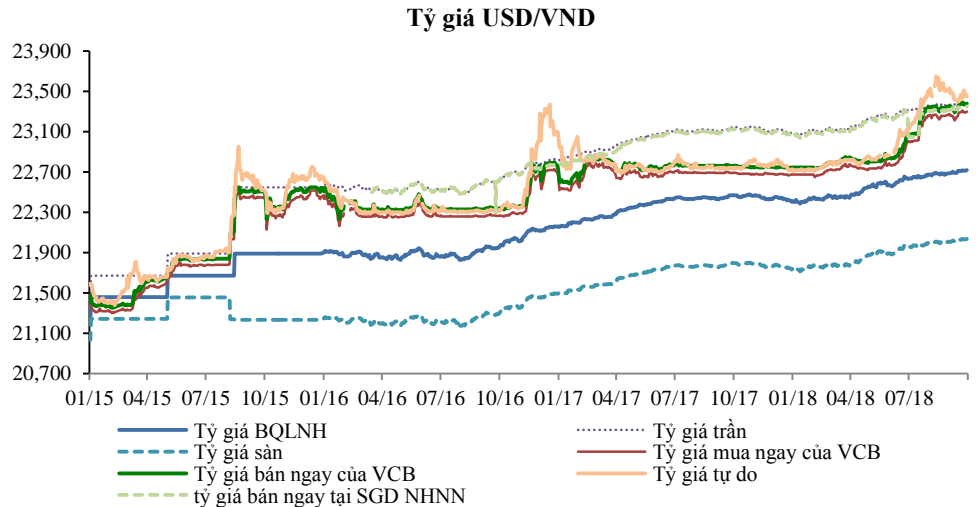
*Tỷ giá và thị trường ngoại hối ngoại hối ghi nhận giai đoạn căng thẳng vào 6 tháng cuối năm.*

*Nguồn cung ngoại tệ mới chưa thực sự rõ ràng trong giai đoạn này.*

*NHNN đã có một năm điều hành hợp lý và thành công.*

Sau giai đoạn khá bình ổn và không có quá nhiều biến động nửa đầu năm, tỷ giá bắt đầu chịu áp lực tăng mạnh kể từ giữa tháng 7, áp sát biên độ 3% so với tỷ giá trung tâm của NHNN và sau đó liên tục duy trì ở mức sát trần. Tính tới ngày 07/12, tỷ giá trung tâm tăng 339 đồng, tương ứng 1,51% so với thời điểm cuối năm 2017, được niêm yết ở mức 22.764 VND/USD. Trong khi đó, ở chiều ngược lại tỷ giá của hệ thống NHTM tăng khoảng 2,53% kể từ đầu năm và cách không quá xa mức trần quy định của NHNN. Hiện tại, tỷ giá bán ra tại nhiều NHTM hiện phổ biến vào khoảng 23.360 VND/USD cao hơn 605 đồng so với thời điểm cuối năm 2017.

Diễn biến tăng tỷ giá trong Quý 3 vẫn khá tương đồng với các nguyên nhân đã được đề cập trước đây. Trong đó, khác biệt lớn nhất so với cùng kỳ là việc nguồn cung ngoại tệ mới trong giai đoạn này chưa rõ nét. Mặc dù vậy, từ **phía góc độ nhà điều hành, 2018 vẫn được coi là một năm điều hành hợp lý và thành công của NHNN** thể hiện ở việc kết hợp linh hoạt nhiều công cụ nhằm dẫn dắt lại sự ổn định của tỷ giá trong đó có các biện pháp (1) bán ra lượng lớn ngoại tệ trong thời gian ngắn, thu hẹp chênh lệch cung cầu - đặc biệt là các nhu cầu tài chính ngắn hạn của các tổ chức, cá nhân. (2) Phát hành lượng lớn tín phiếu NHNN với kỳ hạn dài 140 ngày với lãi suất cao, thông qua đó, chủ động đẩy lãi suất liên ngân hàng VND lên mức cao hơn, hạn chế tình trạng đầu cơ hưởng chênh lệch trên thị trường liên ngân hàng. Mới đây nhất là việc (3) thực hiện bán kỳ hạn ngoại tệ trong 2 phiên 23 và 26/11 cho các tổ chức tín dụng có trạng thái ngoại tệ âm và có nhu cầu mua ngoại tệ. Hợp đồng đáo hạn ngày 31/01/2019, giá bán 23.462 VND/USD (+0,3% so với giá mua ngay) và cho phép hủy ngang. Các biện pháp có hiệu quả rõ rệt trong việc chặn đứng đà tăng của tỷ giá đặc biệt với các nhu cầu đầu tư tài chính ngắn hạn. Theo đó, tới đầu tháng 11, áp lực tỷ giá giao dịch tại thị trường tự do hay tại các NHTM cũng đã phần nào được giải tỏa. Tuy nhiên, NHNN vẫn có sự chuẩn bị cho các biến động cuối năm khi liên tục nhích tăng tỷ giá trung tâm.



Nguồn: CEIC, VCBS

**Trong năm 2019, tính theo biến động tỷ giá trung tâm VND dự báo sẽ giảm giá không quá 3%.**

*Với nền kinh tế nhỏ với độ mở cao, áp lực lên tỷ giá trong bối cảnh bất ổn là điều có thể được dự báo.*

Áp lực lên tỷ giá trong năm tới được dự báo sẽ bắt nguồn từ (1) Xu hướng thắt chặt tiền tệ của các ngân hàng trung ương trên thế giới tiếp diễn trong năm 2019 mà trọng tâm là FED và ECB. (2) Diễn biến khó lường của đồng CNY khi PBOC tiếp tục sử dụng công cụ đồng CNY nhằm đối phó với các biện pháp cứng rắn từ phía Mỹ. (3) Các sự kiện bất ổn từ nhiều điểm nóng chính trị trên thế giới như (i) hạn chót để Anh tiến hành đàm phán rời khỏi EU tháng 3 năm 2019; (ii) các chia rẽ vốn đã tồn tại lâu trong nội bộ khối sử dụng đồng tiền chung châu Âu. Theo đó, các sự kiện này có thể tiếp tục kích hoạt làn sóng tạm thời rút vốn khỏi các kênh đầu tư rủi ro nhằm đánh giá lại triển vọng hoặc một phần chuyển dịch đến những kênh đầu tư được xem là “an toàn hơn”.

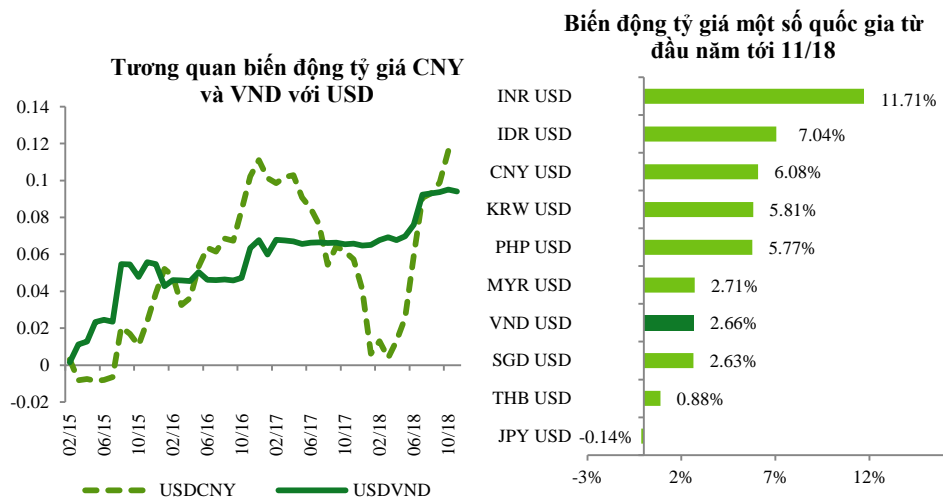
Ở chiều ngược lại, áp lực này sẽ được giải tỏa khi lộ trình thắt chặt của các ngân hàng này có thể sẽ chậm hơn tiến độ bởi (1) Tăng trưởng kinh tế của cả Mỹ và Trung Quốc đều chậm lại do ảnh hưởng các biện pháp thuế quan cũng như các rào cản mang tính kỹ thuật bắt đầu thẩm thấu vào nền kinh tế. Tương tự, tại châu Âu là các yếu tố bất ổn đe dọa đến sức tăng trưởng của cả khu vực. Cùng với đó là (2) làn sóng chuyển dịch một phần sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam nhằm hạn chế các ảnh hưởng tiêu cực từ căng thẳng thương mại. Thêm vào đó, theo các số liệu ghi nhận trong các năm trước đặc biệt là năm 2018 vừa qua, VND đang có sức chống chọi khá tốt với các biến động khó lường của CNY đặc biệt là khi so sánh với các nước trong khu vực.

Từ góc độ nội tại, **với nền kinh tế nhỏ và độ mở cao như Việt Nam, áp lực lên tỷ giá trong bối cảnh bất ổn là điều có thể được dự báo.** Tuy nhiên, với đặc điểm quy mô nhỏ, thì chỉ một nguồn cung ngoại tệ “không quá lớn” cũng là đủ để giữ cân bằng cung cầu ngoại tệ. Trong đó, VCBS cho rằng nguồn cung ngoại tệ mới vẫn tiềm tàng từ các thương vụ bán vốn cho đối tác chiến lược nước ngoài đến từ cả khối doanh nghiệp tư nhân và Nhà nước, bên cạnh các nguồn cung truyền thống khá ổn định từ kiều hối hay các nguồn lực đang nổi lên và đóng góp phần quan trọng trong các năm gần đây là nguồn vốn giải ngân FDI.

Cũng lần lưu ý thêm, đây là kịch bản được VCBS đưa ra dựa trên 2 giả định chính là (1) Mỹ sẽ không áp dụng các biện pháp trừng phạt thương mại đối với Việt Nam và (2) Trung Quốc không rơi vào khủng hoảng và phải tiến hành thắt chặt tiền tệ. **Mặc dù đây đều là các sự kiện với xác suất xảy ra thấp, nhưng các tác động nếu xảy ra được đánh giá là tiêu cực đối với các vấn đề ổn định nền kinh tế đặc biệt là tỷ giá và lãi suất.**



Tổng hợp lại, cho năm 2019, VCBS nhìn nhận thấy các áp lực tỷ giá vẫn hiện hữu xuất phát từ các yếu tố bên ngoài. Mặc dù vậy, **với định hướng duy trì mức giảm giá của VND ở mức hợp lý so với các nước trong khu vực và đảm bảo một môi trường đầu tư kinh doanh ổn định nhằm thu hút các nhà đầu tư ngoại, VCBS kỳ vọng tính theo biến động tỷ giá trung tâm VND dự báo sẽ giảm giá không quá 3%.** Theo đó, để thực hiện mục tiêu này NHNN sẽ tiếp tục sử dụng linh hoạt và kết hợp hài hòa các công cụ và hạn chế các mệnh lệnh hành chính như đã thực hiện trong năm 2018.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

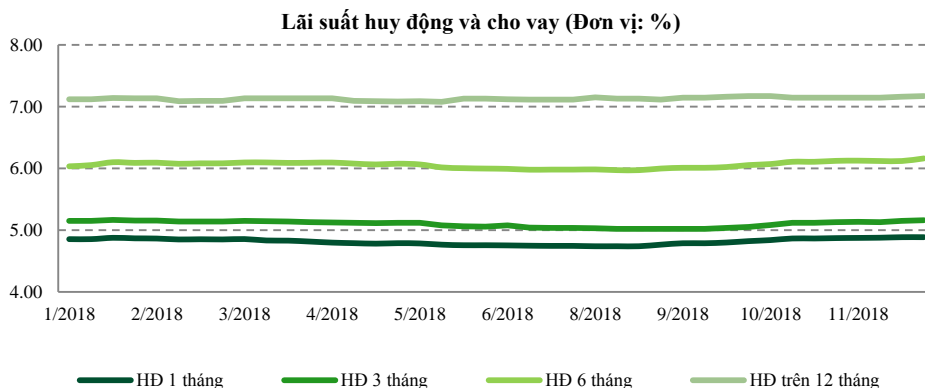
## Mặt bằng lãi suất huy động đã tăng nhẹ trong năm 2018. Năm 2019 dự báo mặt bằng lãi suất tăng 50 điểm cơ bản.

**Mặt bằng lãi suất huy động tăng 30- 50 điểm trong nửa cuối năm đặc biệt tại các kỳ hạn không chịu mức trần của NHNN. Lãi suất cho vay ổn định và ít biến động.**

*NHNN có định hướng và chính sách xuyên suốt nhằm đảm bảo mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất hỗ trợ tăng trưởng.*

Mặt bằng lãi suất huy động tăng 30- 50 điểm trong nửa cuối năm đặc biệt tại các kỳ hạn không chịu mức trần của NHNN. Theo số liệu của NHNN, kết thúc tháng 11 mặt bằng lãi suất huy động VND phổ biến ở mức 0,6 - 1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng. Đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng: 4,3 - 5,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến dưới 12 tháng: 5,3 - 6,5%/năm; kỳ hạn từ 12 tháng trở lên ở mức 6,5 - 7,3%/năm. Lãi suất huy động USD của tổ chức tín dụng không thay đổi ở 0%. Chúng tôi cho rằng các đợt điều chỉnh lãi suất huy động VND thời gian qua xuất phát từ một số nguyên nhân: (1) Đây là sự chuẩn bị của các ngân hàng với dự báo nhu cầu huy động sẽ tăng trong phần còn lại của năm đặc biệt khi xét tới yếu tố mùa vụ. (2) Cùng lúc, đây được xem là sự chuẩn bị nguồn của các tổ chức tín dụng, chú trọng vào các kỳ hạn dài với giả định lãi suất trên thị trường liên ngân hàng có thể ghi nhận mức cao hơn trong năm tới

Trong khi đó đối với lãi suất cho vay, lãi suất cho vay VND phổ biến ở mức 6,0 - 9,0%/năm đối với ngắn hạn; 9,0 - 11%/năm đối với trung và dài hạn; lãi suất cho vay USD phổ biến ở mức 2,8 - 6,0%/năm; trong đó lãi suất cho vay ngắn hạn phổ biến ở mức 2,8 - 4,7%/năm, lãi suất cho vay trung, dài hạn ở mức 4,5 - 6,0%/năm. Ở thời điểm hiện tại, đợt tăng lãi suất huy động từ giữa Quý 3 chưa tạo nên áp lực quá rõ rệt đối với mặt bằng lãi suất cho vay. Theo đó, các mức tăng chỉ được ghi nhận cục bộ tại các phân khúc có mức rủi ro cao. Diễn biến này đồng nhất với định hướng và chính sách xuyên suốt của NHNN nhằm đảm bảo mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất hỗ trợ tăng trưởng.



Nguồn: CEIC, VCBS

**2019: Mặt bằng lãi suất huy động dự báo tăng khoảng 50 điểm trong khi lãi suất cho vay dù chịu áp lực tăng nhưng nhìn chung sẽ vẫn ổn định và chỉ biến động mang tính cục bộ.**

*Mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất trong nửa đầu năm hoàn toàn khả thi với một số yếu tố hỗ trợ.*

*Mặt bằng lãi suất huy động chịu áp lực tăng chủ yếu vào thời điểm nửa cuối năm 2019.*

Cho năm 2019, **mặt bằng lãi suất huy động chịu một số áp lực:**

- ✓ Áp lực lạm phát tăng lên so với cùng kỳ.
- ✓ Xu hướng thắt chặt tiền tệ của các Ngân hàng trung ương đặc biệt là FED và ECB.
- ✓ Các tổ chức tín dụng phải chấp nhận một mặt bằng giá lãi suất cao hơn nhằm giữ được lợi thế cạnh tranh đối với hoạt động huy động tiền gửi trên thị trường (1) trong bối cảnh chi phí vốn của ngân hàng (2) được dự báo ở mức cao hơn. Đi kèm với đó thanh khoản trên thị trường tiền tệ cũng chịu áp lực hơn do cầu cân bằng và hỗ trợ từ tỷ giá.

Như vậy, VCBS cho rằng áp lực tăng lên lãi suất cho huy động hiện hữu. Tuy nhiên, với việc lãi suất huy động đã được điều chỉnh tăng trong 6 tháng cuối năm 2018, dự kiến tăng trong năm tới được đánh giá là không nhiều. **Theo đó, chúng tôi dự đoán, lãi suất huy động sẽ tăng khoảng 50 điểm tập trung nhiều vào giai đoạn cuối năm 2019, tại các kỳ hạn không chịu sự khống chế của NHNN. Trong khi đó, trần huy động 5,5% đối với kỳ hạn dưới 6 tháng nhiều khả năng sẽ vẫn được giữ vững. Các dự báo trên sẽ đi kèm với một số giả định:**

- ✓ Dòng tiền nước ngoài vào Việt Nam được duy trì tạo điều kiện thuận lợi cho NHNN chủ động điều tiết cung tiền và thanh khoản một cách hợp lý khi cần thiết.
- ✓ Tỷ giá và thị trường ngoại hối ổn định với mức giảm giá hợp lý của VND so với các quốc gia trong khu vực.

Đối với lãi suất cho vay, trong bối cảnh lãi suất huy động được dự báo tăng, áp lực lên lãi suất cho vay phần nào có thể được lý giải. Cũng cần lưu ý thêm, sẽ cần 3-6 tháng để các mức tăng lên lãi suất huy động được hiện thực hóa vào mặt bằng lãi suất cho vay. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng áp lực tăng sẽ không xuất hiện ồ ạt tại tất cả các phân khúc mà sẽ tập trung với kịch bản như sau: Đối với các khách hàng có lịch sử tín dụng tốt, khả năng thanh toán tốt sẽ là yếu tố khiến lãi suất áp dụng cho các khách hàng này không thay đổi nhiều. Điều này trùng khớp với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất ổn định và ít biến động nhằm hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ. Trong khi đó, đối với các khu vực với ngành nghề và khách hàng với rủi ro lớn hơn, có thể kể đến như bất động sản và tín dụng tiêu dùng, mức lãi suất có thể được điều chỉnh tăng. Với dự báo lãi suất đầu ra có thể tăng chậm hơn lãi suất đầu vào, mức độ ổn định của mặt bằng lãi suất sẽ cần đến nhiều vai trò định hướng và quản lý của nhà điều hành.

**2018: Bùng nổ trong Quý 1 và sau đó trầm lắng. 2019 Áp lực tăng lên lợi suất chiếm thế chủ đạo.**

**Diễn biến thị trường năm 2018:**

Kỳ hạn phát hành trung bình giảm nhẹ. Lượng trái phiếu phát hành thành công tập trung vào các kỳ hạn 10 năm và 15 năm.

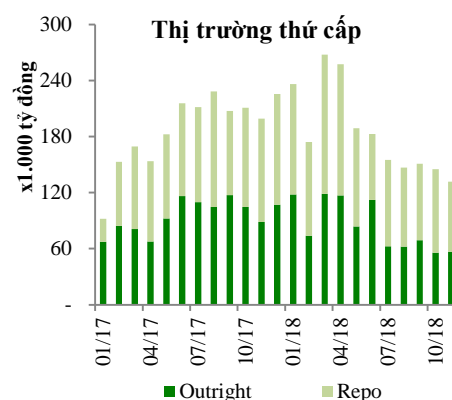
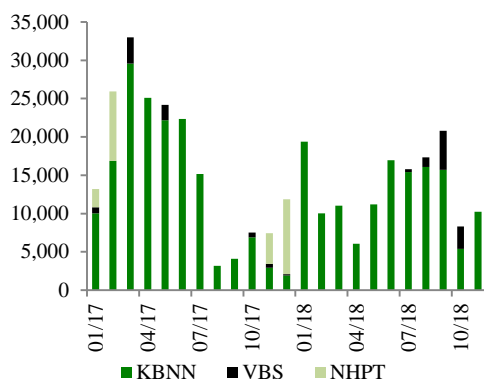
Trên thị trường thứ cấp, lợi suất rơi nhanh và tạo đáy trong Quý 1 trước khi chịu áp lực tăng trong suốt các tháng còn lại.

Mặt bằng lãi suất trên thị trường liên ngân hàng được đẩy lên ngưỡng cao hơn đặc biệt vào nửa cuối năm 2018.

**Bùng nổ trong Quý 1 và sau đó rơi vào trạng thái trầm lắng.**

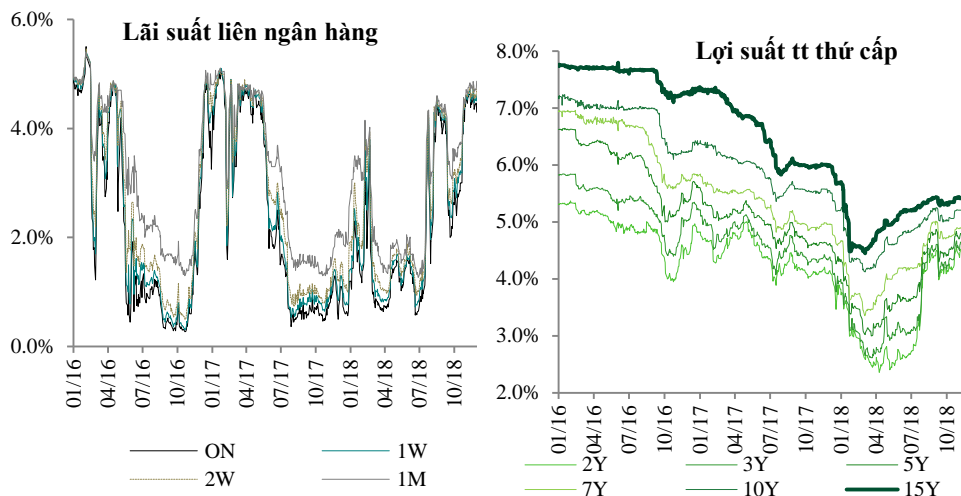
**147.017 tỷ đồng (-53% yoy)** trái phiếu được huy động trong 11 tháng đầu năm. Trong đó, KBNN huy động 137.347 tỷ đồng TPCP (78% KH năm), VBS huy động được 9.670 tỷ đồng TPCPBL. Tính đến hết tháng 11, lợi suất trúng thầu TPCP các kỳ hạn 5 năm, 10 năm và 15 năm ở mức 4,22% (-32 bps ytd); 5,1% (-18 bps ytd) và 5,3% (-45 bps ytd) cho các kỳ hạn.

Thanh khoản thị trường thứ cấp theo sát biến động của lợi suất khi bùng nổ trong Quý 1 và sau đó giảm mạnh so với cùng kỳ đặc biệt trong giai đoạn lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tăng cao. 2.037 nghìn tỷ đồng (+0,6% yoy) được giao dịch trên thị trường thứ cấp trong 11 tháng đầu năm. Khối lượng outright giảm so với cùng kỳ đạt 930 nghìn tỷ đồng (-10,1% yoy) trong khi giá trị giao dịch repo tăng kỷ lục lên 1.106 nghìn tỷ đồng (+11,9% yoy).



Nguồn: HNX, VCBS

Lợi suất rơi nhanh và tạo đáy trong Quý 1 trước khi chịu áp lực tăng trong suốt các tháng còn lại. Lợi suất trái phiếu ngắn hạn biến động nhiều hơn kỳ hạn dài, theo sát diễn biến trên thị trường liên ngân hàng. Trong khi đã giảm được ghi nhận khá đồng đều tại tất cả các kỳ hạn thì trong nhịp tăng trong các tháng cuối năm, đã tăng nhanh, mạnh và nhiều nhất được ghi nhận tại các kỳ hạn ngắn, nhảy cảm với thanh khoản trên thị trường tiền tệ. Theo đó, kết thúc tháng 11, theo thống kê của Bloomberg, lợi suất các kỳ hạn 1 năm 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm và 15 năm ở mức 4,15% (+50,5 bps ytd), 4,263% (+44,3 bps ytd), 4,408% (+44,8 bps ytd), 4,625% (+32,5 bps ytd), 4,9% (+26,3 bps ytd), 5,188% (-0,7 bps ytd), 5,425% (-25 bps ytd). Cùng với đó, các nhà đầu tư ngoại có xu hướng mua ròng trên thị trường với giá trị hơn 4.800 tỷ đồng.



Nguồn: HNX, VCBS

Khác biệt so với năm 2017, thanh khoản trên thị trường duy trì trạng thái dồi dào trong 5 tháng đầu năm và hầu như không chịu các ảnh hưởng đáng kể của các yếu tố mùa vụ. Tuy nhiên, trong 6 tháng cuối năm, dưới sự điều tiết chủ động của NHNN, mặt bằng lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đã tăng cao hơn so với mặt bằng chung năm 2017. Cùng với đó, giai đoạn này dòng tiền mới vào thị trường là không rõ ràng, buộc các ngân hàng phải chuẩn bị cho kịch bản thanh khoản không còn dồi dào vào cuối năm do các yếu tố mùa vụ. Cũng cần lưu ý thêm, trong giai đoạn này không xảy ra tình trạng thiếu hụt thanh khoản khi quá trình giải ngân vốn trái phiếu chính phủ thông qua Kho bạc Nhà nước (KBNN) dù đã có cải thiện so với cùng kỳ nhưng không quá đột biến. Cụ thể, theo báo cáo của KBNN, tính đến tháng 11, nguồn vốn Chính phủ giải ngân qua Kho bạc Nhà nước ước đạt 241.358,1 tỷ đồng, bằng 62,9% KH.

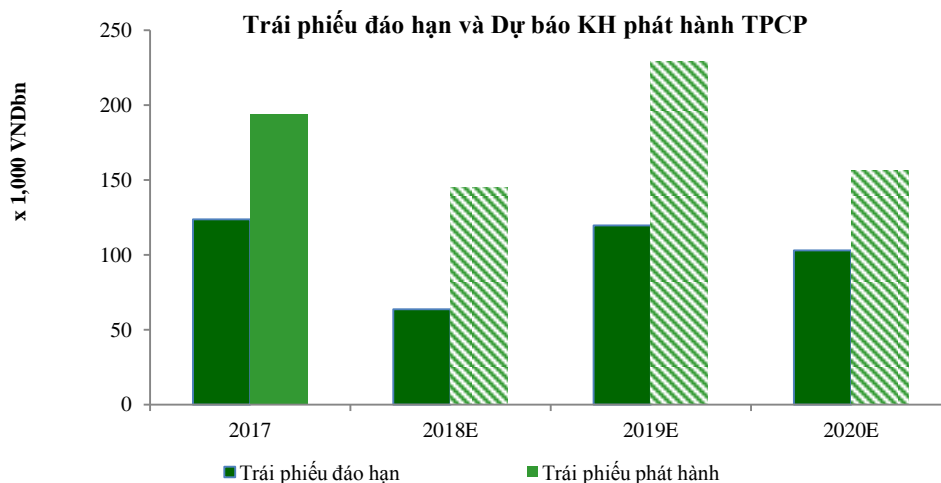
## Triển vọng 2019:

Kỳ hạn phát hành trung bình dự báo giảm nhẹ. Áp lực phát hành lớn hơn năm 2018 và tập trung vào đầu năm.

Yếu tố chính tác động lên thị trường thứ cấp trong năm tới là: thanh khoản trên thị trường ngân hàng; Chính sách của NHNN và quá trình Giải ngân vốn đầu tư công.

Thị trường chia làm 3 giai đoạn với áp lực tăng lên lợi suất chiếm ưu thế.

Kỳ hạn phát hành trung bình dự báo tiếp tục giảm nhẹ. Áp lực phát hành lớn hơn năm 2018 và tập trung vào đầu năm. Chúng tôi cho rằng trong năm tới áp lực ngân sách vẫn tồn tại. Tuy nhiên, chính phủ còn dư địa từ các nguồn khác nhau để cân đối trong đó đặc biệt phải kể đến nguồn từ các thương vụ thoái vốn Nhà nước, IPO các doanh nghiệp nhà nước lớn.



