



TRIỂN VỌNG NGÀNH SÁU THÁNG CUỐI NĂM

Tháng Tám, 2019

NỘI DUNG

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU

KINH TẾ VĨ MÔ: ỔN ĐỊNH

- ❖ **Tốc độ tăng trưởng GDP có thể sẽ chậm lại song các chỉ báo vĩ mô vẫn được đảm bảo ổn định.** Trong đó, chúng tôi cho rằng lạm phát chung sẽ được Chính phủ kiểm soát ở mức thấp, trong khi tăng trưởng GDP ổn định quanh 6,8% YoY. Sang năm 2020, động lực hỗ trợ tăng trưởng GDP từ đầu tư tư nhân có thể sẽ giảm nhẹ. Thay vào đó, việc đẩy mạnh đầu tư công với hàng loạt dự án lớn như cao tốc Bắc Nam, sân bay Long Thành, v.v... sẽ là trợ lực cho tăng trưởng cho kinh tế.

Kim ngạch xuất khẩu vào thị trường châu Âu dự báo tăng khoảng 20% YoY trong năm đầu tiên hiệp định EVFTA có hiệu lực (2021). Đây cũng sẽ là nhân tố hỗ trợ cho tăng trưởng giai đoạn này.

- ❖ **Việt Nam chịu ảnh hưởng trái chiều từ cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung.** Sau khi cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung khởi phát từ quý 3/2018, thặng dư thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ ghi nhận mức tăng trưởng kỷ lục, 30% YoY, trong nửa đầu năm 2019. Bên cạnh cơ hội tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng hàng hóa sang Mỹ, có nhiều mối quan ngại về khả năng Việt Nam sẽ trở thành điểm trung chuyển cho hàng hóa Trung Quốc xuất sang Mỹ. Theo thống kê của Rộng Việt, các nhóm hàng đang có rủi ro này bao gồm thiết bị quay phim chụp hình, sắt thép, gỗ, nhựa, phương tiện vận tải, vải và sản phẩm từ động vật. Tuy vậy, tổng kim ngạch xuất khẩu tăng thêm của các nhóm hàng này sang Mỹ ước chỉ chiếm khoảng 1 - 2% tổng kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ, do vậy, chúng tôi đánh giá rủi ro này là không lớn.
- ❖ **Rủi ro mất giá tiền đồng chưa lớn trong năm 2019.** Trái với giai đoạn trước, khi đồng Nhân dân tệ (CNY) đột ngột giảm giá so với USD thì Việt Nam đồng (VNĐ) cũng giảm mạnh theo. Trong đợt giảm giá mạnh gần đây của CNY, phá ngưỡng tâm lý 7,0 CNY đổi 1 USD, VNĐ vẫn không có nhiều biến động. Chúng tôi cho rằng sự ổn định của VNĐ được đóng góp bởi 2 yếu tố (1) Cán cân thương mại thặng dư 2,9 tỷ USD tính đến 15/8 (+21% YoY) và (2) Tổng vốn FDI giải ngân và vốn góp mua cổ phần đạt hơn 19 ngàn tỷ đồng (+30% YoY). Các số liệu này cho thấy sức cầu đối với VNĐ còn khá lớn và rủi ro mất giá mạnh trong những tháng còn lại của năm 2019 là không lớn.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

- ❖ **Cung tiền hạn hẹp và mức sinh lợi của các kênh đầu tư khác đang gia tăng.** Trong khi lạm phát chung vẫn duy trì ở mức thấp, lạm phát lõi (lạm phát chung sau khi loại trừ tác động của một số mặt hàng chịu sự kiểm soát của Nhà nước) thực tế đã tiệm cận ngưỡng 2%, mức mục tiêu của Chính phủ. Do vậy, chúng tôi đánh giá xác suất mở rộng cung tiền trong nửa cuối năm là rất thấp. Với sự hạn hẹp của dòng tiền, **khả năng bứt phá mạnh của VNIndex là khó xảy ra.**

Trong bối cảnh đó, chính sách thắt chặt tín dụng vào lĩnh vực bất động sản cũng như các lĩnh vực kinh doanh có nhu cầu vốn dài hạn khiến kênh trái phiếu doanh nghiệp, với mức lãi suất dao động 11 – 14,5%, trở thành kênh đầu tư hấp dẫn so với cổ phiếu. Rủi ro ngoại tác theo vòng xoáy thương chiến Mỹ - Trung đồng thời khiến vàng trở thành kênh trú ẩn đối với những nhà đầu tư thận trọng. Do vậy, chúng tôi cho rằng **thanh khoản trên thị trường cổ phiếu khó có thể quay lại mức cao như giai đoạn cuối năm 2017 – đầu năm 2018.**

- ❖ **Kỳ vọng vấn đề giới hạn sở hữu đối với NĐT nước ngoài sẽ được giải tỏa một phần với sự ra đời của bộ chỉ số VN-Diamond.** Theo thông tin (chưa chính thức), chúng tôi được biết SGDCK Hồ Chí Minh đang xây dựng bộ chỉ số VN-Diamond, bao gồm các cổ phiếu không còn tỷ lệ sở hữu cho NĐT nước ngoài. Theo tìm hiểu, các cổ phiếu được xem xét là những cổ phiếu có vốn hóa lớn và đáp ứng yêu cầu nhất định về mặt thanh khoản. Chúng tôi cho rằng khi các quỹ chỉ số này vận hành sẽ là yếu tố hỗ trợ rất lớn cho thị trường khi mà khả năng phát hành cổ phiếu không có quyền biểu quyết (NVDR) khó có thể hiện thực hóa trước năm 2021.

- ❖ **Liệu câu chuyện thoái vốn sẽ trở lại năm 2020?** Tính đến quý 2/2019, chỉ tiêu thoái vốn nhà nước mới chỉ đạt 20% kế hoạch số lượng doanh nghiệp phải thoái vốn. Mặc dù vậy, nhờ thương vụ Sabeco, tổng số tiền thu được đạt khoảng 220 ngàn tỷ đồng. Số tiền này đáp ứng khoảng 88% tổng số tiền thu từ thoái vốn phục vụ chi đầu tư công giai đoạn 2016 – 2020. Do vậy, có thể thấy động lực đẩy mạnh thoái vốn trong nửa cuối năm 2019 là không lớn.

Thay vào đó, áp lực hoàn thành kế hoạch sẽ rơi vào 2020, và một vài thương vụ lớn có thể diễn ra. Một số tên tuổi lớn đáng chú ý là Mobifone, Vinacafe, VNPT, VEA, PLX, v.v...

- ❖ **Sự hạn hẹp của dòng tiền và rủi ro từ bên ngoài khiến thị trường chứng khoán đối diện nhiều thách thức trong ngắn hạn.** Chúng tôi cho rằng khả năng VNIndex chinh phục thành công mức 1.000 điểm trong năm 2019 là không cao. Thay vào đó, chỉ số VNIndex sẽ dao động quanh ngưỡng P/E 16,7 lần.

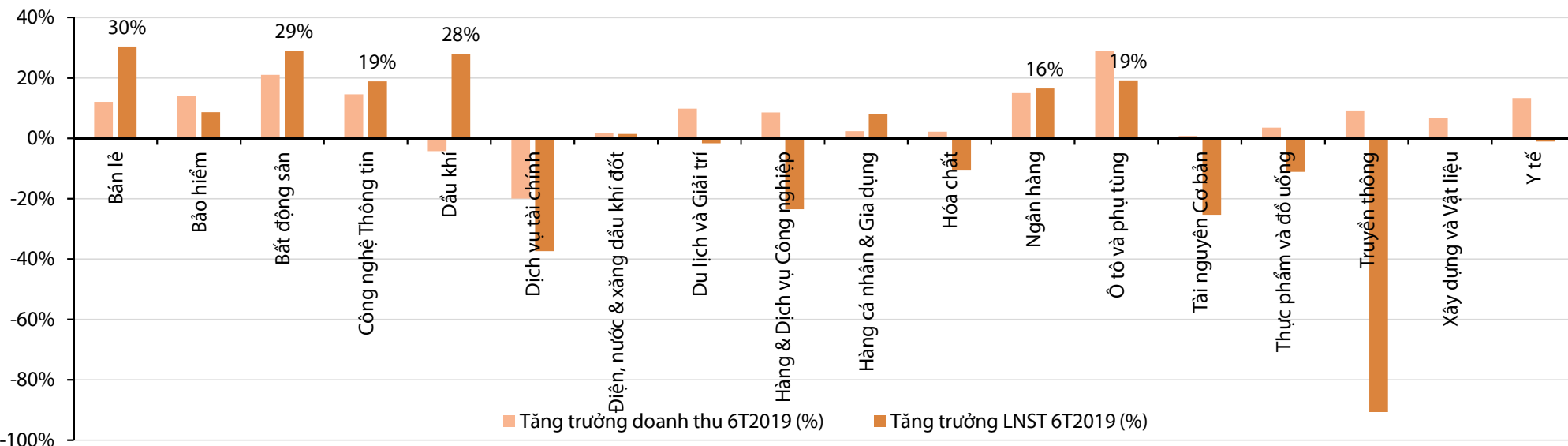
Đảm bảo kinh tế vĩ mô tăng trưởng ổn định vẫn đang là quyết sách được Chính phủ theo đuổi và ghi nhận thành công. Bất chấp bức tranh thương mại toàn cầu còn nhiều biến động, môi trường vĩ mô trong nước vẫn đảm bảo thuận lợi cho các doanh nghiệp nội địa hoạt động. Do vậy, chúng tôi cho rằng sự chững lại trong ngắn hạn của thị trường chứng khoán sẽ là cơ hội để NĐT quan sát, tìm hiểu, và tích lũy cổ phiếu thuộc các nhóm ngành không phụ thuộc vào biến động bất thường của thương mại toàn cầu.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

- Tăng trưởng lợi nhuận của hầu hết các nhóm ngành đều chậm lại so với cùng kỳ. Sự phân hóa diễn ra không chỉ trên bình diện nhóm ngành, mà còn giữa các nhóm cổ phiếu trong ngành. Bán lẻ, bất động sản, dầu khí, phụ tùng ô tô, CNTT và ngân hàng là những ngành có kết quả kinh doanh khả quan.
- Dự báo tổng LNST của 54 doanh nghiệp (*) thuộc danh mục theo dõi của Rổng Việt sẽ tăng lần lượt 21% YoY và 31% YoY năm 2019 và 2020. Đáng chú ý, doanh nghiệp thuộc các nhóm ngành có liên quan đến chi tiêu tiêu dùng cá nhân hay sự phát triển của công nghệ là những doanh nghiệp có khả năng duy trì mức tăng trưởng hai chữ số (lớn) trong hai năm này như VJC, MWG, FPT, PNJ, AST, VCB, VRE, MBB, HDB, POW, v.v...
- Kết hợp với các chỉ số vĩ mô của Việt Nam vẫn khả quan và môi trường kinh doanh thuận lợi, chúng tôi đánh giá từ tốt đến khả quan đối với các nhóm ngành liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến tiêu dùng:
 - Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng từ các hoạt động cốt lõi có thể chậm lại nhưng ổn định và bền vững hơn giai đoạn trước
 - Chúng tôi đánh giá khả quan đối với các nhóm ngành bán lẻ, hàng không, công nghệ, bảo hiểm nhân thọ và dược phẩm
- Chúng tôi bảo lưu quan điểm đánh giá tiêu cực đối với các nhóm ngành mà hoạt động kinh doanh có yếu tố chu kỳ cao, hoặc chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng cao trong giá thành, cũng như những nhóm ngành mà Việt Nam không có lợi thế về quy mô. Các nhóm ngành này bao gồm thép, xây dựng, vật liệu xây dựng, hoá chất (phân bón, nông dược và cao su tự nhiên).
- Bức tranh thương mại toàn cầu trở nên ảm đạm sau khi chiến tranh thương mại giữa Mỹ- Trung leo thang. Bên cạnh nhân tố tích cực, các ngành hàng liên quan đến hoạt động xuất nhập khẩu cũng sẽ gặp nhiều thách thức. Những ngành liên quan tới xuất khẩu không chỉ được hưởng lợi mà còn phải đối mặt với nhiều khó khăn:
 - Quan điểm của chúng tôi là Trung lập (so với quan điểm Tích cực hồi đầu năm) đối với các ngành thuỷ sản, dệt may và dầu khí.
 - Làn sóng chuyển dịch cơ sở sản xuất ra khỏi Trung Quốc tới các nước châu Á khác đang diễn ra mạnh mẽ. Vì vậy, chúng tôi giữ quan điểm lạc quan trong ngắn và trung hạn đối với các nhóm ngành kho vận, vận tải/cảng biển và khu công nghiệp.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Các ngành dẫn dắt thị trường có kết quả kinh doanh tích cực trong 6T2019



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

GHI CHÚ: ĐÁNH GIÁ NGÀNH

- Bảng xếp hạng định tính của chúng tôi dựa trên sáu tiêu chí toàn ngành, cụ thể: Triển vọng cung-cầu 2019, môi trường pháp lý, tiềm năng tăng trưởng dài hạn, phát triển công nghệ và cạnh tranh với xếp hạng từ 1 đến 5 và các tiêu chí khác nhau giữa các ngành.
- Các lĩnh vực tích cực là các lĩnh vực chúng tôi tin rằng sẽ có cơ hội tăng trưởng và / hoặc triển vọng thu nhập lạc quan trong năm nay. Các lĩnh vực trung lập được thúc đẩy bởi các yếu tố thuận lợi nhưng cũng có nhiều rủi ro bên ngoài và / hoặc bên trong; chúng tôi tin rằng các lĩnh vực này sẽ phù hợp hơn cho các nhà đầu tư có khả năng chịu rủi ro từ trung bình đến cao và khả năng theo dõi biến động của thị trường. Đối với các lĩnh vực tiêu cực, cơ hội chỉ hiện diện khi vấn đề cấp thiết được giải quyết.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

STT	Ngành	Triển vọng cung-cầu 2019	Giá nguyên liệu	Môi trường pháp lý	Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	Phát triển kỹ thuật	Cạnh tranh	Quan điểm	Cổ phiếu ưa thích	Cổ phiếu theo dõi
1	BĐS Khu công nghiệp	+	-	-	+		+	Lạc quan	KBC, VGC	SZC, LHG, NTC
2	Logistics	+	-	++	++	+	-	Lạc quan	GMD, HAH	TMS, EMS, VTP, TCW
3	Bán lẻ	+			+	+	+	Lạc quan	MWG, PNJ	DGW, FRT
4	Hàng không	+		-	+		+	Tốt	AST	ACV, SAS
5	Công nghệ	+		+	++	+	-	Tốt	FPT	YEG
6	Bán lẻ ô tô	+		+	+		-	Tốt	HAX	SVC, VEA
7	Bảo hiểm		-	+	++	+	-	Tốt	PGI	BVH, BMI
8	Dược	+	-	+	+		-	Tốt		PME, MKP, DBD, TRA
9	Thủy sản	-			+	+	-	Trung lập	VHC	FMC, ANV
10	Dệt may	+	-	-	+	+	-	Trung lập	STK, MSH	TCM, TNG
11	Điện	+	-	-	+	+		Trung lập	REE, POW	HND, CHP, VSH, PPC
12	Thực phẩm – Đồ uống	+	-	-	+	+	-	Trung lập	VNM, QNS	SAB, MCH
13	Dầu khí	-		+		-	+	Trung lập	PVT	PVD, PXS, PVB, PVS
14	Ngân hàng	+	-	-	++	+	-	Trung lập	MBB, ACB	TCB, VIB
15	Bất động sản	-		-	++		+	Trung lập	NLG, VHM	VIC, NVL, HDG, DIG
16	Cao su sẫm lốp	+	+				-	Trung lập	DRC	CSM
17	Chứng khoán	--	-	+	++	+	--	Tiêu cực		SSI, VND, HCM
18	Xây dựng	-	-	-	++	+		Tiêu cực	PC1	CTD, TV2
19	Vật liệu xây dựng	-	-		+	+	-	Tiêu cực	BMP	HT1
20	Thép		-	+	+	+	--	Tiêu cực		HPG
21	Hóa chất – Cao su tự nhiên	-				-	-	Tiêu cực		PHR
22	Hóa chất – Phân bón/Nông dược	-	-		-		-	Tiêu cực		LTG, DPM, BFC
23	Khác								PTB	BWE

Nguồn: Rong Viet Securities

CỔ PHIẾU ƯA THÍCH

Sàn	Mã	VHTT (tỷ đồng)	GTGDBQ 3T triệu đồng	Giá mục tiêu (đồng)	Giá hiện tại (đồng)	Tổng mức sinh lời kỳ vọng (%)	2018		2019F		2020F		P/E		P/B (x)	NĐTNN còn được sở hữu (%)
							+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	2019F (x)			
HOSE	POW	30.210	36.532	18.000	12.900	41,9	5,3	107,8	4,4	45,6	18,0	23,6	12,4	1,2	34,2	
UPCOM	QNS	10.745	8.665	40.500	30.102	39,5	5,2	20,8	-2,7	-6,3	17,4	10,9	8,0	1,4	35,3	
HOSE	HAH	728	4.576	20.000	15.100	39,1	35,5	-8,3	3,7	-5,4	9,6	10,5	5,8	0,8	29,9	
HOSE	LHG	900	5.886	25.000	18.000	38,9	-11,8	6,6	7,0	-8,7	17,6	30,5	5,6	0,8	35,7	
HOSE	MBB	47.340	90.129	30.500	22.400	38,8	40,9	68,3	22,7	21,2	22,1	20,4	6,8	1,4	0,0	
HOSE	NLG	7.057	34.047	41.900	30.800	36,0	24,8	55,0	-8,2	27,8	-44,1	12,1	7,6	1,4	0,0	
HOSE	MWG	51.927	94.838	151.000	117.300	30,0	30,0	30,5	21,7	35,0	25,2	36,7	13,7	6,2	0,0	
HNX	ACB	35.507	33.142	27.000	21.900	27,9	22,7	142,5	12,9	17,5	12,4	17,3	6,0	1,7	0,0	
HOSE	REE	11.642	24.941	46.000	37.550	27,3	36,5	26,0	9,7	-9,7	7,0	19,0	7,2	1,2	0,0	
HOSE	FPT	35.270	79.107	63.500	52.000	26,0	17,0	35,0	23,2	26,9	15,1	19,3	10,6	2,6	0,0	
HOSE	DIG	3.953	9.500	19.500	12.550	55,4	68,4	31,7	-9,2	26,5	162,8	37,0	9,4	1,0	12,6	
HOSE	PC1	2.780	2.739	26.800	17.450	53,6	60,5	90,0	22,2	-11,6	-2,9	17,0	7,6	1,0	11,0	
HNX	PVS	9.751	70.807	25.080	20.400	25,4	-12,9	30,8	17,9	7,9	-12,3	-11,0	8,7	0,8	25,0	
HOSE	PVT	4.925	12.171	21.300	17.500	24,6	22,4	44,9	8,3	-0,2	0,0	-7,5	8,1	1,2	18,4	
HOSE	MSH	3.051	9.906	72.000	61.000	23,8	20,4	84,6	13,8	17,0	10,1	9,7	7,5	3,1	41,3	
HOSE	VHC	7.670	19.829	102.700	83.000	23,7	13,7	138,5	4,6	-14,3	10,7	-5,0	6,3	1,9	64,7	
HOSE	PNJ	19.149	58.592	104.000	86.000	23,0	33,0	32,5	15,6	24,4	19,9	28,2	17,2	5,1	0,0	
HOSE	PGI	1.544	1.363	20.100	17.400	22,4	3,4	15,6	5,5	7,7	6,2	9,2	11,0	1,0	28,2	
HOSE	STK	1.464	3.401	24.000	20.700	18,4	21,0	79,0	5,2	20,8	8,4	9,3	7,6	1,4	39,2	
HOSE	AST	2.952	7.156	75.000	65.600	17,4	31,2	9,2	32,5	23,3	20,0	23,7	14,9	4,3	14,7	
HOSE	HDB	25.898	40.240	29.000	26.400	9,8	38,5	136,6	14,7	17,5	13,6	18,7	7,8	1,5	5,6	
HOSE	VRE	81.858	125.512	38.550	35.150	9,7	-13,6	-17,2	2,5	21,7	13,3	22,2	28,0	2,9	16,5	
HOSE	SCS	9.005	5.771	160.000	157.500	6,7	14,8	20,7	12,4	14,9	16,5	21,1	17,7	9,6	25,0	
HOSE	BID	123.074	38.929	37.000	36.000	4,7	14,0	8,4	21,9	11,1	14,2	33,3	20,5	2,5	26,8	

Nguồn: Rong Viet Securities

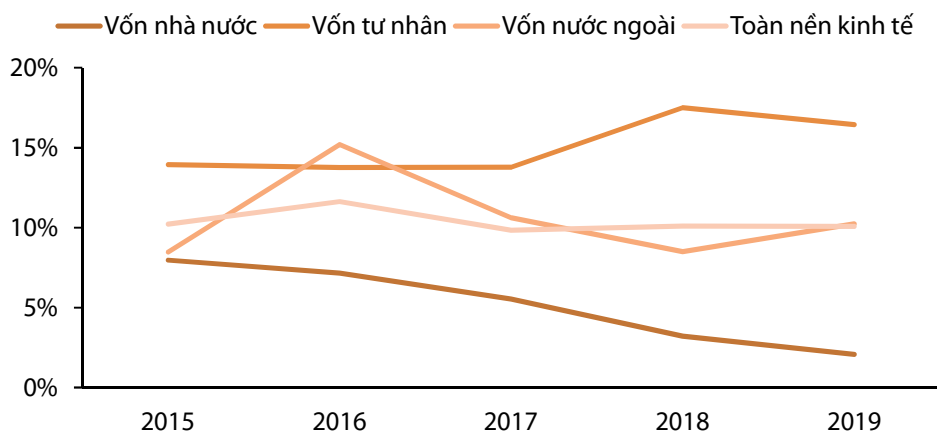
KINH TẾ VIỆT NAM: Tăng trưởng ổn định
Tú Vũ- tu.va@vdsc.com.vn

KINH TẾ VIỆT NAM

Tăng Trưởng GDP Ổn Định

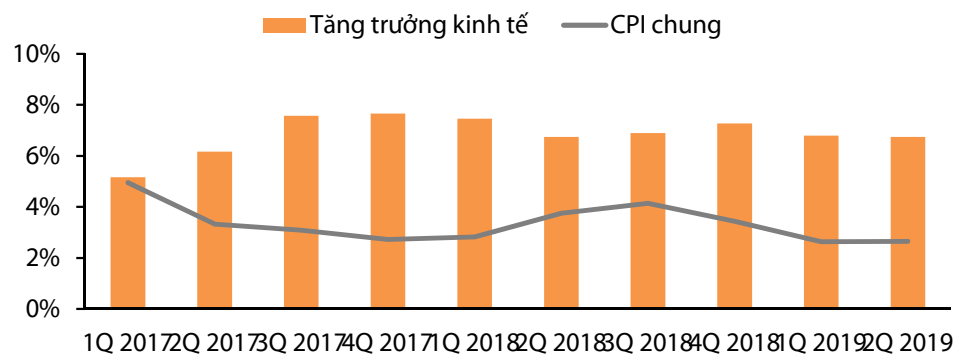
- Tăng trưởng GDP ổn định quanh mức 6,8% YoY trong bối cảnh lạm phát thấp nhờ sự điều tiết của Chính Phủ.
- Hiệu ứng từ đầu tư tư nhân đang giảm dần nhưng có thể sẽ được thay thế bởi đầu tư công trong 2020.
- Giải ngân vốn FDI ổn định. Dịch chuyển nhà máy sang Việt Nam và mua/góp vốn cổ phần gia tăng.
- EVFTA có thể có hiệu lực từ 2021 và giá trị xuất khẩu sang thị trường này có thể tăng trên 20% trong năm đầu tiên.

Hình 2: Tăng Trưởng Đầu Tư Toàn Xã Hội (%. YoY)

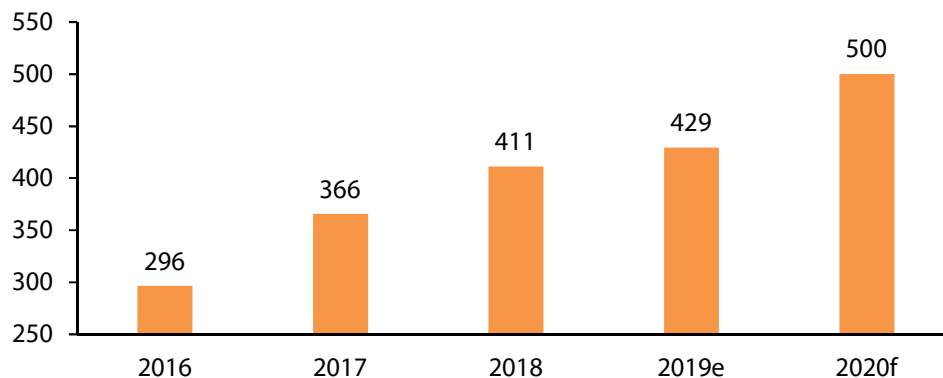


Nguồn: TCTK, BTC, CTCK Rông Việt

Hình 1: Tăng Trưởng GDP và CPI Chung (%. YoY)



Hình 3: Đầu Tư Công (Nghìn tỷ đồng)

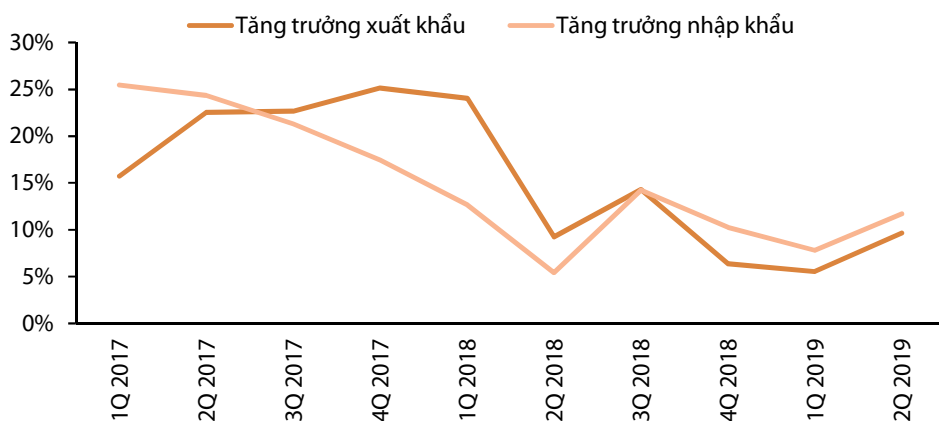


KINH TẾ VIỆT NAM

Tác Động Trái Chiều Từ Căng Thẳng Thương Mại

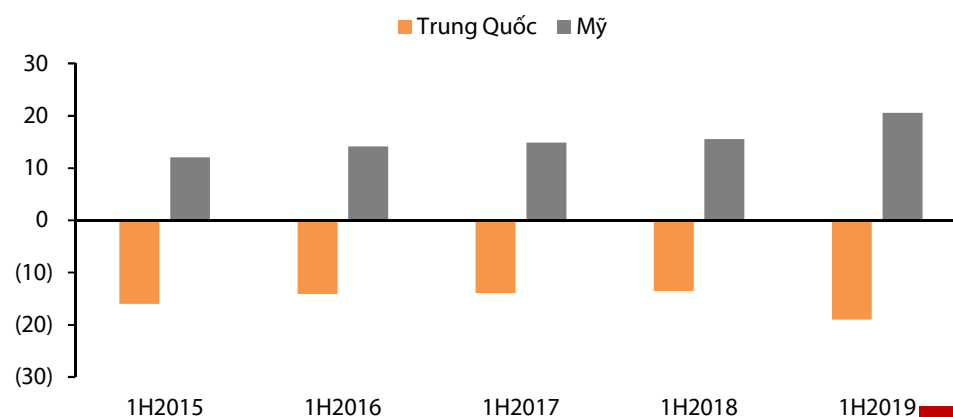
- Tăng trưởng thương mại sụt giảm và chỉ hồi phục nhẹ trong quý 2/2019.
- Mỹ và các thị trường mới ký FTA ghi nhận kết quả xuất khẩu tích cực nhất.
- Thặng dư thương mại với Mỹ tăng 30% YoY trong 1H2019, mức tăng hiếm gặp trong lịch sử.
- Tác động từ căng thẳng thương mại:
 - Tích cực: Tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng của Mỹ, đặc biệt sau khi gói áp thuế 300 tỷ USD có hiệu lực.
 - Tiêu cực: Rủi ro trở thành điểm trung chuyển hàng hóa do năng lực sản xuất trong nước hạn chế.

Hình 4: Tăng Trưởng Thương Mại Việt Nam (%YoY)



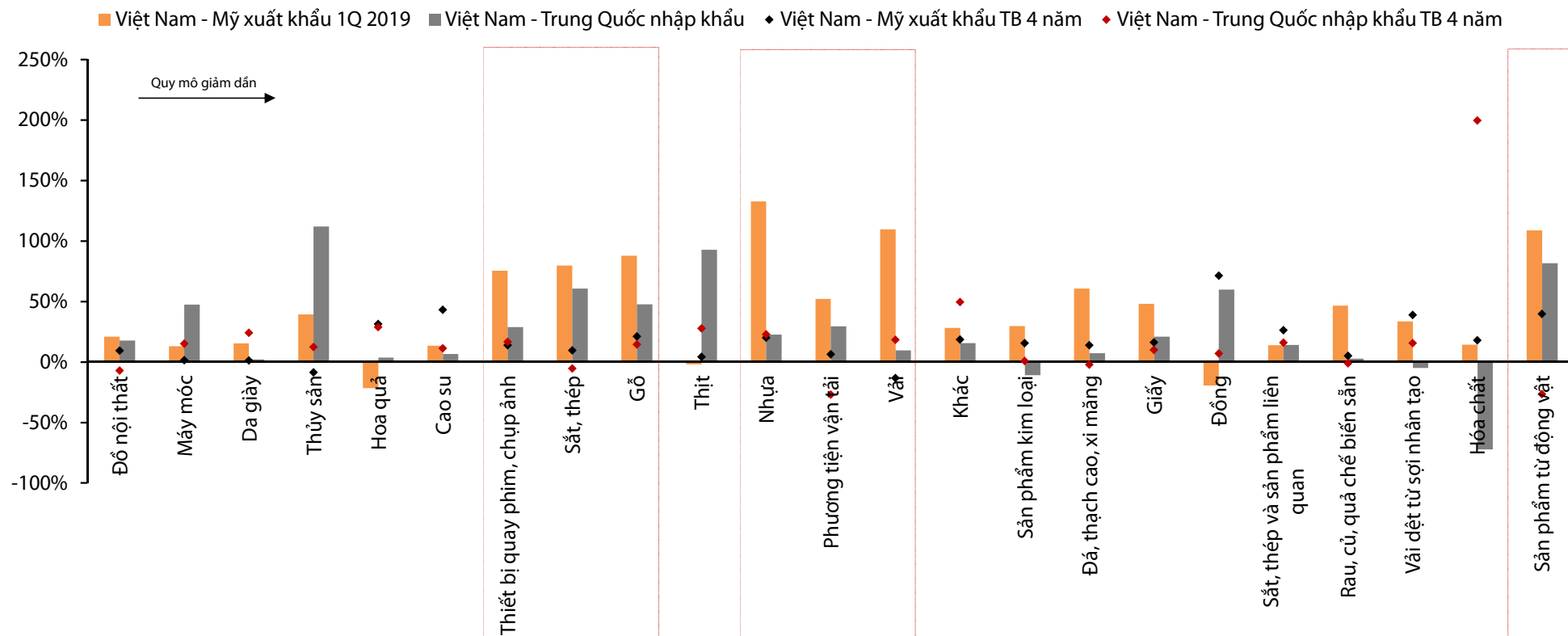
Nguồn: TCTK, TCHQ, CTCK Rông Việt

Hình 5: Cán Cân Thương Mại Việt Nam với Mỹ và Trung Quốc (Tỷ USD)



KINH TẾ VIỆT NAM

Quan Hệ Thương Mại 3 Bên: Mỹ - Việt Nam – Trung Quốc Trong 1Q2019



Nguồn: ITC, CTCK Rỗng Việt

Tỷ Giá: Cẩn Trọng nhưng Không Bi Quan

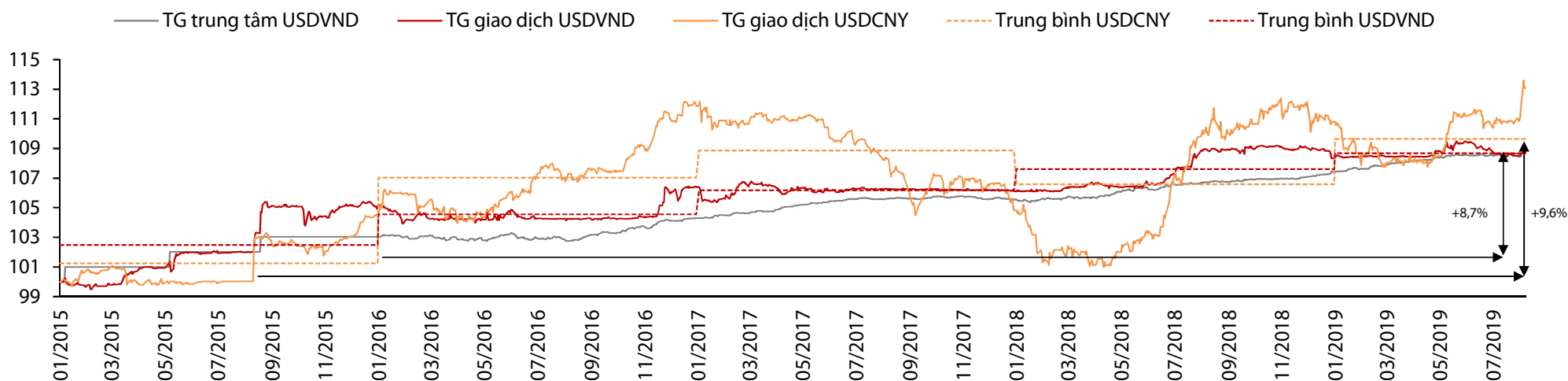
Diễn biến:

- Đồng Nhân Dân Tệ (NDT) đang giao dịch quanh ngưỡng tâm lý 7,0 trong khi tiền Đồng tiếp tục ổn định.
- Kể từ 2015, tỷ giá USDVND và USDCNY trung bình tăng 8,7% và 9,6%, lần lượt.

Quan điểm của chúng tôi:

- Chưa ghi nhận yếu tố chính trị rõ rệt trong đợt giảm giá của đồng NDT. Khá sớm để lo ngại khả năng phá giá tiền tệ mạnh tay của nước này.
- Áp lực lên tiền Đồng chưa quá lớn, mức chênh lệch giữa hai đường bình quân ở mức chấp nhận được.

Hình 6: USDVND vs USDCNY (2015 = 100)



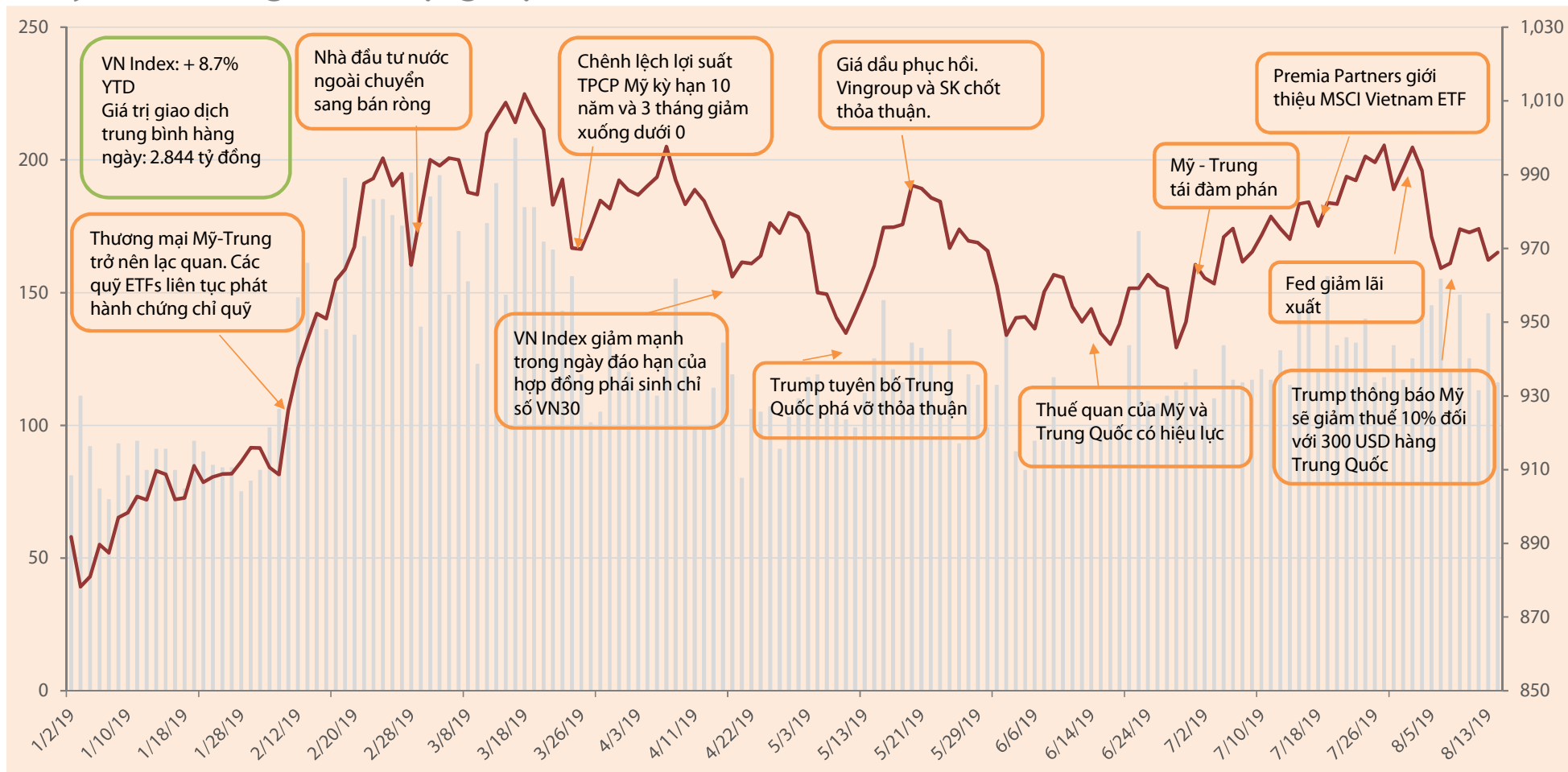
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG: Hỗ trợ và thách thức từ bên ngoài

Hoàng Nguyễn- hoang.nt@vdsc.com.vn

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG

Các yếu tố bên ngoài tác động mạnh đến VNIndex

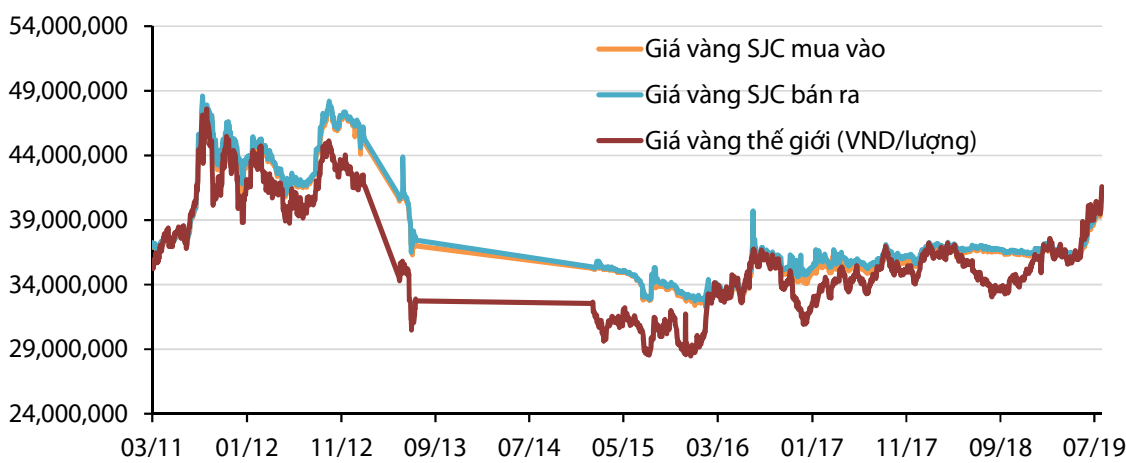


TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Các yếu tố trong nước ít hỗ trợ cho thị trường

- Dòng tiền trong nước bị hạn chế và phân hóa**
 - Chúng tôi cho rằng cung tiền trong nửa cuối năm sẽ thấp do lạm phát cơ bản đang di chuyển đến ngưỡng 2% - Ngưỡng mà chính phủ muốn kiểm soát.
 - Các kênh đầu tư khác như trái phiếu doanh nghiệp và vàng đang trở nên hấp dẫn. Trái phiếu doanh nghiệp liên tục phát hành với lãi suất cao, đặc biệt là của các doanh nghiệp bất động sản. Hơn nữa, giá vàng cũng đã tăng gần 10% kể từ cuộc họp của Fed hồi tháng 6.
- Luật chứng khoán sửa đổi sẽ không hỗ trợ thị trường đáng kể trong năm nay**
 - Luật chứng khoán sửa đổi có thể được thông qua trong cuộc họp Quốc hội vào cuối tháng 10 tới. Luật mới được thông qua là cơ sở để giải quyết bài toán giới hạn sở hữu nước ngoài. Tuy nhiên, trong trường hợp tích cực là được thông qua vào kỳ họp lần này, thì phải tới năm 2021 luật mới đi vào có hiệu lực. Do đó, chúng tôi không cho rằng thị trường sẽ phản ánh điều tích cực này trong năm nay.

Hình 1: Giá vàng gần đây đã tăng mạnh



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng 1: Trái phiếu doanh nghiệp được phát hành với lãi suất cao

Mã chứng khoán	Lãi suất (%)	Khối lượng (tỷ đồng)
PDR	12-14,5	450
KDH	12,0	450
VPI	12,0	80
KBC	10,5	200
SBT	10,5	500
TTB	10,5	300

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Các yếu tố trong nước ít hỗ trợ cho thị trường

Bảng 2: Các công ty lớn cổ phần hóa hoặc bán vốn từ nay đến hết 2020

Tên công ty hoặc mã chứng khoán	Niêm yết	Tài sản tính đến cuối 2018	VHTT tại ngày 19/8 (tỷ đồng)
Agribank	Không	1.281.596	
ACV	UPCOM		181.784
Genco1 (6/2018)	Không	120.639	
VEA	UPCOM		79.196
PLX	HOSE		73.293
Vinachem	Không	56.757	
HVN	HOSE		55.384
Genco2	Không	31.003	
Vicem	Không	15.520	
VNPT	Không	9.286	
Vinacomin	Không	4.904	
Vinacafe	Không	2.219	

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Liệu câu chuyện thoái vốn có trở lại năm 2020?

Không có nhiều động lực để thoái vốn trong nửa cuối năm 2019

- Quá trình thoái vốn nhà nước đang diễn ra chậm khi mới chỉ có 20% các công ty thoái vốn, mang về khoảng 220 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 6/2019 (chủ yếu đến từ thương vụ Sabeco)
- Trong khi đó, kế hoạch thu từ thoái vốn để phục vụ đầu tư công giai đoạn 2016-2020 của chính phủ là 250 nghìn tỷ đồng. Hơn nữa, đầu tư công giai đoạn này cũng đang chậm lại do giải ngân thấp.

Áp lực hoàn thành kế hoạch sẽ rơi vào 2020, do đó một vài thương vụ lớn có thể diễn ra

- Mới đây nhất, Thủ tướng chính phủ đã ký quyết định các doanh nghiệp cổ phần hóa đến hết năm 2020.
- Tình thế có thể khó khăn khi mới chỉ 20% các công ty thoái vốn và 28% các công ty thực hiện cổ phần hóa theo kế hoạch đặt ra.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng một vài thương vụ lớn có thể được thực hiện trong năm sau bởi vì đây là năm cuối của kế hoạch và nhiều công ty lớn đang nằm trong diện thoái vốn hoặc cổ phần hóa.

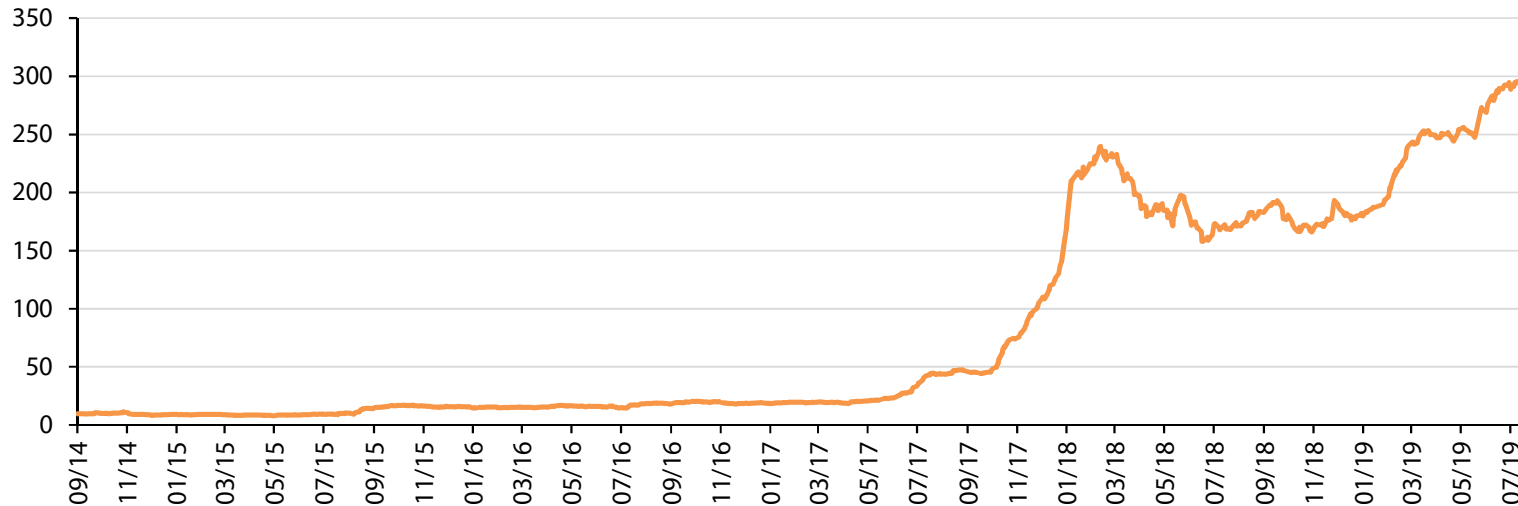
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Các yếu tố trong nước ít hỗ trợ cho thị trường

• Diamond-index và ETF

- Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh đang xây dựng hai bộ chỉ số VN-Diamond và VN-Capped Financial. Chúng tôi cho rằng việc xây dựng hai bộ chỉ số này sẽ giúp cho các công ty quản lý quỹ trong nước tạo ra các ETFs để phần nào đã giải quyết bài toán giới hạn sở hữu nước ngoài.
- Các cổ phiếu có thể được thêm vào hai chỉ số này đều là các cổ phiếu có vốn hóa lớn và có tỷ trọng khá cao trong VNIndex. Do đó, thông tin này khá là tích cực đối với thị trường trong bối cảnh thị trường đang thiếu những thông tin hỗ trợ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quy mô của các ETFs mô phỏng hai chỉ số này mới là điều quan trọng nhất. Quy mô của các ETFs có thể sẽ không lớn trong thời gian đầu, giống như quỹ VFMVN30 ETF, bởi vì các rủi ro bên ngoài vẫn còn cao. Ngay cả VFMVN30 ETF gần đây cũng đang bị rút ròng do sự leo thang của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và sự đảo ngược lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 2 năm và 10 năm.

Hình 2: VFMVN30 ETF mất hơn 3 năm để tăng tài sản lên 100 triệu đô



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Các yếu tố hỗ trợ và thách thức từ bên ngoài

Chúng tôi kỳ vọng FTSE sẽ nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi thứ cấp

- Việt Nam đã thỏa mãn các tiêu chí cần thiết để được nâng hạng. Mặc dù FTSE gần đây đã hạ và nâng một vài tiêu chí, nhưng đó không phải là các tiêu chí cần thiết để được nâng hạng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng FTSE sẽ nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9 tới.

Tiêu chí	Tiêu chuẩn của thị trường mới nổi thứ cấp	Việt Nam
Thị trường và Môi trường pháp lý		
Cơ quan quản lý TTCK chính thức chủ động giám sát thị trường (SEC, FSA, SFC)	X	Thông qua
Không phản đối hoặc hạn chế đáng kể hoặc hình phạt áp dụng cho khoản đầu tư vốn hoặc rút vốn và thu nhập	X	Thông qua
Lưu ký và Thanh toán		
Tỷ lệ các giao dịch thất bại thấp	X	N/A
Lưu ký – Cạnh tranh hiệu quả để đảm bảo dịch vụ lưu ký chất lượng cao	X	Thông qua
Thanh toán - T+2 / T+3	X	Thông qua
Hoạt động giao dịch		
Môi giới – Cạnh tranh hiệu quả để đảm bảo dịch vụ môi giới chất lượng cao	X	Thông qua
Thanh khoản – Giá trị giao dịch đủ cho đầu tư quốc tế	X	Thông qua
Chi phí giao dịch – Chi phí ngầm định và chính thức phải hợp lý và cạnh tranh	X	Thông qua
Tính minh bạch – Thông tin chuyên sâu về thị trường, có tính hiển thị và báo cáo quá trình giao dịch kịp thời	X	Thông qua

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Các yếu tố hỗ trợ và thách thức từ bên ngoài

Chúng tôi kỳ vọng FTSE sẽ nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới thứ cấp

- Kuwait và Saudi Arabia đã được thêm vào rổ thị trường mới thứ cấp lần lượt vào tháng 9 năm 2018 và tháng 3 năm 2019.
- Mặc dù thị trường Việt Nam có thể chiếm tỷ trọng nhỏ hơn Kuwait và Saudi Arabia trong rổ chỉ số nay, nhưng hàng trăm triệu đô sẽ chảy vào thị trường Việt Nam là điều chúng tôi dự báo.
- Ngoài ra, các quỹ đầu tư chủ động và nhà đầu tư cá nhân cũng sẽ đổ tiền vào khi kết quả FTSE được công bố.

Bảng 4: Các quỹ đang so sánh với FTSE Emerging Market Index (9/8/2019)

Mã chứng khoán	Tài sản (triệu đô)	Kuwait	Saudi Arabia
VWO US Equity	60.307	497	941
SCHE US Equity	5.764	51	103
SSGAEME LN Equity	4.555	33	66
UBSGEBA LN Equity	893	0	0
VMMSX US Equity	637	0	0
Total	72.156	584	1.110

Chú ý: VWO US Equity mô phỏng theo FTSE Emerging Markets China A Inclusion Indexes bao gồm cả FTSE Emerging All Cap Index và FTSE China A Index

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tích cực từ Fed

- Câu hỏi đáng quan tâm lúc này có lẽ không phải là Fed có giảm lãi suất hay không mà là Fed sẽ giảm lãi suất bao nhiêu lần trong năm nay?
- Với động thái nới lỏng từ Fed, các ngân hàng trung ương khác cũng sẽ nới lỏng chính sách tiền tệ. Điều này sẽ một hỗ trợ quan trọng cho nền kinh tế và thị trường chứng khoán

Bảng 5: Xác suất Fed giảm lãi suất (dữ liệu ngày 12/8)

Meeting date	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
18/09/2019					11,9%	88,1%
30/10/2019			0,0%	8,5%	66,5%	25,0%
11/12/2019	0,0%	0,0%	3,9%	35,0%	47,5%	13,6%
29/01/2020	0,0%	1,6%	17,0%	40,3%	33,2%	7,9%
18/03/2020	0,4%	5,4%	22,7%	38,6%	27,0%	5,9%
29/04/2020	1,4%	8,9%	25,9%	36,2%	22,7%	4,7%

Nguồn: CME Group

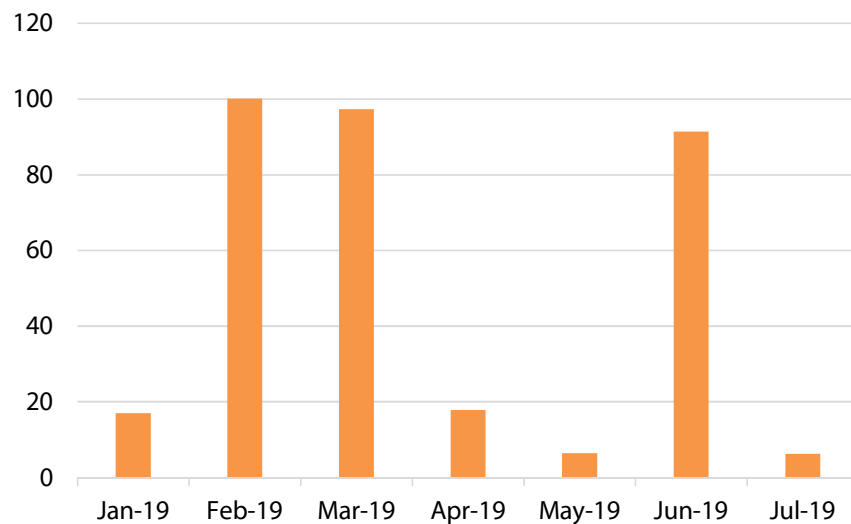
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Các yếu tố hỗ trợ và thách thức từ bên ngoài

Rủi ro bên ngoài vẫn còn cao

- Chiến tranh thương mại đang đè nặng lên tâm lý của các nhà đầu tư. Chúng tôi không cho rằng thỏa thuận thương mại giữa hai nước Mỹ và Trung Quốc sẽ sớm đạt được.
 - Do đó, dòng tiền vào ETF sẽ tiếp tục bị gián đoạn.
- Ngoài ra, các nhà đầu tư quốc tế cũng đang đổ tiền vào trái phiếu có lợi suất âm. Điều này hàm ý các nhà đầu tư đang ưa chuộng các tài sản an toàn hơn.

Hình 3: Dòng tiền vào ETFs đánh mất đà tăng (triệu đô)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Khối lượng lưu hành của trái phiếu có lợi suất âm đang đạt đỉnh (triệu



Nguồn: Bloomberg

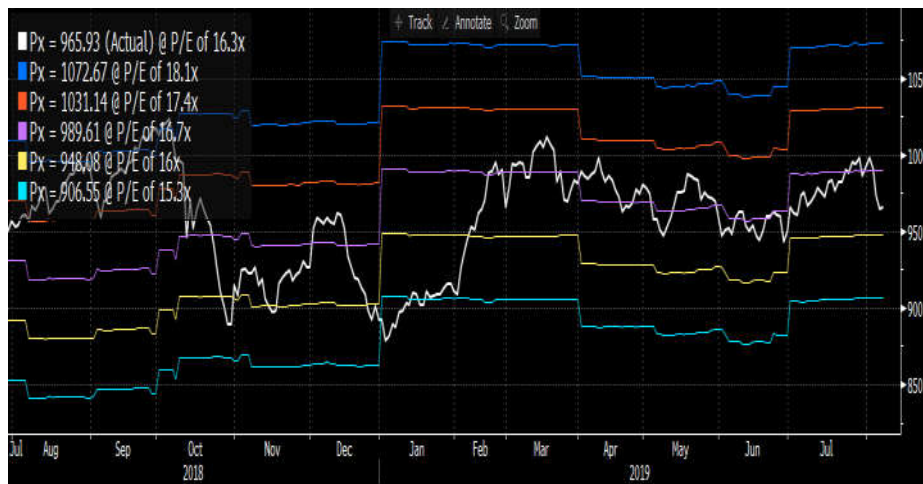
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Các yếu tố hỗ trợ và thách thức từ bên ngoài

Tóm lại

- Chúng tôi cho rằng hỗ trợ từ các yếu tố trong nước sẽ khá hạn chế, mặc dù các Ngân hàng thương mại quốc doanh đã giảm lãi suất cho vay ngắn hạn và luật chứng khoán sửa đổi có thể được thông qua. Tuy nhiên, thị trường có thể kỳ vọng từ các yếu tố hỗ trợ từ bên ngoài như nâng hạng thị trường và nới lỏng chính sách tiền tệ của các nước phát triển.
- Chúng tôi lặp lại rằng căng thẳng Mỹ - Trung sẽ tiếp tục đè nặng lên tâm lý thị trường khi mà một thỏa thuận chỉ có thể đạt được khi hai nước thực sự bỏ qua một vài lợi ích. Do đó, dòng tiền ETFs có thể trở lại nhưng khó tăng mạnh như giai đoạn đầu năm.
- Chúng tôi cho rằng VNIndex có thể tiếp tục giao động quanh ngưỡng PE 16,7 lần.

Hình 5: VNIndex có thể giao động quanh ngưỡng PE 16,7 lần



Nguồn: Bloomberg

Hình 6: VNIndex hiện đang giao động trên ngưỡng PE trung bình của 5 năm



Nguồn: Bloomberg



TRIỂN VỌNG NGÀNH

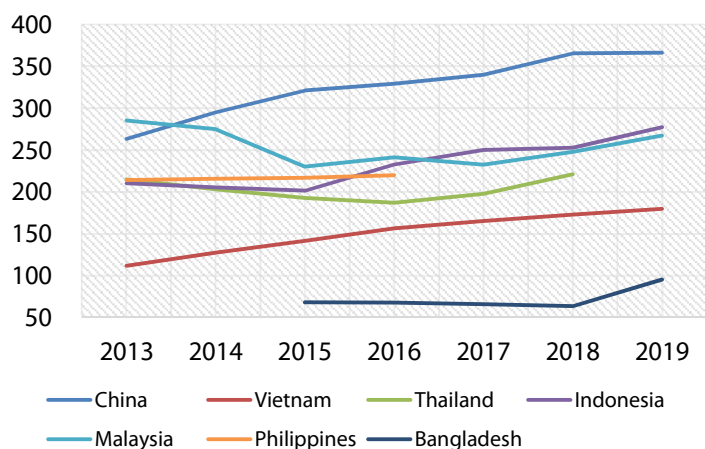
BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP: Phân hóa

Thư Phạm - thu.pa@vdsc.com.vn

BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP – NHÌN LẠI

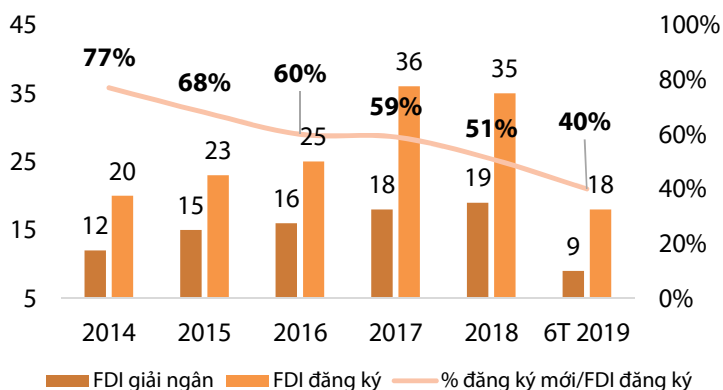
Các yếu tố hỗ trợ

Hình 1: Lương tối thiểu (USD/tháng)



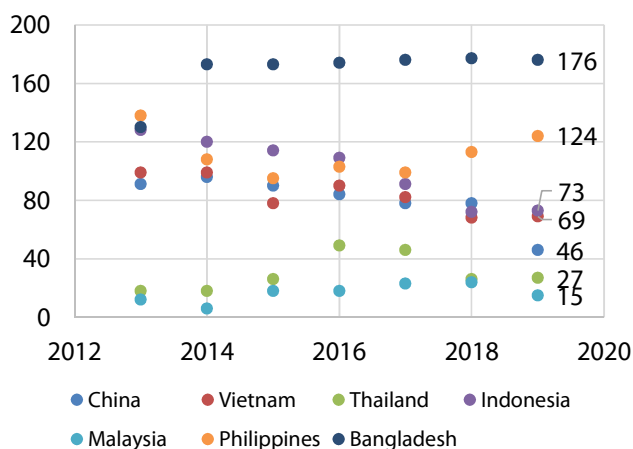
Nguồn: Trading Economics, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 3: Dòng vốn FDI vào Việt Nam (tỷ USD)



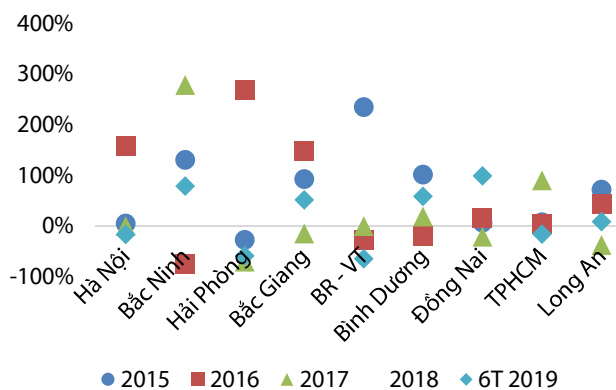
Nguồn: MPI

Hình 2: Xếp hạng môi trường kinh doanh



Nguồn: World Bank

Hình 4: Tăng trưởng FDI, theo địa phương (%)



Nguồn: MPI

Một số yếu tố hỗ trợ chúng tôi nhận thấy:

- Chi phí lao động thấp tương đối so với các nước trong khu vực. Chi phí lao động ước tính Việt Nam bằng 48% và 77% so với Trung Quốc và trung bình các nước ASEAN.
- Môi trường kinh doanh đang dần cải thiện, xếp hạng 69 năm 2018, sau Malaysia, Thái Lan và Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng Indonesia, xếp hạng 73, là đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam trong thu hút doanh nghiệp FDI.

Dòng vốn FDI cao vẫn đang được duy trì.

- Nửa đầu năm 2019 ghi nhận nguồn vốn FDI giải ngân đạt 9 tỷ USD (tăng trưởng 8%) và vốn FDI đăng ký 18 tỷ đồng (giảm 9%).
- Trong 6T2019, Bắc Ninh và Bắc Giang ghi nhận nguồn vốn FDI tăng 79% và 52% trong khi Đồng Nai và Bình Dương cũng có mức tăng 58% và 99% tại miền Nam.

Chúng tôi nghĩ rằng dòng FDI 2019 sẽ tương đương mức 2018. Trong đó, lĩnh vực chế biến, chế tạo dẫn đầu với tỷ trọng 71% trong 6T đầu năm. Phần lớn tập trung tại các khu vực trọng điểm như Bắc Ninh, Hải Phòng ở phía Bắc và Bình Dương, Đồng Nai tại phía Nam.

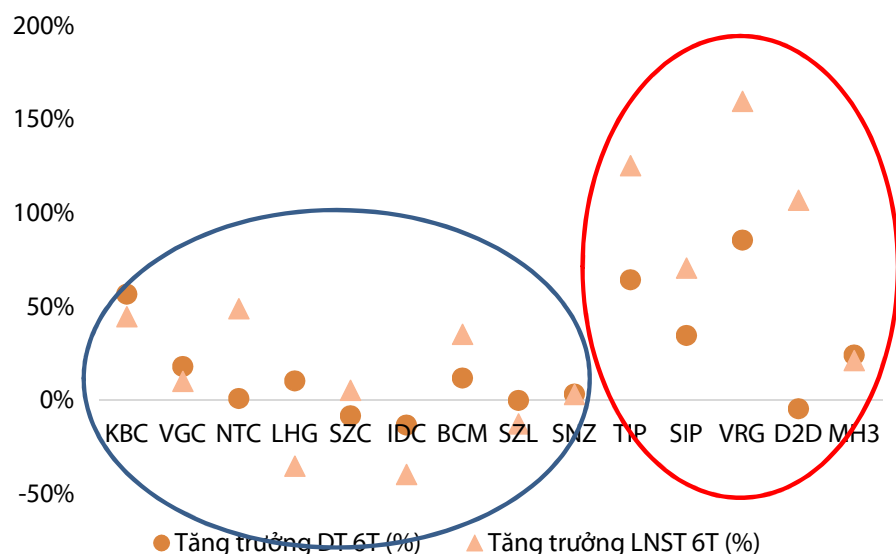


BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP - NHÌN LẠI

KQKD 6T 2019 phân hóa

Kết quả kinh doanh nhìn chung tương đối tích cực.

Hình 5: KQKD 6T đầu năm 2019

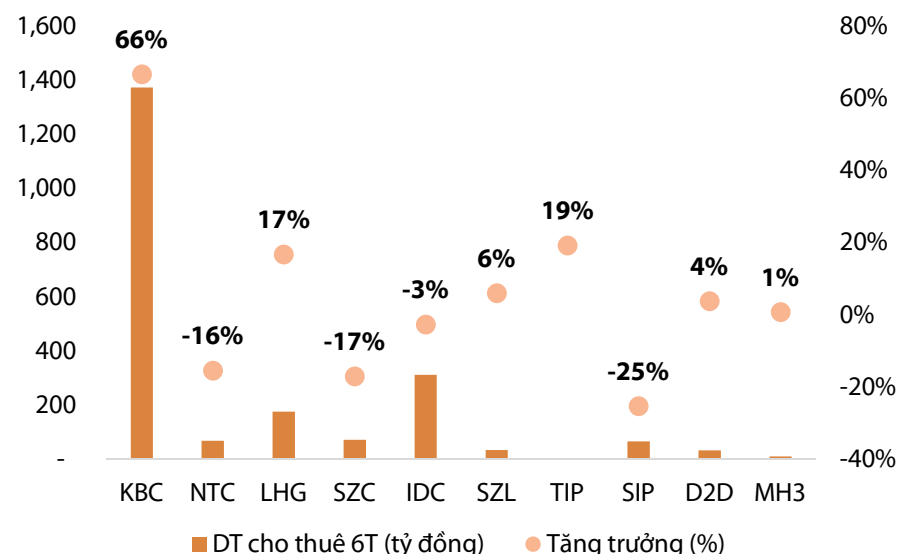


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Doanh thu và LNST các doanh nghiệp KCN tăng trung bình lần lượt 20% và 39%.
- Tăng sự tăng vọt đến từ những công ty có vốn hóa vừa-nhỏ trên sàn (TIP, SIP, VRG, D2D). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy phần lớn tăng trưởng lợi nhuận không đến từ hoạt động cho thuê KCN trong nhóm này.

Doanh thu cho thuê tăng khiêm tốn, trừ KBC và VGC.

Hình 6: Doanh thu cho thuê nửa đầu năm 2019



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp. KBC, VGC và LHG ghi nhận doanh thu cho thuê một lần.

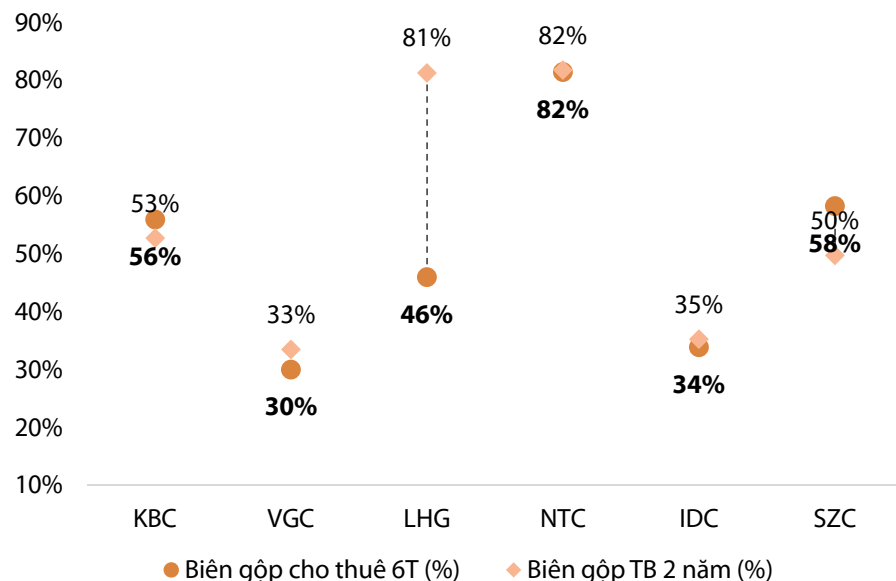
- Nhóm doanh nghiệp với quy mô nhỏ hơn (D2D, SZL, TIP) hầu như không còn diện tích cho thuê mới trong kỳ.
- Doanh thu cho thuê tại các KCN của KBC tăng trưởng 66%. VGC cũng ghi nhận diện tích cho thuê đạt 101,5 ha, tăng trưởng 346%.
- Trong khi đó, phần lớn lợi nhuận trong kỳ của LHG đến từ hoạt động cho thuê lại.



BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP - NHÌN LẠI

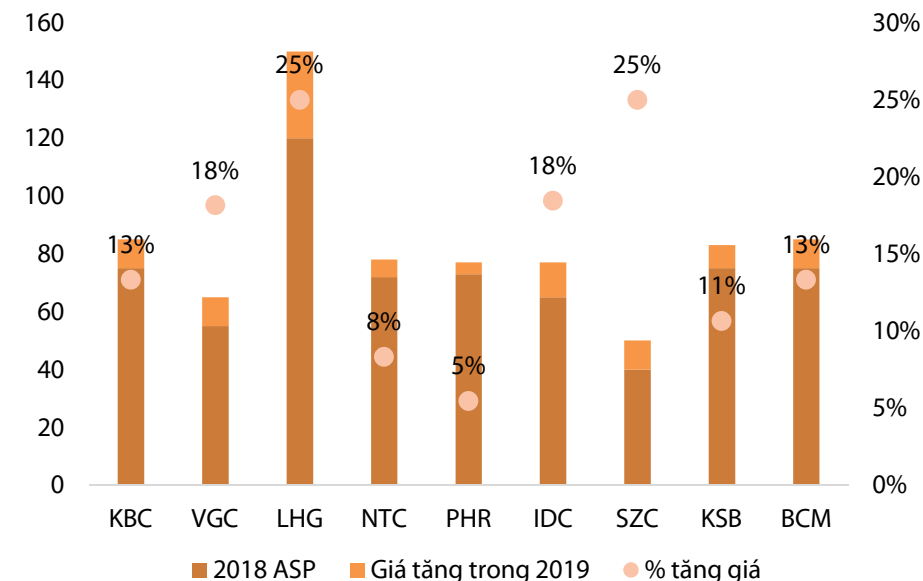
Giá cho thuê tăng ở hầu hết các KCN

Hình 7: Biên lợi nhuận gộp cho thuê (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 8: Giá bán trung bình và mức tăng trong 6T 2019 (USD/m²)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

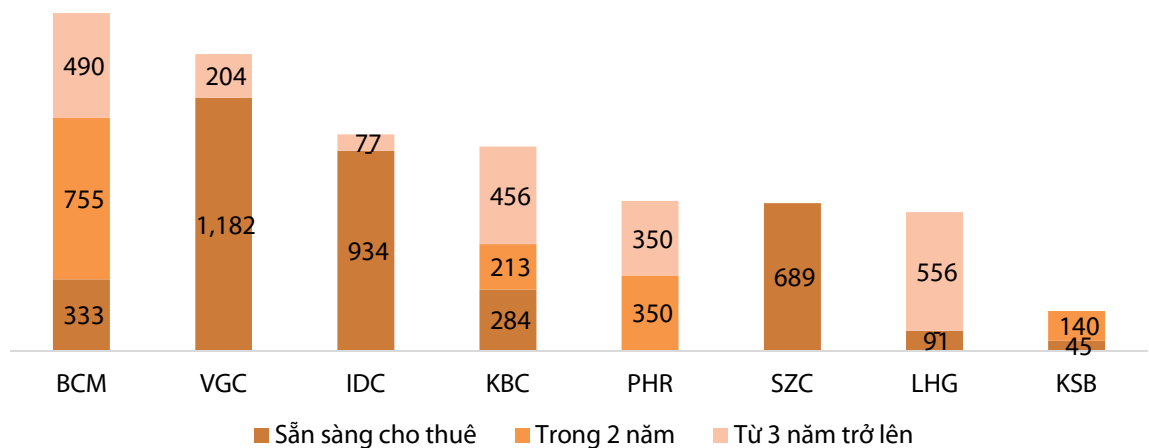
- Nhìn chung, giá cho thuê trung bình tăng ở phần lớn các khu, tuy nhiên, chi phí vốn cũng tăng tương đối; làm biên lợi nhuận gộp không có sự biến đổi lớn.**
 - Chúng tôi không nhận thấy cho thuê tăng vọt ở các KCN của NTC, IDC, SZC trong 6T2019.
 - Chúng tôi ước tính giá cho thuê trung bình tại các KCN của KBC và VGC tăng khoảng 16%.
 - Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp trong kỳ LHG sụt giảm đáng kể, từ mức 81% trong 2017-18 xuống còn 46%. Tuy nhiên, LHG đang có giá cho thuê tăng mạnh nhất, từ 120 USD/m² trong nửa đầu năm lên 150 USD/m² trong nửa cuối năm 2019, tương đương với mức tăng 25%. Chúng tôi cho rằng đây là yếu tố quan trọng giúp KCN Long Hậu 3 duy trì biên lợi nhuận ở mức cao khi chi phí vốn đang tăng cao.

BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP - NHÌN LẠI

Triển vọng vẫn tốt cho các DN có quỹ đất lớn

Rồng Việt giữ quan điểm tích cực cho các nhà đầu tư sở hữu quỹ đất lớn còn lại ...

Hình 9: Ước tính nguồn cung cho thuê (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính. Chúng tôi ước tính diện tích đất KCN Tân Bình mở rộng đối với PHR

... mặc dù một số khu đang chậm trễ tiến độ, khiến chi phí phát triển dự án tăng đột biến và hạn chế tiềm năng tăng mức sinh lời khi giá cho thuê tăng.

- **Thời gian đền bù**, giải phóng mặt bằng kéo dài, như KCN Long Hậu 3 - LHG và KCN Hựu Thạnh - IDC
- Quá trình **điều chỉnh các quy hoạch** liên quan đến phần đất KCN như Nam Sơn Hạp Lĩnh hoặc đang chờ phê duyệt Chủ trương đầu tư như KCN Trảng Duệ 3 - KBC
- Những vấn đề khác liên quan đến **sự sẵn sàng triển khai** như KCN Nam Tân Uyên 3 - NTC và VSIP 3 - BCM
- **Quy trình phê duyệt** chặt chẽ và kéo dài hơn đối với một KCN mới có thể ảnh hưởng đến nguồn cung trên thị trường
- **Tăng chi phí tiền thuê đất** Nhà nước



BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP - 6T 2019

So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Bảng 1: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
KBC	71,8	99,2	48,5	47,3	100,6	27,8	2,5	8,5	5,2	9,5
VGC	6,0	7,8	15,6	10,6	0,2	6,2	19,9	8,0	3,4	9,1
LHG	-27,3	-45,4	38,9	31,6	-49,5	29,0	16,6	7,6	6,6	11,8
NTC	264,4	545,8	83,5	82,3	230,0	88,3	75,9	62,1	15,1	96,0
SZC	32,1	152,3	76,9	38,2	33,9	33,5	154,8	4,9	4,1	6,8
IDC	4,0	18,9	20,7	12,4	-7,3	6,8	15,9	7,5	2,5	10,6
SZL	1,6	-11,8	30,3	20,3	-0,9	27,9	30,7	10,7	6,2	14,5
MH3	394,8	1.065,0	56,2	53,8	261,2	63,1	1,5	32,4	12,7	51,4
D2D	-5,5	136,8	44,6	38,6	72,0	49,7	8,3	16,4	8,1	27,0

Nguồn: Bloomberg



KBC - CHO THUÊ KCN DUY TRÌ TỐT. KỲ VỌNG GHI NHẬN PHÚC NINH

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nguồn cung đất cho thuê dồi dào trong cả ngắn và dài hạn**
 - Đến hết tháng 6/2019, diện tích thương phẩm còn lại ước tính là 491 ha; bao gồm KCN Quang Châu (97 ha), Tân Phú Trung (180 ha) và Nam Sơn Hạp Lĩnh (213 ha). Đây sẽ nguồn cung ổn định trong ít nhất 4 năm tới, với kịch bản cho thuê tích cực 100 ha/năm.
 - Nguồn cung dài hạn cũng đến từ KCN Trảng Duệ 3 (456 ha - Hải Phòng) và Bình Giang (860 ha - Hải Dương), nơi tập trung các hoạt động sản xuất. Hai KCN đang trong quá trình làm thủ tục cho phê duyệt chủ trương đầu tư, kỳ vọng hoàn tất trong năm 2020-22.
- **Vị trí thuận lợi hỗ trợ khả năng tăng giá cho thuê khi nhu cầu cao**
 - Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung thúc đẩy di dời nhà máy khỏi Trung Quốc. Việt Nam là một điểm đến nhờ những lợi thế liên quan đến nguồn lao động chi phí thấp, cơ sở hạ tầng được đẩy mạnh và các chính sách ưu đãi.
 - Dòng vốn FDI cao duy trì ổn định và sự tăng cường tuyển dụng doanh nghiệp cung ứng từ các tập đoàn lớn như Samsung và LG, tạo ra nhu cầu thuê lớn ở phía Bắc.
- **Tiềm năng từ triển khai Phúc Ninh tốt hơn và phê duyệt chủ trương KCN Trảng Duệ 3**
 - Khoảng 4 ha Phúc Ninh dự kiến được bàn giao trong Q4 2019. Chúng tôi kỳ vọng Phúc Ninh sẽ đóng góp trung bình 26% lợi nhuận gộp trong 2019-23.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Trì hoãn kéo dài về điều chỉnh quy hoạch tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh & bàn giao Phúc Ninh
- Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao hơn kỳ vọng và sự chững lại của dòng vốn FDI

TÍCH LŨY

+8%

Giá thị trường (VND)	15.400
Giá mục tiêu (VND)	16.200

Cổ tức bằng tiền trong 12 tháng 500

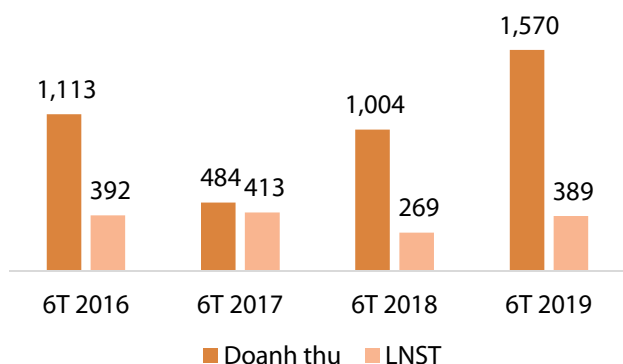
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngày	Bất động sản
Vốn hóa (triệu USD)	310
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	470
KLGD trung bình 3 tháng (nghìn)	2.472
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	37,0
Sở hữu nước ngoài (%)	24,2
Sở hữu Nhà nước (%)	-

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	1.260	2.491	2.829	2.539
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-36,1	97,7	13,6	-10,3
LNST cổ đông cty mẹ	585	746	847	772
<i>Tăng trưởng (%)</i>	4,9	27,7	13,5	-8,8
ROA (%)	3,8	4,6	5,2	4,6
ROE (%)	6,6	7,9	9,0	7,6
EPS (VND)	1.229	327	1.779	1.622
Giá trị sổ sách (VND)	17.423	18.992	19.786	21.409
Cổ tức bằng tiền (VND)	0	500	0	0
P/E (x)	12,5	9,8	9,1	10,0
P/B (x)	0,9	0,8	0,8	0,8

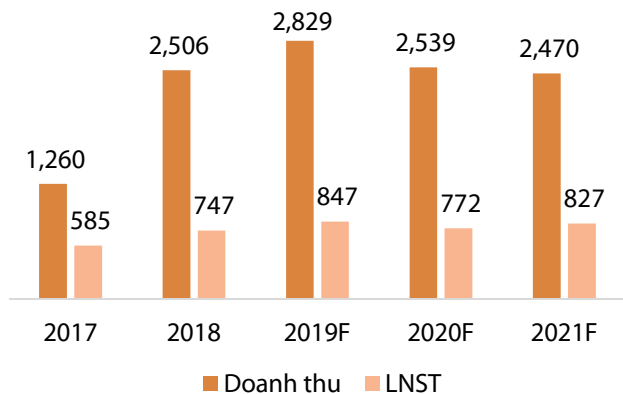
KBC - Diện tích và giá cho thuê tăng vọt nhờ nhu cầu tăng cao

Hình 1: Doanh thu và LNST 6T 2019 (tỷ đồng)



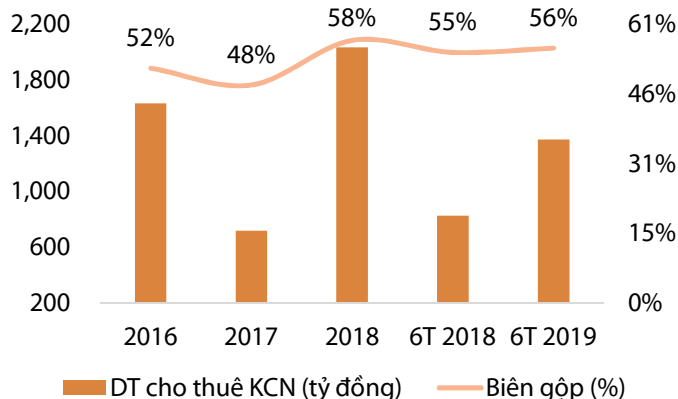
Nguồn: KBC

Hình 3: Doanh thu và LNST dự phóng (tỷ đồng)



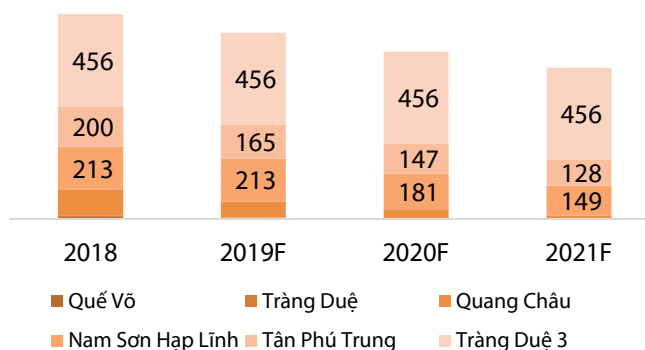
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Nguồn cung đất cho thuê (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Nguồn cung đất cho thuê ước tính (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung đẩy mạnh nhu cầu thuê và lợi nhuận 6T 2019

- 6T 2019 ghi nhận doanh thu 1.570 tỷ đồng (tăng trưởng 57%); LNST 511 tỷ đồng (tăng trưởng 76%)
- Cho thuê 62 ha (tăng trưởng 19%), phần lớn từ Quang Châu (32 ha) và Tân Phú Trung (20 ha)
- Giá cho thuê tăng đáng kể, 43% tại KCN Quang Châu và 27% tại KCN Tân Phú Trung
- Chưa ghi nhận Phúc Ninh trong kỳ

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê sẽ duy trì tốt và Phúc Ninh sẽ được bàn giao trong 6T cuối 2019

- Diện tích cho thuê sẽ tiếp tục đến từ KCN Quang Châu và Tân Phú Trung. Chúng tôi kỳ vọng KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh hoàn tất điều chỉnh trong Q3 2019
- Bàn giao 3,92 ha đất nền tại Phúc Ninh và ghi nhận 706 tỷ đồng doanh thu



VGC - TRIỂN VỌNG NGHIỀNG VỀ KHU CÔNG NGHIỆP

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Cho thuê KCN kỳ vọng bùng nổ trong giai đoạn 2019-21**
 - Sở hữu quỹ đất thương phẩm còn lại lớn; ước tính đạt 1.182 ha (bao gồm KCN mới Yên Phong II-C) trên 10 KCN nằm trải đều một số tỉnh phía Bắc. Điều này giúp công ty nắm bắt tốt hơn nhu cầu đang tăng cao và lan rộng ở phía Bắc. Trong đó, KCN Yên Phong có vị trí thuận lợi và hấp dẫn nhất. Do đó, chúng tôi nghĩ rằng VGC là một trong cái tên hưởng lợi nhất từ nhu cầu gia tăng.
 - Giá cho thuê thấp tại một số KCN ở tỉnh cho phép mức tăng giá cao khi nhu cầu lan rộng. Chi phí vốn thấp cũng là một lợi thế, giúp biên lợi nhuận cải thiện tốt hơn
- **Mảng vật liệu xây dựng đang gặp rất nhiều khó khăn.** Cạnh tranh gay gắt ở mảng kính, gạch, sứ, ngói – đóng góp trung bình 67% lợi nhuận gộp. Chúng tôi nghĩ rằng các mảng này rất khó đạt tăng trưởng về lợi nhuận trong ngắn hạn và có khả năng ghi nhận biên gộp giảm dần do chi phí đầu vào tăng cao và cạnh tranh về giá, chất lượng gay gắt. Một số nỗ lực cải cách, bao gồm thoái vốn những công ty con hiệu quả kém và tối ưu khâu sản xuất & cắt giảm chi phí, đang được tiến hành. Tuy nhiên, quá trình này cần thời gian.
- **Kế hoạch thoái vốn ~39% còn lại của Bộ Xây dựng có thể là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu.** Định hướng phát triển sắp tới từ cổ đông chiến lược vẫn là một câu hỏi.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Cạnh tranh gay gắt hơn và kéo dài ở mảng vật liệu xây dựng
- Dòng vốn FDI chững lại ảnh hưởng đến hoạt động cho thuê KCN

TÍCH LŨY

+8%

Giá thị trường (VND)	18.600
Giá mục tiêu (VND)	20.100

Cổ tức bằng tiền trong 12 tháng

-

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

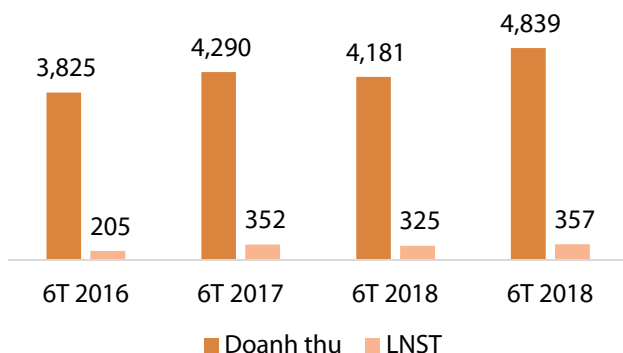
Ngành	BDS & VLXD
Vốn hóa (triệu USD)	358
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	448
KLGD trung bình 3 tháng (nghìn)	1.190
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	24,0
Sở hữu nước ngoài (%)	13,1
Sở hữu Nhà nước (%)	39,0

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	9.197	8.812	8.732	8.934
<i>Tăng trưởng (%)</i>	13,0	-4,2	-0,9	2,3
LNST cổ đông cty mẹ	600	565	620	667
<i>Tăng trưởng (%)</i>	16,8	-5,8	9,6	7,6
ROA (%)	4,1	3,5	3,8	4,1
ROE (%)	10,8	8,3	9,2	9,9
EPS (VND)	1.316	3.722	1.382	1.487
Giá trị sổ sách (VND)	13.769	13.833	15.002	15.010
Cổ tức bằng tiền (VND)	950	1.000	950	950
P/E (x)	14,2	15,8	14,5	13,5
P/B (x)	1,4	1,4	1,3	1,3



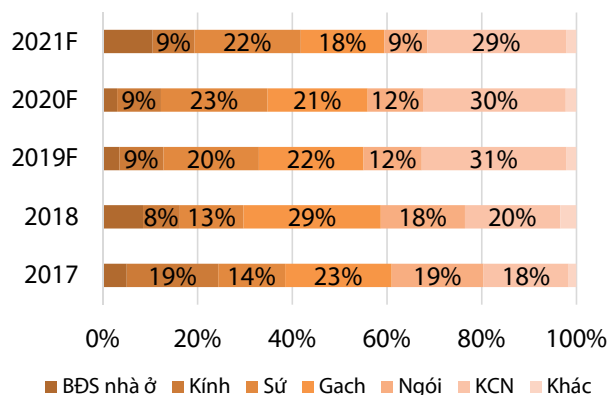
VGC - Triển vọng tăng trưởng đến từ cho thuê KCN

Hình 5: Doanh thu & LNST 6T (tỷ đồng)



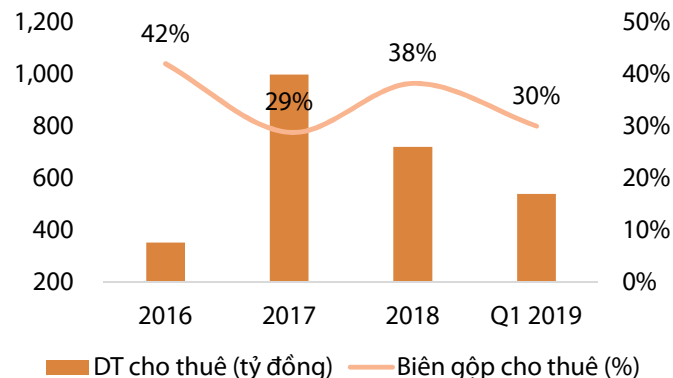
Nguồn: VGC

Hình 7: Dự phóng đóng góp LN gộp (%)



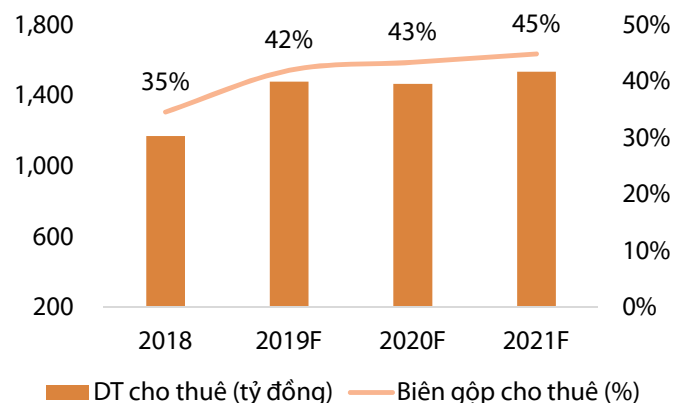
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Doanh thu và biên gộp cho thuê



Nguồn: VGC

Hình 8: Dự phóng DT & biên gộp cho thuê (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mảng vật liệu xây dựng vẫn gặp nhiều khó khăn trong khi cho thuê KCN rất tích cực.

○ 6T đầu 2019 ghi nhận doanh thu 4.839 tỷ đồng (tăng trưởng 16%); LNST đạt 357 tỷ đồng (tăng trưởng 10%).

- Chúng tôi tin rằng sự tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận đến từ cho thuê KCN bùng nổ. Công ty cho thuê 101,5 ha (tăng trưởng 346%) trong 6T. Một số KCN ở tỉnh như Đồng Văn IV & Đông Mai, ghi nhận diện tích cho thuê tăng vọt, đồng thời giá cho thuê cũng tăng ~16% theo ước tính của chúng tôi.

- Doanh thu mảng VLXD tương đương cùng kỳ trong khi BĐS nhà ở có đóng góp rất khiêm tốn vì không còn dự án lớn.

Triển vọng nghiêng về KCN và kỳ vọng không sụt giảm hơn ở mảng VLXD.

○ Chúng tôi ước tính đóng góp TB vào lợi nhuận từ KCN tăng từ 16% 2016-18 lên 30% trong 2019-21.

○ VLXD dự kiến đi ngang trong ngắn hạn.

Chúng tôi kỳ vọng những đổi mới từ cổ đông chiến lược trong thời gian tới.



LHG - PHỤ THUỘC LỚN VÀO TIẾN ĐỘ ĐỀN BÙ

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Vị trí thuận lợi.** Cụm KCN Long Hậu sở hữu một vị trí chiến lược: gần TPHCM (cách trung tâm 25 km) hoặc Cảng Cát Lái (25 km) và cụm Tân Cảng - Hiệp Phước (3km). KCN Long Hậu 3 đang rất hấp dẫn khách thuê do nguồn cung mới tại TPHCM và khu vực ngoại ô gần như không còn
- **Khả năng tăng giá cao là yếu tố quan trọng.** Nguồn cung khan hiếm ở miền Nam đã nâng mặt bằng giá cho thuê trung bình. KCN Long Hậu ghi nhận giá cho thuê tăng ~20% trong 2017-18. Theo LHG, giá bán tiếp tục tăng từ 120 USD/m² trong 6T 2019 lên 150 USD/m² trong nửa cuối năm, tương đương mức tăng 25%.
- **Quỹ đất còn lại dồi dào.** Quy hoạch KCN Long Hậu 3 có tổng diện tích 891 ha, trong đó giai đoạn 1 có 124 ha và giai đoạn 2 là 90 ha. Chúng tôi nghĩ rằng tiềm năng dự án là rất lớn khi vấn đề bồi thường được giải quyết.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- **Bế tắc trong khâu bồi thường tại KCN Long Hậu 3 là rủi ro lớn nhất.** Hoạt động đền bù đã được thực hiện trong khoảng 3 năm và chưa có dấu hiệu tích cực hơn. Điều này dẫn đến chi phí vốn tăng cao và không có nguồn cung mới cho thuê giữa nhu cầu đang cao. Khó khăn tiếp diễn kéo dài sẽ làm giảm giá trị DCF dự án và định giá của chúng tôi cho cổ phiếu LHG.
- **Nghĩa vụ nợ tiềm tàng liên quan đến khu tái định cư Long Hậu 1.** Trách nhiệm được xác định hiện tại là 330 tỷ đồng (trong đó, LHG đã tạm ứng 65 tỷ đồng). Rong Việt đã đưa nghĩa vụ này vào định giá hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng bất kỳ sự gia tăng về nghĩa vụ này nằm ngoài khả năng kiểm soát và sẽ làm giảm giá trị công ty.

MUA

+39%

Giá thị trường (VND)	25.000
Giá mục tiêu (VND)	18.000

Cổ tức bằng tiền trong 12 tháng -

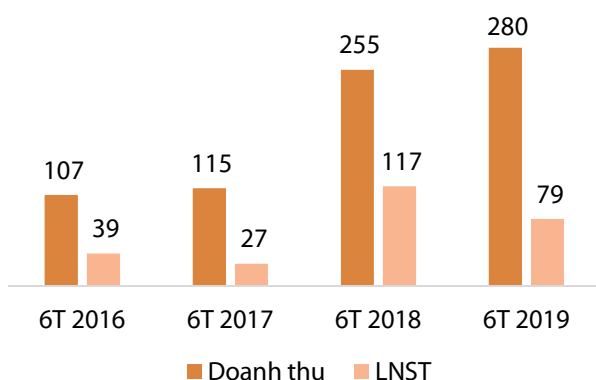
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (triệu USD)	39
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	50
KLGD trung bình 3 tháng (nghìn)	309
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	5,9
Sở hữu nước ngoài (%)	13,3
Sở hữu Nhà nước (%)	-

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	488	430	460	541
<i>Tăng trưởng (%)</i>	1.6	-11.8	7.0	17.6
LNST cổ đông cty mẹ	166	176	161	211
<i>Tăng trưởng (%)</i>	0.2	6.1	-8.3	30.5
ROA (%)	9.4	8.6	6.6	7.5
ROE (%)	18.8	15.7	12.3	13.9
EPS (VND)	3,183	1,984	3,228	4,214
Giá trị sổ sách (VND)	21,822	22,922	26,151	30,366
Cổ tức bằng tiền (VND)	1,500	1,600	1,600	0
P/E (x)	5.7	5.4	7.7	5.9
P/B (x)	0.8	0.8	1.0	0.8

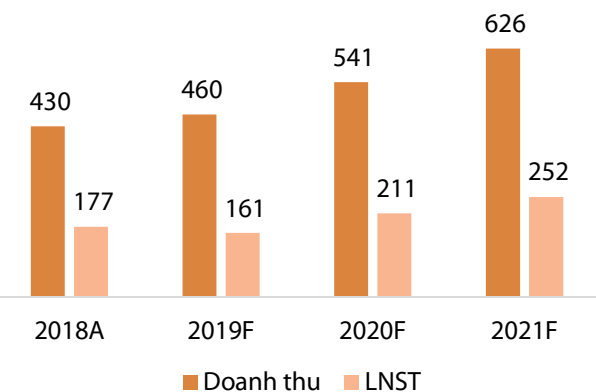
LHG - Phần lớn lợi nhuận vẫn đến từ hoạt động cho thuê lại

Hình 1: Doanh thu và LNST 6T 2019 (tỷ đồng)



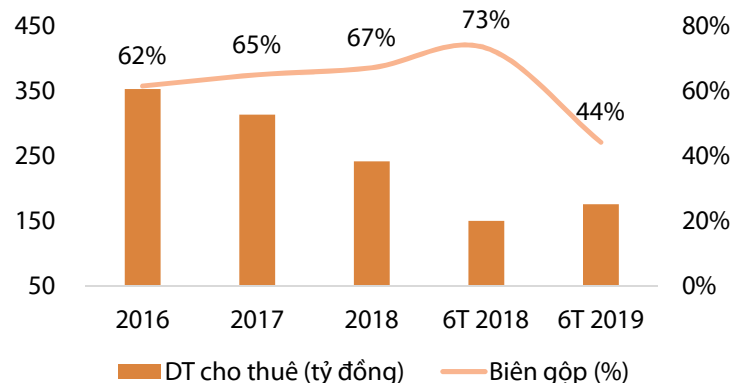
Nguồn: LHG

Hình 3: Doanh thu và LNST dự phóng (tỷ đồng)



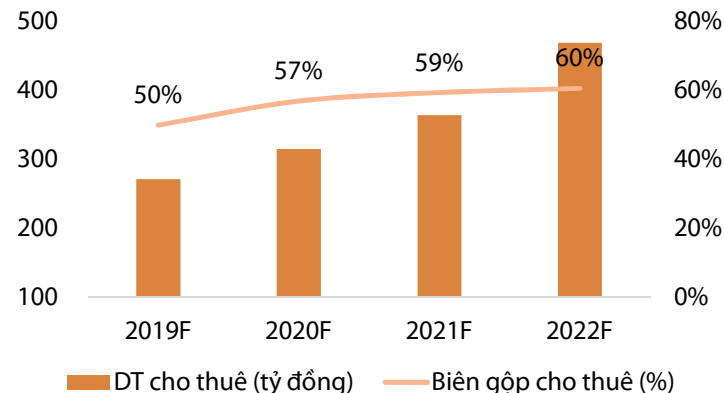
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Nguồn cung đất cho thuê & GPM (%)



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 4: Dự phóng DT và biên gộp cho thuê



Nguồn: CTCK Rồng Việt, không bao gồm hoạt động cho thuê lại

Khó khăn trong bồi thường tại KCN Long Hậu 3 trong 2017-19 hạn chế nguồn cung để cho thuê mới.

- 6T 2019 ghi nhận doanh thu 280 tỷ đồng (tăng trưởng 10%); LNST 79 tỷ đồng (giảm 33%).
- Sự sụt giảm lợi nhuận do biên gộp trong kỳ tương đối thấp, đạt 46%, so với mức trung bình 2017-18 là 65%.
- KCN Long Hậu 3 vẫn chưa cho thuê, mặc dù một số hợp đồng đã được ký kết và thi công hạ tầng đang được tiến hành

Nhu cầu tốt đi kèm khả năng tăng giá.

- Chúng tôi cho rằng khả năng tăng giá cao là một lợi thế lớn của LHG.
- Chúng tôi ước tính biên gộp KCN Long Hậu 3 đạt 50 - 60% với mức giá dao động từ 120 - 150 USD/m².



NTC - KCN NAM TÂN UYÊN 3 SẼ SỚM ĐƯỢC TRIỂN KHAI

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KCN Nam Tân Uyên chuẩn bị triển khai.** Dự án có tổng diện tích 346 ha; trong đó 255 ha là đất thương phẩm. ĐHCĐ 2019 đã phê duyệt kế hoạch tăng vốn, nhằm đáp ứng quy định vốn điều lệ tối thiểu đối với KCN NTU3. Cổ đông lớn (32%) PHR cũng thông báo kế hoạch bàn giao đất cho NTC trong nửa cuối năm 2019 để bắt đầu công tác triển khai.
 - **Tài chính lành mạnh hỗ trợ chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn.** Mô hình kinh doanh tập trung vào mảng cho thuê cốt lõi giúp công ty duy trì lượng tiền mặt dồi dào, đạt 1.432 tỷ đồng, chiếm 41% tổng tài sản vào cuối Q2 2019. Điều này đã mang lại một khoản thu nhập tài chính lớn cho NTC trong giai đoạn 2016-19. Cùng với lượng cổ tức ngày càng tăng từ các công ty liên kết, NTC có khả năng duy trì cổ tức tiền mặt hấp dẫn với tỷ lệ lần lượt 60%/ 200%/50% vốn điều lệ trong năm 2017/2018/2019E.
- Nhu cầu giải ngân lớn cho khâu đền bù và đóng tiền thuê đất Nhà nước cho KCN NTU3 có thể khiến lượng tiền mặt sụt giảm, dẫn đến khả năng mức lãi tiền gửi thấp hơn trong thời gian tới.
- **Những thay đổi sắp tới trong cơ cấu cổ đông, theo quan điểm của chúng tôi, là tích cực.** Kế hoạch thoái vốn GVR hoặc PHR khỏi NTC sẽ phải được thực hiện do quy định về sở hữu chéo giữa công ty mẹ-con. Chúng tôi cho rằng khi hoạt động thoái vốn kết thúc, KCN NTU3 sẽ được mau chóng khởi công.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chậm trễ kéo dài trong việc thực hiện thoái vốn giữa GVR và PHR, ảnh hưởng tiến độ KCN NTU3
- Chi phí vốn tăng cao hơn giả định ở KCN NTU3

BÁN

- 27%

Giá thị trường (VND)	179.830
Giá mục tiêu (VND)	127.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (triệu USD)	123
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	16
KLGD trung bình 3 tháng (nghìn)	147
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	22.4
Sở hữu nước ngoài (%)	3.0
Sở hữu Nhà nước (%)	20.4

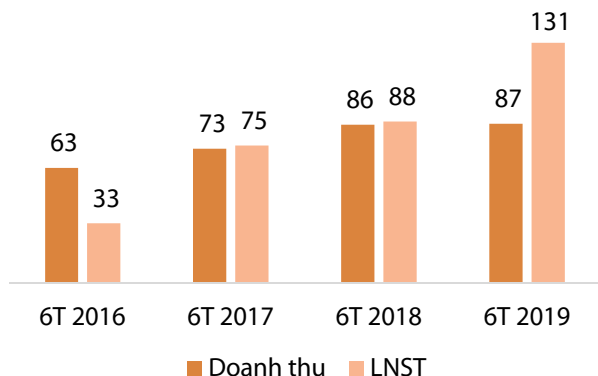
DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	146	532	231	251
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-0.8	264.4	-56.6	8.7
LNST cổ đông cty mẹ	142	470	221	227
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8.6	229.7	-53.0	3.0
ROA (%)	5.8	15.1	6.2	5.4
ROE (%)	41.8	97.0	30.7	24.7
EPS (VND)	8,639	0	10,502	10,821
Giá trị sổ sách (VND)	23,720	36,810	34,190	43,875
Cổ tức bằng tiền (VND)	6,000	10,000	5,000	0
P/E (x)	21.7	6.4	12.1	11.7
P/B (x)	7.9	5.1	3.7	2.9



NTC – Doanh thu tài chính đóng góp phần lớn khi NTU3 chưa được triển khai

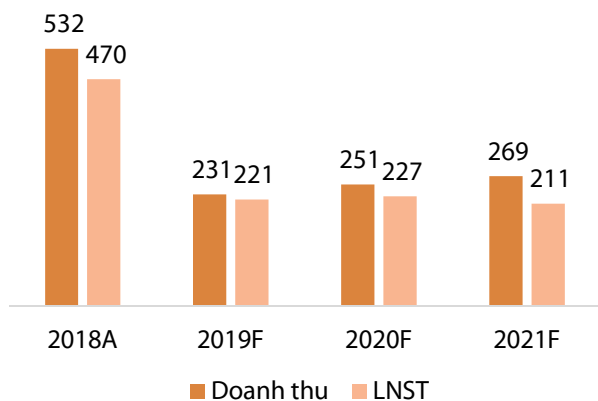


Hình 1: Doanh thu và LNST 6T các năm (tỷ đồng)



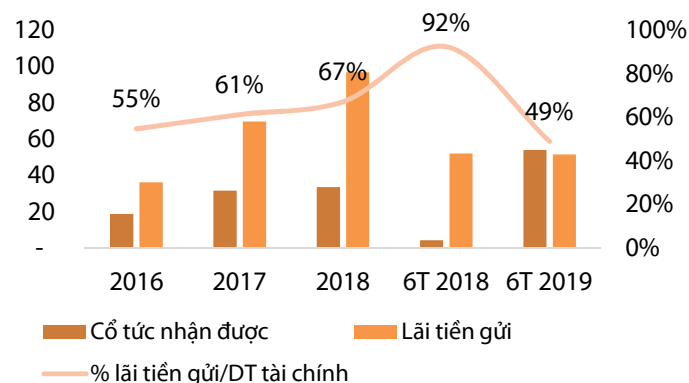
Nguồn: NTC

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ đồng)



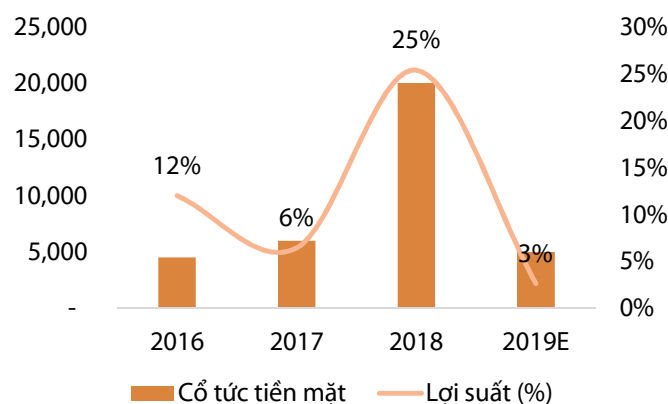
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cổ tức và thu nhập tiền gửi (tỷ đồng)



Nguồn: NTC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cổ tức tiền mặt (đồng) và lợi suất (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

KCN NTU3 có thể kém hấp dẫn hơn kỳ vọng do chi phí vốn tăng vọt.

- 6T đầu năm 2019 ghi nhận doanh thu 87 tỷ đồng (tăng trưởng 1%); LNST đạt 131 tỷ đồng (tăng trưởng 49%).
- Lợi nhuận tăng mạnh nhờ lượng cổ tức tiền mặt tăng đáng kể, đạt 54 tỷ đồng, cao hơn 12 lần so với 6T đầu năm 2018.

Tiềm năng phụ thuộc vào khả năng tăng giá cho thuê.

- Với kịch bản giá cho thuê trung bình 85 USD/m², chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp KCN NTU3 đạt trung bình 48%.
- Chúng tôi cho rằng thu nhập tiền gửi sẽ sụt giảm khi KCN NTU3 đi vào hoạt động



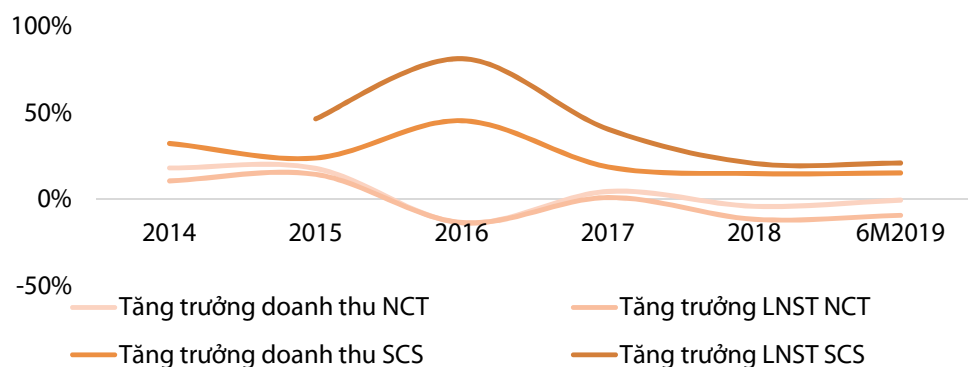
LOGISTICS: Tranh sáng tranh tối

Tùng Đỗ – tung.dt@vdsc.com.vn

MẢNG GA HÀNG HOÁ HÀNG KHÔNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

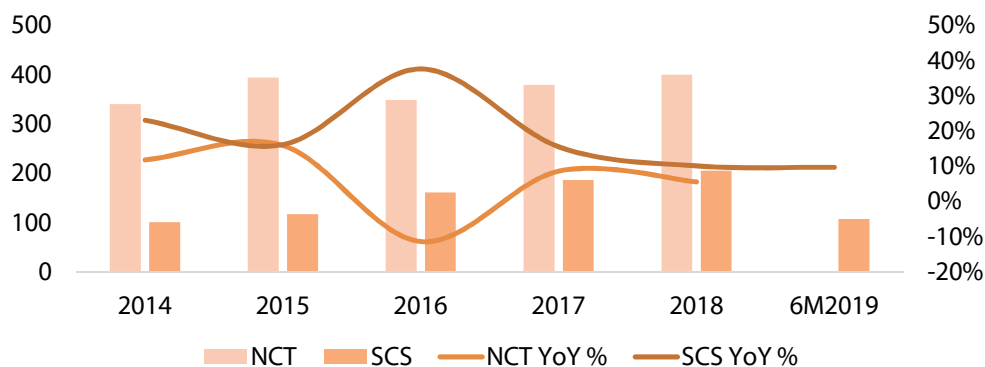
Hai doanh nghiệp niêm yết phân hoá do vận động thị trường khác biệt

Hình 1: Tăng trưởng doanh thu và LNST



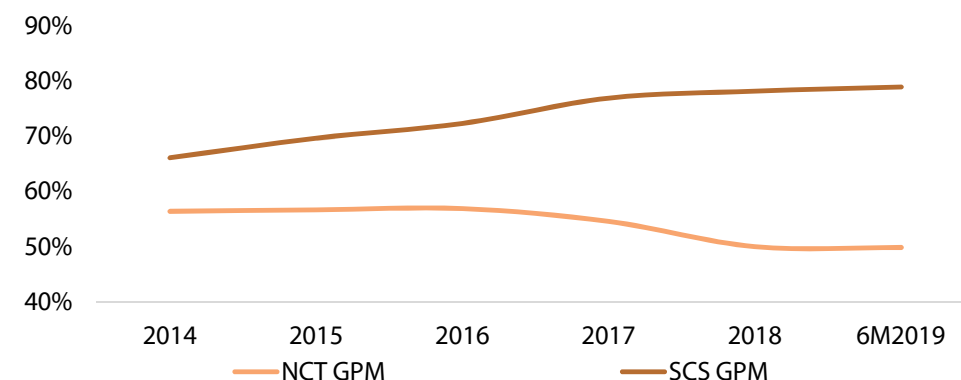
Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Lượng hàng hoá thông qua (Nghìn tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên gộp



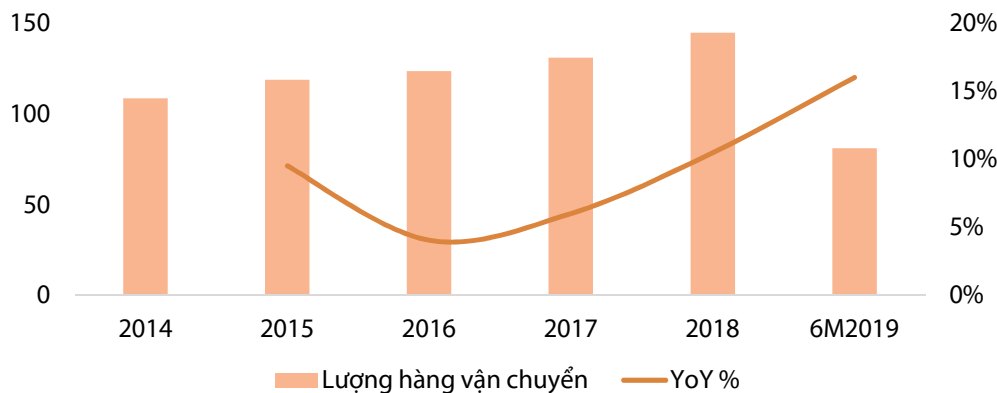
Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

- KQKD của NCT và SCS tiếp tục phân hoá mạnh mẽ trong bối cảnh khác biệt về thị trường. Thị trường hàng hóa hàng không ở miền Bắc phần lớn vẫn là các mặt hàng thiết bị điện tử (Samsung chiếm phần lớn), trong khi đó, khu vực miền Nam đa dạng hơn về tập khách hàng và loại hàng hóa.
- Nằm ở sân bay Nội Bài, NCT vẫn tiếp tục xu hướng tăng trưởng doanh thu âm và LNST đi ngang trong 6T2019. Biên gộp giảm 266 điểm phần trăm.
- Trong khi đó ở Tân Sơn Nhất, SCS vẫn duy trì tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận ròng đến từ việc tăng lượng hàng (10% YoY, do có thêm khách hàng mới từ đối thủ TCS chuyển sang) và giá dịch vụ trung bình (+6% YoY). Tuy nhiên, biên gộp giảm nhẹ 0,6 điểm phần trăm YoY do Công ty tăng chi phí lương nhân viên (+35% YoY).

MẢNG VẬN TẢI BIỂN NỘI ĐỊA 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

Khó khăn sẽ qua đi

Hình 4: Khối lượng vận tải biển nội địa (triệu tấn)



Nguồn: Cục hàng hải Việt Nam, CTCK Rồng Việt

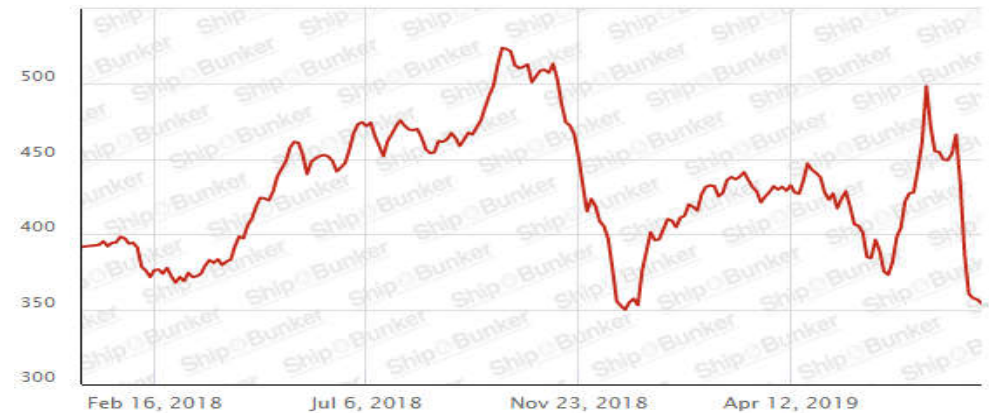
Các yếu tố hỗ trợ

- Xu hướng container hóa hàng hóa tại Việt Nam, (đáng chú ý có cả các mặt hàng như than đá, nông sản cũng đã được vận chuyển bằng container), thúc đẩy tăng trưởng bền vững về khối lượng hàng hóa.
- Cung-cầu thị trường đã bắt đầu có xu hướng cân bằng hơn so với trước khi một số doanh nghiệp rời khỏi ngành hoặc phải bán thanh lý tàu.
- Giá nhiên liệu IFO380 (hàm lượng lưu huỳnh 3,5%) thấp hơn trong thời gian sắp tới do nhu cầu cho loại dầu này suy yếu khi tổ chức hàng hải thế giới IMO yêu cầu các hãng tàu sử dụng loại dầu có hàm lượng lưu huỳnh 0,5%, VLSO, từ năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ trì hoãn áp dụng công ước IMO 2020 trên các tuyến vận tải biển nội địa. Do đó, các hãng tàu trong nước có thể sẽ được hưởng mức biên lợi nhuận tốt hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ thực hiện một loạt các chính sách cắt giảm chi phí và thuế TNDN cho doanh nghiệp vận tải biển trong thời gian sắp tới.

Rủi ro chính cần lưu ý

- Cuối năm 2017 Trung Quốc thắt chặt chính sách nhập khẩu biên mậu với Việt Nam, điều này đã khiến cho lượng hàng trong chiều từ Nam ra Bắc (phần lớn là hàng nông sản) để xuất sang Trung Quốc qua đường bộ tiểu ngạch đã suy giảm. Nếu xu hướng này tiếp tục diễn ra tiêu cực, giá cước chiều Nam-Bắc sẽ tiếp tục giảm.

Hình 5: Giá dầu nặng IFO 380, nhiên liệu chính cho các tàu biển (USD/tấn)

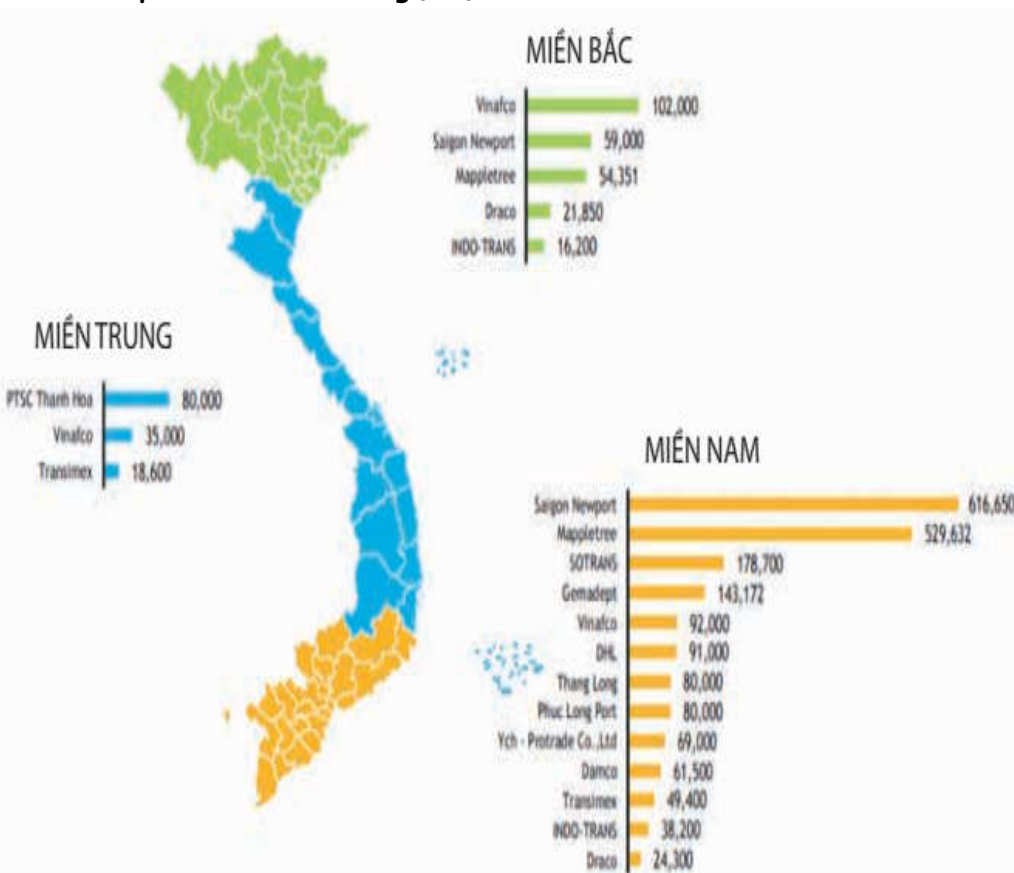


Nguồn: Ship and Bunker

MẢNG KHO BÃI 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

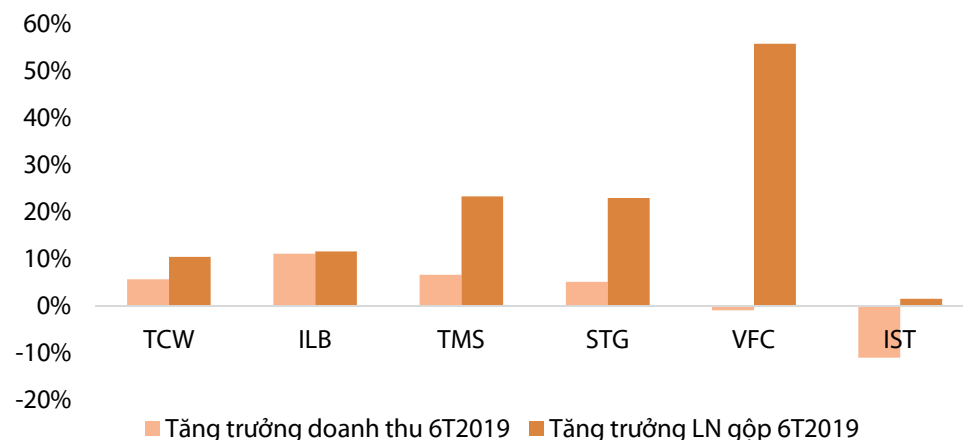
Hưởng lợi từ chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu và bùng nổ thương mại điện tử

Hình 6: Diện tích kho theo vùng (m2)



Nguồn: StoxPlus

Hình 7: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp của một số DN tiêu biểu*



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt. * có phần lớn nguồn LN từ hoạt động kinh doanh kho bãi

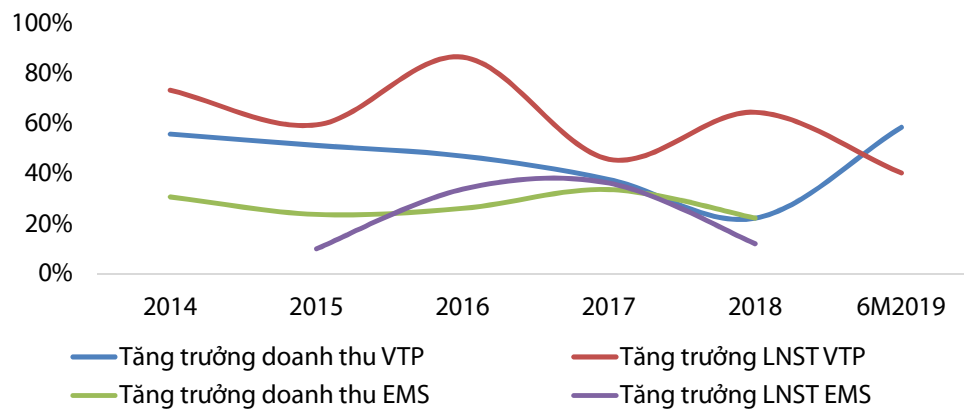
- Hơn 70% diện tích kho nằm ở miền Nam với các loại hình đa dạng như kho thường, kho ngoại quan, trung tâm phân phối và kho lạnh.
- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu về dịch vụ kho bãi sẽ tăng mạnh trong vài năm tới vì (1) xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu, trong đó Việt Nam được hưởng lợi, dự kiến sẽ tiếp tục và (2) bùng nổ thương mại điện tử thúc đẩy nhu cầu lưu kho, phân phối hàng hóa.
- Các công ty có lợi thế cạnh tranh về dư địa diện tích kho cho thuê, cơ sở hạ tầng trang thiết bị hiện đại, có vị trí tốt gần khu đô thị và khu công nghiệp sẽ là những cổ phiếu đáng chú ý, như ILB, TMS, STG.



VẬN CHUYỂN GIAO NHẬN CHO THƯƠNG MẠI ĐIỆN TỬ 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

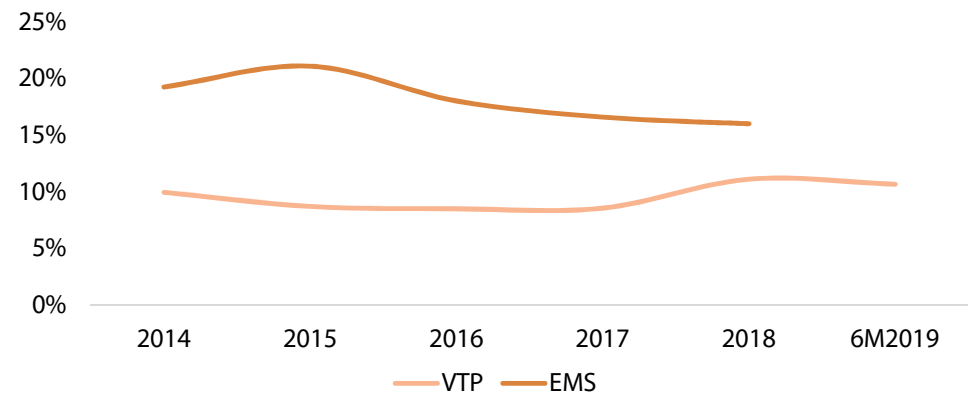
Sự bùng nổ của thương mại điện tử thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp chuyển phát

Hình 8: Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận



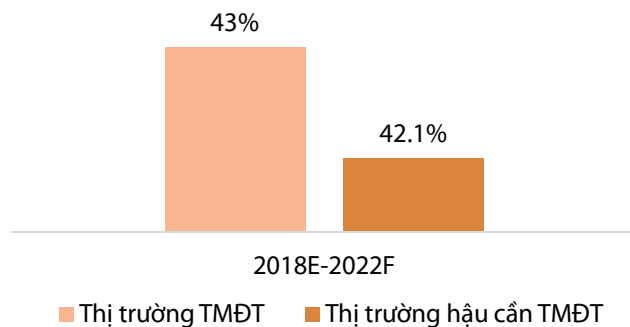
Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Biên LN gộp của 2 công ty niêm yết chuyên về chuyển phát



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tốc độ tăng trưởng bình quân của thị trường TMĐT và hậu cần TMĐT



Nguồn: Google, TEMASEK, Ken Research, Ipsos Business Consulting analysis

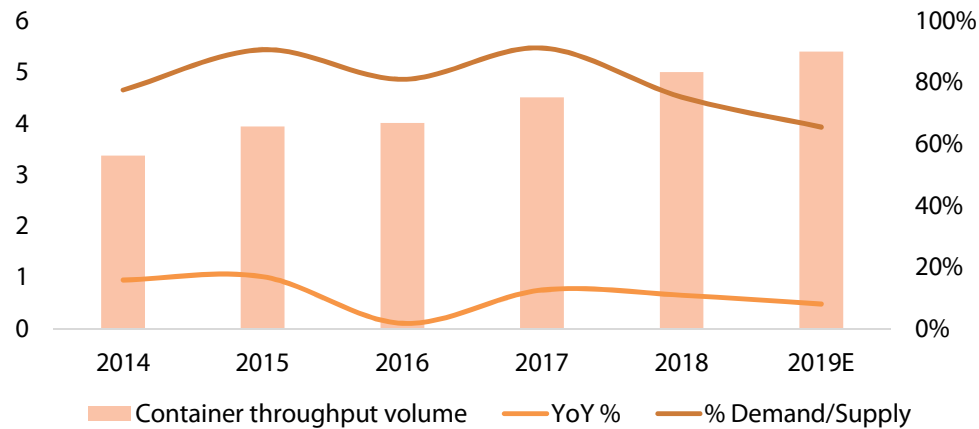
- Tốc độ tăng trưởng của nhu cầu trong ngành chuyển phát là rất lớn, qua đó, sức nóng từ tình hình cạnh tranh mặc dù cũng rất cao nhưng chưa ảnh hưởng quá lớn tới KQKD của các doanh nghiệp trong ngành. Có khoảng 50 nhà cung cấp tính đến cuối năm 2017, từ các công ty cung cấp dịch vụ chuyển phát nhanh truyền thống (Viettel, EMS) đến các công ty khởi nghiệp (GHN, GHTK, Nhất Tin Logistics) và các công ty quốc tế (DHL, Grab Express và Lazada Express).
- Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thấy sự khác biệt lớn về kết quả kinh doanh của hai công ty niêm yết (EMS và VTP) do văn hóa doanh nghiệp khác nhau (liên quan đến tốc độ thực thi, cơ sở khách hàng và chiến lược).
- VTP tiếp tục đạt mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong khi tốc độ của EMS lại chậm hơn rất nhiều (Hình 8).
- Câu hỏi lớn bây giờ là liệu sự tăng trưởng của ngành có tiếp tục hiện thực hóa trong tăng trưởng lợi nhuận của VTP và khiến mức định giá hiện tại còn phù hợp (P/E trượt 12T hiện tại là 25 lần)?



CẢNG BIỂN TẠI HẢI PHÒNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

Cung bốc dỡ tiếp tục tăng trong khi cầu chững lại

Hình 11: Lượng container thông qua tại Hải Phòng giảm tốc (triệu TEU)



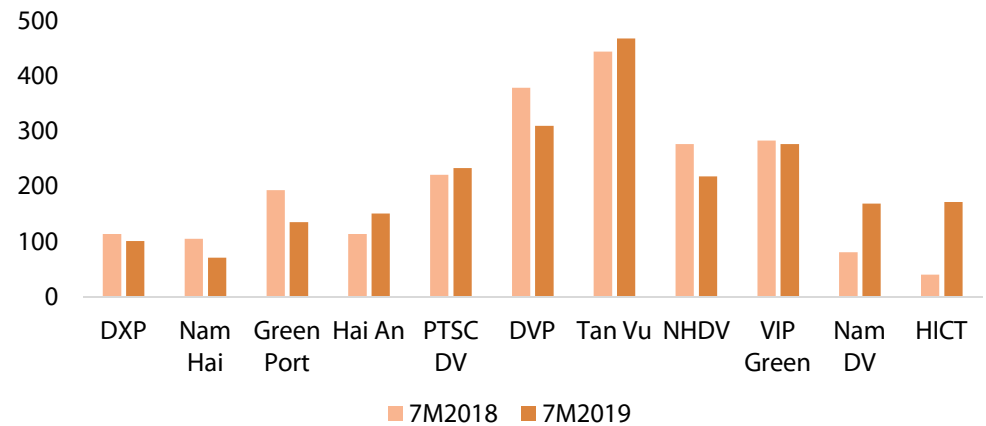
Nguồn: Cục hàng Hải Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Tuyến dịch vụ đi thẳng tới bờ tây Mỹ từ cảng HICT, yếu tố đột phá chính



Nguồn: Wan Hai Line

Hình 12: Lướt tàu tại một số cảng tiêu biểu ở Hải Phòng



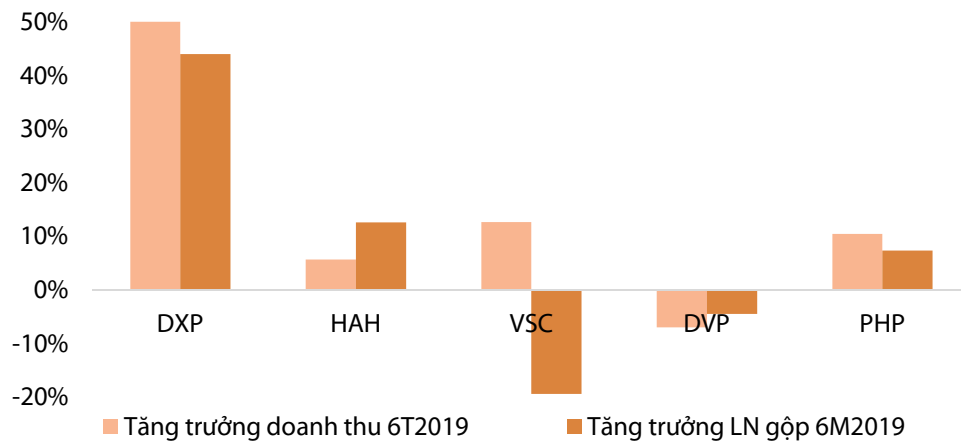
Nguồn: Hải quan Hải Phòng, Rong Viet Securities

- Trong 6T2019, tổng thông lượng container tại Hải Phòng giảm 1% YoY, theo Cục Hàng hải Việt Nam.
- Cạnh tranh trong giữa các cảng phục vụ container quốc tế sẽ ngày càng gay gắt khi (1) cảng nước sâu HICT đã tiếp nhận tuyến dịch vụ đi thẳng Mỹ, (2) hai cảng hạ lưu mới sẽ hoạt động vào cuối năm 2019, cung công suất bốc dỡ tăng thêm gần 1 triệu TEU, dư cung ngày càng trầm trọng hơn.
- Phục vụ thị trường nội địa sẽ là mục tiêu chiến lược của các cảng thượng nguồn vốn đã mất các hãng tàu quốc tế. LN của các cảng thượng lưu có thể chủ động được nguồn hàng nội địa nhờ vào đội tàu của chính họ, như cảng Nam Hải hoặc cảng Hải An (HAH), có thể sẽ tạo đáy trong năm nay.

CẢNG BIỂN TẠI HẢI PHÒNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

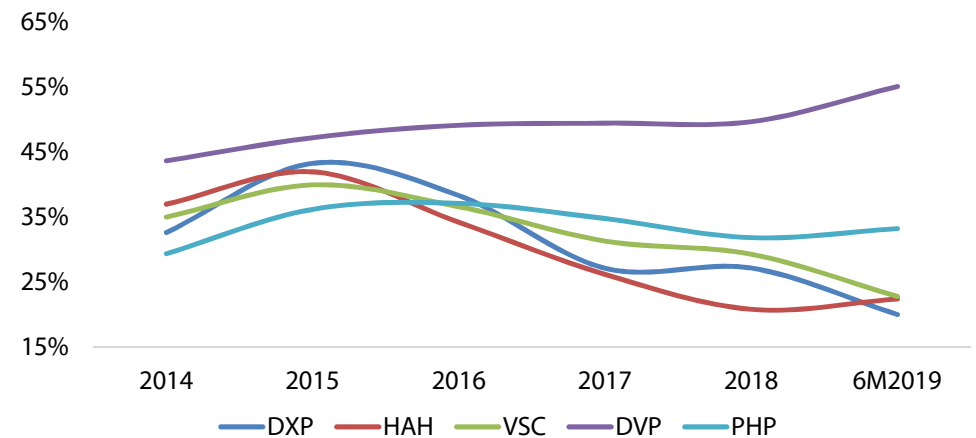
Cung bốc dỡ tiếp tục tăng trong khi cầu chững lại

Hình 14: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp của một số DN tiêu biểu



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

- Cảng thượng nguồn DXP tăng trưởng tích cực chủ yếu do KQKD cùng kỳ thấp.
- KQKD của HAH tương đối tích cực nhờ có nguồn lợi nhuận từ việc cho thuê định hạn tàu container. Hoạt động này dự kiến tiếp tục đóng góp thêm trong năm 2019 khi HAH đã cho thuê thêm 2 tàu container nữa (1 tàu từ tháng 12/2018 và 1 tàu từ tháng 7/2019). Chúng tôi kỳ vọng HAH sẽ vượt trội về tăng trưởng LN so với doanh nghiệp cùng ngành trong nửa cuối năm 2019 nhờ vào khác biệt từ hoạt động khai thác tàu container.
- DVP đã gặp khó khăn trong nửa đầu năm 2019 khi mất một chuyến hàng tuần sang các cảng hạ lưu khác là cảng Tân Vũ (thuộc PHP). LN gộp, do đó, giảm nhẹ mặc dù biên LN gộp tăng lên mức cao nhất từ trước tới nay.
- Tại VSC, tình trạng kẹt cầu cảng tại VIP Green đã khiến các hãng tàu khách hàng phải cập cảng lân cận như Nam Hải Đình Vũ (GMD) để bốc dỡ container. Điều này khiến cho tỷ suất LN của công ty giảm đi đáng kể (19.7% trong 6T2019 so với 30.9% cùng kỳ năm ngoái). Cũng tương tự, VSC cũng điều chuyển một số chuyến tàu từ cảng Green sang một số cảng khác ở hạ lưu nên doanh thu mặc dù có tăng trưởng nhưng LN gộp lại giảm đáng kể (-28% YoY tại công ty mẹ).

NGÀNH LOGISTICS 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
SCS	8,3	9,0	32,5	23,5	10,5	20,2	12,9	19,0	15,4	23,6
NCT	14,8	16,7	75,5	68,3	20,6	61,5	0,5	46,1	43,6	48,6
VTP	-4,6	-11,4	42,4	38,7	-17,3	33,3	9,4	49,5	47,0	55,0
EMS	22,1	58,2	7,5	6,4	64,2	5,6	0,7	26,8	12,1	43,8
HAH	22,1	0,9	4,7	3,7	-9,1	3,0	1,2	20,6	9,0	21,8
STG	10,1	8,3	25,6	16,3	0,7	11,9	29,9	10,6	8,1	12,9
TCW	15,3	22,5	12,2	7,8	74,3	7,7	9,3	6,5	6,1	10,4
ILB	-2,9	-3,3	23,7	12,7	-1,8	8,7	2,4	12,4	8,9	15,4
GMD	12,8	5,0	35,7	25,2	8,2	15,0	17,6	11,9	5,5	15,7
DVP	-20,8	10,0	35,5	21,8	-15,8	19,2	32,4	4,8	5,2	7,9
PHP	0,3	0,1	52,4	39,0	8,0	47,8	25,9	19,2	23,8	27,6
VSC	9,5	3,9	41,7	21,9	10,0	15,7	15,8	6,8	6,1	9,5

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rống Việt



HAH – QUAY TRỞ LẠI VỚI TĂNG TRƯỞNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng khai thác tàu container sẽ là động lực tăng trưởng mới trong trung hạn**
 - **Hoạt động cho thuê định hạn tàu container diễn biến tích cực** với 2 tàu cho thuê mới.
 - **HAH là công ty dẫn đầu trong ngành vận tải container đường biển nội địa** nhờ đội tàu có lợi thế cạnh tranh: (1) tải trọng trung bình của đội tàu cao nhất so với TB thị trường giúp có thể hoạt động ổn định trong điều kiện thời tiết xấu; (2) sở hữu 2 cấp đăng kiểm quốc tế và Việt Nam, (3) đã được nâng cấp để sử dụng nhiên liệu tuân thủ công ước IMO 2020.
 - **Chính phủ có thể sẽ đưa ra các chính sách hỗ trợ ngành vận tải biển trong thời gian tới**, đáng lưu ý có: (1) giảm các chi phí (phí dịch vụ cảng, phí hàng hải, chi phí đăng ký, v.v...); (2) giảm thuế suất TNDN xuống mức ưu đãi 10%.
- **Mở rộng dịch vụ Depot và CFS để hoàn thiện chuỗi dịch vụ hậu cần**
 - Kho CFS tiêu chuẩn cao sẽ bắt đầu vào năm 2020 tại khu công nghiệp Nam Đình Vũ, đáp ứng được nhu cầu khẩn trương của các nhà sản xuất FDI tại Hải Phòng.
- **Triển vọng mới sẽ thay đổi mặt bằng định giá**
 - Kho CFS tiêu chuẩn cao sẽ bắt đầu vào năm 2020 tại khu công nghiệp Nam Đình Vũ, đáp ứng được nhu cầu khẩn trương của các nhà sản xuất FDI tại Hải Phòng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- SM Line, khách hàng quốc tế duy nhất, dừng cập cảng Hải An.
- Giá nhiên liệu tăng mạnh.
- Nhu cầu vận tải biển nội địa chiều Nam ra Bắc tiếp tục diễn biến tiêu cực, dẫn đến tổng sản lượng container vận chuyển và giá cước giảm.

MUA

+24%

Giá thị trường (VND)	15.300
Giá mục tiêu (VND)	18.000

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

1.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Công nghiệp
Vốn hoá (triệu \$)	31
KLCP lưu hành (triệu CP)	48
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	339
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	4,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	19,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	778	1.054	1.093	1.198
<i>Tăng trưởng (%)</i>	59,5	35,5	4	10
LNST	147	135	128	141
<i>Tăng trưởng (%)</i>	10,1	-8,2	-5,4	10,5
ROA (%)	12,9	9,1	6,6	7,0
ROE (%)	20,9	13,2	12,3	12,2
EPS (VND)	4.108	2.768	2.619	2.900
GTSS (VND)	19.278	19.606	21.210	23.271
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.500	1.000	1.000
P/E (x)	3,8	4,3	5,7	5,1
P/B (x)	0,7	0,5	0,7	0,6



HAH – QUAY TRỞ LẠI VỚI TĂNG TRƯỞNG

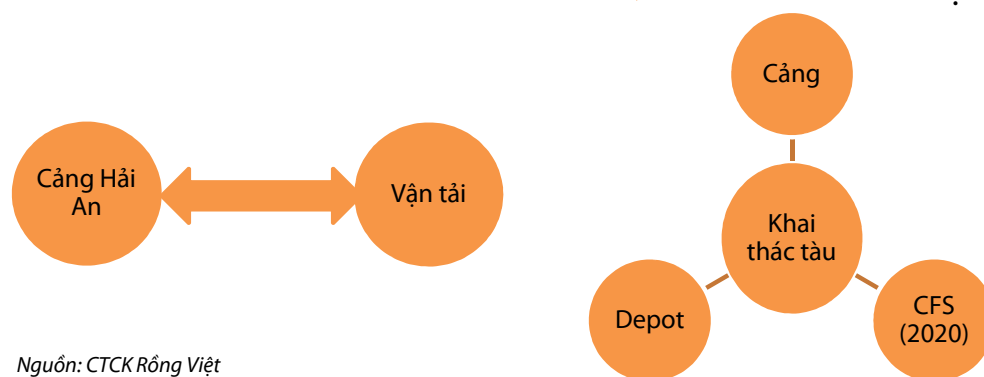
Hình 1: Các tuyến dịch vụ đang khai thác



Nguồn: HAH

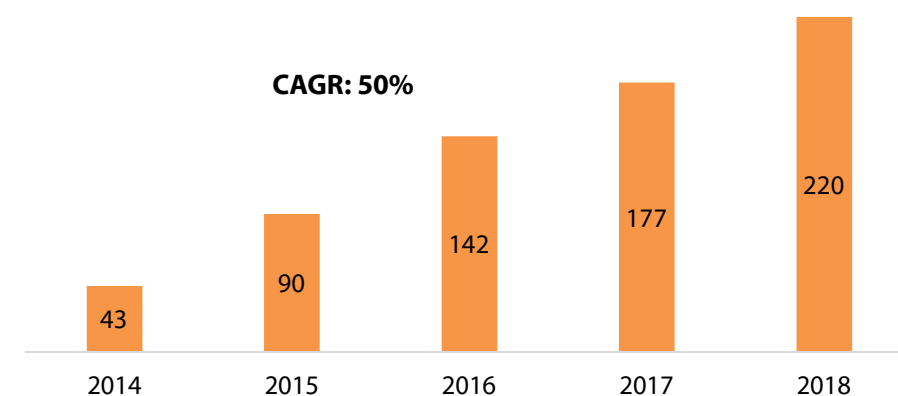
Hình 2: Chuyển dịch chiến lược kinh doanh với khai thác tàu container là hoạt động cốt lõi

Mô hình kinh doanh ban đầu → Mô hình kinh doanh hiện tại



Nguồn: CTCK Rồng Việt

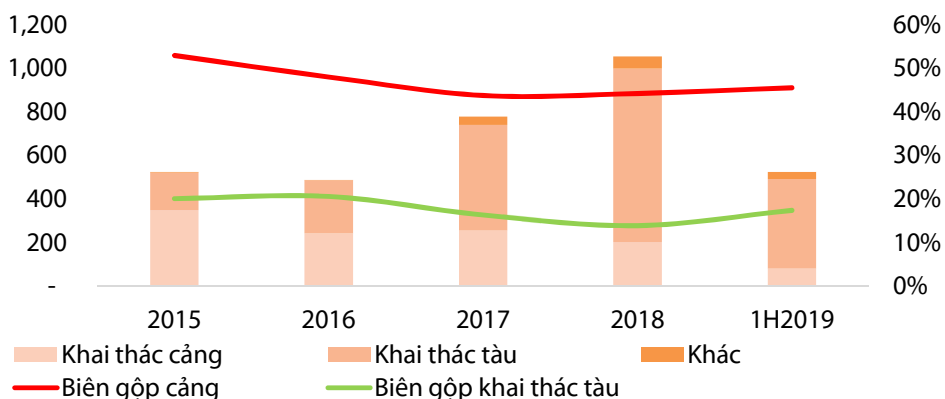
Hình 3: Khối lượng vận chuyển (ngàn TEU)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

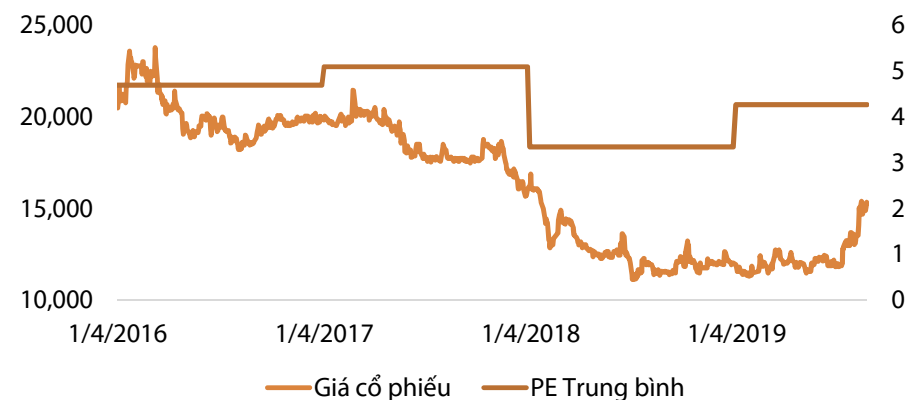
HAH – QUAY TRỞ LẠI VỚI TĂNG TRƯỞNG

Hình 4: Cơ cấu doanh thu và biên gộp theo mảng (tỷ đồng)



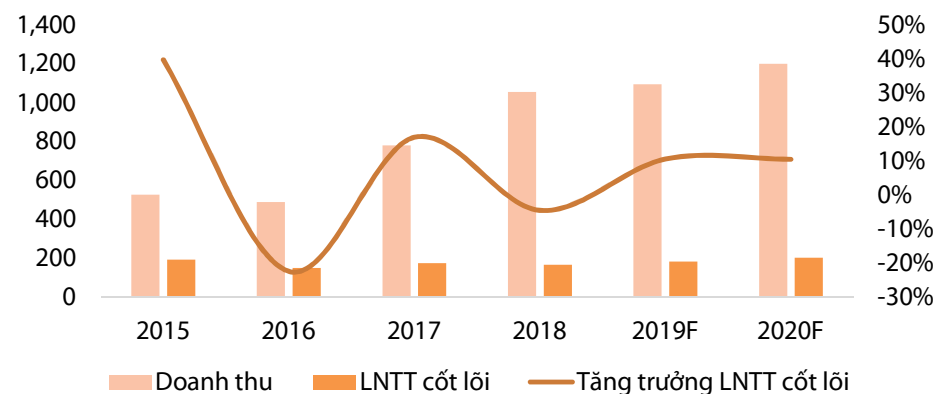
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá cổ phiếu và mức PE trung bình từng năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng KQKD (tỷ đồng)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

- EPS 2019F: 2.619 đồng và EPS 2020F: 2.900 đồng.
- LNST cốt lõi đạt tăng trưởng kép 10%/năm. P/E mục tiêu 6 lần, tương đương với PEG chỉ 0,6.

Giá mục tiêu: 18.000 đồng/CP.



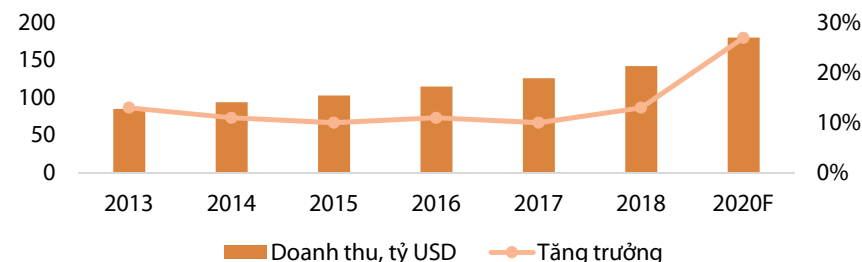
NGÀNH BÁN LẺ: Chiếm lĩnh những vùng đất mới

Trần Thái Sơn – son.tt@vdsc.com.vn

NHÌN LẠI NGÀNH BÁN LẺ

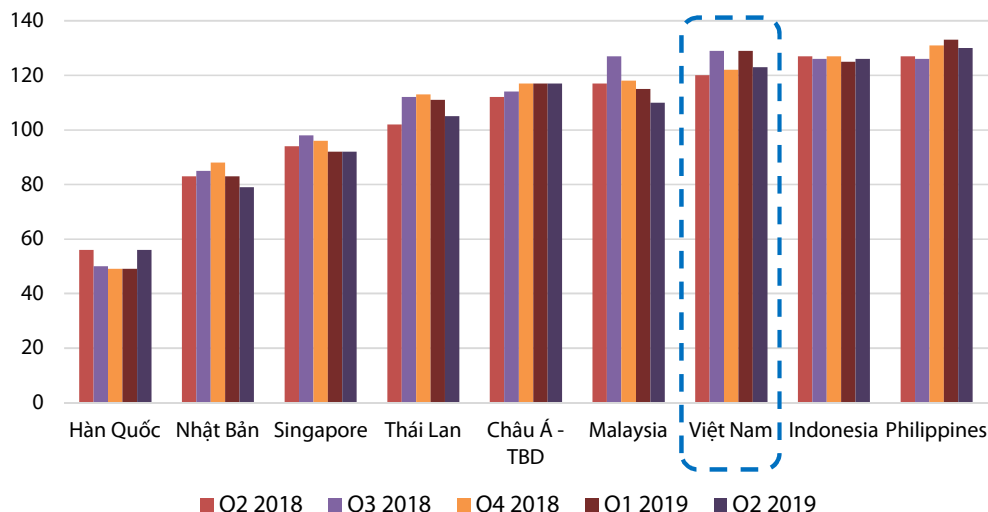
- Trong 6T2019, tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tại Việt Nam tăng 11,5% YoY, trong đó doanh số bán lẻ hàng hóa tăng 12,5%. Theo nhóm hàng: thực phẩm (+13%), hàng gia dụng (+12,1%), quần áo (+11,1%) có mức tăng trưởng cao nhất.
- Mặc dù chỉ số Niềm tin tiêu dùng (Consumer Confidence index) giảm nhẹ trong Q2, Việt Nam vẫn là quốc gia có người tiêu dùng tích cực thứ 3 trên thế giới với cả 3 thành tố chính của chỉ số tăng đáng kể, bao gồm triển vọng việc làm, an toàn tài chính và mức sẵn sàng chi tiêu.
- Doanh thu bán lẻ Việt Nam dự kiến sẽ duy trì mức tăng trưởng hàng năm trên 10% trong những năm tới, nhờ vào sự gia tăng của tầng lớp thượng lưu, dân số trẻ và thay đổi hành vi người tiêu dùng.