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp, dự báo

**Yếu tố chính tác động lên thị trường thứ cấp trong năm tới là: thanh khoản trên thị trường ngân hàng; Chính sách của NHNN và quá trình giải ngân vốn đầu tư công.** Trong đó, VCBS giả định:

- (1) Không xảy ra căng thẳng thanh khoản trầm trọng trên hệ thống ngân hàng (các thời điểm chịu ảnh hưởng từ yếu tố mùa vụ sẽ không kéo dài lâu). Chính sách tăng trưởng tín dụng đi vào thực chất, hướng NHTM đẩy mạnh quá trình xử lý nợ xấu.
- (2) Định hướng đưa tiêu chuẩn hệ số an toàn của các ngân hàng tiếp cận dần với chuẩn quốc tế vẫn được duy trì và có thể tạo ra áp lực nhất định lên toàn hệ thống khi nguồn lực của các NHTM có sự khác biệt đáng kể.
- (3) Quá trình giải ngân vốn đầu tư công có thể được đẩy mạnh trở lại trong năm sau ngay từ khoảng cuối Quý 1. Tuy vậy, chúng tôi không quá lo ngại về lượng tiền KBNN bị rút khỏi hệ thống khi nguồn tiền này sẽ sớm trở lại nền kinh tế theo nhiều hình thức khác nhau.

**Với các giả định trên, thị trường trái phiếu năm 2019 được dự báo chia làm 3 giai đoạn.**

- Giai đoạn 1: tháng 12 năm 2018 đến nửa đầu Quý 1: Tâm lý thận trọng, thanh khoản thị trường liên ngân hàng chịu áp lực tăng do yếu tố mùa vụ kéo theo lãi suất trái phiếu chịu áp lực tăng.
- Giai đoạn 2: từ Quý 1 đến trước tháng 6, tháng 7 (thời điểm khả năng cao FED sẽ tiếp tục có điều chỉnh tăng lãi suất thị trường hoạt động tích cực và sôi động trở lại khi các lo ngại tạm thời được xua tan. Lãi suất trái phiếu giảm tuy nhiên nhịp giảm ngắn và diễn biến nhanh.
- Giai đoạn 3: Tương đối dài với trạng thái thận trọng bao trùm. Lo ngại xuất hiện nhiều hơn trước việc NHNN sẽ ban hành các thông tư, Quy định về các tỷ lệ an toàn nhằm hướng tới mục tiêu tiến sát hơn tới các chuẩn mực quốc tế đặc biệt là năm 2020 với Basel II. Đồng thời, các diễn biến từ thị trường thế giới vẫn sẽ là ẩn số đối với thị trường trong năm tới đặc biệt là khả năng đồng USD mạnh lên. Lãi suất trái phiếu chịu áp lực tăng. Thị trường trở lại trạng thái giao dịch thận trọng.

Từ phía cung, nhu cầu phát hành dù lớn hơn năm 2018 nhưng sẽ không tạo áp lực lớn khi nguồn lực huy động trong các năm gần đây vẫn còn dư địa. Ở phía cầu, cầu đầu tư trái phiếu từ các công ty bảo hiểm, Quỹ đầu tư, ... được dự báo tiếp tục tăng trưởng. Trong năm 2018, bên cạnh các kỳ hạn 3 - 5 năm được thị trường quan tâm, với việc kỳ hạn phát hành liên tục tăng trong các năm gần đây, giao dịch có thể chứng kiến sự chuyển dịch nhiều hơn sang các kỳ hạn dài hơn 7 năm - 10 năm. Kỳ hạn phát hành sẽ tiếp tục được duy trì ở mức trên 10 năm. Tuy nhiên giống như năm 2018, phát hành đối với các kỳ hạn 20 năm và 30 năm sẽ gặp nhiều khó khăn.

Mặc dù chỉ tiêu lạm phát trung bình cho cả năm vẫn được giữ ở ngưỡng 4%, chúng tôi cho rằng các áp lực đặc biệt từ lạm phát kỳ vọng có thể là nhân tố tạo áp lực tăng đối với lợi suất. Cơ hội đầu tư với các trái phiếu dài sẽ thu hẹp và ít hơn khi đường lợi suất có xu hướng phẳng hơn. Các đợt biến động sẽ xuất hiện nhiều tại các kỳ hạn ngắn dựa theo diễn biến trên thị trường tiền tệ.



## Kinh tế - tài chính thế giới

### Mỹ

#### Xu hướng tăng lãi suất trong dài hạn của Mỹ tiếp tục được duy trì.

*Fed nhiều khả năng sẽ hoàn thành đợt nâng lãi suất thứ tư trong tháng 12.*

*Chính sách của tổng thống Donald Trump tiếp tục tạo nên biến động chính trị khó lường.*

*Đồng USD mạnh lên so với các đồng tiền khác trong khu vực trong giai đoạn vừa qua.*

#### 2018: Xu hướng thắt chặt tiền tệ tiếp diễn đi cùng với nhiều biến động trời sập.

*Dự định đồng USD tiếp tục mạnh lên không còn nhiều.*

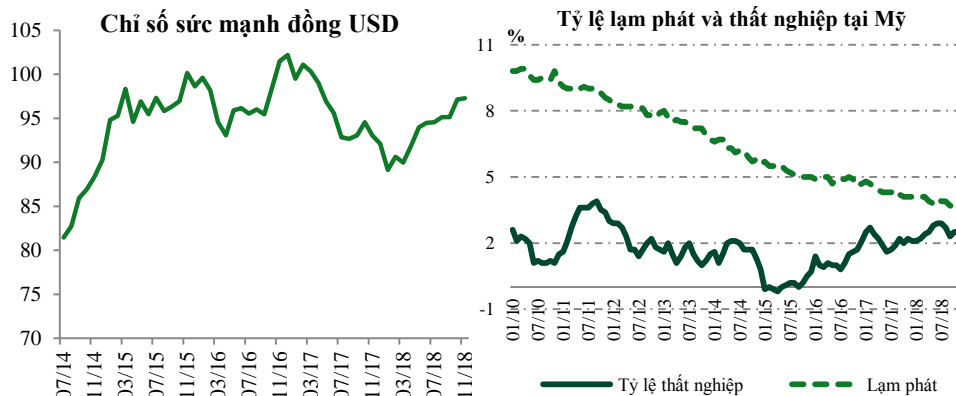
*Lo ngại xung quanh việc tăng trưởng kinh tế Mỹ có thể chậm lại.*

Lộ trình tăng lãi suất của FED diễn ra đúng hoặc thậm chí nhanh hơn so với kế hoạch ban đầu cho năm 2018 trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế xác nhận mức tăng cao 3,5% trong quý 3, nổi bật con số tăng trưởng kỷ lục 4,2% so với cùng kỳ trong Quý 2.

Chính sách của Tổng thống Mỹ bắt đầu đi vào quỹ đạo vận hành và tạo ra các tác động đa chiều đối với không chỉ kinh tế Mỹ mà còn ảnh hưởng lên các nền kinh tế thế giới. Trong đó, một số thành quả đáng kể nhất phải kể đến dòng vốn đầu tư sản xuất trở lại Mỹ; những lợi ích và mục đích ẩn chứa không chỉ từ đơn thuần vấn đề thương mại khi ông Trump liên tiếp công kích các hiệp định thương mại tự do. Cùng với đó, là việc đưa giá dầu thô tiến tới mặt bằng có lợi cho các nhà sản xuất dầu đá phiến Mỹ,...

Trước các diễn biến trên, trong 11 tháng đầu năm đồng USD mạnh lên so với các đồng tiền chủ chốt khác trên thế giới. Cụ thể, tính tới hết tháng 11 Dollar Index tăng 5,58% so với hồi đầu năm. Cùng với đó, là xu hướng tăng của lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ trong trung hạn được củng cố đặc biệt tại kỳ hạn 10 năm.

**Năm 2019, theo lộ trình, FED sẽ có thêm 2 lần tăng lãi suất đưa mức lãi suất cơ bản lên khoảng 3%.** Như vậy, xu hướng thắt chặt tiền tệ với xu hướng đi lên của lợi suất trái phiếu là khóa trình không thể đảo ngược. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng sẽ có khả năng lộ trình tăng lãi suất có thể chậm hơn kế hoạch khi tốc độ tăng trưởng cao của kinh tế Mỹ khó có thể tiếp tục duy trì trong bối cảnh ảnh hưởng của hàng rào thuế quan được áp dụng trong năm qua có thể phản ánh lên các số liệu tăng trưởng. Cùng lúc, lo ngại về xu hướng đường cong lãi suất đảo ngược cũng đã phần nào phản ánh tâm lý có phần kèm lác quan hơn trong trung hạn. Từ các giả định này, chúng tôi đánh giá dự định đồng USD tiếp tục mạnh lên trong thời gian tới là không nhiều. Nhận định này cũng được hỗ trợ bởi các chính sách khó đoán định, và dự báo của tổng thống Mỹ trong giai đoạn này.



Nguồn: Bloomberg, VCBS Tổng hợp

### Châu Âu

**Kinh tế Châu Âu phục hồi. ECB tiến gần hơn tới xu hướng thắt chặt tiền tệ.**

Kinh tế châu Âu tiếp tục xu hướng phục hồi chậm rãi. Điểm sáng tiếp tục thuộc về khu vực sản xuất với chỉ số PMI sản xuất luôn ở trên ngưỡng 52 điểm dù phần nào giảm tốc kể từ hồi đầu năm nay. Tỷ lệ thất nghiệp ở ổn định mức thấp 8,1% đối với khu vực đồng tiền chung châu Âu- thấp nhất kể từ cuối năm 2008.

Là một trong những ngân hàng trung ương bắt đầu thời kỳ chuyển giao vào giai đoạn thắt chặt tiền tệ, ECB kể từ giữa năm nay đã quyết định giảm quy mô chương trình mua lại tài sản xuống 15 tỷ Euro cho giai đoạn từ tháng 10 tới tháng 12/2018 và sau đó chấm dứt kể từ năm 2019.

**2019: Chính sách thắt chặt tiền tệ bắt đầu được triển khai. Rủi ro đến từ khu vực đồng tiền chung châu Âu ngày càng chia rẽ.**

Cho năm 2019, ECB sẽ bắt đầu thắt chặt tiền tệ với khả năng tăng lãi suất trở lại. Chúng tôi đánh giá, thử thách đối với mục tiêu này nằm ở việc khu vực đồng tiền chung châu Âu đang ngày càng chia rẽ. Trong đó, các tâm điểm nổi bật trong năm tới có thể tới từ (1) Các thỏa thuận liên quan cho việc Anh chính thức rời khỏi EU khi sự kiện này chính thức được kích hoạt từ tháng 3/2019; (2) Đi kèm với đó là các mâu thuẫn trong nội khối các nước EU nổi cộm xung quanh các vấn đề ngân sách, đường biên giới đối với người nhập cư,... Do đó, với các vấn đề đang gây chia rẽ còn tồn đọng, khả năng đồng Euro mạnh lên so với các đồng tiền khác có thể không quá cao bất chấp chính sách thắt chặt tiền tệ sắp diễn ra.

## Châu Á

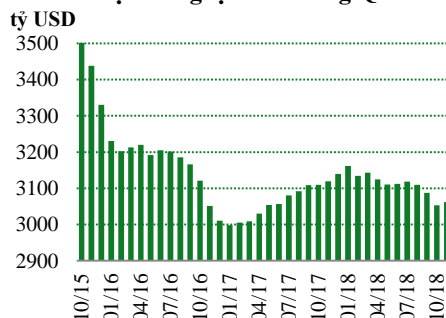
**Lo ngại về tăng trưởng chậm lại lại xuất hiện trong bối cảnh căng thẳng leo thang giữa Mỹ và Trung Quốc không chỉ xuất phát từ vấn đề thương mại.**

*Các chính sách hạn chế dòng vốn chảy ra ngoài của PBOC đã cho thấy những hiệu quả nhất định.*

GDP Trung Quốc tăng trưởng 1,6% qoq, tương ứng với mức tăng 6,5% yoy. Đáng chú ý, 3 quý liên tiếp gần nhất nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới đều tăng trưởng ở mức 6,7% và con số tăng trưởng kỳ này là số liệu thấp nhất được ghi nhận sau cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2009. Trong đó, ngoài nguyên nhân đến từ việc chuyển dịch cơ cấu sang mô hình phát triển ổn định hơn, thì các căng thẳng thương mại leo thang giữa hai nền kinh tế lớn nhất thế giới, cùng với các báo động về các khoản nợ ngoại bảng của chính quyền địa phương nước này là nguyên nhân chính khiến tốc độ tăng trưởng GDP suy giảm. Cùng lúc, các số liệu về tốc độ mở rộng sản xuất tiếp tục chậm lại khi chỉ số PMI trong 3 tháng gần nhất đều ở dưới mốc 51 điểm. Trong khi đó, lạm phát Trung Quốc tháng 11 tăng 2,5% yoy, so với mục tiêu lạm phát 3% mục tiêu cho cả năm.

Giai đoạn này, chính sách tiền tệ nới lỏng vẫn được PBOC duy trì. Cũng cần lưu ý thêm kể từ đầu năm cho tới nay, đồng CNY đã giảm giá đáng kể so với USD. Theo đó, giữa tháng 10, PBOC đã bán ra lượng trái phiếu chính phủ Mỹ trị giá 3 tỷ USD (tương ứng chỉ 0,17% lượng trái phiếu nước này sở hữu) nhằm tăng cường nguồn lực cho nền kinh tế.

**Dự trữ ngoại hối Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, VCBS Tổng hợp

**2019: PBOC tiếp tục nới lỏng tiền tệ nhằm hỗ trợ tăng trưởng.**

Cho năm 2019, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của các biện pháp thuế quan do Mỹ áp đặt sẽ bắt đầu được thể hiện rõ nét lên nền kinh tế. Trong bối cảnh đó, Trung Quốc có thể nhượng bộ ở một mức độ nhất định nhằm giảm thiểu tối đa tác động của các căng thẳng thương mại. Cùng lúc, Trung Quốc có thể áp dụng các biện pháp kỹ thuật nhằm đáp trả trong bối cảnh dư địa sử dụng các biện pháp thuế quan của nước này là không nhiều. Chúng tôi cũng lưu tâm đến định hướng tăng cường sự hiện diện của đồng CNY trong các giao dịch quốc tế đặc biệt là giao dịch hàng hóa hay các giao dịch hoán đổi tiền tệ. VCBS cho rằng khả năng cao ngân hàng PBOC sẽ tiếp tục các biện pháp nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng và biện pháp bán ra lượng lớn TPCP Mỹ sẽ chỉ là biện pháp cuối cùng được cân nhắc sử dụng trong các biện pháp ứng phó với căng thẳng thương mại trong giai đoạn tiếp theo.

**Nền của kinh tế Nhật Bản suy giảm trở lại do tác động lớn từ thiên tai bất chấp các biện pháp nới lỏng của BOJ.**

Tốc độ hồi phục của kinh tế Nhật Bản dù cải thiện vẫn ở mức khiêm tốn. Cụ thể trong Quý 3 vừa qua, nền kinh tế Nhật Bản đã trở lại mức tăng trưởng âm 0,6% qoq, mức giảm cao hơn so với dự báo -0,5%. Đây cũng đồng thời là mức giảm sâu nhất từ Quý 2 năm 2014. Trong đó, nguyên nhân được xác định từ ảnh hưởng tiêu cực từ các đợt thiên tai như bão động đất tới tiêu dùng và đầu tư tư nhân. Như vậy, tới hết Quý 3 nền kinh tế Nhật Bản đã suy giảm 2,5% yoy. Kèm theo đó, những lo ngại cũng xuất hiện khi Trung Quốc- một trong các đối tác nhập khẩu máy móc và linh kiện đứng trước nguy cơ giảm tốc.

Cho năm 2019, với các diễn biến hiện tại, chúng tôi cho rằng BOJ sẽ cần tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng trong bối cảnh sự hồi phục của nền kinh tế vẫn chưa đạt được như kỳ vọng. Đồng thời, trong bối cảnh, tình hình chính trị thế giới dự báo tiếp tục diễn biến khó lường, đồng JPY với vai trò là kênh trú ẩn an toàn có thể tiếp tục tăng giá so với các đồng tiền chủ chốt khác trên thế giới.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### 2018 Một năm nhiều biến động



Nguồn: VCBS tổng hợp

**Thị trường có một năm nhiều biến động với nhiều sự kiện lớn cả ở trong nước cũng như quốc tế.**

Chỉ số tạo đỉnh cao nhất lịch sử vào tháng 4/2018, vượt mốc 1200 điểm.

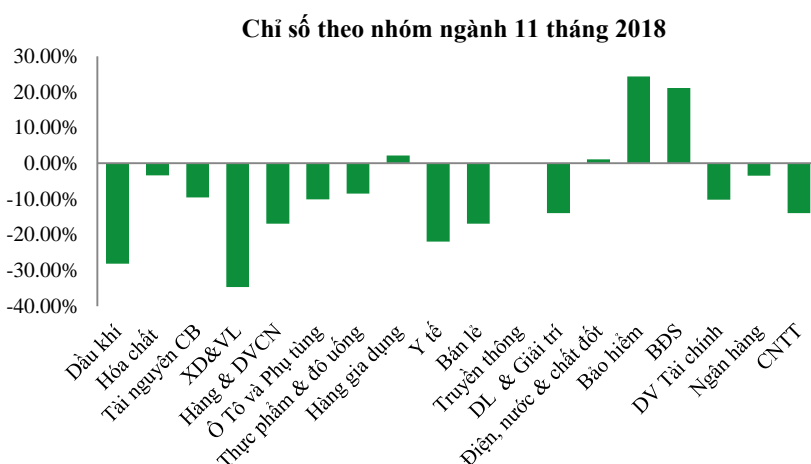
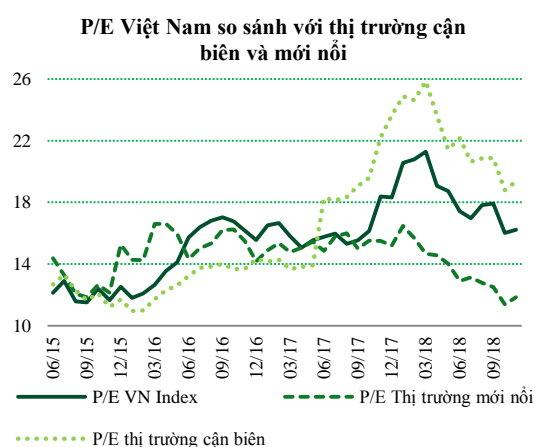
Sau đó trong quý II là sự lao dốc liên tục của VN-Index, song song với những diễn biến căng thẳng thương mại quốc tế Mỹ - Trung.

P/E toàn thị trường vẫn duy trì ở mức cao.

**Thị trường chứng khoán Việt Nam 2018 đánh dấu một năm biến động mạnh với nhiều sự kiện trọng yếu làm thay đổi liên tục kỳ vọng của nhà đầu tư.** Trong nửa đầu năm, VN Index chạm đỉnh vào giữa tháng 4 rồi sau đó rơi vào chu kỳ giảm giá và chạm đáy vào giữa tháng 7. Sang đến nửa cuối năm, thanh khoản tương đối hạn chế trên thị trường khiến cho chỉ số dù có sự hồi phục nhất định nhưng mức độ chưa thật sự đáng kể.

Cụ thể hơn, trong Q1/2018, chỉ số VN Index đã phá vỡ đỉnh lịch sử 1.170 điểm được thiết lập vào năm 2007 dưới sự dẫn dắt của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn trên thị trường, và mức tăng ấn tượng gần 22% cũng đưa Vn-Index trở thành chỉ số chứng khoán có mức tăng mạnh nhất thế giới trong quý. Tuy nhiên sang đến quý tiếp theo, dù các yếu tố vĩ mô của Việt Nam vẫn đang hỗ trợ tích cực cho đà tăng của thị trường từ năm 2017 nhưng những biến động trên thị trường tài chính quốc tế bên ngoài như động thái tăng lãi suất của FED, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung đã tác động mạnh đến triển vọng của thị trường chứng khoán của khu vực châu Á cũng như trong nước. Theo đó, nhịp điều chỉnh mạnh xuất hiện ngay khi nhà đầu tư đang rất lạc quan. Kể từ khi vượt mốc 1.200 điểm vào đầu tháng 4, chỉ số Vn-Index đã liên tục lao dốc về vùng 900 điểm trước khi hồi phục lên 960 điểm vào cuối quý 2. Có nhiều lý do giải thích cho diễn biến tiêu cực của thị trường Việt Nam trong nửa đầu năm. Đầu tiên là về định giá thị trường đã không còn rẻ. P/E Vn-Index vào đầu quý 2 lên tới gần 22 lần, cao hơn cả định giá TTCK Mỹ, cũng như các quốc gia Đông Nam Á và đây là yếu tố khiến giới đầu tư đẩy mạnh chốt lời. Một vấn đề khác là một số thương vụ niêm yết lớn của các công ty như Vinhomes (vốn hóa đạt gần 30.000 tỷ đồng), Techcombank (vốn hóa đạt hơn 100.000 tỷ đồng),... cũng khiến dòng tiền của nhiều quỹ đầu tư chuyển hướng một phần từ các cổ phiếu trên thị trường niêm yết sang các cổ phiếu này để cơ cấu lại danh mục đầu tư.

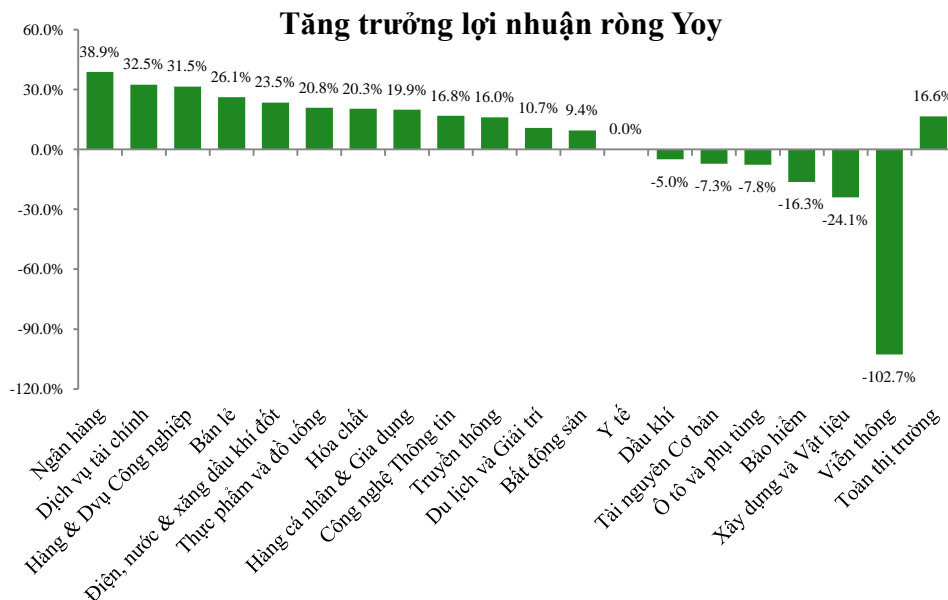
Bước sang nửa cuối năm, căng thẳng leo thang trong cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đã khiến nền kinh tế thế giới chao đảo và thị trường chứng khoán Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. Chỉ số VN Index giảm điểm liên tục và chạm đáy ở mức 893,16 điểm vào phiên 11/7/2018, ghi nhận mức giảm 311,17 điểm so với thời điểm đỉnh vào 12/4/2018, tương đương giảm 34,84%. Sau khi chạm đáy vào tháng 7, thị trường bắt đầu hồi phục và chỉ số VN-Index trong quý III đã có lúc tìm lại được mốc 1000 điểm. Tuy nhiên trong tháng 10, đà lao dốc khá bất ngờ của chỉ số Dow Jones (Mỹ) tạo ra tâm lý tiêu cực lên nhà đầu tư trong nước, khiến cho thị trường một lần nữa bị thử thách xung quanh ngưỡng 890 – 900 điểm. Tuy nhiên kể từ đó, VN Index đang có dấu hiệu tích lũy, và phần nào đó là hồi phục, cho đến nay. Mặc dù vậy, điểm đáng chú ý trong suốt cả giai đoạn này là thanh khoản sụt giảm và nhiều nhà đầu tư vẫn lựa chọn đứng ngoài thị trường và tiếp tục quan sát để đợi chờ những tín hiệu rõ ràng hơn về xu hướng mới trên thị trường.



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS tổng hợp

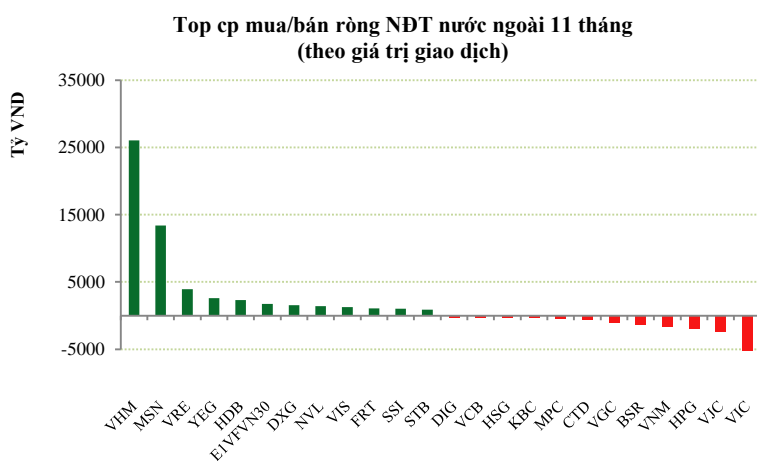
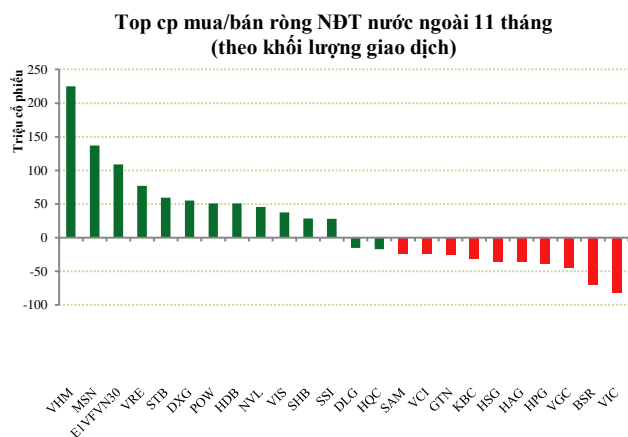
Trong khi đó, theo thống kê của FiinPro Platform vào trung tuần tháng 11 đối với 845 doanh nghiệp (chiếm 86% vốn hóa trên 3 sàn) đã công bố kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2018 tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường đạt hơn 16%. Trong đó, các nhóm ngành có tốc độ vượt trội so với mặt bằng chung bao gồm: Ngân hàng (+39%); Dịch vụ tài chính (+32%); Hàng và dịch vụ công nghiệp (+31%); Bán lẻ, Điện nước Xăng dầu khí đốt. EPS trượt 4 quý là 2.090,3 VND, tăng 21,8% so với cùng kỳ năm 2017. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng theo năm trong 4 quý gần nhất đang có xu hướng giảm dần trên quy mô toàn thị trường, cụ thể từ Q4/2017 đến nay, tăng trưởng lãi ròng giảm dần từ 42,1% trong Q4/2017 xuống còn 19,9% trong Q1/2018, 18,7% trong Q2/2018 và 9,0% vào Q3/2018. Đứng từ góc độ cơ bản, điều này phần nào lý giải giai đoạn nhiều biến động của chỉ số trong năm vừa qua.





Nguồn: Fiinpro, VCBS tổng hợp

**Khối ngoại tiếp tục giải ngân mạnh trên thị trường.** Tiếp nối những diễn biến trong năm 2017, khối ngoại tiếp tục mua ròng mạnh trong năm 2018 với giá trị lên tới hơn 43.500 tỷ đồng, bất chấp những diễn biến rung lắc khó lường của thị trường chứng khoán Việt Nam. Với diễn biến tăng trưởng của nhóm cổ phiếu ngành bất động sản, không quá ngạc nhiên khi khối lượng lớn giao dịch của khối ngoại là những cổ phiếu thuộc nhóm ngành này (VHM, VRE...). Trong năm 2018, khối ngoại giao dịch mạnh nhất vào tháng 5/2018 với giá trị giao dịch đột biến lên tới 22,7 nghìn tỷ đồng, gần bằng giá trị giao dịch của khối ngoại trong 11 tháng đầu năm 2017 (24,4 nghìn tỷ đồng).



Nguồn: UBCKNN, VCBS tổng hợp

## 2019: Kỳ vọng Quy mô thị trường mở rộng cả về lượng và chất

**2019: Kỳ vọng Quy mô thị trường có thể tiếp tục mở rộng cả về lượng và chất**

*VN Index sẽ dao động trong biên độ khá lớn, khoảng 300-350 điểm.*

*Khối lượng giao dịch trung bình trong năm 2019 sẽ đạt khoảng 255 triệu cổ phiếu trên cả hai sàn tương ứng với mức tăng 12% yoy.*

*Giá trị giao dịch kỳ vọng mức tăng khoảng 14% tương ứng giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên đạt khoảng 5.700 tỷ đồng trên cả hai sàn.*

**1. Bối cảnh kinh tế vĩ mô vẫn duy trì được một số điểm sáng dù đối mặt với biến động về kinh tế và địa chính trị trên thế giới. Tuy nhiên, thông điệp của nhà điều hành được dự báo nhất quán trong việc duy trì các mục tiêu kinh tế vĩ mô, đảm bảo sức hấp dẫn của thị trường Việt Nam**

Với dự báo về kinh tế vĩ mô và định hướng chính sách như trên, chúng tôi cho rằng trong năm 2019:

- ✓ Dòng tiền đầu tư vào thị trường cổ phiếu Việt Nam, cả trực tiếp và gián tiếp, sẽ tiếp tục ở mức cao
- ✓ Tỷ giá không giảm quá 3% trong năm 2019.
- ✓ Mặt bằng lãi suất huy động biến động không quá 50 điểm cơ bản.

**2. Thị trường chứng khoán tiếp tục thể hiện rõ nét hơn chức năng huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế Việt Nam, nhưng sẽ đi vào chiều sâu và thực chất**

- ✓ Động thái tăng lãi suất của FED kết hợp với kỳ vọng mặt bằng lãi suất huy động trong nước tăng lên trong năm sau một mặt sẽ gây áp lực tiêu cực lên dòng tiền trên thị trường cũng như kỳ vọng của nhà đầu tư, nhưng đồng thời cũng thúc đẩy sự phân hóa giữa các cổ phiếu trên thị trường trong việc cạnh tranh thu hút dòng tiền, dựa trên tiềm năng tăng trưởng và mức định giá theo các yếu tố cơ bản.
- ✓ Nhiều khả năng sẽ có một làn sóng các doanh nghiệp niêm yết lần đầu cổ phiếu trên hai sàn giao dịch chứng khoán với quy mô vốn hóa đa dạng trong giai đoạn tới, trong đó tập trung vào nhóm ngành Bất động sản và Vật liệu xây dựng.

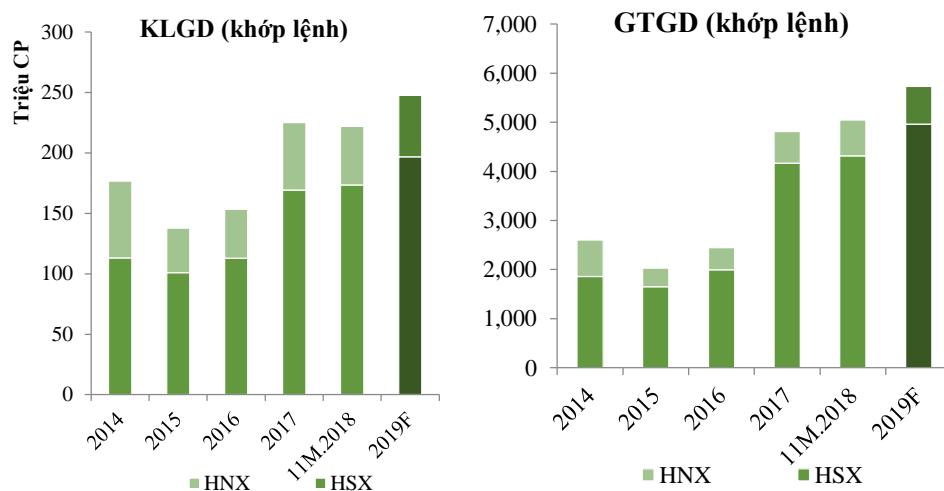
### 3. Thay đổi chính sách

- ✓ **Tâm điểm trong năm 2019 sẽ là định hướng cắt giảm, đơn giản hóa các điều kiện kinh doanh của chính phủ, qua đó mở ra triển vọng tăng trưởng thực chất hơn trên bình diện toàn bộ nền kinh tế.** Với mục tiêu đặt ra là cắt giảm tối thiểu 50% điều kiện kinh doanh hiện có, môi trường kinh doanh ở Việt Nam sẽ được cải thiện đáng kể nếu định hướng này của chính phủ được triển khai thực chất và đi vào thực tiễn của nền kinh tế. Đối tượng được hưởng lợi trực tiếp và trước tiên sẽ vẫn là các doanh nghiệp vừa và nhỏ nhờ việc dễ dàng tiếp cận thị trường hơn khi nhiều rào cản thủ tục hành chính được loại bỏ. Tuy nhiên, tác động của chính sách này đến các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn, bao gồm cả các doanh nghiệp đang niêm yết, cũng là đáng kể khi tạo điều kiện để các doanh nghiệp này đa dạng hóa hoạt động kinh doanh và qua đó giảm thiểu rủi ro gây ra bởi chu kỳ kinh tế và duy trì tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn.
- ✓ **Dự thảo Luật chứng khoán sửa đổi đã được Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đưa ra lấy ý kiến công khai và dự kiến trình Quốc Hội thông qua vào tháng 10/2019.** Trong số các nhóm vấn đề được sửa đổi lần này, việc tách bạch giữa thủ tục đăng ký thành lập doanh nghiệp và cấp giấy phép hoạt động kinh doanh đối với ngành nghề kinh doanh có điều kiện nhiều khả năng sẽ giúp hoạt động giải thể và sáp nhập, hợp nhất giữa các công ty chứng khoán diễn ra sôi động hơn, từ đó gián tiếp thúc đẩy sự phát triển chung của khối các đơn vị cung cấp dịch vụ hỗ trợ đầu tư trên thị trường.

- ✓ **Hiệp định CPTPP vừa được Quốc hội chính thức thông qua tháng 11/2018 cũng mở ra triển vọng mở rộng thị phần cho một số nhóm ngành của Việt Nam.** Cần ít nhất 6 thành viên phê chuẩn thì Hiệp định CPTPP mới có hiệu lực và hiện tại mới chỉ có Mexico, Nhật Bản và Singapore đã ký duyệt Hiệp định này. Do đó, nếu Việt Nam thông qua thì CPTPP vẫn sẽ cần thêm hai nước đồng ý nữa để chính thức có hiệu lực. Tuy nhiên, hiệp định này vẫn được kỳ vọng sẽ mở ra cơ hội cho hàng hóa Việt Nam tiếp cận thêm các thị trường mới, cũng như gia tăng cơ hội đón nhận vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài vào thị trường Việt Nam. **Một số nhóm ngành được kỳ vọng hưởng lợi từ CPTPP1 sẽ là dệt may, da giày, thủy sản. Đồng thời trong bối cảnh dòng vốn gián tiếp được thu hút khá tốt là cơ hội cho các nhóm hỗ trợ như Bất động sản khu công nghiệp.**

#### 4. Lộ trình triển khai thị trường phái sinh và các sản phẩm mới trên thị trường cổ phiếu

- ✓ **Nhiều sản phẩm đã nằm trong lộ trình chính thức được đưa vào triển khai giao dịch**, tiêu biểu là Chứng quyền có bảo đảm (Covered Warrant) và Hợp đồng tương lai Trái phiếu chính phủ (Bond Futures). Điều này động nghĩa mức độ phân tán của dòng tiền tại thị trường cơ sở và phái sinh vẫn sẽ tiếp diễn thậm chí thể hiện rõ hơn.
- ✓ **Nhóm các công ty chứng khoán có quy mô lớn được dự báo có sự phân hóa mạnh mẽ so với phần còn lại của thị trường về hiệu quả kinh doanh và thị phần** dưới áp lực cạnh tranh gay gắt giữa các đơn vị cung cấp dịch vụ trên thị trường chứng khoán về cả mức độ đa dạng sản phẩm lẫn chất lượng dịch vụ. Nhiều công ty chứng khoán đang triển khai kế hoạch mở rộng nguồn vốn thông qua hợp tác với các đối tác trong và ngoài nước, nâng cấp cơ sở hạ tầng kỹ thuật, gia tăng số lượng và chất lượng nhân sự,... với mục tiêu chiếm lĩnh các mảng thị phần mới cũng như duy trì và mở rộng thị phần hiện tại.



Nguồn: Fiinpro, VCBS tổng hợp, dự báo

Sau khi trải qua năm 2018 với nhiều biến động, chúng tôi kỳ vọng rằng năm 2019 quy mô thị trường sẽ có những chuyển biến tích cực hơn. Với những tập đoàn lớn trong nước đang và sẽ tiếp tục thoái vốn trong thời gian tới như VEA, Lilama, Viglacera..., nhà đầu tư hoàn toàn có thể kỳ vọng rằng nguồn tiền lớn sẽ quay lại thị trường trong năm 2019. Cũng cần lưu ý thêm, trong năm 2018, quá trình này khá trầm lắng. Thêm vào đó, việc ký kết thành công hiệp định CPTPP sẽ giúp một số ngành có thêm lợi thế cạnh tranh trong hoạt động xuất khẩu, ví dụ như thủy hải sản, dệt may, ... Mặc dù vậy chúng ta cũng sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức trong đó có áp lực kiểm chế lạm phát. Cùng lúc thị trường có thể chứng kiến nhiều biến động mạnh do các bất ổn biến động khó lường từ Mỹ, Trung Quốc hay châu Âu.

Tính chung cho cả năm 2019, sau khi cân nhắc tất cả các yếu tố trên, mặc dù kỳ vọng vào một kịch bản tích cực của thị trường nhưng chúng tôi cho rằng các chỉ số chính sẽ dao động trong biên độ khá lớn, khoảng 300-350 điểm trên cơ sở các giả định: (1) Động thái tăng lãi suất của FED nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục trong năm 2019 (2) Mỹ và Trung Quốc sẽ khó có thể đạt được một thỏa thuận thương mại toàn diện ngay trong năm tới; (3) kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng đi cùng với việc kiểm soát tốt lạm phát và tỷ giá dù chịu nhiều áp lực hơn. Dựa theo đó, chúng tôi hướng sự chú ý tới các ngành và các nhóm ngành sau:

- ♥ **Các nhóm ngành được hưởng lợi từ chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc do (1) hàng hóa Trung Quốc không vào được thị trường Mỹ tập trung vào các doanh nghiệp với các mặt hàng xuất khẩu thế mạnh của Việt Nam, hoặc (2) sự chuyển dịch dòng vốn đầu tư nước ngoài từ Trung Quốc sang các nước trong khu vực với nhóm được hưởng lợi chính là Bất động sản Khu công nghiệp.**
- ♥ **Các doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt và kỳ vọng tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2019;**
- ♥ **Một số doanh nghiệp khác có “câu chuyện” riêng như thoái vốn, M&A, điểm rơi lợi nhuận, hay tăng trưởng lợi nhuận nhờ mở rộng quy mô ....**

## TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Ngành **Ngân hàng** còn dư địa tăng trưởng trong năm 2019, dù lãi suất đang gặp những áp lực nhất định. Kết quả kinh doanh các ngân hàng tiếp tục chứng kiến sự phân hoá rõ rệt dựa trên cơ sở chất lượng tài sản và NIM của hệ thống khó cải thiện, những tiêu chuẩn an toàn hệ thống được áp dụng sẽ thúc đẩy hệ thống ngân hàng lành mạnh hoá và tăng trưởng thực chất.

Phân khúc thị trường **Bất động sản khu công nghiệp** của Việt Nam có triển vọng rất tích cực do dòng tiền của các nhà đầu tư FDI được dự báo tiếp tục chảy mạnh vào Việt Nam, do: (1) Hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung khiến các công ty Trung Quốc dịch chuyển các xưởng sản xuất sang Việt Nam, (2) Nguồn nhân công dồi dào với chi phí cạnh tranh nhất khu vực Đông Nam Á.

Ngành **Thép** được dự báo tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu tăng từ thị trường xây dựng, sự phục hồi của đầu tư công. Bức tranh thị phần ngành thép sẽ có sự thay đổi khi HPG hoàn thành tăng công suất tại Dung Quất. Giá thép được dự báo giảm nhẹ do chịu áp lực từ biến động thế giới, mức độ giảm giá sẽ ở mức vừa phải nhờ sự hỗ trợ của thuế tự vệ và chi phí sản xuất cao của nhóm lò điện trong nước.

Ngành **Bán lẻ** với động lực tăng trưởng chính từ mức tăng thu nhập bình quân và tỷ lệ đô thị hóa ngày một mở rộng. Xu hướng Bán lẻ hiện đại du nhập qua hình thức M&A ngày một phát triển, trong đó hình thức siêu thị mini đang là nhóm có tốc độ tăng trưởng cao nhất toàn ngành, dần thay thế cho các đơn vị chợ truyền thống và đại siêu thị.

Tăng trưởng Ngành **Điện** sẽ có sự phân hóa rõ rệt trong năm 2019 do nhu cầu sử dụng điện vẫn tăng đều trong khi tổng công suất tăng trưởng chậm hơn và thủy điện dự kiến kém khả quan trong thời gian tới do El Nino. Nhiệt điện, đặc biệt là điện than sắp tới sẽ được huy động hết công suất cùng sự đóng góp từ các dự án điện mặt trời vào năm 2019.

Ngành **Phân bón** được dự báo tăng trưởng vừa phải với nhu cầu phân vô cơ đang có xu hướng chững lại. Khả năng Luật thuế VAT mới cho các sản phẩm phân bón được Quốc hội thông qua vẫn được bỏ ngỏ trong năm 2019. Hoạt động thoái vốn tại các doanh nghiệp nhà nước có thể tạo ra những cơ hội mới trong triển vọng kinh doanh của các công ty trong ngành.

Ngành **Cảng biển** tiếp tục được hưởng lợi nhờ xu hướng tích cực của hoạt động thương mại. Các doanh nghiệp sở hữu Cảng biển tại vị trí thuận lợi, có mối quan hệ lâu năm với khách hàng và đã mở rộng công suất sẽ có triển vọng tăng trưởng kinh doanh cùng với xu hướng chung của ngành.

Ngành **Hàng không** tăng trưởng giảm tốc với tỷ trọng tăng chủ yếu từ thị trường quốc tế. Việc mở rộng quy hoạch, phân bổ đầu tư nâng cấp cơ sở hạ tầng, nới lỏng điều kiện gia nhập ngành cho khối tư nhân sẽ khiến bức tranh ngành Hàng không có nhiều biến chuyển và tạo ra sự phân hóa trong triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp.

Dựa trên triển vọng ngành và từng doanh nghiệp, chúng tôi đưa ra các khuyến nghị đầu tư như sau:

TT	Ngành	Khuyến nghị đầu tư
1	<b>Ngân hàng</b>	<b>ACB, MBB:</b> Mua
2	<b>Bất động sản KCN</b>	<b>LHG, NTC:</b> Khả quan
3	<b>Thép</b>	<b>HPG:</b> Mua
4	<b>Bán lẻ</b>	<b>PNJ, MWG:</b> Mua
5	<b>Phân bón</b>	<b>DCM:</b> Mua <b>DPM:</b> Khả quan
6	<b>Điện</b>	<b>POW:</b> Khả quan <b>PPC:</b> Mua
7	<b>Cảng biển</b>	<b>VSC, GMD:</b> Khả quan
8	<b>Hàng không</b>	<b>HVN:</b> Khả quan



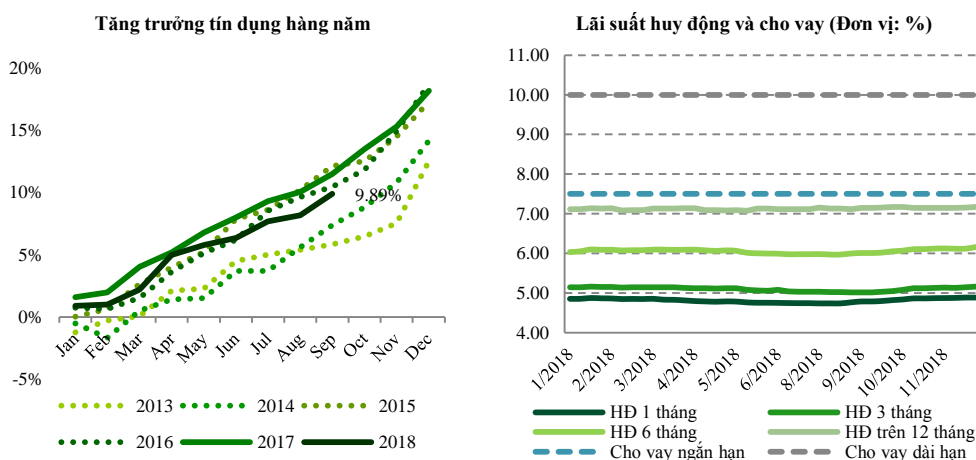
## Ngành Ngân hàng

### Diễn biến ngành năm 2018:

Tính đến 9T.2018, tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đạt 9,89%, huy động vốn của các tổ chức tín dụng tăng 9,15%.

Theo NHNN, tốc độ tăng trưởng tín dụng 9T.2018 đạt 9,89%, là mức tăng thấp nhất của dư nợ tín dụng trong 3 năm trở lại đây. Chỉ thị 04/CT – NHNN ngày 02/08/2018 đã nêu rõ chủ trương của NHNN trong việc kiểm soát tốc độ tăng trưởng tín dụng cũng như chất lượng tín dụng của ngành ngân hàng. Đối với nhiều ngân hàng đã sử dụng gần hết hạn mức tăng trưởng tín dụng trong 9 tháng đầu năm, trong trường hợp không được NHNN phê duyệt gia tăng hạn mức, TCTD có thể cơ cấu lại danh mục tín dụng. Ngoài ra, chúng tôi vẫn đề ngò khả năng có thể có một số ít ngân hàng sẽ được nới hạn mức tín dụng vào thời điểm những tháng cuối năm.

Mặt khác, theo Tổng cục thống kê, tính đến ngày 20.9.2018, huy động vốn của các tổ chức tín dụng tăng 9,15% (cùng kỳ năm 2017 tăng 10,08%). Nhu cầu huy động tại một số ngân hàng thương mại (NHTM) có chiều hướng tăng dần về phía cuối năm.



Nguồn: NHNN, các NHTM, VCBS

Mặt bằng lãi suất huy động có dấu hiệu nhích tăng, trong khi lãi suất cho vay duy trì ổn định.

Từ tháng 9.2018, nhiều NHTM khối nhà nước sở hữu ghi nhận mức tăng lãi suất huy động với mức tăng khoảng 50 điểm cơ bản các kỳ hạn ngắn dưới 12 tháng, qua đó thu hẹp khoảng cách lãi suất bình quân của nhóm này với lãi suất bình quân của nhóm ngân hàng vừa và nhỏ. Theo đó, lãi suất huy động bình quân của toàn ngành cũng nhích tăng và thiết lập mặt bằng mới. Mặt khác, lãi suất cho vay tiếp tục giữ mức ổn định.

### Quá trình xử lý nợ xấu

Tính đến 9T.2018, thống kê trên 17 ngân hàng niêm yết của chúng tôi cho thấy, tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng nhẹ lên mức 1,79% (cuối năm 2017 đạt 1,67%), tổng nợ xấu nội bảng ghi nhận 77,23 nghìn tỷ đồng (+ 18,5% ytd). Tổng số dư dự phòng rủi ro tín dụng (DPRR) ghi nhận 68,19 nghìn tỷ đồng (+ 40,3% ytd), từ đó nâng tỷ lệ DPRR bao nợ xấu (LLR) của toàn ngành từ 74% lên mức 88,3%. Như vậy, trong khi tỷ lệ nợ xấu của 17 ngân hàng niêm yết có xu hướng tăng khá trong 9 tháng đầu năm 2018, tỷ lệ LLR được cải thiện cho thấy những nỗ lực nhất định của các ngân hàng trong việc trích lập DPRR giúp giảm thiểu rủi ro trong hoạt động tín dụng của ngành.

Quy định an toàn: Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR)

Tính đến cuối tháng 5.2018 theo thống kê của NHNN, hệ số CAR trung bình của ngành ngân hàng ~10,4%, thấp hơn không đáng kể so với mức 10,5% vào cuối năm 2017. Áp lực từ hệ số CAR thấp vẫn là khá lớn lên hệ thống ngân hàng, đặc biệt với nhóm TMCP Nhà nước vốn đã không có nhiều lựa chọn để cải thiện hệ số CAR.

*Kết quả kinh doanh của các ngân hàng chứng kiến sự phân hoá trong 9T.2018*

Tính đến 9T.2018, thống kê trên 17 ngân hàng niêm yết, vốn chủ sở hữu và tổng lợi nhuận trước thuế đã tăng trưởng khá, nhưng kết quả kinh doanh phân hoá do những yếu tố khác nhau:

- (1) Một số ngân hàng tiếp tục giữ tốc độ tăng trưởng cao so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu nhờ: (i) Tín dụng bứt tốc nhanh ngay từ những tháng đầu năm; (ii) Thu nhập ngoài lãi; (iii) Chi phí dự phòng giảm mạnh đối với những ngân hàng đã xử lý xong các khoản nợ tồn đọng; (iv) NIM được cải thiện.
- (2) Một số ngân hàng khác thể hiện hiệu quả hoạt động thấp hơn khi khó giữ mức tăng trưởng như năm trước đó, đến từ: (i) Điều kiện kinh doanh bất lợi do phân khúc tín dụng chính chịu ảnh hưởng từ cạnh tranh trong ngành và độ biến động mạnh của kinh tế vĩ mô từ giữa năm 2018; (ii) Ngân hàng đang trong quá trình tái cơ cấu; (iii) Ngân hàng đi theo chiến lược riêng để phát triển hoạt động kinh doanh trong dài hạn.

**Bảng Thống kê ngành ngân hàng 9T.2018 (Đơn vị: Tỷ đồng)**

Chỉ tiêu	Tổng tài sản	Cho vay khách hàng	Tiền gửi của khách hàng	Vốn chủ sở hữu	Thu nhập lãi thuần	Thu nhập ngoài lãi	LNTT	NIM	ROE	ROA	NPL	LLR
VCB	995.111	627.951	773.406	61.526	20.429	8.170	11.683	2,7 %	21,00%	1,21%	1,18%	155,47%
ACB	312.778	220.939	267.975	19.519	7.424	2.445	4.776	3,41 %	21,56 %	1,45%	0,84%	129,55%
MBB	343.850	204.885	232.638	33.208	10.430	3.394	6.015	4,49%	16,16%	1,55%	1,57%	105,95%
TCB	311.796	166.939	193.583	49.481	8.168	5.127	7.774	4,01%	21,71%	3,04%	2,05%	77,50%
VPB	296.216	200.075	156.442	31.987	18.189	3.923	6.125	8,89%	21,65%	2,38%	4,70%	41,75%
HDB	199.380	120.893	129.966	15.955	5.485	1.299	2.884	4,02%	15,61%	1,25%	1,50%	72,89%
VIB	132.507	90.748	79.575	10.119	3.530	657	1.720	3,67%	21,23%	1,54%	2,50%	46,65%
TPB	126.912	73.806	70.159	10.202	3.115	920	1.614	3,53%	18,24%	1,24%	1,24%	99,06%
BID	1.268.413	968.752	953.513	53.720	25.616	7.250	7.254	2,80%	16,11%	0,67%	1,76%	87,00%
CTG	1.172.517	891.617	825.749	69.915	21.948	4.678	7.596	2,69%	11,48%	0,68%	1,36%	130,43%
LPB	167.328	115.195	127.542	10.067	3.587	-114	1.014	3,06%	10,61%	0,61%	1,32%	84,92%
SHB	299.698	197.030	219.406	16.054	3.345	527	1.466	2,07%	10,19%	0,54%	2,75%	55,71%
EIB	146.991	98.577	119.168	15.187	2.307	1.005	1.136	2,18%	9,17%	0,92%	2,07%	59,63%
STB	403.602	253.392	357.220	23.781	5.524	2.435	1.315	2,15%	5,65%	0,34%	3,18%	47,65%
BAB	89.676	60.978	70.460	6.876	1.219	236	583	1,98%	10,36%	0,77%	0,71%	169,86%
KLB	39.452	27.405	27.671	3.698	719	174	222	2,88%	6,40%	0,60%	1,02%	89,11%

*Nguồn: Fiin Pro*

## Triển vọng ngành năm 2019:

*Dự báo tốc độ tăng trưởng tín dụng*

**Trong năm 2019, với dự báo tăng trưởng GDP trên mức 6,5%, lạm phát đủ đối mặt với nhiều thách thức nhưng vẫn trong tầm kiểm soát, tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ tăng cao hơn so với năm 2018 và không dưới 15%,** tín dụng có thể được đẩy nhanh ngay từ những tháng đầu năm ở một số ngân hàng và chất lượng tín dụng tiếp tục được cải thiện. Trong đó, tốc độ tăng trưởng tín dụng tập trung phần lớn vào các TCTD có chất lượng tài sản tốt và đã xử lý xong nợ tồn đọng, ở phía ngược lại, tốc độ tăng trưởng sẽ kém khả quan đối với một số TCTD còn gặp khó khăn trong quá trình xử lý nợ xấu. Tín dụng tiếp tục được kiểm soát chặt chẽ hơn để đảm bảo chất lượng nợ vay được các ngân hàng chú trọng thay vì chỉ tập trung vào tăng trưởng ồ ạt về số lượng.

## *Dự báo lãi suất huy động và lãi suất cho vay*

Chúng tôi nhận định mặt bằng lãi suất huy động nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực tăng trong cuối năm 2018 và năm 2019. Lãi suất huy động năm 2019 có thể tạo một mặt bằng mới với độ chênh lệch nhỏ khoảng 50 điểm cơ bản so với năm 2018. Mặt khác, lãi suất cho vay khó có thể tăng tương ứng trước các định hướng giữ mặt bằng lãi suất cho vay ổn định để hỗ trợ doanh nghiệp của Chính phủ và NHNN. Các TCTD do đó sẽ cơ cấu danh mục cho vay nghiêng về hướng mở rộng các gói sản phẩm đem lại lợi suất cao hơn cho ngân hàng.

Theo đó, NIM của hệ thống khó cải thiện trong 2019 do các nguyên nhân sau: (1) Lãi suất huy động chịu áp lực tăng trong khi lãi suất cho vay cần được duy trì thấp để đảm bảo lợi thế cạnh tranh, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; (2) Cải thiện cấu trúc vốn để đáp ứng các tỉ lệ an toàn theo quy định của thông tư 06 (tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa là 40%).

## *Tiến độ xử lý nợ xấu*

Tính đến 9T.2018, nhiều ngân hàng trong hệ thống đã có những động thái tích cực để xử lý nợ xấu và nợ tồn đọng. **Chúng tôi nhận định, trong thời gian tới, sẽ có thêm nhiều ngân hàng có những động thái tích cực trong việc tự xử lý nợ xấu, không chỉ là trích lập dự phòng cho các khoản nợ xấu nội bảng và VAMC mà còn là các khoản nợ tiềm ẩn, không thể hiện rõ ràng trên báo cáo tài chính của TCTD.**

Theo đó, chúng tôi cho rằng nhóm các ngân hàng đã hoàn thành việc xử lý nợ tồn đọng có lợi thế rõ ràng để mở rộng hoạt động kinh doanh trong dài hạn, do lượng dự phòng rủi ro mới phải trích lập ít hơn sẽ giúp lợi nhuận tăng trưởng, đồng thời ngân hàng có khả năng ghi nhận thu nhập bất thường do thu hồi nợ. Ở chiều ngược lại, nhóm các ngân hàng vẫn đang trong giai đoạn tự tái cơ cấu sẽ cần thêm thời gian để trích lập DPRR, và do đó lợi nhuận cũng khó tăng đột biến.