Hình 1: Doanh thu và tăng trưởng bán lẻ tại Việt Nam (2013-2020)



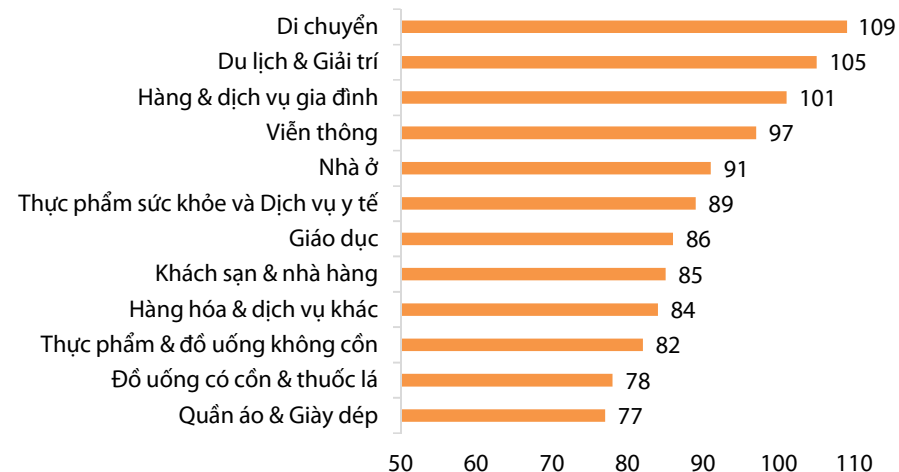
Nguồn: GSO, CTCK Rông Việt

Hình 2: Chỉ số Niềm tin tiêu dùng



Nguồn: Khảo sát niềm tin tiêu dùng toàn cầu của Conference Board® hợp tác cùng Nielsen

Hình 3: Dự phóng tăng trưởng (%) trong chi tiêu tiêu dùng theo nhóm ngành giai đoạn 2019 - 2030



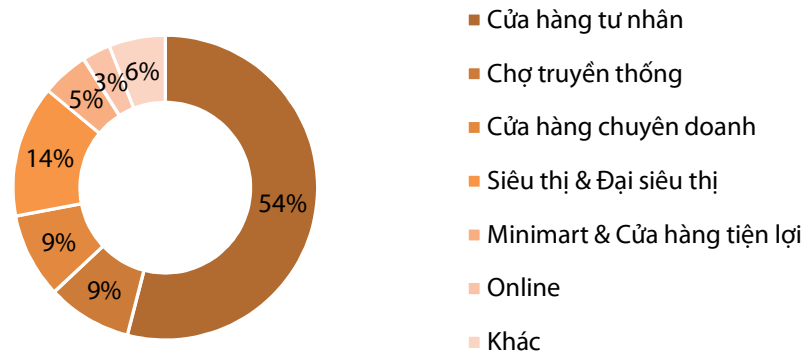
Nguồn: Euromonitor

NHÌN LẠI NGÀNH BÁN LẺ

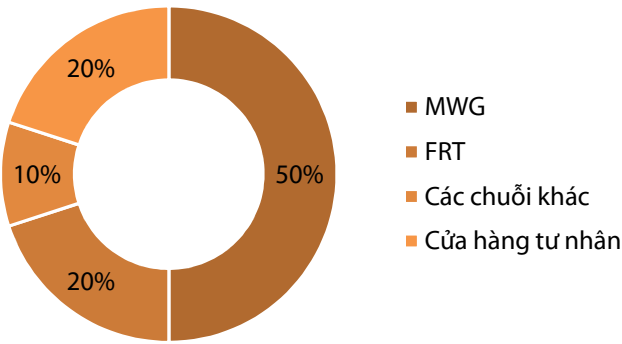
Phần lớn các thị trường vẫn đang phân mảnh

- Bên cạnh thị trường điện thoại thông minh, vốn đã bão hòa và hợp nhất bởi hai gã khổng lồ trong ngành bán lẻ (MWG và FRT), các nhóm ngành còn lại đang rất phân mảnh
- Các cửa hàng vừa và nhỏ trên đường phố là lựa chọn mua sắm ưa thích của phần lớn người Việt bởi sự thuận tiện và giá cả cạnh tranh.
- Hai nhà bán lẻ ICT lớn nhất là MWG và FRT đang mở rộng dấu chân của mình sang các phân khúc khác (FMCG, thực phẩm và dược) trong khi các công ty khác như PNJ, Vinmart, Coop Food, Satra Food và Pharmacity đang mở rộng quy mô để hợp nhất thị trường hiện tại của mình.

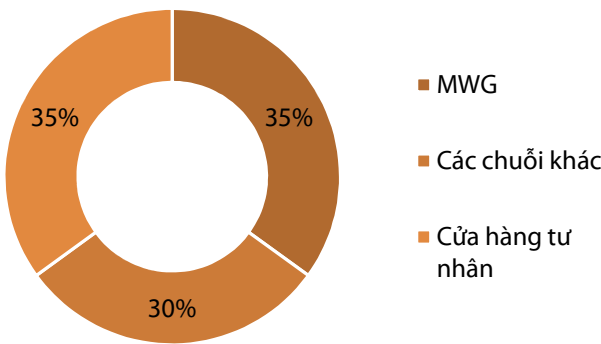
Hình 4: Thị phần FMCG tại các thành phố lớn



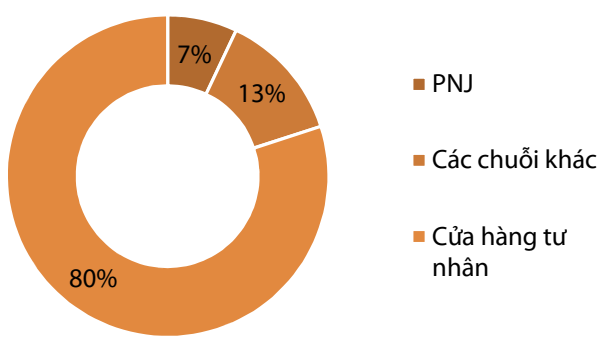
Hình 5: Thị phần điện thoại thông minh & điện thoại chức năng



Hình 6: Thị phần hàng điện tử tiêu dùng



Hình 7: Thị phần trang sức vàng



Nguồn: Kantar Worldpanel, MWG, PNJ, CTCK Rông Việt

NHÌN LẠI NGÀNH BÁN LẺ

Mốc thời gian các quy định

Luật Đầu tư mới được thông qua để tăng sự thuận lợi trong kinh doanh tại Việt Nam cho các nhà đầu tư nước ngoài

Các nhà bán lẻ ngoại được phép thành lập doanh nghiệp sở hữu 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam, như một phần cam kết khi gia nhập WTO

Quyết định số 1563/QĐ-TTg phê duyệt kế hoạch phát triển thương mại điện tử cho giai đoạn 2016-2020

Nghị định 09/2018 / ND-CP được ban hành, gồm các thay đổi thuận lợi cho nhà bán lẻ thành lập hoặc mở rộng kinh doanh trong các hoạt động mua bán hàng hóa và các hoạt động liên quan trực tiếp đến mua bán hàng hóa của nhà đầu tư nước ngoài, tổ chức kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam.

Theo một phần của cam kết khi ký CPTPP, các nhà bán lẻ nước ngoài sẽ không phải chịu kiểm tra nhu cầu kinh tế (ENT) từ năm 2024

2014

2015

2016

2018

2024

Môi trường thuận lợi khiến các nhà đầu tư nước ngoài gia tăng hiện diện tại Việt Nam thông qua M&A, nhượng quyền hoặc hợp tác

- Hầu hết các nhà bán lẻ tại Việt Nam đến từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan: Central Group (Thái Lan), 7-Eleven (Nhật Bản), Lotte (Hàn Quốc)...
- Mặc dù vậy, ngành bán lẻ tại Việt Nam không mang lại quả ngọt cho tất cả mọi người khi nhiều doanh nghiệp nước ngoài đã phải rút lui vì không hiểu thị trường địa phương hoặc không thể chịu đựng các khoản lỗ kéo dài: Metro, Auchan, Shop & Go... là các ví dụ điển hình.

Việt Nam sẽ bỏ kiểm tra nhu cầu kinh tế (ENT) từ năm 2024, 5 năm sau khi CPTPP có hiệu lực

- ENT đã và đang hạn chế khả năng mở từ cửa hàng bán lẻ thứ hai trở đi của doanh nghiệp nước ngoài. ENT không áp dụng cho các cửa hàng bán lẻ dưới 500 m2, nằm trong các trung tâm thương mại và không được phân loại là minimart hoặc cửa hàng tiện lợi
- Với việc loại bỏ ENT trong tương lai, các nhà bán lẻ Việt Nam, đặc biệt là các nhà bán lẻ vận hành các cửa hàng tiện lợi, minimart, cửa hàng chuyên doanh, sẽ phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt hơn -> Nhu cầu phải đổi mới và tự cải thiện từ các nhà bán lẻ Việt Nam.



NHÌN LẠI NGÀNH BÁN LẺ

Các công ty niêm yết có những câu chuyện khác nhau

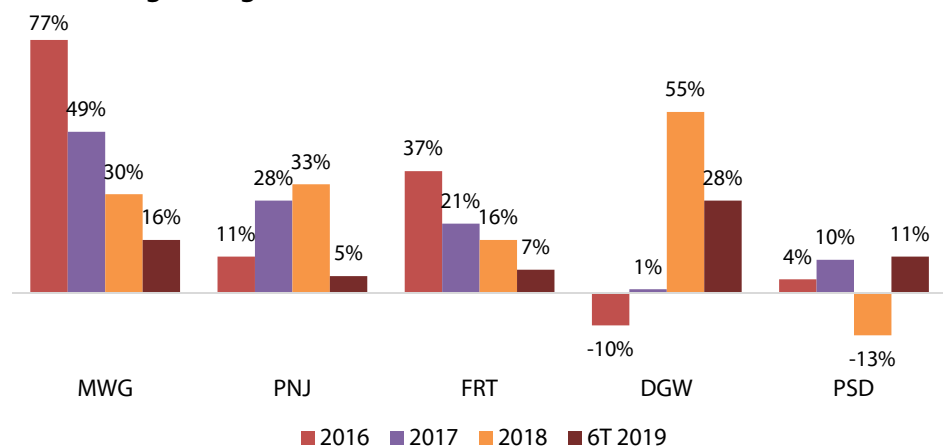
Tăng trưởng doanh thu đang trong xu hướng giảm đối với các nhà bán lẻ, và không ổn định đối với các nhà phân phối

- Do bão hòa thị trường ICT, tăng trưởng doanh số MWG và FRT đang chậm lại kể từ năm 2016, trong khi PNJ vẫn tăng trưởng tốt từ mảng vàng trang sức cho đến khi sự cố lý thuật liên quan đến hệ thống ERP mới xảy ra trong Q2 2019.
- Một nhà phân phối ICT lớn là DGW đã tìm được “cứu cánh” với hợp đồng phân phối độc quyền cho Xiaomi từ năm 2017. Trong khi 1 doanh nghiệp phân phối ICT lớn khác là PSD đang chật vật với một mô hình phân phối lỗi thời.

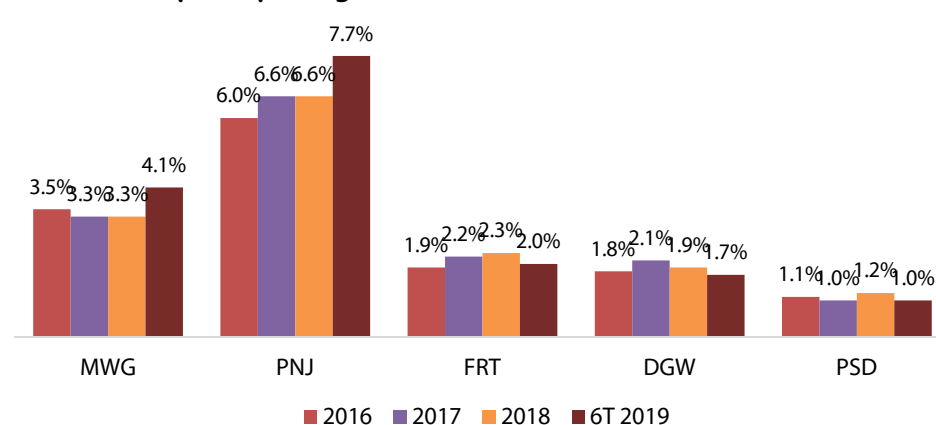
Chỉ các doanh nghiệp đầu ngành có sự cải thiện về biên lợi nhuận

- Biên lợi nhuận của MWG và PNJ tăng lên nhờ tối ưu hóa: MWG có SSSG tốt hơn từ chuyển đổi cửa hàng và PNJ có biên lãi gộp cao hơn nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm.
- Biên lãi ròng của FRT bị ảnh hưởng do giải quyết hàng tồn kho iPhone trong 6T2019 trong khi DGW lại phụ thuộc nhiều vào các hợp đồng có doanh số lớn nhưng biên lãi mỏng với Xiaomi và Nokia.

Hình 8: Tăng trưởng doanh thu YoY



Hình 9: Biên lợi nhuận ròng



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

NHÌN LẠI NGÀNH BÁN LẺ

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA (%)	Biên LN từ hoạt động kinh doanh (%)	Tăng trưởng LN ròng (%)	Biên LN ròng (%)	ROIC (%)	ROA (%)	ROE (%)	P/E	P/B
MWG	52.193	17,4	31,0	6,2	4,8	29,3	3,7	18,8	12,1	38,6	14,9	5,0
PNJ	18.904	16,3	24,9	9,7	9,3	20,6	7,0	22,1	17,8	27,9	18,2	4,7
FRT	3.945	16,4	27,1	3,0	3,0	20,0	2,3	12,0	7,7	35,0	11,5	3,4
DGW	974	36,1	41,0	2,5	2,4	38,9	1,9	8,4	7,2	16,9	7,4	1,2
PSD	386	-5,4	5,5	1,9	1,8	10,6	1,2	5,7	3,3	21,2	5,7	1,1

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

MWG – TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC PHÍA TRƯỚC

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tăng trưởng vững chắc trong mảng Điện tử tiêu dùng (CE) và Phụ kiện**
 - Tăng trưởng tự nhiên tốt của thị trường CE cùng với tiềm năng hợp nhất từ gần 40% thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ.
 - Cải thiện SSSG: Tối ưu hóa sắp xếp cửa hàng đối với Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh cho phép có nhiều SKU hơn cùng với việc thêm các sản phẩm dụng cụ nhà bếp, đồng hồ đeo tay và mắt kính thời trang => Tăng biên lãi gộp và giảm tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu.
 - Tăng số lượng Điện Máy Xanh: từ cả mở mới và chuyển đổi từ cửa hàng Thế Giới Di Động => Dự kiến sẽ có 900 và 1.000 DMX lần lượt vào cuối các năm 2019 và 2020.
- **Chuỗi Bách Hóa Xanh đang tăng tốc**
 - Tăng tốc mở cửa hàng, dự kiến có 950 cửa hàng (+236% yoy) vào cuối năm 2019, với tổng doanh thu là 11.400 tỷ đồng (+164% yoy). Đón nhận ban đầu từ khách hàng là tích cực và BHX cũng gặp ít cạnh tranh hơn từ các minimart khác ở các tỉnh (218/600 cửa hàng nằm bên ngoài TP HCM vào cuối tháng 6).
 - Doanh thu trung bình tăng mạnh, đạt 1,5 tỷ đồng/cửa hàng tại tháng 6 (+70% yoy). Biên LN cải thiện nhờ nhập khẩu trực tiếp hàng tươi và chiết khấu cao hơn từ nhà cung cấp FMCG, tối ưu hóa vận chuyển và giảm thiểu tỷ lệ lãng phí => Dự kiến BHX sẽ hòa vốn vào cuối năm 2019.
- **Mức định giá hấp dẫn**
 - Với PEG dự phóng 2019 tại 0,4x, đây là mức định giá thấp đối với một doanh nghiệp đầu ngành vừa bước vào giai đoạn phát triển mới.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Trở ngại trong logistic khi mở rộng sang các khu vực xa sẽ làm chậm tăng trưởng của BHX.

MUA

+30%

Giá thị trường (VND)	117.300
Giá mục tiêu (VND)	151.000

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12T

1.500

THÔNG TIN CP

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (triệu USD)	2.229
Số lượng CP đang lưu hành (triệu)	443
Khối lượng GDTB 3 tháng (ngàn cp)	940
Giá trị GDTB 3 tháng (tỷ đồng)	95
Sở hữu NĐTNN (%)	49,0
Sở hữu nhà nước (%)	0,0

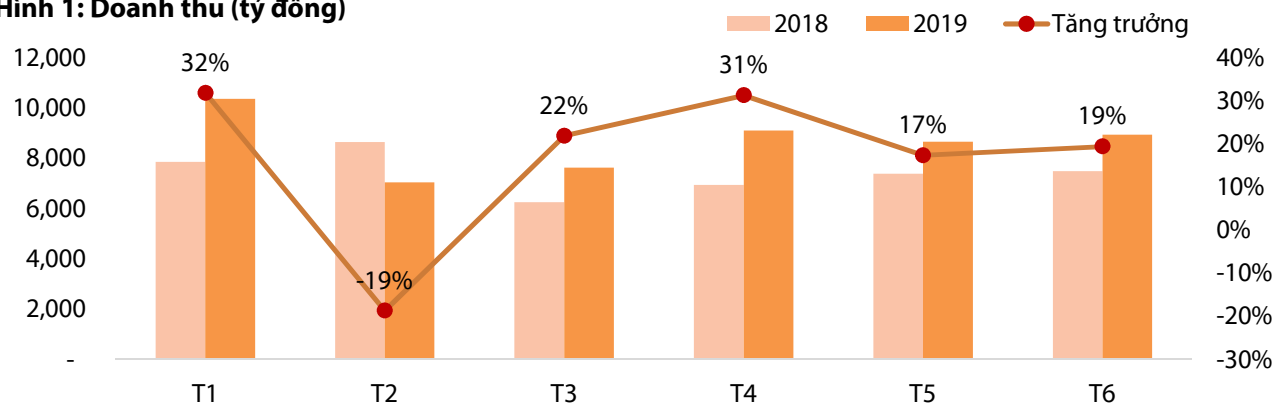
DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	66.340	86.516	105.327	131.836
Tăng trưởng (%)	48,7	30,4	21,7	25,2
LNST	2.206	2.879	3.888	5.314
Tăng trưởng (%)	39,8	30,5	35,1	36,7
ROA (%)	11,7	11,3	12,3	13,6
ROE (%)	45,2	38,7	32,9	32,0
EPS (VND)	6.958	4.227	8.564	11.304
Giá trị sổ sách (VND)	18.632	20.241	26.012	35.297
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	20,2	13,0	13,7	10,4
P/B (x)	7,0	4,3	4,5	3,3



MWG – Tăng trưởng Doanh thu và Lợi nhuận trong 6T 2019

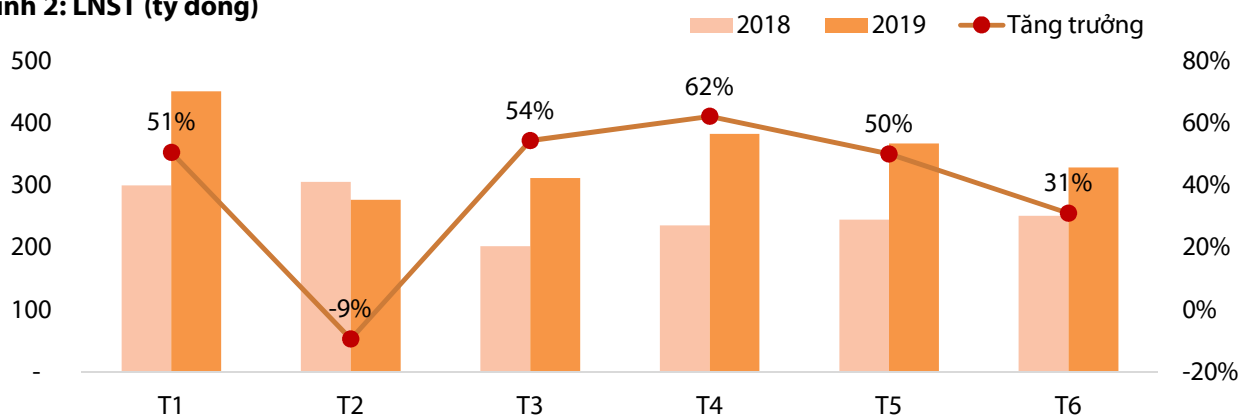


Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: LNST (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Tiếp tục mở mới & chuyển đổi cửa hàng

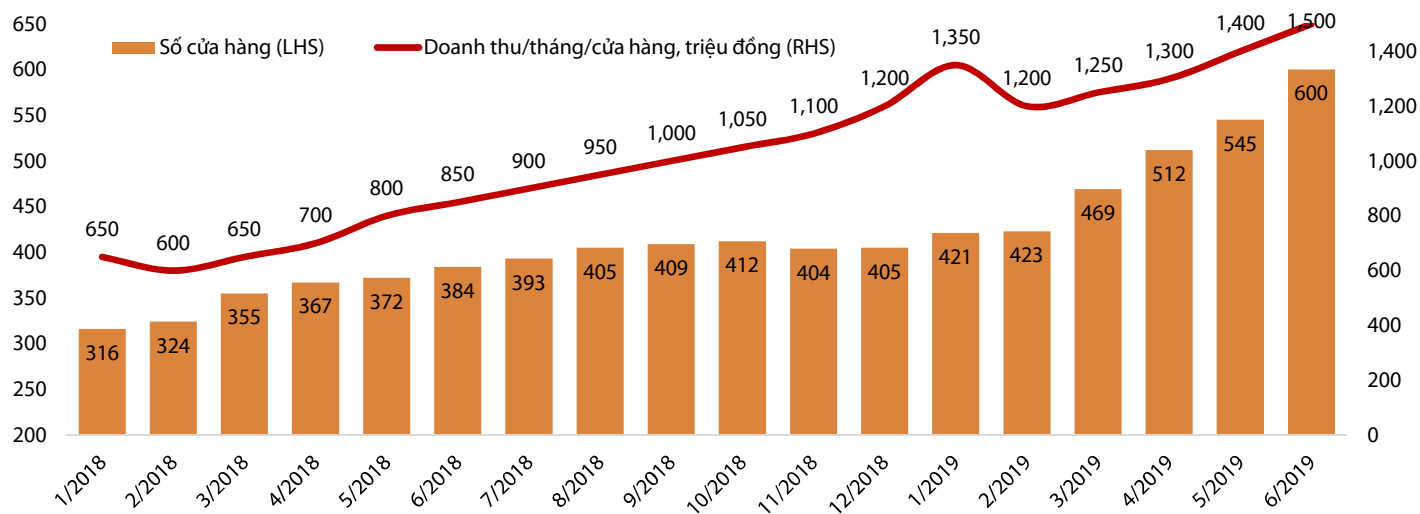
- 114 cửa hàng ĐMX mới, trong đó có 47 cửa hàng được chuyển đổi từ TGDĐ.
- Hoàn tất sắp xếp lại cho 210 cửa hàng ĐMX mini, với doanh thu tăng trung bình ~30%/cửa hàng, kế hoạch làm tiếp cho 276 cửa hàng trong 2H 2019.
- 195 BHX mới trong 6T, có 36% trong tổng số 600 cửa hàng BHX nằm tại các tỉnh thành Đông và Tây Nam Bộ (ngoài TP HCM).

Biên LN ròng tăng mạnh lên 4.1% (+60 bps yoy)

- SSSG đạt 7% tại các cửa hàng TGDĐ & ĐMX và tối ưu hóa chi phí giúp tăng tỷ suất lợi nhuận.
- Biên LN gộp của BHX đạt 19%, từ mức 18% cuối năm 2018. Mặc dù chuỗi này vẫn lỗ ròng -9%/doanh thu (-367 tỷ đồng) trong 6T đầu năm nhưng chúng tôi vẫn cho rằng BHX sẽ đạt hòa vốn cấp độ **cửa hàng & kho phân phối** vào cuối năm 2019 (biên lãi ròng ~ -2 đến -3% trên tổng doanh thu).

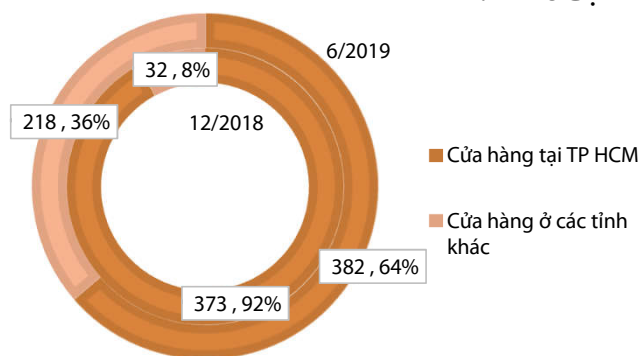


Hình 3: Số lượng cửa hàng và doanh thu trung bình/tháng/cửa hàng (đối với các cửa hàng đã hoạt động trên 30 ngày)

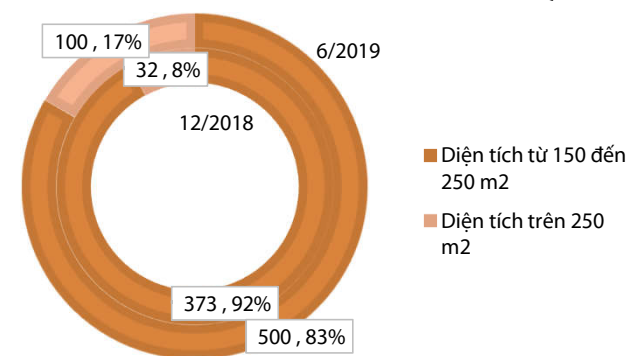


Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

HÌNH 4: THEO ĐỊA LÝ



HÌNH 5: THEO QUY MÔ



PNJ – Củng cố vị trí dẫn đầu

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tiềm năng dồi dào từ hợp nhất thị trường trang sức phân mảnh**
 - Thị trường trang sức đang tăng trưởng với tốc độ ~ 10% mỗi năm. Tiêu thụ vàng trang sức/đầu người nằm trong nhóm thấp nhất giữa các nước châu Á. Đi sâu vào ngành, trang sức có thương hiệu hiện chỉ chiếm 1/4 thị phần, cho thấy tiềm năng lớn của các chuỗi bán lẻ hiện đại.
 - Danh tiếng được biết đến rộng rãi và khả năng sản xuất dẫn đầu trong ngành cho phép PNJ không chỉ tự cung cấp cho mình mà còn gia công trang sức cho đối tác bên ngoài, hoạt động mang lại lợi nhuận lớn trên nguồn lực bỏ ra (chủ yếu là chi phí nhân công).
 - Lợi thế từ mạng lưới cửa hàng lớn nhất trong số các chuỗi trang sức, với hệ thống ERP tiên tiến vượt xa các doanh nghiệp khác trong ngành.
- **Sự cố kỹ thuật tạm thời không ảnh hưởng đến triển vọng dài hạn của PNJ**
 - Vấn đề liên quan đến việc vận hành hệ thống ERP mới đã xảy ra vào tháng 4 và ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của PNJ. Tuy nhiên, sự cố này đã được giải quyết gần như hoàn toàn và nhà máy đã hoạt động với 90% công suất trong tháng 6.
- **Nhu cầu chậm lại ở các thị trường cấp 1 là điều đáng lo ngại**
 - Tăng trưởng ở TP HCM, thị trường quan trọng nhất, không còn dồi dào như trước và hiệu ứng Tự tước đoạt doanh thu (cannibalization) bắt đầu xảy ra, dẫn đến mức SSSG thấp hơn. Mặc dù thị trường cấp 2 và 3 đang bắt đầu khởi sắc, vẫn cần có thời gian để thay đổi thói quen của người tiêu dùng địa phương.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Trang sức thời trang cao cấp bị ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế.

MUA

+23%

Giá thị trường (VND)	86.000
Giá mục tiêu (VND)	104.000

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12T 1.800

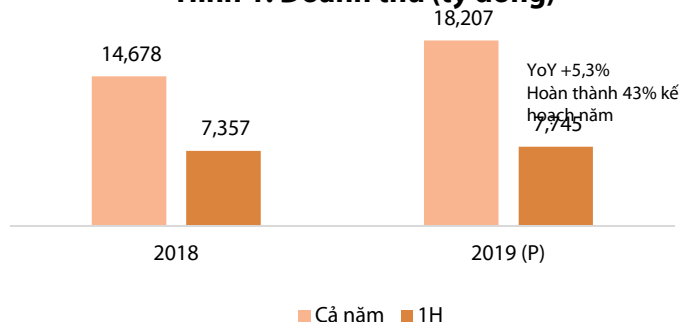
THÔNG TIN CP

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (triệu USD)	822
Số lượng CP đang lưu hành (triệu)	223
Khối lượng GDTB 3 tháng (ngàn cp)	672
Giá trị GDTB 3 tháng (tỷ đồng)	58,6
Sở hữu NĐTNN (%)	49,0
Sở hữu nhà nước (%)	0,0

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	10.977	14.571	16.848	20.198
Tăng trưởng (%)	28,2	32,7	15,6	19,9
LNST	725	960	1.194	1.531
Tăng trưởng (%)	60,9	32,4	24,4	28,2
ROA (%)	17,9	17,6	18,3	20,0
ROE (%)	32,6	28,7	28	28,6
EPS (VND)	6.370	13.249	4.997	6.228
Giá trị sổ sách (VND)	27.285	22.425	18.585	22.656
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.000	1.800	1.800
P/E (x)	23,8	16,2	16,8	13,5
P/B (x)	5,0	4,2	4,5	3,7

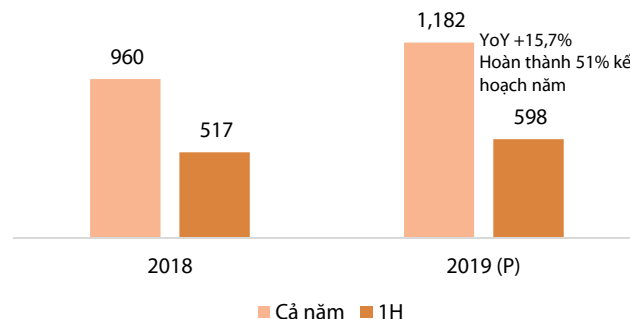
PNJ – Doanh thu tăng chậm lại nhưng hiệu quả hơn

Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng)



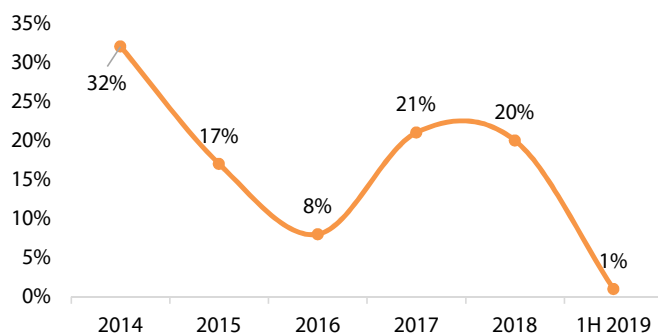
Nguồn: PNJ

Hình 2: LNST (tỷ đồng)



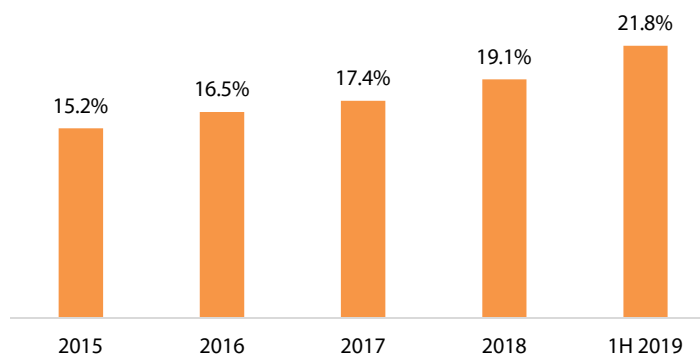
Nguồn: PNJ

Hình 3: Tăng trưởng doanh thu của hàng hiện hữu của PNJ Gold



Nguồn: PNJ

Hình 4: Biên LN gộp



Nguồn: PNJ

- Vấn đề ERP và nhu cầu chậm lại trong quý 2 đã kéo SSSG giảm xuống còn ~ 1%. Chúng tôi dự báo con số này sẽ là ~ 10% trong nửa cuối năm, hậu khủng hoảng ERP.
- Do thiếu hụt trong sản xuất, doanh thu bán sỉ giảm 24% trong Q2, do đó biên LN gộp chung tăng mạnh. Chúng tôi dự phóng biên gộp sẽ trở về mức bình thường trong nửa cuối năm. Tuy nhiên, biên gộp của PNJ vẫn trong xu hướng tăng nhờ vào đóng góp cao hơn của bán lẻ trang sức vàng và quản lý chi phí tốt hơn.



FRT – TRIỂN VỌNG DÀI HẠN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tăng trưởng bảo hòa ở mảng điện thoại thông minh, tìm kiếm cơ hội ở mảng phụ kiện và dịch vụ gia tăng**
 - Ngoài việc thị trường điện thoại thông minh bảo hòa, các mẫu iPhone ra mắt không thành công vào năm ngoái cũng ảnh hưởng mạnh đến KQKD của FRT, công ty vốn phụ thuộc nhiều vào doanh số iPhone.
 - Giá bán phụ kiện tốt hơn do nhập khẩu trực tiếp từ các nhà cung cấp Trung Quốc giúp cải thiện biên lợi nhuận trong khi các chương trình F.friends và Subsidy giúp duy trì SSSG nhưng tiềm năng là không quá nhiều.
 - Hợp tác với các trang web thương mại điện tử vẫn đang trong quá trình thử nghiệm và chưa có kế hoạch rõ ràng nào được tiết lộ từ phía công ty.
- **Nhà thuốc Long Châu có thể là là đầu tàu tăng trưởng, nhưng trong viễn cảnh gần thì chưa**
 - Thị trường bán lẻ thuốc và thực phẩm chức năng đang cực kỳ phân mảnh. Tuy nhiên, quy mô thị trường OTC (nhà thuốc) chỉ khoảng 1,6 tỷ USD và sự cạnh tranh rất cao từ các nhà thuốc tư nhân lớn là thách thức không nhỏ.
 - Kinh nghiệm bán lẻ của FRT và hỗ trợ về mặt công nghệ từ Tập đoàn FPT là những lợi thế của Long Châu
 - Long Châu bắt đầu mở rộng mạng lưới tại TP HCM và thí điểm cửa hàng ở các tỉnh khác.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sự thành công của iPhone mới là rất khó đoán và có tác động lớn đến KQKD của FRT.
- Các khó khăn khi mở rộng chuỗi nhà thuốc Long Châu.

TÍCH LŨY

+7%

Giá thị trường (VND)	49.600
Giá mục tiêu (VND)	52.000

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12T 1.000

THÔNG TIN CP

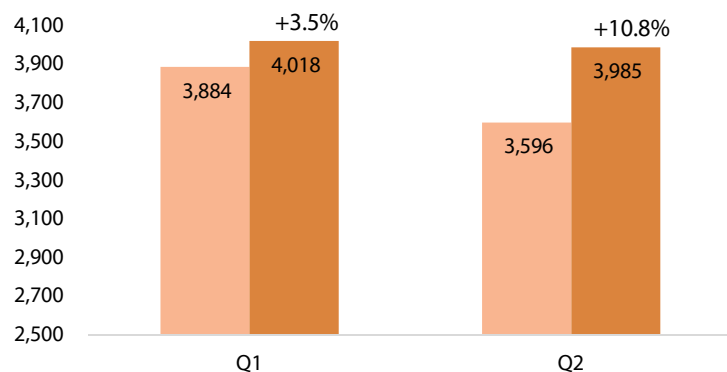
Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (triệu USD)	168
Số lượng CP đang lưu hành (triệu)	79
Khối lượng GDTB 3 tháng (ngàn cp)	101
Giá trị GDTB 3 tháng (tỷ đồng)	5,4
Sở hữu NĐTNN (%)	48,6
Sở hữu nhà nước (%)	0,0

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	13.147	15.298	17.195	18.875
Tăng trưởng (%)	21,1	16,4	12,4	9,8
LNST	290	348	385	443
Tăng trưởng (%)	39,7	20,0	10,7	15,1
ROA (%)	6,8	7,7	5,9	6,2
ROE (%)	44,2	35,6	24,7	23,0
EPS (VND)	7.247	4.27	4.714	5.321
Giá trị sổ sách (VND)	19.911	16.673	19.539	23.675
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	N/A	14,5	10,6	9,4
P/B (x)	N/A	4,2	2,6	2,1



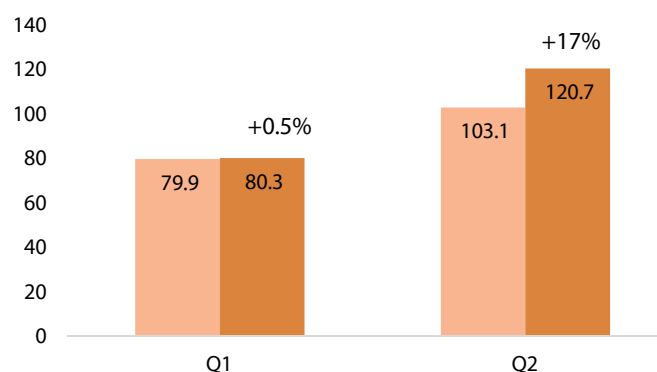
FRT – Nhìn lại 6T2019 và Dự phóng

Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) 2018 2019



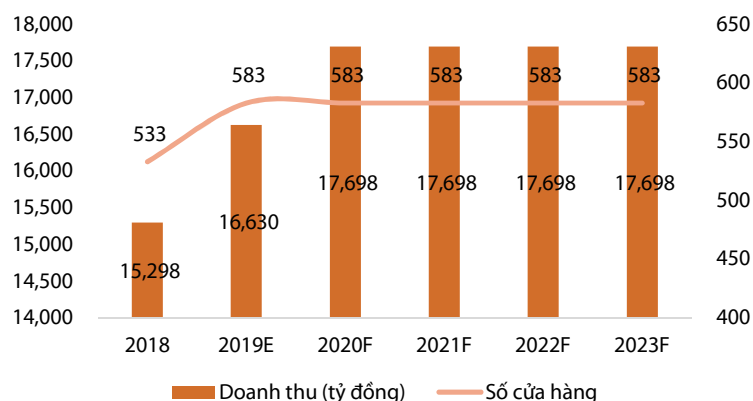
Nguồn: FRT

Hình 2: LNTT (tỷ đồng) 2018 2019



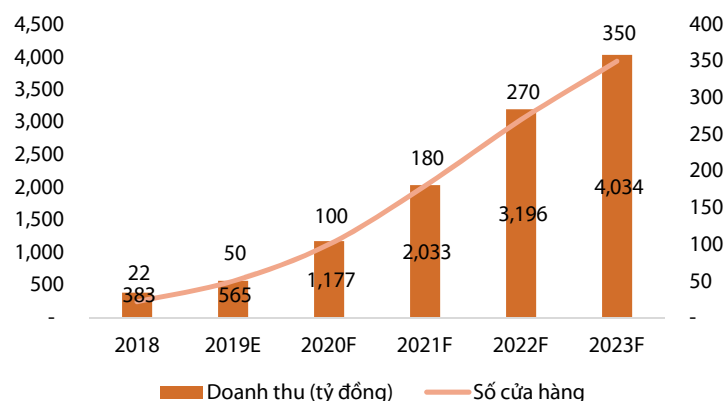
Nguồn: FRT

Hình 3: Dự phóng FPT Shop



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng Long Châu



Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Trong Q2, các chính sách hỗ trợ của Apple trong việc giảm giá đã giúp FRT giải quyết hàng tồn kho iPhone với mức lãi tốt hơn.
- Trong Q1, FRT đã hoàn thành giải phóng hàng tồn kho của lô phụ kiện cũ có giá vốn cao, do đó có biên gộp cao hơn trong Q2.
- Chỉ có 25 cửa hàng FPT Shop mới trong 6T2019, so với mục tiêu 100 cửa hàng mới trong năm 2019.
- Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, đến năm 2023, Long Châu sẽ chiếm khoảng 20% doanh thu FRT.



FPT – BAY CAO TRÊN ĐÔI CÁNH CÔNG NGHỆ

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tăng trưởng dồi dào từ gia công phần mềm và chuyển đổi số (DT)**
 - Thị trường nước ngoài là động lực tăng trưởng, dẫn dắt bởi nhu cầu gia công phần mềm và DT ngày càng tăng, đặc biệt là từ các nước phát triển có chi phí lao động cao.
 - Hiệp lực (synergy) với Intellinet (mua lại năm 2018) cho phép FPT cung cấp nhiều hơn các hợp đồng trọn gói, từ triển khai đến tư vấn DT, mang lại biên lợi nhuận cao hơn.
 - Tăng số lượng khách hàng lớn giúp củng cố uy tín của FPT. Kết hợp với chi phí lao động thấp của Việt Nam và hệ thống giáo dục FPT là những lợi thế để duy trì giá cả cạnh tranh trong dịch vụ phần mềm.
- **Tăng trưởng ổn định của các dịch vụ Viễn thông và tiềm năng từ mảng Giáo dục.**
 - Số lượng thuê bao băng thông rộng chỉ đạt 55% trên số hộ gia đình Việt Nam -> dư địa tăng trưởng. Ngoài ra, mảng truyền hình trả tiền gần tiến tới hòa vốn nhờ lợi thế quy mô.
 - Mảng giáo dục mang lại biên lợi nhuận cao và đang tăng trưởng nhanh, được hỗ trợ bởi FPT Software trong đào tạo và cơ hội việc làm.
- **Tiềm năng định giá lại do thay đổi trong cơ cấu lợi nhuận.**
 - Gia công phần mềm và DT được dự báo sẽ đóng góp gần 43% tổng LNTT trong năm 2020, từ mức chỉ 25% của năm 2017. Biến động lợi nhuận từ FPT IS và FPT Trading đã không còn đáng kể. Chúng tôi cho rằng P/E hiện tại đang ở mức thấp, với việc cơ cấu lợi nhuận lành mạnh hơn và tăng trưởng cao từ mảng công nghệ.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thay đổi bất lợi trong địa chính trị quốc tế ảnh hưởng doanh thu từ thị trường nước ngoài.
- Cạnh tranh gay gắt từ các công ty viễn thông nội địa làm chậm tăng trưởng của FPT.

MUA

+26%

Giá thị trường (VND)	52.000
Giá mục tiêu (VND)	63.500

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12T 2.000

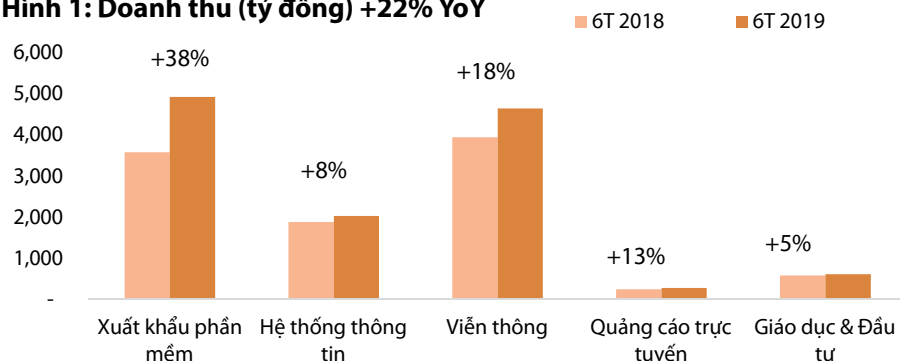
THÔNG TIN CP

Ngành	Công nghệ
Vốn hóa (triệu USD)	1.514
Số lượng CP đang lưu hành (triệu)	678
Khối lượng GDTB 3 tháng (ngàn cp)	1.648
Giá trị GDTB 3 tháng (tỷ đồng)	79,1
Sở hữu NĐTNN (%)	49,0
Sở hữu nhà nước (%)	5,4

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	42.659	23.214	28.598	32.927
Tăng trưởng (%)	7,9	-45,6	23,2	15,1
LNST	2.932	2.620	3.319	3.958
Tăng trưởng (%)	47,3	-10,6	26,7	19,3
ROA (%)	10,7	9,6	10,7	11,4
ROE (%)	23,8	18,7	21,9	22,3
EPS (VND)	5.521	3.899	4.894	5.836
Giá trị sổ sách (VND)	21.520	20.322	22.424	26.245
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.000	2.000	2.000
P/E (x)	10,3	9,9	10,8	9,1
P/B (x)	2,3	1,8	2,4	2,0

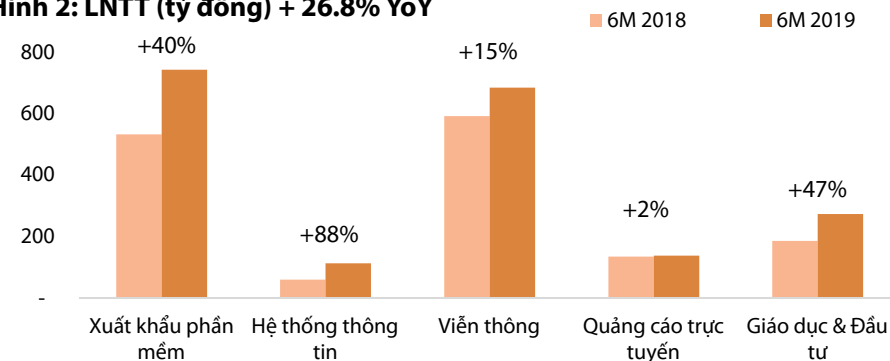
FPT – Dịch vụ phần mềm trở thành đầu tàu

Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) +22% YoY



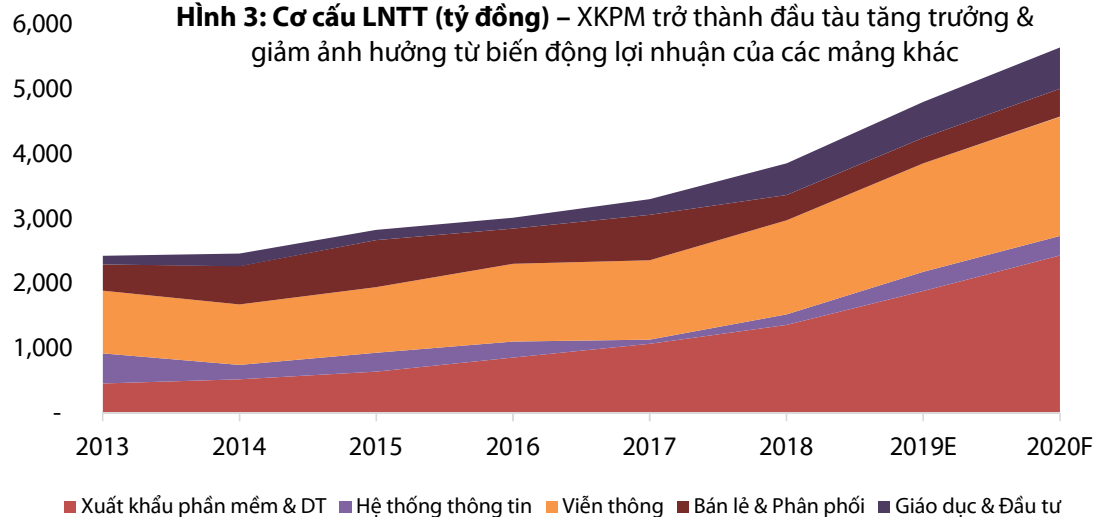
Nguồn: FPT

Hình 2: LNTT (tỷ đồng) + 26.8% YoY



Nguồn: FPT

Hình 3: Cơ cấu LNTT (tỷ đồng) – XKPM trở thành đầu tàu tăng trưởng & giảm ảnh hưởng từ biến động lợi nhuận của các mảng khác



Nguồn: FPT, CTCK
Rồng Việt

*Điều chỉnh loại trừ
thu nhập tài chính từ
thoái vốn khỏi FPT
retail và FPT trading
năm 2017.





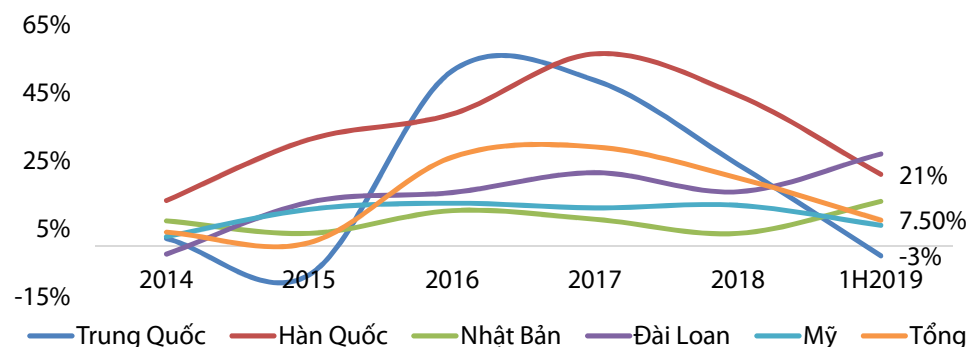
NGÀNH HÀNG KHÔNG: Giảm tốc

Tùng Đỗ – tung.dt@vdsc.com.vn

NGÀNH HÀNG KHÔNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

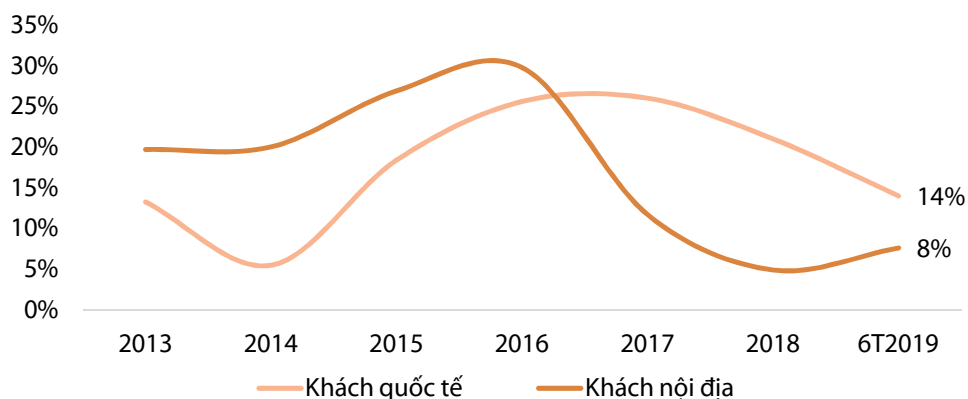
Tăng trưởng hành khách khả quan mặc dù tăng trưởng khách du lịch giảm tốc

Hình 1: Tốc độ tăng trưởng hàng năm của số lượng khách du lịch đến từ 5 quốc gia chính



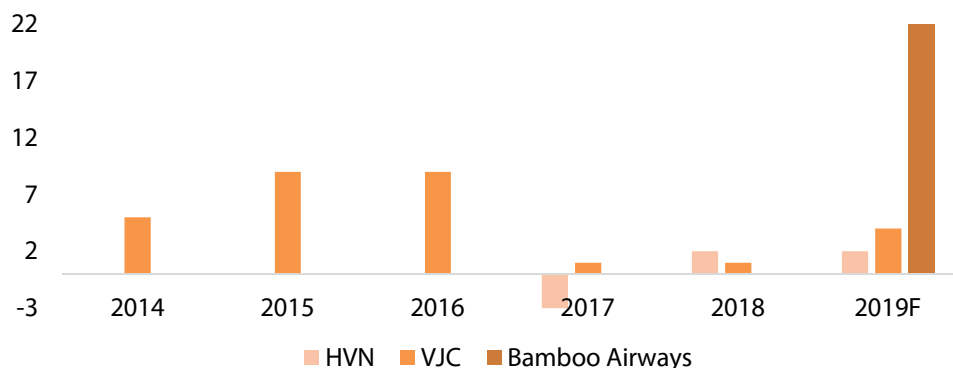
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tăng trưởng lưu lượng hành khách hàng không (YoY %)



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thay đổi trong số đường bay tuyến nội địa mỗi năm



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

Trong 6T2019, tăng trưởng khách quốc tế đạt 14,0% YoY, trong khi đó, khách trong nước tăng khoảng 7,6% YoY. Tổng hành khách tăng 9,6% YoY.

Trong nửa đầu năm 2019, khách du lịch Trung Quốc giảm 3% YoY nhưng mức giảm này được bù bởi lượng khách Hàn Quốc (+21% YoY). Trong năm 2019, chúng tôi cho rằng tăng trưởng hành khách quốc tế khó có thể tiếp nối đà tăng mạnh như năm ngoái (+ 21% YoY) do lượng khách Trung Quốc giảm (chiếm 29% tổng khách du lịch nước ngoài đến Việt Nam).

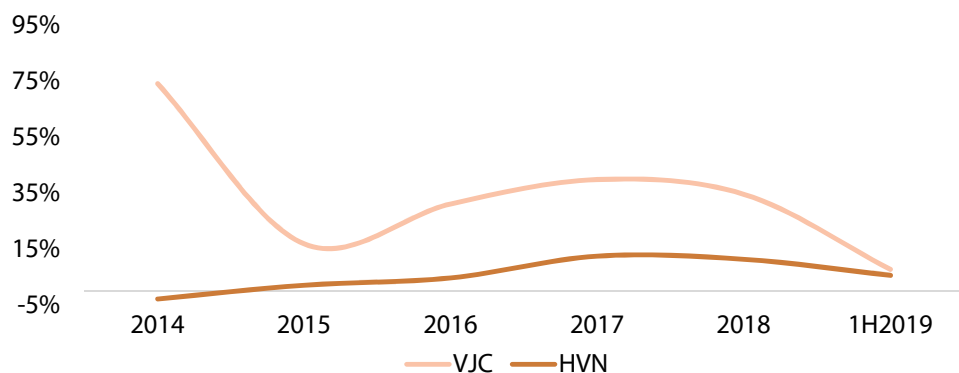
Mặc dù thị lưu lượng khách nội địa đã giảm tốc trong những năm gần đây khi các hãng hàng không ưu tiên các tuyến quốc tế, chúng tôi hy vọng tăng trưởng hành khách trong nước sẽ tăng trong nửa cuối năm nhờ công suất bổ sung từ hãng hàng không mới Bamboo với hơn 20 đường bay nội địa mới được mở trong năm 2019.



NGÀNH HÀNG KHÔNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

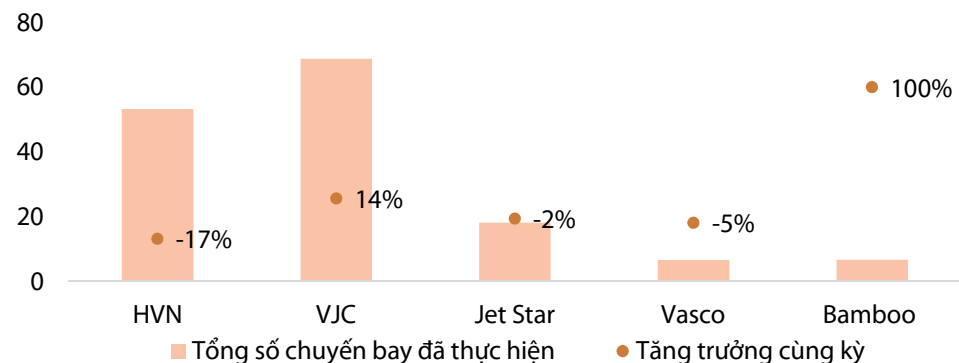
Cuộc chơi sẽ ngày càng khắc nghiệt

Hình 4: Tăng trưởng doanh thu vận tải hàng không (YoY %)



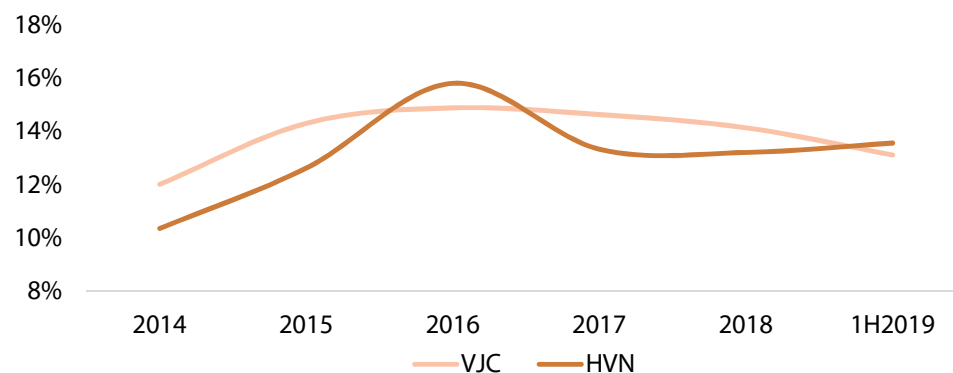
Nguồn: Báo cáo tài chính công ty mẹ, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tổng chuyến bay khai thác bởi các hãng hàng không trong 6T2019 (nghìn)



Nguồn: CAAV, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Biên LN gộp các hãng hàng không



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty mẹ, CTCK Rồng Việt

Bamboo Airways cùng nhiều đối thủ mới dự kiến sẽ gia nhập ngành trong 2020 sẽ khiến cạnh tranh gay gắt hơn.

Doanh thu vận tải hành khách của hai hãng chính hiện tại, VJC và HVN, đều thể hiện sự suy yếu trong tăng trưởng.

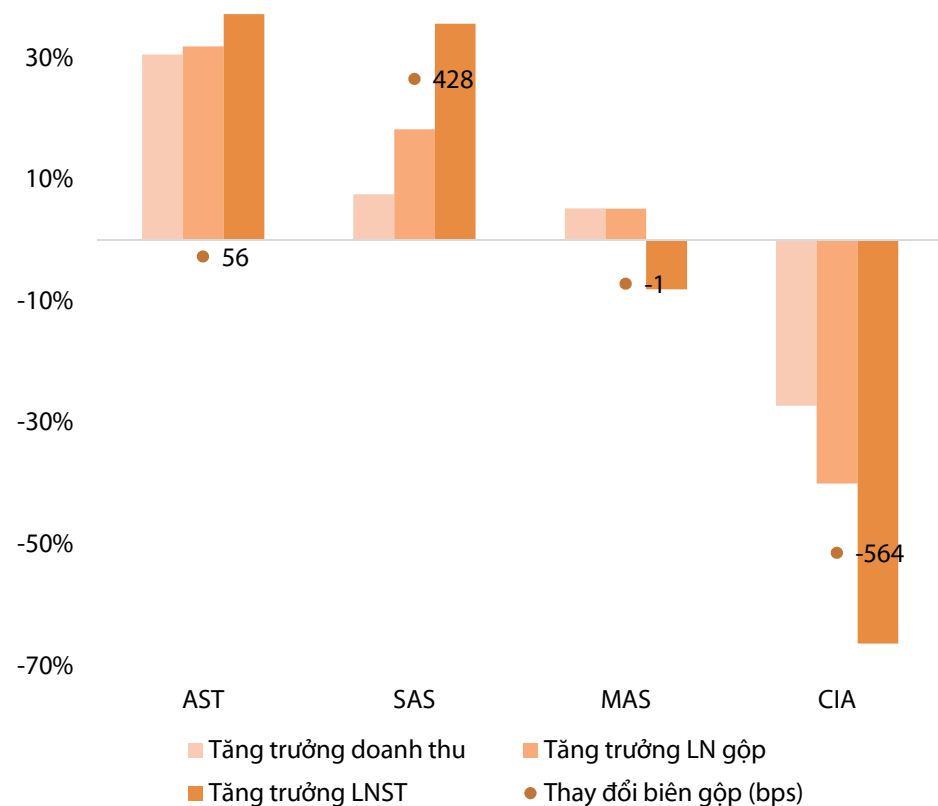
Biên gộp của VJC và HVN giảm lần lượt 28 điểm phần trăm YoY và 93 điểm phần trăm YoY mặc dù giá nhiên liệu máy bay trung bình thấp hơn trong nửa đầu năm 2019 so với cùng kỳ năm ngoái (-5% YoY).

Bamboo Airways đang khai thác 10 máy bay (đã được phê duyệt quy mô đội bay lên 30 máy bay) trên 24 tuyến nội địa. Dự kiến hãng này sẽ mở các tuyến quốc tế vào cuối năm 2019.

MẢNG BÁN LẺ SÂN BAY VÀ CÁC DỊCH VỤ PHI HÀNG KHÔNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

Kết quả đa dạng

Hình 7: Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận gộp, LNST trong 6T2019



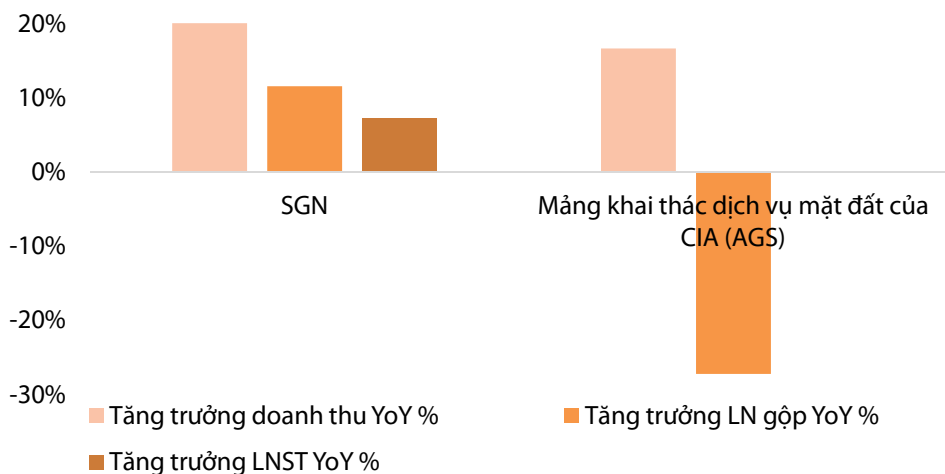
Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

- AST:** mảng bán lẻ (bán hàng bách hóa, lưu niệm, đồ ăn nhanh và nhà hàng tại các sân bay) tăng trưởng tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi. Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng này tăng lần lượt 33% YoY và 52% YoY. Điều này là nhờ vào (1) một số điểm bán hàng (POS) đã sửa chữa trong quý 2/2018 dẫn đến không đóng góp được LN trong năm ngoái, (2) tốc độ tăng trưởng hành khách cao và (3) sức mua của hành khách có sự cải thiện. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh miễn thuế với tỷ suất sinh lời cao cũng đã bắt đầu đóng góp lợi nhuận cho công ty, sau khi được hợp nhất trong Quý 2/2019. Hai mảng này đã bù đắp cho sự sụt giảm trong hoạt động kinh doanh khách sạn (lợi nhuận gộp mảng này giảm 61% YoY).
- SAS** (chủ yếu kinh doanh miễn thuế và dịch vụ phòng chờ CIP tại sân bay Tân Sơn Nhất và Cam Ranh): mảng phòng chờ CIP tăng trưởng 25% YoY nhờ đóng góp mới từ phòng chờ tại Sân bay Cam Ranh (kể từ tháng 7 năm 2018). Hoạt động này là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng chính. Ngoài ra, LN gộp của mảng bán hàng miễn thuế cũng tăng trưởng tốt ở mức 11%.
- MAS** (cung cấp suất ăn hàng không và bán lẻ tại Đà Nẵng và Sân bay Cam Ranh) Tăng trưởng doanh thu gần như không đổi 5% YoY nhưng các chi phí tăng 11% YoY (nâng cấp nhà máy sản xuất suất ăn hàng không tại Đà Nẵng) khiến LNST giảm 8%.
- CIA** (kinh doanh bán lẻ tại ga nội địa và dịch vụ mặt đất sân bay Cam Ranh) Công ty đã không còn kinh doanh hàng miễn thuế (mảng tạo ra lợi nhuận lớn nhất trước đây) kể từ tháng 6/ 2018, do không thể đàm phán thuê mặt bằng tại nhà ga quốc tế mới tại Cam Ranh. Lợi nhuận gộp của hai hoạt động khác là nhà hàng và dịch vụ mặt đất cũng giảm lần lượt 1% YoY và 27% YoY. Điều này dẫn đến sự sụt giảm mạnh trong LNST nửa đầu năm 2019.

MẢNG KHAI THÁC DỊCH VỤ MẶT ĐẤT 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

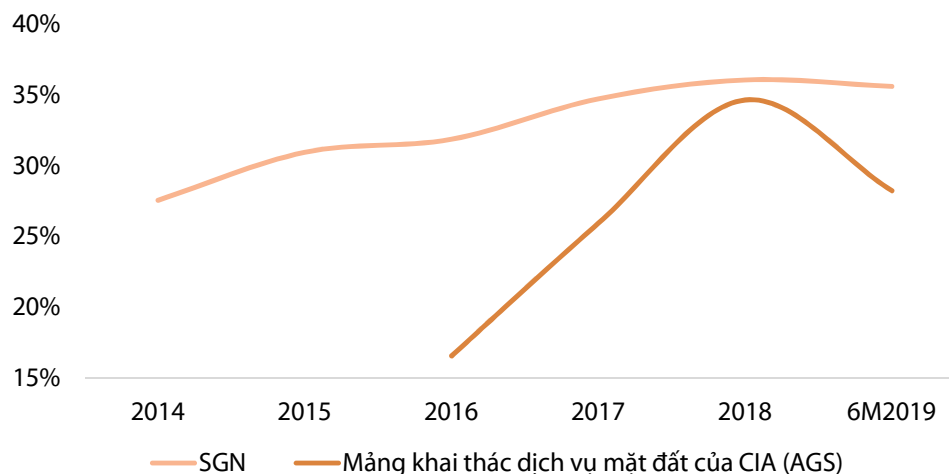
Doanh thu vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng cao nhưng lợi nhuận đã có dấu hiệu giảm tốc

Hình 8: Doanh thu 6T2019, lợi nhuận gộp, tăng trưởng PATMI



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Biên gộp



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

- SGN và CIA chia sẻ thị trường Cam Ranh. Ngoài ra, SGN còn hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất và Đà Nẵng.
- Trái ngược với sự giảm tốc của lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam, tăng trưởng số chuyến bay và hành khách tại các sân bay thuộc thành phố du lịch chính như Cam Ranh và Đà Nẵng vẫn tương đối khả quan ở mức 13-15% YoY. Điều này cũng giải thích cho việc tăng trưởng doanh thu của 2 công ty phục vụ mặt đất tại 2 sân bay này.
- Mảng hoạt động này của CIA chứng kiến sự sụt giảm 27% trong lợi nhuận gộp chủ yếu do chi phí đầu vào (cho thuê cơ sở hạ tầng) cao hơn tại nhà ga quốc tế mới (kể từ tháng 7 năm 2018).
- Nhờ thị trường rộng hơn, thu nhập ròng của SGN vẫn tăng trưởng nhưng với tốc độ thấp hơn nhiều so với các năm trước (Tốc độ tăng trưởng LNST trung bình 2 năm đạt 23%).

NGÀNH HÀNG KHÔNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
ACV	16,3	21,1	65,6	40,9	50,3	38,1	12,6	12,2	12,0	19,7
VJC	26,7	13,5	12,4	12,1	4,9	9,9	1,5	30,8	15,0	43,2
HVN	16,7	14,3	10,2	5,0	-29,2	1,7	1,1	5,1	1,9	9,5
AST	27,7	23,6	25,3	22,2	33,6	19,5	4,1	30,4	26,4	36,5
SAS	12,2	20,4	11,5	9,7	11,1	12,3	2,1	11,8	14,9	18,7
MAS	0,4	3,9	15,2	8,2	14,5	5,7	7,0	16,2	9,7	20,3
CIA	-42,5	-61,7	13,8	7,4	-75,5	5,4	8,3	5,0	3,5	5,3
NAS	9,0	14,4	7,2	3,3	20,0	4,7	3,3	6,8	8,0	18,5
SGN	15,4	22,7	33,5	28,1	26,3	20,6	5,4	47,0	31,7	47,4
NCS	3,2	-23,7	14,2	10,3	-44,2	7,3	21,3	12,1	8,2	17,7

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

AST – Nhà bán lẻ tại sân bay hàng đầu

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Doanh nghiệp bán lẻ tại sân bay toàn diện với biên lợi nhuận cao**
 - Mạng lưới cửa hàng tại 7 sân bay lớn trải dài khắp Việt Nam, loại hình hàng hóa đa dạng từ bách hóa, lưu niệm đến nhà hàng ăn uống và các mặt hàng miễn thuế. Ngoài ra, AST cũng tham gia vào sản xuất suất ăn hàng không, thông qua công ty liên kết.
 - Chúng tôi kỳ vọng biên gộp mảng bán lẻ sẽ tiếp tục tăng trong năm 2019-2020 nhờ (1) đóng góp từ mảng kinh doanh miễn thuế, (2) tỷ lệ chuyển đổi doanh thu cao hơn từ tăng trưởng hàng khách hàng không với sức mua cải thiện.
- **Nhiều điểm bán mới sẽ được mở, duy trì tăng trưởng trong trung hạn**
 - Mở mới 2 điểm kinh doanh tại ga quốc tế sân bay Tân Sơn Nhất và 4 điểm tại Phú Quốc trong quý 3/2019.
 - Trong năm nay, AST sẽ mở rộng hoạt động kinh doanh với mảng phòng chờ thương gia. Theo đó, một phòng tại nhà ga nội địa sân bay Nội Bài và một phòng tại nhà ga quốc tế sân bay Đà Nẵng dự kiến sẽ được mở trong quý 4/2019.
- **Công ty liên kết sản xuất suất ăn hàng không đã có lãi**
 - Nhờ các khách hàng mới trong đầu năm 2019 (VJC, Bamboo airways, Philippines Airlines), đơn vị này đã có lãi trong quý 2/2019, sau 2 năm hoạt động.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng hiện hữu thấp hơn kỳ vọng.
- Công ty đầu tư số tiền 150 tỷ (20% tổng tài sản) vào các hoạt động ngoài ngành có tỷ suất sinh lời kém hơn hiện tại. Khoản tiền trên là phần vốn sẽ được thu hồi trong năm nay do không triển khai dự án khách sạn với tập đoàn mẹ.

TÍCH LŨY

+17%

Giá thị trường (VND)	65.600
Giá mục tiêu (VND)	75.000

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới 2.000

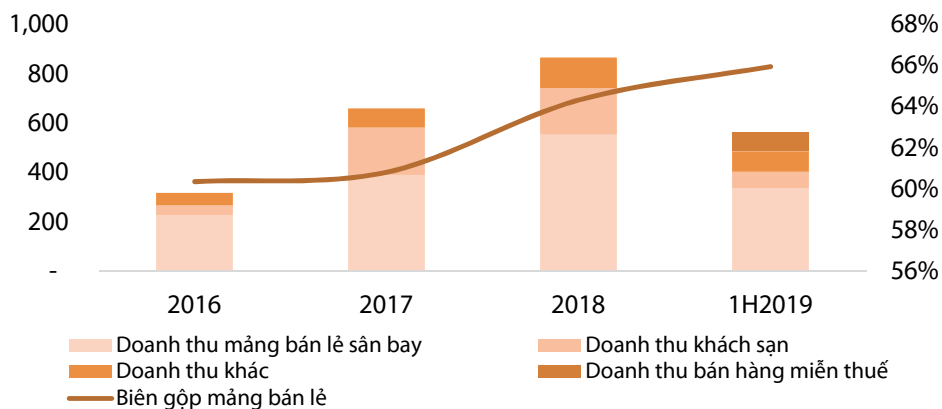
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Dịch vụ sân bay
Vốn hoá (triệu \$)	127
KLCP lưu hành (triệu CP)	45
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	113
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	7.2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	34,3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	659	865	1.146	1.375
<i>Tăng trưởng (%)</i>	108,0	31,2	32,5	20,0
LNST	147	161	198	234
<i>Tăng trưởng (%)</i>	236,1	9,2	23,3	18,1
ROA (%)	29,6	24,9	21,2	21,5
ROE (%)	43,9	31,4	25,9	26,7
EPS (VND)	3.970	1.525	4.411	5.211
GTSS (VND)	12.924	15.253	17.013	20.468
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.500	1.500	2.000	2.000
P/E (x)	16,6	15,2	14,9	12,6
P/B (x)	5,1	4,3	4,4	3,7

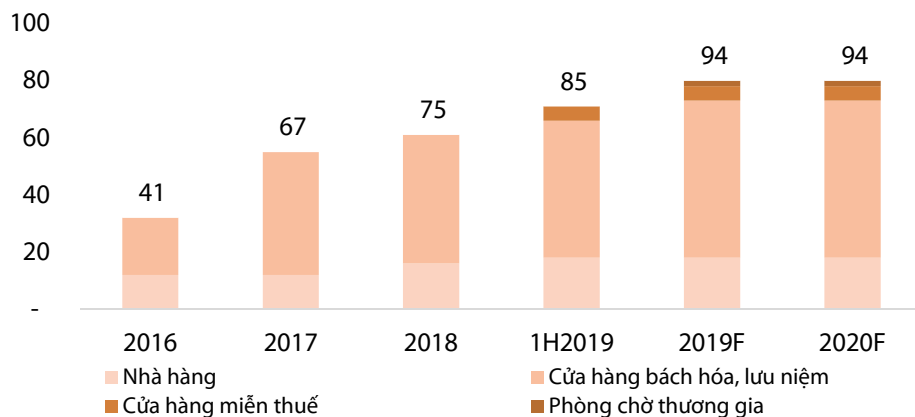
AST – Nhà bán lẻ tại sân bay hàng đầu

Hình 1: KQKD 6T2019 (Tỷ đồng)



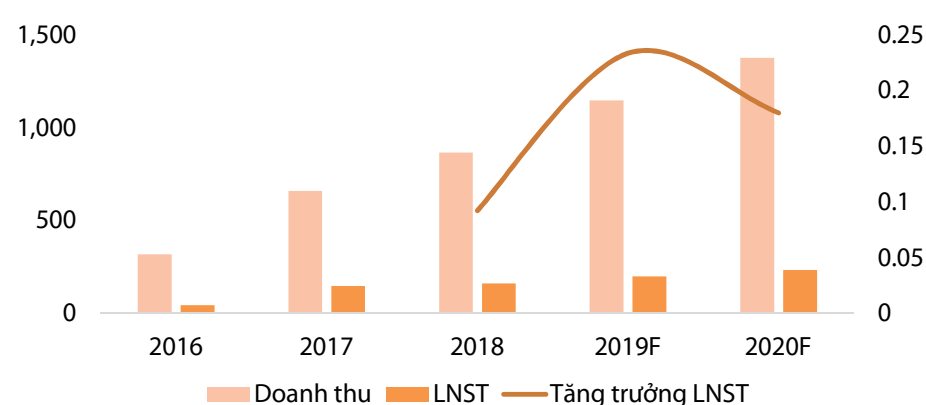
Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tổng số lượng điểm bán theo loại hình



Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Dự phóng 2019-2020 (Tỷ đồng)



Nguồn: AST, Rong Viet Securities

- 2019-2020F EPS đạt lần lượt 4.411 đồng và 5.211 đồng.
- Tăng trưởng LNST bình quân 2 năm tới 20%.