## *Yêu cầu đáp ứng chuẩn các chỉ tiêu an toàn vốn*

Theo thông tư 41/2016/TT-NHNN, thời điểm áp dụng Basel II đối với hệ thống TCTD trong nước sẽ bắt đầu từ 01.01.2020. Như vậy, **trong năm 2019, các ngân hàng sẽ cần hoàn thiện hệ thống công nghệ để tính toán các chỉ số an toàn cũng như chuẩn bị nguồn vốn để sẵn sàng cho thời điểm áp dụng Basel II.** Trong số những chỉ tiêu của Basel II, hệ số an toàn vốn tối thiểu (CAR) là một trong những yếu tố cốt lõi. Để đáp ứng và cải thiện CAR trong dài hạn, bắt buộc nhiều TCTD phải thực hiện các biện pháp để tăng vốn cấp một cần có. Vốn cấp một có thể được tăng cường nhờ gia tăng vốn chủ sở hữu bằng việc phát hành thêm cổ phiếu hoặc từ lợi nhuận giữ lại. Việc phát hành cổ phiếu ra công chúng hay cho đối tác sẽ đem lại dòng tiền mới cho thị trường, đồng thời tạo kỳ vọng tăng trưởng cho các cổ phiếu ngân hàng.

## *Dự báo kết quả kinh doanh các ngân hàng*

Trong năm 2019, cùng kịch bản về kinh tế vĩ mô đã đưa ra (bao gồm lãi suất huy động sẽ chịu áp lực tăng và tình hình tỷ giá, lãi suất cho vay trung bình khó tăng mạnh, thanh khoản hệ thống trong tầm kiểm soát của NHNN), chúng tôi đưa ra một số nhận định về xu hướng chung của các ngân hàng như sau, trong đó **kết quả kinh doanh của các ngân hàng niêm yết tiếp tục chứng kiến sự phân hoá, tỷ trọng thu nhập ngoài lãi trên tổng thu nhập hoạt động được cải thiện, tuy nhiên NIM khó mở rộng và lợi nhuận trước thuế khó duy trì tốc độ tăng trưởng cao như năm 2018:**

- (1) Với những ngân hàng còn nhiều động lực tăng trưởng nhờ việc đã hoàn tất quá trình xử lý nợ xấu trước đó, lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng trưởng do không còn phải trích lập dự phòng rủi ro với lượng lớn. Thu ngoài lãi được tài trợ phần lớn bởi thu nhập dịch vụ và hoàn nhập DPRR hoặc thu nhập khác từ nợ đã xóa.
- (2) Điều kiện kinh tế vĩ mô biến động khó lường sẽ là một nguyên nhân khiến những ngân hàng có một phần hoạt động kinh doanh phụ thuộc phân khúc tài chính tiêu dùng khó duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ. Trong điều kiện lãi suất chịu áp lực gia tăng,

các công ty tài chính tiêu dùng vẫn cần duy trì phần cho vay và NIM ở mức có thể chấp nhận. Do vậy, chúng tôi dự báo các công ty này sẽ cần thời gian để có sự điều chỉnh kịp thời, phù hợp về hệ thống quản trị rủi ro và thu hồi nợ, cũng như định hướng lại gói sản phẩm tín dụng và phân khúc khách hàng mục tiêu, sau đó hoạt động kinh doanh có thể sẽ trở nên lạc quan hơn vào những tháng cuối năm nhưng tốc độ tăng trưởng không cao như những năm trước.

- (3) Một số còn lại các ngân hàng sẽ tiếp tục quá trình tái cơ cấu, trích lập dự phòng rủi ro cho các khoản nợ. Nợ tồn đọng lớn có thể hạn chế khả năng tăng trưởng tín dụng và làm giảm đáng kể lợi nhuận của một số TCTD. Song song với đó, những ngân hàng này cũng sẽ có bước chuẩn bị nhất định về định hướng kinh doanh, sản phẩm dịch vụ và công nghệ để cho quá trình tăng trưởng tiếp sau đó. VCBS kỳ vọng một vài ngân hàng trong nhóm này sẽ có những bước tiến đáng kể trong năm 2019, từ đó có cơ sở cho tăng trưởng hoạt động kinh doanh từ năm 2020.

**Với triển vọng như đã đề cập ở trên, các cổ phiếu ACB, MBB tiếp tục được chúng tôi khuyến nghị nhờ yếu tố cơ bản tốt và có triển vọng kinh doanh sáng trong thời gian tới. Rủi ro chính có thể gặp phải khi đầu tư vào các cổ phiếu ngân hàng đến từ các yếu tố kinh tế vĩ mô, rủi ro lãi suất và tỷ giá.**

## Khuyến nghị ACB: Mua

**Kết quả kinh doanh:** Tính đến 9T.2018, LNTT của ACB tiếp tục tăng trưởng mạnh, đạt 4.776 tỷ đồng (+ 2,38 lần yoy, hoàn thành 84% kế hoạch cả năm). Cho vay khách hàng tăng trưởng 11,3% ytd, đạt 221 nghìn tỷ đồng, tiếp tục tập trung phần nhiều vào phân khúc bán lẻ. Tăng trưởng huy động đạt 272 nghìn tỷ đồng, tương đương mức tăng 10% ytd. Tỷ lệ CASA ổn định ở mức 16%, cao hơn ngưỡng trung bình ngành ngân hàng.

Nợ xấu nội bảng đạt 1.850 tỷ đồng (+ 33% ytd), trong đó số dư nợ nhóm 5 đạt 1.265 tỷ đồng (+ 80% ytd). Tỷ lệ nợ xấu tại 9T.2018 ghi nhận 0,84%.

**Triển vọng:** Chúng tôi ước tính ACB có thể đạt đến 6.433 tỷ đồng LNTT trong năm 2018 (+ 2,4 lần yoy, tăng 5% so với mức chúng tôi đã dự báo trước đây). Trong đó thay đổi chủ yếu đến từ việc ngân hàng giảm chi phí hoạt động và cải thiện tỷ lệ CIR. Đồng thời, chúng tôi ước tính LNTT năm 2019 của ACB có thể đạt tới 7.341 tỷ đồng (+ 14% yoy).

Động lực tăng trưởng chính bao gồm: (i) Thu nhập từ lãi và thu nhập ngoài lãi tăng mạnh; (ii) Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt, tỷ lệ nợ xấu nội bảng duy trì ở mức thấp trong khi tỷ lệ LLR đang ở mức cao; (iii) Thu nhập bất thường trong tương lai từ thu hồi nợ tồn đọng; và (iv) Nâng cấp hệ thống công nghệ thông tin và ngân hàng số.

**Định giá và khuyến nghị:** ACB là một trong số những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và đã hoàn tất quá trình trích lập dự phòng rủi ro cho các khoản nợ xấu lớn. Động lực tăng trưởng chính đối với ACB trong những năm tiếp theo đến từ hoạt động kinh doanh và thu hồi nợ tồn đọng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu là 38.541 đồng/cổ phiếu.

## Khuyến nghị MBB: Mua

**Kết quả kinh doanh:** Tính đến 9T.2018, LNTT của MBB tiếp tục đã tăng trưởng, đạt 6.014 tỷ đồng (+ 50,3% yoy, hoàn thành 88% kế hoạch cả năm). Cho vay khách hàng đạt 205 nghìn tỷ đồng trong 9T.2018 (+ 11,2% ytd), huy động tiền gửi và giấy tờ có giá đạt khoảng 238 nghìn tỷ đồng (+ 5,5% ytd).

Tỷ lệ nợ xấu tại 9T.2018 ghi nhận 1,57% (tăng mạnh so với mức 1,2% vào cuối năm 2017 và mức 1,3% tại cuối Q2.2018). Chất lượng tài sản của MBB có điểm đáng lưu ý khi tỷ lệ nợ xấu nội bảng của ngân hàng tăng nhanh trong 9T.2018 và cần được quan sát kỹ trong các kỳ tiếp theo. Dù vậy, chúng tôi đánh giá đây vẫn là mức có thể chấp nhận do MBB tiếp tục trích lập

DPRR ở mức cao, duy trì tỷ lệ LLR ở mức 106% để bao phủ toàn bộ nợ xấu nội bảng.

**Triển vọng:** Chúng tôi duy trì dự phóng LNTT 2018 của MBB ở mức 7.790 tỷ đồng (+ 69% yoy, vượt 15% kế hoạch cả năm). Với năm 2019, LNTT của MBB ước tính có thể đạt 9.223 tỷ đồng (+ 18,4% yoy). Động lực tăng trưởng chính bao gồm: (i) Hoạt động tín dụng tập trung vào thị trường bán lẻ vẫn còn khả năng tăng trưởng; (ii) Thu từ hoạt động dịch vụ; (iii) Chất lượng tài sản được kiểm soát; và (iv) Tiếp tục áp dụng công nghệ ngân hàng số cho nhiều hoạt động kinh doanh.

**Định giá và khuyến nghị:** MBB là một trong số những ngân hàng TMCP có mô hình kinh doanh năng động. Ngân hàng tập trung phần lớn hoạt động kinh doanh tại mảng bán lẻ, đồng thời đã hoàn tất quá trình trích lập dự phòng rủi ro và thu hồi toàn bộ trái phiếu đặc biệt tại VAMC. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** và duy trì mức giá mục tiêu của MBB theo phương pháp so sánh P/B là 27.470 đồng/cổ phiếu.

[\*\(Trở về phần Triển vọng ngành và Doanh nghiệp\)\*](#)

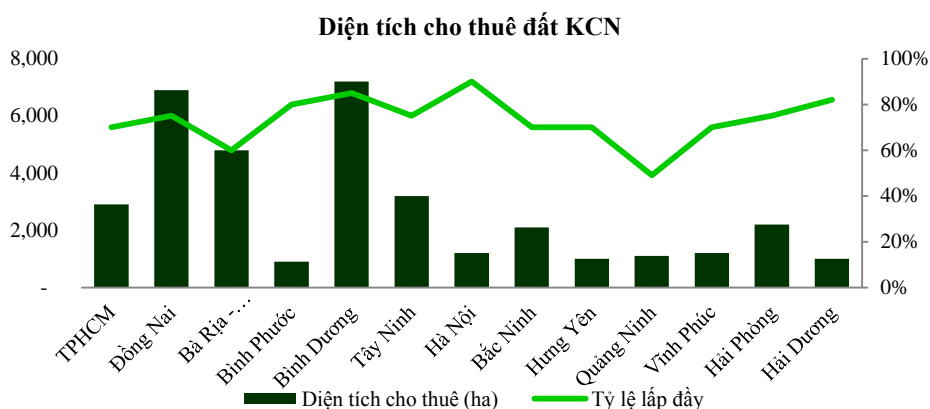


## Ngành Bất Động Sản – Khu Công nghiệp

### Diễn biến ngành 2018

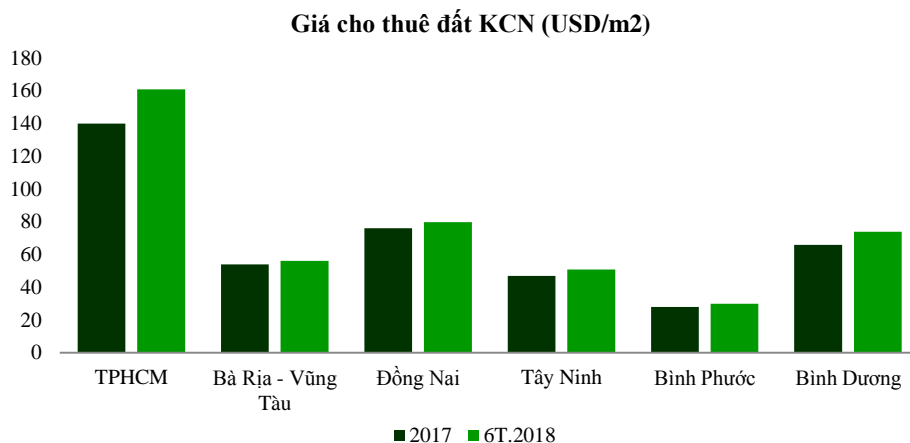
Thời gian qua, thị trường bất động sản khu công nghiệp của Việt Nam trở thành điểm thu hút dòng tiền của các nhà đầu tư. Theo số liệu của Cục Đầu tư nước ngoài (Bộ Kế hoạch và Đầu tư), dòng vốn đầu tư nước ngoài chảy vào Việt Nam tăng mạnh trong những năm gần đây. Cụ thể, năm 2016, thu hút vốn đầu tư nước ngoài đạt 24,86 tỉ USD (+30% yoy), năm 2017 đạt 35,88 tỉ USD (+44,4% yoy), và năm 2018 ước đạt khoảng 50 tỉ USD (+40% yoy).

Theo Vụ Quản lý các khu kinh tế (Bộ Kế hoạch và Đầu tư), hiện cả nước có 328 khu công nghiệp được thành lập với tổng diện tích đất là 96.300ha. Trong đó có 223 khu công nghiệp đã đi vào hoạt động với tỷ lệ lấp đầy đạt bình quân gần 85%, và 105 khu công nghiệp đang trong giai đoạn đền bù, giải phóng mặt bằng. Theo kế hoạch phát triển thì đến năm 2020, tổng diện tích đất dành cho phát triển công nghiệp cả nước sẽ tăng gấp đôi quy mô hiện tại.



*Nguồn: JLL, VCBS tổng hợp*

Tính đến cuối tháng 6/2018, Thành phố Hồ Chí Minh đạt tổng diện tích khu công nghiệp là 4.206 ha với tỷ lệ lấp đầy 77%, Đồng Nai là 9.813 ha và tỷ lệ lấp đầy đạt 85%; Bình Dương là địa phương có diện tích khu công nghiệp lớn nhất với 10.931 ha và tỷ lệ lấp đầy 88%; Bình Phước 1.305 ha, tỷ lệ lấp đầy 85%. Theo báo cáo của Công ty bất động sản Colliers International, hiện tại Hà Nội có 11 khu công nghiệp đang hoạt động. Trong Q3.2018, tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp tại Hà Nội đạt gần 86%.

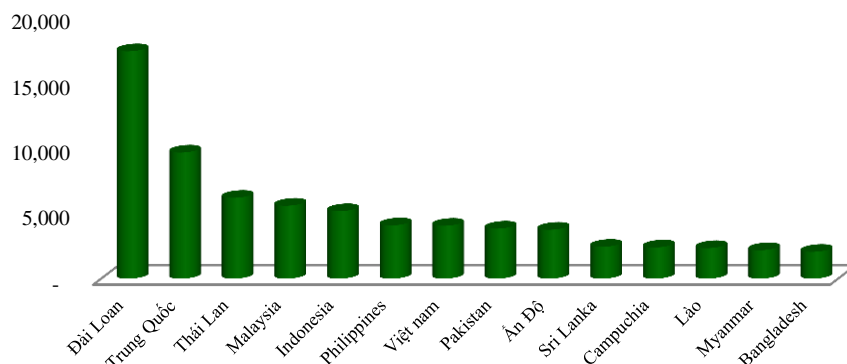


*Nguồn: JLL, VCBS tổng hợp*

**Triển vọng ngành**

Việt Nam tiếp tục hấp dẫn vốn đầu tư nước ngoài với tổng vốn đăng ký mới trong Q2.2018 đạt trên 6 tỷ USD. Nguyên nhân khiến cho bất động sản khu công nghiệp Việt Nam phát triển mạnh là do chi phí sản xuất thấp hơn, chỉ dưới 1 USD/giờ, thấp nhất trong ASEAN và thấp hơn cả Trung Quốc - chi phí giá đất tại Trung Quốc đang tăng cao và chủ yếu chuyển sang lắp ráp sản phẩm công nghệ cao. Hiện thị trường bất động sản công nghiệp ở Việt Nam, bao gồm đất công nghiệp, nhà xưởng xây sẵn, nhà kho và các bất động sản hậu cần khác.

**Mức lương công nhân hàng năm (USD)**



*Nguồn: JETRO, VCBS tổng hợp*

Theo Colliers International, do nhu cầu thuê khu công nghiệp đang tăng lên nên dự kiến nguồn cung khu công nghiệp tại TPHCM sẽ tiếp tục tăng. Theo đó, sẽ có khoảng 2.300ha từ 8 khu công nghiệp mới dự kiến sẽ tung ra thị trường vào năm 2025, tăng hơn 50% so với nguồn cung hiện tại. Từ nay đến năm 2020, Hà Nội sẽ có thêm 14 khu công nghiệp mới với tổng diện tích 6.100ha, tăng 250% so với thời điểm hiện tại.

Không chỉ Hà Nội và TPHCM, sức hút đầu tư các khu công nghiệp mới đang diễn ra mạnh mẽ ở nhiều tỉnh, thành khác trên cả nước. Trong đó, khoảng 18.116ha đất công nghiệp dự kiến sẽ được đưa vào sử dụng tính đến cuối năm 2020, tập trung chủ yếu tại Hải Phòng, Quảng Ninh và Vĩnh Phúc.

*Bảng so sánh số liệu các công ty BĐS công nghiệp đang niêm yết*

STT	Mã CK	Vốn hóa Đơn vị: Tỷ VND	EPS	BV	Giá ngày 6/12/2018	P/E
1	CCI	192	1.512	14.799	11.700	7,74
2	KBC	6.506	1.131	18.685	13.750	12,16
3	LHG	1.042	5.144	22.563	20.650	4,01
4	SZL	632	5.795	31.395	32.450	5,60
5	TIP	390	1.966	16.868	15.000	7,63
6	BII	63	155	10.551	1.000	6,44
7	IDV	434	3.829	13.301	25.000	6,53
8	BAX	205	2.906	17.528	25.000	8,60
9	HPI	678	1.402	16.403	11.628	8,30
10	IDC	5.955	6.839	10.350	19.718	2,88
11	NTC	1.408	11.775	26.467	88.382	7,51
12	SNZ	4.179	1.168	12.075	11.005	9,42
Trung bình						7.23

(Nguồn: VCBS tổng hợp)

## LHG – KHẢ QUAN

**LHG hiện là đơn vị quản lý khu công nghiệp Long Hậu** nằm trên vùng giáp ranh giữa huyện Cần Giuộc, tỉnh Long An và huyện Nhà Bè TP.HCM. KCN Long Hậu hiện tại có 2 khu chính là KCN Long Hậu 1 và KCN Long Hậu 2 với tổng diện tích là 245ha. Hiện tại, LHG đang triển khai KCN Long Hậu 3 nằm cạnh KCN hiện hữu với tổng diện tích là 981ha - trong đó giai đoạn 1 là 124ha, đất thương phẩm gần 91ha – 88ha đất KCN và 2,5ha đất dịch vụ.

KQKD Q3.2018, LHG đạt doanh thu thuần 41 tỷ đồng (-36% yoy), LNST đạt 13 tỷ đồng (-53% yoy). Doanh thu Q3.2018 giảm sút chủ yếu do doanh thu cho thuê lại đất KCN giảm 29,3 tỷ đồng so với cùng kỳ. **Lũy kế 9T.2018, LHG đạt doanh thu thuần 295,5 tỷ đồng (+65% yoy, hoàn thành 61% kế hoạch năm), LNST đạt 135 tỷ đồng (+150% yoy, hoàn thành 108% kế hoạch năm).**

### Triển vọng

**Trong 5 tỉnh khu vực Đông Nam Bộ, Bình Dương, Đồng Nai và Long An là những điểm đến hút đầu tư công nghiệp nhiều nhất.** LHG hiện đang đầu tư thêm 30ha nhà xưởng cho thuê tại Đà Nẵng. Dự án chia thành 3 giai đoạn, trong đó, giai đoạn 1 có quy mô 11ha sẽ được triển khai trước. Với quỹ đất và dự án trên, chúng tôi ước tính doanh thu từ kinh doanh nhà xưởng sẽ tăng trưởng nhanh trong thời gian tới.

**Động lực tăng trưởng trong tương lai của LHG chủ yếu đến từ dự án KCN Long Hậu 3.** Dự án đã và đang triển khai, dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu giai đoạn 2018-2021. Riêng dự án giai đoạn 1 có thể tạo ra khoảng 88ha đất cho xây dựng xí nghiệp và công nghiệp cho đến năm 2021. Với mức chào thuê hiện tại là 110 – 120USD/m<sup>2</sup>, ước tính dự án sẽ mang lại 1.200 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho LHG trong 4 năm – kéo theo tăng trưởng đáng kể lượng tiền mặt cũng như lãi tiền gửi ngân hàng.

Với việc đi vào hoạt động KCN Long Hậu 3, VCBS dự phóng công ty sẽ đạt doanh thu 2018 trên 550 tỷ đồng (+12,7% yoy, 115% kế hoạch năm), và LNST vào khoảng 183 tỷ đồng (+12,2% yoy, 143% kế hoạch năm). **Đối với kế hoạch năm 2019, VCBS dự phóng công ty sẽ đạt doanh thu 2019 trên 800 tỷ đồng (+45% yoy), và LNST vào khoảng 250 tỷ đồng (+37% yoy).** Trong đó, kinh doanh đất khu công nghiệp là 660 tỷ đồng (+49% yoy); cho thuê nhà xưởng là 95 tỷ đồng (+40% yoy). Với dự phóng nói trên, EPS forward cả năm 2019 sẽ nằm trong khoảng 5.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E forward là 3,76 lần. VCBS khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu LHG với mức giá hợp lý 35.250 đồng/cổ phiếu.

## NTC – KHẢ QUAN

**Được thành lập từ năm 2004, NTC là đơn vị kinh doanh khu công nghiệp với hai cổ đông lớn là Tập đoàn Cao Su và CTCP Cao su Phước Hòa.** Tính tới nay, NTC đã phát triển 2 khu công nghiệp là Nam Tân Uyên và Nam Tân Uyên mở rộng (NTU GĐ2) với tổng diện tích là 621ha. Quỹ đất mà NTC phát triển được chuyển đổi chủ yếu từ đất trồng cây cao su của PHR. Đây là điểm lợi thế lớn của NTC khi không phải thực hiện công tác đền bù, giải tỏa mặt bằng vốn mất nhiều thời gian và chi phí.

KQKD Q3.2018, NTC đạt doanh thu thuần 34,8 tỷ đồng (+21% yoy), LNST đạt 56,5 tỷ đồng (+139% yoy). **Lũy kế 9T.2018, NTC đạt doanh thu thuần 120 tỷ đồng (+19% yoy), LNST đạt 144 tỷ đồng (+47% yoy, hoàn thành 39% kế hoạch năm).**

### Triển vọng

**NTC có hoạt động kinh doanh ổn định** – thể hiện qua khoản doanh thu chưa thực hiện dài hạn trên 2.200 tỷ đồng, khoản doanh thu này sẽ được phân bổ dần trong hơn 40 năm tiếp theo. Xét về lĩnh vực hoạt động KCN, tổng diện tích KCN của NTC sau khi có 350ha mở rộng sẽ lên tầm 900ha, trong khi đó vốn điều lệ của công ty chỉ đạt mức 160 tỷ đồng – **công ty có quỹ đất khá ấn tượng so với quy mô về vốn.**

**Động lực tăng trưởng trong tương lai đến từ dự án KCN Nam Tân Uyên 3** với giá cho thuê bình quân trên 79 USD/m<sup>2</sup>. Khu công nghiệp Nam Tân Uyên 3 với diện tích 350ha vị trí liền kề 2 khu hiện tại (2 khu chỉ mất 3 năm để lấp đầy) – dự kiến sẽ mất 3 năm để lấp đầy được. Tổng diện tích KCN của NTC sau khi có 350ha mở rộng sẽ lên tầm 900ha (vốn điều lệ của công ty chỉ đạt mức 160 tỷ đồng). Dự kiến, KCN mới có thể đi vào hoạt động từ cuối năm 2018 và tiền thuê đất có thể được miễn giảm trong hơn 13 năm. Chi phí xây dựng hạ tầng cho KCN mới dự kiến đạt trên 1 nghìn tỷ đồng. Với khoảng 250ha diện tích đất có thể cho thuê, KCN trên dự kiến sẽ đem lại doanh thu trên 4.500 tỷ đồng cho công ty.

**Triển vọng dài hạn của NTC được đảm bảo bởi quỹ đất cao su có quy mô lớn của PHR trên địa bàn Nam Tân Uyên.** Hiện tại, PHR sở hữu 15.000ha diện tích cao su ở Bình Dương, trong đó, theo kế hoạch mỗi năm PHR sẽ chuyển đổi thanh lý khoảng 1.000 – 1.500ha sang phát triển khu công nghiệp.

Với việc đi vào hoạt động KCN Nam Tân Uyên 3, VCBS dự phóng công ty sẽ đạt doanh thu năm 2018 khoảng trên 200 tỷ đồng (+17% yoy) và LNST đạt trên 180 tỷ đồng (+16% yoy). **Đối với kế hoạch năm 2019, VCBS dự phóng công ty sẽ đạt doanh thu 2019 trên 250 tỷ đồng (+25% yoy), và LNST vào khoảng 210 tỷ đồng (+16% yoy).** Với dự phóng nói trên, EPS cả năm 2019 sẽ nằm trong khoảng 13.125 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E là 5,99 lần. VCBS khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu NTC với mức giá hợp lý 94.320 đồng/cổ phiếu.

*[\(Trở về phần Triển vọng ngành và Doanh nghiệp\)](#)*

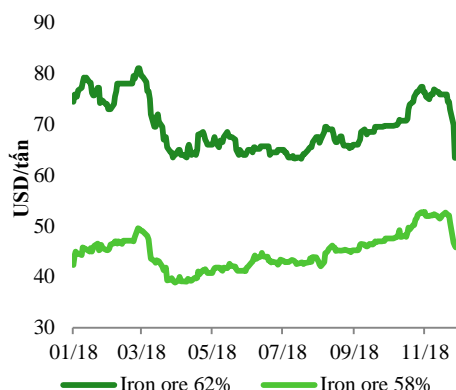
## Ngành Thép

### Diễn biến ngành 2018:

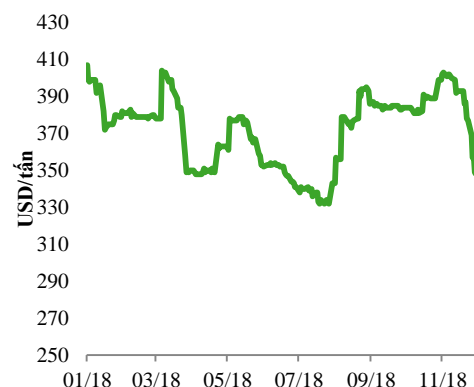
*Giá bán thép tăng mạnh trong năm trong khi giá nguyên liệu biến động không tương ứng*

Mặt bằng giá thép xây dựng tại Việt Nam tăng khá nhanh và duy trì ở mức trên 13 triệu đồng/tấn trong nửa cuối năm 2018, cao hơn so với mặt bằng cùng kỳ khoảng 15% nhờ hưởng lợi chính sách cắt giảm mùa đông tại Trung Quốc được kéo dài. Dù nhu cầu sản xuất tăng cao, song giá nguyên liệu quặng sắt biến động trong biên độ 60-70 USD/tấn. Theo đó, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thép xây dựng tăng nhanh chóng.

**Biến động giá quặng sắt**



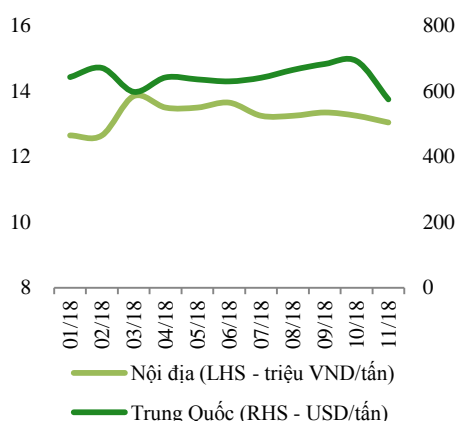
**Biến động giá thép phế liệu**



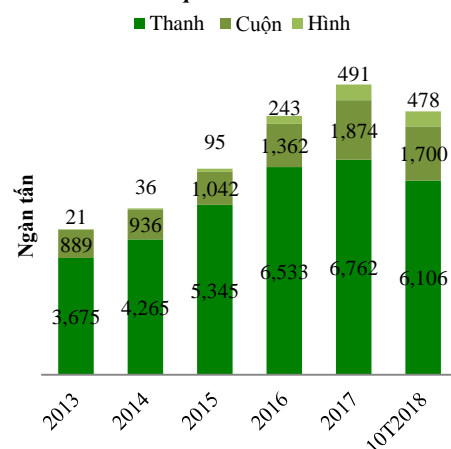
Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Tuy nhiên, tình hình có sự thay đổi nhanh chóng kể từ quý 4/2018 khi giá thép tại Trung Quốc bắt đầu giảm mạnh do (1) động thái nới lỏng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc cho thấy khả năng cao tiến độ cắt giảm sẽ chậm lại, (2) sản lượng tăng trong suốt thời kỳ giá thép ở mức cao đã dần vượt qua nhu cầu có xu hướng giảm trong các tháng cuối năm tại Trung Quốc.

**Biến động giá thép cây**



**Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng qua các năm**



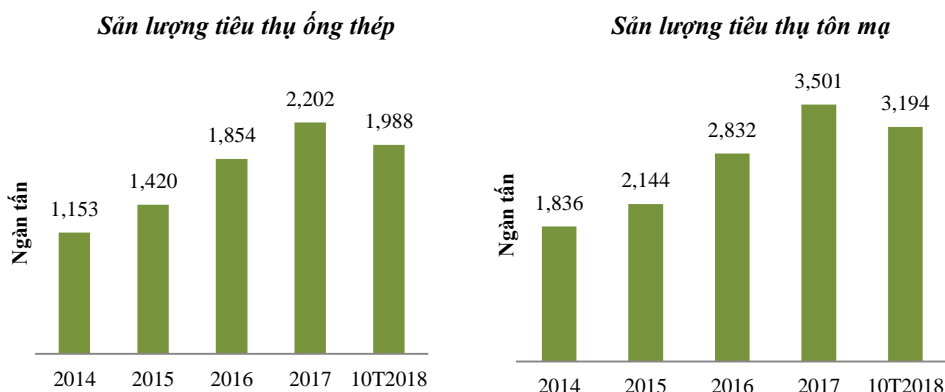
Nguồn: VSA, Fiinpro, Bloomberg



Dù vậy, giá thép tại Việt Nam phản ứng giảm khá chậm so với Trung Quốc nhờ (1) thị trường Việt Nam đang được bảo hộ, (2) chính sách siết chặt nhập khẩu phế liệu và giá thép phế thể giới tăng nhanh khiến cho mặt bằng chi phí sản xuất nội địa ở mức cao (chủ yếu tại các doanh nghiệp vận hành lò điện). Theo đó, dư địa để giảm giá bán của toàn ngành hầu như không còn, dẫn tới sự chênh lệch khá lớn giữa mức giảm giá thép tại Trung Quốc và Việt Nam (lần lượt đạt -18% mom và -4,5% mom).

*Sản lượng tăng trưởng khá ở thép xây dựng, giảm tốc ở ống thép và tôn mạ*

Sản lượng bán hàng ống thép toàn ngành trong 10 tháng chỉ còn ở mức dưới 10%, giảm khá nhiều so với tốc độ tăng trưởng CAGR 17,5%/năm trong giai đoạn 2013-2017. Đến hết tháng 10, tổng sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 2 triệu tấn.



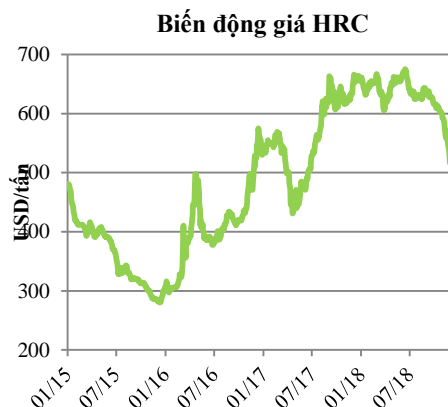
Nguồn: VSA, Fimpro

Tương tự, sản lượng tiêu thụ tôn mạ cũng ghi nhận giảm tốc, với tổng sản lượng đạt 3,2 triệu tấn trong 10 tháng đầu năm. Xu hướng bảo hộ trên toàn thế giới, đặc biệt tại thị trường ASEAN, Châu Âu và Mỹ đã khiến các doanh nghiệp tôn mạ gặp khó khăn trong hoạt động xuất khẩu. Đồng thời, công suất toàn ngành tăng khá nhanh trong năm 2018 (+1,9 triệu tấn tôn mạ) khi 1 loạt dự án của NKG, HSG và Tôn Phương Nam và Hòa Phát được triển khai khiến mức độ cạnh tranh trên thị trường nội địa ngày một tăng. Theo đó, các doanh nghiệp tôn mạ như NKG, HSG ghi nhận mức lợi nhuận sụt giảm mạnh.

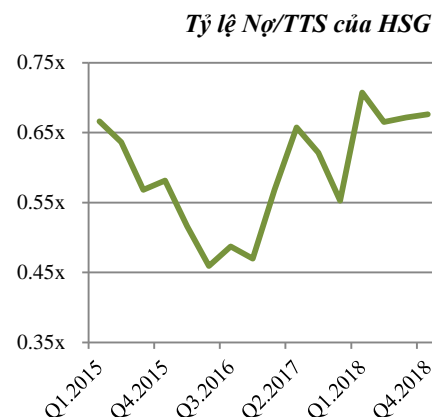
*Biến động giá HRC tương quan với cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tôn mạ.*

Hầu hết các doanh nghiệp tôn mạ chủ yếu sử dụng vốn vay để tài trợ cho hoạt động nhập nguyên liệu. Khi giá HRC ở vùng 300-450 USD/tấn, tỷ lệ vay nợ duy trì ở mức an toàn (<50% TTS), biến động tăng giá của mặt hàng này giúp các công ty tôn mạ được hưởng lợi nhờ (1) tỷ lệ đòn bẩy tăng dần tới mức tối ưu (vay nợ chiếm 55% - 65% TTS), mang lại lợi ích tối đa từ lá chắn thuế cho cổ đông, (2) hoạt động đầu cơ nguyên liệu mang lại lợi nhuận.

Tuy nhiên, tình hình thay đổi khi HRC bắt đầu tiến tới ngưỡng quá cao (>600 USD/tấn), tỷ lệ đòn bẩy đã qua vùng tối ưu (vay nợ có lúc chiếm 70% TTS) gây ra áp lực về chi phí lãi vay cho doanh nghiệp với trường hợp điển hình là HSG (NKG kịp thời phát hành riêng lẻ tăng vốn để cân đối lại tài chính nên áp lực thấp hơn). Đồng thời, điều kiện thị trường tiêu thụ kém khả quan như đã phân tích ở trên khiến biên lợi nhuận gộp thu hẹp, các doanh nghiệp không thể chuyển mức tăng chi phí nguyên liệu vào giá bán. Theo đó, lợi nhuận của các doanh nghiệp tôn mạ đảo chiều một cách nhanh chóng.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: HSG, VCBS tổng hợp

### Triển vọng ngành 2019:

*Quy mô sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng, giá bán thép được kỳ vọng giảm*

- Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng:** Kỳ vọng tiêu thụ sản lượng thép tiếp tục tăng

**Đầu tư công kỳ vọng được đẩy mạnh trong giai đoạn 2019.** Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ được đẩy mạnh từ năm 2019. Đặc biệt các dự án đầu tư vào cơ sở hạ tầng là thiết yếu trong sự phát triển bền vững của nền kinh tế. Theo đó, nhu cầu đối với sản phẩm xây dựng cơ bản như thép vẫn ở mức cao. Bộ Công thương dự báo tiêu thụ thép sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ 15%/năm cho tới năm 2020 (tương đương mức tiêu thụ 285 kg thép/người, mức trung bình của khu vực ASEAN).

**Các doanh nghiệp nội địa dần nâng cao tính cạnh tranh.** Ví dụ điển hình nhất là tập đoàn Hoà Phát (HPG) với việc tiếp tục đầu tư mở rộng công suất tại khu liên hợp Dung Quất, sử dụng công nghệ lò cao hiện đại với chi phí sản xuất tương đương Trung Quốc. Tại miền Nam, doanh nghiệp Pomina (POM) cũng đã đầu tư 1 lò cao công suất 500k tấn/năm. Tại miền Bắc, Thép Việt Ý giảm chi phí sản xuất nhờ đầu tư chuỗi sản xuất liên hoàn từ thép phế tới phôi và nhà máy cán tại 2 tỉnh Hưng Yên và Hải Phòng để tiết kiệm chi phí vận chuyển và gia nhiệt.

- Giá thép xây dựng:** Kỳ vọng giá bán sẽ giảm nhẹ.

**Biến động giá thép Trung Quốc.** Chúng tôi cho rằng mức giảm của thép Trung Quốc trong năm 2019 sẽ không quá lớn. Giá thép tại Trung Quốc tăng mạnh trong năm 2018 đến từ 2 yếu tố (1) đầu cơ trong giai đoạn cắt giảm, (2) sự thay đổi trong cấu trúc thị trường với thị phần tập trung về tay các nhà sản xuất lớn (~40% và kỳ vọng đạt 70% trong 2020). Hiệu ứng đầu cơ chấm dứt là nguyên nhân chính khiến giá thép giảm, tuy nhiên thị trường bớt phân mảnh hơn sẽ là yếu tố nâng đỡ giá thép khỏi giảm sâu như trong quá khứ.

**Nhận định về giá thép trong nước.** Trong năm 2019, chúng tôi cho rằng khả năng giá thép giảm sâu xuống dưới 12 triệu đồng/tấn là khá thấp do (1) thuế tự vệ bổ sung vẫn còn kéo dài tới hết tháng 3/2020, (2) thép phế liệu vẫn duy trì ở mức khá cao (350 USD/tấn) so với giai đoạn 2015-2017 (250 – 300 USD/tấn) cùng với việc bị siết chặt nhập khẩu dẫn tới các nhà sản xuất từ lò điện sẽ có xu hướng nhập phôi đang giảm giá từ Trung Quốc về để cán. Trong kịch bản giá nguyên liệu đi ngang ở thời điểm hiện tại, chúng tôi ước tính điểm hòa vốn các doanh nghiệp này từ sẽ ở mức khoảng 12,035 triệu đồng/tấn, đây được xác định là mức giá tối thiểu của thị trường Việt Nam.

- Biên lợi nhuận:** Tiếp tục phân hóa

Như chúng tôi đã đề cập ở mục giá bán, chủ yếu mức giá nội địa giảm đến từ 3 nguồn : (1) mức giảm của giá thép tại Trung Quốc được dự báo không quá lớn, (2) thị trường Việt Nam vẫn được bảo hộ, (3) giá nguyên liệu của nhóm sản xuất từ lò điện tăng. Theo đó, chúng tôi tiếp tục đánh giá nhóm sản xuất từ lò cao sẽ duy trì được mức biên lợi nhuận tích cực nhờ sự chênh lệch trong chi phí sản xuất, có dư địa để chuyển giao bớt mức tăng chi phí nguyên liệu vào giá bán ra cho khách hàng.

## Doanh nghiệp triển vọng

### CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) – giá mục tiêu 44.295 đồng/cp.

**Dự báo sản lượng thép xây dựng đạt hơn 4 triệu tấn.** Tổng sản lượng thép xây dựng ước đạt 4 triệu nhờ (1) cải tạo lò cao 2 ở Hải Dương tăng sản lượng thêm 14%, (2) HPG sẽ tăng cường nhập phôi để vận hành nhà máy cán tại Dung Quất, sản lượng thép sản xuất từ phôi nhập ước tính đạt 400.000 tấn, (3) 1,2 triệu tấn thép sẽ được sản xuất từ quặng sắt khi các lò cao vận hành từ đầu quý 2/2019 (tương đương với công suất ban đầu đạt 80% thiết kế).

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng ở mức cao nhờ

- Thực tế nguồn cung tăng thêm không phải quá lớn đối với thị trường thép cây nội địa. Giai đoạn 1 của Dung Quất sản xuất 1 triệu tấn thép chất lượng cao để thay thế hàng nhập khẩu. 1 triệu tấn thép xây dựng còn lại được sản xuất linh hoạt để phù hợp với nhu cầu thị trường.
- HPG lên kế hoạch đẩy mạnh xuất khẩu, với sản lượng kế hoạch đạt 400.000 tấn trong năm 2019 (gấp đôi 2018). Khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế của HPG đã được kiểm chứng tại Úc (tuyên bố HPG không bán phá giá), tại EU (không áp thuế và hạn ngạch đối với thép của HPG) và Mỹ (HPG vẫn xuất khẩu được sang Mỹ bất chấp thuế nhập khẩu 25%).
- Chi phí sản xuất tại Dung Quất được ước tính thấp hơn, cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp lò điện tại thị trường miền Nam. Trong dài hạn, Dung Quất được đánh giá sẽ hiệu quả hơn khu liên hợp Hải Dương

**Biên lợi nhuận thu hẹp nhưng quy mô mở rộng giúp HPG đảm bảo tăng trưởng.** Với mức giá bán thép xây dựng giảm về 12 triệu đồng/tấn, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận mảng thép của HPG có thể giảm khoảng 4%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng động thái giảm giá thép của HPG là để đẩy mạnh bán hàng, tăng sản lượng nhằm tối ưu hóa chi phí vận hành lò cao (chỉ đạt hiệu quả cao khi công suất hoạt động vượt trên 70%). HPG có thể tận dụng giai đoạn chênh lệch chi phí sản xuất với đối thủ để mở rộng thị phần nhanh chóng mà không cần phải giảm giá thép quá sâu (dưới 12 triệu đồng/tấn).

**Lợi nhuận từ dự án BĐS trong năm 2019.** Trong năm 2019, tiếp nối dự án Mandarin Garden 2, HPG sẽ tiếp tục triển khai mở bán dự án chung cư tại 70 Nguyễn Đức Cảnh, Hà Nội. Đây là dự án với 228 căn hộ giá bán dao động từ 2 tỷ - 3 tỷ đồng/căn. Lợi nhuận ước tính từ dự án này đạt hơn 200 tỷ đồng và sẽ ghi nhận 1 phần trong năm 2019 và gởi đầu sang 2020.

Năm 2018, chúng tôi đưa ra dự phóng LNST đạt khoảng 8.900 tỷ đồng và kỳ vọng HPG có thể tăng trưởng mạnh mẽ trong 2019 với dự báo DTT đạt 90.238 tỷ đồng (+46.2% yoy) và LNST đạt 11.764 tỷ đồng (+31,9% yoy), (EPS ước đạt 5.262 đồng/cp), theo đó **khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 44.295 đồng/cp.**

[\(Trở về phần Triển vọng ngành và Doanh nghiệp\)](#)

## Ngành Bán lẻ

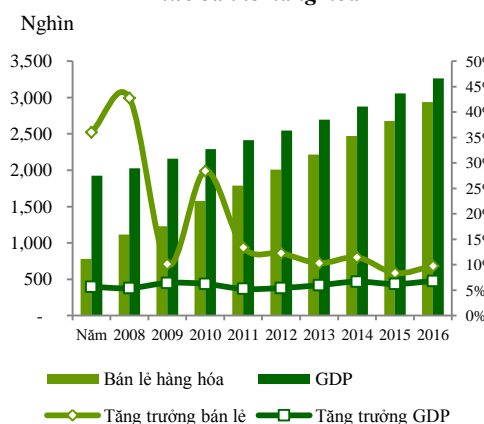
### Thực trạng ngành bán lẻ Việt Nam

*Tăng trưởng tốc độ cao với động lực chính từ thu nhập người dân*

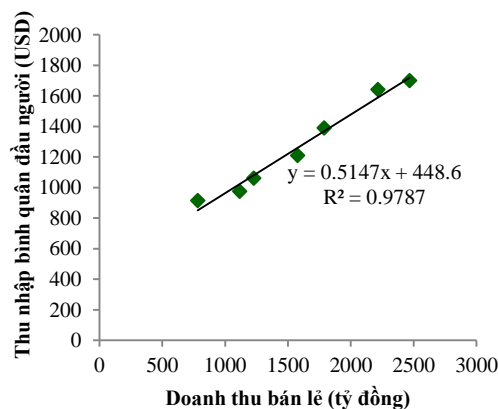
#### 1. Thực trạng ngành bán lẻ Việt Nam

Việt Nam được xếp vào top 5 thị trường bán lẻ hấp dẫn nhất Châu Á. Tổng doanh thu bán lẻ và tiêu dùng của cả nước luôn tăng trưởng dương và luôn cao hơn mức tăng trưởng của GDP. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng trưởng với CAGR đạt 16,4%/năm. Đặc biệt, giai đoạn 2011-2015, nền kinh tế trải qua sự giảm tốc, thị trường bán lẻ vẫn ghi nhận mức tăng trưởng bình quân đạt 12,8%/năm. Nhìn chung, tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành Bán lẻ thường cao hơn 1,5 – 2 lần tốc độ tăng trưởng GDP và có liên hệ trực tiếp với mức tăng thu nhập bình quân đầu người.

*So sánh tăng trưởng GDP và tổng mức bán lẻ hàng hóa*



*Tương quan doanh thu bán lẻ và thu nhập bình quân đầu người Việt Nam*



*Nguồn: Tổng cục thống kê, World Bank, VCBS tổng hợp*

*Quy mô thị trường có xu hướng mở rộng, phân hóa giữa các phân khúc*

**Quy mô thị trường ngày càng mở rộng đối với loại hình trung tâm thương mại.** Trong những năm qua, số lượng đơn vị bán lẻ tăng trưởng nhanh chóng, đứng đầu là các trung tâm thương mại với tốc độ đạt 11,3%/năm (CAGR). Trong khi đó, số lượng các đơn vị chợ truyền thống có xu hướng chững lại (0,9%/năm CAGR) và dần sụt giảm trong thời gian gần đây.

*Thống kê số lượng đơn vị bán lẻ theo thành phần*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
Số lượng chợ cả nước	7,871	8,495	8,528	8,550	8,547	8,546	8,568	8,660	8,513	8,539	0.91%
Siêu thị	385	451	571	638	659	724	762	812	869	957	10.65%
Trung tâm thương mại	72	85	101	116	115	130	139	162	170	189	11.32%

*Nguồn: Tổng cục thống kê, VCBS tổng hợp*

*Ngành thu hút được sự đầu tư từ trong và ngoài nước*

**Là ngành thu hút đầu tư trong và ngoài nước.** Từ tháng 1/2015, các doanh nghiệp bán lẻ 100% vốn nước ngoài được phép thành lập ở Việt Nam, đồng thời, doanh nghiệp 10 nước ASEAN sẽ được bãi bỏ hàng rào thuế quan khi tham gia khu vực mậu dịch chung ASEAN, 100% đồng thuế nhập khẩu ở hầu hết các mặt hàng cũng được xóa bỏ vào năm 2018. Môi trường thuận lợi giúp bán lẻ luôn là ngành thu hút đầu tư nước ngoài.

Làn sóng các giao dịch M&A trong ngành bán lẻ đã dậy lên từ đầu năm 2016 và tăng trưởng nhanh trong những năm gần đây như một kênh đầu tư hấp dẫn. Nếu năm 2005 chỉ có 18 thương vụ M&A với tổng giá trị là 61 triệu USD thì đến năm 2017, với tổng giá trị M&A lên đến 10,2 tỷ USD.

***Các thương vụ M&A diễn ra trong ngành bán lẻ***

Thời gian	Nhà đầu tư	Thương vụ	Giá trị
Tháng 2/2015	Central Group	Hợp tác chiến lược với Nguyễn Kim Group thông qua việc đầu tư 49%.	hơn 100 triệu USD
Tháng 4/2016		Thâu tóm chuỗi 33 siêu thị/đại siêu thị Big C Việt Nam.	1,14 tỷ USD
Tháng 1/2016	TTC Holdings	Thâu tóm Metro Cash & Carry Việt Nam của Tập đoàn Metro (Đức) sau đó hợp nhất với Big C Thái Lan. Ước tính Metro Cash & Carry chiếm khoảng 22% thị phần bán lẻ của Việt Nam, nhưng đã thua lỗ khoảng 400 triệu baht (12,5 triệu USD) từ khi hoạt động.	655 triệu Euro, tương đương 880 triệu USD
Năm 2013	Berli Jucker (BJC) – Thành viên của TTC Holdings	Mua lại 65% cổ phần của Phú Thái Group. BJC và Phú Thái cũng đang sở hữu chuỗi cửa hàng tiện lợi B's Mart (tiền thân là Family Mart).	Khoảng 32 triệu USD
Tháng 10/2014	Vingroup	Thâu tóm siêu thị Đại Dương (Ocean Mart) và đổi tên thành Vinmart.	560 tỷ đồng
Năm 2015		Mua lại 100% cổ phần của Vinatexmart thuộc Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex) với 39 cửa hàng.	Na
Năm 2017	CTCP Đầu tư Thế giới di động	Mua lại chuỗi siêu thị điện máy Trần Anh.	824 tỷ đồng

*Nguồn: VCBS tổng hợp*

*Mô hình bán lẻ hiện đại theo siêu thị mini và cửa hàng tiện lợi bùng nổ*

**Mô hình bán lẻ hiện đại gia tăng.** Giai đoạn 2015 – 2017, số lượng các siêu thị, đại siêu thị và trung tâm thương mại tăng trưởng với CAGR 2015 – 2017 lên tới 36,8% so với mức 16,2% trong giai đoạn 2012 – 2014 với động lực đến từ các thương vụ M&A của các nhà đầu tư ngoại, thúc đẩy sự phát triển của mô hình kinh doanh mới này.

**Siêu thị mini và cửa hàng tiện lợi là mô hình phát triển nhanh nhất.** Số lượng các cửa hàng tiện lợi bắt đầu tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2015 – 2016 với tốc độ trung bình 78%/năm và chững lại trong năm 2017 (16,5%). Mặc dù chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu bán lẻ (khoảng 0,4%, theo Euromonitor) nhưng đây là loại hình chứng kiến sự tăng trưởng mạnh nhất, với tốc độ tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2012 – 2017 đạt 48%. Sự tăng trưởng này đã thu hút các nhà đầu tư ngoại với các thương hiệu quốc tế như Family Mart, Circle K, Shop&Go và B's Mart, GS25... Trong khi đó, các doanh nghiệp nội như Vingroup hay MWG



cũng không muốn bỏ lỡ miếng bánh này với các chuỗi Vinmart + và Bách hóa xanh.

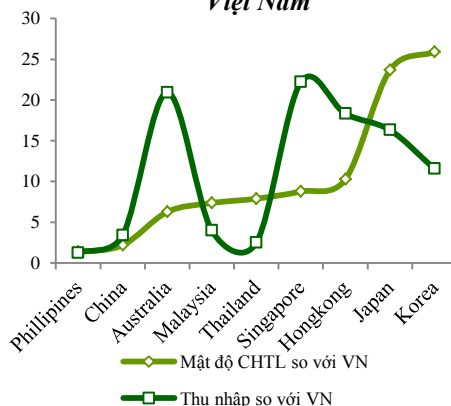
*Các cửa hàng tiện lợi đang là xu hướng*

Số lượng	2012	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR 2012 - 2014	CAGR 2015 - 2017
Cửa hàng tiện lợi	356	463	565	1.008	1.790	2.086	25,98%	43,86%
Đại siêu thị	25	32	41	49	54	56	28,06%	6,90%
Siêu thị	516	559	605	691	756	1.130	8,28%	27,88%
<b>Bán lẻ hiện đại</b>	<b>897</b>	<b>1.054</b>	<b>1.211</b>	<b>1.748</b>	<b>2.600</b>	<b>3.272</b>	<b>16,19%</b>	<b>36,82%</b>
<b>Bán lẻ truyền thống</b>	<b>629.222</b>	<b>635.176</b>	<b>641.542</b>	<b>647.556</b>	<b>652.988</b>	<b>658.005</b>	<b>0,97%</b>	<b>0,80%</b>

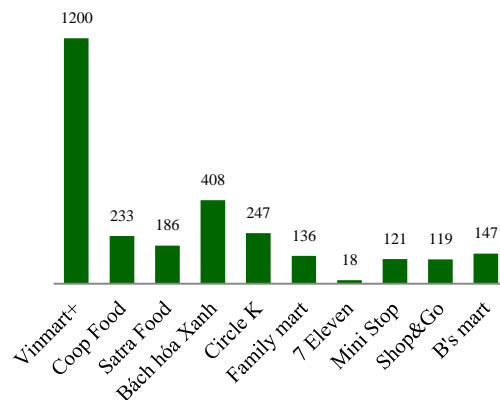
Nguồn: Euromonitor

Tuy nhiên, mô hình này hiện đang chịu sức ép cạnh tranh rất lớn vì (1) số lượng tham gia quá nhiều trong khi sức mua của người tiêu dùng chưa thể tăng tương ứng, (2) cạnh tranh với mô hình siêu thị và tiệm tạp hóa truyền thống. Nếu so sánh mật độ cửa hàng tiện lợi và thu nhập so với các nước trong khu vực, đặc biệt các nước có văn hóa tiêu dùng gần giống với Việt Nam như Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia hay Philippines, mật độ cửa hàng tiện lợi của Việt Nam nếu xét về thu nhập hiện đang ở mức tương đương với các nước trong khu vực, hoặc còn dư địa nhưng không nhiều. Thực tế có thể thấy, các thương hiệu ngoại khi mới vào thị trường đều đưa ra kế hoạch mở cửa hàng với số lượng rất lớn, nhưng sau thời gian hoạt động, con số thực hiện được lại khá khiêm tốn.

*So sánh mật độ cửa hàng tiện lợi và thu nhập của các nước so với Việt Nam*



*Số lượng các siêu thị mini/cửa hàng tiện lợi phổ biến tại Việt Nam*



Nguồn: VCBS tổng hợp

**Triển vọng ngành bán lẻ:**

*Thu nhập người dân tăng là động lực tăng trưởng chính*

**2. Triển vọng ngành bán lẻ**

**Thu nhập bình quân tăng hỗ trợ cho ngành bán lẻ.** Thu nhập bình quân đầu người tăng cao, khoảng 40% dân số sẽ trở thành tầng lớp trung lưu trước năm 2021. Tổng chi tiêu của hộ gia đình được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình 11,4% trong giai đoạn 2017 – 2021, theo Euromonitor.

**Dư địa mở rộng thị trường nhờ đô thị hóa tiếp tục diễn ra.** Khu vực nông thôn chiếm khoảng 65% tổng dân số cả nước, được coi là một thị trường tiêu thụ rộng lớn. Thêm vào đó, cả thu nhập bình quân và chi tiêu bình quân của người dân có xu hướng tăng trong khoảng thời

gian 10 năm trở lại đây, báo hiệu nhu cầu mua sắm sẽ tăng theo. Tốc độ đô thị hóa tăng nhanh (từ mức 20% năm 1998 lên mức 37,5% năm 2017), và ước tính sẽ lên đến 37,4% trong năm 2021, theo BMI kỳ vọng khu vực nông thôn sẽ chuyển mình lên nông thôn mới, thành thị.

## Dự báo thu nhập bình quân và tổng chi tiêu hộ gia đình tới 2021

Các chỉ tiêu	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tổng dân số (triệu người)	93.448	94.444	95.415	96.357	97.271	98.157	99.012
Thu nhập bình quân đầu người (triệu đồng)	30,1	32,6	36,0	39,8	44,1	48,7	53,8
Thu nhập/hộ gia đình net (triệu đồng)	78,0	84,1	92,7	102,4	113,0	124,7	137,5
Tổng chi tiêu gia đình (nghìn tỷ)	2.280	2.492	2.796	3.126	3.473	3.858	4.282

Nguồn: Euromonitor

Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng hỗ trợ ngành bán lẻ.