Giá mục tiêu: 75,000 đồng.





NGÀNH Ô TÔ: Khả quan hơn nhưng áp lực cạnh tranh tăng

Vy Nguyễn - vy.ntk@vdsc.com.vn

NGÀNH Ô TÔ – TỔNG QUAN

Nguồn cung ô tô phục hồi đáng kể trong nửa đầu năm 2019

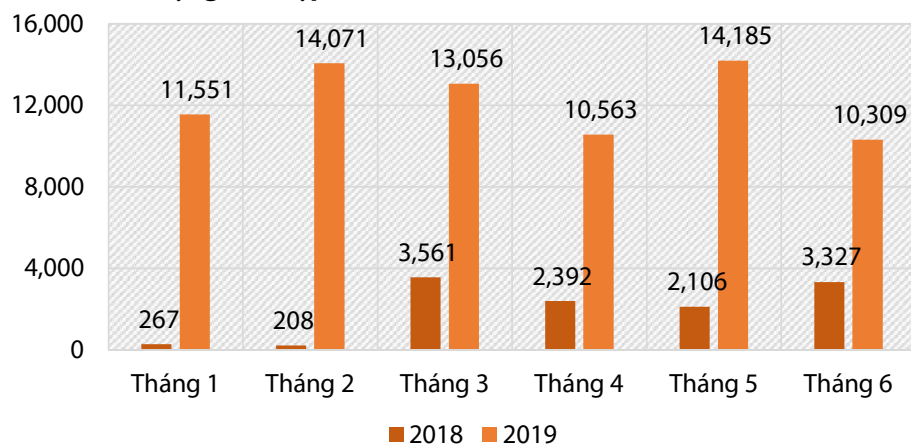
Nguồn cung ô tô trong năm 2018 yếu

- Trong 8 tháng đầu năm 2018, thị trường ô tô gặp khó khăn trong việc nhập khẩu xe CBU do yêu cầu giấy chứng nhận chất lượng kiểu loại (VTA) theo Nghị định 116. Điều này khiến cung xe CBU giảm 13% YoY trong năm 2018.

Tuy nhiên, trong nửa đầu năm 2019, cung ô tô đã hồi phục mạnh trở lại

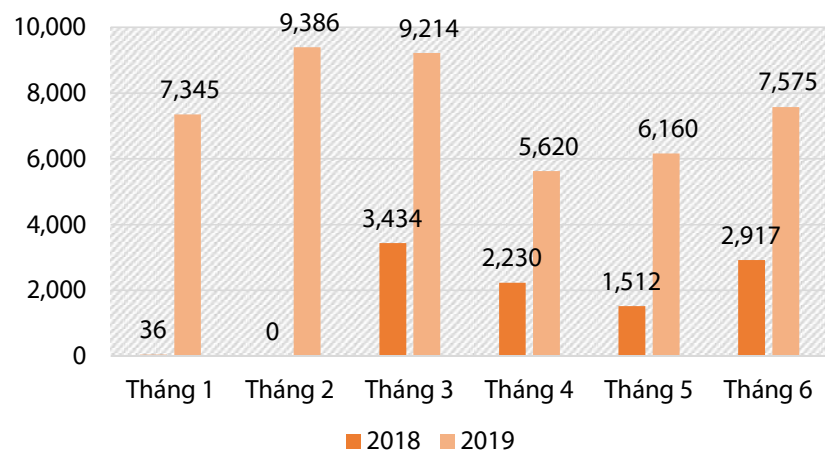
- Từ cuối năm 2018, hầu hết các nhà sản xuất ô tô nước ngoài đều đáp ứng được yêu cầu của Nghị định 116.
- Nhờ việc loại bỏ thuế nhập khẩu theo Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN (ATIGA), lượng ô tô nhập khẩu từ các quốc gia ASEAN, đặc biệt là Indonesia và Thái Lan, cải thiện đáng kể. Đây cũng chính là động lực tăng trưởng cho tổng nguồn cung của toàn thị trường trong nửa đầu năm 2019.

Hình 1: Số lượng xe nhập khẩu từ nửa đầu năm 2018-2019



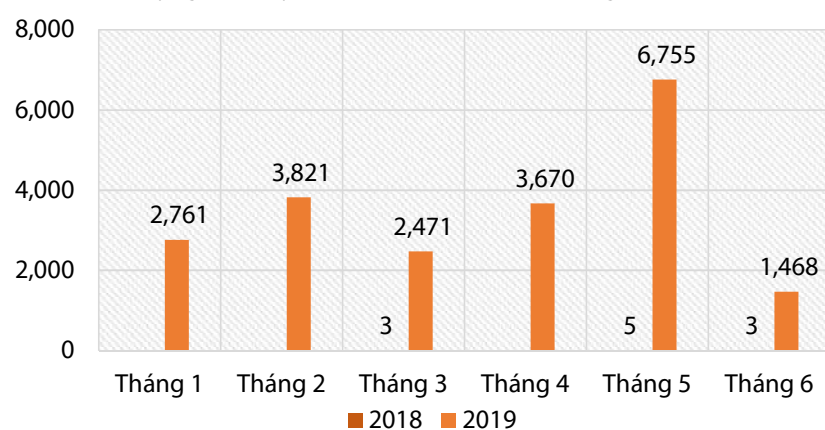
Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rổng Việt

Hình 2: Số lượng xe nhập khẩu từ Thái Lan trong 6T/2018-2019 (chiếc)



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rổng Việt

Hình 3: Số lượng xe nhập khẩu từ Indonesia trong 6T/2018-2019 (chiếc)



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rổng Việt

NGÀNH Ô TÔ – TỔNG QUAN

Nhu cầu cao cùng với việc giá xe giảm là hai nhân tố chính thúc đẩy doanh số của toàn thị trường trong 6T/2019

Nhu cầu ô tô vẫn duy trì ở mức cao

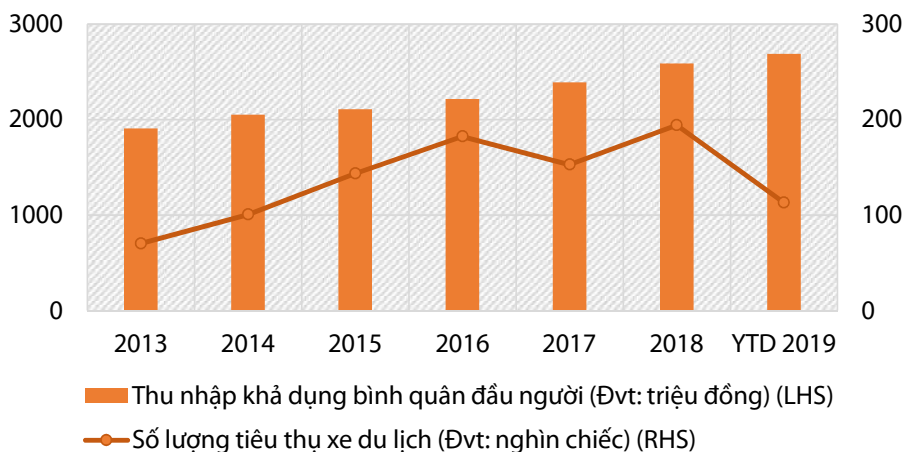
- Cung ô tô thấp trong năm 2018 không thể đáp ứng đủ cầu của thị trường. Điều này càng làm tăng nhu cầu sở hữu ô tô trong năm 2019.
- Thu nhập khả dụng bình quân đầu người của Việt Nam đã được cải thiện nhanh chóng trong 5 năm qua và vẫn trên đà tăng trưởng trong năm 2019.

Giá ô tô giảm mạnh trong nửa đầu năm 2019

- Sau khi loại bỏ thuế nhập khẩu, mức giá của ô tô đến từ Indonesia và Thái Lan dao động trong khoảng 300-500 triệu đồng, phù hợp với thu nhập của phần lớn người dân trong nước. Bên cạnh mức giá “mềm”, người tiêu dùng cũng có nhiều lựa chọn hơn với các dòng xe từ các nước này.
- Triển vọng thị trường ô tô trong nửa đầu năm 2019 khả quan hơn nhưng cũng đi kèm với mức độ cạnh tranh tăng. Do đó, các đại lý phân phối đã áp dụng các chương trình khuyến mãi cùng với giảm giá bán.

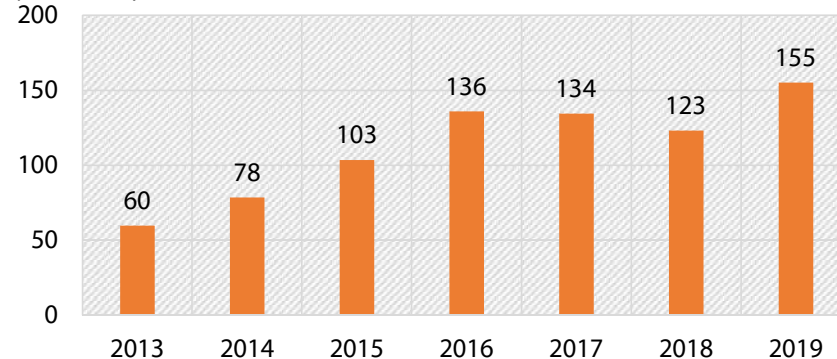
=> Nhờ đó, doanh số của toàn thị trường ô tô tăng mạnh với mức 21% YoY lên 154 nghìn chiếc trong nửa đầu năm 2019.

Hình 4: Tăng trưởng thu nhập của Việt Nam qua các năm



Nguồn: VAMA, GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Doanh số toàn thị trường trong nửa đầu năm giai đoạn 2013-2019
('000 chiếc)



Nguồn: VAMA, GSO, CTCK Rồng Việt



NGÀNH Ô TÔ – TỔNG QUAN

Cạnh tranh gay gắt làm giảm biên lợi nhuận gộp (BLNG) của các đại lý phân phối trong nửa đầu năm 2019

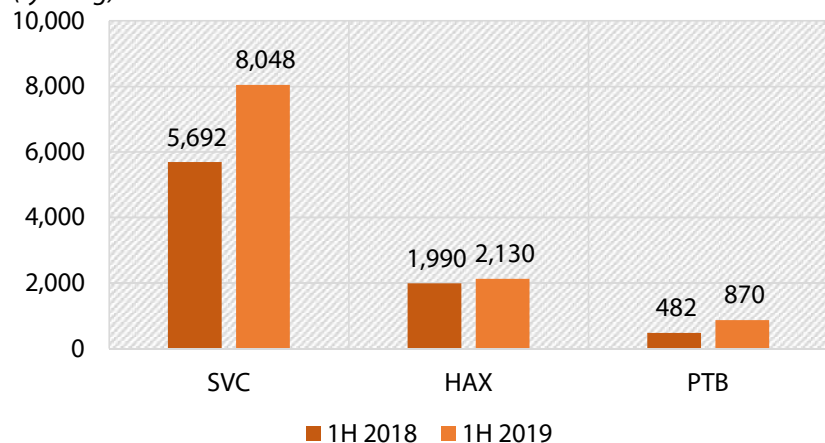
- Trong 6T/2019, doanh thu của hầu hết đại lý phân phối tăng mạnh nhờ nguồn cung và cầu đều cao.
- Tuy nhiên, nguồn cung hồi phục mạnh khiến cạnh tranh trên thị trường trở nên gay gắt hơn. Do đó, nhiều đại lý phải đưa ra các chính sách khuyến mãi, giảm giá cho khách hàng nhằm duy trì thị phần và tránh việc ghi nhận mức hàng tồn kho cao, qua đó khiến BLNG giảm.

Bước qua nửa cuối năm 2019, tình trạng cạnh tranh nhiều khả năng vẫn khốc liệt và thậm chí tăng cao. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các nhà phân phối xe trung cấp có thể phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn so với các đại lý phân phối xe hơi cao cấp, do:

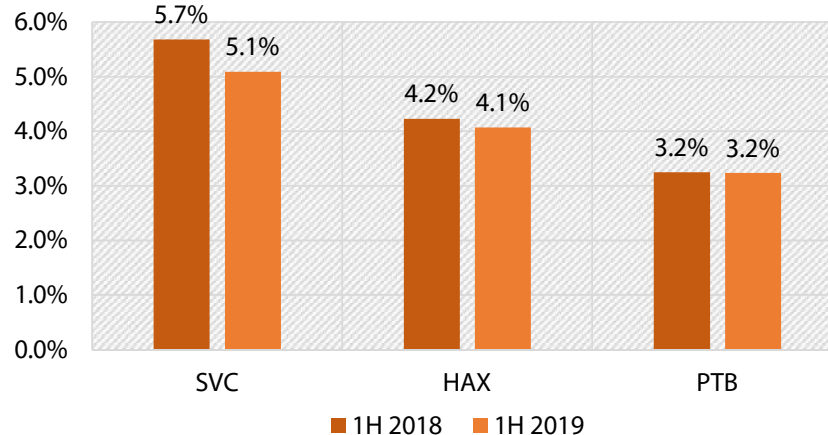
- Phân khúc ô tô cao cấp thường nhắm đến khách hàng ở tầng lớp thượng lưu. Đây là nhóm khách hàng thường ưu tiên nhãn hiệu xe hơn giá bán.
- Khách hàng của dòng ô tô hạng sang thường có ít sự lựa chọn hơn so với dòng xe trung cấp về mặt đại lý phân phối cũng như mẫu xe.

Hình 6: Doanh thu mảng phân phối xe của các đại lý trong 6T/2018-2019

(tỷ đồng)



Hình 7: BLNG của mảng phân phối ô tô trong 6T/2018-2019



Nguồn: CTCK Rồng Việt

NGÀNH Ô TÔ – TỔNG QUAN

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
HAX	18,5	15,3	2,2	1,3	2,1	1,9	7,5	3,5	5,7	23,4
SVC	31,1	105,8	2,0	1,6	98,0	1,1	1,2	8,2	4,6	18,3
HHS	-33,0	80,1	13,8	13,3	19,4	22,6	0,2	2,7	5,1	5,7
HTL	-1,0	-13,7	2,6	1,7	-29,2	2,2	0,3	3,5	4,0	9,0

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

HAX – Mức định giá khá hợp lý

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Doanh thu của HAX được hưởng lợi từ vị thế của Mercedes-Benz Việt Nam (MBV)**
 - Từ đầu năm 2019, hoạt động nhập khẩu của Lexus và Audi dần ổn định và thị trường xe sang cũng đánh dấu sự trở lại của BMW. Tuy nhiên, lợi thế từ chính sách bán hàng và hệ thống phân phối giúp MBV vẫn duy trì vị thế dẫn đầu trên thị trường xe sang.
- **Cung ô tô phục hồi mạnh mẽ cùng với nhu cầu cao kỳ vọng thúc đẩy doanh số HAX năm 2019**
 - Nguồn cung ô tô hồi phục mạnh từ đầu năm 2019. Bên cạnh đó, sức mua trong năm 2019 kỳ vọng vẫn duy trì ở mức cao do: (1) sự thiếu hụt về nguồn cung trong năm 2018 trong khi nhu cầu của thị trường vẫn đang ở mức rất cao, (2) dân số thuộc tầng lớp “giàu có” đang tăng mạnh. Do đó, chúng tôi ước tính doanh số của HAX trong năm 2019 sẽ tăng trưởng 15% YoY lên mức 2.700 chiếc.
- **Thị phần của công ty vẫn duy trì ổn định nhờ những lợi thế cạnh tranh của nó**
 - Thứ nhất, HAX đang sở hữu các showroom nằm ở các vị trí thuận lợi. Bên cạnh đó, chính sách quản lý nhân sự của Công ty cũng có nhiều nét tích cực hơn so với các đối thủ cạnh tranh.
 - HAX đã mở rộng thị phần từ mức 27% trong năm 2017 lên 38% trong năm 2018 và vẫn duy trì ở mức này trong 6 tháng đầu năm 2019.
- **Mức định giá hiện tại khá hợp lý**
 - Tuy nhiên, với mức giá cổ phiếu hiện tại, HAX đang được giao dịch với mức P/E dự phóng là 7,0x, chúng tôi tin rằng đây là mức giá khá hợp lý đối với doanh nghiệp.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

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

TRUNG LẬP

+2%

Giá thị trường (VND)	20.600
Giá mục tiêu (VND)	19.600

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới 1.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Ô tô và Phụ tùng
Vốn hoá (triệu \$)	33
KLCP lưu hành (triệu CP)	37
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	121
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	2,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	9,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	3.833	4.756	5.328	5.877
<i>Tăng trưởng (%)</i>	33,1	24,1	12,0	10,3
LNST	84	99	108	120
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8,1	17,0	9,6	11,4
ROA (%)	5,7	5,4	6,1	6,8
ROE (%)	21,8	21,9	21,4	21,0
EPS (VND)	3.611	2.815	2.952	3.289
GTSS (VND)	11.017	12.832	13.790	15.644
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	9,7	7,3	7,0	6,3
P/B (x)	1,4	1,6	1,5	1,3



HAX – Biên lợi nhuận gộp giảm do áp lực cạnh tranh tăng

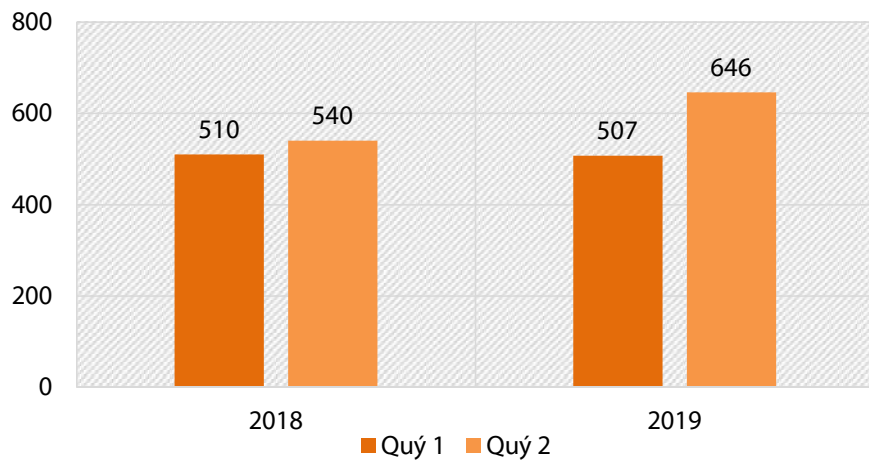
Doanh thu và lợi nhuận của HAX biến động trái chiều trong nửa đầu năm 2019

- Nhờ nguồn cung và cầu cao, doanh số của HAX đạt mức tăng trưởng 10% YoY lên mức 1.150 chiếc trong nửa đầu năm 2019, giúp cho doanh thu cải thiện 10% YoY.
- Cung ô tô dồi dào khiến áp lực cạnh tranh trên thị trường tăng cao, qua đó làm giảm BLNG trong 6T/2019 từ mức tương đối cao trong 6T/2018.

Tình trạng này vẫn sẽ tiếp diễn vào nửa cuối năm 2019

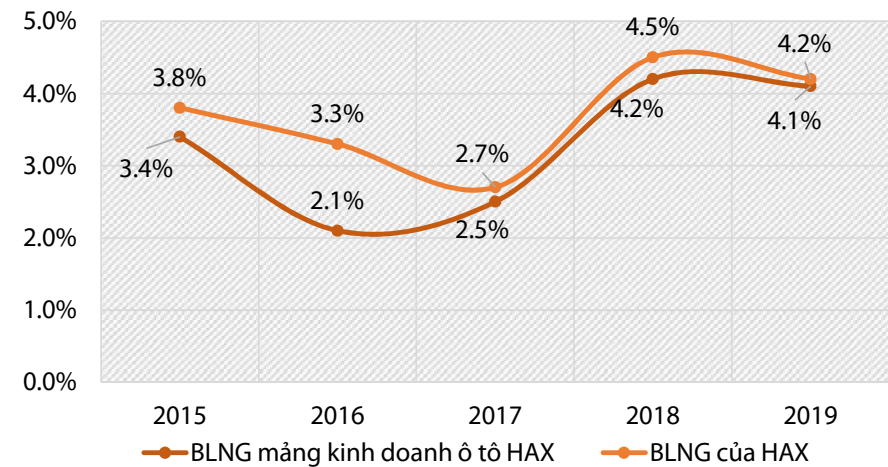
- Trong 6 tháng cuối năm 2019, mặc dù doanh số kỳ vọng tăng trưởng mạnh, chúng tôi tin rằng áp lực cạnh tranh vẫn duy trì ở mức cao, tiếp tục “kéo giảm” BLNG của công ty trong nửa cuối năm 2019.

Hình 1: Doanh số của HAX trong nửa đầu năm giai đoạn 2018-2019 (chiếc)



Nguồn: HAX, CTCK Rộng Việt

Hình 2: BLNG của mảng kinh doanh ô tô và của toàn công ty trong 6T/2018-2019



DRC – Mở rộng thị trường xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Sản lượng lốp radial tăng trưởng nhờ việc mở rộng thị trường xuất khẩu**
 - Sản lượng từ việc xuất khẩu vẫn ổn định. Hiện tại, DRC đang cung cấp cho thị trường Brazil khoảng 20 nghìn lốp/tháng và thị trường châu Á khoảng 7-10 nghìn lốp/tháng.
 - Kể từ quý 2/2019, công ty bắt đầu xuất khẩu sang thị trường Mỹ với sản lượng 8-10 nghìn lốp/tháng, đóng góp khoảng 20% vào tổng sản lượng của mảng lốp radial.
- **Mức độ giảm trong doanh số của lốp bias kỳ vọng thấp trong ngắn và trung hạn**
 - Tính cạnh tranh trong thị trường lốp bias không cao
 - Xu hướng “radial hóa” trong ngắn và trung hạn vẫn còn thấp
- **Triển vọng của DRC sẽ chuyển biến tích cực rõ rệt từ năm 2021**
 - Cuối năm 2020, thiết bị của nhà máy radial giai đoạn 1 sẽ được khấu hao hết. Từ năm 2021, chi phí khấu hao mỗi năm ước tính giảm khoảng 150 tỷ đồng, giúp cho lợi nhuận của công ty trong giai đoạn 2018-2021 có mức tăng trưởng kép khoảng 30%.
 - DRC đang có một số khoản vay đáo hạn trong giai đoạn 2019-2020 nên từ năm 2021, áp lực trả nợ sẽ giảm mạnh. Do đó, chúng tôi tin rằng dòng tiền FCFE từ năm 2021 sẽ được mở rộng đáng kể, cho phép công ty tăng chi trả cổ tức tiền hàng năm lên mức hấp dẫn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Luật thuế chống bán phá giá sắt thép Trung Quốc của Chính phủ Brazil sẽ hết hiệu lực vào cuối năm 2019, trong khi đó, thông tin về việc gia hạn đối với quy định này còn khá mơ hồ nên công ty có thể đối mặt với rủi ro cạnh tranh từ lốp xe Trung Quốc ở thị trường Brazil trong năm sau.

TÍCH LŨY

+13%

Giá thị trường (VND)	21.600
Giá mục tiêu (VND)	23.600

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới 1.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

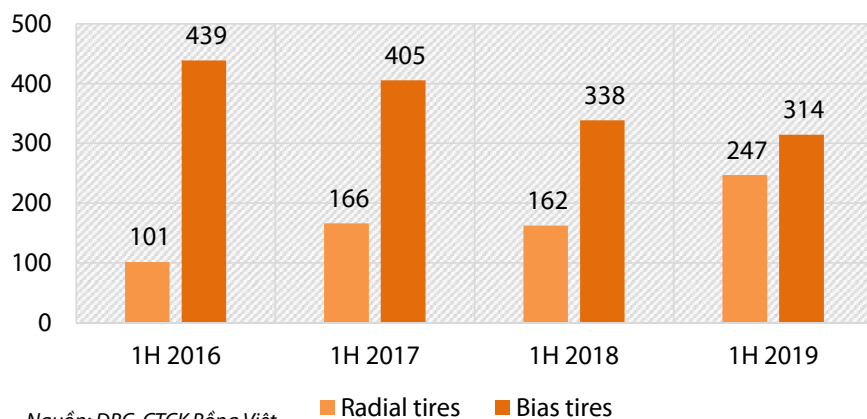
Ngành	Ô tô và phụ tùng
Vốn hoá (triệu \$)	110
KLCP lưu hành (triệu CP)	119
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	293
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	6,0
Tỷ lệ sở hữu NGTNN (%)	23,3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	50,5

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	3.669	3.551	3.875	4.101
Tăng trưởng (%)	9,2	-3,2	9,1	5,8
LNST	166	139	155	181
Tăng trưởng (%)	-58,0	-16,5	11,9	16,7
ROA (%)	5,9	4,9	5,5	7,0
ROE (%)	10,9	9,1	10,1	11,5
EPS (VND)	1.286	1.085	1.214	1.416
GTSS (VND)	12.853	12.819	12.938	13.193
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.300	900	1.000	1.000
P/E (x)	18,8	19,8	17,0	14,5
P/B (x)	1,9	1,7	1,6	1,6

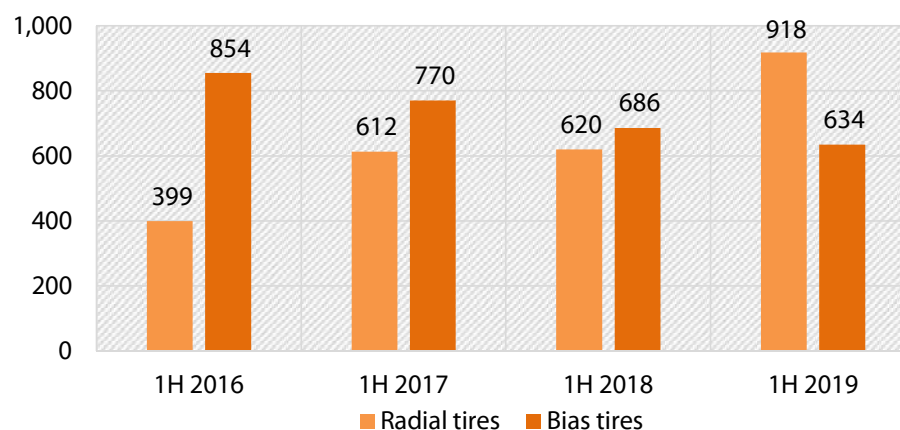


DRC – Việc mở rộng xuất khẩu kèm theo giá bán tăng giúp sản lượng cải thiện trong 6T/2019

Hình 1: Doanh số của lốp radial và lốp bias trong nửa đầu năm giai đoạn 2016-2019 (nghìn lốp)



Hình 2: Doanh thu của lốp radial và lốp bias trong nửa đầu năm giai đoạn 2016-2019 (tỷ đồng)



Trong nửa đầu năm 2019, DRC ghi nhận mức doanh thu 1.920 tỷ VND (+16% YoY) và LNST 139 tỷ VND (+17% YoY)

- Sản lượng lốp radial trong 6 tháng đầu năm 2019 chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ với mức 52% YoY và đạt 246 nghìn lốp do:
 - Công suất của nhà máy radial tăng gấp đôi lên 600 nghìn lốp/năm kể từ tháng 7/2018.
 - Việc giá bán tăng 5% trong tháng 4/2019 khiến các nhà phân phối có xu hướng “ôm” hàng chờ giá tăng.
 - Kể từ tháng 3/2019, DRC bắt đầu xuất khẩu sang thị trường Mỹ với sản lượng 8-10 nghìn lốp/tháng, chiếm khoảng 16% doanh số lốp radial trong 6T/2019.
- Doanh số của lốp bias trong nửa đầu năm 2019 giảm do xu hướng dịch chuyển sang lốp radial. Tuy nhiên, việc tăng giá bán khiến các nhà phân phối tích lũy một lượng lớn hàng trước khi tăng giá nên sự sụt giảm doanh số lốp bias trong nửa đầu năm nay là không đáng kể.

DRC – Sẽ không có nhiều biến động trong nửa cuối năm 2019

Chúng tôi kỳ vọng sự ổn định trong nửa cuối 2019

- So với nửa đầu năm 2019, doanh số 6 tháng cuối năm 2019 dự phóng sẽ giảm nhẹ do các nhà phân phối đã “ôm” lượng hàng lớn trong 6T/2019.
- Việc xuất khẩu trong nửa cuối năm 2019 kỳ vọng duy trì ổn định.

Mặc dù thị trường trong nước cạnh tranh gay gắt, chúng tôi vẫn khá lạc quan về triển vọng cả năm 2019 nhờ việc mở rộng thị trường xuất khẩu và tăng giá bán.

- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt đạt 3.875 tỷ (+9%) và 155 tỷ (+12% YoY) trong năm 2019.

Bảng 1: Dự phóng doanh thu của các sản phẩm cốt lõi (nghìn lớp)

Tên sản phẩm	2017	2018	2019F	Thay đổi YoY	Ghi chú
Lốp bias tải nặng	168	162	154	-5%	<ul style="list-style-type: none">• Xu hướng dịch chuyển từ lốp bias sang lốp radial trong ngắn hạn còn chậm• Áp lực cạnh tranh thấp trong thị trường lốp bias• Phù hợp với các đường nông thôn gồ ghề ở Việt Nam
Lốp radial tải nặng	333	376	469	25%	<ul style="list-style-type: none">• Xuất khẩu: 70%, Nội địa: 30%
Lốp bias tải nhẹ	664	493	458	-7%	<ul style="list-style-type: none">• Giá thấp hơn 12% so với lốp LTR => Sự dịch chuyển nhẹ sang lốp LTR
Lốp bán thép (LTR)		0,7	1,1		<ul style="list-style-type: none">• Hợp đồng OEM khó ký kết trong năm 2019

Nguồn: CTCK Rồng Việt



DRC – Triển vọng tích cực từ năm 2021



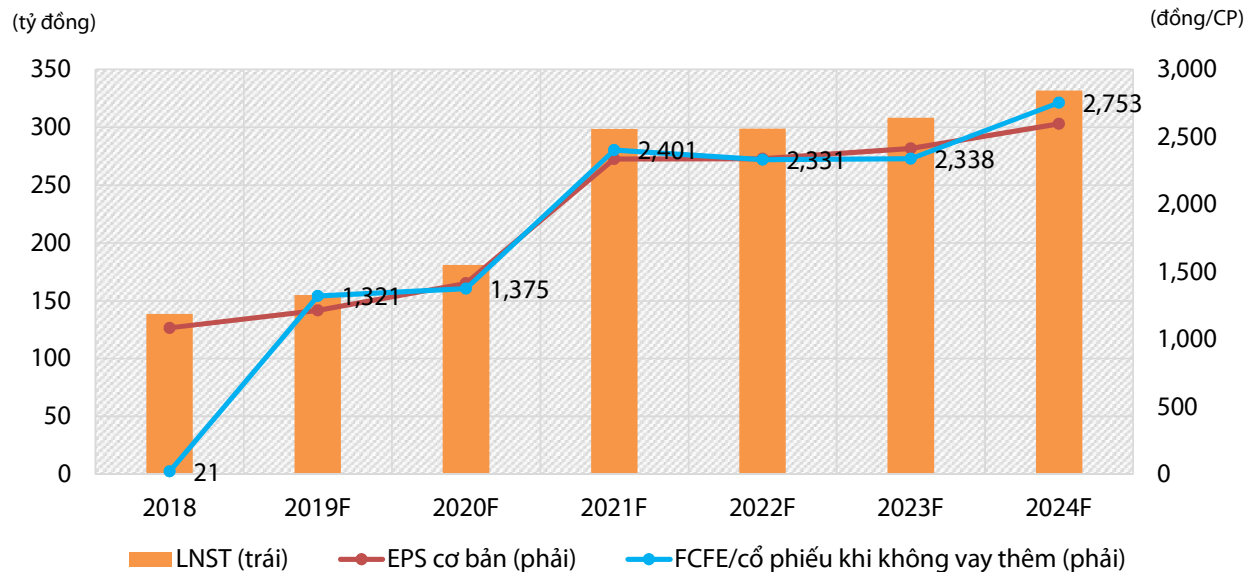
- **Lợi nhuận sẽ bứt phá từ năm 2021 nhờ chi phí khấu hao giảm**

- Từ năm 2021, chúng tôi ước tính chi phí khấu hao mỗi năm sẽ giảm khoảng 150 tỷ đồng, giúp cho lợi nhuận của công ty trong giai đoạn 2018-2021 có mức tăng trưởng kép khoảng 30%.

- **Dòng tiền tự do tăng mạnh từ năm 2021 nhờ dòng tiền trả nợ giảm**

- DRC đang có một số khoản vay đáo hạn trong giai đoạn 2019-2020 nên từ năm 2021, áp lực trả nợ sẽ giảm mạnh. Do đó, chúng tôi tin rằng dòng tiền FCFE từ năm 2021 sẽ được mở rộng đáng kể, cho phép công ty tăng chi trả cổ tức tiền hàng năm lên mức hấp dẫn.

Hình 3: Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu và dòng tiền tự do trên mỗi cổ phiếu của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt





NGÀNH BẢO HIỂM: Tăng trưởng thận trọng

Tâm Phạm – tam.ptt@vdsc.com.vn

BẢO HIỂM NHÂN THỌ

Thay đổi cơ cấu sản phẩm để thích nghi với môi trường lãi suất thấp

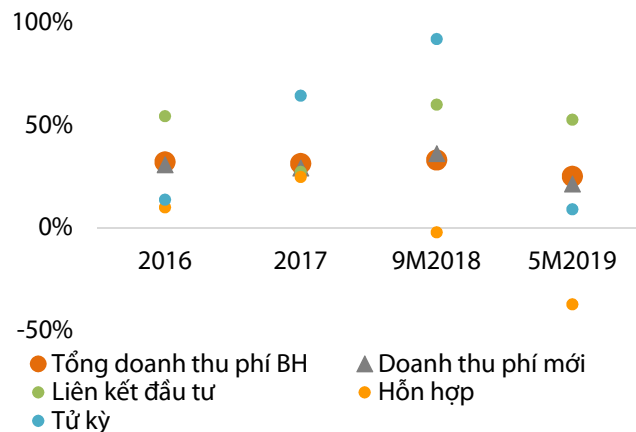
Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ toàn ngành tăng trưởng chậm lại khi “ông lớn” BVH giảm tốc

- Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc 5M2019 đạt 36.853 tỷ đồng (+25% YoY), **thấp hơn tốc độ tăng trưởng 32% trong 1H2018**, do BVH tăng trưởng thận trọng 18% YoY (doanh thu phí bảo hiểm gốc của BVH tăng trưởng 26% trong 1H2018).

Cơ cấu doanh thu phí mới thay đổi

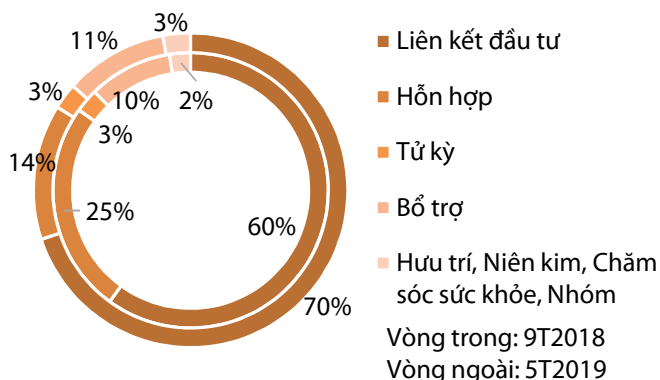
- Doanh thu phí mới đạt 12.066 tỷ đồng (+21% YoY). Bảo hiểm liên kết đầu tư tiếp tục là nhân tố chính dẫn dắt tăng trưởng với tốc độ tăng 52% YoY, chủ yếu do tác động của Nghị định 151/2018 (xem trang kế), bên cạnh yếu tố nhu cầu của thị trường.
- Doanh thu phí bảo hiểm hỗn hợp lao dốc 38% YoY. Do sản phẩm này có điều khoản chia lãi, điều chỉnh giảm doanh số có thể giúp các công ty giảm bớt chi phí dự phòng toán học, trong môi trường lãi suất TPCP trũng thâu mới đang đi xuống như hiện nay.

Hình 1: Tăng trưởng ngành 5T2019

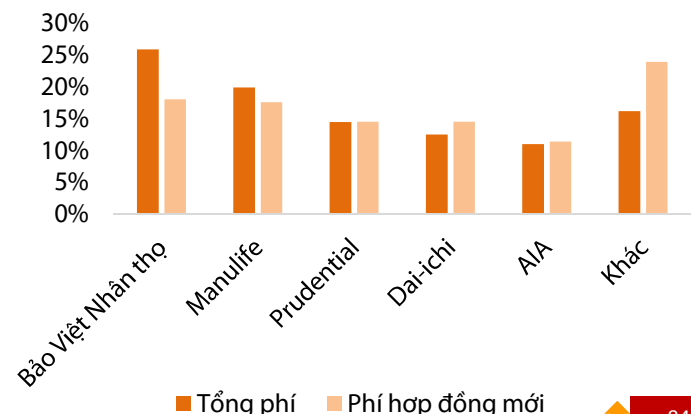


Nguồn: Cục quản lý và giám sát bảo hiểm (ISA), CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu phí mới



Hình 3: Thị phần các công ty bảo hiểm nhân thọ



NGÀNH BẢO HIỂM NHÂN THỌ

Thay đổi cơ cấu sản phẩm để thích nghi với môi trường lãi suất thấp

Chính sách quản lý thay đổi thuận lợi cho hoạt động kinh doanh bảo hiểm

- **Thông tư 01/2019/TT-BTC**, sửa đổi một số điều của thông tư 50/2017/TT-BTC, giúp giảm gánh nặng dự phòng toán học cho các công ty bảo hiểm nhân thọ: công thức tính lãi suất kỹ thuật sử dụng trong tính toán dự phòng toán học (tỷ lệ chiết khấu càng cao, chi phí dự phòng toán học càng thấp), đã thay đổi:
 - Thông tư 50/2017/TT-BTC: Lãi suất kỹ thuật tối đa = LS trung bình TPCP kỳ hạn 10 năm trở lên phát hành trong 6 tháng gần nhất x 70%
 - Thông tư 01/2019/TT-BTC: Lãi suất kỹ thuật tối đa = LS trung bình TPCP kỳ hạn 10 năm trở lên phát hành trong 24 tháng gần nhất x 80%
 - Trong khi LS trúng thầu TPCP đã giảm đáng kể từ đầu năm 2018 đến nay, việc điều chỉnh thời gian tính LS trung bình từ 6 tháng lên 24 tháng có thể khiến lợi nhuận của các công ty ít biến động hơn.
- **Nghị định 151/2018/NĐ-CP**, có hiệu lực từ tháng 11/2018, sửa đổi một số điều của Nghị định 73/2016/NĐ-CP, loại bỏ quy định tối thiểu về kinh nghiệm tư vấn bảo hiểm và thời gian làm việc tối thiểu trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng và bảo hiểm của đại lý bảo hiểm để được phép tư vấn bảo hiểm liên kết đầu tư, hỗ trợ doanh thu phí mới của bảo hiểm liên kết đầu tư tăng trưởng tích cực.
- **Luật Kinh doanh bảo hiểm sửa đổi năm 2019**, có hiệu lực từ tháng 11/2019, ban hành khu pháp lý cho các dịch vụ phụ trợ bảo hiểm (tư vấn, định phí, đánh giá rủi ro, đánh giá tổn thất,...)

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ

Chiến lược kinh doanh phân hóa trong thị trường cạnh tranh gay gắt

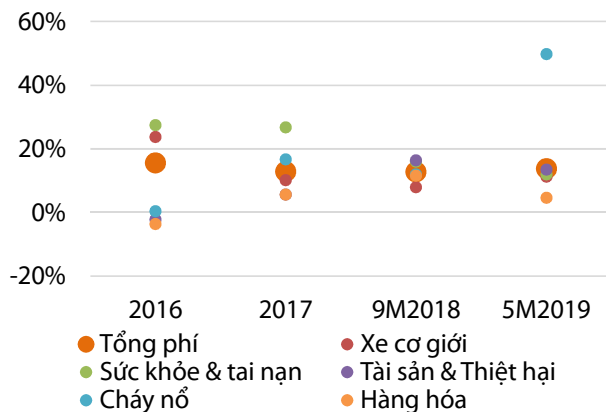
Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ 5T2019 đạt 20.483 tỷ đồng, +13.8% YoY, trong đó bảo hiểm cháy nổ có doanh thu phí tăng vọt 50% YoY nhờ Nghị định 23/2018/NĐ-CP về bảo hiểm cháy nổ bắt buộc với nhà chung cư.

Thị phần top 5 tiếp tục giảm. Trong khi các công ty mới và nhỏ cạnh tranh giành thị phần bằng cách đẩy doanh số bất chấp rủi ro, kéo theo lỗ do chi phí bồi thường tăng, nhóm công ty đầu ngành đang tái cấu trúc các nhóm sản phẩm và lựa chọn khách hàng nhằm mục tiêu lợi nhuận.

Hoạt động M&A sôi động nhờ thoái vốn nhà nước

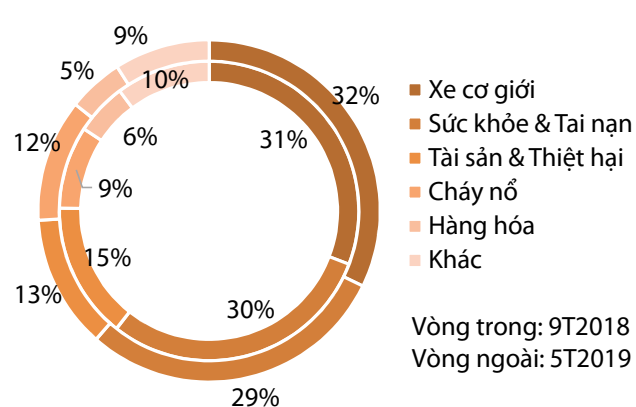
- Các sản phẩm của các công ty trong nước hiện tương đối giống nhau. Các công ty nước ngoài với khả năng cung cấp các sản phẩm khác biệt có sức sinh lời tốt hơn, đang nhắm đến thị trường Việt Nam. Mua cổ phần của các hãng nội là cách nhanh nhất để xâm nhập thị trường Việt Nam còn non trẻ và cạnh tranh cao
- Các thương vụ đáng chú ý năm 2019: HDI Global có thể mua lại phần lớn phần sở hữu của PVN (35.5%) tại PVI và BMI đang trở nên hấp dẫn trong mắt các nhà bảo hiểm ngoại khi SCIC và AXA (nắm giữ tổng cộng 67% BMI) thoái vốn.

Hình 4: Tăng trưởng ngành 5T2019

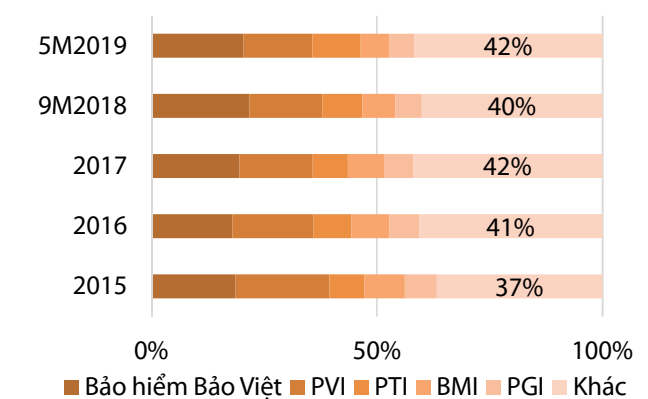


Nguồn: ISA, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Cơ cấu doanh thu phí bảo hiểm



Hình 6: Thị phần top 5 bảo hiểm phi nhân thọ



NGÀNH BẢO HIỂM

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
BVH	16,2	-21,9	-13,5	5,5	-19,9	2,8	0,4	15,8	0,9	6,8
PVI	38,3	69,1	15,6	15,8	59,1	10,6	0,0	10,2	3,5	10,7
BMI	-1,9	-32,2	12,1	5,9	-37,9	3,9	0,2	-4,7	2,2	5,6
PGI	2,1	22,4	8,8	8,0	21,9	5,8	1,7	12,8	2,8	10,4
PTI	23,1	-97,1	0,1	-1,6	-92,0	0,3	5,6	19,7	0,2	0,6

PGI – ỔN ĐỊNH

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tăng trưởng thận trọng đảm bảo có lãi và giữ vị thế top đầu**
 - Tái cấu trúc sản phẩm: tập trung vào các sản phẩm có tỷ lệ bồi thường thấp (BH cá nhân, BH vận chuyển hàng hóa) và giới hạn tăng trưởng các sản phẩm có tỷ lệ bồi thường cao (BH xe cơ giới, BH thân tàu và trách nhiệm dân sự chủ tàu)
 - Tỷ lệ bồi thường 50.24% (2018: 50.64%)
- **Hạng tín nhiệm tốt B+ hỗ trợ cho sức mạnh thương lượng của PGI trước các nhà tái bảo hiểm và khách hàng**
 - Tăng sử dụng các hợp đồng tái BH cố định, giảm tái BH bằng hợp đồng tạm thời
 - Từ đó tiết giảm thời gian và chi phí khai thác tái bảo hiểm trong khi vẫn hạn chế tổn thất cho hoạt động bảo hiểm gốc
- **Số hóa hệ thống phân phối và quản trị nâng cao hiệu quả hoạt động trong dài hạn**
 - Trong ngắn hạn công ty phải đầu tư lớn cho telesales và quảng cáo nhằm gia tăng tương tác của khách hàng với hệ thống mới.
 - Tỷ lệ chi phí 2019 đạt 44.8%, cao hơn so với mức 43.47% trong 3 năm gần đây.
- **Danh mục đầu tư lành mạnh và an toàn đảm bảo khả năng đền bù tổn thất kịp thời**
 - 85-86% vốn phân bổ vào tiền gửi ngân hàng ngắn hạn, cao hơn trung bình ngành (70%)
 - 5-6% đầu tư vào cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thảm họa thiên nhiên có hậu quả nặng nề hơn dự báo

MUA

+22%

Giá thị trường (VND)	17.400
Giá mục tiêu (VND)	20.100

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

1.200

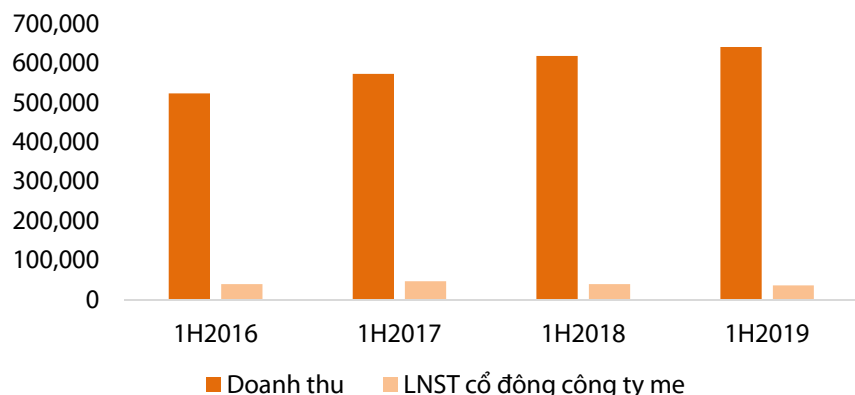
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hoá (triệu \$)	66
KLCP lưu hành (triệu CP)	89
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	77
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	1,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	44,6

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	2.335	2.413	2.545	2.703
<i>Tăng trưởng (%)</i>	13,0	3,4	5,5	6,2
LNST	127	142	153	167
<i>Tăng trưởng (%)</i>	24,9	11,2	8,0	9,2
ROA (%)	2,7	2,7	2,8	2,9
ROE (%)	10,7	9,6	10,2	10,8
EPS (VND)	1.436	2.527	1.584	1.728
GTSS (VND)	16.546	16.792	17.042	17.711
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.200	1.200	1.200	1.200
P/E (x)	12,1	11,8	12,7	11,6
P/B (x)	1,1	1,0	1,2	1,1



Hình 1: Doanh thu và lợi nhuận cổ đông công ty mẹ 1H 2019 (triệu VND)



Nguồn: PGI, CTCK Rồng Việt

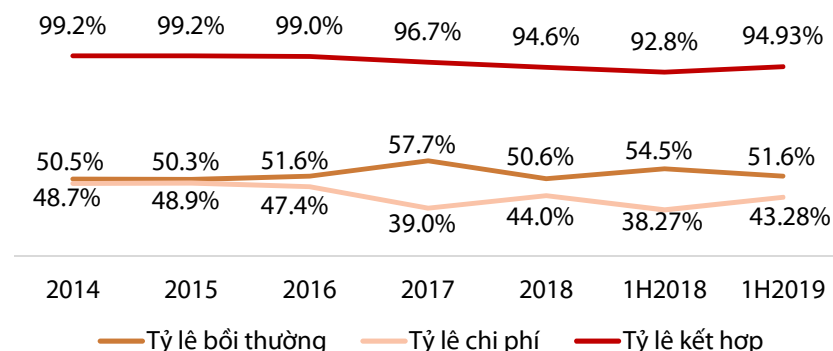
Kiểm soát bồi thường tốt hơn do giảm nhận tái và tăng nhượng tái

- Tỷ lệ phí BH giữ lại/Tổng phí BH giảm về 73.2%, từ 77% trong 1H2018, do đó kéo giảm tỷ lệ bồi thường về 51.6% (1H2018: 54.5%)

Hoạt động đầu tư hưởng lợi nhờ lãi suất tăng

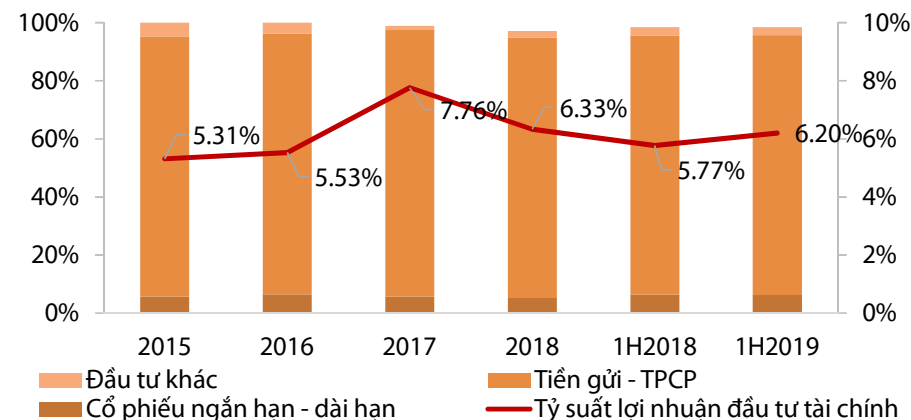
- Tỷ trọng tiền gửi trong danh mục tăng nhẹ từ 85.7% lên 86.1% và lãi suất tiền gửi bình quân tăng từ 6.4% lên 6.5%.
- Tỷ suất lợi nhuận đầu tư đạt 6.2%, so với 5.8% trong 1H2018

Hình 2: Tỷ lệ tổn thất, tỷ lệ chi phí và tỷ lệ kết hợp



Nguồn: PGI, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cơ cấu danh mục đầu tư



Nguồn: PGI, CTCK Rồng Việt





RONGVIET
SECURITIES



NGÀNH THỦY SẢN: Tác động đa chiều từ CTTM Mỹ-Trung

Tâm Phạm – tam.ptt@vdsc.com.vn

NGÀNH CÁ TRA

Xuất khẩu chậm lại trong bối cảnh bất ổn địa chính trị

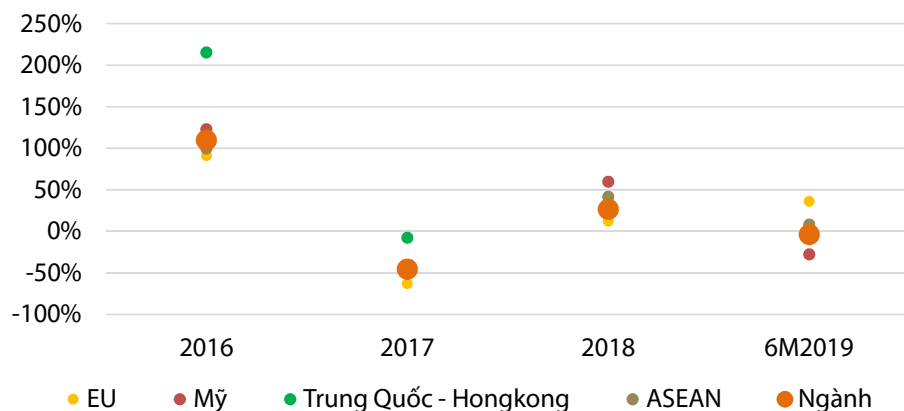
Căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc làm giảm xuất khẩu cá tra vào các thị trường hàng đầu này

- Giá trị xuất khẩu đạt 962 triệu USD, giảm nhẹ 4% YoY, với xuất khẩu sang Mỹ giảm 28% YoY, sang Trung Quốc tăng 1% YoY và EU tăng vọt 36% YoY.
- Xuất khẩu vào Mỹ yếu do thủy sản Trung Quốc ồ ạt vào Mỹ trước các mốc thời gian có hiệu lực của các mức thuế quan mới và Mỹ trì hoãn đặt hàng để chờ kết quả cuối cùng của POR 14; xuất khẩu vào EU tăng tốt do thiếu hụt cá biển tại khu vực này.
- Cạnh tranh có thể gay gắt từ cá tuyết và cá minh thái vào cuối năm nếu các nhà nhập khẩu Mỹ tăng nhập khẩu các loại cá này nhằm tránh mức thuế cao trước ngày có hiệu lực 15/12/2019.

Giá bán đang chịu áp lực do nhu cầu thấp

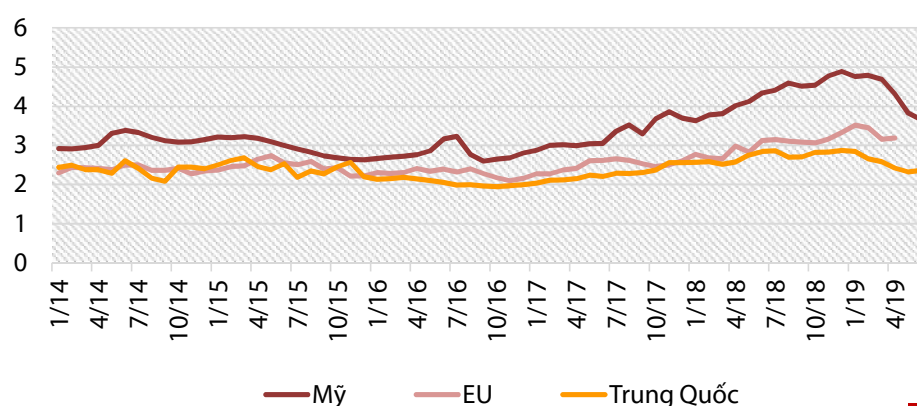
- Giá bán đã tăng đáng kể trong năm 2017 và 2018 do thiếu cá biển, nhu cầu cao ở Trung Quốc và tình trạng thiếu cá tra nguyên liệu.
- Nhu cầu thấp tại các thị trường lớn (Mỹ và Trung Quốc) tạo áp lực giảm giá bán trong nửa đầu năm. Giá bán có khả năng phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm, khi vào mùa mùa xuất khẩu chính. Tuy nhiên, xuất khẩu cá tra cả năm nhiều khả năng không đạt kết quả tốt như năm 2018.

Hình 1: Tăng trưởng ngành



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá cá phi lê đông lạnh (USD/kg)

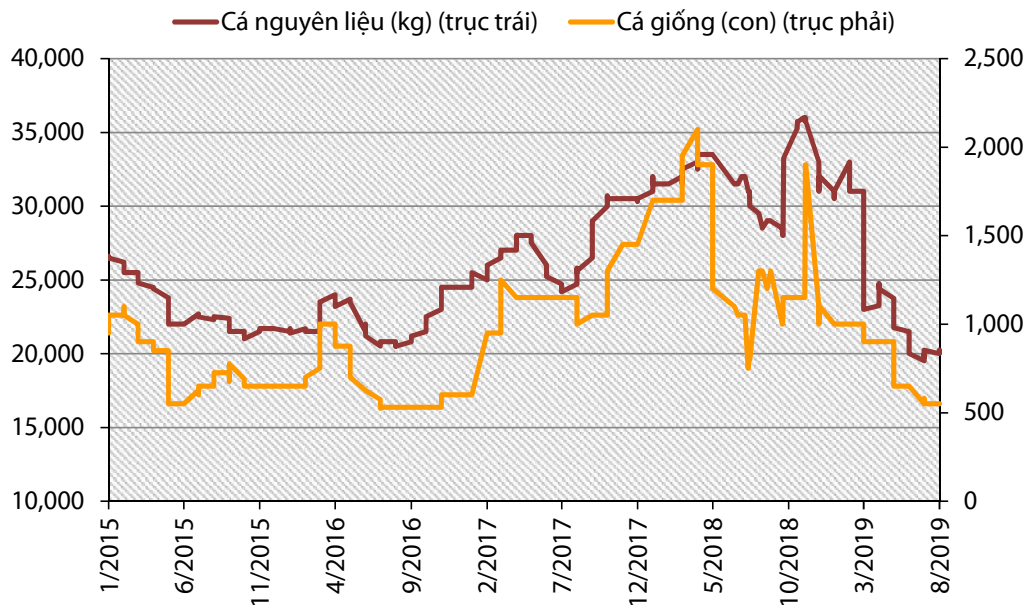


Nguồn: Trung tâm thương mại quốc tế (ITC), CTCK Rồng Việt

NGÀNH CÁ TRA

Nguồn cung nguyên liệu dồi dào và nhu cầu thấp khiến giá nguyên liệu giảm mạnh

Hình 3: Giá cá nguyên liệu và cá giống



- Các công ty sử dụng chủ yếu là cá tự nuôi và cá từ các hộ nuôi liên kết.
- Giá cá nguyên liệu trên thị trường giảm mạnh trong nửa đầu năm, thấp hơn giá thành sản xuất.
- Thua lỗ khiến nông dân ngần ngại thả nuôi mới dẫn đến giá cá giống sụt giảm.
- Thiếu nguồn cung cấp cá nguyên liệu dẫn đến giá cá nguyên liệu sẽ cao hơn trong nửa cuối năm.

Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

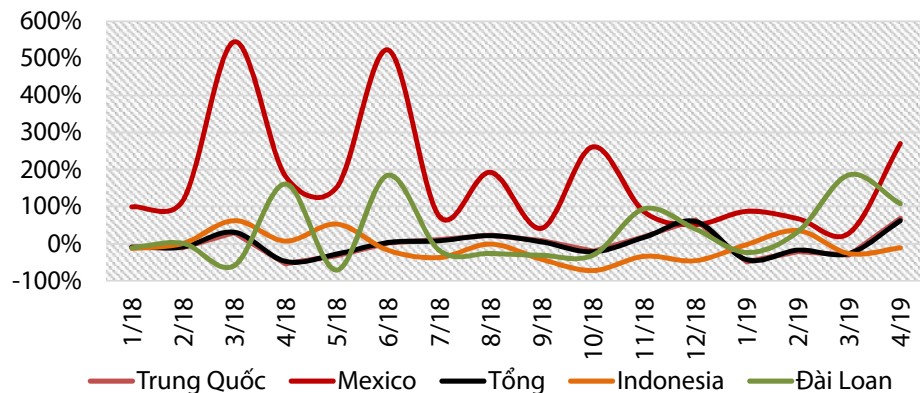
NGÀNH CÁ TRA

Cá rô phi Mexico đang dần thay thế cá rô phi Trung Quốc tại Mỹ

- Trong khi khối lượng nhập khẩu cá rô phi của Mỹ biến động tăng giảm theo thời gian, nhập khẩu từ Mexico liên tục cho thấy tăng trưởng mức tăng trưởng dương lớn kể từ tháng 1/2018.
- Mexico đang nhanh chóng giành thị phần từ cá tra Trung Quốc tại Mỹ, nhờ giá thấp và vị trí địa lý thuận lợi
- Cá tra Việt Nam có thể không có nhiều cơ hội giành thị phần mà cá rô phi Trung Quốc để lại.

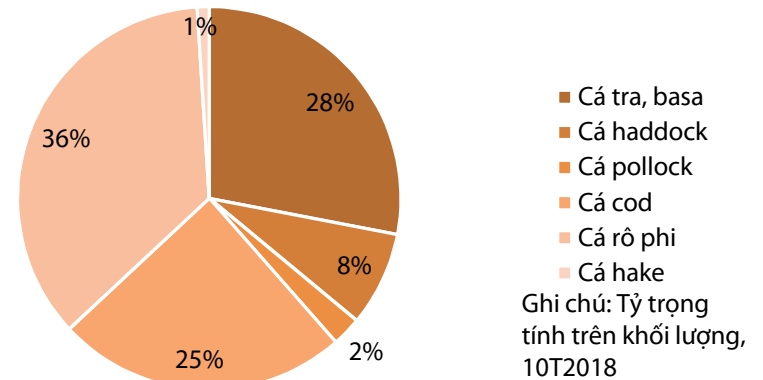
Hình 5: Tăng trưởng khối lượng YoY của nhập khẩu phi lê cá rô phi đông lạnh của nhà xuất khẩu

Mã HS: 030461



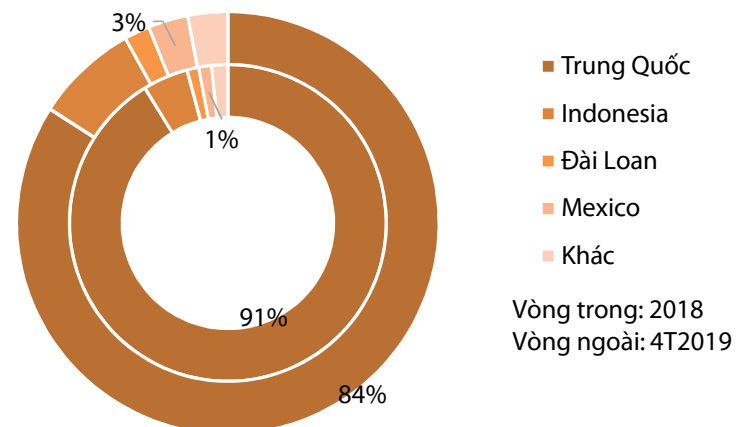
Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Nhập khẩu cá trắng theo loại tại Mỹ



Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Thị phần cá rô phi Mexico

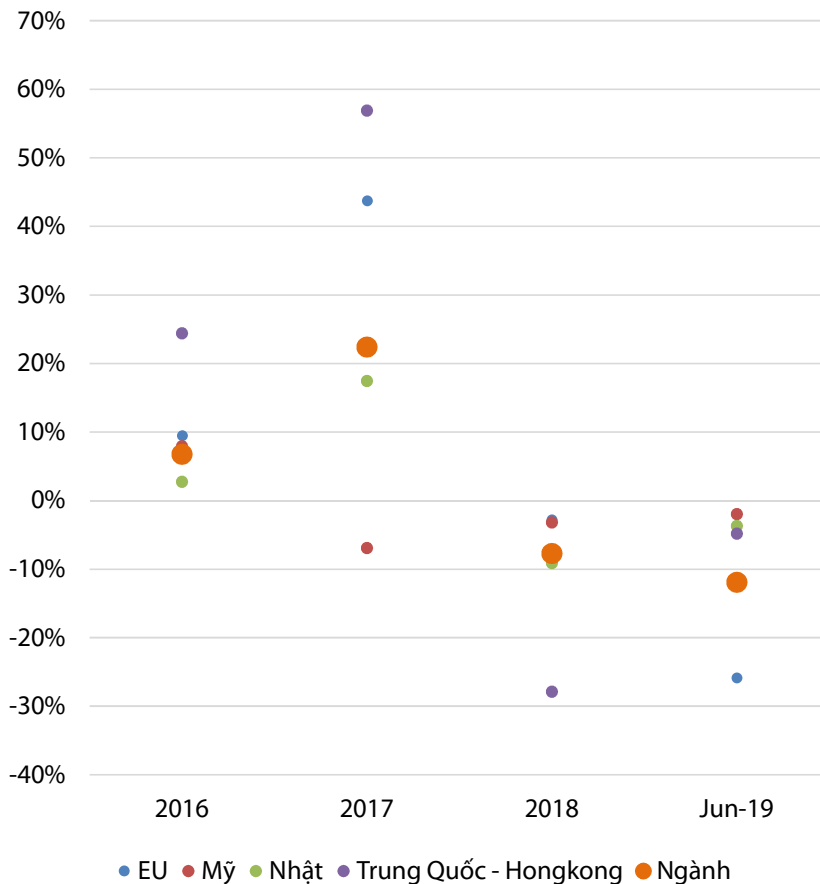


Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

NGÀNH TÔM

Nguồn cung dồi dào tạo áp lực giảm giá bán

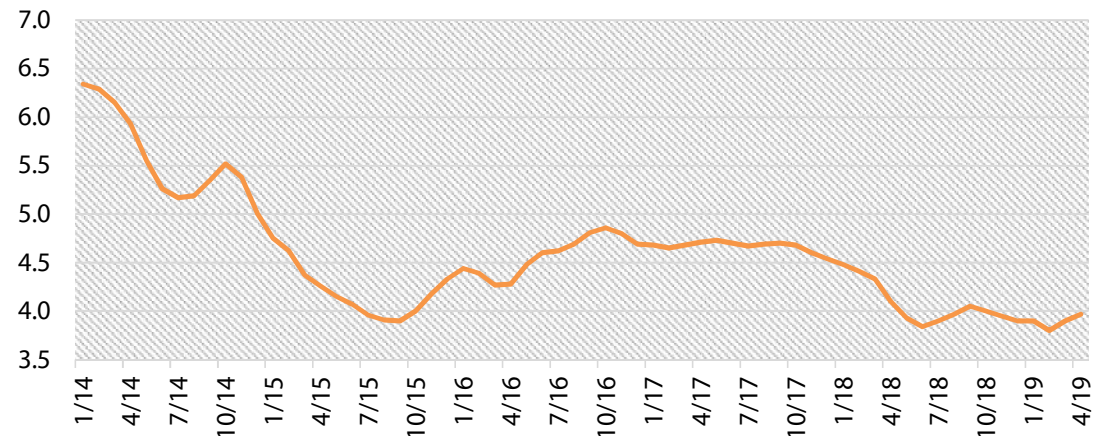
Hình 7: Tăng trưởng giá trị xuất khẩu ngành



Nguồn: VASEP, ITC, CTCK Rồng Việt

- Giá trị xuất khẩu trong nửa đầu năm 2019 đạt 1,44 tỷ USD, thấp hơn 12% so với nửa đầu năm 2018. Xuất khẩu sang EU giảm 26% YoY, các thị trường lớn khác có mức giảm nhẹ: Mỹ (-2% YoY), Nhật Bản (-4% YoY) và Trung Quốc-Hồng Kông (-5%).
- Ấn Độ, Ecuador, Indonesia và Việt Nam cạnh tranh giành thị phần bằng cách tăng mạnh sản lượng
- Giá xuất khẩu toàn cầu đã giảm xuống mức thấp kỷ lục vào cuối năm 2018 và nửa đầu năm 2019. Giá thấp trong nửa đầu năm khiến nông dân giảm thả nuôi mới cho nửa cuối năm, tạo áp lực tăng giá nguyên liệu, tuy nhiên giá có thể sẽ chỉ tăng nhẹ vì thời tiết ẩm áp thuận lợi cho sự sinh trưởng của tôm.

Hình 8: Chỉ số giá tôm Uner Barry (USD/lb)



Nguồn: Wells Fargo, CTCK Rồng Việt



NGÀNH TÔM

Giá bán thấp có khả năng kéo dài

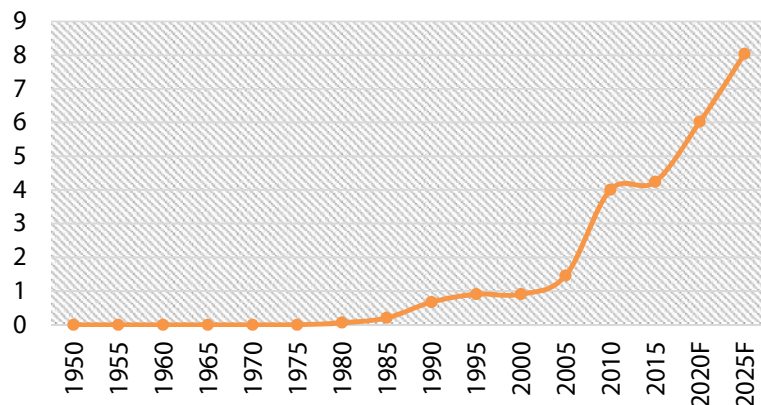
Những đổi mới công nghệ nuôi tôm đang thúc đẩy tăng năng suất

- Đổi mới trong tất cả các giai đoạn nuôi tôm: cải thiện gen của tôm bố mẹ, thay thế thức ăn là sinh vật sống cho tôm con trong trại giống, an toàn sinh học và quản lý hệ thống nuôi thâm canh, đặc biệt là ở Ecuador và Mexico. Liên minh nuôi trồng thủy sản toàn cầu (GAA) ước tính sản lượng tôm nuôi toàn cầu có thể tăng vọt lên 8 triệu tấn vào năm 2025, tốc độ CAGR 8,5%/năm từ 4,5 triệu tấn năm 2018, trong khi FAO dự báo nhu cầu tôm toàn cầu tăng 3,8%/năm.

Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung, vấn đề pháp lý của một nhà chế biến tôm lớn tại Đông Nam Á lớn và sản lượng tăng mạnh ở Ecuador đang tái định hướng các dòng chảy thương mại tôm truyền thống

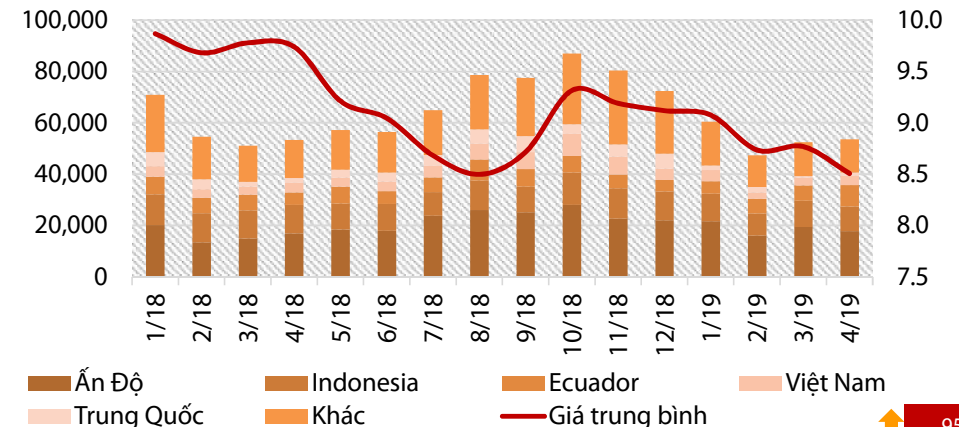
- Tôm giá thấp Ấn Độ (nhà cung cấp lớn nhất của Hoa Kỳ) tăng mạnh xuất khẩu (+14% YoY trong 4 T2019) vào Hoa Kỳ (nhà nhập khẩu tôm lớn nhất thế giới) do (1) mức thuế cao của Hoa Kỳ không khuyến khích Trung Quốc nhập khẩu tôm nguyên liệu từ Ấn Độ tái chế trước khi xuất khẩu sang Mỹ và (2) nhà chế biến tôm lớn nhất Việt Nam (21% thị phần năm 2018) đã giảm 82% YoY nhập khẩu tôm Ấn Độ trong 4 T2019.
- Nhân dân tệ mất giá so với đô la Mỹ có thể khiến nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc giảm, làm giảm bớt các tác động tích cực của việc giảm thuế nhập khẩu tôm từ 5% xuống còn 2% và kiểm soát buôn lậu nghiêm ngặt ở biên giới Trung Quốc – Việt Nam

Hình 9: Tăng trưởng sản lượng tôm nuôi toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: Liên minh nuôi trồng thủy sản toàn cầu (GAA), CTCK Rồng Việt

Hình 10: Nhập khẩu tôm vào Mỹ (tấn) và giá trung bình (USD/kg)

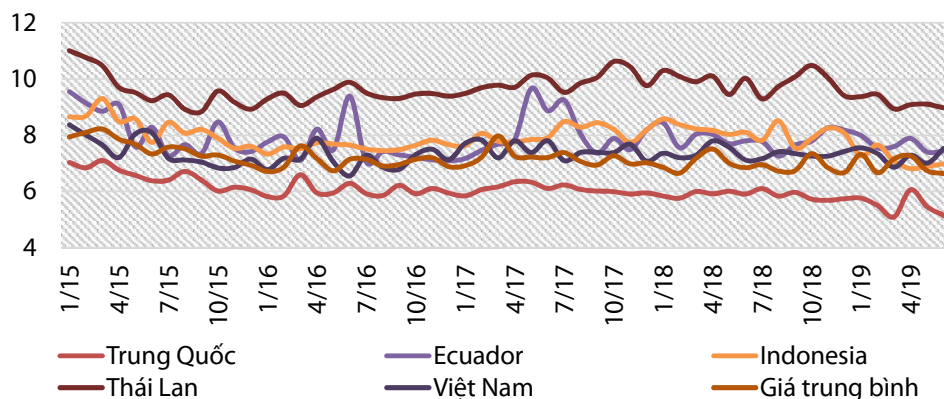


Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

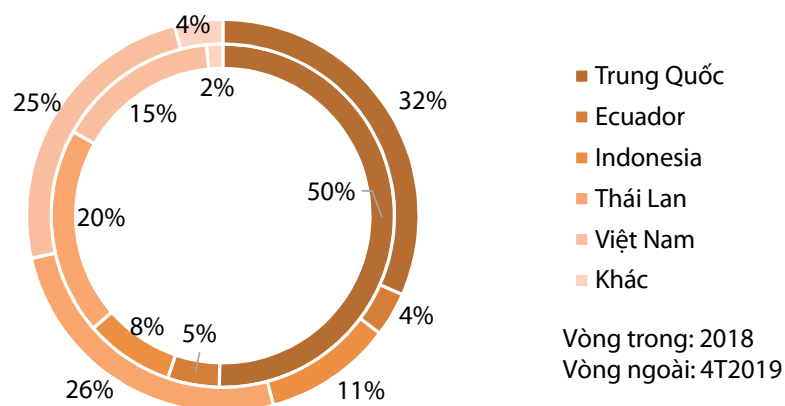
NGÀNH TÔM

Tôm tẩm bột tại Mỹ – Việt Nam đang cho thấy khả năng giành thị phần từ Trung Quốc

Hình 11: Giá nhập tôm tẩm bột trung bình tại Mỹ (USD/kg)



Hình 12: Tôm tẩm bột Mỹ nhập khẩu



Nguồn: NMFS, CTCK Rồng Việt

- Tôm tẩm bột Trung Quốc nhập khẩu vào Mỹ chịu thuế 10% kể từ ngày 24/9/2018. Mức thuế này đã được nâng lên 25% kể từ ngày 10/5/2019.
- Trong số các nhà cung cấp tôm tẩm bột tại thị trường Mỹ, sản phẩm từ Trung Quốc có chất lượng tốt và giá thành rẻ nhất. Giá bán trung bình của tôm tẩm bột Trung Quốc thấp nhất trong số các nhà cung cấp.
- Tuy nhiên, do mức thuế cao, các nhà nhập khẩu Mỹ đang tìm các nhà cung cấp khác thay thế Trung Quốc.
- Việt Nam được xem là nước nhiều có tiềm năng vì có thể cung cấp tôm tẩm bột với mức giá thấp thứ hai sau Trung Quốc.
- Trên thực tế, thị phần của Việt Nam trong nửa đầu năm 2019 đã mở rộng nổi bật nhất trong số các đối thủ cạnh tranh của Trung Quốc, từ 15% đến 25%.

NGÀNH THỦY SẢN

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
VHC	9,9	67,9	21,7	20,0	100,8	18,6	7,7	30,2	29,4	43,7
ANV	35,0	124,5	21,6	19,8	174,2	17,3	10,5	23,3	21,5	43,9
FMC	1,2	41,2	8,3	6,6	50,9	5,7	2,0	16,6	13,9	32,2
MPC	8,0	17,0	7,5	6,5	10,1	4,1	1,1	11,7	7,5	24,4

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

VHC – ẢNH HƯỞNG NGẮN HẠN BỞI CTTM MỸ-TRUNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nhu cầu trong ngắn hạn thấp do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung**
 - Giá đầu vào giảm do nguồn cung nguyên liệu trên thị trường dồi dào
 - Nhu cầu ở thị trường Mỹ thấp do vẫn còn hàng tồn kho thủy sản Trung Quốc
 - Biên lợi nhuận gộp dự phóng 18,4% (2018: 22%)
- **Dự án cá giống giúp cải thiện chất lượng sản phẩm và giảm chi phí**
 - Công nghệ cao và kinh nghiệm từ Na Uy: tỷ lệ tử vong thấp hơn, ít hoặc không sử dụng chất kháng sinh
- **Lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ ở Trung Quốc thông qua hợp tác với Alibaba**
 - Hiệu quả cao hơn: cắt giảm chi phí thuê mặt bằng, chi phí quảng cáo; được liên hệ trực tiếp với khách hàng.
 - Chính sách khuyến khích thương mại điện tử của chính phủ Trung Quốc: 0% thuế nhập khẩu và 70% mức thuế thông thường đối với thuế VAT và thuế tiêu dùng
- **Công suất chế biến mở rộng**
 - Công suất chế biến fillet: 1.100 tấn/ngày tại thời điểm cuối năm 2019, 1.250 tấn/ngày vào cuối năm 2020 (880 tấn/ngày tại cuối năm 2018)
 - Công suất collagen-gelatin: 3.500 tấn/năm vào cuối năm 2019 (2.000 tấn/năm cuối 2018)

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Bất ổn đến từ CTMM Mỹ - Trung: Nhu cầu có thể giảm sâu hơn, khiến sản lượng xuất khẩu và giá bán thấp hơn dự phóng của chúng tôi
- Rủi ro biến động tỷ giá

MUA

+20%

Giá thị trường (VND)	85.300
Giá mục tiêu (VND)	102.600

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

-

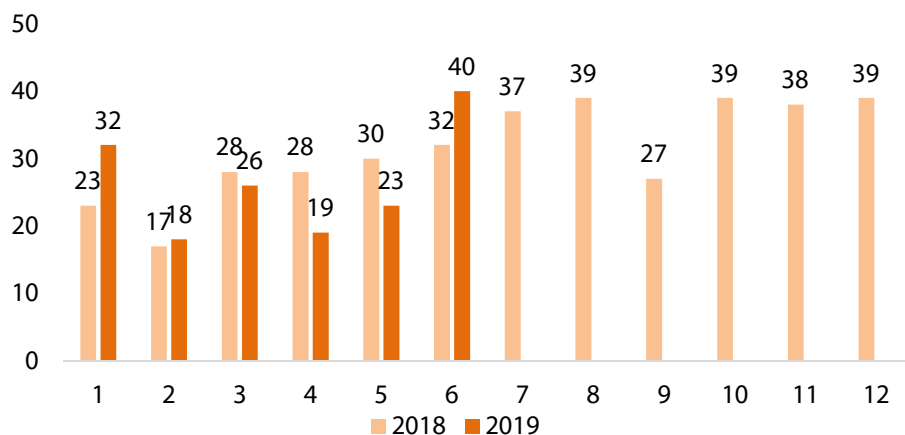
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thủy sản
Vốn hoá (triệu \$)	7.882
KLCP lưu hành (triệu CP)	92,4
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	176,0
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	21,3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	64,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	8,152	9,271.3	9,702	10,737
Tăng trưởng (%)	0.0	13.7	4.6	10.7
LNST	605	1,442	1,236	1,174
Tăng trưởng (%)	6.9	138.5	-14.3	-5.0
ROA (%)	12.0	22.9	16.3	13.4
ROE (%)	20.5	35.9	24.7	19.7
EPS (VND)	6,433	15,489	13,265	12,601
GTSS (VND)	31,883	43,452	54,233	64,350
Cổ tức tiền mặt (VND)	2,000	2,000	2,000	0
P/E (x)	8.3	6.1	6.4	6.7
P/B (x)	1.7	2.2	1.6	1.3

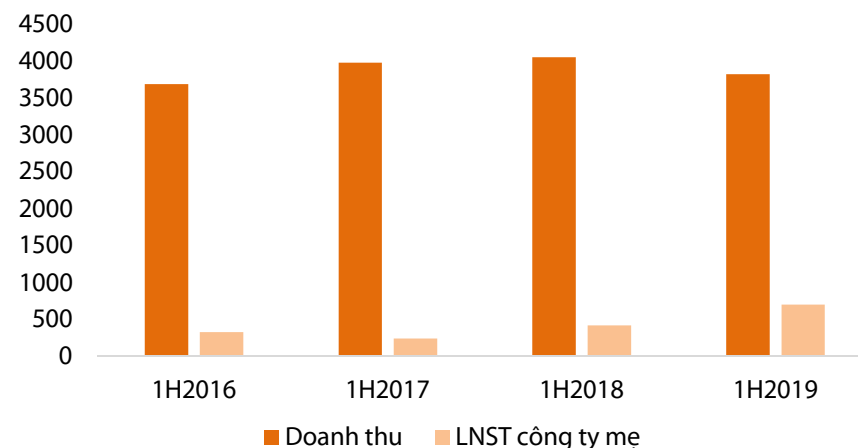


Hình 1: Giá trị xuất khẩu (triệu USD)



Nguồn: VHC

Hình 2: Doanh thu và LNST Công ty mẹ trong nửa đầu năm 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Nửa đầu năm 2019: Giá nhiều hợp đồng cao do chốt tại thời điểm cuối năm 2018 cùng với việc thoái vốn khỏi Vạn Đức Tiền Giang giúp cho lợi nhuận tăng mạnh trong khi doanh thu giảm nhẹ.

- Giá trị xuất khẩu cá tra trong nửa đầu năm 2019 đạt 158 triệu USD (+0% YoY), doanh thu đạt 3.814 tỷ đồng (-6% YoY); LNST công ty mẹ đạt 699 tỷ đồng (+ 67% YoY).
- Biên lợi nhuận gộp 22% (1H2018: 18%)

Nửa cuối năm 2019: Sản lượng xuất khẩu và giá bán kỳ vọng hồi phục trong mùa xuất khẩu cao điểm của năm

- Giá bán kỳ vọng hồi phục từ mức thấp của tháng 6, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái
- Chi phí cá nguyên liệu có xu hướng tăng do nhu cầu tăng trở lại



NGÀNH DỆT MAY: Hai mảng đối lập

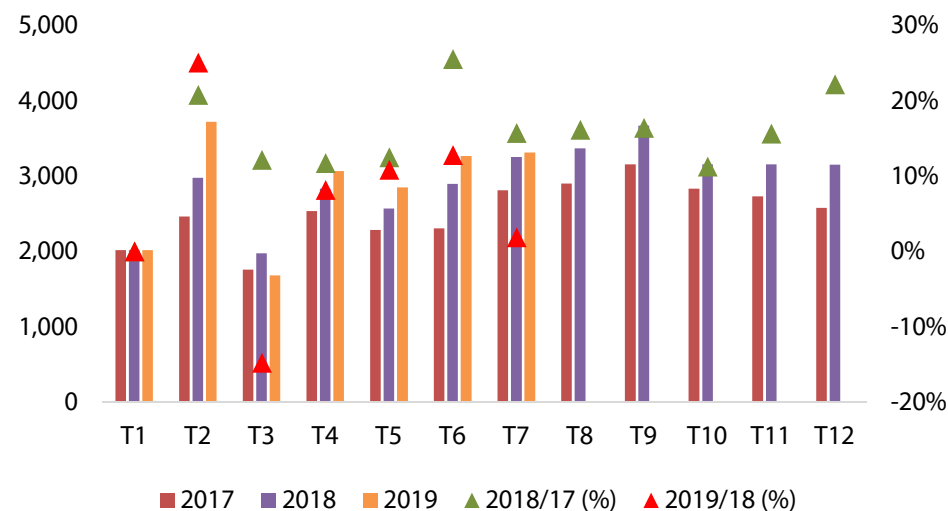
Thảo Đặng - thao.dtp@vdsc.com.vn

NGÀNH DỆT MAY - NHÌN LẠI 6T 2019

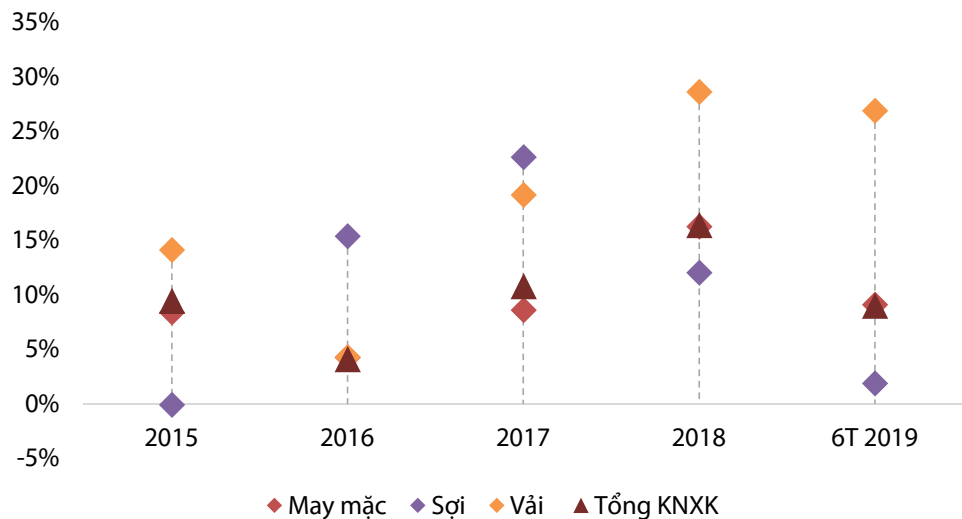
Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu có dấu hiệu giảm nhiệt

- Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam trong 6 tháng đầu năm đạt 18 tỷ USD, tăng 9% YoY. Tuy nhiên, đà tăng trưởng đang chững lại do sự leo thang của cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung khiến tâm lý chung toàn ngành rơi vào tình trạng phòng ngự, ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình sản xuất và nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường xuất khẩu chủ lực của nước ta.
- Tốc độ tăng trưởng có sự phân hóa trong từng ngành hàng: (1) Vải ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao nhất, vào khoảng 27% YoY, (2) May mặc tăng 9% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ vào sự gia tăng nhu cầu tại thị trường Mỹ (+10% YoY), (3) Màng sợi nguyên liệu rơi vào tình trạng khó khăn, tăng nhẹ 2% so với mức tăng trưởng hai chữ số của cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân chính đến từ việc bán phá giá sợi tại Trung Quốc, Ấn Độ và tâm lý trì hoãn đơn hàng từ các khách hàng nội địa và quốc tế.

Hình 1: Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam (tỷ đồng)



Hình 2: Tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu (%)



Nguồn: TCHQ, VITAS, CTCK Rồng Việt

NGÀNH DỆT MAY - NHÌN LẠI 6T 2019

Tuy nhiên Việt Nam đang dẫn đầu mức tăng trưởng so với các đối thủ cạnh tranh

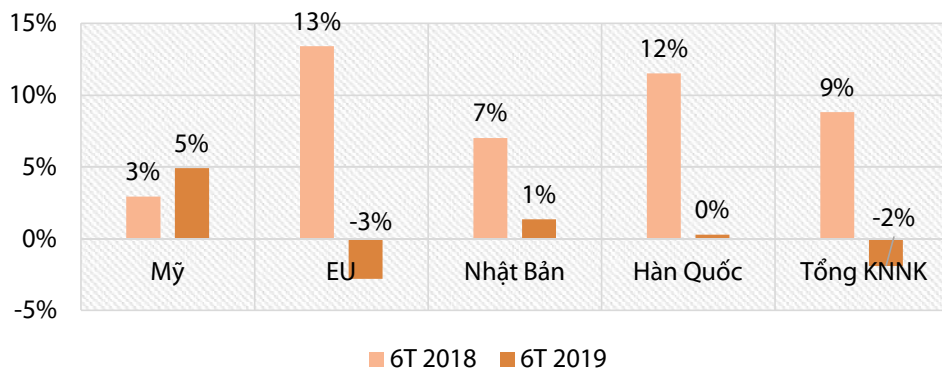
Sụt giảm nhu cầu tiêu dùng dệt may toàn cầu

- Trong 6 tháng đầu năm, giá trị nhập khẩu dệt may toàn cầu sụt giảm 2% YoY, ở mức 303 tỷ USD.
- Các quốc gia xuất khẩu lớn như Trung Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ ghi nhận mức tăng trưởng âm, trong khi các nước còn lại có tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái.

Tuy vậy, Việt Nam vẫn đang dẫn đầu tăng trưởng

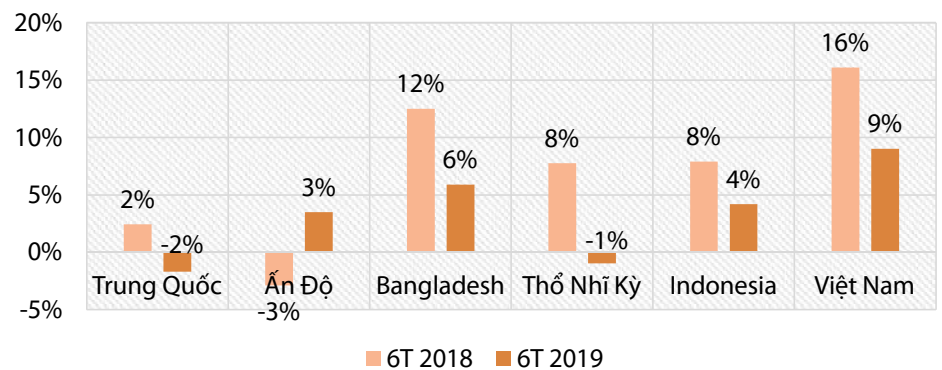
- Các thị trường chủ lực như Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc đều ghi nhận mức tăng trưởng về giá trị nhập khẩu hàng dệt may Việt Nam cao hơn so với mức tăng chung của toàn ngành.

Hình 4: Tăng trưởng kim ngạch NK tại các thị trường chính (%)



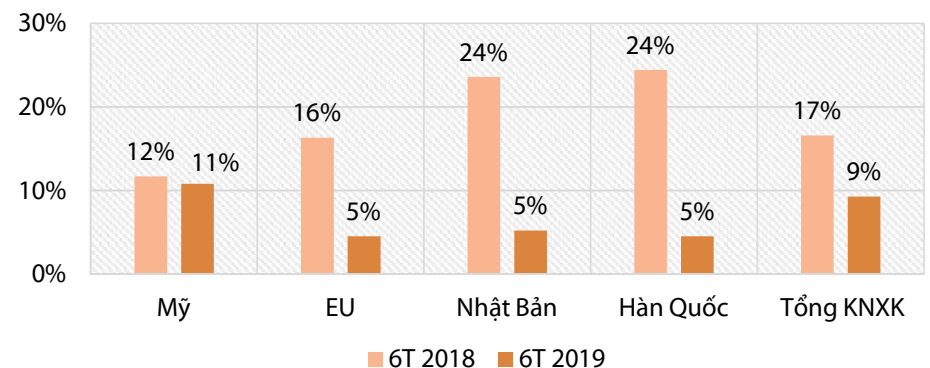
Nguồn: Trademap, TCHQ, CTCK Rong Việt

Hình 3: Việt Nam dẫn đầu mức tăng trưởng về KNXX (%)



Nguồn: Trademap, TCHQ, CTCK Rong Việt

Hình 5: Tăng trưởng kim ngạch XK của Việt Nam tại các thị trường chính (%)



NGÀNH DỆT MAY - NHÌN LẠI 6T 2019

Chiến tranh thương mại là động lực tăng trưởng trong ngắn hạn

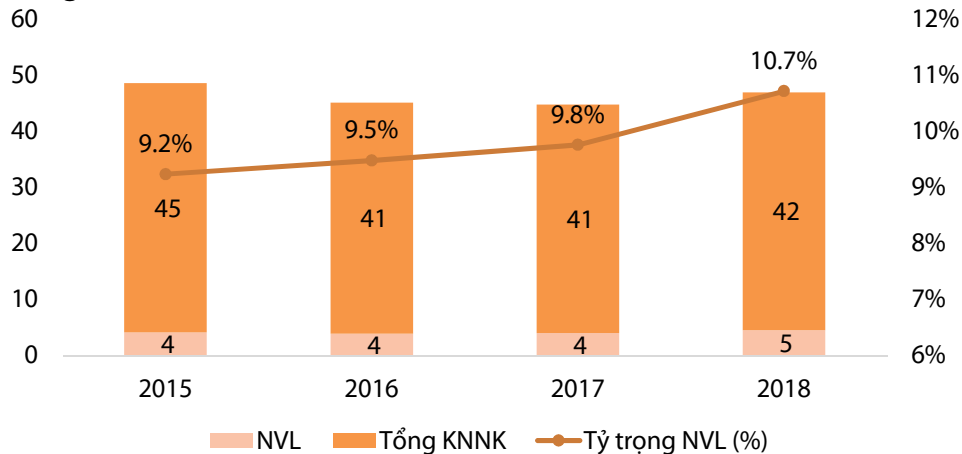
Xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam tiếp tục gia tăng

- Mặc dù gói thuế 200 tỷ USD chưa đánh vào hàng may mặc Trung Quốc, các nhà bán lẻ thời trang nước này đã dần dịch chuyển đơn hàng may mặc sang Việt Nam và các quốc gia lân cận. Chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ ngày càng rõ rệt hơn khi gói thuế 300 tỷ USD chính thức có hiệu lực.

Nhưng vẫn còn tồn tại nhiều rủi ro

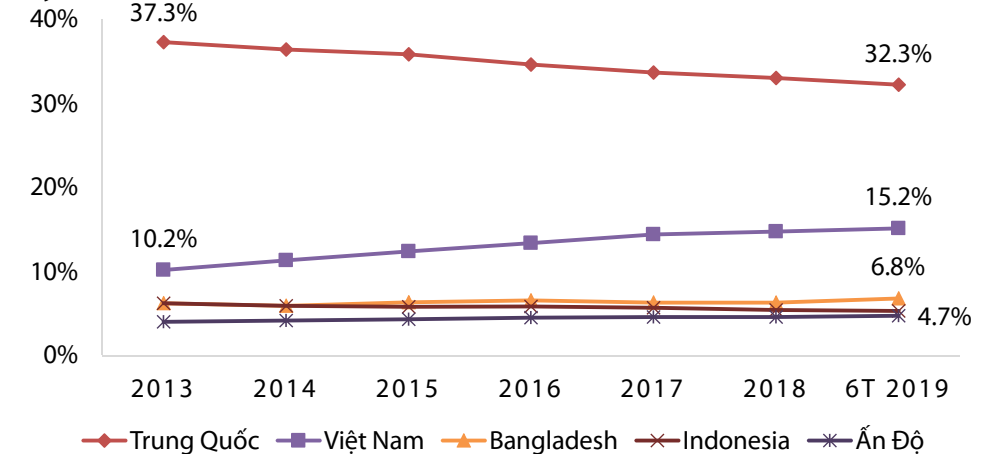
- Trung Quốc đóng vai trò ngày càng quan trọng trong chuỗi cung ứng dệt may toàn cầu, trở thành nhà cung cấp nguyên phụ liệu dệt may chủ đạo cho các quốc gia xuất khẩu sản phẩm may mặc. Do đó, không loại trừ khả năng Trung Quốc có thể tăng thuế đối với các sản phẩm vải nguyên liệu xuất khẩu sang Việt Nam.
- Bên cạnh đó, Mỹ có thể tiến hành truy xuất nguồn gốc các sản phẩm may mặc sản xuất tại Việt Nam để hạn chế nguyên phụ liệu có nguồn gốc từ Trung Quốc.

Hình 6: Giá trị nhập khẩu hàng dệt may Trung Quốc tại thị trường Mỹ (tỷ đồng)



Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Thị phần hàng may mặc của các nước xuất khẩu lớn tại thị trường Mỹ



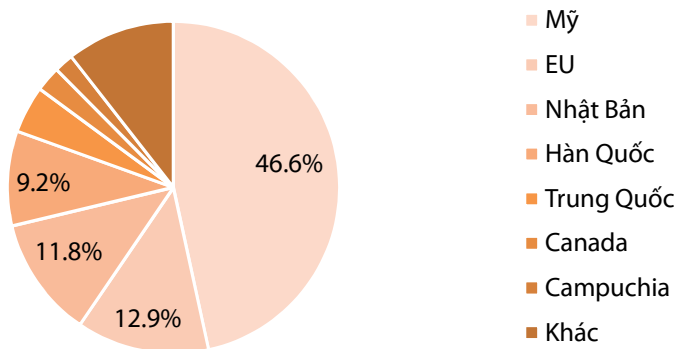
Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

NGÀNH DỆT MAY - NHÌN LẠI 6T 2019

Đáp ứng yêu cầu xuất xứ từ FTAs vẫn là một thách thức

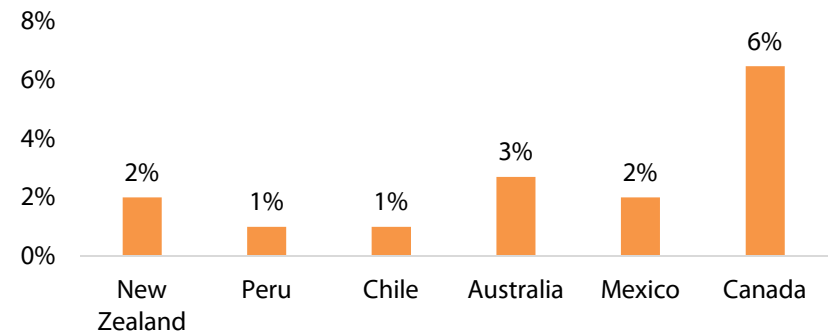
- Mỹ, EU và Nhật Bản là các thị trường xuất khẩu chủ lực hàng may mặc Việt Nam, chiếm 72% tổng giá trị xuất khẩu.
- Tuy nhiên, Việt Nam hiện phải nhập hầu hết nguyên liệu vải từ Trung Quốc (chiếm 58% tổng giá trị nhập khẩu). Rõ ràng đây là thách thức không hề nhỏ trong việc đáp ứng yêu cầu xuất xứ các hiệp định thương mại, điển hình là CPTPP (từ sợi trở đi) và EVFTA (từ vải trở đi).
- Trong số các nước thành viên CPTPP, Canada được đánh giá là thị trường màu mỡ để Việt Nam tiếp tục khai phá. Năm 2018, tổng giá trị nhập khẩu hàng dệt may của nước này đạt 14,4 tỷ USD, trong đó Việt Nam chỉ chiếm 6% thị phần, một con số khá khiêm tốn.

Hình 11: Thị trường xuất khẩu hàng may mặc Việt Nam trong 6T2019 (%)



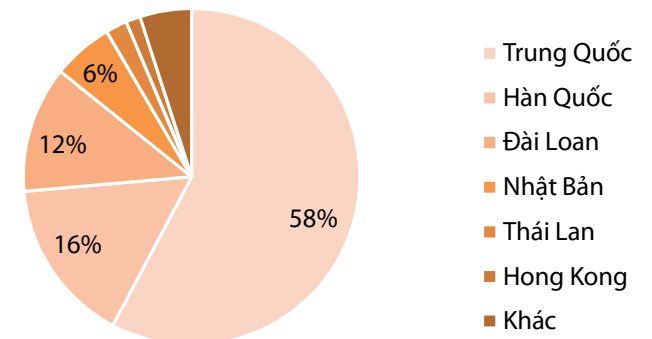
Nguồn: VITAS, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Thị phần của Việt Nam trong tổng kim ngạch nhập khẩu các nước thành viên CPTPP



Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Thị trường nhập khẩu vải Việt Nam trong 6T2019 (%)

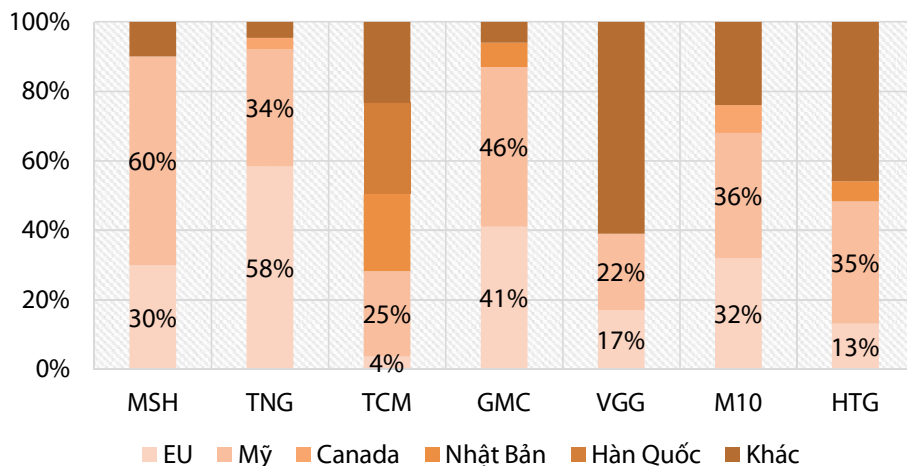


NGÀNH DỆT MAY - NHÌN LẠI 6T 2019

Đáp ứng yêu cầu xuất xứ từ FTAs vẫn là một thách thức

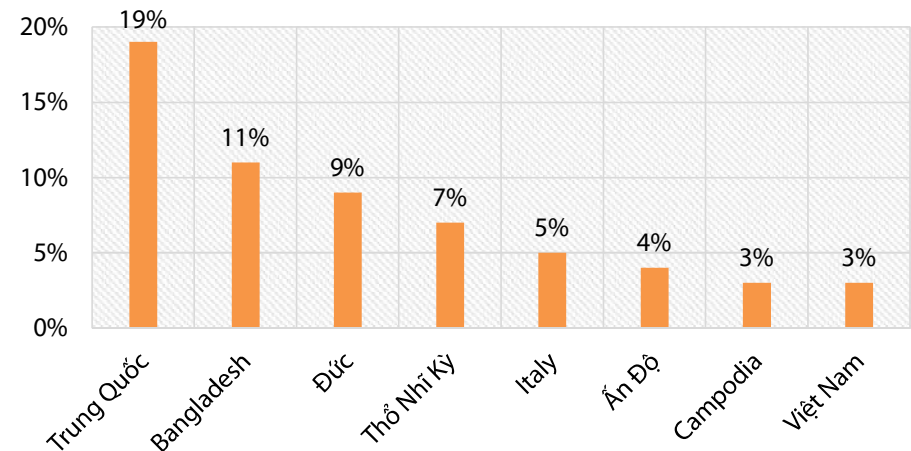
- Châu Âu cam kết cắt giảm thuế quan đối với hàng dệt may Việt Nam. Trong đó, 42,5% số dòng thuế sẽ được loại bỏ ngay lập tức khi EVFTA có hiệu lực, các dòng thuế còn lại sẽ giảm dần theo lộ trình từ 3 - 7 năm, với yêu cầu xuất xứ từ vải trở đi (Châu Âu cho phép Việt Nam nhập khẩu vải từ Hàn Quốc).
- Hiện tại, Việt Nam đang được hưởng ưu đãi thuế quan phổ cập GSP, với mức thuế trung bình khoảng 9,6%. Theo quy chế GSP, một quốc gia thụ hưởng theo chương trình ưu đãi thuế quan GSP sẽ bị loại bỏ khỏi danh sách thụ hưởng **trong vòng hai năm kể từ khi quốc gia này ký kết hiệp định ưu đãi thuế quan cao hơn**, trong trường hợp này là EVFTA. Do đó, những doanh nghiệp đáp ứng được yêu cầu xuất xứ theo cả GSP và EVFTA có thể lựa chọn áp dụng mức ưu đãi thuế tốt hơn trong 2 năm đầu EVFTA có hiệu lực.
- Hiện không nhiều doanh nghiệp dệt may Việt Nam có thể đáp ứng được yêu cầu xuất xứ từ EVFTA. Tuy nhiên, đây là chất xúc tác giúp thúc đẩy tăng trưởng sản lượng đơn đặt hàng từ Châu Âu, đặc biệt từ những doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu lớn tại Châu Âu.

Hình 11: Cơ cấu thị trường xuất khẩu các công ty may mặc niêm yết (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 12: Thị phần của Việt Nam trong tổng kim ngạch nhập khẩu Châu Âu (%)



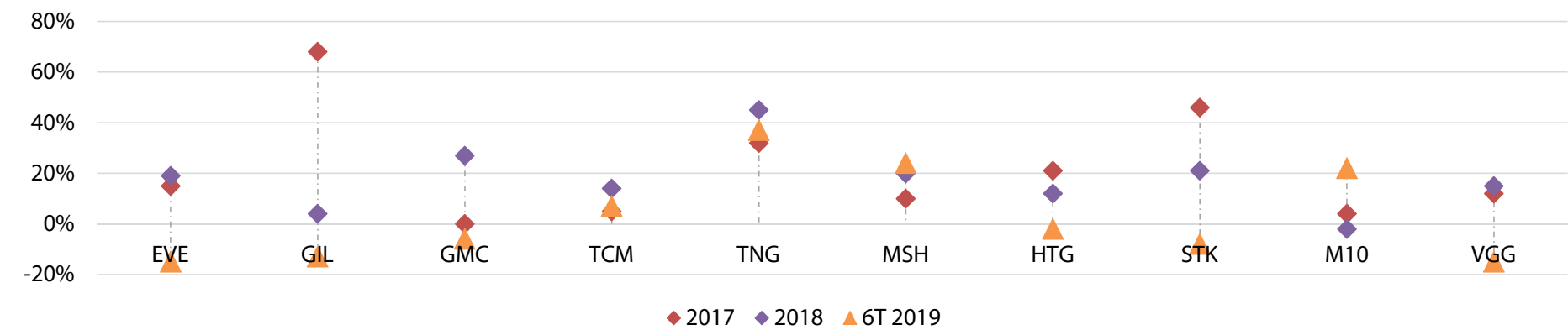
Nguồn: VITAS, CTCK Rồng Việt



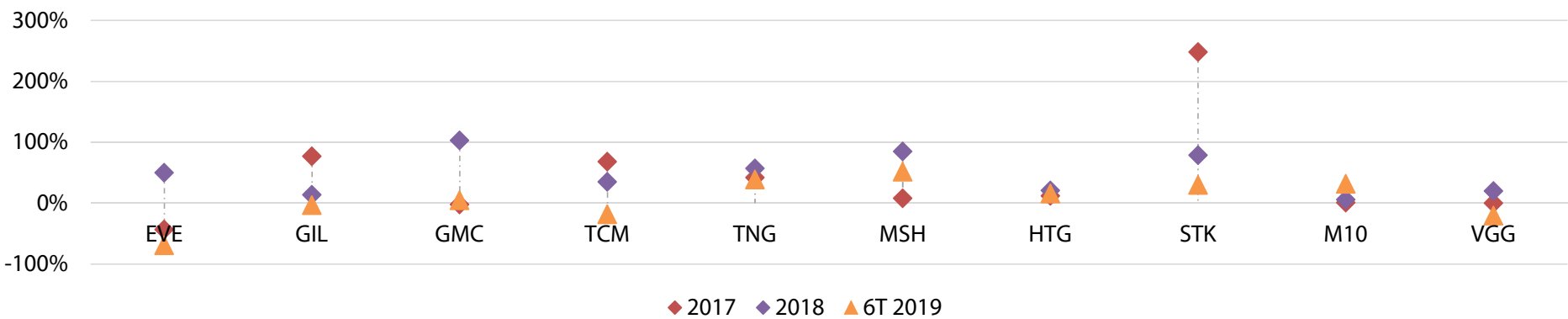
NGÀNH DỆT MAY - NHÌN LẠI 6T 2019

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Hình 13: Tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp dệt may niêm yết (%)



Hình 14: Tăng trưởng LNST của các doanh nghiệp dệt may niêm yết (%)



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rổng Việt

NGÀNH DỆT MAY - NHÌN LẠI 6T 2019

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	Tăng trưởng doanh thu(%)	Biên LNG (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LNR (%)	EV/EBITDA	ROA	ROE
TNG	1.131	5	40	18	9	47	5	5	7	25
MSH	3.051	4	20	20	11	85	9	4	15	44
VGG	2.425	6	15	12	5	20	5	2	10	24
TCM	1.407	6	14	19	8	25	7	5	8	19
GMC	504	4	11	18	7	94	6	4	13	35
VGT	4.550	14	9	9	2	14	2	12	2	6
STK	1.464	5	2	14	10	51	7	4	9	21

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



MSH – Tiến lên phía trước

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Lợi nhuận vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh.**
 - MSH tiếp tục cải thiện lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm với tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng ấn tượng, lần lượt là 20,5% và 10,3% (trung bình ngành: 15% và 5%).
 - Nửa cuối năm được xem là điểm rơi cho cả doanh thu và lợi nhuận nhờ nhu cầu tăng mạnh từ mảng chăn ga gối đệm. Điều này có thể giúp doanh nghiệp tiếp tục cải thiện KQKD.
- **Vẫn còn dư địa dịch chuyển chuỗi sản xuất từ CMT lên FOB.**
 - Hưởng lợi từ sự leo thang của chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, đơn hàng từ thị trường Mỹ có thể tiếp tục chuyển sang Việt Nam.
 - Trong 6T 2019, chúng tôi ước tính tỷ trọng phương thức FOB đóng góp 80% tổng doanh thu. Vẫn còn dư địa để công ty dịch chuyển toàn bộ chuỗi sản xuất từ CMT lên FOB nhằm tăng cường năng lực cạnh tranh.
- **Nhà máy Sông Hồng 10 là chất xúc tác tăng trưởng thời gian tới.**
 - MSH đã thành lập công ty con, CTCP may Sông Hồng - Nghĩa Hưng, đóng góp 76,5 tỷ đồng vốn điều lệ (tương đương tỷ lệ sở hữu 51%). Nhà máy dự kiến sản xuất thử nghiệm trong Q3 2020, trước khi chính thức đi vào hoạt động năm 2021.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu sản phẩm may mặc giảm sút.
- Giá nguyên liệu vải tăng mạnh.
- Chi phí nhân công tăng mạnh.

MUA

+24%

Giá thị trường (VND)	61.000
Giá mục tiêu (VND)	72.000

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới 3.500

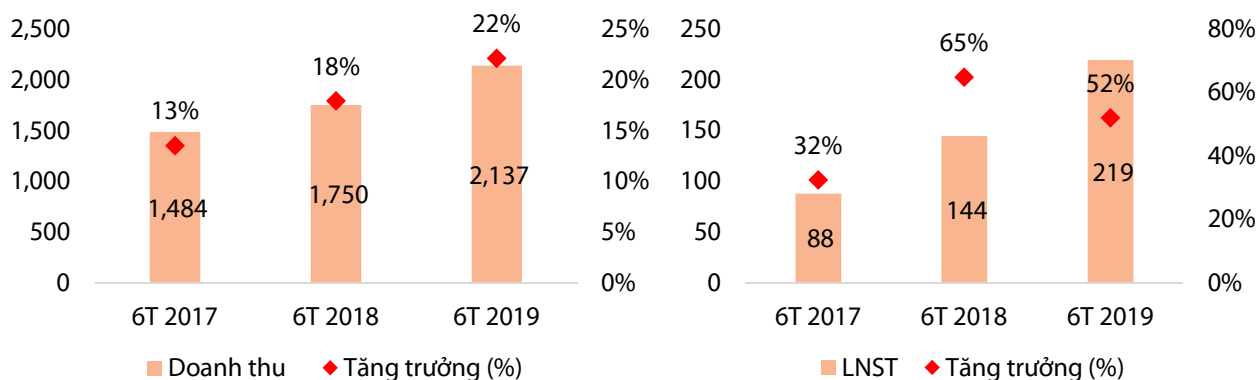
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Dệt may
Vốn hoá (triệu \$)	131
KLCP lưu hành (triệu CP)	50
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	162
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	10
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	7,7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	3.282	3.951	4.497	4.950
Tăng trưởng (%)	9,7	20,4	13,8	10,1
LNST	200	370	433	475
Tăng trưởng (%)	8,4	84,6	17,0	9,7
ROA (%)	8,8	15,1	15,6	14,7
ROE (%)	28,5	43,8	36,7	33,0
EPS (VND)	4.125	9.745	8.175	8.972
GTSS (VND)	31.711	19.601	24.776	30.248
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.500	4.000	3.500	3.500
P/E (x)	N/A	4,2	7,5	6,8
P/B (x)	N/A	3,1	2,5	2,0

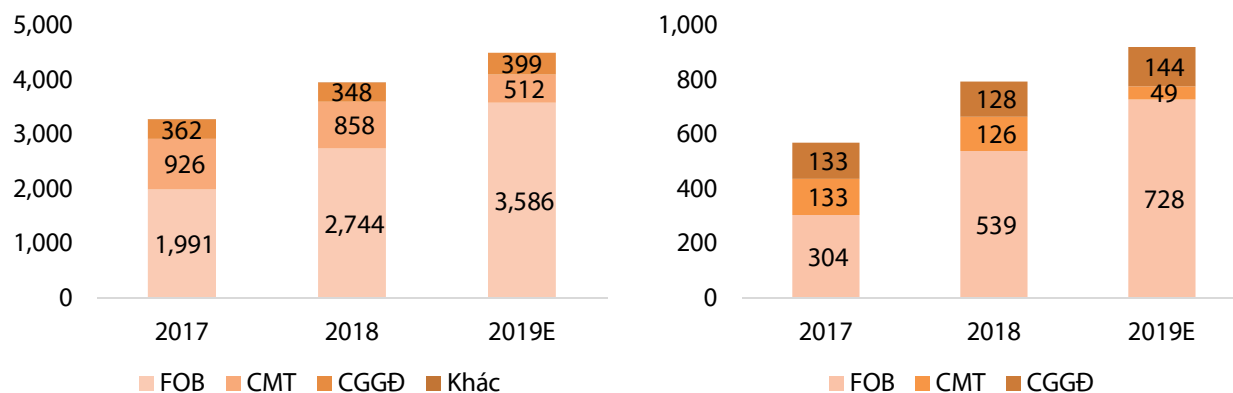


Hình 1: Kết quả kinh doanh 6T 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Dự phóng doanh thu (trái) và lợi nhuận gộp (phải) năm 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

1H 2019– Tốc độ tăng trưởng ấn tượng

- Doanh thu thuần và LNST tăng lần lượt 22% và 52%.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện 124 bps, lên 20.5%.
- Lợi nhuận từ hoạt động tài chính có sự cải thiện đáng kể, đóng góp 15 tỷ đồng thu nhập tài chính ròng trong kỳ so với khoản lỗ 12,3 tỷ đồng chi phí tài chính ròng của cùng kỳ năm trước.

2H 2019 – Mùa cao điểm

- Biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm kỳ vọng đạt 20,6%.
- Cho năm 2019, chúng tôi dự phóng:
 - Doanh thu CMT giảm 40% YoY, ở mức 512 tỷ đồng.
 - Mảng FOB duy trì tăng trưởng doanh thu 31% YoY, đóng góp 80% tổng doanh thu.
 - Khác hàng mới Luen Thai chiếm 5% tổng doanh thu.



STK – Sợi tái chế là điểm sáng

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nhu cầu cao từ sợi tái chế vẫn là động lực tăng trưởng**
 - Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng nhu cầu sợi tái chế vẫn còn khá lớn, trong khi nguồn cung ứng toàn cầu đang thiếu hụt. Việc các thương hiệu thời trang lớn như Nike, Adidas, Puma, Decathlon... cam kết tăng cường sử dụng nguyên liệu tái chế sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu sản phẩm này trong tương lai.
 - Sợi polyester tái chế của STK đã được cấp chứng nhận GRS (Tiêu chuẩn tái chế toàn cầu), đủ khả năng đáp ứng yêu cầu chất lượng khắt khe từ các thương hiệu quốc tế. Mặt khác, công nghệ kéo sợi chip spinning hiện tại hoàn toàn có thể giúp STK chuyển sang sản xuất hoàn toàn đơn hàng tái chế thay vì các sản phẩm sợi truyền thống (DTY, FDY).
 - Trong 6 tháng đầu năm, công ty đã nâng mức đóng góp của sợi tái chế trên doanh thu lên 28% so với mức 11% cùng kỳ năm ngoái.
- **Các dự án nghiên cứu phát triển sản phẩm sợi chất lượng cao tiếp tục được triển khai**
 - Sợi nhuộm và sợi màu tái chế dự kiến sẽ được đưa vào sản xuất trong Q3, với công suất 4.000 tấn/năm. Đồng thời, STK đang thử nghiệm các loại sợi có độ co giãn cao để tối đa hóa giá bán.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sụt giảm nhu cầu toàn cầu về sợi nguyên liệu.
- Các nhà sản xuất Trung Quốc tiếp tục bán phá giá sản phẩm sợi.
- Giá dầu thô tiếp tục giảm sâu.

TÍCH LŨY

+18%

Giá thị trường (VND)	20.700
Giá mục tiêu (VND)	24.000

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

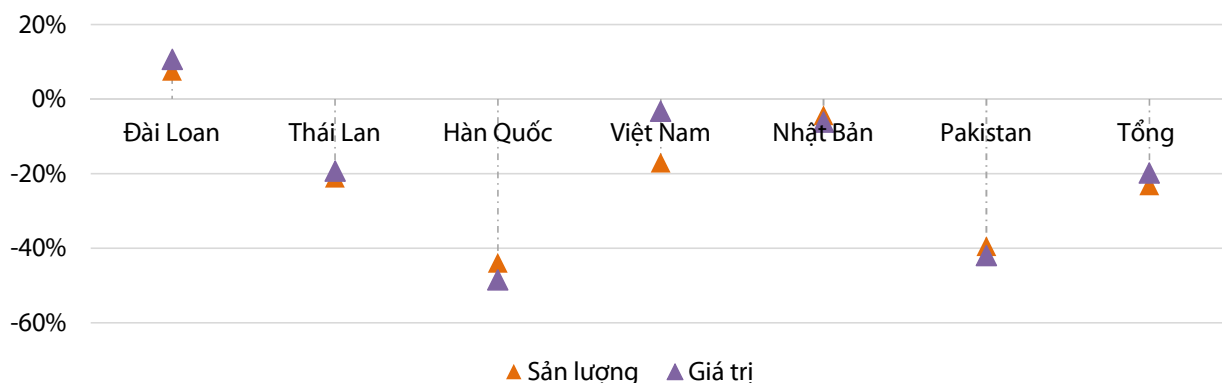
Ngành	Dệt may
Vốn hoá (triệu \$)	63
KLCP lưu hành (triệu CP)	71
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	143
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	9,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	1.989	2.408	2.533	2.745
Tăng trưởng (%)	46,4	21,0	5,2	8,4
LNST	100	178	215	235
Tăng trưởng (%)	248,3	79,0	20,3	9,7
ROA (%)	5,0	8,7	9,9	10,8
ROE (%)	13,5	21,1	19,2	18,7
EPS (VND)	1.408	2.522	2.730	2.994
GTSS (VND)	12.991	15.167	15.809	17.803
Cổ tức tiền mặt (VND)	800	1.500	500	500
P/E (x)	10,5	5,9	7,6	6,9
P/B (x)	1,3	1,2	1,3	1,2



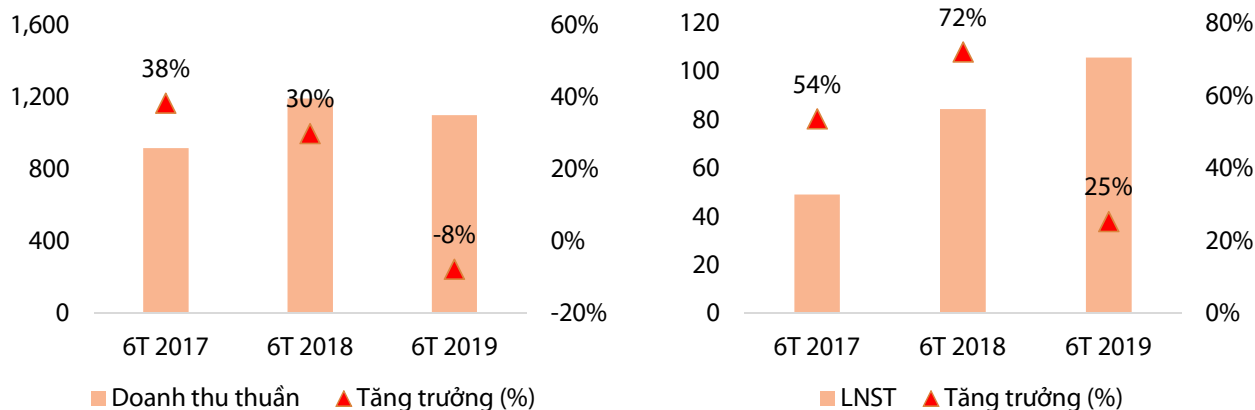
STK – Lợi nhuận tăng trưởng tích cực nhờ việc tăng tỷ trọng sợi tái chế

Hình 1: Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu của Việt Nam tại các thị trường



Nguồn: TCHQ, STK, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Kết quả kinh doanh 6T 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

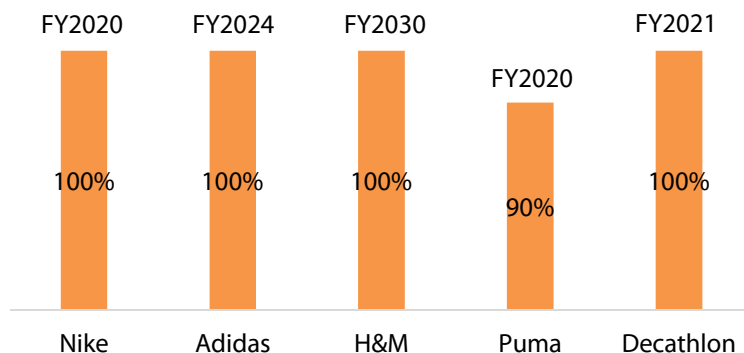
1H 2019 – Doanh thu giảm trong khi LNST tăng trưởng hai chữ số

- Sợi là sản phẩm đầu tiên chịu ảnh hưởng tiêu cực do sự leo thang của chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, khiến nhu cầu sản phẩm này ghi nhận mức sụt giảm đáng kể.
- Doanh thu giảm 8% YoY nhưng LNST tăng 25% YoY.
 - Sản lượng tiêu thụ sản phẩm sợi truyền thống giảm mạnh (-27% YoY).
 - Sản lượng sợi tái chế tăng 118% YoY.
 - Nâng tỷ trọng đóng góp sợi tái chế trên doanh thu lên 28%.
 - Biên gộp cải thiện 262bps, lên 16,2%.



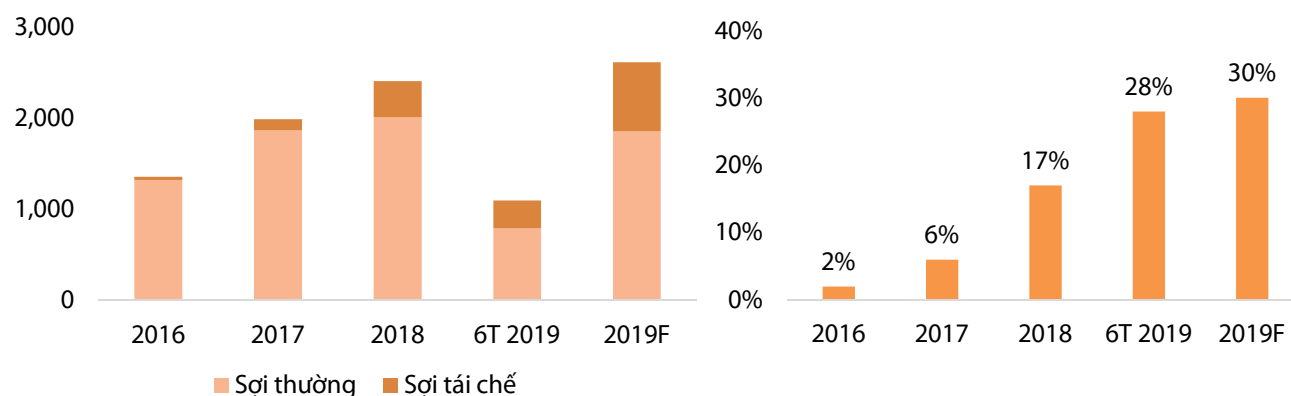
STK – Nhu cầu sợi tái chế tăng cao tiếp tục là động lực tăng trưởng

Hình 3: Cam kết sử dụng nguyên liệu tái chế từ các thương hiệu thời trang quốc tế



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng doanh thu (trái) và tỷ trọng đóng góp sợi tái chế trên doanh thu (phải) năm 2019



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

2H 2019 – Kỳ vọng tiếp tục nâng cao tỷ trọng sợi tái chế trên doanh thu

- Dù nhu cầu các loại sợi polyester thường đang giảm tốc, tác động lên sợi tái chế là không đáng kể do đây không phải là sản phẩm thay thế.
- Theo Textile Change, sợi tái chế chiếm 14% tổng lượng tiêu thụ sợi polyester toàn cầu. Nhờ vào cam kết thời trang xanh từ các thương hiệu quốc tế, vẫn còn dư địa khá lớn để công ty dịch chuyển sang sản xuất các loại sợi nguyên liệu tái chế chất lượng cao.
- Dự phóng cả năm 2019:
 - Doanh thu các loại sợi thông thường giảm 11% YoY, ở mức 1.783 tỷ đồng.
 - Doanh thu sợi tái chế đạt 750 tỷ đồng tương đương mức tăng 89% YoY.
 - Đóng góp của sợi tái chế trên doanh thu vào khoảng 30%.



TCM – Khó khăn trong ngắn hạn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Chuỗi sản xuất khép kín đáp ứng các yêu cầu xuất xứ từ FTAs.**
 - TCM sở hữu lợi thế nhờ chuỗi sản xuất khép kín từ sợi đến may mặc, do đó công ty có thể đón đầu cơ hội từ FTAs.
 - Tuy nhiên, doanh thu đóng góp từ các quốc gia thành viên CPTPP và EVFTA chỉ chiếm khoảng 29% tổng doanh thu. Chúng tôi cho rằng TCM cần nỗ lực hơn nữa mở rộng đơn hàng sang các thị trường này để hưởng lợi về thuế quan từ các hiệp định thương mại.
- **Nhu cầu sợi giảm nhiệt do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.**
 - Giá bán sợi sụt giảm mạnh hơn giá bông nguyên liệu.
 - Trong 6T2019, thị trường chính Trung Quốc giảm nhu cầu nguyên liệu sợi, khiến doanh thu sợi của TCM giảm 21% so với cùng kỳ, biên lợi nhuận gộp chỉ ở mức 2%.
- **Mảng vải dệt là điểm sáng.**
 - TCM đã nâng công suất mảng vải dệt lên 20%, tương ứng 2,4 triệu sản phẩm nhờ vào nhu cầu ngày càng tăng của thị trường Nhật Bản. Đây là phân khúc mang lại biên lợi nhuận cao nhất cho công ty, vào khoảng 21%.
- **Mảng áo duy trì đà tăng trưởng dù giảm đơn hàng với đối tác Sears**
 - TCM đã phát triển các đơn hàng mới tại thị trường Mỹ để thay thế cho sự thiếu hụt doanh thu từ khách hàng Sears.
 - Khách hàng may mặc lớn nhất của TCM, Eland Group đang gia tăng sản lượng đơn hàng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biến động giảm của giá bông nguyên liệu.
- Mảng sợi tiếp tục gặp khó khăn.
- Sụt giảm nhu cầu hàng may mặc và nguyên liệu vải từ các thị trường xuất khẩu chính.

TÍCH LŨY

+17%

Giá thị trường (VND)	24.300
Giá mục tiêu (VND)	28.000

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

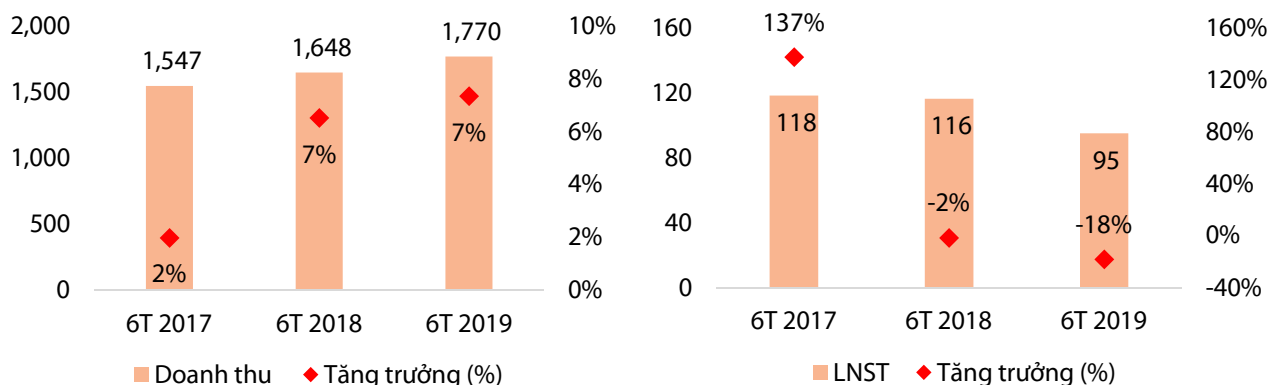
Ngành	Dệt may
Vốn hoá (triệu \$)	60
KLCP lưu hành (triệu CP)	58
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	823
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	23
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	49,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	3.209	3.662	3.750	4.010
Tăng trưởng (%)	4,5	14,1	2,4	6,9
LNST	192	259	229	284
Tăng trưởng (%)	67,8	35,1	-11,8	24,4
ROA (%)	6,5	8,2	6,8	8,2
ROE (%)	19,3	22,1	15,7	16,9
EPS (VND)	3.713	3.937	3.554	4.422
GTSS (VND)	20.595	23.380	25.168	29.090
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	500	500	500
P/E (x)	6,5	5,1	6,8	5,5
P/B (x)	1,2	1,0	1,0	0,8



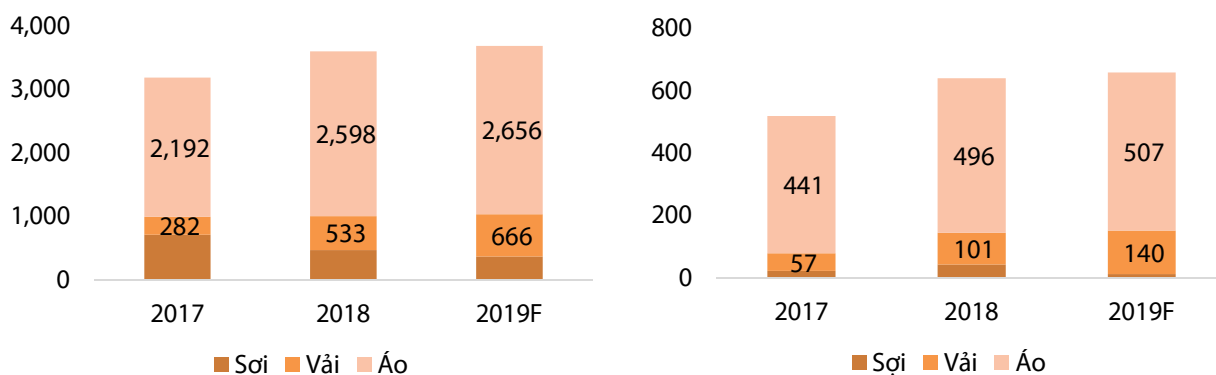
TCM – Lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng do ảnh hưởng từ mảng sợi

Hình 1: Kết quả kinh doanh 6T 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Dự phóng doanh thu (trái) và lợi nhuận gộp (phải) trong năm 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

1H 2019 – Tăng trưởng doanh số nhưng LNST sụt giảm

- Doanh thu tăng 7% YoY trong khi đó LNST giảm 18% YoY.
 - Doanh thu mảng áo và vải tăng trưởng lần lượt 10% và 15% so với cùng kỳ.
 - Doanh thu sợi giảm 21% YoY do thị trường lớn nhất là Trung Quốc giảm nhu cầu nhập khẩu sợi nguyên liệu.
- Biên lợi nhuận gộp giảm 220bps, chủ yếu do biên gộp mảng sợi giảm mạnh so với cùng kỳ, chỉ còn 2% so với 9% trong 6T 2018.

2H 2019 – Hoàn thành kế hoạch năm vẫn là một thách thức cho doanh nghiệp

- Biên gộp 2H kỳ vọng đạt 17,6%.
- Công ty dự kiến ghi nhận 20 tỷ đồng dự phòng nợ xấu còn lại từ khách hàng Sears trong 2H.
- Dự phóng cho năm 2019:
 - Doanh thu tăng nhẹ 2% YoY, đạt 3.750 tỷ đồng.
 - LNST giảm 12%, ở mức 229 tỷ đồng.



NGÀNH ĐIỆN: Triển vọng nửa cuối năm 2019 hỗ trợ mảng nhiệt điện

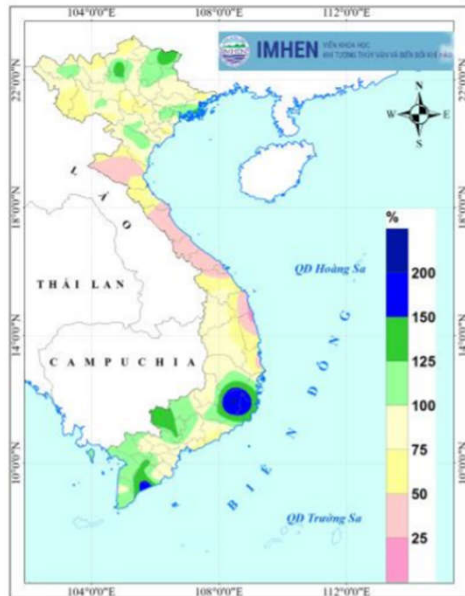
Vy Nguyễn - vy.ntk@vdsc.com.vn

NGÀNH ĐIỆN – NHÌN LẠI

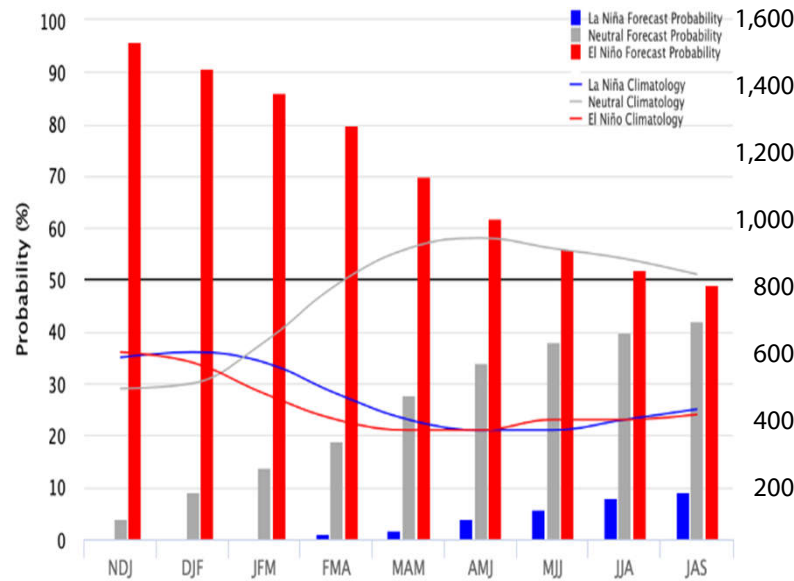
Nguồn cung thủy điện yếu, nhưng giá thị trường vẫn không tăng nhiều trong nửa đầu năm 2019

- **Mảng thủy điện yếu trong 6 tháng đầu năm 2019** do:
 - Tình trạng thiếu khí và than tại cuối năm 2018 buộc EVN tăng huy động nguồn thủy điện. Qua đó, mức dự trữ thủy năng tại các hồ thủy điện vào đầu năm 2019 rất thấp.
 - Hiện tượng El Nino làm cho lượng mưa trong 6T/2019 thấp hơn mức trung bình nhiều năm, đặc biệt vào quý 2/2019.
- Tuy nhiên, những thay đổi trong chính sách liên quan đến giá thị trường làm cho mức giá trong nửa đầu năm 2019 không biến đổi nhiều. Qua đó, **mảng nhiệt điện đã không thể hưởng lợi từ nguồn cung thủy điện yếu**; thậm chí, sản lượng của một số nhà máy nhiệt điện (PPC, PGV, NT2, HND) còn giảm.

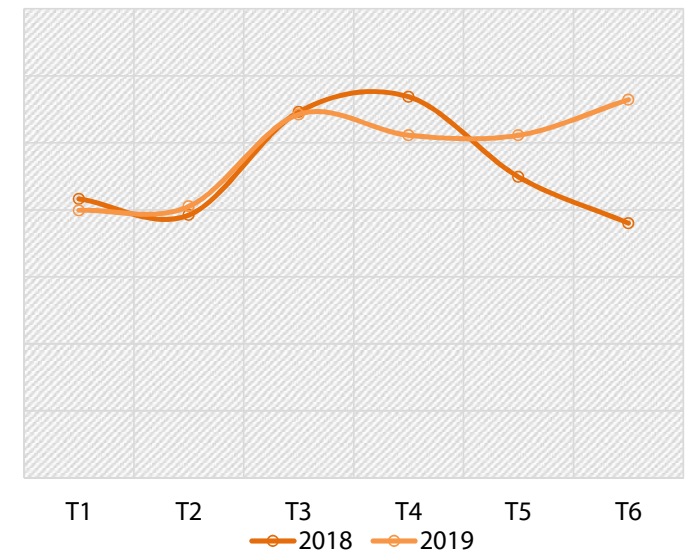
Hình 1: Tỷ chuẩn lượng mưa trong 6T/2019 **Hình 2: Dự báo xác suất xảy ra El Nino trong 6T/2019** **Hình 3: Giá thị trường trong 6T/2019 (VND/kWh)**



Nguồn: Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn Việt Nam



Nguồn: NOAA, CTCK Rông Việt

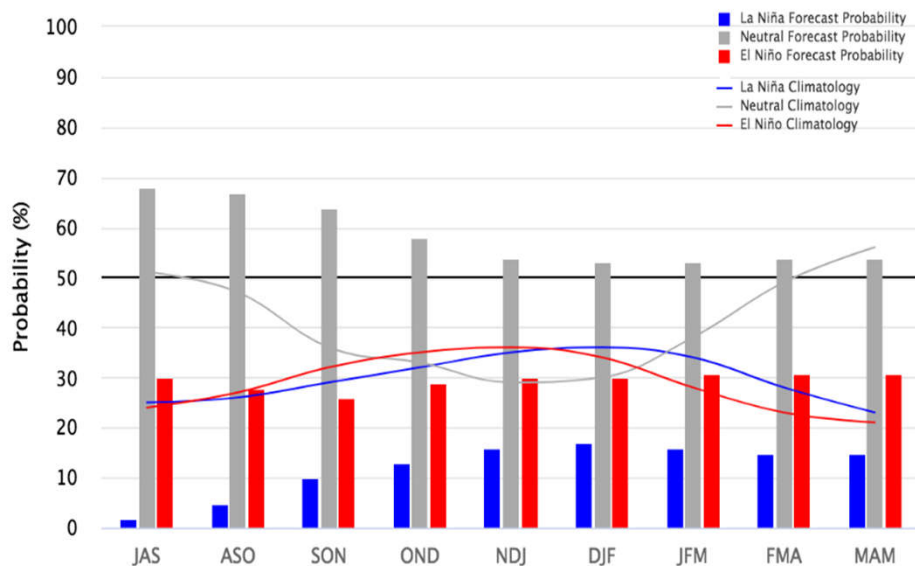


Nguồn: EVN, CTCK Rông Việt

NGÀNH ĐIỆN – NHÌN LẠI

Cho dù được bổ sung một phần lớn công suất từ điện mặt trời, tổng cung điện toàn hệ thống vẫn tiếp tục yếu trong nửa cuối năm 2019, qua đó kỳ vọng hỗ trợ giá thị trường

Hình 4: Dự báo xác suất xảy ra El Nino từ tháng 8/2019



Nguồn: NOAA, CTCK Rống Việt

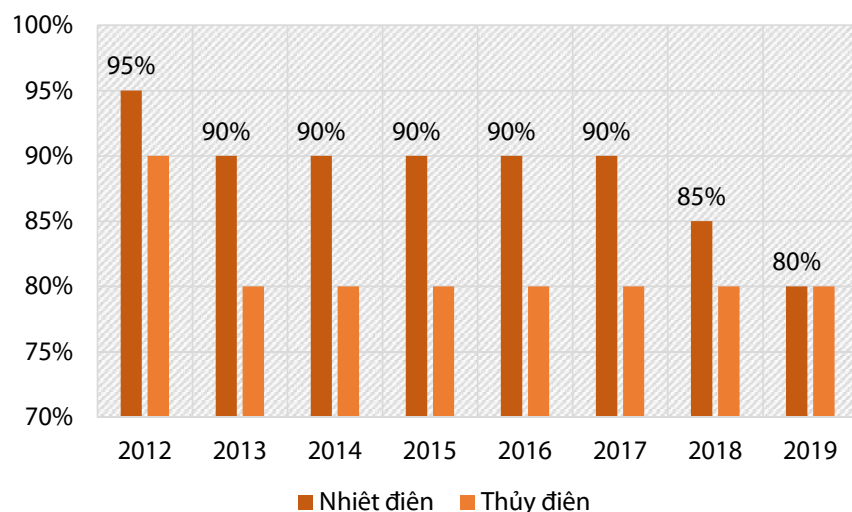
- Nguồn cung thủy điện và cung khí nhiều khả năng tiếp tục kém trong nửa cuối năm 2019**
 - Theo Cơ quan Khí quyển Đại dương Quốc gia (NOAA), xác suất khí hậu trung tính là hơn 50% trong vòng một năm kể từ tháng 8/2019. Do đó, trong 6 tháng cuối năm 2019, khí hậu được kỳ vọng sẽ ở mức trung tính.
 - Theo EVN, tổng lượng nước đang tích trong các hồ thủy điện vào cuối quý 2/2019 thấp hơn 80% so với mức bình thường, tương ứng sản lượng điện 12,49 tỷ kWh.
 - Theo EVN, một nhà máy điện lớn ở miền Nam là nhà máy Cà Mau nhiều khả năng sẽ gặp khó khăn về nguồn cung khí trong quý 4/2019. Đây lại là một hạn chế khác trong nguồn cung điện ở khu vực miền Nam.
- Ngoài ra, sản lượng từ năng lượng mặt trời chỉ mới đóng góp một tỷ trọng nhỏ cho hệ thống điện quốc gia (2,3%)** nên không thể bù đắp cho sự thiếu hụt nguồn cung thủy điện và cung khí.
- Sự hạn chế trong nguồn cung điện được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá thị trường trong 6 tháng cuối năm 2019**
 - Những nhà máy điện có đủ nguồn cung đầu vào sẽ tận dụng được điều kiện thị trường thuận lợi. Ngoại trừ nhà máy điện Vũng Áng 1, hầu hết các nhà máy nhiệt điện mà chúng tôi theo dõi đều đã chuẩn bị đủ nguồn cung than cho việc sản xuất trong 6 tháng cuối năm nay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng về triển vọng tích cực trong hoạt động kinh doanh cốt lõi của các nhà máy này trong 6 tháng cuối năm 2019.

NGÀNH ĐIỆN – NHÌN LẠI

Sản lượng hợp đồng (Qc) thấp hơn và việc tăng giá đầu vào đã tạo áp lực lớn đến lợi nhuận của nhóm nhiệt điện trong nửa đầu năm 2019

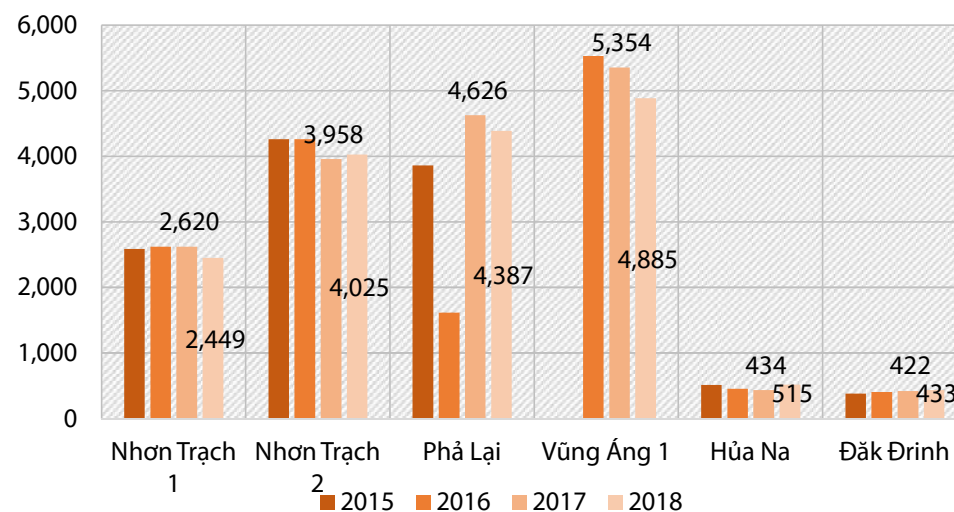
- Do quá trình tự do hóa ngành điện, tỷ lệ (Qc) sản lượng điện theo hợp đồng giảm từ 95% trong năm 2012 xuống còn 80% vào năm 2019, và sẽ tiếp tục giảm xuống còn 60% trong dài hạn. Điều này dẫn đến xu hướng giảm sản lượng hợp đồng (Qc) của các nhà máy nhiệt điện. Tình trạng này tác động tiêu cực đến nhóm nhà máy nhiệt điện vì giá hợp đồng của chúng thường cao hơn giá thị trường.
- Cùng với việc giá than nội địa tăng 5% trong 6T/2019, tình trạng thiếu nguồn cung than cũng kéo dài từ quý 4/2018 đến 6T/2019. Do đó, tỷ lệ ngày càng tăng của than nhập khẩu với mức giá cao hơn than trong nước đã làm tăng áp lực cho giá than đầu vào của các nhà máy nhiệt điện. Ví dụ: PPC (+ 10%), HND (+ 14%).