Mô hình siêu thị mini tiếp tục là điểm đầu tư hấp dẫn.

**Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng hỗ trợ sự phát triển của ngành.** Tính đến cuối tháng 6/2018, tín dụng tiêu dùng chiếm 18% trong tổng dư nợ tín dụng, cao hơn mức 11,4% của 2016. Mặt bằng lãi suất trong nửa đầu năm 2018 duy trì ổn định và được dự báo chỉ tăng nhẹ trong nửa cuối năm. Đây được coi là yếu tố hỗ trợ tích cực cho các công ty trong ngành khi phải duy trì mức lãi suất cao trong hoạt động kinh doanh. Bên cạnh đó, xu hướng liên kết với nhà cung cấp sản phẩm, dịch vụ để đẩy mạnh dịch vụ cho vay tiêu dùng lãi suất 0% kích thích tiêu dùng của người dân, từ đó thúc đẩy doanh số bán lẻ.

**Triển vọng ở mô hình siêu thị mini.** Như chúng tôi đã phân tích ở trên, mô hình siêu thị mini với các thương hiệu như Bách Hóa Xanh, Satra Food, hay Vinmart + đều sở hữu những điểm đặc trưng với mục tiêu cạnh tranh trực tiếp với chợ truyền thống nên vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng khá tốt. Bên cạnh đó, mô hình kết hợp với tiệm tạp hóa truyền thống cũng được xem là điểm khác biệt. Điển hình như Saigon Co.op đã thực hiện chiến lược liên kết với các cửa hàng tạp hóa bằng việc nhượng quyền thương hiệu Co.op Smile cho các cửa hàng tạp hóa nhỏ lẻ nhằm tận dụng được điểm bán, lượng khách hàng sẵn có của các đại lý truyền thống, nhưng thay vào đó sẽ hiện đại hóa việc quản lý và điều hành các cửa hàng này theo tiêu chuẩn của siêu thị mini nhằm khắc phục hạn chế của các cửa hàng truyền thống.

## 3. Doanh nghiệp triển vọng

### MWG – MUA

Giá mục tiêu 102.714 đồng/cp

#### 3.1. CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX: MWG)

**Chuỗi Điện máy xanh (ĐMX) đang trong giai đoạn phát triển mạnh bằng việc mở rộng cửa hàng để gia tăng thị phần.** Chúng tôi nhận thấy ĐMX vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng khi mà (1) thị phần của chuỗi hiện ở mức 35%, dẫn đầu ngành bán lẻ điện máy, và công ty đặt kế hoạch tăng lên 45% trong 1 -2 năm tới. ĐMX có thể dành thị phần của các chuỗi bán lẻ nhỏ khác như Nguyễn Kim, Chợ Lớn với sức mạnh thương hiệu cũng như chương trình hậu mãi rất tốt.

**Chuỗi Thế giới di động (TGDD) tăng trưởng có dấu hiệu chậm lại và thị phần của MWG trong mảng này đã tương đối ổn định.** Thị phần của MWG trong ngành ĐTDĐ đã tương đối cao (trên 45% tính đến hết năm 2017), nên dư địa tăng trưởng không còn nhiều. Tuy vậy, MWG đang thực hiện chiến lược chuyển đổi một số cửa hàng TGDD sang ĐMX hoặc mô hình kết hợp 2 cửa hàng này để tối ưu hóa doanh thu.

**Một số chi phí bán hàng bất thường sẽ không còn ghi nhận trong 2019.** Trong quý 3/2018, MWG ghi nhận một số chi phí bán hàng và quản lý tăng đột biến do (1) đóng các cửa hàng Bách Hóa Xanh không đạt chuẩn, (2) thanh lý lượng hàng tồn kho lỗi thời của chuỗi Trần Anh (TAG). Động thái xử lý quyết liệt đã góp phần gây ra sự giảm tốc không nhỏ trong lợi nhuận nửa cuối năm 2018 của công ty, tuy nhiên, yếu tố này sẽ góp phần tạo ra tăng trưởng vững chắc hơn trong năm 2019 khi các chi phí này sẽ không còn xuất hiện.

**Chuỗi BHX sẽ trở thành động lực chính cho MWG từ năm 2019 trở đi.** Hiện nay MWG đang tập trung phát triển cho chuỗi BHX, coi đây là trụ cột tăng trưởng chính của MWG khi hai chuỗi TGDĐ và ĐMX bước vào giai đoạn chững lại. Bài toán của chuỗi BHX hiện nay bao gồm:

- **Cải thiện doanh thu mỗi cửa hàng, tăng tỷ trọng nhóm cửa hàng có doanh số từ 700 triệu đồng/tháng trở lên.** Để giải quyết bài toán này, MWG đã thay đổi chiến lược mở cửa hàng tại các trục đường chính với lưu lượng khách hàng lớn, đẩy mạnh mô hình thịt tươi – cá lợi (doanh thu các cửa hàng áp dụng mô hình này đã tăng 30% - 70% so với mô hình cũ).
- **Cải thiện biên LNG của chuỗi, đây sẽ là yếu tố chính giúp tăng trưởng LN theo kịp mức tăng trưởng doanh thu.** Hiện biên LNG của chuỗi này là 14%, để hòa vốn, biên LNG phải ở mức 15%. Chúng tôi cho rằng, BHX sẽ cải thiện biên LNG bằng cách (1) gia tăng giá bán của một số sản phẩm, (2) tăng khả năng đàm phán với nhà cung cấp khi mở rộng quy mô giúp tăng mức chiết khấu, (3) tăng tỷ lệ tiêu thụ thực phẩm tươi sống (qua hình thức thịt tươi – cá lợi).

**Dự báo cho năm 2018 – 2019.** Trong năm 2018, chúng tôi đưa ra dự báo DTT đạt 90.123 tỷ đồng (+35,9% yoy), và LNST đạt 2.808 tỷ đồng (+27,2% yoy). Động lực tăng trưởng trong năm 2019 được dự báo sẽ tiếp tục đến từ mảng Điện máy xanh và sự mở rộng về doanh thu cũng như cải thiện trong biên lợi nhuận của mảng Bách Hóa Xanh. Dự báo DTT 2019 ước đạt 107.157 tỷ đồng (+18,9% yoy) và LNST 2019 ước đạt 3.548 tỷ đồng (+26,3% yoy). Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA MWG với giá mục tiêu đạt 102.714 đồng/cp.

## PNJ – MUA

Giá mục tiêu 116.420 đồng/cp

### 3.2. CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HSX: PNJ)

**Số lượng cửa hàng mở mới trong năm 2017 sẽ dẫn phản ánh doanh thu và lợi nhuận trong năm 2018.** Như đã đề cập ở trên, trong năm 2017, PNJ mở mới đến 54 cửa hàng, là số cửa hàng mở mới trong một năm lớn nhất của PNJ trong quá khứ. Với thời gian trưởng thành của một cửa hàng từ 1 – 1,5 năm, chúng tôi cho rằng năm 2018 sẽ là điểm rơi lợi nhuận của số cửa hàng này, giúp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty.

**Tốc độ mở cửa hàng tăng trưởng khá tốt và theo sát dự báo của chúng tôi.** Kế hoạch năm 2018, công ty sẽ đạt 300 cửa hàng và theo chúng tôi kế hoạch này chắc chắn hoàn thành. Tốc độ mở cửa hàng tăng nhanh là một trong những yếu tố tăng trưởng doanh thu của công ty trong tương lai. Chúng tôi dự phóng tính đến hết năm 2018, công ty sẽ đạt 314 cửa hàng, tăng 45 cửa hàng so với năm 2017.

**Dấu hiệu tích cực tại thị trường miền Bắc cho thấy khả năng mở rộng tại thị trường này là khả thi.**

**Tái cấu trúc thương hiệu CAO và thực hiện dự án DDS cho mảng trang sức bạc.** Bạc là phân khúc có biên LNG cao nhất, khoảng 70 – 80%, do đó công ty đang lên kế hoạch phát triển hơn nữa mảng kinh doanh này để cải thiện lợi nhuận. BLĐ công ty chia sẻ, trước đây các sản phẩm của mảng bạc đa số chỉ phục vụ đối tượng khách hàng dưới 25 tuổi, tuy nhiên hiện

nay, PNJ sẽ mở rộng ra nhóm khách hàng từ 25 – 35 tuổi (là nhóm chiếm 2/3 số lượng tiêu thụ bạc). Tương tự, CAO là thương hiệu cao cấp của PNJ dành cho đối tượng khách hàng là giới thượng lưu, với giá trị và biên lợi nhuận hấp dẫn.

### **Thực hiện chiến lược Digital Transformation với nền tảng là Big Data.**

- (1) **Xây dựng hệ thống ERP mới hoàn toàn** giúp công ty khai thác được chất lượng thông tin tốt hơn, hỗ trợ hệ thống bán lẻ. Hệ thống này dự kiến sẽ đi vào vận hành vào tháng 4. 2019.
- (2) **Đổi mới E – commerce, tăng doanh thu online.** Trước đây, mảng kinh doanh online vốn chưa được công ty thật sự chú trọng do trang sức là món hàng có giá trị cao nên khó để thuyết phục người tiêu dùng sử dụng phương thức thương mại điện tử. Tuy nhiên, PNJ đã xây dựng một chiến lược Digital Marketing nhằm:
  - Tiếp cận khách hàng thông qua tâm lý và hành vi thay vì chỉ đơn thuần dựa trên các yếu tố cơ học.
  - Tương tác với khách hàng trên các phương tiện xã hội để thấu hiểu được thói quen mua sắm của khách hàng.
  - Làm mờ biên giới giữa kinh doanh online và offline, tạo điều kiện tối đa cho khách hàng mua sắm các sản phẩm mình yêu thích.

**Dự báo KQKD 2018 – 2019.** Năm 2018, chúng tôi đưa ra dự báo PNJ có thể ghi nhận 14.337 tỷ đồng DTT (+30,6% yoy) và khoảng 1.000 tỷ đồng LNST (+37,9% yoy). Dự địa tăng trưởng được dự báo tiếp tục kéo dài trong 2019 khi số lượng cửa hàng được mở rộng, và doanh thu các cửa hàng cũ bắt đầu tăng tốc. Năm 2019, PNJ được dự báo có thể ghi nhận 17.861 tỷ đồng DTT (+24,5% yoy) và 1.258 tỷ đồng LNST (+25,9% yoy). Chúng tôi khuyến nghị MUA PNJ với giá mục tiêu 116.420 đồng/cp.

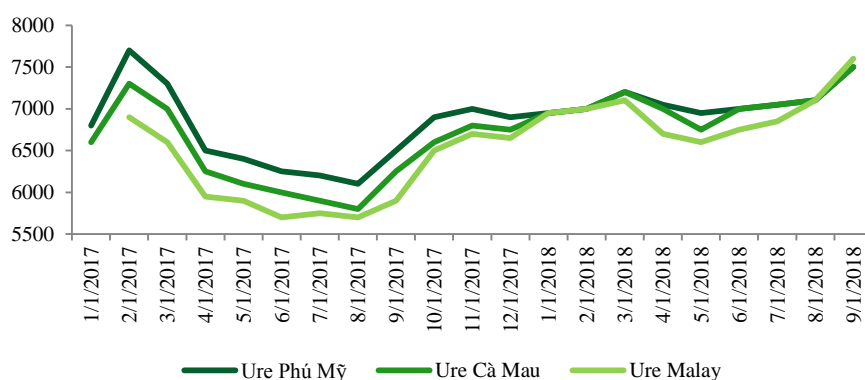
## Ngành Phân Bón

### Diễn biến thị trường phân bón trong nước 9T.2018

Ngành phân bón 9T đầu năm 2018 tiếp tục tăng trưởng khi kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp sản xuất phân bón lớn tại Việt Nam đều thể hiện sự tăng trưởng tích cực. Chúng tôi xin điểm lại một số diễn biến chính của ngành phân bón trong 9T.2018.

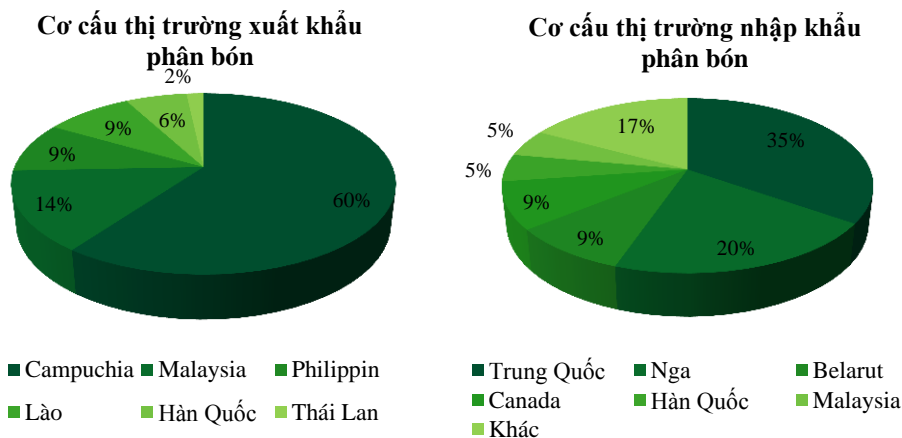
**Giá bán duy trì đà tăng trong 9 tháng đầu năm.** Giá bán Ure tại khu vực miền Nam có sự điều chỉnh nhẹ trong quý 2 sau đợt tăng giá mạnh từ mùa đông 2017. Bước sang quý 3/2018, giá Ure tiếp tục đà tăng trong tháng 8 và giữa tháng 9. Nguyên nhân đến từ sự sụt giảm sản lượng tại Trung Quốc – nhà sản xuất Ure lớn nhất thế giới, nước này đã chuyển mình từ đơn vị xuất khẩu sang nhập khẩu, tạo ra sự thiếu hụt nguồn cung Ure tạm thời và động lực tăng giá cho sản phẩm này.

**Biểu đồ giá Ure các loại trên thị trường Việt Nam 2017-9T.2018 (VND/kg)**



Nguồn: VCBS tổng hợp, Agromonitor

**Xuất khẩu tăng trưởng tốt trong khi nhập khẩu chững lại.** Nhập khẩu giảm nhẹ (-6,2% yoy về lượng, -0,8% yoy về giá trị) do thiếu nguồn hàng từ Trung Quốc và phải nhập từ Nga thay thế. Ngược lại, xuất khẩu tăng trưởng tích cực (+5,2% yoy về lượng, +22,5% yoy về giá trị) nhờ nhu cầu mở rộng tại thị trường Campuchia và áp lực cạnh tranh với hàng Trung Quốc hạ nhiệt.



Nguồn: VCBS tổng hợp, Tổng Cục Hải quan



## Diễn biến thị trường phân bón quốc tế 9T.2018

Hiện tại, tình hình giá phân Ure đang có những biến động trái chiều giữa các thị trường lớn trên thế giới. Tại thị trường Mỹ, Ả Rập và Biển đen, giá phân Ure đã bắt đầu giảm mạnh từ cuối năm 2017 và phục hồi nhẹ trong Q1.2018 sau đó tiếp tục xu hướng giảm từ tháng Q2.2018. Giá Ure biển đen thế giới đã tăng trở lại từ cuối tháng 5 và tháng 6 vẫn giữ xu hướng đi lên. Giá Ure bình quân cao hơn từ 35-50 USD/tấn so với cùng kỳ năm 2017.

Đáng chú ý thị trường Trung Quốc, giá phân Ure đã liên tục tăng và xác lập đỉnh mới trong Q1.2018 ở mức 300-320USD/tấn, nguyên nhân là do chiến dịch sưởi ấm bằng khí đốt tại Trung Quốc vào mùa đông năm 2018 sẽ làm thiếu hụt nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy sản xuất Ure tại đây.

Đây là nguyên nhân chính dẫn đến sự tăng lên trong kim ngạch nhập khẩu phân bón từ thị trường Nga và Belarus để thay thế cho nguồn cung nhập khẩu phân bón sụt giảm từ thị trường Trung Quốc.

## Triển vọng ngành

### ❖ Xu hướng giá phân Ure sẽ tiếp tục tăng

VCBS đánh giá, giá phân Ure thế giới và trong nước sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao dựa trên các yếu tố **(1) giá dầu thế giới đã liên tục tăng trong một thời gian dài; (2) tác động tích cực từ các chính sách năng lượng của Trung Quốc.**

Giá Ure tăng sẽ tác động lên KQKD của nhóm các doanh nghiệp sản xuất phân Ure. Tuy nhiên, giá Ure tăng sẽ giúp các doanh nghiệp trong nước như Đạm Hà Bắc, Đạm Ninh Bình hoạt động trở lại sau quá trình tạm ngừng hoạt động do giá Ure thấp dưới mức hòa vốn. Khi các doanh nghiệp này hoạt động trở lại sẽ gây áp lực lên nguồn cung nội địa.

### ❖ Cung – Cầu phân bón truyền thống đang dần bão hòa, thay vào đó nhu cầu phân bón vi sinh và phân bón chuyên dụng cho từng loại cây trồng ngày một tăng.

Nếu bình quân mỗi ha đất canh tác sử dụng 10 tấn phân hữu cơ, trong tương lai nhu cầu phân hữu cơ là hơn 200 triệu tấn. Ngày nay trên thế giới, việc chuyển đổi sử dụng phân bón hữu cơ trong Nông nghiệp sạch đã trở thành xu hướng ở các quốc gia phát triển. Chính phủ cũng đã ban hành Nghị định 108/NĐ-Cp về quản lý phân bón, trong đó có cơ chế chính sách khuyến khích phát triển phân bón hữu cơ.

**VCBS đánh giá** dư địa phát triển tại mảng phân bón hữu cơ vi sinh tại Việt Nam trong tương lai là rất lớn. Những doanh nghiệp thâm nhập càng sớm vào mảng này sẽ có được lợi thế về mặt thương hiệu cũng như kinh nghiệm trong việc sản xuất phân hữu cơ vi sinh. Khi ngành nông nghiệp trong nước bước qua giai đoạn mới về một ngành nông nghiệp sạch như các nước phát triển trên thế giới đang xây dựng thì mảng phân bón hữu cơ vi sinh sẽ trở thành sản phẩm trụ cột trong cả ngành phân bón.

### ❖ Dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung Luật thuế đưa phân bón vào diện chịu thuế VAT 5%

Nếu chính sách này được thông qua, phần lớn các doanh nghiệp phân bón trong nước sẽ được hưởng lợi vì tiết giảm được chi phí sản xuất, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nội địa giảm giá bán để tăng tính cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu. Tuy nhiên, nhóm sản xuất phân NPK như BFC không được hưởng lợi do các nguyên liệu phân đơn đầu vào như Nito, Kali, phân lân đều là thành phẩm và không chịu thuế GTGT đầu vào.

**DPM – KHẢ QUAN**

Trong 9T.2018 giá bán sản phẩm Ure trong nước liên tục tăng sẽ làm cải thiện doanh thu của DPM. Tuy nhiên, do tình hình giá dầu thế giới tăng mạnh lên mức 80-85 USD/thùng làm cho giá khí nguyên vật liệu đầu vào của DPM tăng mạnh. Ước tính giá khí trung bình DPM phải mua từ PV GAS trong 9T.2018 ở mức 6.25 USD/MMBTU (đã bao gồm chi phí vận chuyển). Sản lượng kinh doanh Ure đạt 640.00 tấn. DPM đã công bố báo cáo tài chính Q3.2018, trong đó doanh thu đạt 7.095 tỷ đồng (+8% yoy, hoàn thành 83% kế hoạch) và lợi nhuận trước thuế đạt 625 tỷ đồng (-26,6% yoy, hoàn thành 41% kế hoạch). Theo đó, VCBS ước tính doanh thu cả năm của DPM đạt 8.935 tỷ đồng (+11,7% yoy, hoàn thành 104% kế hoạch) và lợi nhuận sau thuế đạt 686 tỷ đồng (-3,1% yoy, hoàn thành 175% kế hoạch).

**❖ Triển vọng**

**Nhà máy Đạm Phú Mỹ hoạt động ổn định mặc dù đã hết khấu hao.** Áp dụng phương pháp khấu hao nhanh, nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hết khấu hao từ năm 2011 sau 6 năm hoạt động. So với các doanh nghiệp sản xuất phân Đạm trong nước hiện tại, nhà máy Đạm Phú Mỹ là nhà máy duy nhất đã hết khấu hao. Do đó, biên lợi nhuận gộp của DPM luôn đạt ở mức cao.

**Hệ thống phân phối rộng khắp cả nước:** DPM sở hữu hệ thống đại lý phân phối và cửa hàng rộng lớn hơn hẳn so với các doanh nghiệp khác. Hiện tại, DPM có tổng cộng 4 công ty vùng miền và 80 đại lý cấp 1 cùng với đó là hơn 3000 cửa hàng bán lẻ và đại lý cấp 2. Vì vậy, DPM rất có sức mạnh về các chính sách đối với các cửa hàng và đại lý đặc biệt là về chính sách khoản phải thu.

**Nhà máy NPK – NH3 Phú Mỹ với công nghệ hiện đại:** Tổ hợp nhà máy NPK – NH3 được thi công từ Q2.2016 và bắt đầu chạy thử từ Q2.2018 có công suất thiết kế 250.000 tấn NPK/năm và 540.000 tấn NH3/năm (công suất tăng thêm 90.000 tấn/năm) với tổng vốn đầu tư 4.987 tỷ đồng. Sản xuất NPK bằng công nghệ hóa học có các ưu điểm vượt trội hơn so với những công nghệ sản xuất NPK khác trên thị trường hiện nay nhờ vào việc tối ưu quá trình tạo hợp chất dinh dưỡng.

**❖ Rủi ro**

**Giá vốn hàng bán bị ảnh hưởng bởi khấu hao nhà máy mới và cơ chế giá khí đầu vào:** Việc neo giá khí theo giá dầu FO đã làm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của DPM ngay lập tức từ 32,3% trong năm 2013 xuống còn 25,4% trong năm 2014. VCBS đánh giá, PVN neo giá bán khí thị trường trong nước theo tỷ lệ 46% giá dầu FO ảnh hưởng tiêu cực đến các doanh nghiệp sản xuất và tiêu thụ khí thiên nhiên trong nước. Mặc dù giá dầu FO Singapore phản ánh đúng với tình hình giá dầu khí tại khu vực, tuy nhiên với tỷ lệ 46% trong giai đoạn giá dầu tăng đặc biệt là giá dầu FO tại Singapore tăng nóng như hiện tại đã không còn phù hợp như những năm đầu áp dụng trong giai đoạn 2014 - 2015. Giá khí DPM mua từ PV Gas trung bình trong năm 2018 cao gấp 2,5 lần so với giá khí thị trường Mỹ và 0,9 lần so với Malaysia...

**Khấu hao nhà máy mới:** VCBS lo ngại về hiệu quả đầu tư của tổ hợp dự án nhà máy NPK – NH3 của Tổng Công ty Hóa chất và Phân bón Dầu khí khi VCBS so sánh suất đầu tư giữa nhà máy NPK Phú Mỹ và một vài nhà máy NPK khác trên thị trường. Bên dưới là bảng VCBS thống kê các Nhà máy sản xuất phân bón NPK hiện tại và sẽ được đầu tư tại Việt Nam. Có thể dễ dàng nhận thấy Nhà máy NPK Phú Mỹ có suất đầu tư trên một tấn NPK cao hơn rất nhiều so với các nhà máy khác hiện tại.

**❖ Dự phóng**

**VCBS đưa ra dự phóng 2019 cho DPM** với DTT đạt 10.152 tỷ đồng (+13,6% yoy) và LNST đạt 663 tỷ đồng (-2,3% yoy). Theo đó, EPS cho năm 2019 đạt 1.693 đồng/cổ phiếu. **Giá trị hợp lý của cổ phiếu DPM trong năm 2019 là 19.497 đồng/cp.**

## DCM – MUA

Nhờ vào cơ chế bao tiêu giá khí đầu vào từ PVN do đó, mặc dù giá khí nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh nhưng KQKD của DCM vẫn được đảm bảo ở mức ROE  $\geq 12\%$ . Sản lượng tiêu thụ Ure trong 9T.2018 ước đạt 571.000 tấn (-15% yoy), nguyên nhân là do lượng cung khí từ Bể Malay – Thổ Chu sụt giảm và không ổn định. Trong 9T.2018, doanh thu của DCM đạt 4.626 tỷ đồng (+7% yoy, hoàn thành 85% kế hoạch) và lợi nhuận trước thuế đạt 569,5 tỷ đồng (-10% yoy, hoàn thành 83% kế hoạch). Theo đó, VCBS ước tính doanh thu cả năm của DCM đạt 6.445 tỷ đồng (+12,1% yoy, hoàn thành 117% kế hoạch) và lợi nhuận sau thuế đạt 606 tỷ đồng (-6,5% yoy, hoàn thành 93% kế hoạch).

### ❖ Triển vọng

**Vị trí địa lý thuận lợi:** Vị trí địa lý thuận lợi là một lợi thế rất lớn cho DCM chiếm lĩnh thị trường phân bón tiềm năng nhất cả nước là Đồng Bằng Sông Cửu Long. Với bến cảng hàng hóa nằm trên dòng sông Cái Tàu, DCM có thể dễ dàng vận chuyển hàng hóa kịp thời đến các đại lý và chi nhánh ở toàn vùng Đồng Bằng Sông Cửu Long thông qua hệ thống kênh, mương, rạch dày đặc tại khu vực này. Ngoài ra, DCM còn dễ dàng thâm nhập vào thị trường Campuchia bằng đường sông.

**Đầu tư phát triển nghiên cứu các sản phẩm đặc thù trên thị trường:** Sản phẩm Ure Cà Mau hiện đang là sản phẩm Ure hạt đục duy nhất được sản xuất trong nước với nhiều ưu điểm vượt trội mà giá thành lại ở mức thấp hơn hoặc ngang bằng so với các sản phẩm cùng loại trên thị trường. Ure hạt đục có hàm lượng chất gây bạc màu đất (biuret) thấp, khả năng giải Nitơ chậm giúp cây trong hấp thu dinh dưỡng hiệu quả tiết kiệm chi phí phân bón.

### ❖ Rủi ro

**Nguồn nguyên liệu khí đầu vào:** Hợp đồng giá khí giữa DCM và Tập đoàn dầu khí PVN là chưa rõ ràng về giá, PVN chỉ cam kết đảm bảo suất sinh lời ROE trung bình là 12% cho DCM. Giá khí trung bình cả năm sẽ được PVN tính toán lại vào cuối mỗi năm tài chính để đảm bảo mức lợi nhuận này. Giả sử rằng sản lượng cùng các chi phí khác trong giá vốn hàng bán là không đổi và giá Ure trung bình của DCM tăng 8% so với cùng kỳ, DCM mua khí với giá thả nổi của thị trường thì với tính toán của chúng tôi biên lợi nhuận gộp của DCM sẽ dao động trong khoảng 16 - 18%...

**Khấu hao nhà máy lớn cùng tỷ lệ nợ vay ngoại tệ cao:** Khấu hao nhà máy Đạm Cà Mau hằng năm vào khoảng 1.300 tỷ đồng chiếm 30% trong cơ cấu giá vốn của DCM. Chi phí khấu hao cao đã ảnh hưởng trực tiếp lên KQKD của DCM, làm tăng giá vốn của sản phẩm và giảm đi lợi thế cạnh tranh. Ngoài ra DCM còn chịu rủi ro từ khoản vay ngoại tệ hơn 191 triệu USD tính tới Q2/2018. **Như vậy mỗi khi tỷ giá USD/VND biến động 1% thì công ty sẽ chịu một khoản lãi/lỗ hơn 50 tỷ đồng**

### ❖ Dự phóng

**VCBS đưa ra dự phóng 2019 cho DCM** với DTT đạt 6.316 tỷ đồng (-2,1% yoy) và LNST đạt 293 tỷ đồng (-51,6% yoy). Theo đó, EPS cho năm 2019 đạt 553 đồng/cổ phiếu. **Giá trị hợp lý của cổ phiếu DCM trong năm 2019 là 12.518 đồng/cp.**

[\*\(Trở về phần Triển vọng ngành và Doanh nghiệp\)\*](#)

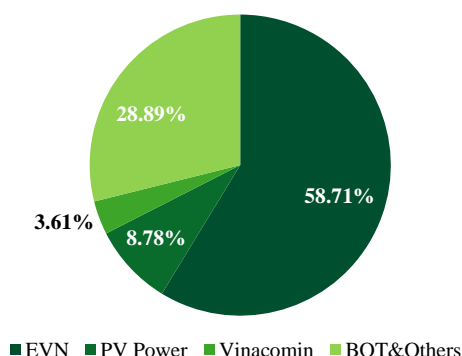
## Ngành Điện

### Diễn biến ngành 2018:

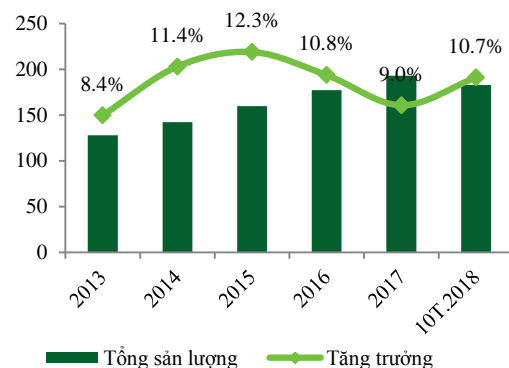
### Hoạt động toàn ngành

10T.2018, tổng công suất lắp đặt của ngành sản xuất điện Việt Nam là 47.900 MW, tăng 5,5% so với thời điểm đầu năm. Về sản lượng, toàn hệ thống sản xuất được 182,6 tỷ kWh, tăng 10,7% yoy.

**Công suất lắp đặt**



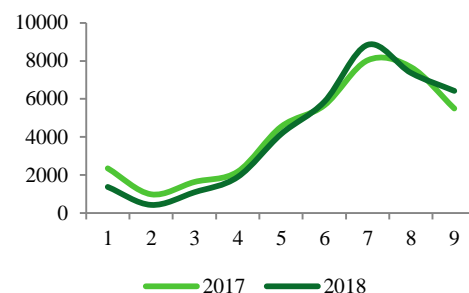
**Sản lượng điện sản xuất (tỷ kWh)**



Nguồn: EVN, VCBS tổng hợp

Tình hình thủy văn 10 tháng đầu năm nhìn chung vẫn diễn ra thuận lợi, lưu lượng nước về các hồ thủy điện cao hơn trung bình nhiều năm đặc biệt ở các tỉnh phía Bắc và dòng Sê San. Các nhà máy thủy điện được huy động ở mức cao trong các tháng quý 3, nhiều doanh nghiệp đã vượt kế hoạch cả năm sau 9 tháng như VSH, TMP, SJD.

**Tổng lượng mưa theo tháng (mm)**



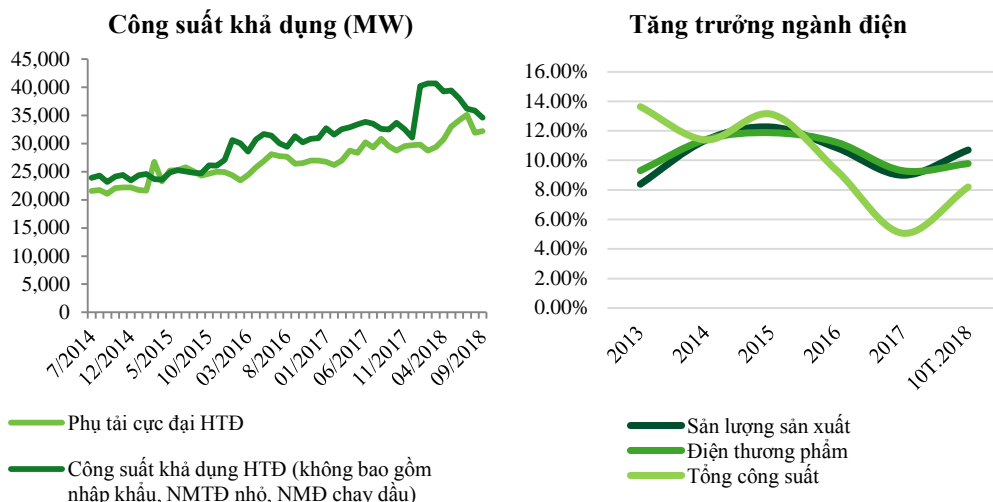
Lượng mưa tại một số trạm quan trắc tiêu biểu.  
Nguồn: IMH, VCBS

Giá dầu khí tăng mạnh trong năm nay giúp giá bán điện bình quân của các nhà máy nhiệt điện khí cũng tăng tương ứng. Bên cạnh đó, lượng tiêu thụ điện liên tục vượt đỉnh nên giá bán điện bình quân tăng mạnh giúp doanh thu của nhiều doanh nghiệp điện đạt tăng trưởng tốt trong năm 2018.

Tuy nhiên, các nhà máy nhiệt điện than lại đang gặp khó khăn về nguồn nguyên liệu. (1) Do nhu cầu sản xuất và tiêu thụ điện vẫn tăng cao, các nhà máy điện than được huy động thêm vượt kế hoạch năm, (2) các doanh nghiệp sản xuất điện, xi măng, hóa chất, thép có xu hướng chuyển sang mua than từ TKV nhiều hơn khi giá than thế giới cũng tăng và hiện cao hơn giá than trong nước 5 – 10 USD/tấn, làm cho tồn kho than của TKV giảm mạnh, ảnh hưởng tới nguồn cung cấp than cho các nhà máy điện. Hiện tại, nhiệt điện Quảng Ninh, Hải Phòng đang chịu tình trạng thiếu than nặng nề nhất. Nhiệt điện Quảng Ninh thậm chí đang phải tạm dừng 2 tổ máy.

## Triển vọng 2019 – 2020

**Triển vọng chung: Giá điện sẽ tăng do thiếu hụt nguồn cung và chi phí phát sinh cao**



Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, VCBS

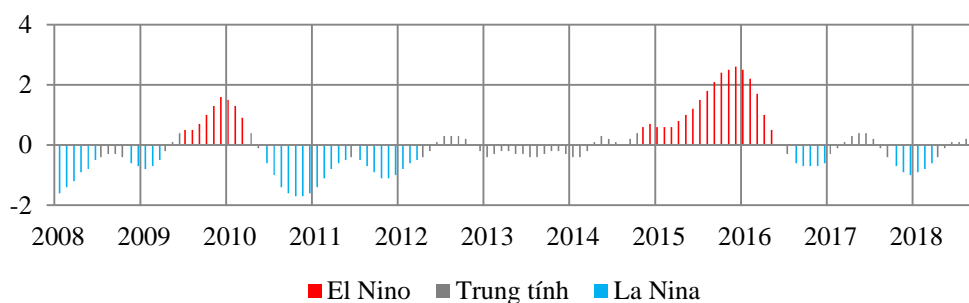
Dựa trên tốc độ tăng trưởng sản lượng điện trung bình của những năm gần đây cũng như tốc độ tăng trưởng GDP ổn định của Việt Nam, chúng tôi cho rằng 10,7% CAGR là một giả định hợp lý để dự phóng nhu cầu điện năng của Việt Nam trong vài năm tới. Chúng tôi dự phóng nhu cầu điện của Việt Nam đạt 193 tỷ kWh trong năm 2018 và 214 tỷ kWh trong năm 2019.

Về nguồn cung, tính đến thời điểm 10T.2018 tổng công suất phát điện toàn hệ thống cũng mới tăng 2.500MW tương đương 5,5% trong khi nhu cầu tiêu thụ điện vẫn tăng trưởng 10,7%. Các dự án điện than lớn bị chậm tiến độ do nhiều vướng mắc về quy trình, thẩm định; đồng thời việc đảm bảo nguồn than cho sản xuất điện cũng đang là khó khăn thách thức trong tương lai. Bên cạnh đó tác động rõ rệt của El Nino dự kiến sẽ diễn ra vào giai đoạn 2019-2020. Nguồn cung từ thủy điện có thể giảm đáng kể trong năm sau.

Ngoài ra, theo Bộ Công Thương và EVN, hiện nay chi phí phát sinh của EVN năm 2018 và 2019 ước tính lên đến 20.735 tỷ đồng, do đó phương án tăng giá điện trong năm sau đang được xem xét và lên kế hoạch.

**Triển vọng tích cực cho nhiệt điện nếu đảm bảo được nguồn nguyên liệu đầu vào. Thủy điện kém khả quan.**

### Chỉ số Oceanic Nino Index (ONI)



Thông thường, El Nino được xác nhận diễn ra khi chỉ số ONI cao hơn 0,5.

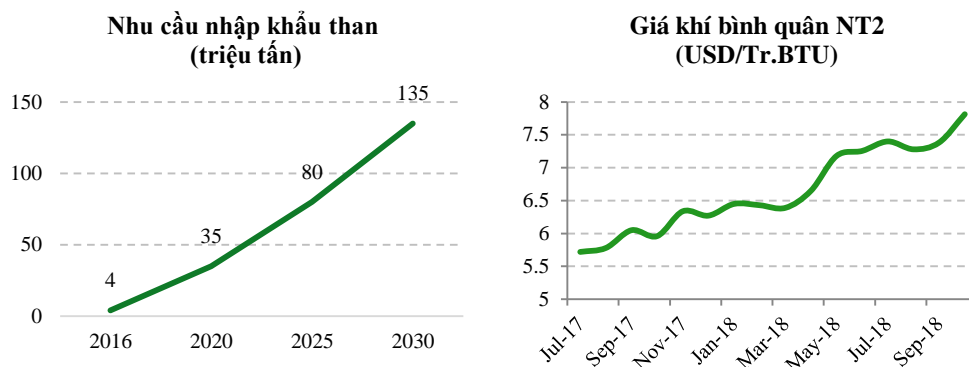


*La Nina được xác nhận diễn ra khi chỉ số ONI thấp hơn -0,5.*

*(Nguồn: Trung tâm Dự báo Khí hậu Mỹ - CPC – cập nhật tới tháng 12/2018)*

El Nino nhiều khả năng sẽ xảy ra từ 2019, sản lượng thủy điện sẽ giảm và nhiệt điện dự kiến sẽ được tăng cường huy động.

Chi phí nguyên liệu than và khí đầu vào nhiều khả năng sẽ còn tăng trong năm sau dẫn tới giá bán điện cũng tăng theo cơ chế pass – through. Tồn kho than của TKV giảm mạnh do nhu cầu sử dụng than cho sản xuất điện tăng vượt dự tính và sẽ tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới. TKV cũng đang tính toán các phương án tăng lượng than nhập khẩu và pha trộn với than trong nước để đảm bảo sản lượng cho các nhà máy điện, dẫn đến giá than bình quân cũng sẽ tăng mạnh. Về giá khí, để đảm bảo cân bằng thu chi tại lô 11.2 bể Nam Côn Sơn, chủ đầu tư tại lô 11.2 là PVN và tổ hợp các nhà thầu Hàn Quốc đã đề xuất tăng giá khí bán ra từ năm 2019. Nếu đề xuất này được thông qua, toàn bộ giá trị tăng thêm chênh lệch giữa giá khí mới và cũ sẽ được PV GAS chuyển qua cho EVN thông qua việc tăng giá bán khí đối với các nhà máy điện.



*Nguồn: TKV, NT2, VCBS*

TKV và PVN sẽ gặp nhiều thách thức để đảm bảo nguồn cung than và khí cho các nhà máy nhiệt điện trong những năm tới. Tuy nhiên những doanh nghiệp đã ký hợp đồng dài hạn với TKV và PVN như PPC hay POW sẽ được ưu tiên đảm bảo và tăng sản lượng.

## Cơ hội phát triển các nguồn năng lượng tái tạo từ 2019

Tháng 11/2017 Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định 11 về cơ chế khuyến khích phát triển các dự án điện mặt trời, với các ưu đãi về:

- Bên mua điện (EVN) có trách nhiệm mua toàn bộ điện năng được sản xuất, ưu tiên khai thác toàn bộ công suất với hợp đồng thời hạn 20 năm kể từ ngày vận hành thương mại.
- Miễn hoặc giảm các loại thuế nhập khẩu hàng hóa tạo tài sản cố định, thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế sử dụng đất đai...
- Giá điện mặt trời ở mức cao 9,35 UScents/kWh.

Tính tới tháng 10/2018 có 56 dự án điện mặt trời đã ký hợp đồng mua bán điện PPA với EVN với tổng công suất 3.175,2 MW. Con số này vượt xa kế hoạch công suất điện mặt trời dự kiến cho đến 2020 (850 MW). Tuy nhiên, do các nhà máy này tập trung hầu hết ở khu vực Bình Thuận, Ninh Thuận và chỉ có thể phát điện vào thời điểm có nắng trong ngày, hệ thống lưới điện hiện nay không thể nhận và truyền tải hết lượng điện mặt trời lớn như vậy nên rủi ro một số dự án có thể bị dừng hoặc không được phát hết công suất có thể xảy ra. Tuy nhiên, chúng tôi

cho rằng với thực trạng thiếu điện và nguồn nguyên liệu than, khí đang dần cạn kiệt, Nhà Nước sẽ phải ưu tiên đẩy mạnh nâng cấp hệ thống lưới điện, tăng công suất truyền tải. Bên cạnh đó những chính sách hỗ trợ phát triển điện mặt trời sẽ tiếp tục được ban hành sau tháng 6/2019.

So với Quy hoạch điện VII điều chỉnh, phát triển nhiệt điện than đang chậm hơn so với kế hoạch còn tổng công suất điện mặt trời đã ký PPA với EVN vượt xa con số dự kiến 850MW cho năm 2020. Với thực trạng này, chúng tôi cho rằng trong năm 2019, Bộ Công Thương sẽ có dự thảo và phê duyệt Quy hoạch điện VIII. Mục đích là sửa đổi bổ sung, cân đối hợp lý các nguồn điện theo xu hướng thực tế hiện nay, tăng tổng công suất dự kiến cho nguồn năng lượng tái tạo và giảm kế hoạch điện than so với Quy hoạch điện VII điều chỉnh.

## **Doanh nghiệp triển vọng**

Giai đoạn 2019 – 2020, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp nhiệt điện sẽ có triển vọng hoạt động tốt hơn nhóm thủy điện. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị với 2 cổ phiếu sau đây.

### **POW – Khả quan**

**KQKD:** Lũy kế 9T.2018, tổng sản lượng điện của POW đạt 16.038 triệu kWh (74% KH 2018), doanh thu hợp nhất đạt 24.789 tỷ đồng (+53,6% yoy, 86% KH 2018) và LNST ở mức 1.653 tỷ đồng. (+3,7% yoy, 71% KH 2018).

**Triển vọng:** Năm 2018, PV Power ghi nhận KQKD khả quan hơn, khi các tổ máy sau đại tu có thể hoạt động ở công suất cao hơn với sản lượng điện dự báo sẽ tăng lên mức 22-23 tỷ kWh và duy trì cho tới năm 2022 và 2023, khi Nhơn Trạch 3 và 4 lần lượt hoàn thành. Giai đoạn 2019 – 2022, sản lượng điện không tăng, song doanh thu và lợi nhuận sau thuế vẫn có tiềm năng tăng trưởng 15-20%/năm. Sản lượng sẽ ghi nhận tăng trưởng đột biến vào giai đoạn 2022 – 2023 khi hoàn thành dự án nhà máy NT3 & NT4. Năm 2018, chúng tôi dự phóng DTT đạt 30.953 tỷ đồng (+4,2% yoy, 106,7% KH 2018) và LNST ở mức 2.310 tỷ đồng (+3,42% yoy). Năm 2019, DTT đạt 37.931 tỷ đồng (+22,5% yoy) và LNST ở mức 2.583 tỷ đồng (+11,83% yoy) – EPS tương ứng 1.186 đồng/cổ phiếu.

**Rủi ro:** Biến động tỷ giá do nguồn vay ngoại tệ vẫn chiếm tới 77% tổng nợ vay. Bên cạnh đó nguồn nguyên liệu than và khí đầu vào đang có những dấu hiệu thiếu hụt trong thời gian tới.

**Khuyến nghị:** Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** cổ phiếu POW với giá mục tiêu là 17.437 đồng/cp.

### **PPC – Mua**

**KQKD:** Lũy kế 9T.2018, doanh thu PPC đạt 5.277 tỷ đồng (+14% yoy, 83% KH 2018) và LNST ở mức 878 tỷ đồng. (+18% yoy, 119% KH 2018).

**Triển vọng:** Việc thanh toán khoản nợ vay lớn trong 2017 giúp chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá của công ty giảm mạnh từ năm 2018 trở đi. Nhờ chi phí giảm, hoàn nhập dự phòng đầu tư, sản lượng điện và giá bán điện bình quân đều tăng so với cùng kỳ nên PPC đạt tăng trưởng lợi nhuận cao và sớm hoàn thành kế hoạch năm chỉ sau 9 tháng, qua đó nguồn tiền trả cổ tức cũng ở mức cao. Năm 2019 công ty vẫn có tiềm năng tăng trưởng tốt khi sản lượng nhiệt điện huy động và giá bán điện dự kiến đều tăng mạnh. Ngoài ra khi áp lực nợ vay giảm mạnh, lợi nhuận tăng trưởng tốt, doanh nghiệp có thể triển khai đầu tư nâng cấp nhà máy sản xuất điện đã hoạt động lâu năm để tăng công suất hoạt động trong tương lai.

Năm 2018, chúng tôi đưa ra ước tính sản lượng điện sản xuất của PPC sẽ đạt 5.360 triệu kWh (+7,29% yoy, 105% KH 2018), dự phóng DTT đạt 6.918 tỷ đồng (+ 10,9% yoy, 108% KH 2018) và LNST ở mức 999.36 tỷ đồng (+17% yoy) – EPS tương ứng 3.063 đồng/cổ phiếu. Năm 2019, DTT đạt 8.278 tỷ đồng (+19,7% yoy) và LNST ở mức 1.071 tỷ đồng (+7,2% yoy) – EPS tương ứng 3.284 đồng/cổ phiếu.

**Rủi ro:** Do doanh nghiệp đã hết khấu hao nên chi phí sửa chữa cao, dây chuyền 1 đã hoạt động trên 30 năm nên có thể bị ngừng hoạt động nếu không cải tạo nâng cấp để đảm bảo vấn đề môi trường kịp thời. Ngoài ra rủi ro TKV không cung cấp đủ nguồn than cần thiết cho sản xuất điện khi nhu cầu tiêu thụ tăng cao hoàn toàn có thể xảy ra.

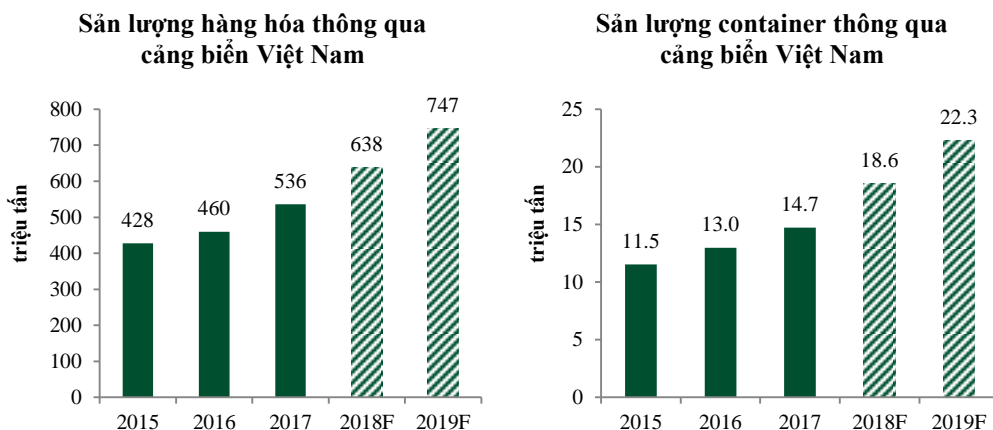
**Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PPC với giá mục tiêu là 24.253 đồng/cp.

[\(Trở về phần Triển vọng ngành và Doanh nghiệp\)](#)

## Ngành Cảng biển

### Diễn biến ngành 9T.2018

Ngành Cảng biển Việt Nam đón nhận một số tín hiệu khởi sắc trong 09 tháng đầu năm 2018:



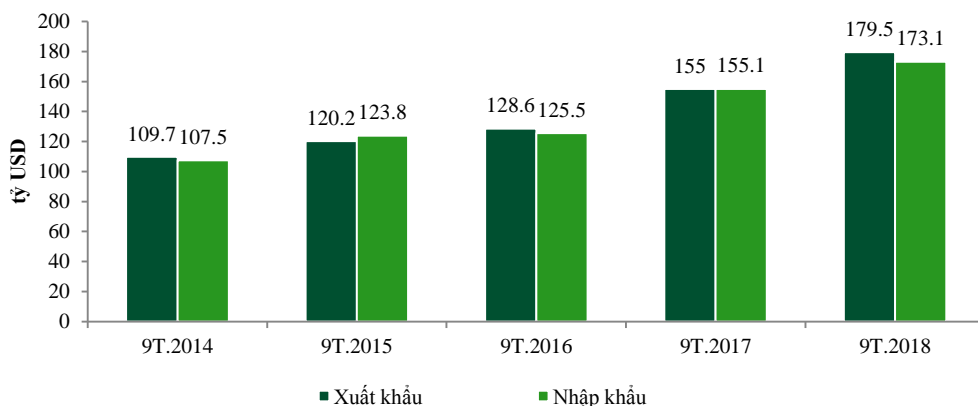
Nguồn: GSO, CAA, VCBS tổng hợp

Cụ thể trong 9T.2018:

(1) Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam đạt 387,9 triệu tấn (+19% yoy, cùng kỳ tăng 11%). Trong đó, lượng hàng hóa xuất nhập khẩu đạt 231 triệu tấn (+15% yoy), lượng hàng hóa nội địa đạt 156,297 triệu tấn (+24% yoy).

(2) Sản lượng hàng hóa container thông qua cảng biển đạt 13,3 triệu TEUs (+27% yoy, cùng kỳ tăng 12%). Trong đó, lượng container xuất nhập khẩu đạt 9 triệu TEUs (+10% yoy), lượng container nội địa đạt 4,3 triệu TEUs (+87% yoy).

**Kim ngạch xuất nhập khẩu 09 tháng, giai đoạn 2015-2018**

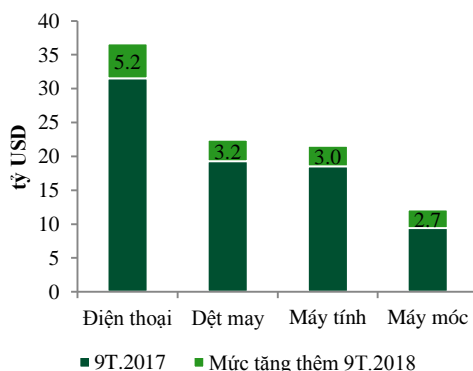


*Nguồn: Tổng cục Hải quan, VCBS tổng hợp*

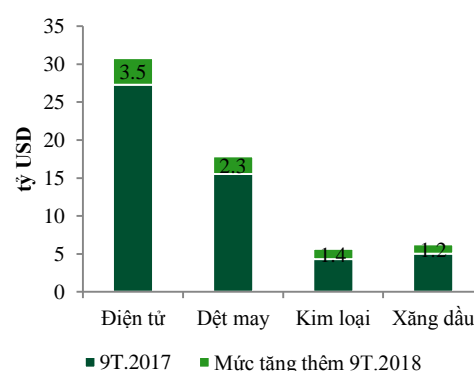
Tương đồng với xu hướng của hoạt động xuất nhập khẩu, lượng hàng hóa thông qua Cảng biển có sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ, đặc biệt là hàng hóa container. Một số diễn biến ủng hộ cho xu hướng này bao gồm: (1) nền kinh tế duy trì tốc độ tăng trưởng cao với điểm sáng từ khối FDI (2) triển vọng về sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam do ảnh hưởng căng thẳng thương mại Mỹ - Trung, (3) Việt Nam tiếp tục ký kết một số Hiệp định thương mại lớn như EVFTA và CPTPP, (4) sự bùng nổ của thương mại điện tử và (5) sự hình thành các liên minh vận tải biển lớn và phân chia lại thị trường này đã cơ bản kết thúc.

Các khu vực cảng biển có khối lượng hàng hóa thông qua lớn nhất vẫn là Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Quảng Ninh, Vũng Tàu (từ 58,8 triệu tấn đến 83,03 triệu tấn). Trong khi đó, các khu vực có lượng hàng hóa thông qua tăng cao nhất 9T.2018 là Quảng Nam (+109,9% yoy, đạt 2.172 tấn - chủ yếu phục vụ xây dựng khu công nghiệp Chu Lai), Hà Tĩnh (+98,3% yoy, đạt 20.090 tấn - phục vụ nhà máy Formosa, Nghệ An (+64% yoy, đạt 7.078 tấn - phục vụ CTCP Xi măng Sông Lam mới đi vào hoạt động).

**Nhóm hàng xuất khẩu đạt mức tăng về giá trị lớn nhất 9T.2018**



**Nhóm hàng nhập khẩu đạt mức tăng về giá trị lớn nhất 9T.2018**



*Nguồn: Tổng cục Hải quan, VCBS tổng hợp*

Đối với hàng hóa container, đáng chú ý nhất là khu vực Quảng Ninh (+104% yoy, đạt 132.489 TEUs) khi bến cảng CICT khu vực cảng Cái Lân mở tuyến container quốc tế.

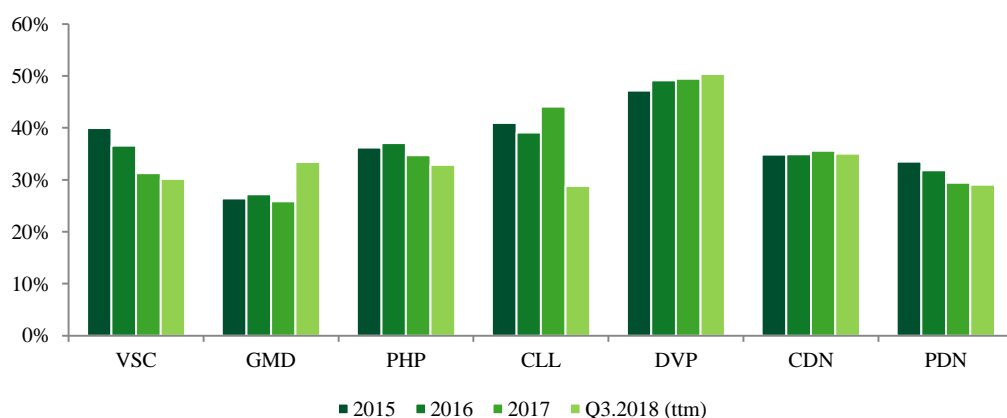
### Áp lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp vẫn ở mức cao, đặc biệt tại 02 khu vực Hải Phòng và Đông Nam Bộ

Tại các khu vực quan trọng đối với hoạt động Logistics là Hải Phòng và Đông Nam Bộ, tình trạng cung vượt cầu vẫn tiếp diễn, đặc biệt tại cụm cảng Hải Phòng khi nhiều cảng mới đi vào hoạt động năm 2018. Điều này khiến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành nhìn chung đi xuống.

Ở một diễn biến mới đây, Bộ Giao thông vận tải đã chính thức ban hành Thông tư 54/2018/TT-BGTVT điều chỉnh khung giá một số dịch vụ tại cảng biển Việt Nam, trong đó có dịch vụ bốc dỡ container, có hiệu lực từ năm 2019. Theo đó, giá sản bốc dỡ theo quy định mới sẽ cao hơn từ 10-50% so với giá sản hiện tại, nhằm kiểm chế xu hướng giảm giá dịch vụ giai đoạn vừa qua.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc điều chỉnh khung giá này không thực sự là một tín hiệu tích cực đối với các doanh nghiệp Cảng biển. Các doanh nghiệp này cung cấp cho khách hàng nhiều loại dịch vụ, không chỉ bao gồm những dịch vụ bị áp giá sản. Do đó, trong bối cảnh nguồn cung vẫn vượt cầu, đặc biệt tại khu vực Hải Phòng, xu hướng tất yếu là giảm giá các dịch vụ khác để duy trì sức cạnh tranh.