Hình 5: Tỷ lệ Qc (%) trong giai đoạn 2012-2019



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Sản lượng hợp đồng trong giai đoạn 2015-2018 (triệu kWh)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt tổng hợp



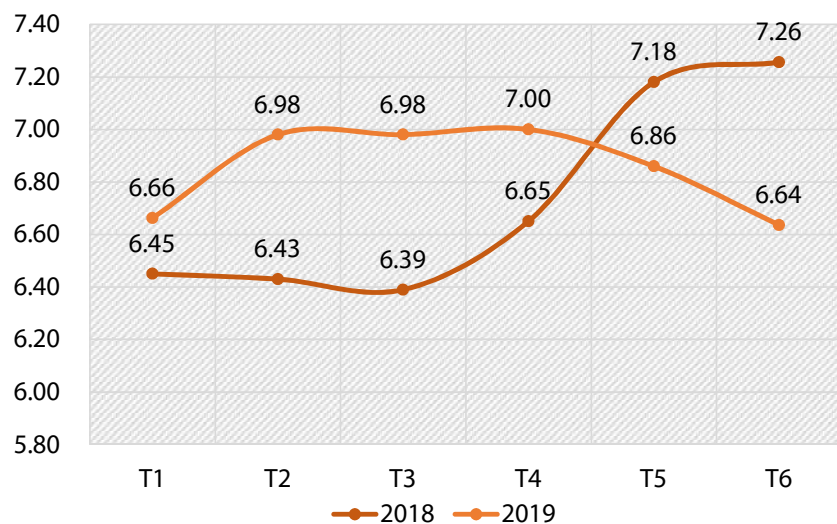
NGÀNH ĐIỆN – NHÌN LẠI

Sản lượng hợp đồng (Qc) thấp hơn và việc tăng giá đầu vào đã tạo áp lực lớn đến lợi nhuận của nhóm nhiệt điện trong nửa đầu năm 2019

- Bên cạnh đó, nguồn cung khí ở khu vực Đông Nam Bộ cũng giảm nhẹ trong 6T/2019. Nguồn khí với giá rẻ từ các mỏ khí cũ suy giảm nên khu vực này phải mua khí từ các mỏ khí mới với mức giá cao hơn.

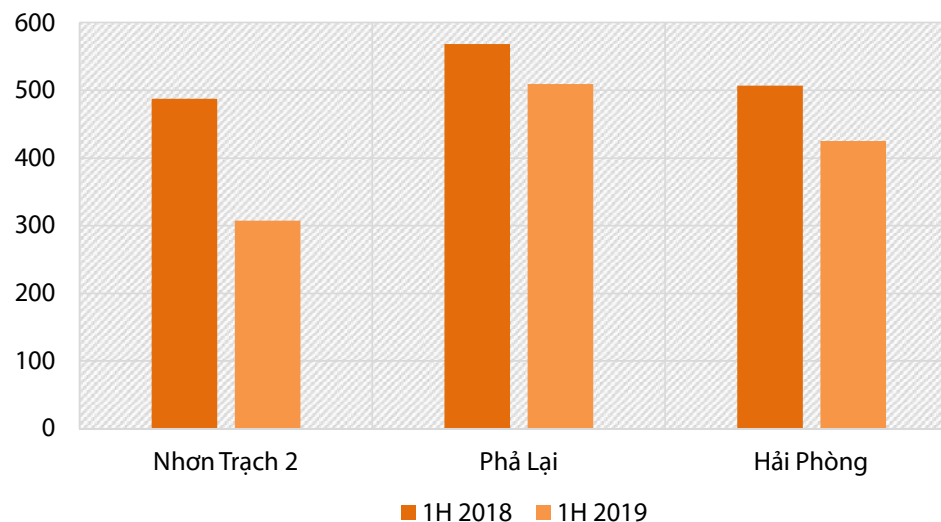
=> Từ ba lý do trên, thu nhập từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của hầu hết các nhà máy nhiệt điện đã chứng kiến sự sụt giảm trong 6T/2019.

Hình 7: Giá khí của nhà máy NT2 trong 6T/2019 (USD/mmBTU)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

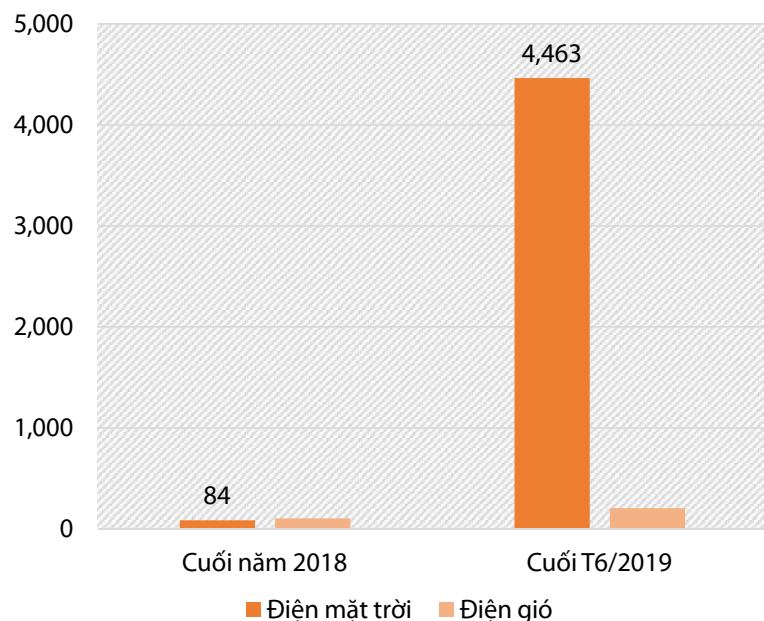
Hình 8: Lợi nhuận cốt lõi của các nhà máy nhiệt điện trong 6T 2018-2019 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

NGÀNH ĐIỆN – TỔNG QUAN

Hình 9: Công suất Năng lượng tái tạo (NLTT) tại thời điểm cuối năm 2018 và cuối tháng 6/2019 (MW)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tình trạng quá tải lưới điện truyền tải làm hạn chế khả năng vận hành của một số dự án NLTT không phải là vấn đề chung của mảng năng lượng này

- Tình trạng quá tải chỉ xảy ra ở một số điểm cụ thể trong các đường dây truyền tải của tỉnh Ninh Thuận và Bình Thuận.
- Trong số các công ty mà chúng tôi theo dõi, nhà máy ĐMT Cư Jút của CTCP Thủy điện miền Trung (CHP) được đặt tại Đắk Nông. Ngoài ra, CTCP Điện Gia Lai (GEG) chỉ có một nhà máy ĐMT ở tỉnh Bình Thuận nhưng không nằm trong các điểm bị quá tải.

Điện mặt trời cực “nóng” trong 6 tháng đầu năm 2019 nhưng sẽ “giảm nhiệt” trong 6 tháng cuối năm

Thị trường điện đón nhận sự tham gia của hàng loạt nhà máy (ĐMT) trong 6T/2019

- Với điều kiện các nhà máy ĐMT đóng điện trước ngày 30/6/2019 sẽ được hưởng mức giá ưu đãi (FIT), trong tổng 89 nhà máy NLTT vận hành trong 6T/2019 thì có tới 87 nhà máy ĐMT.
- Tổng công suất và sản lượng bình quân ngày của các nhà máy ĐMT tại thời điểm cuối tháng 6/2019 lần lượt đạt 4.463 MW và 16,4 triệu Kwh/ngày, chiếm 8,3% và 2,3% hệ thống điện quốc gia.

Trái lại, chúng tôi tin rằng rất ít nhà máy ĐMT sẽ đóng điện trong 6 tháng cuối năm nay

- Cơ chế giá ưu đãi cho các nhà máy ĐMT vận hành sau ngày 30/6/2019 vẫn chưa hoàn thiện. Do đó, việc triển khai các dự án ĐMT đang chậm lại để chờ giá điện chính thức.
- Do Luật Quy hoạch mới năm 2017 có những thay đổi cơ bản trong quá trình phê duyệt nên trong 6 tháng đầu năm 2019, không có dự án điện mới nào được thêm vào Kế hoạch phát triển năng lượng quốc gia. Chúng tôi tin rằng vấn đề này khó giải quyết sớm trong năm 2019; do đó, những dự án điện vẫn chưa được đưa vào quy hoạch thì sẽ tiếp tục chậm tiến độ trong 6 tháng cuối năm 2019.



NGÀNH ĐIỆN – TỔNG QUAN

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
POW	9,9	-9,7	23,3	11,3	-15,5	5,8	0,7	6,7	3,2	7,6
NT2	5,7	-16,9	19,6	10,5	-22,5	8,7	0,0	11,2	7,4	16,9
PPC	-0,6	25,1	15,2	14,7	1,5	14,0	0,5	12,4	13,2	17,2
CHP	-3,3	1,3	75,1	46,0	-11,4	29,4	45,7	8,3	5,2	9,9
REE	2,9	-7,6	20,9	19,6	5,1	31,6	6,7	6,5	10,1	18,1
VSH	-35,6	-45,3	61,7	41,2	-55,3	39,2	276,6	2,0	2,0	5,2
HND	4,7	-4,1	34,4	14,9	7,4	4,5	0,1	9,9	2,9	7,8
SHP	-1,3	-1,9	75,9	44,8	-3,9	29,3	2,2	12,1	7,7	15,7

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



POW – Triển vọng dài hạn vẫn hấp dẫn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng ổn định và hạn chế về nguồn cung mới là yếu tố hỗ trợ các nhà máy điện hiện hữu trong trung hạn**
 - Trong giai đoạn 2019-2023, tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ của Việt Nam luôn ở mức hai chữ số. Trong khi đó, nhiều dự án điện trong Quy hoạch điện Quốc gia bị chậm tiến độ. Do đó, mức thiếu hụt điện sẽ tăng từ 3,7 tỷ kWh trong năm 2021 lên mức đỉnh điểm gần 12 tỷ kWh vào năm 2023.
- **POW sở hữu danh mục nhà máy khổng lồ tập trung ở khu vực trọng điểm kinh tế phía Nam**
 - Tình trạng thiếu điện kể trên chủ yếu xảy ra ở khu vực miền Nam, trong khi đó, 64% tổng công suất của POW được đặt tại đây. Vì vậy, những nhà máy điện này sẽ được ưu tiên huy động với mức cao và ít chịu áp lực cạnh tranh ngay cả trong mùa mưa.
- **Nhà máy mới với công nghệ hiện đại đảm bảo cho hoạt động vận hành ổn định**
 - Bốn nhà máy điện khí của POW đều sử dụng tuabin khí chu trình hỗn hợp thế hệ mới với hiệu suất phát điện cao và suất tiêu hao khí thấp.
- **Suất đầu tư thấp và dòng tiền khỏe mạnh giúp POW gia tăng năng lực tài chính cho hoạt động đầu tư dự án mới trong khi vẫn trả cổ tức tiền mặt**
 - Suất đầu tư bình quân các nhà máy của POW chỉ khoảng 0,8 triệu USD/MW.
 - Nhờ việc chi phí khấu hao giảm mạnh và hoàn thành trả nợ (Cà Mau, NT1), chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận và dòng tiền sẽ chuyển biến tích cực rõ rệt trong 2019-2020.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro về những thay đổi trong chính sách
- Rủi ro nguồn cung nhiên liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện
- Rủi ro tỷ giá

MUA

42%

Giá thị trường (VND)	12.900
Giá mục tiêu (VND)	17.955

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

300

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hoá (triệu \$)	1.297
KLCP lưu hành (triệu CP)	2.342
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	2.411
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	36,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	14,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	79,9

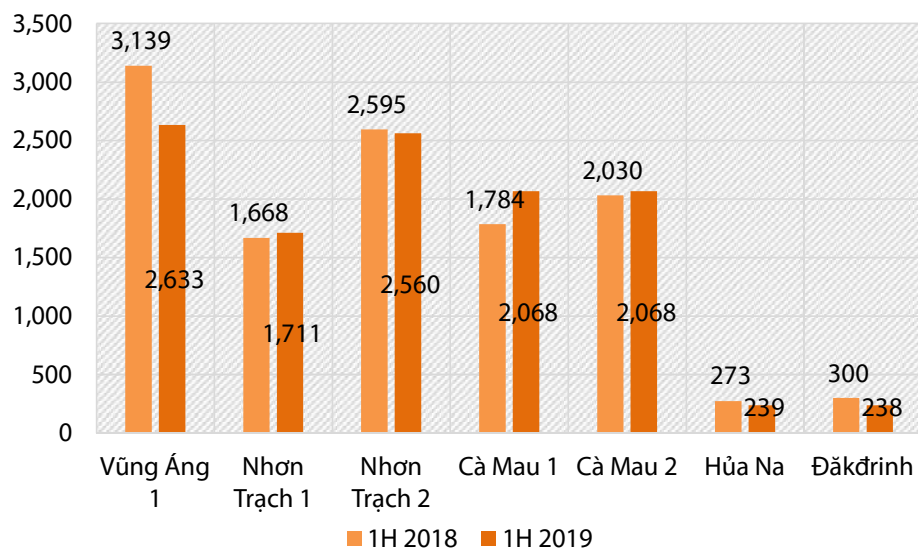
TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	29.710	32.663	34.111	40.249
<i>Tăng trưởng (%)</i>	5,3	9,9	4,4	18,0
LNST	2.233	1.676	2.441	3.016
<i>Tăng trưởng (%)</i>	107,8	-25,0	45,7	23,5
ROA (%)	3,7	2,9	4,6	5,7
ROE (%)	9,0	6,8	9,3	10,6
EPS (VND)	1.014	749	1.038	1.282
GTSS (VND)	11.437	10.474	11.169	12.098
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	300	300
P/E (x)	14,2	21,4	12,9	10,4
P/B (x)	1,1	1,4	1,2	1,1



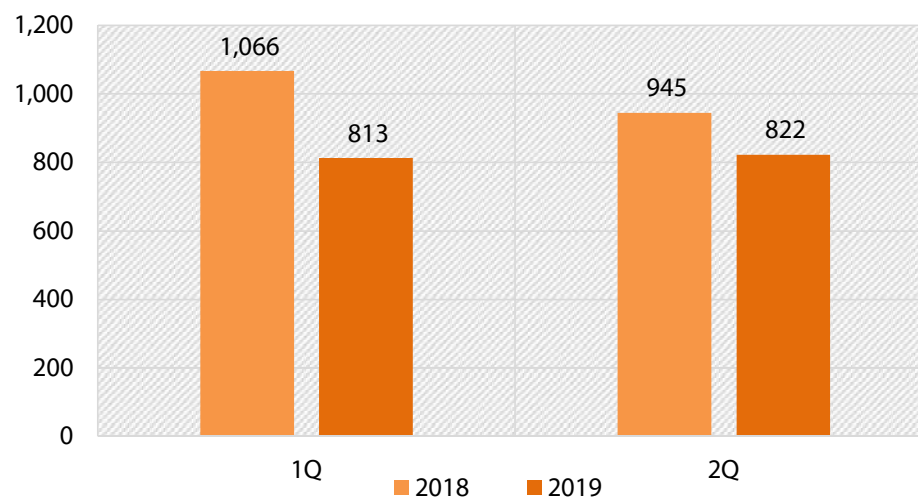
POW – Nhà máy Cà Mau 1&2 là “cứu cánh” cho lợi nhuận của công ty trong 6T/2019

- Trong 6 tháng đầu năm 2019, LNST công ty mẹ tăng trưởng 26%, chủ yếu đến từ việc giảm 275 tỷ đồng chi phí khấu hao của nhà máy Cà Mau 1&2.
- Các nhà máy điện Vũng Áng 1, Hòa Na và Dakdrinh chứng kiến sự sụt giảm sản lượng trong 6T/2019 do:
 - Tình trạng thiếu than làm giảm sản lượng của nhà máy điện Vũng Áng 1 về mức 2.700 tỷ kWh
 - Điều kiện thủy văn không thuận lợi khiến sản lượng của hai nhà máy thủy điện Dakdrinh và Hòa Na giảm.

Hình 1: Sản lượng của các nhà máy điện của POW (triệu kWh)



Hình 2: Chi phí khấu hao của POW (tỷ đồng)



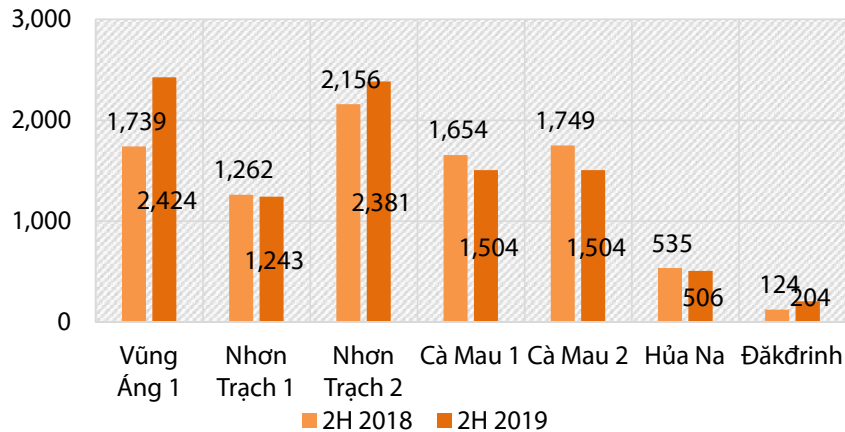
Nguồn: POW, CTCK Rồng Việt



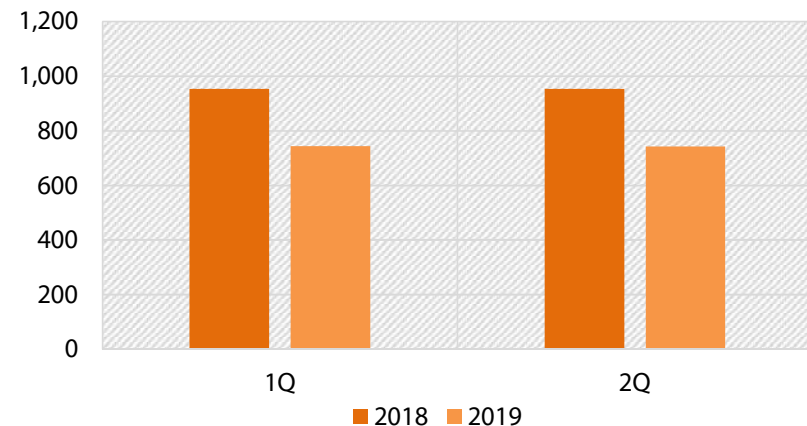


POW – Bên cạnh chi phí khấu hao giảm, sản lượng của các nhà máy điện cải thiện là nhân tố khác hỗ trợ KQKD của POW trong nửa cuối năm 2019

Hình 3: Sản lượng của các nhà máy điện của POW (triệu kWh)



Hình 4: Chi phí khấu hao của POW (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

- **Sản lượng của các nhà máy điện (NMD) lớn của POW cải thiện kỳ vọng hỗ trợ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty trong nửa cuối năm 2019**
 - Sản lượng của NMD Vũng Áng 1 trong 2H 2019 kỳ vọng tăng do trong 2H 2018, tổ máy 1 bước vào giai đoạn trung tu nên tạm ngưng phát điện, cùng với đó là việc sản lượng hợp đồng tăng 51% trong 2H 2019.
 - Sản lượng điện của NMD Nhơn Trạch 2 sẽ tăng, xuất phát từ nhu cầu cao từ hệ thống, giá thị trường và sản lượng hợp đồng cao hơn.
 - Sản lượng điện của NMD Cà Mau 1&2 nhiều khả năng giảm do sự suy giảm nguồn cung khí từ lò PM3 của bể Malay Thổ Chu. Tuy nhiên, do nhà máy này được áp dụng cơ chế mua bán điện đặc biệt nên việc sản lượng giảm không ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của nhà máy.
 - Do nhà máy thủy điện Đăk Đrinh tạm ngưng hoạt động trong tháng 11 và 12 năm 2018 nên chúng tôi tin rằng việc vận hành bình thường trở lại sẽ giúp cho sản lượng của nhà máy cải thiện trong 2H 2019.
- **Việc chi phí khấu hao của NMD Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 1 giảm tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận của công ty trong nửa cuối năm 2019**
 - Chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao của NMD Cà Mau 1&2 sẽ giảm khoảng 280 tỷ đồng trong 2H 2019, hỗ trợ trực tiếp cho lợi nhuận của POW.
 - Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng chi phí máy móc, thiết bị của NMD Nhơn Trạch 1 sẽ hết khấu hao từ quý 3/2019, qua đó giúp lợi nhuận của POW được cải thiện.
- **Trong 6 tháng cuối năm 2019, doanh thu và LNST công ty mẹ dự phóng lần lượt đạt 15.794 tỷ đồng (+6% YoY) và 879 tỷ đồng (+103% YoY)**



REE – MỨC ĐỊNH GIÁ VẪN HẤP DẪN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **REE sở hữu danh mục hạ tầng điện và nước đầy tiềm năng**
 - REE sở hữu danh mục gồm những tài sản có chất lượng cao, mang lại dòng tiền đều đặn thông qua tỷ suất cổ tức từ 9% - 10% hàng năm và đóng góp tới 61% lợi nhuận hợp nhất năm 2018 của công ty.
 - Trong những năm tới, từng khoản đầu tư trong danh mục REE đều có nhiều tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận khi một số nhà máy đang nâng dần công suất vận hành, đồng thời, một số khác đang liên tục giảm đòn bẩy nợ vay, qua đó giúp giảm nhanh chi phí tài chính.
- **Mảng văn phòng cho thuê (VPCT) cũng đang tạo ra dòng tiền lớn và ổn định cho Công ty**
 - Chiếm hơn 20% tổng LN của REE, mảng VPCT có kế hoạch mở rộng với mức tăng trưởng kép hàng năm về diện tích sàn cho thuê khoảng 22% giai đoạn 2017 – 2022, bình quân 30.000 m2 mỗi năm.
 - REE cũng có chuỗi “thành tích” ấn tượng khi các tòa nhà mới thường được lấp đầy chỉ trong chưa đến một năm và tỷ lệ lấp đầy bình quân các năm duy trì ở mức 97%.
- **Mức định giá hấp dẫn**
 - REE hiện giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2019 khoảng 0,97x, mức định giá đang khá “rẻ” so với nội tại của doanh nghiệp. Thực tế, mảng hạ tầng điện -nước và mảng VPCT với tỷ suất thu nhập trên VCSH năm 2018 đạt lần lượt 15,6% và 23,8% là dẫn chứng cho thấy giá trị sổ sách vẫn chưa thể hiện hết được giá trị của những tài sản chất lượng mà Công ty đang sở hữu

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Mảng bất động sản có khả năng cần nhiều thời gian hơn để hồi phục so với kỳ vọng của chúng tôi. Điều này thậm chí ảnh hưởng đến mảng M&E.
- Kết quả HĐKD của VSH có thể thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi do những vấn đề về pháp lý cũng như tình hình khó dự báo của dự án Thượng Kon Tum (TKT).

MUA

27%

Giá thị trường (VND)	37.550
Giá mục tiêu (VND)	46.000

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

1.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Công nghiệp
Vốn hoá (triệu \$)	500
KLCP lưu hành (triệu CP)	310
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	740
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	24,9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	49,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	5,3

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	4.995	5.101	5.595	5.989
<i>Tăng trưởng (%)</i>	37	2	10	7
LNST	1.377	1.784	1.611	1.917
<i>Tăng trưởng (%)</i>	26	30	-10	19
ROA (%)	9	9	8	9
ROE (%)	15	17	14	14
EPS (VND)	4.441	5.754	5.191	6.179
GTSS (VND)	25.912	30.055	33.446	37.825
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	1.800	1.800	1.800
P/E (x)	9,3	5,4	6,3	5,3
P/B (x)	1,5	1,0	0,97	0,86

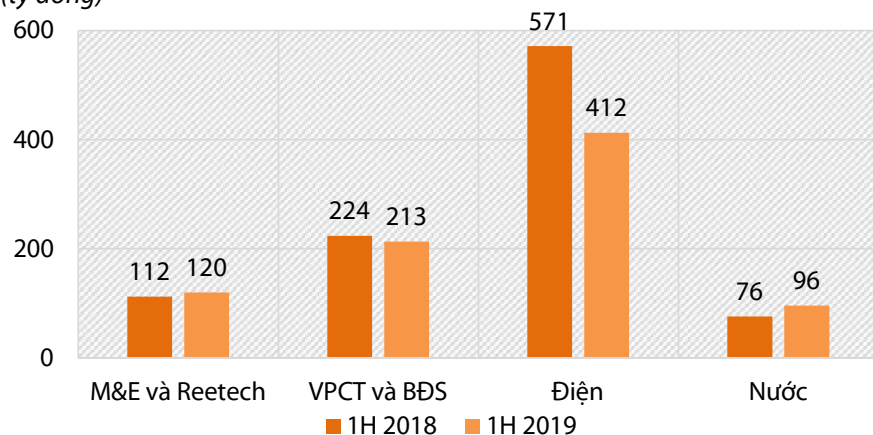


Mảng điện kém tác động tiêu cực đến lợi nhuận của REE trong nửa đầu năm 2019

- LNST của mảng M&E tăng nhẹ 7% YoY trong nửa đầu năm 2019. Đây được coi là một thành công của REE khi việc cấp giấy phép đầu tư cho nhiều dự án bất động sản (BDS) chậm tiến độ.
- LNST của mảng văn phòng cho thuê và BDS trong 6T/2019 đã giảm 5% vì trong nửa đầu năm 2018, REE đã ghi nhận 96 tỷ đồng lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng dự án BDS ở đường Nơ Trang Long. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận này, mảng văn phòng cho thuê và BDS tăng 74% YoY trong 6T/2019. Kết quả tích cực này chủ yếu đến từ hoạt động văn phòng cho thuê nhờ tòa nhà Etown Central đã được lấp đầy từ đầu năm 2019.
- Tuy vậy, mảng điện của REE khá tiêu cực trong nửa đầu năm 2019:
 - Hầu hết các nhà máy thủy điện hoạt động kém do điều kiện thủy văn không thuận lợi.
 - Mảng nhiệt điện cũng đạt kết quả thấp trong cả lợi nhuận kinh doanh cốt lõi và lợi nhuận báo cáo:
 - Do sản lượng giảm và giá than tăng trong nửa đầu năm 2019, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của các nhà máy nhiệt điện giảm mạnh.
 - Khoản lợi nhuận bất thường càng tác động tiêu cực đến lợi nhuận báo cáo của các nhà máy nhiệt điện.

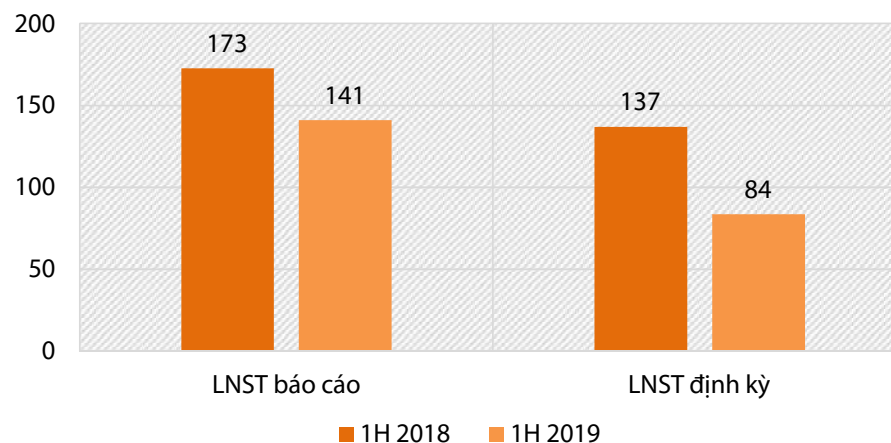
Hình 1: LNST của các mảng hoạt động chính của REE trong 6T/2019

(tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 2: LNST định kỳ và LNST báo cáo của PPC (tỷ đồng)



Mảng điện kém tiếp tục làm giảm lợi nhuận của REE trong nửa cuối năm 2019

- Mảng phát triển BĐS, văn phòng cho thuê và mảng nước kỳ vọng tiếp tục tích cực trong 6T/2019. Trong khi đó, mảng điện nhiều khả năng vẫn kém do điều kiện thủy văn không thuận lợi, qua đó khiến LNST của REE được dự phóng giảm còn 850 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2019.

Bảng 1: Dự phóng lợi nhuận của các mảng kinh doanh chính của REE trong năm 2019

Tỷ đồng	2H 2019	% thay đổi YoY	Năm 2019	% thay đổi YoY	Ghi chú
M&E và ReeTech	155	18%	275	13%	<ul style="list-style-type: none"> Việc ghi nhận chi phí dự phòng 30 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2019 khiến lợi nhuận giảm. Nếu loại bỏ tác động của chi phí dự phòng, chúng tôi kỳ vọng LNST của mảng này sẽ ổn định và đạt kế hoạch 275 tỷ đồng trong năm 2019.
Phát triển BĐS & Văn phòng cho thuê	264	25%	477	13%	<ul style="list-style-type: none"> Tòa nhà Etown Central và Etown 5 là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng của mảng văn phòng cho thuê. Trong đó, tòa nhà Etown 5 đã đi vào hoạt động vào cuối tháng 6/2019 nhưng đã được lấp đầy.
Điện	334	-27%	334	-28%	<ul style="list-style-type: none"> Do điều kiện thủy văn không thuận lợi
Nước	96	23%	192	25%	<ul style="list-style-type: none"> Công suất hoạt động của nhà máy nước Tân Hiệp 2 tiếp tục được cải thiện, từ 85% vào cuối năm 2018 lên 100% vào giữa năm 2019. Lợi nhuận của mảng nước kỳ vọng sẽ được đóng góp từ nhà máy nước Khánh Hòa trong nửa cuối năm 2019.
Tổng cộng	850	-4%	1.690	-5%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt



Tiến triển thuận lợi trong việc giải ngân nguồn vốn M&A có thể trở thành động lực tăng trưởng dài hạn cho REE

- Gần đây, REE đang tiến hành hoàn tất ba thương vụ M&A:

Bảng 2: Thương vụ M&A của REE trong thời gian gần đây

Thương vụ M&A	Ghi chú
Nhà máy nước Khánh Hòa (KHW)	<ul style="list-style-type: none">REE đặt kế hoạch mua thêm 5,46 triệu cổ phiếu của nhà máy nước Khánh Hòa (KHW), giúp tăng tỷ lệ sở hữu từ 24,85% lên 45,85%.
Nhà máy thủy điện	<ul style="list-style-type: none">Vị trí: Phía BắcCông suất: 34,8 MWTổng giá trị vốn chủ sở hữu: 550 tỷ đồngREE và TBC, một công ty con của REE sẽ lần lượt nắm giữ 49% và 51% cổ phần của KHW.Doanh thu: 160 triệu kwhGiá bán: 1.100 đồng / kWhLNST: 60-70 tỷ đồng
Dự án năng lượng gió	<ul style="list-style-type: none">Địa điểm: tỉnh Sóc TrăngCông suất: 48 MWTổng vốn đầu tư: 2.000 tỷ đồng. Trong đó, 30% vốn đầu tư sẽ được tài trợ bằng vốn chủ sở hữuDoanh thu: 180-190 triệu kWhGiá bán: 9,8 cents/kWhDự án dự kiến khởi công vào tháng 10/2019 và đi vào hoạt động vào cuối năm 2020

Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

=> Do đó, chúng tôi tin rằng những thương vụ M&A này sẽ trở thành động lực tăng trưởng dài hạn cho Công ty.

- Bên cạnh ba thương vụ trên, ban lãnh đạo của REE cũng bày tỏ thái độ tích cực về việc giải ngân vốn M&A trong thời gian tới. Do công ty dần thay đổi chiến lược M&A bằng việc mua các dự án để tự phát triển, chúng tôi kỳ vọng rằng REE sẽ có thể đẩy nhanh tiến độ giải ngân. Tuy nhiên, với phương pháp M&A mới, chúng tôi tin rằng dòng tiền và lợi nhuận từ các dự án mới trong những năm đầu có thể thấp, qua đó tạo áp lực cho REE trong việc cải thiện trong trung hạn.



NGÀNH SỮA: Hồi phục nhu cầu ngành

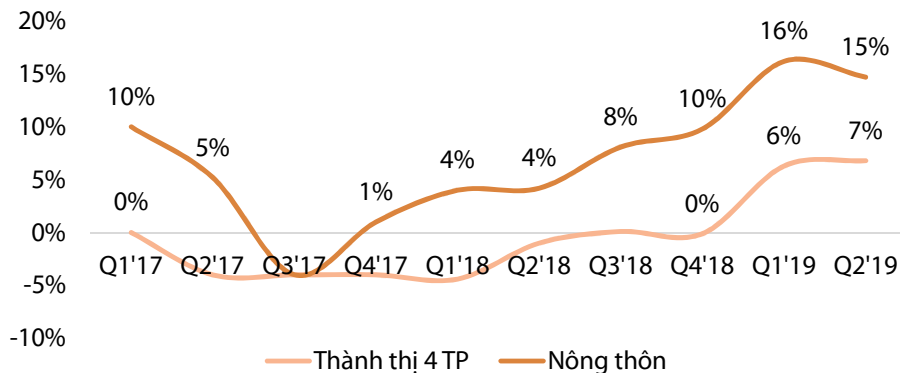
Thảo Đặng - thao.dtp@vdsc.com.vn

NGÀNH SỮA – NHÌN LẠI

Triển vọng tăng trưởng dài hạn vẫn khá tích cực

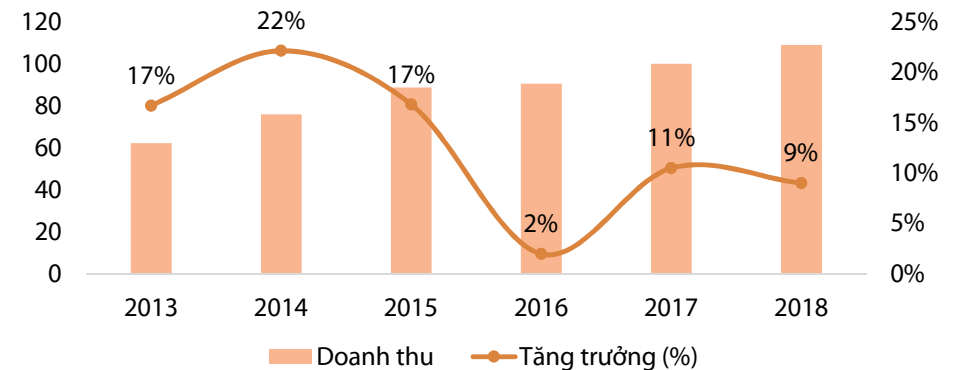
- Sau giai đoạn giảm tốc tăng trưởng nhu cầu sữa nội địa (đặc biệt là khu vực thành thị), chúng tôi cho rằng nửa đầu năm nay đã có những chuyển biến tích cực hơn.
- Theo số liệu của Kantar Worldpanel, trong Q2 2019, sữa và các sản phẩm từ sữa tiếp tục là ngành hàng dẫn đầu thị trường FMCG với mức tăng trưởng ấn tượng, lần lượt là 14,7% và 6,8% về giá trị tại khu vực nông thôn và thành thị (4 thành phố lớn). Đây là dấu hiệu cho thấy nhu cầu ngành đã hồi phục trở lại.
- Đồng thời, các yếu tố thuận lợi về nhân khẩu học như dân số đồng với tốc độ gia tăng dân số lớn, cơ cấu dân số trẻ và thu nhập tầng lớp trung lưu ngày càng gia tăng sẽ là bệ đỡ thúc đẩy sự tăng trưởng của ngành trong dài hạn.

Hình 2: Tốc độ tăng trưởng về giá trị (%)



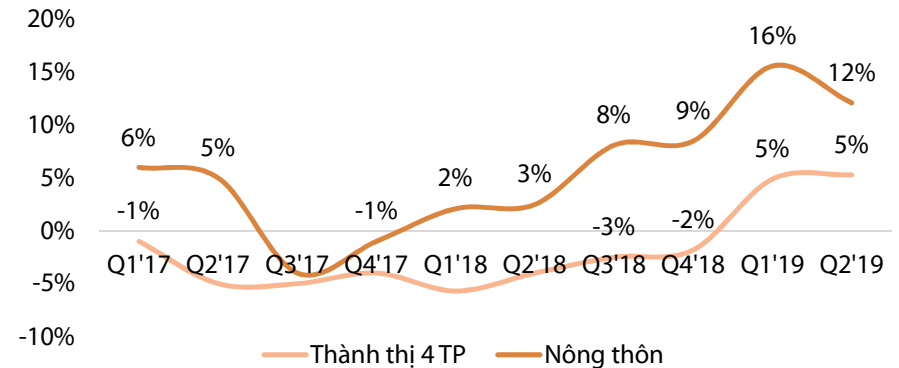
Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Doanh số ngành sữa giai đoạn 2013 – 2018 (nghìn tỷ)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tốc độ tăng trưởng về sản lượng (%)

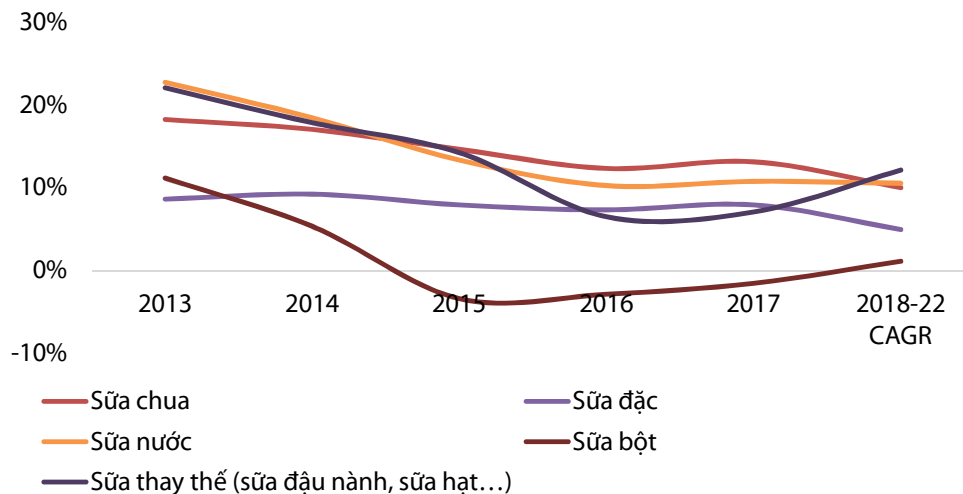


NGÀNH SỮA – NHÌN LẠI

Cao cấp hóa sản phẩm là xu hướng chủ đạo

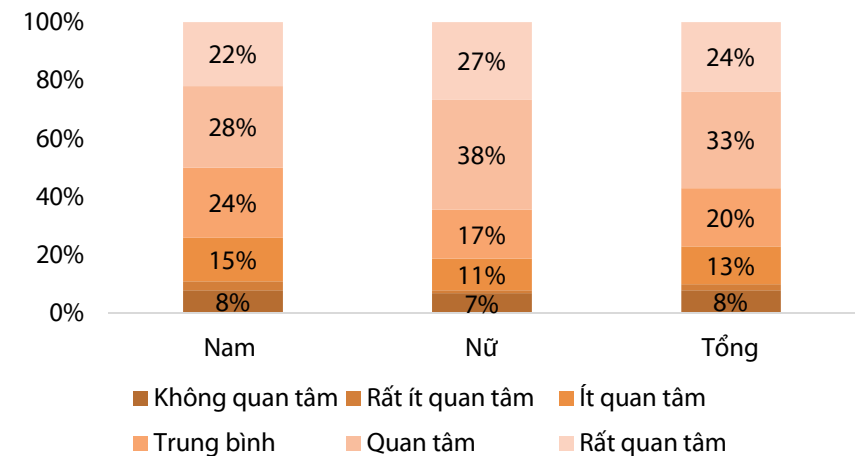
- **Người tiêu dùng đang ngày càng quan tâm hơn đến sức khỏe bản thân**, chuyển dịch sang sử dụng các loại sản phẩm chứa hàm lượng dinh dưỡng cao, với yêu cầu khắt khe hơn về chất lượng sản phẩm. Do đó, nhu cầu cho các loại sản phẩm chất lượng cao như sữa organic, sữa A2, sữa chua hay sữa thực vật (đậu nành, sữa hạt...) ngày càng tăng.
- **Lợi thế dành cho các doanh nghiệp nắm bắt sự thay đổi trong thói quen tiêu dùng.** Các doanh nghiệp đầu ngành VNM, TH True Milk sẽ có lợi thế hơn các đối thủ cạnh tranh khi đã sở hữu được hệ thống nhà máy sữa đạt chuẩn quốc tế, cho ra mắt các dòng sản phẩm cao cấp phù hợp nhu cầu thị trường.
- Bên cạnh đó, **sản phẩm sữa thực vật được dự báo sẽ dẫn đầu mức tăng trưởng trong giai đoạn 2018-2022** (theo Euromonitor). Lợi thế sẽ thuộc về QNS, doanh nghiệp dẫn đầu ngành hàng sữa đậu nành của nước ta.

Hình 5: Sữa thực vật được kỳ vọng sẽ dẫn đầu mức tăng trưởng vài năm tới



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Thang đo mức độ quan tâm của người tiêu dùng đối với dòng sản phẩm sữa organic (%)



Nguồn: Q&Me, CTCK Rồng Việt



NGÀNH SỮA – NHÌN LẠI

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	Tăng trưởng doanh thu (%)	Biên LNG	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LNR	EV/EBITDA	ROA	ROE
VNM	208,969	23	3	47	21	-1	19	16	28	38
QNS	10,320	8	5	29	17	21	15	5	17	25
GTN	2,575	572	-20	16	0	-80	0	14	0	0

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

VNM – Triển vọng tích cực đối với dòng sản phẩm sữa cao cấp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Giành thêm thị phần là yếu tố tiên quyết để phát triển bền vững.**
 - Thị phần của VNM đã tăng 0,9% so với cùng kỳ năm ngoái và 0,4% thị phần từ đầu năm đến nay nhờ vào sự tăng trưởng tích cực doanh thu nội địa và tăng số lượng điểm bán từ 250.000 lên 270.000 điểm trong nửa đầu năm 2019.
- **Tiếp tục chiến lược cao cấp hóa dòng sản phẩm.**
 - Xu hướng tiêu dùng tiếp tục dịch chuyển sang các dòng sản phẩm sữa cao cấp, sữa chua và sữa thực vật. Trong Q2 2019, VNM đã cho ra mắt 17 dòng sản phẩm mới bao gồm sữa bột organic, bột ăn dặm organic, sữa chua và sữa đậu nành nhiều hương vị, được người tiêu dùng đón nhận khá tích cực. Đây là tín hiệu khả quan giúp neo giữ lực cầu ngành hàng sữa trong nửa cuối năm.
- **Tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào thông qua việc phát triển vùng nuôi.**
 - VNM đang không ngừng mở rộng trang trại bò sữa để kiểm soát tốt chất lượng nguyên liệu đầu vào và nâng cao chất lượng sữa đầu ra để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng ngày càng khắt khe của thị trường. Nhờ đó, doanh nghiệp có thể giảm tỷ lệ phụ thuộc và tránh rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá nguyên liệu sữa bột gầy, sữa bột béo tăng mạnh.
- Nhu cầu sữa tiếp tục suy giảm.
- Thị trường xuất khẩu Trung Đông tiếp tục đối mặt bất ổn chính trị, giảm nhập khẩu sản phẩm sữa.

TÍCH LŨY

+12%

Giá thị trường (VND)	124.100
Giá mục tiêu (VND)	134.000

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

5.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

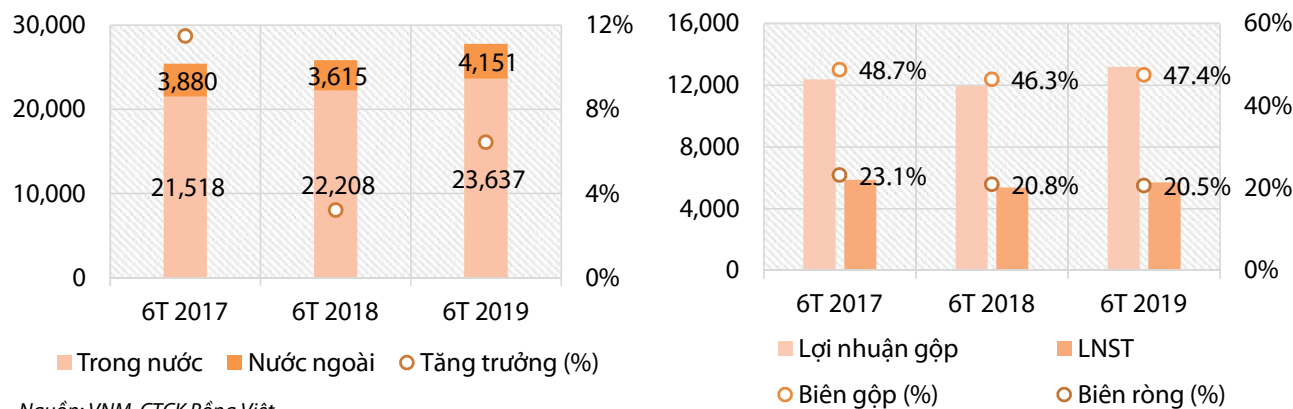
Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Vốn hoá (triệu \$)	9.275
KLCP lưu hành (triệu CP)	1.741
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	1.166
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	145
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	58,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	36,0

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	51.041	52.562	56.823	60.832
Tăng trưởng (%)	9,1	3,0	8,1	7,1
LNST	10.296	10.227	10.787	11.752
Tăng trưởng (%)	10,1	-0,7	5,5	8,9
ROA (%)	32,2	28,4	28,0	28,5
ROE (%)	44,5	40,8	40,3	41,0
EPS (VND)	6.355	5.295	5.574	6.073
GTSS (VND)	16.105	14.802	15.376	16.449
Cổ tức tiền mặt (VND)	5.000	4.500	5.000	5.000
P/E (x)	32,8	22,7	24,2	22,2
P/B (x)	12,7	8,0	8,8	8,2



VNM – Tăng trưởng ở cả thị trường nội địa và quốc tế

Hình 1: Doanh thu thuần (LHS) và lợi nhuận (RHS) trong 6 tháng đầu năm (tỷ đồng)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Một số dòng sản phẩm mới ra mắt



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

1H – Kết quả kinh doanh tích cực

- Doanh thu thuần và LNST tăng trưởng lần lượt 7% và 9% so với cùng kỳ.
 - Doanh thu nội địa tăng 6% YoY.
 - Doanh thu xuất khẩu tăng 15% YoY.
 - Giá bán trung bình tăng 2% đầu Q2.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện 109 bps, lên 47.4% nhờ việc tăng giá bán sản phẩm và cải thiện hiệu quả hoạt động từ Vietsugar cùng các trang trại bò sữa.

2H – Kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng

- Việc giới thiệu 17 dòng sản phẩm mới trong Q2 được kỳ vọng sẽ giúp duy trì đà tăng trưởng doanh thu nửa cuối năm.
- Tiếp tục tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu sữa thông qua việc xây dựng trang trại bò sữa tại Quảng Ngãi. Sử dụng diện tích 240 ha tại Nông trường sông Hậu (Cần Thơ) để tăng số lượng đàn bò lên 4.000 – 8.000 con.



QNS – Mức định giá hấp dẫn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mở rộng miếng bánh chung ngành hàng sữa đậu nành.**
 - QNS dự kiến tăng tỷ trọng sản phẩm sữa có nhãn hiệu trên tổng lượng sữa đậu nành cung ứng toàn thị trường. Hiện tại sữa đậu nành có nhãn hiệu tại Việt Nam chỉ vào khoảng 45%, trong khi ở Thái Lan là 70%.
 - Phát triển thêm các sản phẩm dinh dưỡng từ đậu nành như dầu đậu nành, bơ thực vật...
 - 4 dòng sản phẩm mới ra mắt trong Q2 & Q3 được kỳ vọng sẽ là chất xúc tác giúp kích cầu tiêu dùng.
- **Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng đường cải thiện nhờ việc tăng giá bán.**
 - Từ tháng 5, mảng đường đã có tín hiệu phục hồi về giá. Hiện tại, giá bán đường tăng 12.000 đồng/kg so với mức thấp 10,400 đồng/kg trong 4 tháng đầu năm.
 - Tuy nhiên, sản lượng sản xuất đường dự kiến giảm mạnh 70% trong 6 tháng cuối năm so với cùng kỳ năm ngoái, gây ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.
 - Khấu hao mảng đường chủ yếu phân bổ trong 2 quý đầu năm, nhờ đó có thể phần nào bù đắp vào sự gia tăng chi phí do sụt giảm sản lượng đường trong nửa cuối năm 2019.
- **Định giá hấp dẫn.**
 - Mức P/E forward 8x khá hấp dẫn cho doanh nghiệp dẫn đầu ngành hàng sữa đậu nành.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu sữa đậu nành giảm nhiệt.
- Giá đường tiếp tục giữ ở mức thấp.
- Giá nguyên liệu đậu nành tăng mạnh.

MUA

+40%

Giá thị trường (VND)	30.100
Giá mục tiêu (VND)	40.500

Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới

1.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

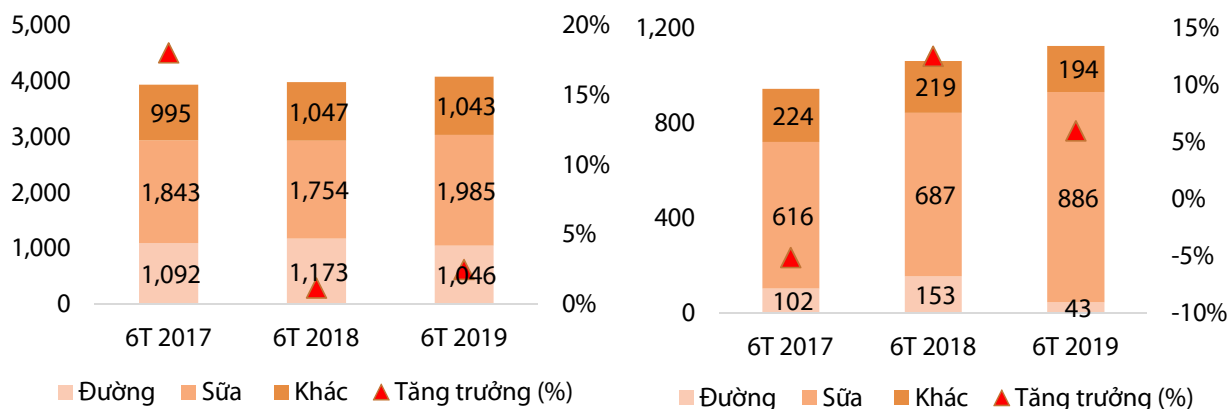
Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Vốn hoá (triệu \$)	461
KLCP lưu hành (triệu CP)	357
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	282
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	13,7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	7.633	8.031	7.818	9.176
Tăng trưởng (%)	9,5	5,2	-2,6	17,4
LNST	1.027	1.240	1.162	1.289
Tăng trưởng (%)	-27,2	20,8	-6,3	10,9
ROA (%)	14,7	15,5	15,3	14,6
ROE (%)	22,9	23,2	18,2	17,3
EPS (VND)	3.407	4.155	3.779	4.192
GTSS (VND)	21.829	21.733	21.154	24.704
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	9,1	8,3	8,0	7,2
P/B (x)	2,4	2,3	1,4	1,2



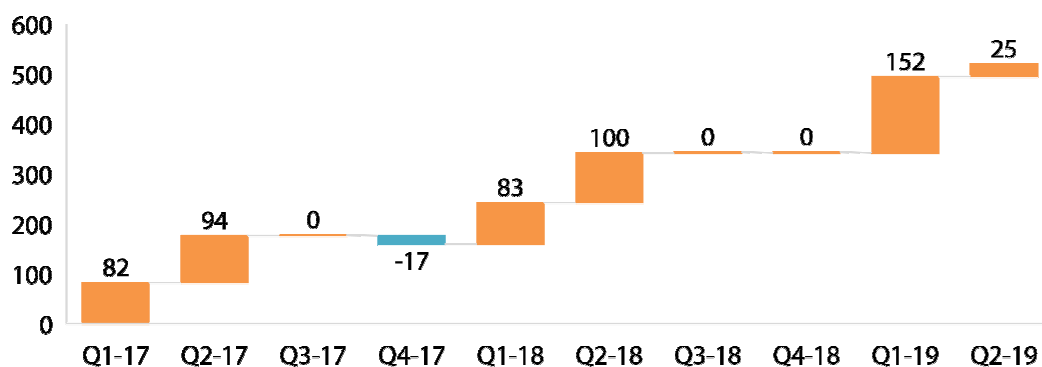
QNS – Kỳ vọng mảng đường hồi phục

Hình 1: Doanh thu thuần (LHS) và lợi nhuận gộp (RHS) từng ngành hàng (tỷ đồng)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Khấu hao mảng đường chủ yếu phân bổ trong 2 quý đầu năm (tỷ đồng)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

1H – Mảng đường nứ giữ lợi nhuận

- Doanh thu thuần tăng 2% YoY, tuy nhiên LNST giảm 7% so với cùng kỳ năm ngoái.
 - Mảng sữa đậu nành đóng góp 49% doanh thu và 79% lợi nhuận gộp.
 - Mảng đường đóng góp 26% doanh thu và 4% lợi nhuận gộp.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 91bps lên 27,6% so với mức 26,7% cùng kỳ năm ngoái.
- Không còn đóng góp từ thu nhập bất thường (~26 tỷ đồng). Nếu loại trừ khoản lợi nhuận một lần này thì LNST sụt giảm 3% YoY.

2H – Ngành sữa đậu nành duy trì triển vọng tích cực, tuy nhiên ngành đường sụt giảm đáng kể về sản lượng bán ra

- Ngành sữa đậu nành được dự phóng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ đóng góp từ các dòng sản phẩm mới ra mắt trong Q2, Q3 và sự hồi phục nhu cầu ngành.
- Giá đường có tín hiệu hồi phục, kỳ vọng bù đắp phần nào vào sự sụt giảm mạnh của sản lượng bán ra.



DẦU KHÍ: Cuốn theo giá dầu

Vũ Trần - vu.thx@vdsc.com.vn



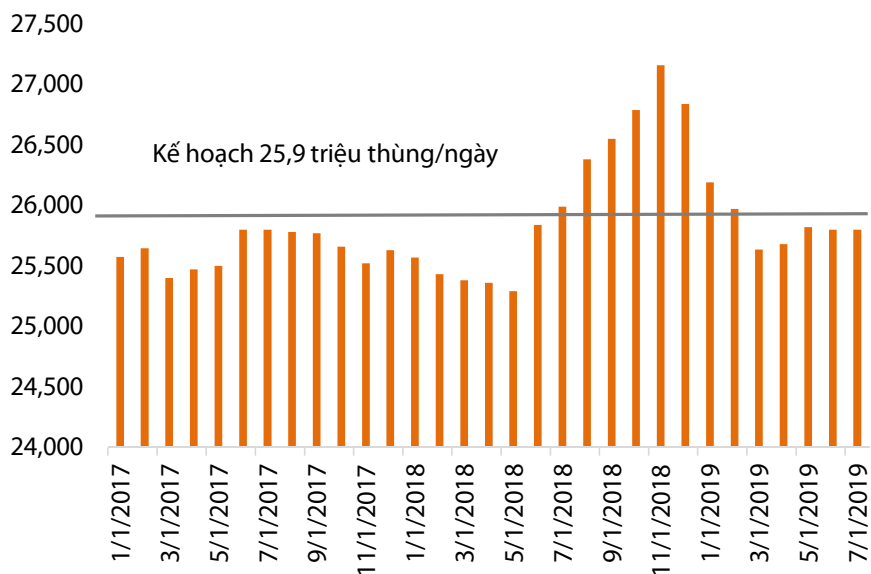
NGÀNH DẦU KHÍ – NHÌN LẠI

Thoả thuận cắt sản lượng hỗ trợ giá dầu

+ OPEC và các đồng minh đạt được thoả thuận cắt sản lượng kéo dài thêm 9 tháng kể từ tháng 6/2019. Theo đó, khối OPEC sẽ giảm 0,81 triệu thùng/ngày.

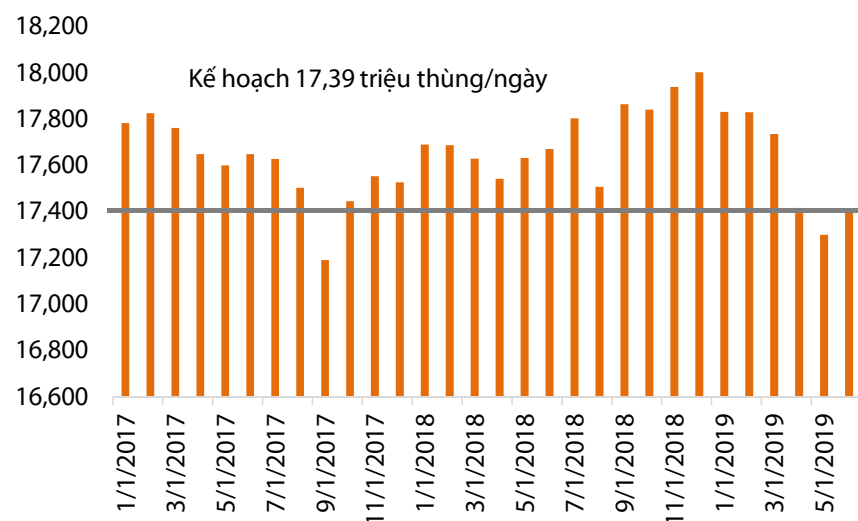
+ Saudi Arabia tiếp tục là thành viên tích cực nhất trong việc cắt giảm sản lượng, ước tính khoảng 148% kế hoạch.

Hình 1: Sản lượng thực tế và kế hoạch của khối OPEC



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 2 : Sản lượng thực tế và kế hoạch của nhóm ngoài OPEC



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

+ Các nước ngoài OPEC sẽ tiết giảm 0,39 triệu thùng dầu/ngày.

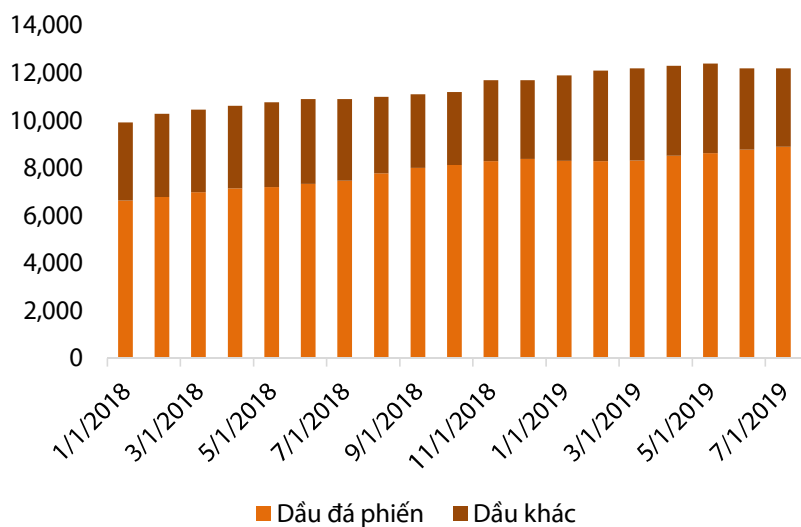
+ Tuy nhiên, nhóm ngoài OPEC thường không tuân thủ chặt chẽ thoả thuận cắt giảm sản lượng. Và sản lượng giảm chủ yếu là do các yếu tố kỹ thuật.

NGÀNH DẦU KHÍ – NHÌN LẠI

Tuy nhiên, Chiến tranh thương mại và nước Mỹ đang kìm hãm đà tăng

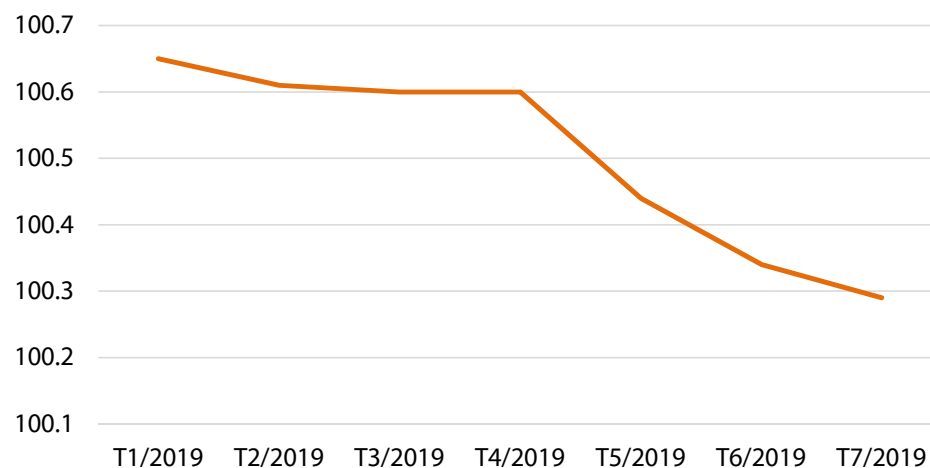
+ Sản lượng dầu đá phiến Mỹ chạm ngưỡng cao trong lịch sử với 12,4 triệu thùng/ngày và được IEA dự báo đạt 13,2 triệu thùng/ngày trong năm 2020.

Hình 3: Sản xuất dầu ở Mỹ (ngàn thùng/ngày)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 4: Dự báo nhu cầu dầu năm 2019 (triệu thùng/ngày)



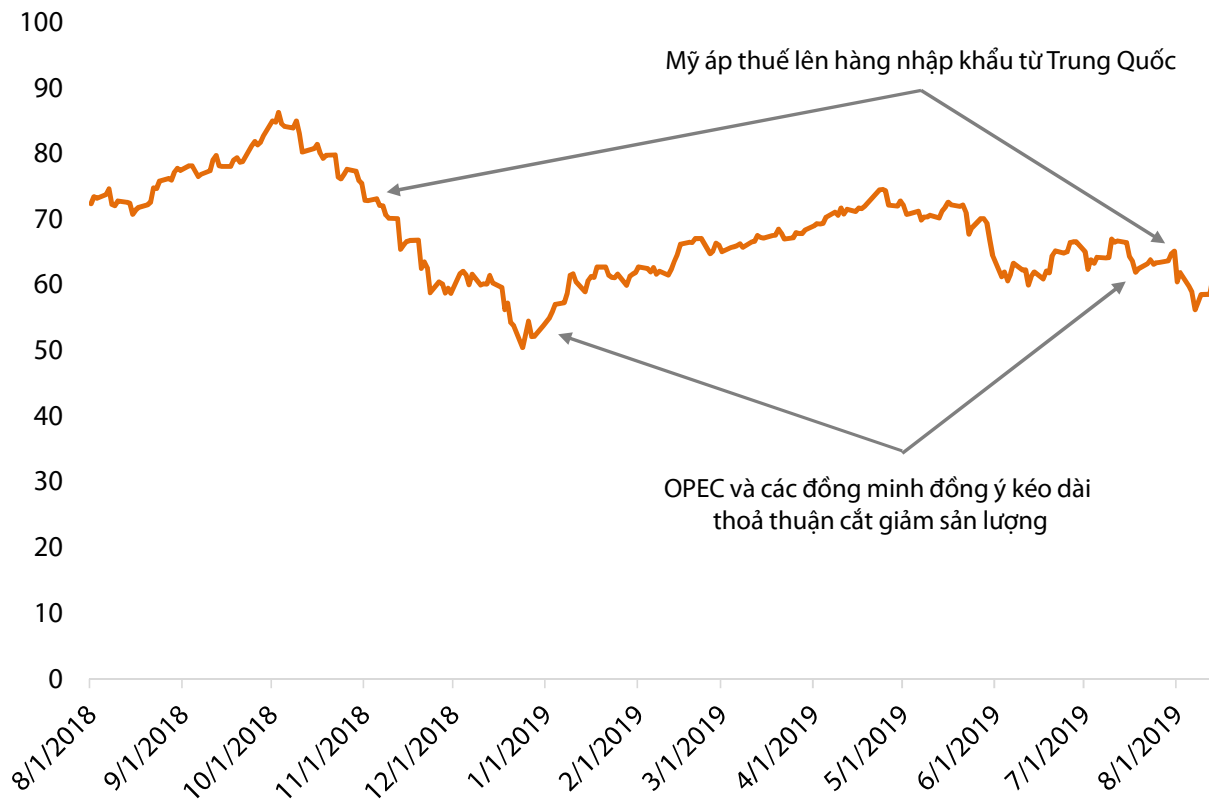
Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

+ Chiến tranh thương mại ảnh hưởng lên triển vọng nhu cầu dầu khí. IEA tiếp tục hạ dự phóng nhu cầu dầu mỏ toàn thế giới từ 100,6 xuống còn 100,3 triệu thùng/ngày.

NGÀNH DẦU KHÍ – NHÌN LẠI

Diễn biến giá dầu

Hình 5: Diễn biến giá dầu từ đầu năm và các sự kiện nổi bật



Giá dầu tăng giữa những tin tốt- xấu đan xen

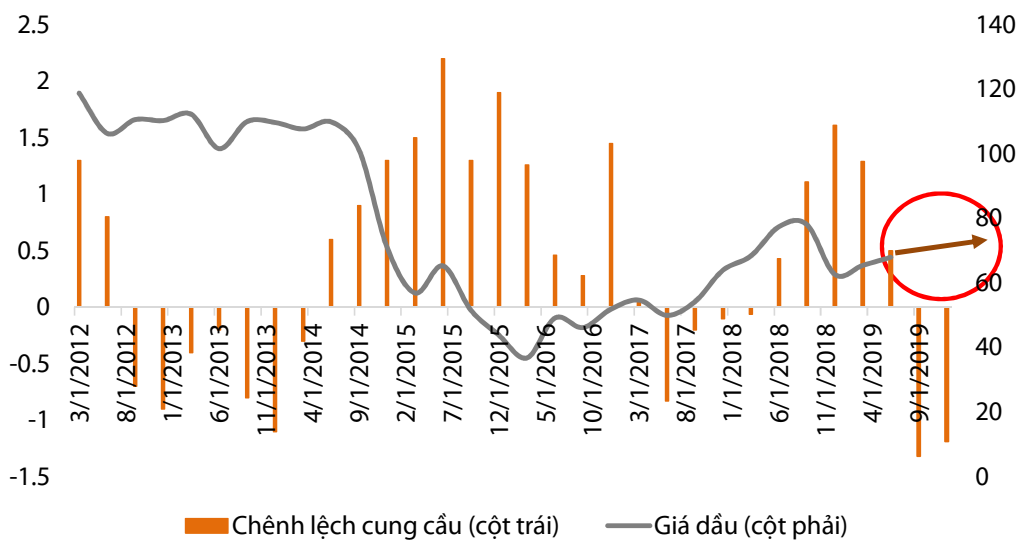
Nguồn: Bloomberg, CTCK RôngViệt



NGÀNH DẦU KHÍ – TỔNG QUAN

Dự phóng giá dầu

Hình 6: Chênh lệch cung-cầu (triệu thùng/ngày) và diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng 1: Dự phóng giá dầu Brent (USD/thùng) tại tháng 7

Tổ chức	2019	2020
Barclays	71	75
BNP Paribas	71	68
Bank of America	70	65
Credit Suisse	66	67
Deutsche Bank	67	65
JP Morgan	71	63
Morgan Stanley	73	67

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp



NGÀNH DẦU KHÍ – TỔNG QUAN

Các dự án dầu khí tại Việt Nam

Bảng 2: Các dự án dầu khí hiện tại ở Việt Nam

	Số lượng dự án	Notable Projects
Thăm dò	24	Block 05.3/11 (Rosneft 100%), Block 135 & 136/3 (Repsol 40%).
Thăm định	3	Lạc Đà Vàng (PVEP 40%, Murphy Oil 40%).
Phát hiện	7	Cá Tầm (Vietsovpetro 100%), Nam Du/U Minh (Jadestone Energy 100%), Block B (PVEP 66%), Sư Tử Trắng Pha 2 (PVEP 50%), Cá Voi Xanh (Exxon Mobil 64%), Cá Rồng Đỏ (Repsol 55%), Báo Vàng-Báo Đen (PVN 50%, Gazprom 50%).
Phát triển	4	Block 52/97 (PVN 43%), Sao Vàng – Đại Nguyệt (JX Nippon Oil 35%), Phong Lan Đại (ONGC 45%).
Sản xuất	18	Sư Tử Trắng (Vietsovpetro 100%); Lan Tây - Lan Đỏ (ONGC 45%).

Nguồn: CTCK RồngViệt Securities tổng hợp

NGÀNH DẦU KHÍ – TỔNG QUAN

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

CP	VHTT (tỷ đồng)	Tỷ suất cổ tức (%)	Giá mục tiêu (đồng)	TTM 2019			Tăng trưởng doanh thu (%)			Tăng trưởng LNST (%)			P/E		P/B	
				D/E (x)	ROE (%)	ROA (%)	2018	2019E	2020F	2018	2019E	2020F	2018	TTM2019	2018	TTM2019
PVS	9.750	2,4	25.080	0,1	8,9	4,7	-12,9	20,7	-14,3	30,8	7,9	-11,0	8,7	8,7	0,7	0,8
PVD	6.759	0	N/A	0,3	3,8	2,5	2,1	-15,5	N/A	-45,7	-67,0	N/A	36,9	12,9	0,4	0,5
GAS	193.117	3,9	N/A	0,1	27,1	19,9	-0,3	N/A	N/A	3,5	N/a	N/a	14,7	14,7	3,5	4,3
PVT	4.925	2,8	21.300	0,6	13,7	6,7	22,4	8,3	1,0	44,9	-0,2	-7,5	7,2	7,2	0,9	1,2
PXS	363	0	N/A	0,4	N/A	N/A	-15,3	N/A	N/A	-25,3	N/A	N/A	N/A	N/A	0,5	0,6

Nguồn: FiinPro, CTCK Rông Việt



PVT – TĂNG CÔNG SUẤT NHỜ ĐỘI TÀU MỚI

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng vận tải được kỳ vọng nối tiếp đà tăng trưởng trong giai đoạn 2019-2022**
 - PVT đang mở rộng đội tàu, kỳ vọng thúc đẩy doanh thu mảng vận tải đạt tăng trưởng kép 7%/năm giai đoạn 2019-2022.
 - Đội tàu mới sẽ cung cấp dịch vụ cho Nghi Sơn, Long Sơn và mở rộng sang thị trường quốc tế (mảng vận tải LPG).
 - Theo quy định mới của Tổ chức Hàng hải quốc tế (IMO), giá cước thuê tàu được kỳ vọng tiếp tục tăng.
- **Dòng tiền ổn định từ FSO Đại Hùng Queen**
 - Nhờ vào hợp đồng dài hạn, FSO Đại Hùng Queen tạo ra dòng tiền đều cho PVT.
 - PVT đang nỗ lực mở rộng mảng vận hành – bảo dưỡng (O&M) bằng cách ký thêm các hợp đồng cho CPP Sao Vàng.
- **Thoái vốn**
 - PVN dự kiến giảm sở hữu từ 51% xuống còn 35%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Dự án Nghi Sơn có khả năng hoạt động dưới công suất thiết kế và dự án Long Sơn có thể bị hoãn tiến độ.
- Giá cước thuê tàu có thể thấp hơn kỳ vọng.

MUA

+25%

Giá thị trường (VND)	17.500
Giá mục tiêu (VND)	21.300

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới 500

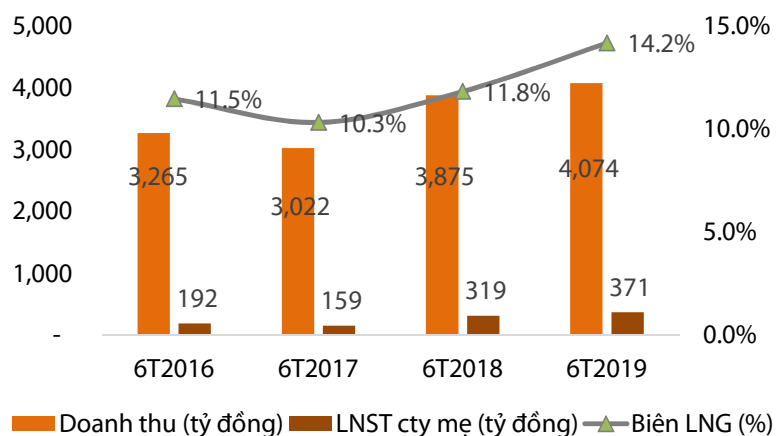
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Sản phẩm & Dịch vụ công nghiệp
Vốn hoá (triệu \$)	211
KLCP lưu hành (triệu CP)	281
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	712
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	12,2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	30,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	51

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	6.148	7.523	8.146	8.147
Tăng trưởng (%)	-8,7	22,4	8,3	0,0
LNST	450	652	651	602
Tăng trưởng (%)	8,3	44,9	-0,2	-7,5
ROA (%)	4,9	6,7	5,6	5,0
ROE (%)	10,0	13,3	14,9	12,6
EPS (VND)	1.516	2.183	2.173	2.011
GTSS (VND)	13.102	14.293	15.467	16.977
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.000	500	700
P/E (x)	11,4	7,5	9,8	10,6
P/B (x)	1,3	1,2	1,4	1,3

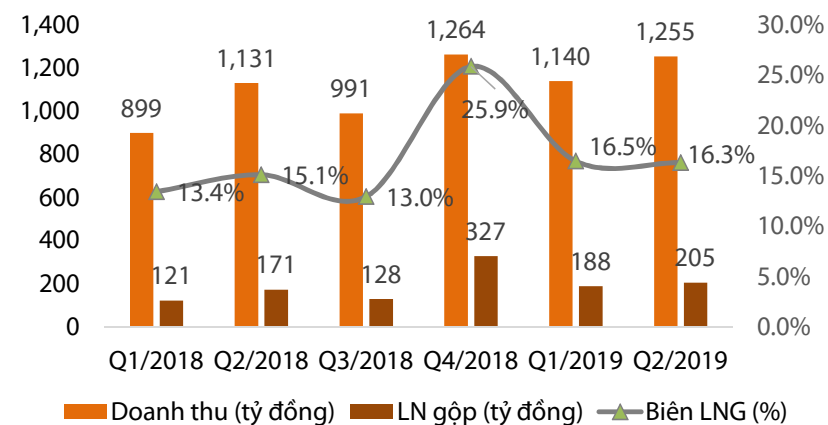


Hình 1: KQKD 6 tháng đầu năm giai đoạn 2016-2019



Nguồn: PVT

Hình 2: KQKD mảng vận tải theo quý



Nguồn: PVT

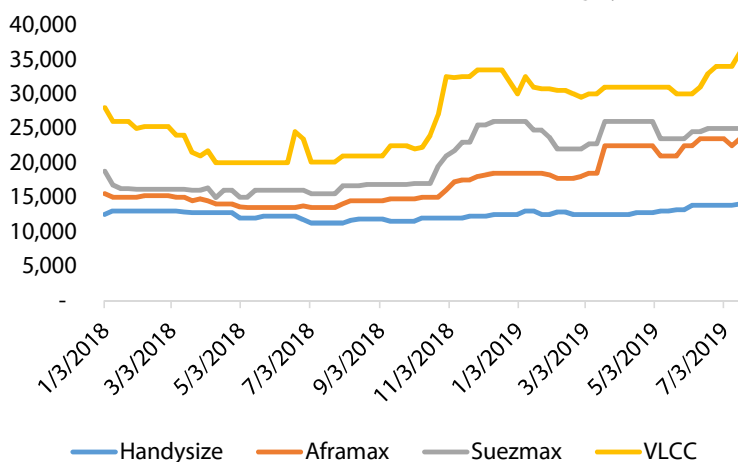
Đội tàu mới mang lại tăng trưởng

- 6T2019 ghi nhận doanh thu 2.212 tỷ đồng (+5,6% yoy); LNST 225 tỷ đồng (+17,2% yoy).
- Từ nửa cuối năm 2018, PVT đã tiến hành làm mới đội tàu với 1 tàu chở dầu thô, 1 tàu chở sản phẩm dầu, 1 tàu chở hàng rời và 4 tàu LPG. Nhờ đó, biên gộp của mảng vận tải đã cải thiện từ 13% lên 16,3%.
- Các hợp đồng O&M với CPP Sao Vàng và mức doanh thu O&M cao hơn từ FPSO Leweak Emas đã góp phần thúc đẩy doanh thu cũng như cải thiện biên lợi nhuận.
- Chi phí quản lý bán hàng được giữ ở mức thấp.