**Biên lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp Cảng biển**



*Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, VCBS tổng hợp*

Trong bối cảnh này, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp sở hữu Cảng biển tại vị trí thuận lợi, có mối quan hệ lâu năm với khách hàng và đã mở rộng công suất sẽ có triển vọng tăng trưởng kinh doanh cùng với xu hướng chung của ngành.

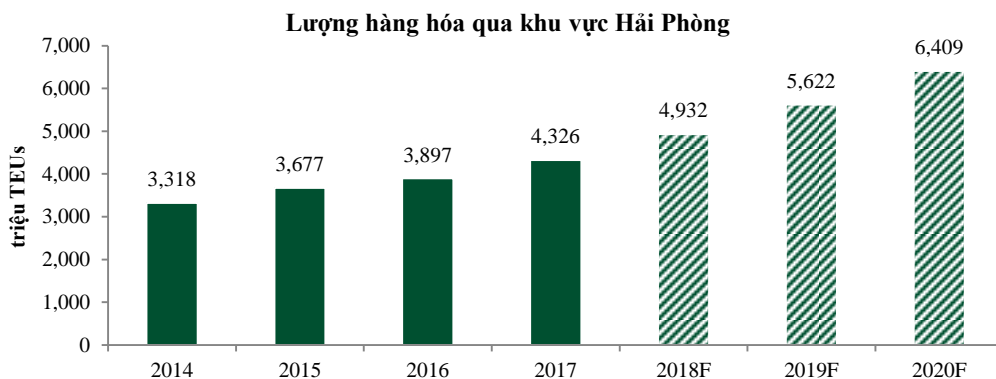
### Triển vọng 2019

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng cao về sản lượng hàng hóa có thể được duy trì trong năm 2019. Theo đó, lượng hàng hóa thông qua cảng biển dự kiến đạt 747 triệu tấn (+16% yoy), lượng hàng hóa container đạt 22,3 triệu TEUs (+20% yoy).

Tại miền Bắc, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng hàng hóa qua cụm cảng Hải Phòng sẽ đạt trung bình 17%/năm trong vòng 03 năm tới. Thực tế, qua 09 tháng đầu năm 2018, sản lượng hàng hóa qua cảng tại khu vực này đã tăng 18% yoy.

Trong khi đó, xu hướng dịch chuyển luồng hàng hóa từ các cảng thượng nguồn xuống hạ nguồn sông Cẩm cơ bản đã kết thúc sau khi hoàn thiện cầu Bạch Đằng cùng với tăng trưởng khả quan của lượng hàng hóa giúp tình hình cạnh tranh bớt căng thẳng. Các cảng hạ nguồn mới đi vào hoạt động như VIP Green (Viconship) hay Nam Đình Vũ (Gemadep) có nhiều lợi thế để thu hút

nguồn hàng trong bối cảnh giá sản dịch vụ tại cảng HITC (Lạch Huyện) đang cao hơn khoảng 50%.



*Nguồn: Cục thống kê Hải Phòng, VCBS tổng hợp*

Tại khu vực Đông Nam Bộ, tình trạng quá tải tại các cảng ở TP/HCM như Cát Lái khiến khả năng tiếp nhận lượng hàng hóa tăng thêm mỗi năm không nhiều. Do vậy, cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải với nhiều yếu tố thuận lợi về điều kiện tự nhiên được quy hoạch trở thành nơi tiếp nhận hàng hóa container quan trọng của. Lượng hàng qua cụm cảng này đã tăng lên nhanh trong thời gian qua (trên 20% mỗi năm), trong khi đó tỷ lệ lấp đầy trung bình của các cảng hạ nguồn đã tăng từ 71% năm 2016 lên 87% năm 2018, một số cảng hoạt động vượt công suất thiết kế. Điều này mở ra cơ hội cho các Cảng biển mới trong thời gian tới.

#### **VSC - Khả quan**

##### ***KQKD 9T.2018***

Kết thúc 9T.2018, VSC ghi nhận DTT đạt 1.998,46 tỷ đồng (+29,8% yoy, 92,1% KH), LNTT đạt 287,57 tỷ đồng (+33% yoy, 102,7% KH). Kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực trong 09 tháng đầu năm nhờ vào sản lượng hàng hóa thông qua các cảng của VSC tăng 31% yoy, chủ yếu tập trung tại cảng VIP Green.

##### ***Triển vọng***

VSC là doanh nghiệp hoạt động lâu năm trong lĩnh vực Cảng biển tại khu vực Hải Phòng. Cảng VIP Green hoàn thành vào giai đoạn chuyển dịch luồng hàng hóa từ thượng nguồn xuống hạ nguồn sông Cấm và trước khi các đối thủ kịp tăng công suất vào năm 2018 nên đã tận dụng hiệu quả xu hướng này.

Dựa trên tăng trưởng hàng hóa qua khu vực vẫn duy trì ổn định và cảng VIP Green còn dư địa để tăng công suất, chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa qua các cảng của VSC sẽ tăng khoảng 14% trong năm 2019, trong khi giá bốc dỡ giữ ở mức tương đương năm 2018.

##### ***Quan điểm đầu tư***

VCBS dự kiến doanh thu 2018 sẽ đạt 1.641,63 tỷ đồng (+26% yoy), LNTT đạt 365,91 tỷ đồng (+22,6% yoy), tương ứng EPS forward 2018 là 5.805 đồng/cổ phiếu. Năm 2019, DTT dự kiến đạt 1.871,46 tỷ đồng (+14%), LNTT ước đạt 418,28 tỷ đồng (+13,3% yoy), tương ứng EPS forward 6.635 tỷ đồng. Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu VSC.

#### **GMD - Khả quan**

##### ***KQKD 9T.2018***

Kết thúc 9T.2018, GMD ghi nhận DTT đạt 1.998,46 tỷ đồng (-29,8% yoy, 93,6% KH), LNTT



đạt 1.993,73 tỷ đồng (+365,6% yoy, 93,6% KH). Những biến động mạnh về KDKD của doanh nghiệp chủ yếu đến từ hoạt động thoái vốn và tái cấu trúc các mảng kinh doanh.

## Triển vọng

Gemadept là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành Cảng biển - Logistics tại Việt Nam với vị thế cao về thị phần, chuỗi cung ứng và quy mô tài sản. Sau khi hoàn tất các khoản thoái vốn và tái cấu trúc công ty, hoạt động khai thác Cảng biển sẽ trở thành mảng kinh doanh cốt lõi và đóng vai trò động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp trong giai đoạn sắp tới.

Chúng tôi đánh giá cao triển vọng trong trung và dài hạn của GMD với lợi thế sở hữu vị trí Cảng biển đẹp tại cả 02 khu vực Hải Phòng và Cái Mép, dư địa tăng công suất lớn và nguồn hàng được đảm bảo phần nào từ đối tác là các hãng tàu tham gia đầu tư cảng.

## Quan điểm đầu tư

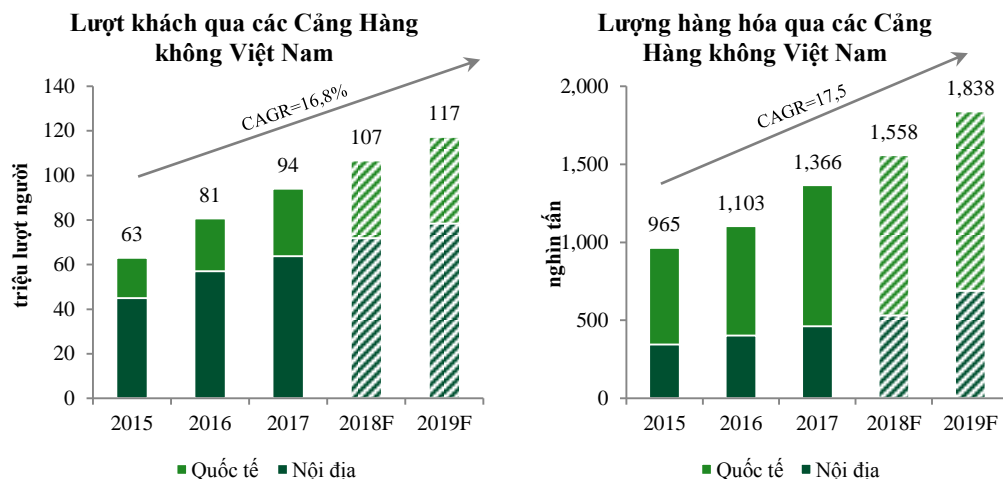
Năm 2018, chúng tôi dự phóng DTT đạt 2.684,93 tỷ đồng (-32,6% yoy), LNTT ước đạt 2.177,16 tỷ đồng (+234,7% yoy), tương ứng EPS forward 5.897 đồng/cổ phiếu. Năm 2019, DTT dự kiến đạt 3.124,34 tỷ đồng (+16,4%), LNTT ước đạt 880,46 tỷ đồng (-59,6% yoy), tương ứng EPS forward 2.385 tỷ đồng. Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu GMD.

[\*\(Trở về phần Triển vọng ngành và Doanh nghiệp\)\*](#)

## Ngành Hàng không

Ngành Hàng không Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng tuy nhiên có dấu hiệu giảm tốc trong năm 2018-2019

Tương đồng với xu hướng chung của khu vực Châu Á - Thái Bình Dương và thế giới, các thông số về tăng trưởng của ngành Hàng không Việt Nam cho thấy dấu hiệu giảm tốc sau 09 tháng đầu năm 2018.



Nguồn: CAAV, VCBS tổng hợp và dự phóng

Cụ thể trong 9T.2018:

(1) Lượt khách qua các cảng Hàng không đạt 79,07 triệu lượt (+11,8% yoy, cùng kỳ đạt 15,8%). Trong đó, lượng hành khách quốc tế đạt 27,33 triệu lượt (+23% yoy), lượng hành khách nội địa đạt 51,74 triệu lượt (+6,7% yoy).

(2) Lượng hàng hóa bưu kiện qua các cảng Hàng không đạt 1,11 triệu tấn (+10,8% yoy,

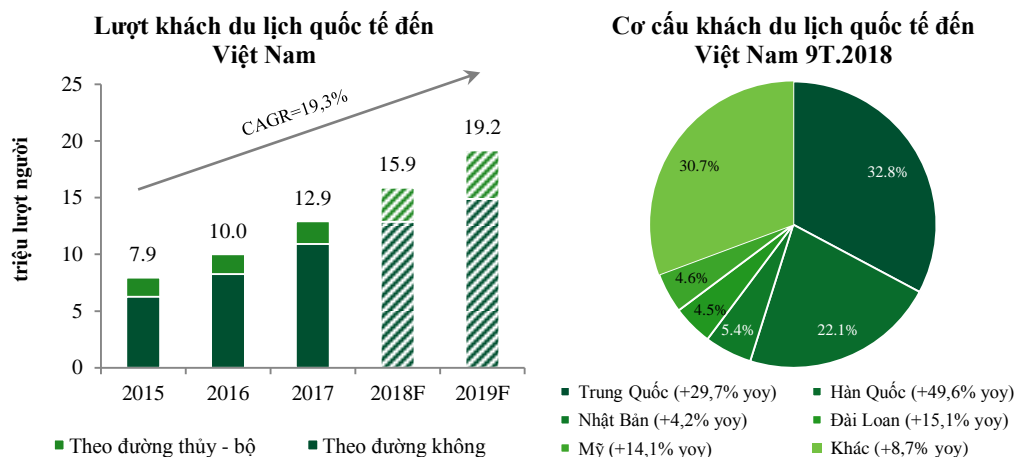
cùng kỳ đạt 28,7%). Trong đó, lượng hàng hóa bưu kiện quốc tế đạt 699,23 nghìn tấn (+5,9% yoy), lượng hàng hóa bưu kiện trong nước đạt 408,23 nghìn tấn (+20,4% yoy).

(3) Sản lượng hạ cất cánh đạt 497 nghìn lượt (+8,2% yoy, cùng kỳ đạt 9,2%). Trong đó, lượng hạ cất cánh quốc tế đạt 174 nghìn lượt (+15,5% yoy), lượng hạ cất cánh nội địa đạt 323 nghìn lượt (+4,7% yoy).

### Điểm sáng của hoạt động vận chuyển hành khách đến từ thị trường quốc tế

Thị trường vận chuyển hành khách nội địa chỉ còn tăng trưởng ở mức một chữ số, chậm lại tại hầu hết các đường bay, kể cả đường bay trực HAN-SGN. Chúng tôi đánh giá thị trường nội địa đã mở rộng khá nhanh trong giai đoạn 2012-2017 và rất khó để lặp lại diễn biến này. Tốc độ tăng trưởng trong 02 năm sắp tới có thể duy trì ở mức 7,5%/năm trước khi có những thay đổi đáng kể đối với cơ sở hạ tầng Hàng không.

Trong bối cảnh đó, điểm sáng của ngành đến từ thị trường quốc tế với mức xuất phát điểm tương đối thấp, chỉ bằng 47,6% thị trường nội địa về lượt khách năm 2017. Các hãng Hàng không trong và ngoài nước, đặc biệt là các hãng chi phí thấp (LCC) đã nhanh chóng phát triển mạng lưới bay với các nước trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương nhằm tận dụng nhu cầu lớn di chuyển đi và đến Việt Nam, cả về kết nối kinh tế lẫn du lịch. Cụ thể, lượt khách du lịch quốc tế đến Việt Nam 9T.2018 đã tăng 22,9% yoy. Trong đó, một số khu vực đáng chú ý bao gồm Trung Quốc (+29,7% yoy), Hàn Quốc (+49,6% yoy), Đài Loan (15,1% yoy), ....



*Nguồn: Tổng cục du lịch, VCBS tổng hợp và dự phóng*

Đối với hoạt động vận chuyển hàng hóa, sự phát triển nhanh chóng của công nghiệp chế tạo và xuất khẩu của Việt Nam những năm gần đây đã kéo theo nhiều chuyển biến tích cực trong lĩnh vực này, thậm chí tốc độ tăng trưởng có phần nhanh hơn so với vận chuyển hành khách.

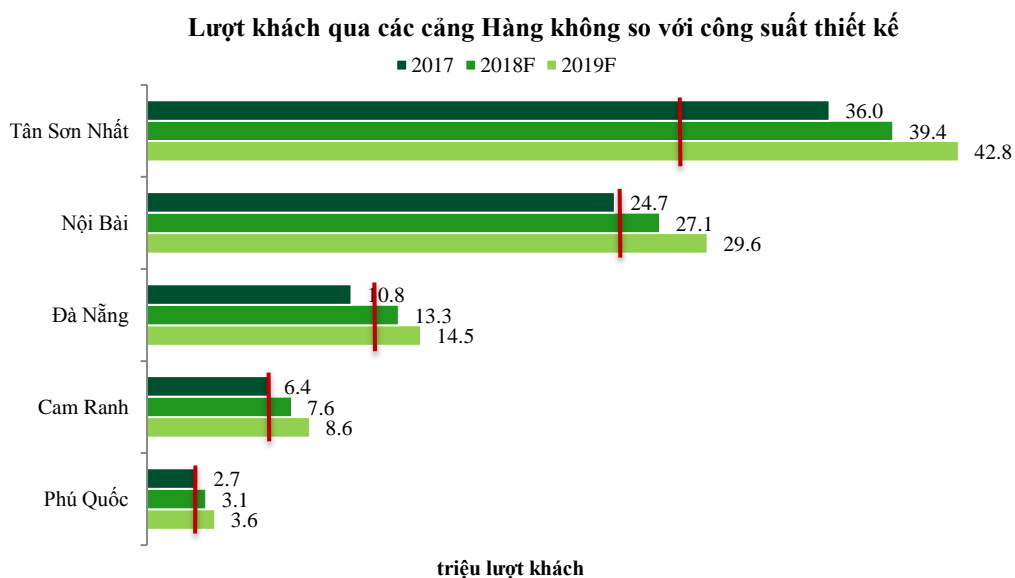
Tuy nhiên, xu hướng nói trên cũng dẫn tới sự phụ thuộc lớn vào một số nhà sản xuất tại lĩnh vực công nghiệp điện tử, tiêu biểu là Samsung. Trong 9T.2018, sản lượng vận chuyển hàng hóa quốc tế tăng chậm lại đáng kể, chỉ đạt 5,9% yoy so với mức 36,9% vào cùng kỳ. Trái lại, sản lượng vận chuyển hàng hóa nội địa tăng mạnh 20,4% yoy (cùng kỳ đạt 15,2%). Điều này có đóng góp quan trọng từ sự bùng nổ hoạt động thương mại điện tử Việt Nam, với mức tăng trưởng trên 30% năm 2018.

Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng căng thẳng thương mại tiếp diễn sẽ thúc đẩy sự dịch chuyển hoạt động sản xuất một số lĩnh vực như dệt may, da giày, ... sang Việt Nam, qua đó có thể cải thiện phần nào hoạt động vận chuyển hàng hóa quốc tế.

**Tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng  
Hàng không chưa theo kịp tốc độ  
phát triển của ngành**

Bộ GTVT dự báo, tổng thị trường vận chuyển hành khách của các hãng hàng không Việt Nam tăng trung bình 16%/năm trong giai đoạn đến năm 2020 và 8%/năm giai đoạn 2020-2030, hàng hóa tăng trung bình 18%/năm giai đoạn đến 2020 và 12%/năm giai đoạn 2020-2030, sản lượng vận chuyển đạt 64 triệu lượt hành khách/năm vào năm 2020 và 131 triệu lượt hành khách vào năm 2030.

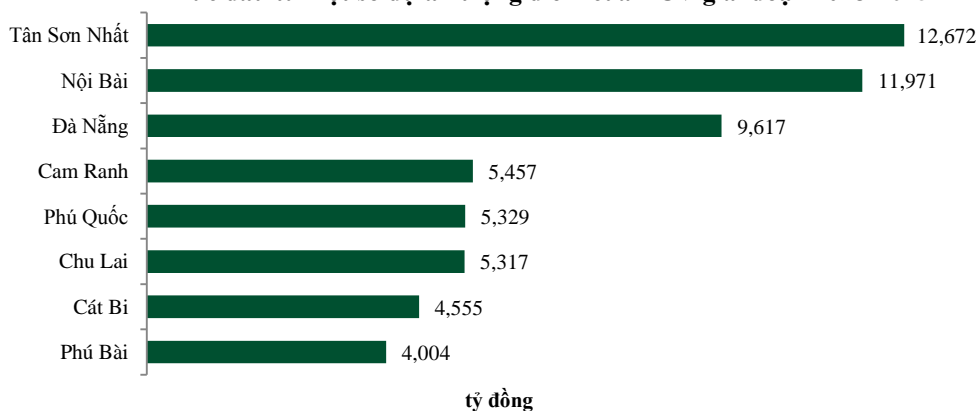
Trong năm 2018, cả 05 cảng Hàng không lớn nhất của Việt Nam là Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh và Phú Quốc đều đã phục vụ số lượt khách vượt công suất thiết kế, đặc biệt là Tân Sơn Nhất (vượt 40,7%). Mặc dù những cải tiến về mặt công nghệ, quy trình phần nào đáp ứng được lượng hành khách tăng thêm mỗi năm, việc mở rộng, nâng cấp các cảng Hàng không này vẫn là yêu cầu tất yếu.



Nguồn: CAAV, VCBS tổng hợp và dự phóng

Theo kế hoạch của ACV giai đoạn 2018-2025, sẽ có 15 cảng Hàng không trọng điểm được đầu tư nâng cấp, xây dựng cảng Hàng không quốc tế Long Thành giai đoạn 01 và xây dựng mới các nhà ga hành khách cảng Hàng không Điện Biên, Nà Sản, Lào Cai. Dự kiến, tổng mức đầu tư các dự án nhà ga, sân đỗ (chưa tính cảng Hàng không quốc tế Long Thành) lên tới hơn 56,7 nghìn tỷ đồng bằng vốn tích lũy từ hoạt động kinh doanh của ACV. Ngoài ra, cần hơn 20,7 nghìn tỷ đồng đầu tư cho các dự án trong khu bay bằng nguồn vốn tích lũy từ hoạt động kinh doanh khu bay.

**Mức đầu tư một số dự án trọng điểm của ACV giai đoạn 2018-2025**



*Nguồn: ACV, VCBS tổng hợp*

Trong các dự án kể trên, ưu tiên sẽ thuộc về Tân Sơn Nhất với nhu cầu cấp thiết hiện tại. Quy hoạch chi tiết sân bay Tân Sơn Nhất giai đoạn đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 đã được phê duyệt mới đây với một số điểm đáng chú ý: (1) Cải tạo, mở rộng 02 nhà ga hiện hữu (T1 và T2), nâng công suất lên 30 triệu hành khách/năm, (2) Xây mới nhà ga T3 công suất 20 triệu hành khách/năm ở phía Nam, (3) bổ sung 03 đường lăn song song và 05 đường lăn thoát nhanh, (4) bổ sung 56 vị trí đỗ, nâng tổng số vị trí đỗ lên 106, (5) xây dựng nhà ga hàng hóa 370.000 tấn/ năm và khu hàng hóa và xử lý logistics Hàng không diện tích 20ha về phía Bắc.

Dựa trên tiềm năng hiện tại, chúng tôi cho rằng con số 50 triệu hành khách qua Tân Sơn Nhất có thể đạt được vào năm 2023 và dư địa để hoạt động vượt công suất sẽ không nhiều như giai đoạn vừa qua, dẫn đến sự thiếu hụt từ phía cung trước khi cảng Hàng không quốc tế Long Thành đi vào hoạt động năm 2025. Trong khi đó, dự án Long Thành vẫn đang trong quá trình xây dựng phương án huy động vốn, đặt ra áp lực cho việc hoàn thành đúng tiến độ mà Quốc hội đề ra.

Mặt khác, chúng tôi cũng nhìn nhận thấy xu hướng tư nhân hóa trong đầu tư hạ tầng Hàng không, tiêu biểu là cảng Hàng không quốc tế Vân Đồn, nhà ga hành khách Cam Ranh, Đà Nẵng, .... Bên cạnh ích lợi làm giảm áp lực với ngân sách nhà nước, cải thiện chất lượng dịch vụ, việc thị trường trở nên phân mảnh hơn là tín hiệu kém khả quan với các doanh nghiệp có thị phần lớn trong ngành

## HVN - Khả quan

### KQKD 9T.2018

Kết thúc 9T.2018, Vietnam Airlines ghi nhận DTT đạt 72.934,03 tỷ đồng (+17,9% yoy, 75,1% KH), LNTT đạt 2.426,36 tỷ đồng (-7,8% yoy, 100,2% KH), LNST đạt 1.968,99 tỷ đồng (-12,7% yoy, 102,71% KH). Mặc dù doanh thu hợp nhất tiếp tục tăng trưởng mạnh với động lực chính từ doanh thu các công ty liên doanh liên kết (+45% yoy), lợi nhuận của HVN bị bào mòn đáng kể do (1) giá nhiên liệu tăng mạnh 37,5% so với cùng kỳ và (2) lỗ tỷ giá tăng 25% yoy vì đồng VND mất giá hơn 2% so với USD.

### Triển vọng

Vietnam Airlines tiếp tục đẩy mạnh khai thác thị trường Đông Bắc Á, đặc biệt là Trung Quốc và Hàn Quốc, đồng thời chủ động điều chỉnh linh hoạt tải cung ứng tại các đường bay nội địa theo từng thời điểm để cải thiện hiệu quả hoạt động. Công ty cũng duy trì triển khai chiến lược thương hiệu kép (dual brand) gồm Vietnam Airlines và Jetstar Pacific (JPA). Nhờ sự bùng nổ của phân khúc LCC cùng quá trình tái cơ cấu trong nhiều năm, JPA đã bắt đầu cho thấy những

tín hiệu tín cực về các thông số hoạt động cũng như kết quả kinh doanh. Trong 7 tháng đầu năm 2018, JPA đạt 5.395 tỷ đồng doanh thu (+31% yoy) và 277,8 tỷ đồng LNST so với mức lỗ 245,2 tỷ đồng vào cùng kỳ năm ngoái, qua đó đóng góp tích cực vào kết quả hợp nhất.

Trong năm 2018, Vietnam Airlines nhận thêm 02 máy bay Airbus A350 theo hình thức bán và thuê lại (Sale and Leaseback - SLB), thuê 09 máy bay Airbus A321- NEO, trả sớm 04 tàu thuê ATR72 và 03 tàu Airbus A330 đến hạn. Quy mô đội bay Vietnam Airlines tăng lên 98 chiếc vào cuối năm 2018. Trong giai đoạn 2019-2021, hãng tiếp tục nhận thêm 21 máy bay và dự kiến khai thác 132-135 máy bay vào năm 2025.

Chúng tôi lưu ý rủi ro giá nhiên liệu với HVN. Giá dầu tăng sẽ tạo ra ảnh hưởng lớn đối với Vietnam Airlines trên 02 khía cạnh: (1) tăng chi phí giá vốn và (2) giá năng lượng tăng khiến khả năng tăng trần giá vé máy bay giảm đi do áp lực đối với lạm phát, trong khi giá vé của Vietnam Airlines đã tiệm cận mức trần hiện nay. Trường hợp giá dầu giảm sẽ tạo ra tác động ngược lại.

### ***Quan điểm đầu tư***

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2018 đạt 98.536,78 tỷ đồng (+18,8% yoy), LNTT đạt 3.677,53 tỷ đồng (+16,6% yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 2.763,32 tỷ đồng, tương ứng EPS 2.088 đồng/cổ phiếu. Cho năm 2019, DTT dự phóng đạt 115.925,03 tỷ đồng (+17,6% yoy), LNTT đạt 3.985,99 tỷ đồng (+15,2% yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 3.183,83 tỷ đồng, tương ứng EPS 2.244 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cơ hội đầu tư vào HVN.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phó phòng Phân tích Nghiên cứu

[lhathi@vcbs.com.vn](mailto:lhathi@vcbs.com.vn)

**Mạc Đình Tuấn**

Trưởng nhóm Phân tích Doanh nghiệp

[mdtuan@vcbs.com.vn](mailto:mdtuan@vcbs.com.vn)

**Lê Thu Hà**

[ltha\\_ho@vcbs.com.vn](mailto:ltha_ho@vcbs.com.vn)

**Lê Đức Quang**

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

**Trương Anh Quốc**

[taquoc@vcbs.com.vn](mailto:taquoc@vcbs.com.vn)

**Nguyễn Hoàng Minh**

[nhminh@vcbs.com.vn](mailto:nhminh@vcbs.com.vn)

**Ngô Phương Anh**

[npanh@vcbs.com.vn](mailto:npanh@vcbs.com.vn)

**Ngô Duy Tài**

[ndtai@vcbs.com.vn](mailto:ndtai@vcbs.com.vn)

**Trần Hải Nam**

[thnam01@vcbs.com.vn](mailto:thnam01@vcbs.com.vn)

**Nguyễn Huy Hoàng**

[nhhoang@vcbs.com.vn](mailto:nhhoang@vcbs.com.vn)

**Nguyễn Thành Hưng**

[nthung@vcbs.com.vn](mailto:nthung@vcbs.com.vn)



## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-3820 8116- Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
<b>Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn</b>	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5557
<b>Phòng Giao dịch Tây Hồ</b>	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
<b>Phòng Giao dịch Hoàng Mai</b>	Tầng 1, tòa nhà Hàn Việt, số 203 Minh Khai, phường Minh Khai, quận Hai Bà Trưng, thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 3220 2345
<b>Văn phòng Đại diện Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (+84-296) 3949 843
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (+84-251) 3918 815
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-225) 382 1630
<b>Văn phòng đại diện Bình Dương</b>	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-274) 3855 771