PVT – Lợi nhuận tăng mạnh mà không phụ thuộc vào thu nhập bất thường

Hình 3: Cước thuê tàu ước tính 1 năm (USD/ngày)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng 1: Đội tàu của PVT cuối năm 2019

Mảng	Số lượng tàu	Tổng công suất (DWT)
Dầu thô	5	75
Sản phẩm dầu	11	68
LPG	16	65
Hàng rời	2	67

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tăng công suất cho đội tàu hiện hữu

- PVT sẽ mua 1 tàu chở dầu thô, 3 tàu LPG và 2 tàu chở sản phẩm dầu trong năm 2019 và tiếp tục đầu tư 1 tàu chở khí và các tàu LPG trong năm 2020.

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận đi ngang trong năm 2019 do không còn yếu tố đột biến

- Doanh thu dự phóng ở mức 8.146 tỷ đồng (+8,3% yoy), riêng mảng vận tải tăng trưởng 18,5%. Tuy nhiên, LNST nhiều khả năng giữ ở mức 651 tỷ đồng.

Hoạt động năm 2020 sẽ bị ảnh hưởng khi nhà máy Dung Quất bảo dưỡng, tuy nhiên các khoản thu nhập bất thường sẽ hỗ trợ KQKD

- Nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đi vào bảo trì năm 2020, ảnh hưởng lên hoạt động của PVT.
- Tuy nhiên, PVT có thể bù đắp bằng lợi nhuận bán tàu PVT Mercury và các tàu LPG khác.



PVS – HƯỞNG LỢI TỪ CÁC DỰ ÁN DẦU KHÍ LỚN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Kỳ vọng và các gói thầu cơ khí mới trong tương lai**
 - Nhờ vị thế dẫn đầu ở mảng Cơ khí, PVS được kỳ vọng sẽ ký được nhiều hợp đồng EPC trong tương lai, trong đó Nam Du – U Minh là một trong những gói thầu khả thi nhất.
- **Khả năng sẽ không phát sinh thêm chi phí tại liên doanh PTSC-CGGV**
 - Sau khoản lỗ 736 tỷ do đánh giá lại tài sản, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ không phát sinh thêm chi phí nào từ PTSC-CGGV trong thời gian tới.
 - Giải thể liên doanh PTSC-CGGV sẽ giúp PVS cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- **Tiềm năng từ mảng FSO/FPSO giúp dòng tiền tăng trưởng**
 - Các dự án dầu khí đi vào hoạt động sẽ làm tăng nhu cầu FSO/FPSO trong tương lai, có thể kể đến FSO Block B, FPSO Nam Du- U Minh hoặc FPSO Lạc Đà Vàng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Căng thẳng với Trung Quốc tại Biển Đông.
- Giá dầu giảm.
- Các dự án dầu khí trọng điểm chậm tiến độ.

MUA

+25%

Giá thị trường (VND)	20.400
Giá mục tiêu (VND)	25.080

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới

500

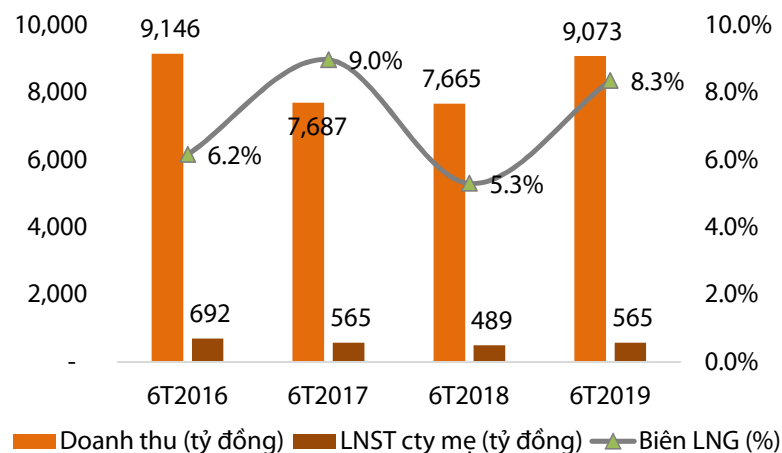
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Dầu khí
Vốn hoá (triệu \$)	418
KLCP lưu hành (triệu CP)	478
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	3.101
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	70,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	51,4

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	16.921	14.638	17.258	15.140
Tăng trưởng (%)	-9,4	-13,5	17,9	-12,3
LNST	1.007	1.047	1.130	1.006
Tăng trưởng (%)	-3,1	4,0	7,9	-11,0
ROA (%)	4,0	4,4	4,7	3,9
ROE (%)	8,1	8,1	8,9	7,4
EPS (VND)	2.112	2.028	2.346	2.088
GTSS (VND)	26.260	24.839	26.681	28.265
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	0	500	500
P/E (x)	9,6	9,9	10,7	12,0
P/B (x)	0,8	0,8	0,9	0,9

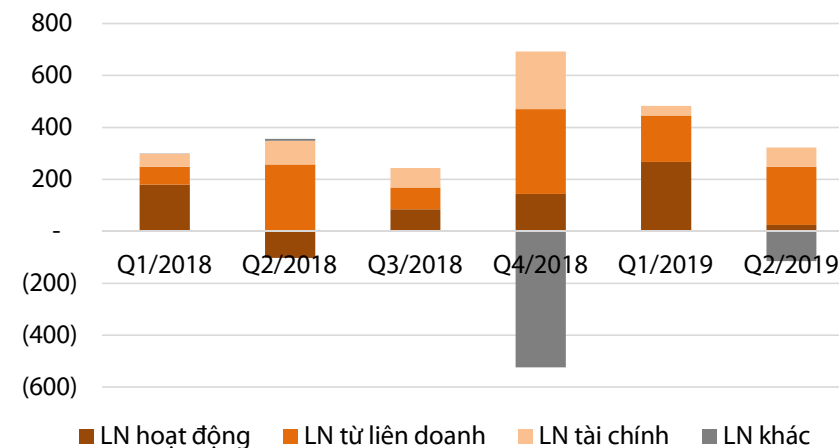


Hình 1: KQKD 6 tháng đầu năm 2016-2019



Nguồn: PVS

Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: PVS

Mảng cơ khí tăng trưởng, mảng khảo sát giảm lỗ, lợi nhuận từ các liên doanh giữ ở mức cao

- 6T2019 ghi nhận doanh thu 9.073 tỷ đồng (18,3% yoy), LNST đạt 565 tỷ (+15,6% yoy)
 - Mảng cơ khí đóng góp chính vào tăng trưởng chung, đạt doanh thu 5.391 tỷ đồng, (+29,8% yoy).
 - Mảng khảo sát ghi nhận giảm lỗ, mảng địa chấn cải thiện biên gộp chung từ 5% lên 8,3%. Nhờ vậy, lợi nhuận gộp nửa đầu năm tăng 97,9% lên 758 tỷ đồng.
 - Tiếp tục ghi nhận lỗ 114 tỷ từ việc đánh giá lại tài sản ở PTSC-CGGV. Tuy nhiên, khoản chi phí này được bù đắp bởi lợi nhuận từ các liên doanh.



Hình 4: Dự phóng 2019 theo mảng (tỷ đồng)

Mảng kinh doanh	Doanh thu	+/- YoY	LN gộp	+/- YoY
Tàu dịch vụ	1.913	2,0%	191	-8,6%
FSO/FPSO	1.671	0%	167	38,1%
Khảo sát	557	-32%	28	N/A
Cảng dịch vụ	1.671	5,0%	334	-4,0%
Cơ khí	10.465	42,5%	679	-7,8%
Vận hành bảo dưỡng	1.026	5,0%	72	-14,3%
Khác	362	0%	14	0%

Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

Lợi nhuận từ công ty liên doanh

- Lợi nhuận từ công ty liên doanh giữ ở mức cao năm 2019 nhờ FSO Ruby.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tương tự so với cùng kỳ

- Doanh thu dự phóng đạt 17.665 tỷ đồng (+20,7% yoy).
- Giải thể liên doanh với CGGV sẽ cải thiện biên gộp từ 7,6% lên 8,4%, giúp lợi nhuận gộp tăng 36,7% lên mức 1.530 tỷ đồng.
- LNST cho cổ đông công ty mẹ có thể đạt 1.130 tỷ đồng, tăng 7,9% so với cùng kỳ, tương ứng với EPS 2.346 đồng.

KQKD 2020 được hỗ trợ bởi các khoản thu nhập khác

- Mặc dù mảng cơ khí chưa ký được nhiều hợp đồng lớn nhưng LNST (của cổ đông công ty mẹ) nhiều khả năng được hỗ trợ bởi các khoản thu nhập khác.



PVD – TRIỂN VỌNG ĐANG SÁNG HƠN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ mang lại lợi nhuận trong năm 2020**
 - Nhờ vào các hợp đồng dài hạn suốt cả năm, điều chỉnh thời gian khấu hao và giá cho thuê giàn hồi phục, PVD kỳ vọng sẽ có lợi nhuận từ hoạt động khoan kể từ năm 2020.
- **PVEP có thể trả các khoản nợ**
 - Ở kịch bản kém khả quan, PVD sẽ chỉ ghi nhận 20 tỷ đồng dự phòng cho khoản phải thu từ PVEP trong nửa cuối năm 2019 và không trích lập thêm trong tương lai từ khoản này.
 - Tuy nhiên, ban lãnh đạo kỳ vọng thu về 100 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2019.
- **Thoái vốn**
 - PVN có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu xuống còn 35%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Căng thẳng với Trung Quốc tại Biển Đông.
- Giá dầu giảm.
- Chậm tiến độ tại các dự án dầu khí trọng điểm.

N/A

Giá thị trường (VND)	16.050
Giá mục tiêu (VND)	N/A

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới 0

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Ngành	Dầu khí
Vốn hoá (triệu \$)	290
KLCP lưu hành (triệu CP)	421
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	2.925
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	54,7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	21,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	50,4

TÀI CHÍNH	2016A	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	5.360	3.891	5.500	4.649
Tăng trưởng (%)	-62,9	-27,4	41,4	-15,5
LNST	129	45	197	41
Tăng trưởng (%)	-92,2	-65,0	334,6	-67,0
ROA (%)	0,5	0,2	0,9	0,2
ROE (%)	1,0	0,3	1,4	0,3
EPS (VND)	338	118	396	107
GTSS (VND)	34.457	34.463	35.467	35.547
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-
P/E (x)	92,4	315,5	36,9	150,1
P/B (x)	0,6	0,7	0,4	0,5

Bảng 1: Hợp đồng năm 2019 (tỷ đồng)

Giàn	Hợp đồng	Số ngày hoạt động
PVD I	+ VSP: 1/1/2019 tới 25/2/2019 + Murphy oil: 4/3/2019 tới 30/4/2019 + Hibiscus (Malaysia): 24/5/2019 tới 31/12/2019	336 ngày
PVD II	+ Sapura (Malaysia): 7/3/2019 tới 21/7/2019 + JVPC: 4/8/2019 tới 27/10/2019 + Petronas: 10/11/2019 tới 31/12/2019	274 ngày
PVD III	+ Repsol: 1/1/2019 tới 31/3/2020	350 ngày
PVD VI	+ VSP: 1/1/2019 tới 12/4/2019 + ENI: 1/5/2019 tới 24/7/2019 + Sapura (Malaysia): 7/8/2019 tới 3/2020	334 ngày
PVD 11	+ Chỉ hoạt động trong Q3/2019	27 ngày
Các giàn thuê ngoài	+ Idenmitsu: Thuê Hakyryu 11 của JDC trong Q4/2019 cho dự án Sao Vàng Đại Nguyệt	92 ngày

Nguồn: PVD

Hoạt động khoan có lãi gộp trong Q2/2019

- Trong Q2/2019, các giàn tự nâng của PVD hoạt động nhiều ngày hơn, đặc biệt là giàn PVD II. Vì vậy, doanh thu tăng trưởng khả quan trong khi giá vốn không có nhiều thay đổi.

Chúng tôi kỳ vọng PVD có lợi nhuận trong năm 2019, tuy nhiên không phải từ hoạt động kinh doanh cốt lõi

- Doanh thu được dự phóng ở mức 4.649 tỷ đồng (-16% YoY) do doanh thu dịch vụ giếng khoan giảm. LNST của cổ đông công ty mẹ ước tính ở mức 41 tỷ đồng, trong trường hợp PVD không thể thu hồi được khoản nợ của PVEP (đồng nghĩa với khoản dự phòng 90 tỷ cho cả năm). Nếu thu được 100 tỷ từ PVEP trong nửa cuối năm (như ban lãnh đạo kỳ vọng), LNST sẽ cao hơn ước tính.

Các giàn tự nâng có thể đạt điểm hoà vốn trong năm 2020 nhờ giá cho thuê cải thiện

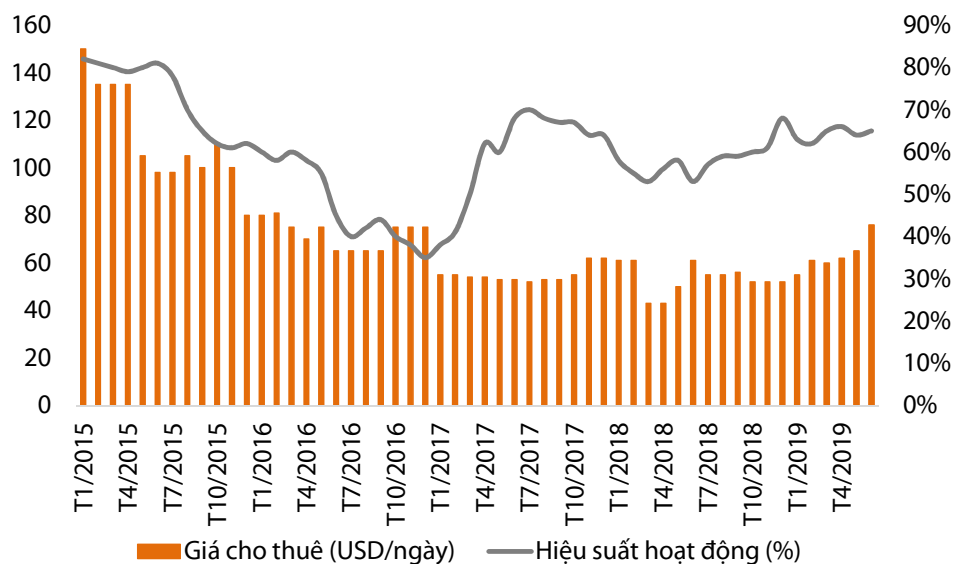
- Từ năm 2020, giá cho thuê giàn được kỳ vọng sẽ tăng lên mức 65.000 USD/ngày, sau đó tăng lên 75.000 USD/ngày trong năm 2021 khi hoạt động thăm dò và khai thác sôi động hơn.



PVD – Hoạt động khoan có lợi nhuận gộp dương trong Q2/2019



Hình 1: Giá cho thuê giàn tự nâng và hiệu suất hoạt động tại khu vực ĐNÁ

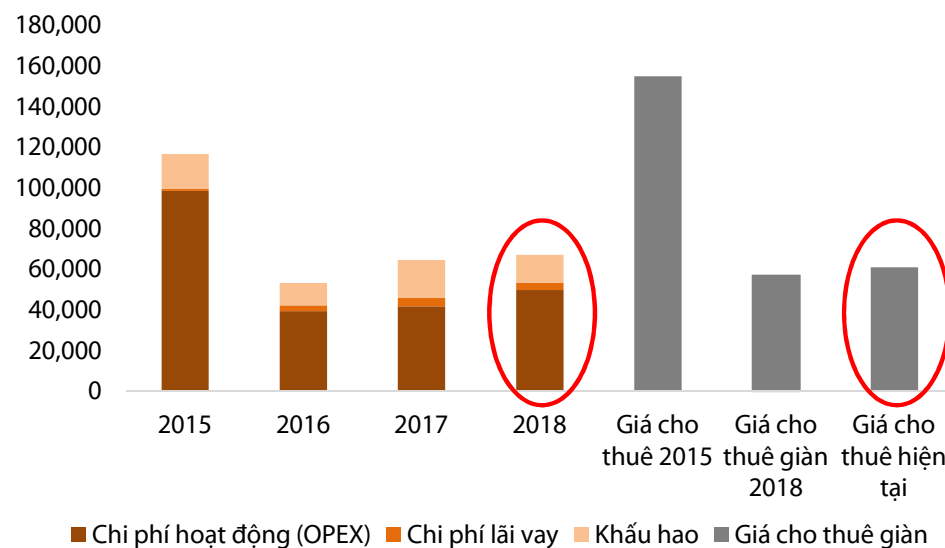


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Giá cho thuê tăng tại khu vực Đông Nam Á

- Giá cho thuê đang cải thiện nhờ hoạt động thăm dò và khai thác phục hồi ở khu vực.

Hình 2: Điểm hoà vốn của các giàn khoan tự nâng của PVD (USD/ngày)



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Tuy nhiên, giá cho thuê của PVD vẫn thấp, thậm chí thấp hơn điểm hoà vốn

- Hầu hết các giàn tự nâng đều đang hoạt động tại thị trường quốc tế với giá cho thuê thấp hơn giá trong khu vực do phải cạnh tranh với các đối thủ khác.



NGÀNH NGÂN HÀNG: Triển vọng ổn định khi tăng trưởng về mức bền vững hơn

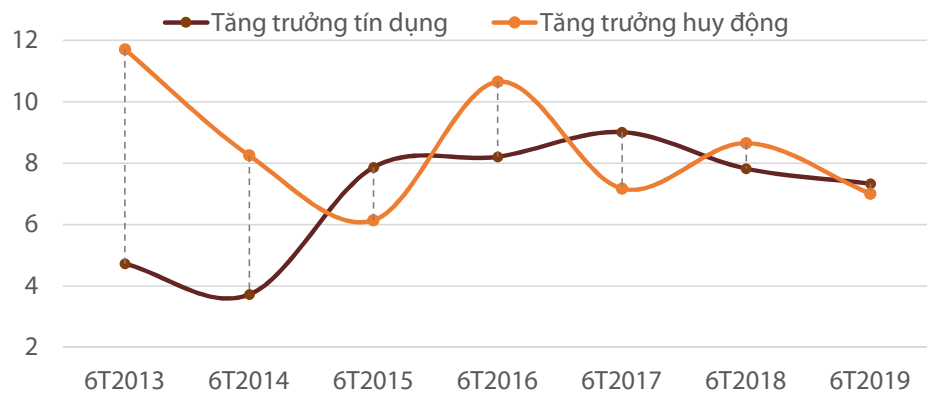
Lam Nguyễn – lam.ntp@vdsc.com.vn

Anh Nguyễn – anh2.ntt@vdsc.com.vn

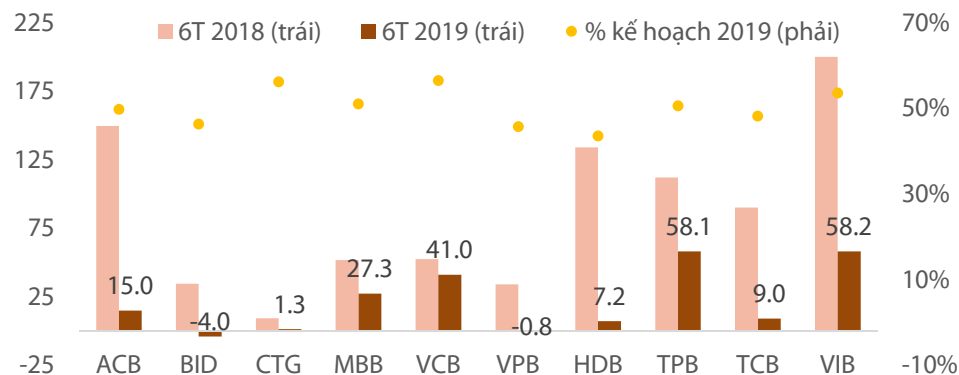
NGÀNH NGÂN HÀNG

Tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận chậm lại

Hình 1: Tăng trưởng tín dụng toàn ngành (%)

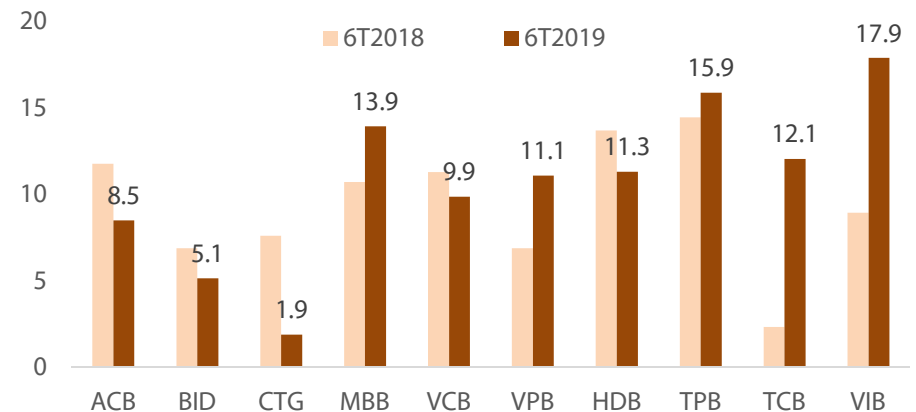


Hình 3: Tăng trưởng LNTT nửa đầu 2019 và 2018 so với cùng kỳ (%)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rông Việt

Hình 2: Tăng trưởng tín dụng một số NHNNY (% YTD)



- Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống 6 tháng đầu năm 2019 đạt 7,33%, thấp hơn một chút so với cùng kỳ năm trước (7,8%).
- Các ngân hàng được phê duyệt tuân thủ theo Thông tư 41 được giao hạn mức tín dụng cao (phổ biến ở mức 15-17%), còn các ngân hàng chưa được phê duyệt nhìn chung có hạn mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn.
- Trong 10 ngân hàng chúng tôi theo dõi, đầu tư trái phiếu doanh nghiệp đạt 165,6 nghìn tỷ (+10,9% YTD), tăng nhanh hơn so với tăng trưởng tín dụng (+8,5% YTD).
- Tăng trưởng lợi nhuận chậm lại so với cùng kỳ nhưng vẫn nằm trong dự kiến của các ngân hàng.

NGÀNH NGÂN HÀNG

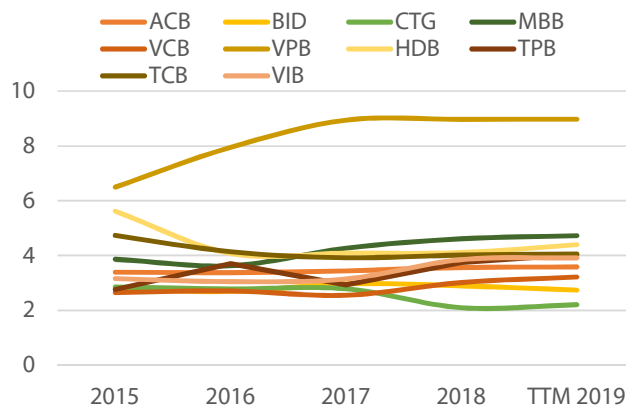
Xu hướng biên lãi ròng phân hóa

Dư địa tăng NIM trở nên hạn chế hơn do: Áp lực huy động vốn trung dài hạn; Tỷ trọng cho vay bán lẻ đã ở mức cao, cạnh tranh trong mảng cho vay bán lẻ gia tăng; Hệ số LDR đã được đẩy mạnh gần ngưỡng; Ngành tài chính tiêu dùng gặp khó khăn

Diễn biến NIM ở các ngân hàng nhiều khả năng sẽ phân hóa do tình hình cho vay/huy động và áp lực thanh khoản ở mỗi ngân hàng có sự khác biệt:

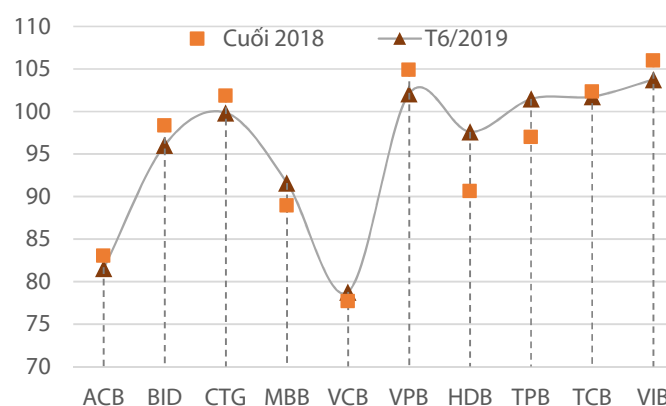
- Tiếp tục tăng tích cực ở các ngân hàng như VCB, MBB, VIB, TPB, ACB (mở rộng mạnh mẽ sang bán lẻ). Trong đó, MBB, VCB và TCB (hệ số CASA cao) có xu hướng ít bị ảnh hưởng hơn khi cạnh tranh về huy động tăng lên
- Đi ngang hoặc giảm nhẹ ở HDB và VPB (do ảnh hưởng của mảng tài chính tiêu dùng)
- Giảm ở BID do việc mở rộng sang mảng bán lẻ chậm hơn và áp lực về huy động
- Riêng CTG dự báo NIM tăng do ngân hàng dự kiến không hạch toán thêm chi phí tín dụng vào mục thu nhập lãi thuần

Hình 4: Diễn biến NIM của một số NHNY (%)

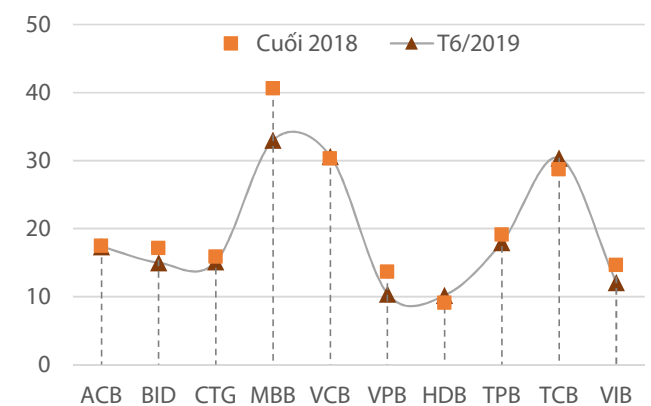


Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt.

Hình 5: Tỷ lệ LDR của một số NHNY (%)



Hình 6: Tỷ lệ CASA của một số NHNY (%)



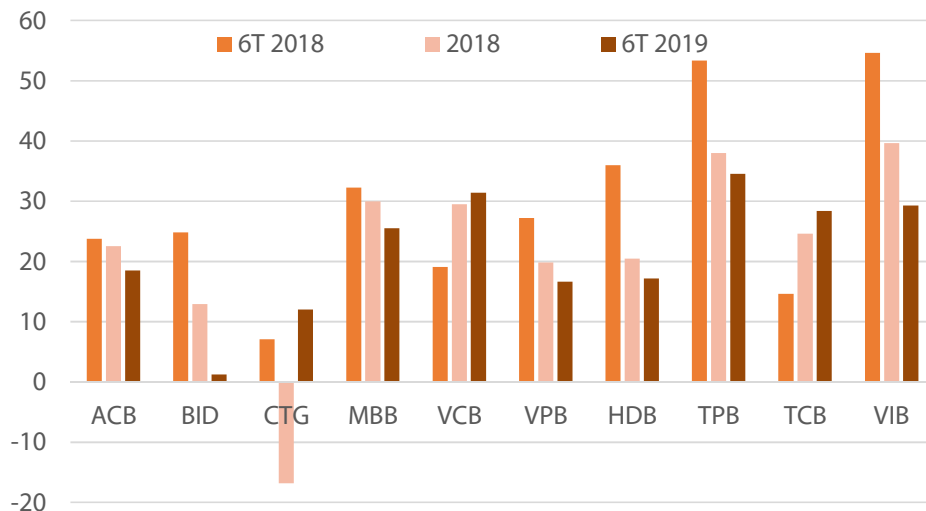
NGÀNH NGÂN HÀNG

Cả thu nhập lãi và thu nhập dịch vụ dẫn dắt tăng trưởng

Cơ cấu thu nhập hoạt động đa dạng và bền vững hơn

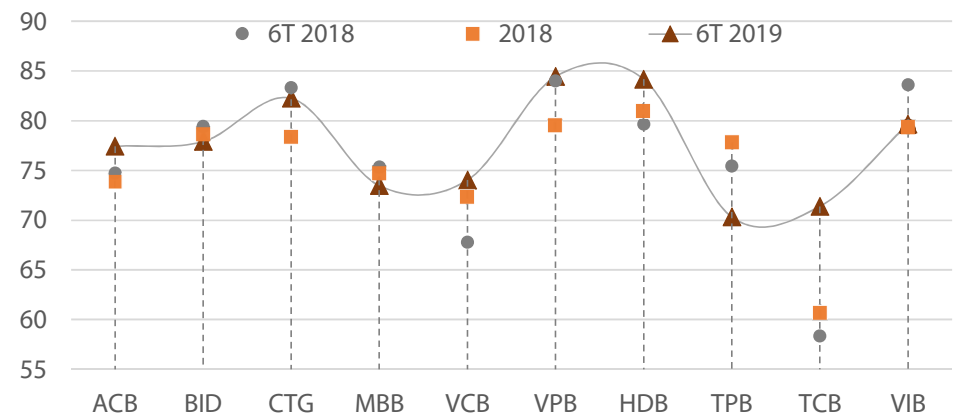
- Trong 6 tháng đầu 2019, tổng thu nhập hoạt động của 10 ngân hàng theo dõi đạt 123 ngàn tỷ đồng, tăng 14,8% so với cùng kỳ
- Tỷ trọng đóng góp của cả thu nhập lãi và thu nhập dịch vụ tiếp tục tăng lên. Trong đó, thu nhập lãi tăng trưởng 17,3% so với cùng kỳ và đóng góp ~78% thu nhập hoạt động (6T2018: 76,2%) còn thu nhập dịch vụ tăng trưởng 47,2% so với cùng kỳ và đóng góp 10,7% thu nhập hoạt động (6T2018: 8,3%)
- Cơ cấu thu nhập bền vững hơn khi các nguồn thu của ngân hàng trở nên đa dạng hơn với doanh thu thẻ, bảo hiểm, thanh toán, dịch vụ trái phiếu. Trong 10 ngân hàng chúng tôi theo dõi, thu nhập từ thanh toán chiếm 38,4% và thu nhập từ bảo hiểm chiếm 25,2% thu nhập dịch vụ (năm 2018)

Hình 7: Tăng trưởng thu nhập lãi (% so với cùng kỳ)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt.

Hình 8: Tỷ trọng thu nhập lãi trên TNHĐ (%)



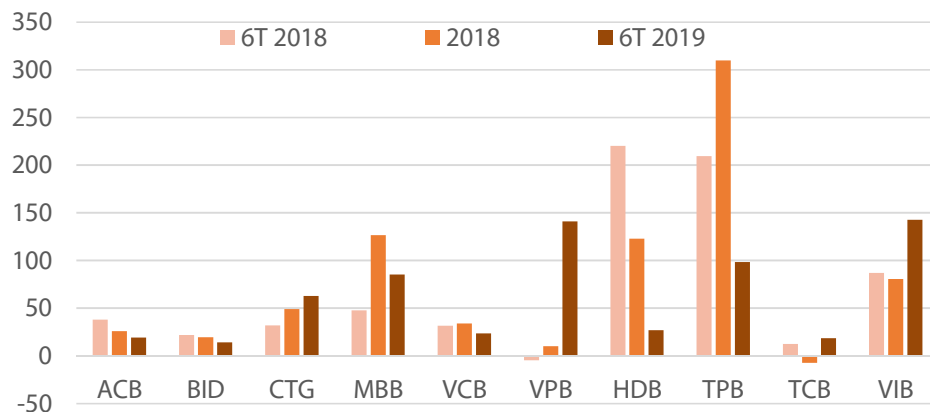
NGÀNH NGÂN HÀNG

Cả thu nhập lãi và thu nhập dịch vụ dẫn dắt tăng trưởng

Thu nhập dịch vụ còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

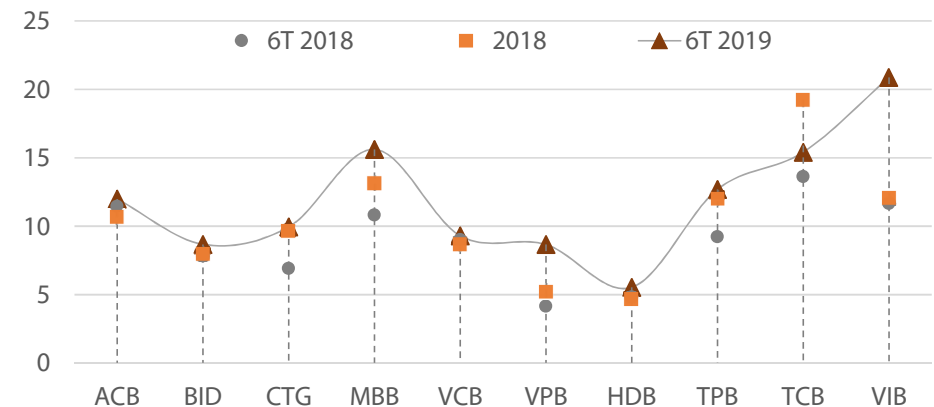
- Thu nhập từ thanh toán dự kiến tăng trưởng tích cực do các ngân hàng chú trọng đầu tư mở rộng ngân hàng số
- Phí bảo hiểm sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của thu nhập dịch vụ:
 - Năm 2018, phí bảo hiểm mới qua kênh bancassurance chiếm 20% tổng phí bảo hiểm mới, vẫn thấp hơn các nước trong khu vực
 - MBB, VPB, TPB và VIB dự kiến có tăng trưởng thu nhập từ phí hoa hồng bảo hiểm tích cực nhất
 - Các ngân hàng chưa có đối tác bảo hiểm độc quyền (VCB, BID và ACB) có tiềm năng thu được phí trả trước một lần khi lựa chọn được đối tác
- Phí dịch vụ thẻ, dịch vụ trái phiếu dự kiến mở rộng tỷ trọng đóng góp khi các ngân hàng tập trung phân khúc bán lẻ và thị trường trái phiếu được đẩy mạnh

Hình 9: Tăng trưởng thu nhập dịch vụ (% so với cùng kỳ)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rổ Việt.

Hình 10: Tỷ trọng thu nhập dịch vụ trên TNHĐ (%)



NGÀNH NGÂN HÀNG

Chi phí dự phòng là gánh nặng với các ngân hàng có nợ VAMC và nợ xấu hình thành mới cao

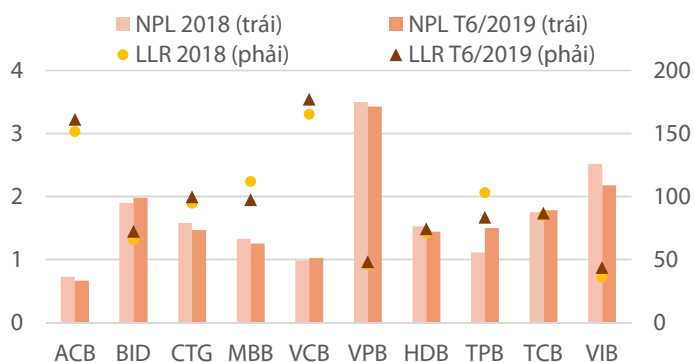
Chất lượng tài sản cải thiện ở nhiều ngân hàng:

- Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu cải thiện hoặc không đổi ở hầu hết ngân hàng. Tỷ lệ nợ xấu nội bảng toàn hệ thống ước đến cuối T6/2019 là 1,9% (không đổi so với cuối năm 2018, đạt mục tiêu giảm nợ xấu về dưới 2% của NHNN)
- Nửa đầu năm 2019, xử lý nợ VAMC đạt hơn 38 ngàn tỷ. Như vậy tổng nợ VAMC đã xử lý là 190 ngàn tỷ, chiếm 56% tổng số nợ VAMC đã mua lại từ các TCTD.

Chi phí dự phòng dự kiến tiếp tục phân hóa giữa các ngân hàng:

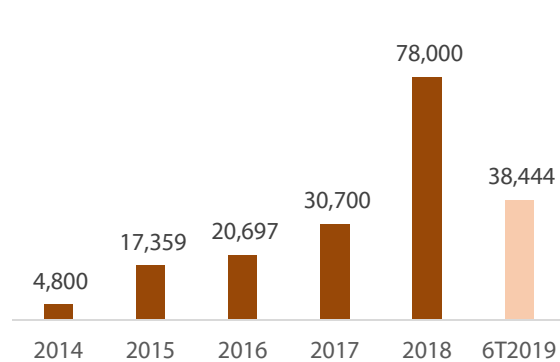
- Các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt (ACB, VCB, TCB) có chi phí dự phòng giảm hoặc tăng trưởng thấp và chiếm tỷ trọng nhỏ so với thu nhập
- CPDPRR dự kiến tăng nhanh ở các ngân hàng:
 - Còn dư nợ VAMC (BID, CTG, VPB, TPB, HDB). Trừ CTG, các ngân hàng còn lại kỳ vọng tất toán hết nợ VAMC trong năm 2019
 - Có nợ xấu hình thành mới cao: TPB (nợ xấu tăng từ 1.1% đầu năm lên 1.5%), MBB (tỷ lệ xóa nợ tăng từ 1.1% năm 2018 lên 1.8% TTM 2019)

Hình 11: Tỷ lệ nợ xấu và dự phòng bao nợ xấu (%)

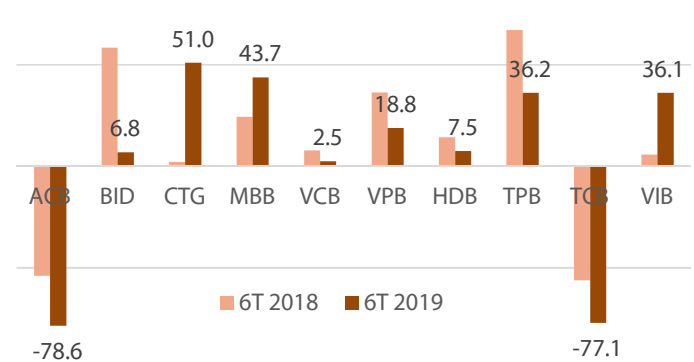


Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt.

Hình 12: Tiến độ xử lý nợ VAMC (tỷ đồng)



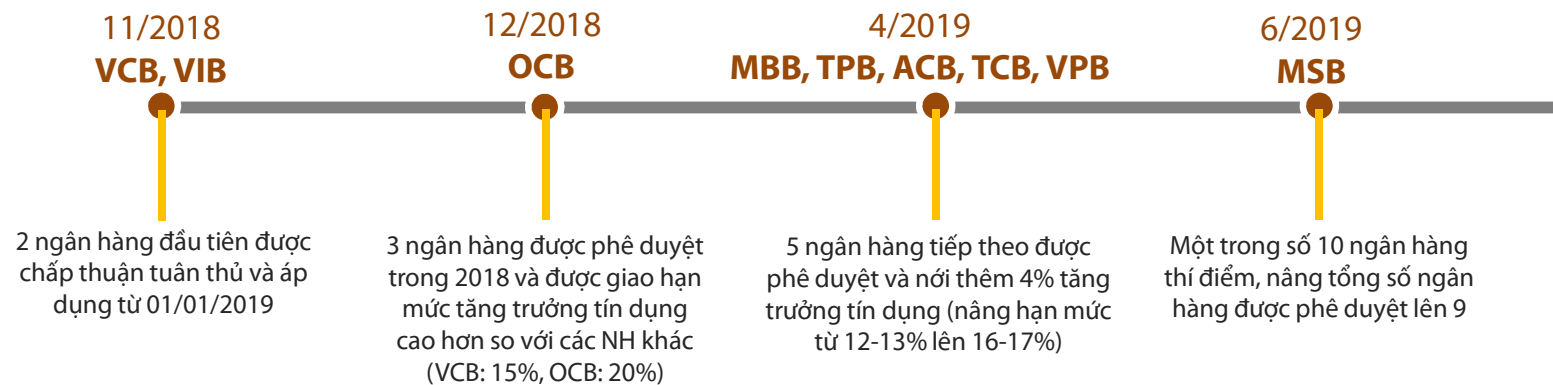
Hình 13: Tăng trưởng CPDPRR so với cùng kỳ (%)



NGÀNH NGÂN HÀNG

Tiến độ hoàn thành Basel 2 và kế hoạch tăng vốn/nhiệm yết

Hình 14: Tiến độ thực hiện tuân thủ theo Thông tư 41



• Kế hoạch tăng vốn và hoàn thành Basel 2:

- BID sẽ phát hành 17.6% cổ phần (kỳ vọng thực hiện Quý 4/2019), do đó dự kiến có thể đáp ứng Thông tư 41 vào năm 2020
- MBB có kế hoạch phát hành mới 7.5% các cho nhà đầu tư tài chính trong năm nay
- Hầu hết các ngân hàng khác có kế hoạch tăng vốn chủ yếu từ chia cổ tức cổ phiếu/trả cổ phiếu thưởng
- Do các khó khăn trong việc tăng vốn, CTG nhiều khả năng không thể đáp ứng Thông tư 41 kịp thời hạn.

• Kế hoạch niêm yết/cổ phần hóa:

- Chiến lược phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến năm 2030 và Đề án “Cơ cấu lại thị trường chứng khoán và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025” yêu cầu các ngân hàng TMCP phải hoàn thành niêm yết trên sàn đến hết 2020.
- Các ngân hàng đã công bố kế hoạch chuyển sàn/nhiệm yết: VIB, LPB, OCB, An Bình, Hàng Hải, Nam Á
- Agribank đã được phê duyệt nằm trong danh mục doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa đến hết năm 2020

NGÀNH NGÂN HÀNG

Tổng kết: Triển vọng ổn định khi tăng trưởng về mức bền vững hơn

Tăng trưởng lợi nhuận các ngân hàng sẽ thấp hơn so với năm 2018, tuy nhiên vẫn ở mức tích cực

- Thu nhập lãi tăng chậm lại. NIM tiếp tục cải thiện chọn lọc ở một số ngân hàng
- Thu nhập ngoài lãi không thường xuyên (ký kết hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, thoái vốn...) không còn dồi dào. Cơ cấu doanh thu trở nên bền vững hơn.
- Các ngân hàng tăng cường đầu tư và mở rộng, đặc biệt là ngân hàng số
- Chi phí DPRR tiếp tục tăng ở một số ngân hàng, nhất là ở các ngân hàng còn dư nợ VAMC
- Tăng trưởng lợi nhuận sẽ phân hóa. Các ngân hàng chịu áp lực vốn và rủi ro về chính sách ngành dự báo sẽ có tăng trưởng thấp hơn. Tăng trưởng sẽ vẫn tích cực ở các ngân hàng tập trung vào các hoạt động cốt lõi và có chất lượng tài sản tốt

Rủi ro:

- Chủ trương kiểm soát chặt tăng trưởng tín dụng, cũng như quy định chặt chẽ về vốn (giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, áp dụng Basel 2) gây ảnh hưởng đến biên lãi ròng và tăng trưởng thu nhập lãi mạnh hơn dự kiến
- Tỷ trọng dư nợ bán lẻ liên tục tăng, trong đó hướng vào cho vay mua nhà vẫn đang chiếm ưu thế, dẫn đến rủi ro khi ngành bất động sản rơi vào chu kỳ đi xuống
- Các khó khăn của ngành tài chính tiêu dùng: nhu cầu bảo hòa khiến tăng trưởng cho vay có mục đích khó khăn, cạnh tranh gia tăng do nhiều đối thủ mới gia nhập, siết chặt quy định quản lý

Các dự thảo quy định pháp lý dự kiến ban hành:

- Dự thảo sửa đổi Thông tư 36 giảm tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa xuống 30% với lộ trình gồm 3 giai đoạn đến năm 2022
- Dự thảo sửa đổi Thông tư 36 quy định tăng hệ số rủi ro với vay mua bất động sản (dư nợ trên 3 tỷ đồng: 150%, từ 1,5 tỷ đồng đến 3 tỷ đồng: 100%, dưới 1,5 tỷ đồng, các khoản vay mua nhà ở xã hội, mua nhà theo các dự án, chương trình hỗ trợ của Chính phủ: 50%)
- Dự thảo quản lý chặt các quy định về cho vay tiêu dùng và giới hạn tỷ trọng cho vay tiền mặt của công ty tài chính tiêu dùng ở mức 30%



NGÀNH NGÂN HÀNG

Tình hình tài chính của một số ngân hàng tiêu biểu (TTM)

Mã	Tăng trưởng TNHĐ (% YoY)	Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (% YoY)	NIM (TTM - %)	Tăng trưởng thu nhập dịch vụ (% YoY)	CIR (%)	Tăng trưởng chi phí dự phòng rủi ro (% YoY)	Tỷ lệ NPL (%)	Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (% YoY)	ROA (TTM - %)	ROE (TTM - %)
ACB	14,3	18,5	3,6	19,4	50,0	-78,6	0,7	15,0	25,7	1,7
BID	3,2	1,2	2,7	14,4	31,8	6,8	2,0	-4,0	12,9	0,5
CTG	13,5	12,0	2,2	63,0	34,9	51,0	1,5	1,3	7,8	0,5
MBB	28,7	25,5	4,7	85,4	37,7	43,7	1,3	27,3	20,4	1,9
VCB	20,3	31,4	3,2	23,8	36,6	2,5	1,0	41,0	25,1	1,6
VPB	16,0	16,6	9,0	141,2	35,8	18,8	3,4	-0,8	20,8	2,3
HDB	10,8	17,2	4,4	26,9	47,0	7,5	1,4	7,2	17,0	1,4
TPB	44,3	34,6	4,0	98,5	44,3	36,2	1,5	58,1	21,0	1,7
TCB	4,9	28,4	4,1	18,7	35,0	-77,1	1,8	9,0	16,7	2,7
VIB	35,7	29,3	3,9	142,6	41,6	36,1	2,2	58,2	25,0	1,8

Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt.

MBB – TĂNG TRƯỞNG VỮNG CHẮC

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **NIM tăng trưởng mạnh nhờ mở rộng sang cho vay bán lẻ (bao gồm tài chính tiêu dùng)**
 - Tăng trưởng huy động được kiểm soát tốt và CASA cao (33,0% vào 1H2019) giúp duy trì chi phí huy động trung bình ở mức thấp.
 - Từ quý 2/2018, tỷ lệ cho vay bán lẻ trong tổng danh mục cho vay đã tăng từ 34,4% lên 39,2% (tài chính tiêu dùng từ 1,3% lên 3,0%), giúp NIM mở rộng tích cực lên 4,73%..
- **Thu nhập dịch vụ tăng trưởng mạnh và bền vững**
 - Thu nhập dịch vụ tăng trưởng mạnh và đóng góp nhiều hơn vào TNHĐ chủ yếu nhờ thu nhập từ hoạt động bảo hiểm tăng mạnh.
 - Nhờ MB Ageas Life, MBB có nhiều khả năng đạt được tăng trưởng thu nhập dịch vụ bền vững trong dài hạn thay vì thu về một khoản thu nhập bất thường từ hợp tác phân phối bảo hiểm.
- **Chất lượng tài sản lành mạnh trong số ngân hàng thương mại**
 - Chất lượng tài sản của MBB được kiểm soát tốt, với tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức 1,3% và tỷ lệ dự phòng được giữ ở mức trên dưới 100%.
 - TNHĐ tăng trưởng mạnh mẽ giúp MBB có thể trích lập dự phòng cao, xóa nợ xấu và duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh.
- **Kế hoạch phát hành 7,5% cho các nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2019**
 - Nếu thành công, MBB sẽ thu về ít nhất 4 nghìn tỷ và sẽ có đủ bộ đệm vốn để tăng trưởng ổn định trong vài năm. Đây cũng có thể là yếu tố thúc đẩy giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá bao gồm (1) những thách thức trong việc duy trì hệ số CASA ở mức cao như hiện tại, gia tăng cạnh tranh về mảng bán lẻ và thắt chặt kiểm soát tài chính tiêu dùng, là các yếu tố khiến NIM có thể tăng chậm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi, và
- (2) Khẩu vị rủi ro cao hơn với việc đẩy mạnh các hoạt động phi truyền thống như cho vay bán lẻ, tài chính tiêu dùng, dịch vụ trái phiếu doanh nghiệp và môi giới chứng khoán.

MUA

+39%

Giá thị trường (VND)	22.400
Giá mục tiêu (VND)	30.500

Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới

600

STOCK INFO

Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	2.032
KLCP lưu hành (triệu CP)	2.113
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	4.110
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	90,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	27,0

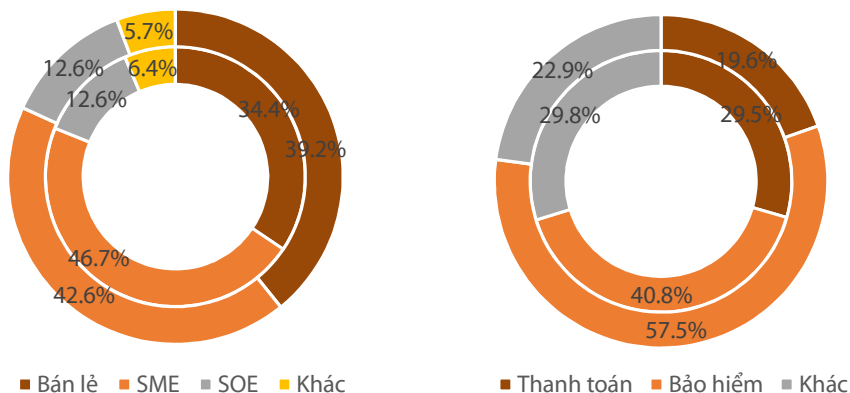
TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	13.867	19.537	23.975	29.278
<i>Tăng trưởng (%)</i>	40,7	40,9	22,7	22,1
LNST	3.520	6.113	7.453	8.977
<i>Tăng trưởng (%)</i>	20,9	73,7	21,9	20,4
ROA (%)	1,2	1,8	1,9	2,0
ROE (%)	12,4	19,4	20,4	21,1
EPS (VND)	1.797	-211	3.294	3.967
GTSS (VND)	15.516	15.109	17.959	21.515
Cổ tức tiền mặt (VND)	600	600	600	500
P/E (x)	12,4	8,3	9,3	7,7
P/B (x)	1,4	1,5	1,7	1,4



MBB – Tăng trưởng mạnh trong cả các hoạt động truyền thống và phi truyền thống

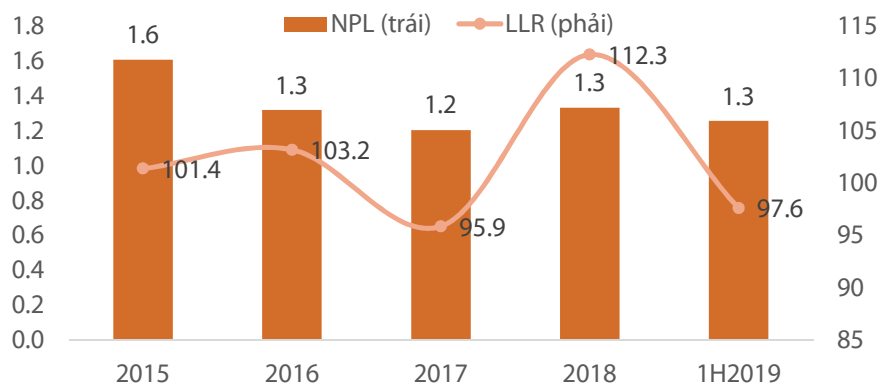


Hình 1: Cơ cấu cho vay và cơ cấu thu nhập hoạt động



Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt. Vòng trong: 1H2018. Vòng ngoài: 1H2019.

Hình 2: Tỷ lệ NPL và dự phòng bao nợ xấu (%)



Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

LNTT của MBB trong nửa đầu năm 2019 đạt 4.875 tỷ (+27,3% YoY), hoàn thành 51,3% kế hoạch cả năm. TNHĐ đạt 9.024 tỷ (+28,7% YoY). Các công ty liên kết đang có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn so với ngân hàng mẹ.

Thu nhập lãi thuần (+25,5% YoY) được thúc đẩy nhờ mở rộng tín dụng mạnh mẽ và cải thiện NIM.

- Hiện tại, hạn mức tăng trưởng tín dụng của ngân hàng mẹ là 17% và MCredit là 37%. Tăng trưởng tín dụng thực tế trong nửa đầu năm lần lượt là +13,3% YTD ở ngân hàng mẹ và +31,8% YTD ở Mcredit.
- Cho vay bán lẻ mở rộng mạnh hơn so với danh mục cho vay tổng (+15,6% YTD so với 11,3% YTD). Trái phiếu doanh nghiệp cũng tăng 78,7% so với đầu năm.
- NIM (TTM) đã tăng 21 bps lên 4,7%, mặc dù CASA giảm 6 bps kể từ 1H 2018.

Thu nhập dịch vụ (+85,4% YoY) chiếm 15,6% TNHĐ (so với 10,8% trong nửa đầu năm 2018).

- Thu nhập từ bảo hiểm (do MIC và MB Ageas Life đóng góp) tăng 161,6% YoY và chiếm 60,5% tổng thu nhập dịch vụ.
- Phí thanh toán tiền mặt (do ngân hàng mẹ đóng góp) tăng 24,1% YoY và chiếm 19,8% tổng thu nhập dịch vụ.

Trong nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng MBB sẽ tiếp tục đạt tăng trưởng mạnh trong cả các hoạt động truyền thống và phi truyền thống. Đồng thời, chi phí dự phòng dự kiến sẽ tiếp tục tăng nhanh khi tỷ lệ hình thành nợ xấu đang có xu hướng tăng (tỷ lệ nợ đã xóa trên tổng cho vay là 1,8% TTM2019 so với 1,1% trong năm 2018).



ACB – TẬP TRUNG VÀO CÁC THỂ MẠNH TRUYỀN THỐNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tập trung vào ngân hàng bán lẻ**
 - Cùng với quá trình xử lý các khoản nợ xấu tồn đọng trong quá khứ, ACB cũng tập trung vào phân khúc bán lẻ và SME và liên tiếp mở rộng NIM từ năm 2013 đến nay.
 - 1H 2019, danh mục cho vay của ACB có một phần lớn cho vay hộ gia đình (~23%) trong khi cho vay mua nhà giữ ở mức ~20%, thấp hơn so với các ngân hàng khác.
 - ACB ưu tiên đầu tư vào ba trụ cột: (1) công nghệ, xây dựng thương hiệu và nhân lực, (2) số hóa và (3) dữ liệu lớn. Chúng tôi kỳ vọng việc này sẽ giúp ACB củng cố lợi thế trong phân khúc bán lẻ, nhất là trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng trở nên gắt gao hơn.
- **Duy trì chất lượng tài sản lành mạnh và thanh khoản dồi dào**
 - Vào cuối năm 2018, CAR hợp nhất của ACB là 12,8% và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn ở mức 32,6%. Thanh khoản của ngân hàng cũng được hỗ trợ một phần lớn nhờ danh mục trái phiếu chính phủ lên tới 50 ngàn tỷ, chiếm 14% tổng tài sản.
 - Mặc dù cho vay bán lẻ tăng trưởng cao, định hướng thận trọng của ACB đảm bảo chất lượng tài sản hàng đầu trong số các ngân hàng niêm yết: tỷ lệ nợ xấu thấp nhất (0,7%) và dự phòng bao nợ xấu cao thứ hai (161,5%) vào 1H 2018.
- **Tiềm năng tăng trưởng thu nhập dịch vụ cao**
 - ACB tăng thu nhập dịch vụ bằng cách thúc đẩy nhiều hoạt động như giao dịch, thanh toán, bảo hiểm, bảo lãnh, môi giới chứng khoán và các hoạt động khác.
 - Đây cũng là một trong số ít các ngân hàng còn có thể thu phí trả lần đầu cao theo thỏa thuận phân phối bảo hiểm nhân thọ độc quyền.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá đến từ những thách thức trong việc mở rộng NIM dưới sự cạnh tranh gia tăng trong phân khúc bán lẻ.
- Rủi ro tăng giá bao gồm khoản phí trả lần đầu thu từ hợp đồng độc quyền phân phối bảo hiểm.

MUA

+28%

Giá thị trường (VND)	21.900
Giá mục tiêu (VND)	27.000

Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới

1.000

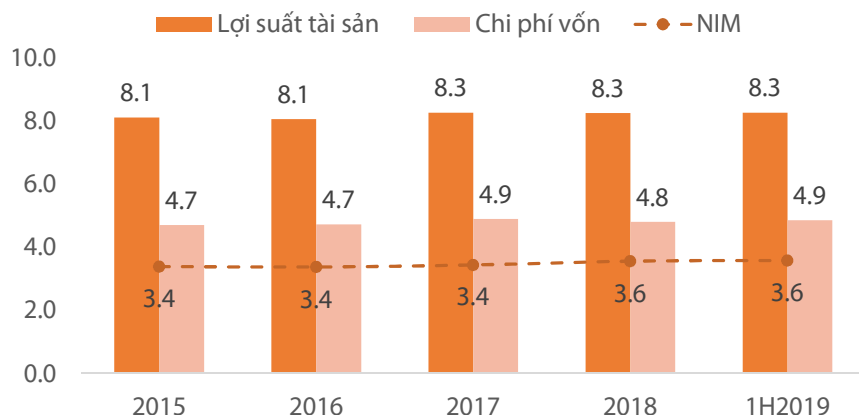
STOCK INFO

Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	1.524
KLCP lưu hành (triệu CP)	1.621
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	1.203
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	33,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	30,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

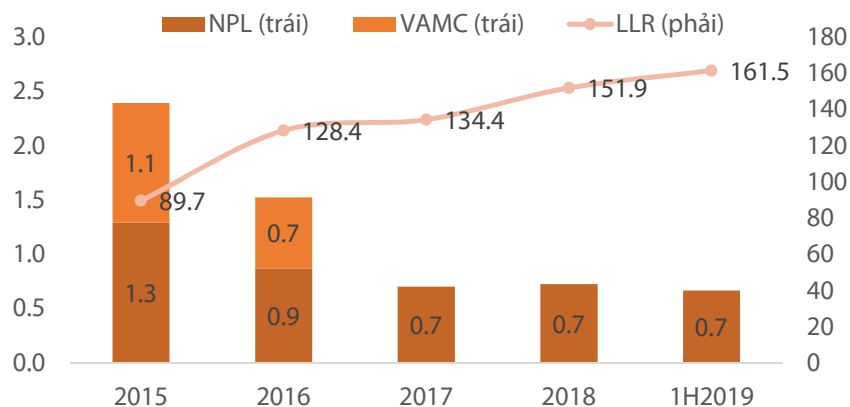
TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	11.439	14.033	15.843	17.809
<i>Tăng trưởng (%)</i>	51,3	22,7	12,9	12,4
LNST	2.118	5.137	6.038	7.082
<i>Tăng trưởng (%)</i>	59,8	142,5	17,5	17,3
ROA (%)	0,8	1,7	1,7	1,7
ROE (%)	14,1	27,7	25,2	24,0
EPS (VND)	2.013	2.376	3.631	4.275
GTSS (VND)	15.604	16.311	16.588	19.800
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	1.000	1.000
P/E (x)	10,8	5,4	7,4	6,3
P/B (x)	1,4	1,3	1,6	1,4



Hình 1: Lợi suất tài sản, chi phí vốn và NIM (% - TTM)



Hình 2: Tỷ lệ NPL, VAMC và dự phòng bao nợ xấu (%)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

TNHH và LNTT của ACB tăng trưởng vừa phải trong nửa đầu năm 2019 (đều ở mức 15% YoY). Ngân hàng đã hoàn thành 49,8% của kế hoạch cả năm.

NIM tiếp tục tăng nhẹ nhưng vẫn thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi:

- ACB tập trung mở rộng tín dụng bằng cách đẩy mạnh cho vay khách hàng thay vì đầu tư trái phiếu doanh nghiệp, do đó đạt mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn so với hầu hết các ngân hàng khác trong nửa đầu năm.
- Tổng tín dụng tăng 8,5% so với đầu năm, thấp hơn mức tăng trưởng huy động (10,5%), qua đó giữ hệ số LDR theo TT36 ở mức 78%. Lãi suất tiền gửi tăng và việc giấy tờ có giá tăng gấp đôi so với đầu năm khiến chi phí huy động tăng nhẹ và NIM chỉ mở rộng một chút so với 2018 (tăng 3 bps lên 3,6%).

Cả thu nhập lãi thuần và thu nhập dịch vụ đều tăng khoảng 19% YoY, tuy nhiên thu nhập khác giảm 12,5% đã kéo mức tăng trưởng TNHH xuống 14,3%.

CIR tăng lên 50% do chi phí hoạt động tăng nhanh hơn TNHH (27,8% so với 14,3%).

Chi phí hoạt động tăng so với cùng kỳ do nửa đầu năm 2018 có một khoản hoàn nhập chi phí dự phòng cho khoản đầu tư dài hạn và nợ khó đòi.

Gánh nặng dự phòng giảm bớt với chỉ 95 tỷ chi phí được ghi nhận trong nửa đầu năm (-78,6% YoY) nhờ chất lượng tài sản lành mạnh, giúp LNTT tăng trưởng 15% YoY.

Trong nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng ACB có thể mở rộng NIM hơn nữa bằng cách đẩy mạnh LDR và phục vụ mùa vay vốn cao điểm trong quý cuối năm.

Chúng tôi cũng cho rằng ACB sẽ cần tìm kiếm thêm nhiều động lực để có thể duy trì tăng trưởng thu nhập lãi và lợi nhuận. Việc gánh nặng dự phòng thấp và tiềm năng thu từ nợ đã xử lý cũng là những lợi thế quan trọng giúp ACB đảm bảo được tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới.



HDB – NGÂN HÀNG MẸ DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Hệ sinh thái khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp SME**
 - HDB sở hữu hệ sinh thái khách hàng bao gồm nhiều công ty định hướng bán lẻ và có cơ sở khách hàng lớn. Hệ sinh thái này cho phép HDB mở rộng cho vay khách hàng trong khi vẫn quản lý chặt chẽ chất lượng tài sản, đặc biệt là tại ngân hàng mẹ.
 - Mạng lưới phân phối rộng khắp (cho đến tháng 6/2019, HDBank có 285 điểm giao dịch, và HD Saison có 14.869 POS).
- **HD Saison gặp thách thức trong mở rộng cho vay và NIM**
 - HD Saison đang gặp khó khăn trong việc mở rộng cho vay khách hàng và NIM do (1) cạnh tranh ngày càng tăng trong tài chính tiêu dùng với nhiều đối thủ gia nhập, (2) nhu cầu tiêu thụ xe máy và hàng tiêu dùng lâu bền đang có xu hướng bão hòa. Đây là hai nhóm chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục cho vay của HD Saison.
 - Bù lại, việc tập trung vào cho vay có mục đích khiến HD Saison ít có khả năng bị ảnh hưởng hơn nếu NHNN phê duyệt dự thảo kiểm soát chặt vay tiêu dùng bằng tiền mặt.
- **Việc sáp nhập với PGBank vẫn vẫn đang chờ phê duyệt**
 - Nếu việc sáp nhập thành công, HDB có thể hưởng lợi từ việc (1) mở rộng mạng lưới và dữ liệu khách hàng phục vụ chiến lược NH bán lẻ, (2) mối quan hệ chặt chẽ với Petrolimex, các công ty con và công ty liên kết và (3) cải thiện CASA và chi phí huy động. Tuy nhiên, cho đến nay thương vụ này vẫn chưa có tiến triển thêm.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá bao gồm (1) khó khăn trong mở rộng NIM do cạnh tranh gia tăng trong phân khúc bán lẻ và tài chính tiêu dùng, cũng như việc thắt chặt các quy định về vốn, và
- (2) mảng tài chính tiêu dùng của HD Saison tiếp tục tăng trưởng rất thấp hoặc âm.

TÍCH LŨY

+10%

Giá thị trường (VND)	26.400
Giá mục tiêu (VND)	29.000

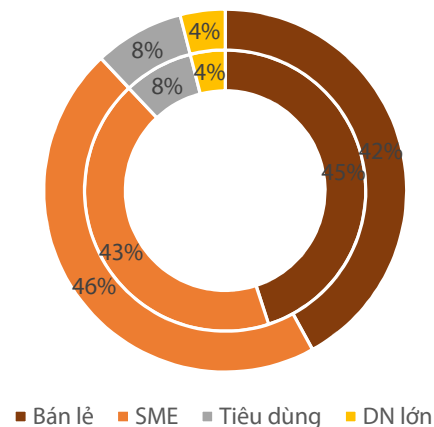
Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới 0

STOCK INFO

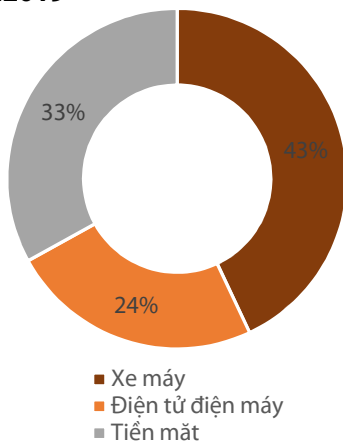
Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	1.112
KLCP lưu hành (triệu CP)	981
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	1.528
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	40,2
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	24,4
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	3,1

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	7.506	9.440	10.828	12.304
<i>Tăng trưởng (%)</i>	38,5	25,8	14,7	13,6
LNST	1.746	2.842	3.340	3.966
<i>Tăng trưởng (%)</i>	136,6	62,7	17,5	18,7
ROA (%)	1,2	1,6	1,6	1,6
ROE (%)	16,2	20,3	18,2	18,5
EPS (VND)	1.777	4.945	3.402	4.040
GTSS (VND)	14.348	15.938	20.282	23.386
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.300	0	0	0
P/E (x)	14,8	9,1	8,5	7,2
P/B (x)	1,8	1,7	1,4	1,2

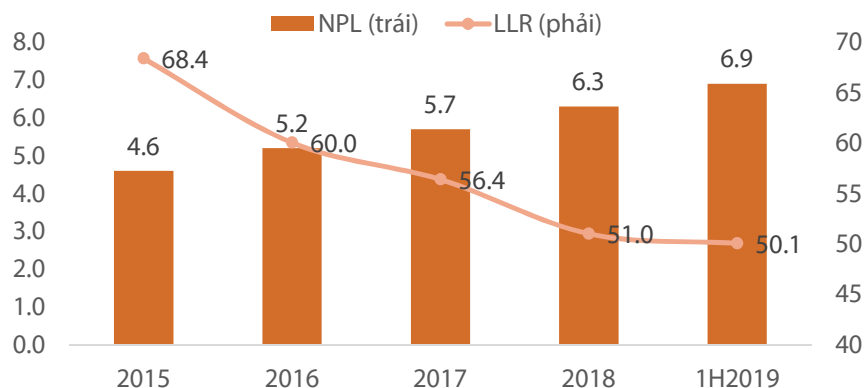
Hình 1: Cơ cấu cho vay hợp nhất



Hình 2: Cơ cấu cho vay HD Saison 1H2019



Hình 3: Tỷ lệ NPL và dự phòng bao nợ xấu (%)



Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

LNTT trong nửa đầu năm 2019 của HDB đạt 2.211 tỷ (+7,2% YoY), trong khi TNHĐ đạt 5.173 tỷ (+10,8% YoY). Tiến độ hoàn thành kế hoạch cả năm mới chỉ đạt 43,5%.

Thu nhập lãi (+ 17,2% YoY) được thúc đẩy bởi ngân hàng mẹ:

- Tăng trưởng tín dụng 1H 2019 đạt 12,4% so với đầu năm tại ngân hàng mẹ (so với hạn mức mới được NHNN nới lên gần 16%). NIM (TTM) giữ nguyên ở mức 4,4% so với 1H 2018, do lợi suất tài sản và chi phí huy động đều tăng tương đương nhau.
- Cho vay của HD Saison giảm 1,2% so với đầu năm (hạn mức NHNN giao là 15%) trong khi NIM cải thiện đôi chút lên 28,9% từ 28,5% trong năm 2018.

Tăng trưởng thu nhập dịch vụ (+26,9% YoY) phụ thuộc hầu hết vào HD Saison. Phí dịch vụ và thu nhập ngoài lãi chiếm lần lượt 5,5% và 10,3% TNHĐ hợp nhất, thấp hơn nhiều so với các ngân hàng niêm yết khác.

Chất lượng tài sản được quản lý tốt tại ngân hàng mẹ với tỷ lệ nợ xấu và LLR ổn định mặc dù không có xóa nợ. Tuy nhiên, áp lực chi phí dự phòng vẫn còn khi chất lượng tài sản tại HD Saison đang có chuyển biến kém tích cực hơn với tỷ lệ nợ xấu tăng lên gần 6,9% và LLR giảm xuống 50%.

Kế hoạch tăng trưởng 27% YoY cho năm 2019 có thể xem là khá tham vọng. Trong nửa cuối năm, chúng tôi nhận thấy việc duy trì mức NIM hiện tại sẽ có khó khăn do LDR đã chạm ngưỡng, lãi suất tiền gửi tăng lên gần đây và mảng tài chính tiêu dùng gặp khó khăn. Việc TNHĐ tăng trưởng thấp còn có khả năng ảnh hưởng đến tiến độ mở rộng mạng lưới giao dịch và tắt toán VAMC trong năm nay.



BID – GỠ BỎ NÚT THẮT TĂNG VỐN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Thương vụ phát hành KEB Hana Bank đã được công bố chính thức.** Theo đó, BID sẽ thu về 20,3 ngàn tỷ và nhận được hỗ trợ dài hạn về quản lý, điều này sẽ giúp:
 - Cải thiện bộ đệm vốn, nhờ đó BID có thể đáp ứng Thông tư 41 (Basel 2)
 - Tạo điều kiện cho tăng trưởng tín dụng cao hơn và giảm áp lực huy động, từ đó dự kiến sẽ có tác động tích cực đến biên lãi ròng và tăng trưởng thu nhập lãi
 - Tăng cường lợi thế cạnh tranh của BID trong phân khúc bán lẻ, SME và FDI. BID sẽ có được sự hỗ trợ của KEB Hana Bank, vốn là một trong các ngân hàng hàng đầu của Hàn Quốc về quy mô tài sản, uy tín thương hiệu và có lợi thế về các dịch vụ ngân hàng hiện đại bao gồm ngân hàng số.
- **Gánh nặng dự phòng kỳ vọng sẽ giảm sau khi tất toán nợ VAMC**
 - BID đang ưu tiên cải thiện chất lượng tài sản, cả nợ nội bảng và nợ VAMC, theo đó duy trì tăng trưởng lợi nhuận ở mức thấp.
 - Giá trị nợ VAMC còn lại hiện chiếm gần 0,5% tổng nợ (giảm từ 0,6% vào cuối năm 2018). Với kế hoạch tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm nay, chúng tôi kỳ vọng gánh nặng dự phòng sẽ giảm và tăng trưởng lợi nhuận sẽ bật lên kể từ năm 2020.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá bao gồm các khó khăn trong duy trì mức NIM hiện tại do cạnh tranh ngày càng tăng trong phân khúc bán lẻ, cũng như gia tăng gánh nặng dự phòng do các khoản nợ xấu trong quá khứ có thể làm xói mòn thu nhập nhiều hơn so với dự báo của chúng tôi.
- Rủi ro tăng giá bao gồm việc thu được phí trả lần đầu từ hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền/ từ thoái vốn BIDV Metlife và khả năng thu hút dòng tiền từ các quỹ ETF (do cổ phiếu có mặt trong rổ VN30) khiến giá cổ phiếu tăng không đi liền với các yếu tố cơ bản.

TÍCH LŨY

+5%

Giá thị trường (VND)	36,000
Giá mục tiêu (VND)	37,000

Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới

700

STOCK INFO

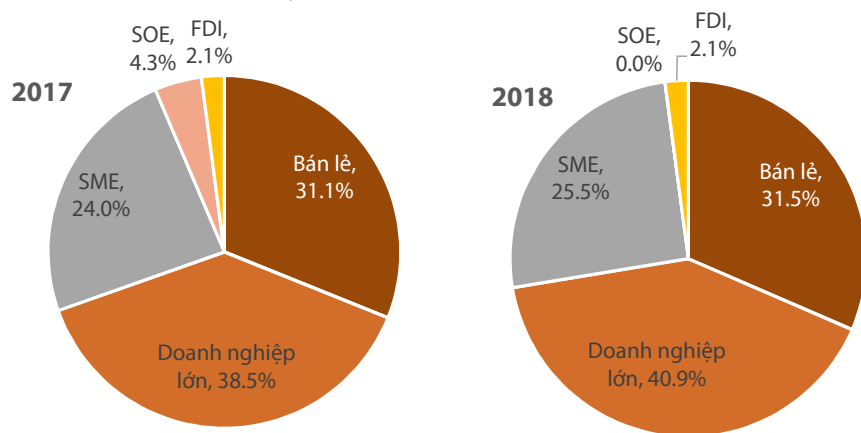
Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	5.282
KLCP lưu hành (triệu CP)	3.419
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	1.151
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	38,9
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	3,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	95,3

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	39.017	44.483	47.543	54.284
<i>Tăng trưởng (%)</i>	28,2	14,0	6,9	14,2
LNST	6.787	7.358	7.540	10.052
<i>Tăng trưởng (%)</i>	10,6	8,4	2,5	33,3
ROA (%)	0,6	0,6	0,5	0,7
ROE (%)	14,9	14,6	13,6	16,6
EPS (VND)	1.463	988	1.756	2.341
GTSS (VND)	13.444	15.068	16.537	18.792
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	700	700
P/E (x)	24,0	21,4	21,1	15,8
P/B (x)	2,6	2,3	2,2	2,0

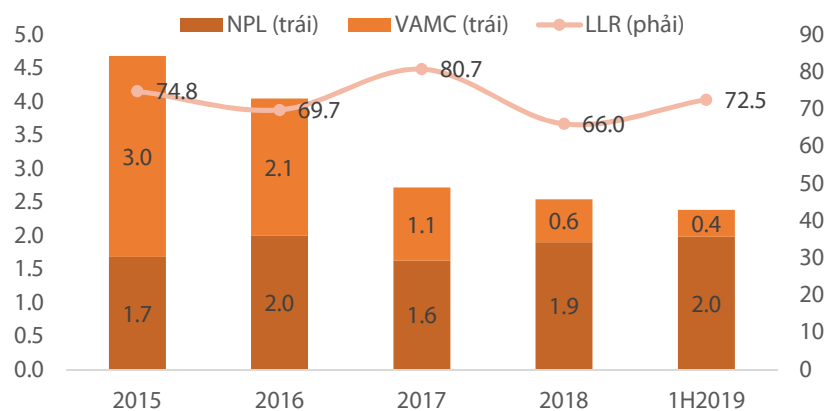


BID – 2019 vẫn sẽ là một năm khó khăn trước khi nền tảng cơ bản thực sự cải thiện

Hình 1: Cơ cấu cho vay năm 2017 và 2018



Hình 2: Tỷ lệ NPL, VAMC và dự phòng bao nợ xấu (%)



Nguồn: BID, CTCK Rồng Việt

Trong khi TNHĐ 1H 2019 của BID tăng kiêm tốn 3,2% YoY thì LNTT giảm 4,0% YoY, mới chỉ hoàn thành được 46,3% kế hoạch đặt ra cho cả năm.

Việc NIM giảm sút đã khiến tăng trưởng thu nhập lãi đạt mức khá thấp 1,2% YoY mặc dù cho vay KH mở rộng tới 7,7%, cao hơn tăng trưởng huy động (7,1%). Chúng tôi ước tính rằng NIM (TTM) đã giảm từ 2,9% năm 2018 xuống còn 2,74% vào quý 2/2019 do lợi suất tài sản giảm nhẹ và chi phí vốn tăng nhẹ. Áp lực tăng chi phí vốn là do hệ số LDR hiện đã ở mức rất cao và hệ số CASA đang có xu hướng giảm.

Chi phí hoạt động gần như không đổi, và CIR giữ ở mức rất thấp là 31,8%. Lưu ý rằng chi phí này chưa bao gồm đầu tư cho nâng cấp ngân hàng lõi và mở rộng ngân hàng số, do vậy CIR dự kiến sẽ tăng lên trong giai đoạn tới.

Chất lượng tài sản vẫn còn đáng ngại với tỷ lệ nợ xấu nội bảng lên tới 2,0% và dự phòng bao nợ xấu giảm còn 72,5% (so với mức 1,5% và 85% vào 1H 2018). Giá trị trái phiếu VAMC ròng còn lại hiện gần 5 nghìn tỷ, giảm từ 6,5 nghìn tỷ cuối 2018.

Chúng tôi cho rằng BID sẽ chỉ có thể đạt tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn trong năm nay. Việc duy trì NIM ở mức hiện tại sẽ có khó khăn do cả lợi suất tài sản và chi phí vốn đều gặp áp lực. Do đó, tăng trưởng thu nhập lãi dự báo sẽ ở mức thấp. Các khoản thu nhập ngoài lãi khác cũng khó có tăng trưởng đột biến so với năm trước. Ngoài ra, áp lực về chi phí hoạt động và chi phí dự phòng năm nay vẫn còn đáng kể.

Theo thông tin từ BID, thương vụ phát hành tăng vốn dự kiến được hoàn thành vào quý cuối năm 2019. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn mới sẽ bắt đầu có tác dụng tích cực cải thiện nền tảng cơ bản của ngân hàng từ năm sau.



CTG – ẢNH HƯỞNG CHI PHÍ TÍN DỤNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Lợi thế từ việc nắm giữ thị phần cho vay lớn.** Danh mục cho vay của CTG chiếm hơn 10% tổng dư nợ cho vay toàn hệ thống. Do vậy, khi tín dụng chỉ tăng 2,4% so với đầu năm (trong khi nửa đầu 2018 tăng 9,7%), không chỉ thu nhập lãi mà cả thu nhập dịch vụ đều tham gia dẫn dắt tăng trưởng. Hai mảng này tăng lần lượt 12% và 63% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập dịch vụ sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 30% trong ba năm tới nhờ thu phí thanh toán, thẻ, bảo hiểm, giao dịch và chứng khoán.
- **Chi phí dự phòng khó có chiều hướng giảm**
 - Tỷ lệ nợ xấu giảm 0.5 ppt vào T6/2019 nhờ ngân hàng xóa một lượng lớn nợ nhóm 5.
 - Tỷ lệ nợ xấu và hình thành nợ xấu lần lượt ở mức 1.5% và 0.4%, khá cao so với giai đoạn năm 2017 và trước đó. Nếu tính cả dư nợ VAMC chưa được trích lập, tỷ lệ nợ xấu thực tế lên đến 2,3%.
- **Tăng trưởng sẽ chậm lại trong quá trình giảm tỷ lệ đòn bẩy**
 - Kế hoạch tái cơ cấu của CTG dự kiến kéo dài trong giai đoạn 2018-2020. Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian này, CTG sẽ tăng cường xử lý nợ xấu đồng thời hạn chế mở rộng cho vay.
 - Quyết định 986 phê duyệt Chiến lược phát triển ngành ngân hàng Việt Nam có đề cập đến kế hoạch của chính phủ sẽ giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước tại các ngân hàng quốc doanh xuống còn 51%. Dù vậy, chúng tôi cho rằng phải ít nhất đến năm 2021 hoặc muộn hơn thì kế hoạch này mới có thể thực hiện được.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- CTG có thể sẽ không đạt kế hoạch lợi nhuận năm nay nếu chi phí tín dụng cao hơn dự báo
- Do tỷ trọng cao trong rổ VN30 nên CTG có thể thu hút dòng tiền từ các quỹ ETF, khiến cho giá cổ phiếu tăng không đi liền với tình hình cơ bản của ngân hàng.

TRUNG LẬP

+4%

Giá thị trường (VND)	20.500
Giá mục tiêu (VND)	21.300

Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới

0

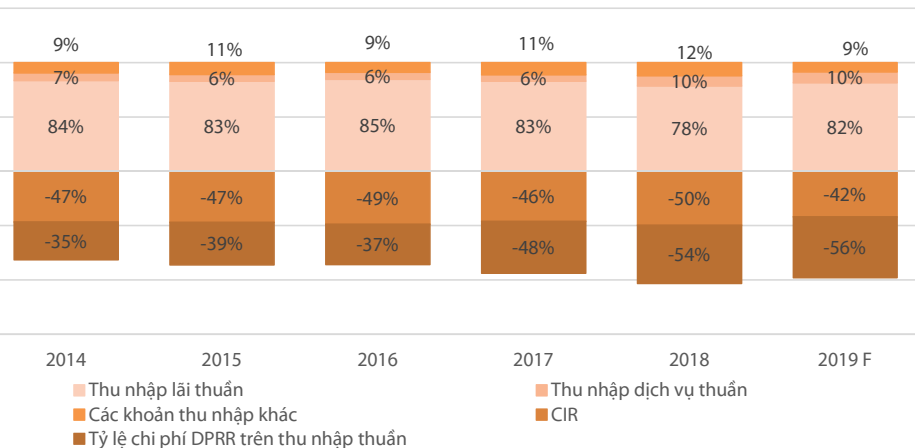
STOCK INFO

Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	3.276
KLCP lưu hành (triệu CP)	3.723
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	2.969
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	62,3
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	30,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	64,5

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	32.620	28.738	39.269	41.744
<i>Tăng trưởng (%)</i>	23,3	-11,9	36,6	6,3
LNST	7.432	5.414	8.002	8.819
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8,7	-27,2	47,8	10,2
ROA (%)	0,7	0,5	0,7	0,7
ROE (%)	12,0	8,3	11,3	11,2
EPS (VND)	1.546	3.017	1.554	1.713
GTSS (VND)	17.046	18.037	20.000	22.369
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	13,2	19,0	13,7	12,4
P/B (x)	1,2	1,1	1,1	1,0

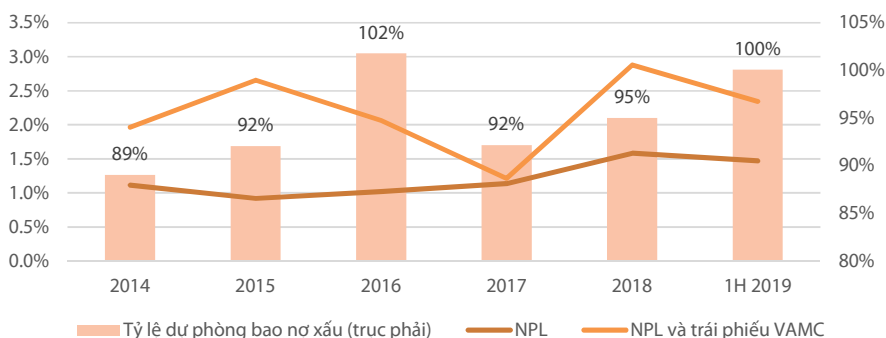


Hình 1: Cơ cấu thu nhập và chi phí của CTG



Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ lệ NPL, VAMC và dự phòng bao nợ xấu (%)



Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

Thu nhập lãi thuần và thu nhập dịch vụ dẫn dắt tăng trưởng. Nửa đầu 2019, cho vay và huy động khách hàng lần lượt tăng 2,4% và 2,5% so với đầu năm. Thị phần cho vay của CTG giảm nhẹ xuống 11%, vẫn nằm trong top 3 lớn nhất trong ngành. Thu nhập lãi thuần và thu nhập dịch vụ tăng trưởng lần lượt 12% và 63% so với cùng kỳ trong khi thu nhập hoạt động tăng 13%.

Chi phí dự phòng cao khiến tăng trưởng lợi nhuận chậm lại. Trong khi chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ so với cùng kỳ thì chi phí dự phòng tăng tới 51%, chủ yếu do trích lập trái phiếu VAMC. Cụ thể hơn, chúng tôi ước tính chi phí trích lập cho VAMC chiếm tới 45% tổng chi phí dự phòng, tăng 5 lần so với nửa đầu năm 2018, trong khi chi phí dự phòng cho nợ nội bảng đi ngang. Kết quả là, lợi nhuận sau thuế của CTG chỉ tăng 1,3% so với cùng kỳ.

Khả năng hoàn thành kế hoạch năm 2019 phụ thuộc vào tiến trình xử lý nợ xấu. Vào quý 4/2018, CTG bắt ngờ bán thêm hơn 13 nghìn tỷ nợ xấu cho VAMC, đồng thời ghi giảm khoản mục lãi phải thu và ghi tăng chi phí tín dụng. Nhờ đó, khoản lãi phải thu giảm hơn 50% và chỉ còn chiếm 0,6% tổng tài sản (2014: 1,9%; 2017: 1,32%). Hiện tại chúng tôi không có thông tin chắc chắn về việc liệu CTG có tiếp tục thực hiện bút toán tương tự trong nửa cuối năm nay hay không. Tuy vậy, với tỷ trọng khoản lãi phải thu trong tổng tài sản đã giảm xuống mức thấp nhất từ năm 2010, chúng tôi đặt giả định rằng khoản chi phí tín dụng đột biến này sẽ không tiếp diễn.

Do tỷ lệ an toàn vốn thấp (dưới tiêu chuẩn Basel 2) và thanh khoản yếu, chúng tôi cho rằng tăng trưởng cho vay của CTG sẽ chậm lại và chỉ đạt 7% cho cả năm. NIM kỳ vọng sẽ tăng lên 2,8%, giúp cho thu nhập lãi tăng trưởng 42% (từ mức tương đối thấp của năm 2018). Thu nhập hoạt động dự báo tăng 37% so với cùng kỳ. CIR dự kiến được kiểm soát ở mức 42% và chi phí dự phòng kỳ vọng tăng đáng kể. Do đó, lợi nhuận sau thuế dự phóng tăng 49% YoY, vượt 5% so với kế hoạch đặt ra.



VCB – VỮNG VÀNG VỊ TRÍ DẪN ĐẦU

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Chất lượng tài sản tốt và thanh khoản dồi dào**
 - VCB luôn duy trì chất lượng tài sản và chất lượng thu nhập tốt: (1) tỷ lệ nợ xấu thấp với tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu cao (lần lượt ở mức 1,0% và 177,5% vào T6/2019); (2) Thanh khoản dồi dào với hệ số LDR tương đối thấp và tỷ lệ nợ ngắn hạn cho vay trung dài hạn được kiểm soát tốt; (3) Là ngân hàng đầu tiên áp dụng Thông tư 41 ở Việt Nam.
- **NIM còn nhiều dư địa tăng trưởng**
 - Với tỷ lệ CASA cao thứ hai trong danh sách chúng tôi theo dõi, VCB có thể ít bị ảnh hưởng bởi việc gia tăng áp lực huy động và lãi suất hơn so với các ngân hàng khác.
 - Ngoài ra, việc mở rộng mạnh mẽ sang cho vay bán lẻ đi kèm với hệ số LDR vẫn còn ở mức thấp đồng nghĩa với việc ngân hàng vẫn còn nhiều dư địa để tăng NIM.
- **Tiềm năng tăng trưởng thu nhập dịch vụ**
 - VCB đã hoàn thành nâng cấp ngân hàng lõi và sẽ tiếp tục đẩy mạnh ngân hàng số, theo đó kỳ vọng sẽ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động và chất lượng dịch vụ khách hàng.
 - VCB cũng đang tìm kiếm đối tác ký kết hợp đồng độc quyền phân phối bảo hiểm nhân thọ. Ngân hàng có thể thu được một khoản thu lớn từ phí trả trước một lần cũng như hoa hồng hàng năm tăng trưởng tốt, từ đó đóng góp lớn cho thu nhập dịch vụ.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá bao gồm việc NIM không tăng được như kỳ vọng do cạnh tranh gia tăng trong cho vay bán lẻ, và việc không tăng vốn được đủ 10% qua phát hành riêng lẻ - điều này sẽ hạn chế tiềm năng tăng trưởng trong các năm tới.
- Rủi ro tăng giá bao gồm việc thu phí bancassurance trả trước, và việc thu hút dòng tiền từ các quỹ ETF khiến giá cổ phiếu tăng không đi liền với các yếu tố cơ bản.

TRUNG LẬP

-3%

Giá thị trường (VND)	77.900
Giá mục tiêu (VND)	75.000

Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới

800

STOCK INFO

Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	12.400
KLCP lưu hành (triệu CP)	3.709
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	935
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	68,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	23,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	74,8

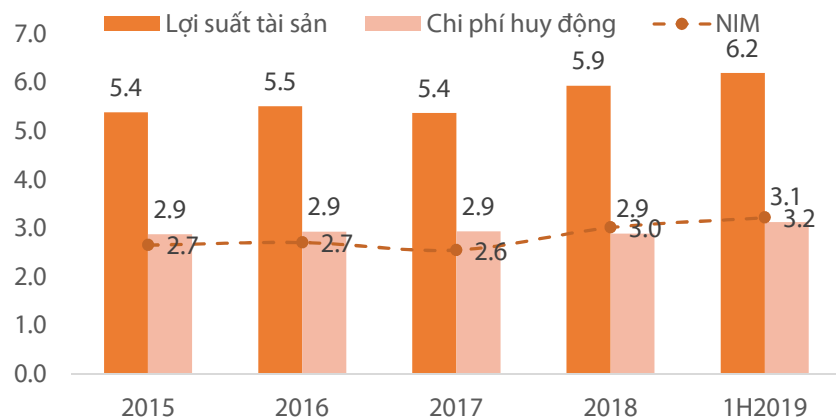
TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	29.406	39.278	45.855	52.226
<i>Tăng trưởng (%)</i>	18,2	33,6	16,7	13,9
LNST	9.091	14.606	18.051	20.848
<i>Tăng trưởng (%)</i>	32,2	60,7	23,6	15,5
ROA (%)	1,0	1,4	1,6	1,7
ROE (%)	18,1	25,5	24,8	22,6
EPS (VND)	2.001	1.154	4.359	5.035
GTSS (VND)	14.584	17.264	22.484	27.305
Cổ tức tiền mặt (VND)	800	0	800	800
P/E (x)	39,5	23,7	17,2	14,9
P/B (x)	5,4	4,6	3,3	2,7



VCB – Thu nhập lãi dẫn dắt tăng trưởng nhưng thu nhập dịch vụ kỳ vọng cũng sẽ tăng mạnh

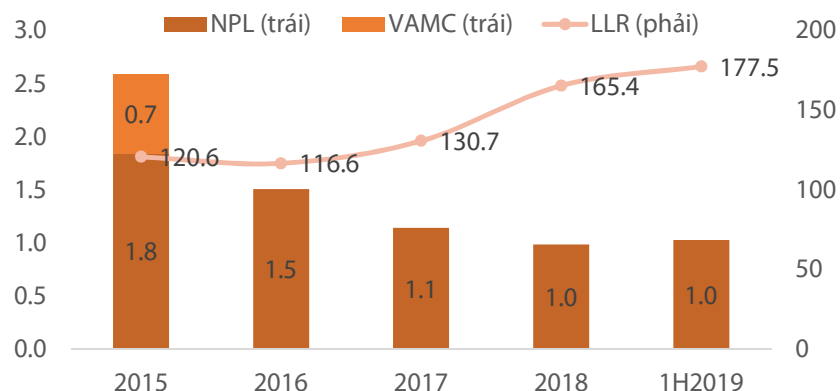


Hình 1: Lợi suất tài sản, chi phí huy động và NIM (% - TTM)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt.

Hình 2: Tỷ lệ NPL, VAMC và dự phòng bao nợ xấu (%)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Với 11,3 nghìn tỷ LNTT (+41% YoY) vào nửa đầu 2019, VCB hoàn thành 58% kế hoạch cả năm, đi đầu so với các ngân hàng khác.

NIM mở rộng mạnh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi. Tăng trưởng lợi nhuận nửa đầu năm được dẫn dắt bởi thu nhập lãi (+31.4% YoY).

- Với hạn mức tăng trưởng tín dụng được giao ở mức tương đối (15%) và nửa đầu năm đã tăng 9,9%, kỳ vọng cả năm VCB sẽ đạt tăng trưởng tín dụng tích cực.
- VCB cũng tiếp tục đẩy mạnh cho vay bán lẻ hướng tới các phân khúc có lợi suất cao hơn. Do đó, NIM tăng lên 3.2%.

Thu nhập dịch vụ cũng tăng trưởng tích cực 23,8% YoY, tuy nhiên tăng trưởng TNHĐ chỉ đạt 20,3% do các khoản thu nhập khác giảm 13,6%.

CIR đạt mức hiệu quả 36,6% (so với 41,3% vào 1H 2018). Chúng tôi nhận thấy tất cả các khoản mục chi phí đều được kiểm soát tốt (nhất là chi phí nhân viên) đã giúp chi phí hoạt động chỉ tăng khiêm tốn 6,6% so với cùng kỳ.

Nợ đã xóa trong nửa đầu năm chỉ chiếm 0,1% dư nợ cho vay (823 tỷ đồng), trong khi tỷ lệ nợ xấu không đổi còn dự phòng bao nợ xấu cải thiện 12 ppts từ cuối năm 2018. Do vậy, chi phí dự phòng chỉ tăng không đáng kể, và toàn bộ tăng trưởng trong thu nhập trước dự phòng chuyển thành tăng trưởng lợi nhuận (+41% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng NIM cả năm sẽ tiếp tục tăng lên 3,3%. LNTT kỳ vọng sẽ tăng nhanh hơn nhiều so với TNHĐ nhờ gánh nặng chi phí hoạt động và chi phí dự phòng giảm bớt. Mặc dù dự báo năm nay không có thu nhập bất thường nhưng chúng tôi cho rằng VCB có thể đạt 23% tăng trưởng LNTT, vượt kế hoạch 15% trong năm nay.



TCB – MỞ NHỮNG LỐI ĐI RIÊNG

ĐIỂM MẠNH/CƠ HỘI

- **Chiến lược rõ ràng với hệ sinh thái khách hàng**
 - TCB triển khai cách tiếp cận theo hệ sinh thái bằng việc tập trung vào một số KH lớn và phục vụ toàn bộ chuỗi giá trị trong một số lĩnh vực. Điều này giúp họ mở rộng thu nhập mạnh mẽ mà vẫn kiểm soát được rủi ro. Nhờ đó, TCB có thể xây dựng được cơ sở khách hàng thu nhập cao và trở thành ngân hàng có hiệu quả hoạt động tốt nhất trong ngành.
- **Nguồn thu dịch vụ đa dạng**
 - Cơ cấu thu dịch vụ rất đa dạng với thu thanh toán, bảo hiểm, thẻ, và dịch vụ trái phiếu.
 - TCB tuyên bố nắm giữ vị trí dẫn đầu thị trường trong một số lĩnh vực của phân khúc bán lẻ như phí bảo hiểm (21% thị phần), môi giới trái phiếu (81% thị phần) và khối lượng giao dịch thẻ Visa. Điều này đem lại đóng góp lớn cho tăng trưởng thu nhập dịch vụ.
- **Tập trung nâng cao trải nghiệm số của KH**
 - Nhờ chương trình Zero Fee và hoàn tiền 1% trên kênh số, CASA đã cải thiện liên tục từ mức 22,7% của năm 2016 lên 30,4%, từ đó hỗ trợ cho việc duy trì/cải thiện chi phí vốn.
 - Các lợi ích dài hạn còn có (1) dịch chuyển thói quen khách hàng sang sử dụng ngân hàng số, (2) tiết kiệm chi phí vận hành và (3) tăng cường sự gắn kết với khách hàng.
- **Năng lực quản lý tiên tiến**
 - Chúng tôi đánh giá cao cách thức tổ chức quản lý bài bản ở TCB với nhiều điểm tiên tiến so với mặt bằng chung của các ngân hàng trong nước khác, nhất là trong việc định vị thương hiệu, quản trị quan hệ khách hàng và quản lý nhân sự.

RỦI RO

- Sự phụ thuộc vào một số khách hàng lớn và tỷ trọng cho vay mua nhà tương đối cao (35%).
- Việc tăng vốn quá nhanh đã khiến CAR bị đẩy lên mức cao và ROE giảm xuống mức dưới 20% (vốn là mức bền vững theo dự kiến của TCB).

Kế hoạch 2019

Tăng trưởng lợi nhuận	+10%
Tăng trưởng lợi nhuận lõi	+20%

Giá thị trường (VND)	21.900
----------------------	--------

STOCK INFO

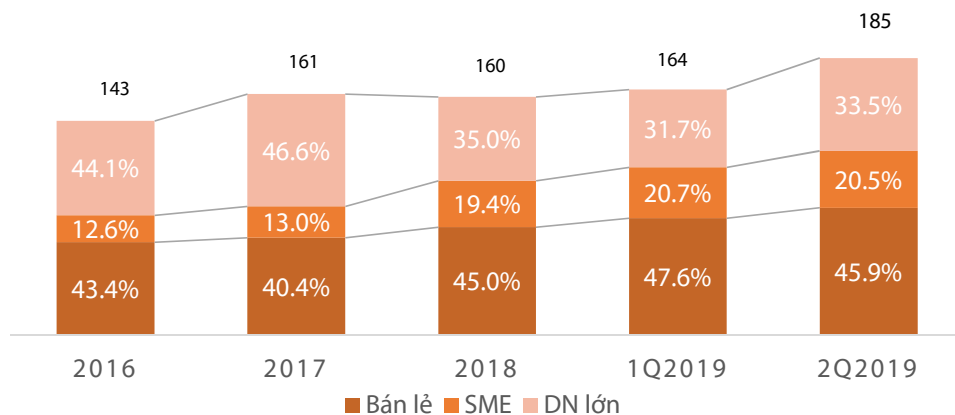
Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	3.286
KLCP lưu hành (triệu CP)	3.497
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	3.624
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	76,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017F	2018A
Thu nhập hoạt động	9.344	11.919	16.458	18.350
<i>Tăng trưởng (%)</i>	33,3	27,6	38,1	11,5
LNST	1.529	3.149	6.446	8.463
<i>Tăng trưởng (%)</i>	41,3	105,9	104,7	31,3
ROA (%)	0,8	1,5	2,6	2,9
ROE (%)	9,7	17,5	27,7	21,5
EPS (VND)	1.722	3.525	5.530	3.182
GTSS (VND)	18.537	22.062	23.106	14.790
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	12,2	6,0	3,8	8,7
P/B (x)	1,1	1,0	0,9	1,4

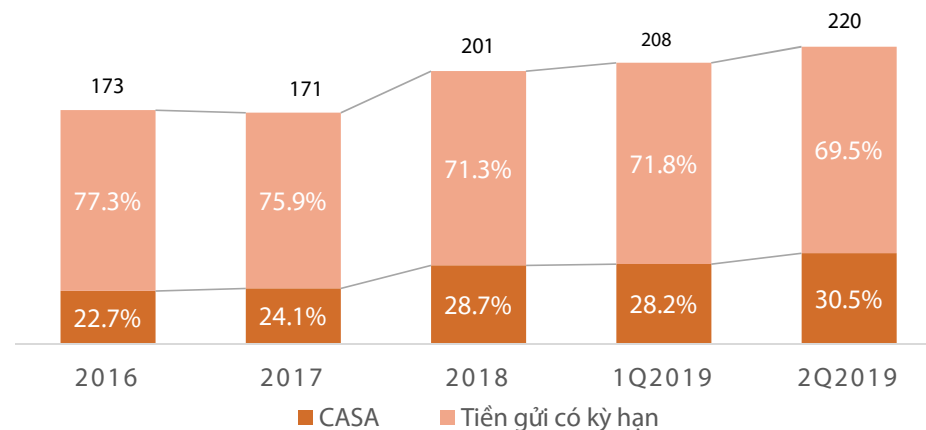


TCB – Mở những lối đi riêng

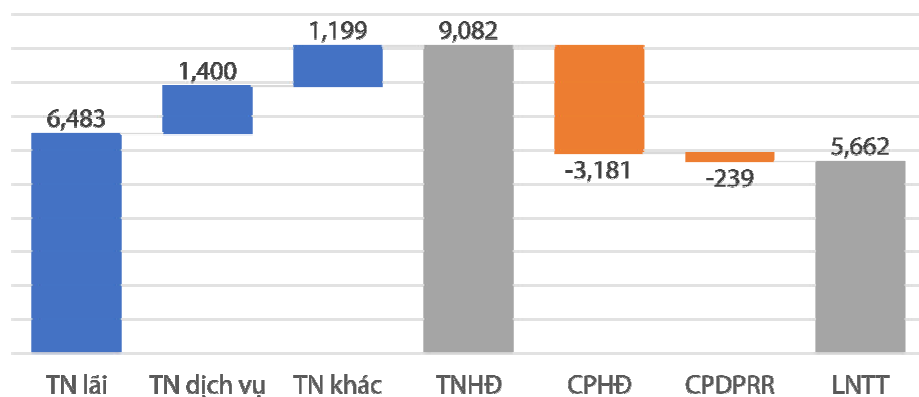
Hình 1: Cơ cấu cho vay quý 2/019 (tỷ đồng)



Hình 2: Cơ cấu huy động quý 2/2019 (tỷ đồng)

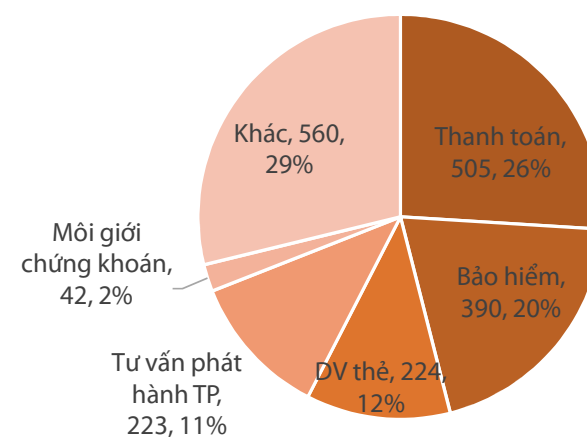


Hình 3: Cơ cấu thu nhập và chi phí 1H 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cơ cấu thu nhập dịch vụ 1H 2019 (tỷ đồng)



VIB – NGÂN HÀNG BÁN LẺ LÀ TRỌNG TÂM

ĐIỂM MẠNH/CƠ HỘI

- **Ngân hàng tăng trưởng cho vay bán lẻ mạnh nhất và có biên lãi mở rộng ấn tượng**
 - Kể từ 2016, VIB đã liên tục duy trì tăng trưởng tín dụng ở mức rất cao bằng việc đẩy mạnh hai sản phẩm chủ lực là cho vay mua nhà và mua ô tô. Là một trong hai ngân hàng đầu tiên áp dụng Thông tư 41, VIB được cho phép tăng trưởng tín dụng cao hơn các ngân hàng khác. Nửa đầu 2019, tăng trưởng tín dụng thực tế đạt 17,9%, tỷ trọng cho vay bán lẻ đạt 75,5%, đều là mức cao nhất trong danh sách theo dõi của chúng tôi.
 - Cùng với việc đẩy mạnh cho vay bán lẻ, NIM cũng tăng đáng kể từ 3,1% (2017) lên 3,9% năm 2018 và 1H 2019, giúp VIB bật lên về tăng trưởng lợi nhuận.
- **Năng lực bán hàng và cải thiện hiệu quả kinh doanh**
 - VIB ưu tiên xây dựng vận hành xuất sắc. Khi đẩy mạnh bán hàng cho phân khúc bán lẻ, chi phí vẫn được kiểm soát chặt và chỉ tăng trưởng 15% cho năm 2018 và 1H 2019. Do vậy, hệ số CIR giảm còn 41,6%.
 - Trong 5 năm tới, VIB đặt mục tiêu giảm tỷ lệ CIR xuống thấp hơn nữa bằng việc mở rộng mạng lưới cần trọng và tận dụng dịch vụ ngân hàng số qua kênh website và app.
- **Tiềm năng tăng trưởng thu nhập bảo hiểm cao**
 - Thu nhập từ hoa hồng bảo hiểm tăng mạnh mẽ kể từ khi VIB đẩy mạnh hợp tác với Prudential. Theo VIB, hiện nay họ đứng thứ 3 về doanh số bancassurance và dẫn đầu về hiệu quả doanh số theo từng chi nhánh.

RỦI RO

- Chất lượng tài sản hiện tại không tốt so với các ngân hàng khác (tỷ lệ nợ xấu trên 2% và tỷ lệ dự phòng dưới 50%). VIB sẽ cần dành thêm nguồn lực để cải thiện tài sản.
- Việc đẩy mạnh cho vay cá nhân dựa vào cho vay mua và sửa nhà có thể là một rủi ro nếu lĩnh vực bất động sản rơi vào chu kỳ đi xuống.

Kế hoạch 2019

Tăng trưởng lợi nhuận	+24%
Tăng trưởng lợi nhuận lõi	+44%

Giá thị trường (VND)	18.400
----------------------	--------

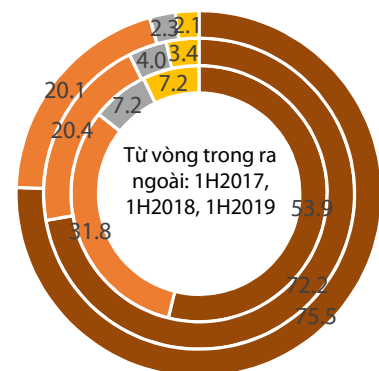
STOCK INFO

Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	729
KLCP lưu hành (triệu CP)	924
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	648
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	11,6
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	20,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

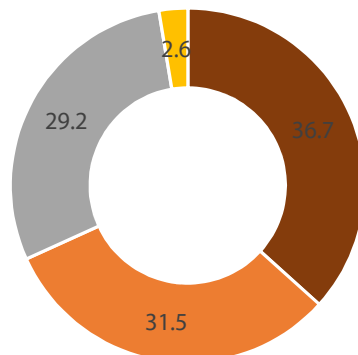
TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017F	2018A
Thu nhập hoạt động	2.929	3.401	4.089	6.086
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-15,6	16,1	20,2	48,8
LNST	521	562	1.124	2.194
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-0,3	7,8	100,1	95,1
ROA (%)	0,6	0,6	1,0	1,7
ROE (%)	6,1	6,5	12,8	22,6
EPS (VND)	1.039	961	1.912	2.687
GTSS (VND)	17.773	15.489	15.568	13.616
Cổ tức tiền mặt (VND)	850	500	498	567
P/E (x)	16,8	18,2	9,1	6,2
P/B (x)	1,0	1,1	1,1	1,3

VIB – Ngân hàng bán lẻ là trọng tâm

Hình 1: Cơ cấu cho vay (%)

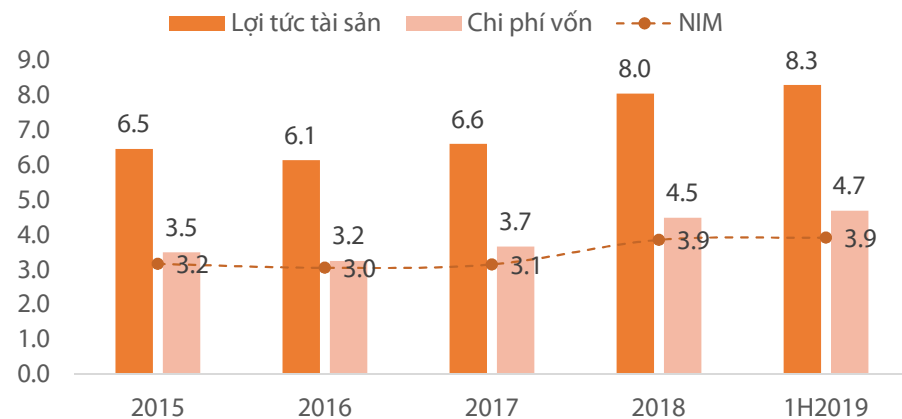


Hình 2: Cơ cấu cho vay bán lẻ 1H 2019 (%)



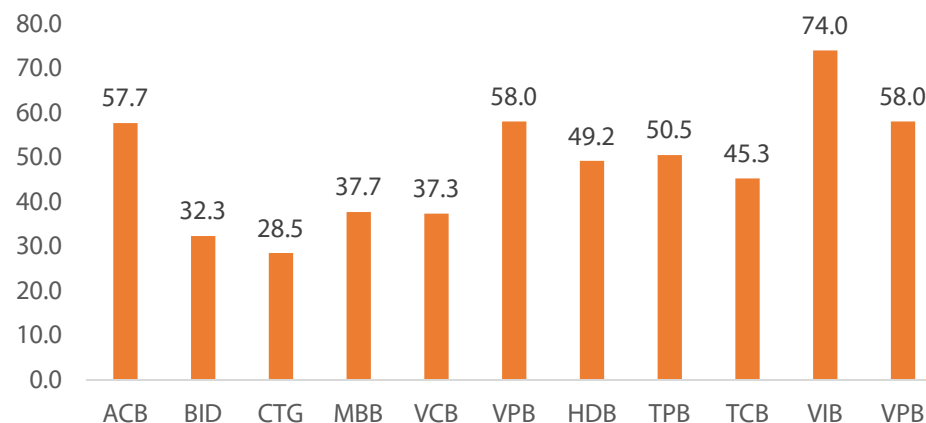
■ Cá nhân ■ Doanh nghiệp ■ SOE ■ Khác ■ Mua nhà ■ Ô tô ■ HGD ■ Thẻ tín dụng

Hình 4: Lợi suất tài sản, chi phí vốn và NIM (% - TTM)

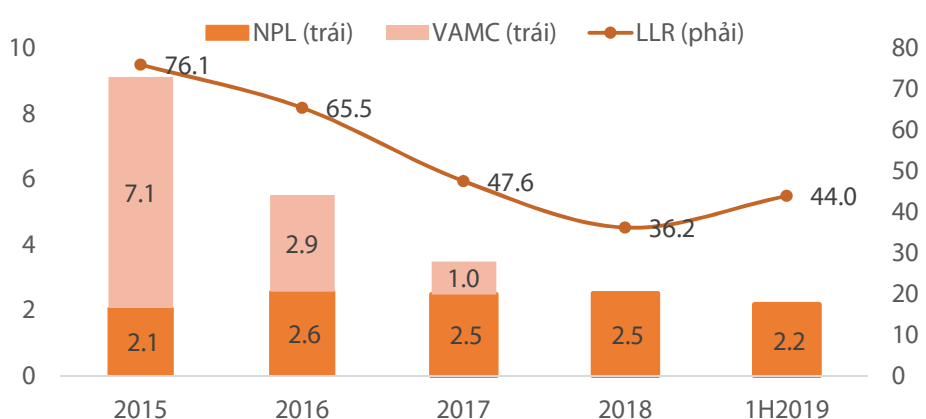


Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tỷ trọng cho vay bán lẻ ở một số NHNY tại cuối 2018 (%)



Hình 5: Tỷ lệ NPL, VAMC và dự phòng bảo nợ xấu (%)



TPB – CẦN CHUẨN BỊ NHIỀU CHO CUỘC CHƠI DÀI HẠN

ĐIỂM MẠNH/CƠ HỘI

- **Ngân hàng nhỏ nhưng đang có đà tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận mạnh mẽ**
 - Với mức 87% năm 2018 và 58% trong 1H 2019, TPB có tăng trưởng lợi nhuận thuộc top dẫn đầu trong danh sách chúng tôi theo dõi, ngang với VIB và cũng được dẫn dắt bởi đẩy mạnh cho vay mua nhà, mua ô tô và bancassurance.
 - Tỷ trọng cho vay bán lẻ tăng từ 40,7% vào năm 2017 lên 50,5% vào năm 2018 giúp NIM tăng mạnh từ 2,9% lên 3,7%. NIM tiếp tục tăng lên 4,0% vào 1H 2019.
- **Khẳng định vị thế ngân hàng số**
 - Xu hướng chuyển đổi số đang trở thành tất yếu để các ngân hàng có thể đáp ứng nhu cầu đa dạng và phức tạp của khách hàng.
 - TPB đã khẳng định vị trí của mình là một ngân hàng số khi sử dụng công nghệ tiên tiến và tự động hóa trong phục vụ khách hàng, kỳ vọng sẽ có lợi ích dài hạn dù chưa thể đem lại tác động tích cực rõ ràng trong ngắn hạn.

RỦI RO

- Chất lượng tài sản đang có diễn biến kém tích cực khi tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,5% (từ 1.1% năm 2018) và tỷ lệ dự phòng giảm xuống 84% (từ 103% năm 2018).
- Việc đẩy mạnh cho vay cá nhân dựa vào cho vay mua và sửa nhà có thể là một rủi ro nếu lĩnh vực bất động sản rơi vào chu kỳ đi xuống.
- Kế hoạch ra mắt một công ty tài chính tiêu dùng, một mặt có thể hỗ trợ tăng trưởng NIM, nhưng mặt khác có thể gây áp lực nhiều hơn lên cả chi phí hoạt động và chi phí dự phòng.
- Mặc dù sản phẩm LiveBank đặc trưng của TPB đã có được tiếng vang nhất định, tuy nhiên các sản phẩm số khác như ứng dụng ngân hàng trực tuyến, thanh toán mã QR và ví điện tử vẫn đang gặp phải sự cạnh tranh trực tiếp từ các sản phẩm của nhiều ngân hàng khác khi họ cũng hướng tới ngân hàng bán lẻ, cũng như nhiều công ty công nghệ tài chính (fin-tech) khác.

Kế hoạch 2019

Tăng trưởng lợi nhuận	+42%
Tăng trưởng tín dụng	+20%

Giá thị trường (VND)	18.400
----------------------	--------

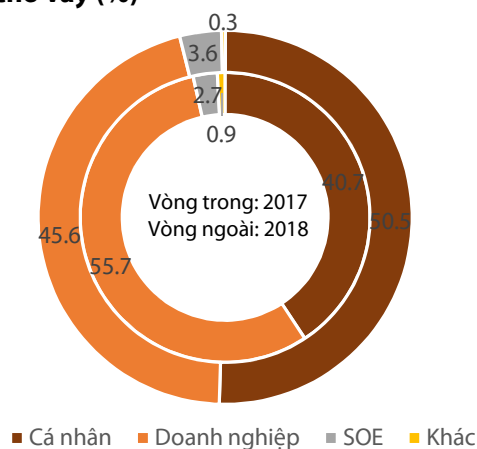
STOCK INFO

Ngành	Ngân hàng
Vốn hoá (triệu \$)	796
KLCP lưu hành (triệu CP)	827
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	1.416
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	33,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	30,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	4,2

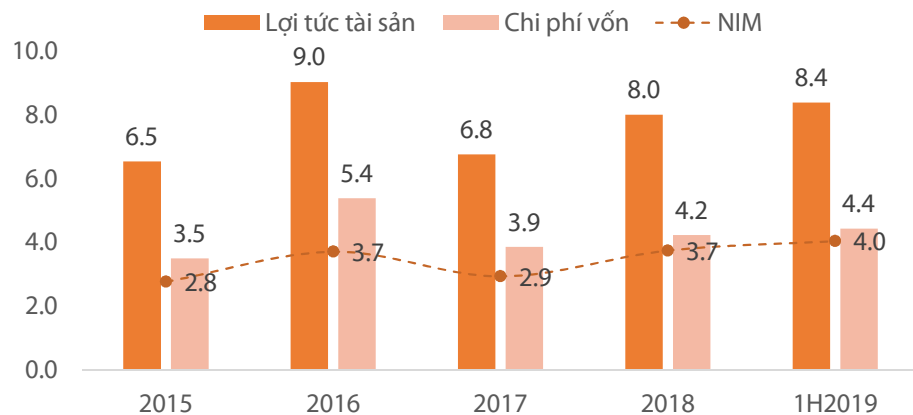
TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017F	2018A
Thu nhập hoạt động	1.555	2.309	3.610	5.627
<i>Tăng trưởng (%)</i>	35,1	48,5	56,3	55,9
LNST	562	565	964	1.805
<i>Tăng trưởng (%)</i>	4,9	0,5	70,5	87,3
ROA (%)	0,9	0,6	0,8	1,4
ROE (%)	12,4	10,8	15,6	20,9
EPS (VND)	1.013	967	1.649	-76
GTSS (VND)	8.646	9.725	11.429	12.400
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	22,1	23,2	13,6	10,6
P/B (x)	2,6	2,3	2,0	1,8

TPB – Cần chuẩn bị nhiều cho cuộc chơi dài hạn

Hình 1: Cơ cấu cho vay (%)

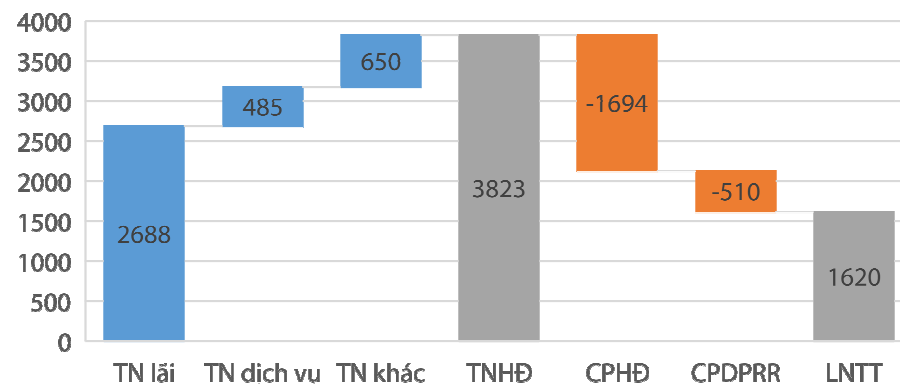


Hình 3: Lợi suất tài sản, chi phí vốn và NIM (% - TTM)

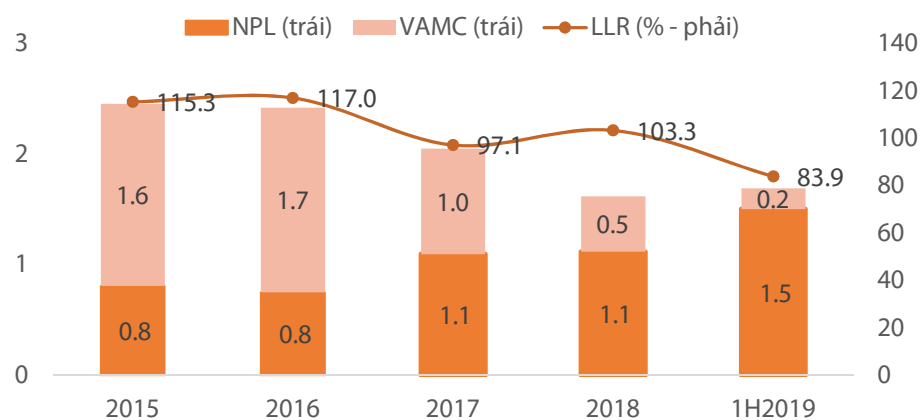


Nguồn: TPB, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu thu nhập và chi phí 1H 2019 (tỷ đồng)



Hình 4: Tỷ lệ NPL, VAMC và dự phòng bao nợ xấu (%)





NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN: Cơ hội trong rủi ro

Dương Lại - duong.ld@vdsc.com.vn

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – NHÌN LẠI 6T2019

1. Nhìn lại thị trường

- TPHCM: Lượng mở bán mới thấp nhất trong vòng 5 năm trở lại.
- Hà Nội: Lượng tiêu thụ vượt lượng mở bán lần đầu tiên kể từ Q2/2017.

2. Xu hướng và Yếu tố thị trường

- Thủ tục pháp lý hiện vẫn đang chờ khai thông.
- Trọng tâm chuyển sang các dự án ngoại thành để đón đầu làn sóng cơ sở hạ tầng.
- Huy động vốn từ các kênh mới thay vì vay vốn ngân hàng.
- Rủi ro thị trường: Giá đất tăng vọt và Đầu cơ

3. Định giá ngành và Khuyến nghị

- NLG, HDG, DXG, VRE

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – NHÌN LẠI 6T2019

Thị trường căn hộ TPHCM

- Lượng căn hộ mở bán trong 6T2019 chạm đáy 5 năm

↓ 7% QoQ

↓ 34% YoY

- Nhu cầu vẫn còn khả quan với tỷ lệ hấp thụ ấn tượng

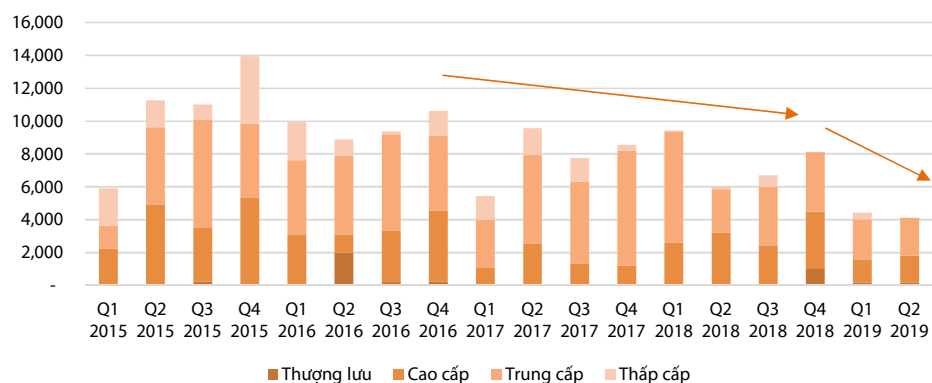
↓ 23% QoQ

↓ 37% YoY

Lượng bán

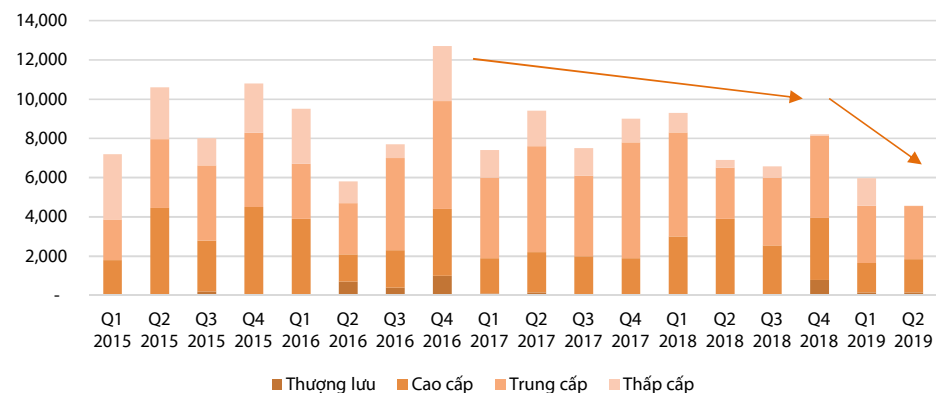
90%
Tỷ lệ hấp thụ

Hình 1: Lượng mở bán mới tại TPHCM (căn hộ)



Nguồn: CBRE, RongViet Securities

Hình 2: Lượng bán tại TPHCM (căn hộ)



Nguồn: CBRE, RongViet Securities

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – NHÌN LẠI 6T2019

Thị trường căn hộ Hà Nội

- Tình hình kinh doanh 6T2019 khả quan nhờ các dự án lớn

↑ 19% QoQ

↑ 20% YoY

- Tỷ lệ hấp thụ dự án mới mở bán không cao so với thị trường TPHCM

↑ 19% QoQ

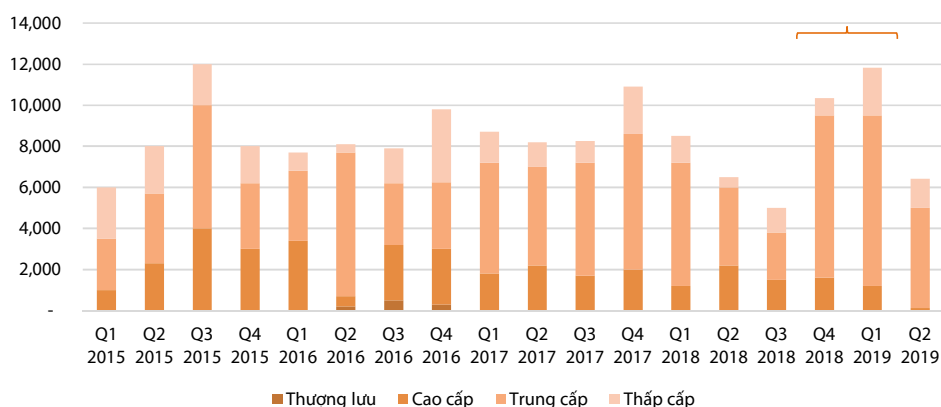
↑ 32% YoY

Lượng bán

50%

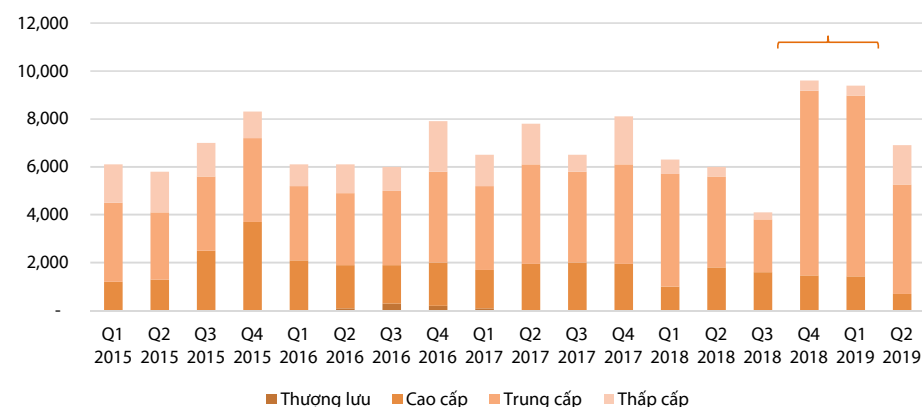
Tỷ lệ hấp thụ

Hình 3: Lượng mở bán mới tại Hà Nội (căn hộ)



Nguồn: CBRE, RongViet Securities

Hình 4: Lượng bán tại Hà Nội (căn hộ)



Nguồn: CBRE, RongViet Securities

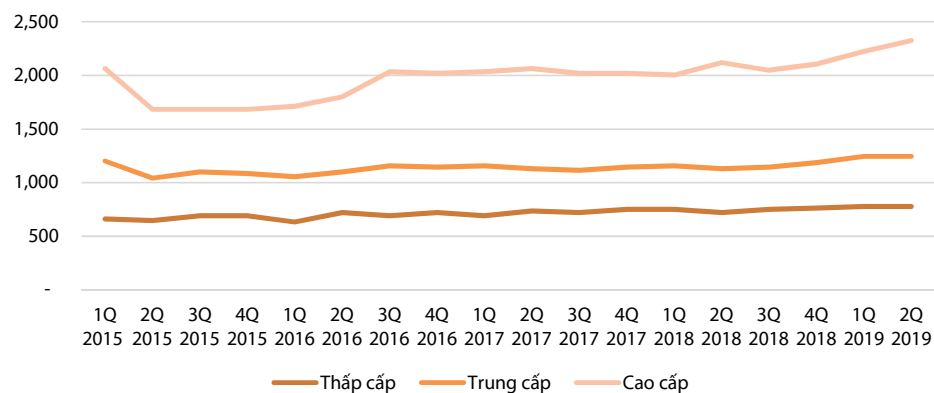
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – NHÌN LẠI 6T2019

Giá bán tăng đều tại các phân khúc

Hà Nội:

- Phân khúc cao cấp đạt mức giá cao nhất trong 5 năm: 2.345 USD/m², tăng 20% so với mức trung bình 1.955 USD.

Hình 3: Giá bán sơ cấp chung cư tại thị trường Hà Nội

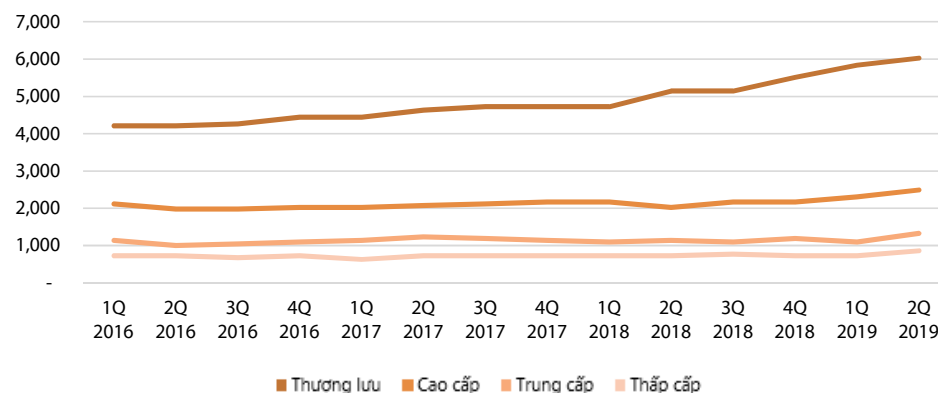


Nguồn: CBRE, RongViet Securities

TPHCM:

- Phân khúc cao cấp và phân khúc hạng sang đạt kết quả tốt nhất trong 6T2019 về tăng trưởng giá bán trung bình, tăng lần lượt 23% và 15% so với cùng kỳ.

Hình 4: Giá bán sơ cấp chung cư tại thị trường TPHCM



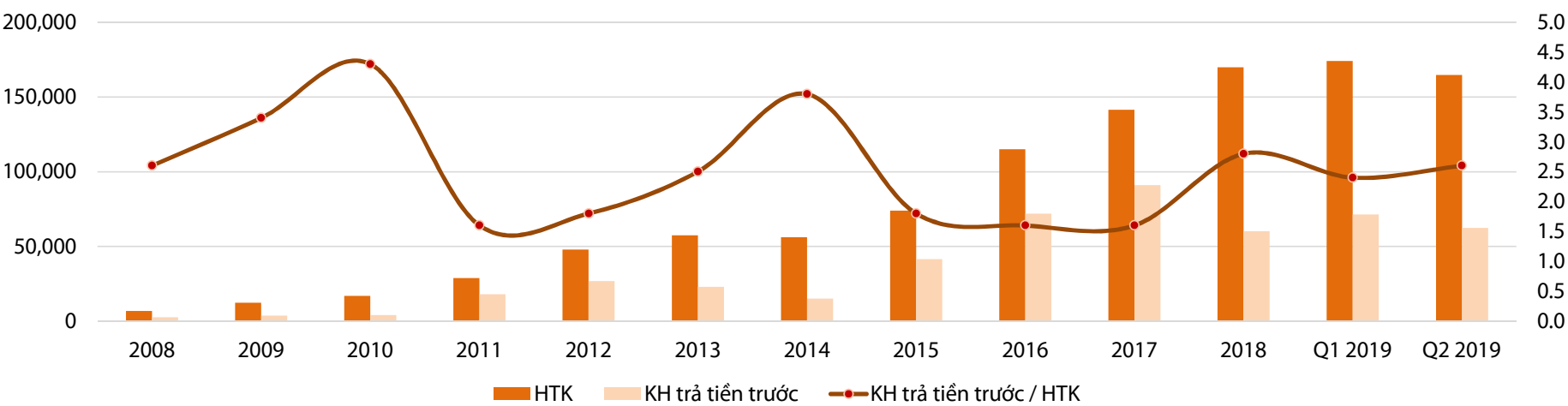
Nguồn: CBRE, RongViet Securities

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – NHÌN LẠI 6T2019

Tỷ lệ đặt cọc/hàng tồn kho giảm: Liệu có ảnh hưởng lên lợi nhuận năm 2019 và 2020?

- 2018 là bước ngoặt trong việc tăng trưởng lợi nhuận sau một giai đoạn tích lũy quỹ đất và phát triển các dự án nhà ở từ 2014-2018.
- Xây dựng và phát triển dự án đang có dấu hiệu chững lại.

Hình 5: Tỷ lệ đặt cọc của khách hàng/ hàng tồn kho



Nguồn: FiinPro, RongViet Securities

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – XU HƯỚNG VÀ YẾU TỐ

Thị trường TPHCM: Vương mắc thủ tục pháp lý

03 dự án
(-84% YoY)

Số lượng dự án mới được Sở Xây dựng đề xuất lên HĐND Thành phố để được công nhận chủ đầu tư.

10 dự án
(-82% YoY)

Số lượng dự án mới được Sở Xây dựng đề lên HĐND Thành phố để nhận Chứng nhận Đầu tư.

24 dự án
(-29% YoY)

Số lượng dự án đủ tiêu chuẩn để hình thành tài sản trong tương lai.

Nguồn: Horea, RongViet Securities

-> **Rủi ro pháp lý ảnh hưởng lên kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản.**

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – XU HƯỚNG VÀ YẾU TỐ

Chuyển hướng sang các tỉnh vùng ven

Nhiều doanh nghiệp BĐS tích lũy quỹ đất tại các tỉnh vùng ven, với kỳ vọng hưởng lợi từ phát triển cơ sở hạ tầng:

- VHM: Ngoài Hà Nội và TPHCM, 32% diện tích sàn thuộc tỉnh Quảng Ninh.
- NLG: Có kế hoạch phát triển dự án tại Long An, Đồng Nai và Hải Phòng.
- DXG: Thâu tóm quỹ đất tại Bình Dương để phát triển các dự án cao tầng.
- VPI: Tích lũy quỹ đất tại Huế và Cần Thơ
- NVL: Mở rộng sang mảng dịch vụ nghỉ dưỡng để đón đầu xu hướng du lịch.
- PDR: Kiểm lời từ thị trường bất động sản tại Bình Định và Quảng Ngãi.
- Các DN BĐS có quỹ đất sạch tại các tỉnh vùng ven có thể sẽ hưởng lợi từ xu hướng này bao gồm NTL, HDC, DIG, NDN.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – XU HƯỚNG VÀ YẾU TỐ

Huy động vốn từ các kênh mới

Chính sách thắt chặt tín dụng khiến các DN BĐS tìm kiếm các lựa chọn khác trên thị trường trái phiếu

6.500 tỷ đồng

Giá trị trái phiếu đã phát hành bởi các DN BĐS niêm yết.

22.122 tỷ đồng

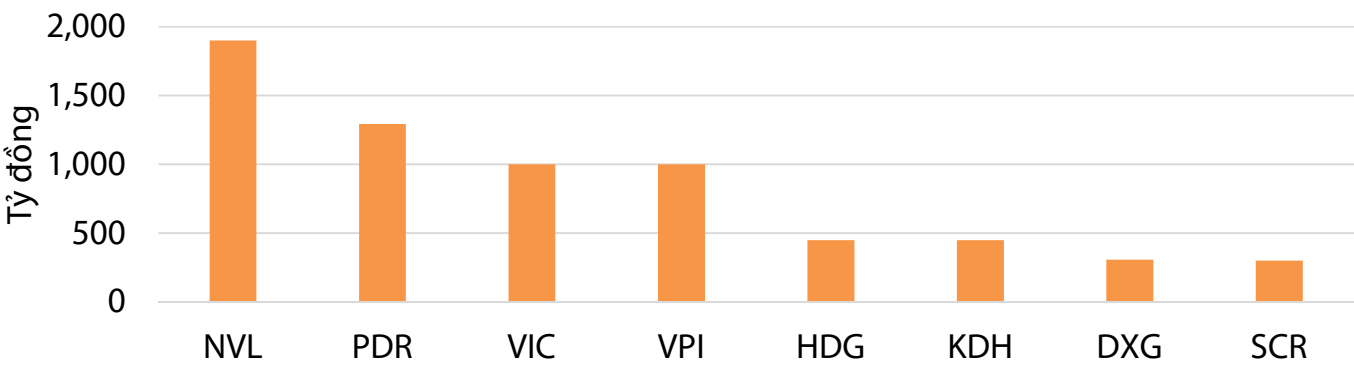
Giá trị trái phiếu đã phát hành bởi các DN BĐS nói chung.

11,0 -12,0%

Lãi suất Coupon Trung bình

Nguồn: FiinPro, RongViet Securities

Hình 5: Tình hình phát hành trái phiếu nửa đầu năm 2019



Nguồn: FiinPro, RongViet Securities

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – XU HƯỚNG VÀ YẾU TỐ

Rủi ro thị trường

1. Giá đất tăng vọt

- Giá đất tăng mạnh 50-300% trên cả nước.
- Thanh khoản bắt đầu giảm tại một số khu vực.

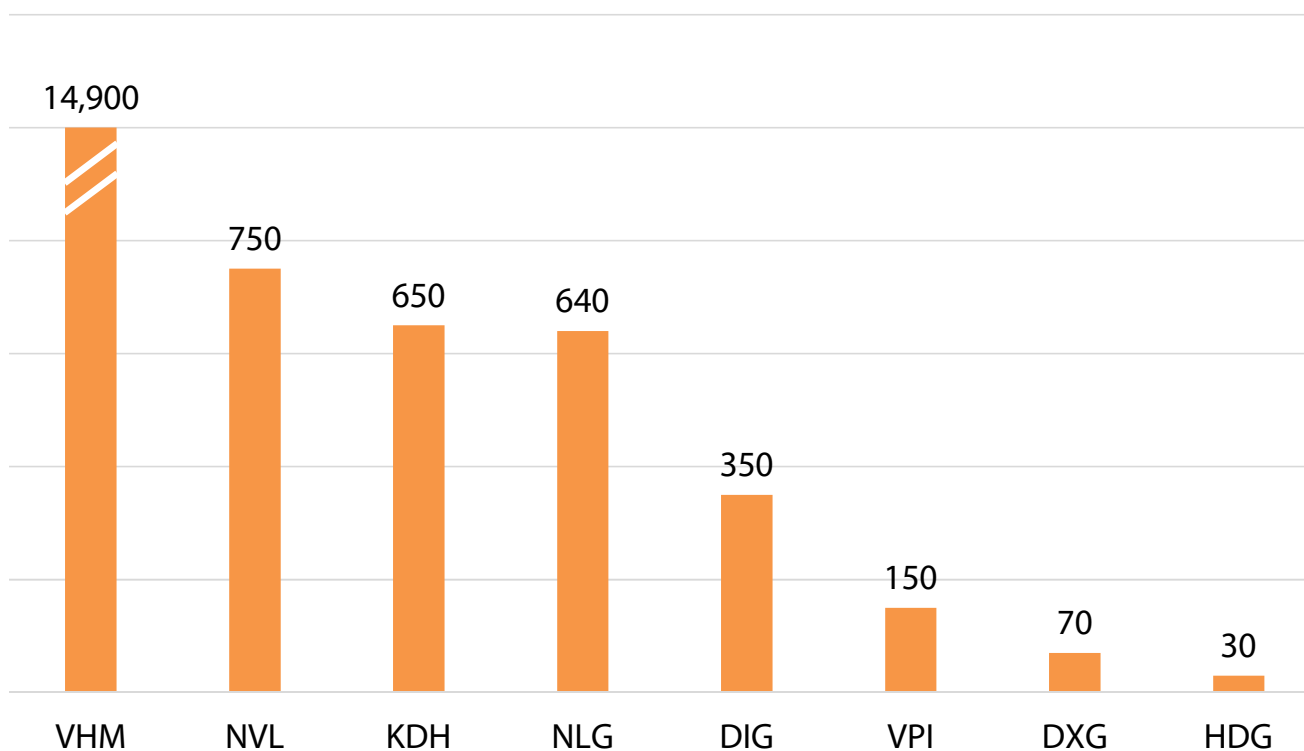
2. Đầu cơ

- Tỷ lệ đầu tư và đầu cơ tại các dự án cao tầng tại Hà Nội và TPHCM là 50% (Savills). Đối với các dự án tại tỉnh vùng ven, chúng tôi cho rằng tỷ lệ này còn cao hơn.
- > Xu hướng này ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ dự án trong trường hợp tình hình kinh tế vĩ mô biến động.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – ĐỊNH GIÁ

Quỹ đất của các doanh nghiệp BĐS

Hình : Quỹ đất (ha)

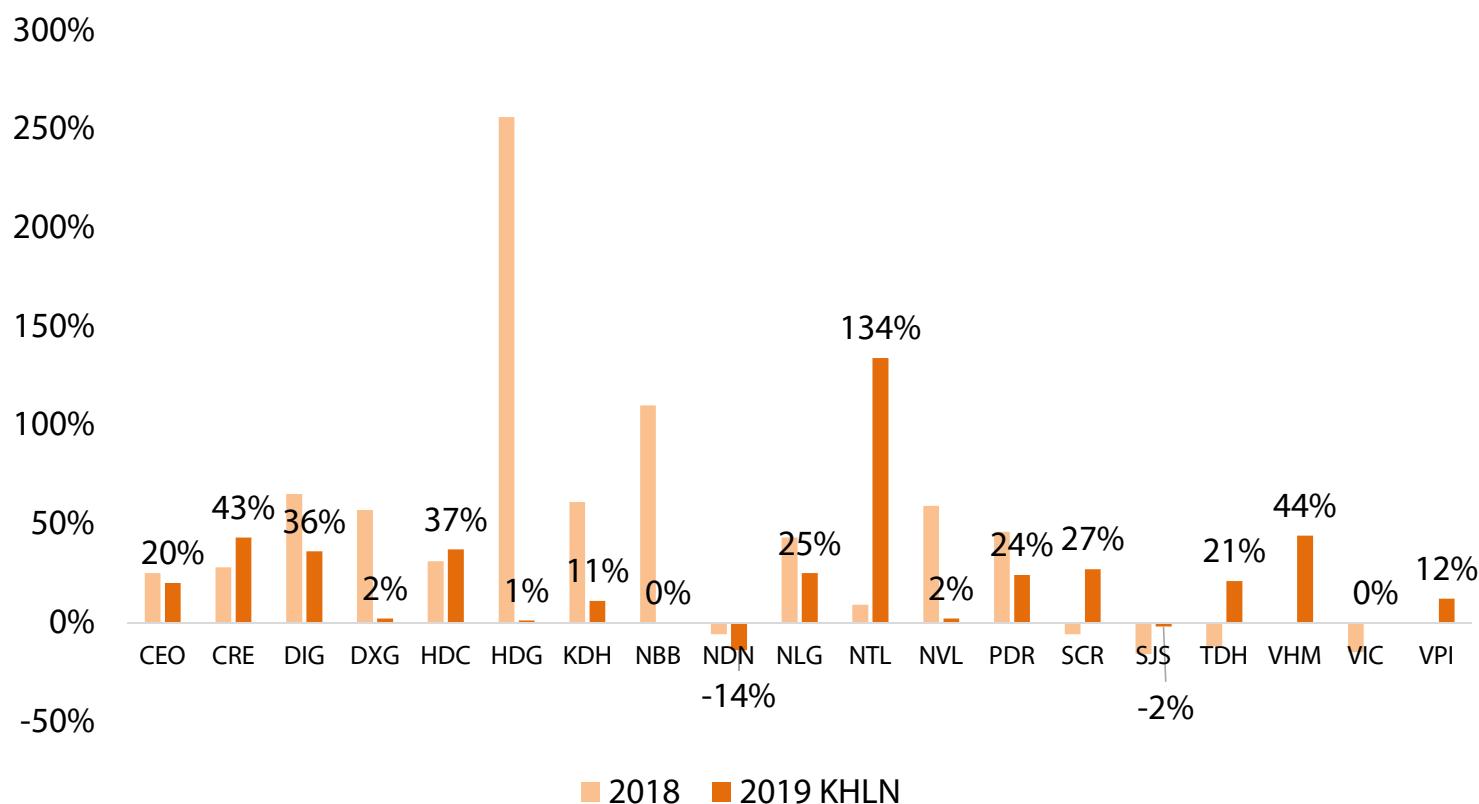


- VHM gần như “thống trị” thị trường với 50% quỹ đất nằm tại Hà Nội và TPHCM, lượng còn lại nằm ở các vị trí “đắc địa” như Quảng Ninh.
- NLG là một trong những nhà phát triển năng động nhất, đã tích lũy được quỹ đất 230ha.
- KDH: Quỹ đất có được nhờ thu tóm BCCI tại cuối năm 2017.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – ĐỊNH GIÁ

Kế hoạch lợi nhuận 2019

Hình : Tăng trưởng lợi nhuận 2018 và 2019

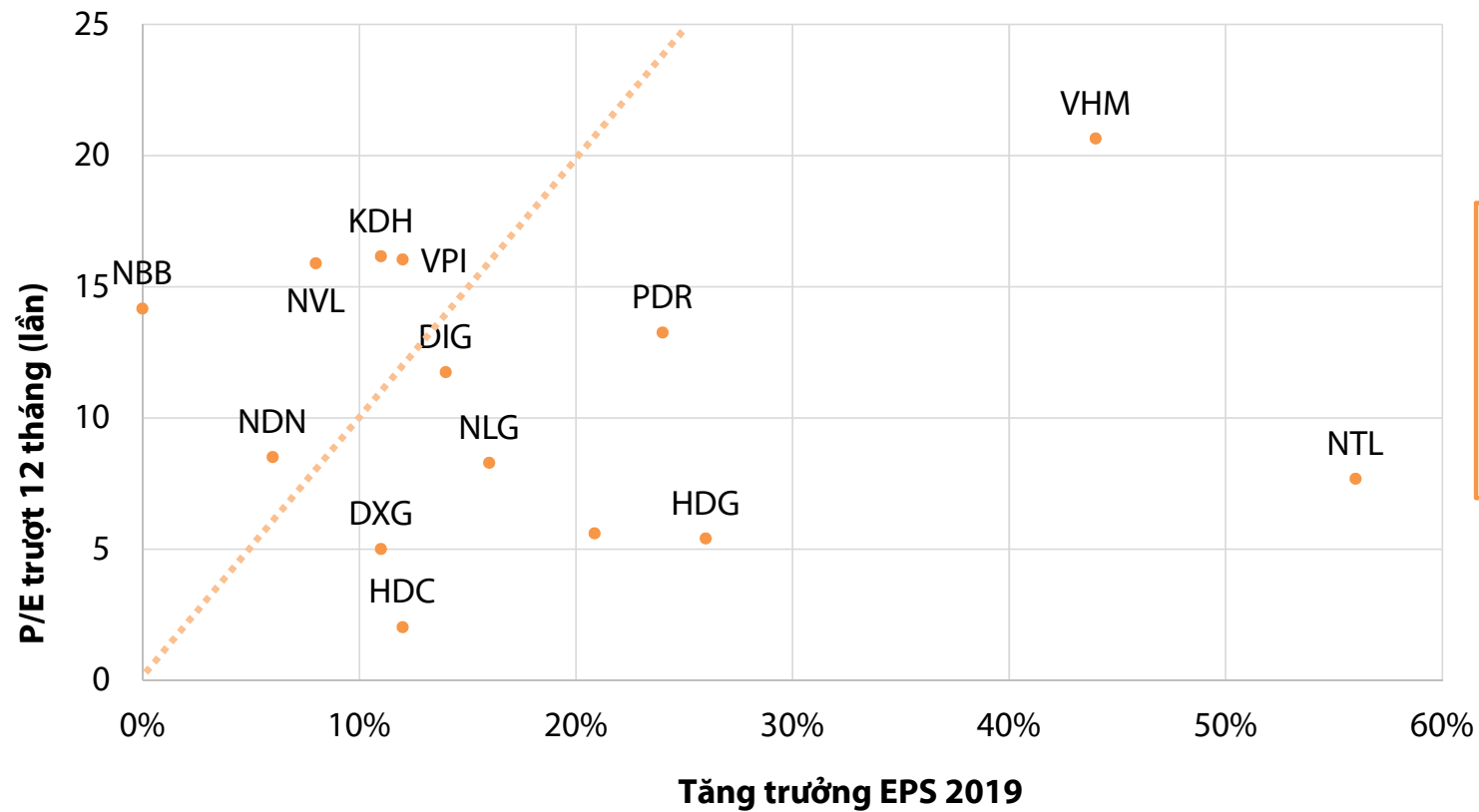


- 2018 được coi là đỉnh tăng trưởng lợi nhuận cho các DN.
- 2019: Các doanh nghiệp đặt mục tiêu thận trọng hơn. Chúng tôi cho rằng hầu hết các DN sẽ đạt kế hoạch.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – ĐỊNH GIÁ

PE forward

Hình : P/E

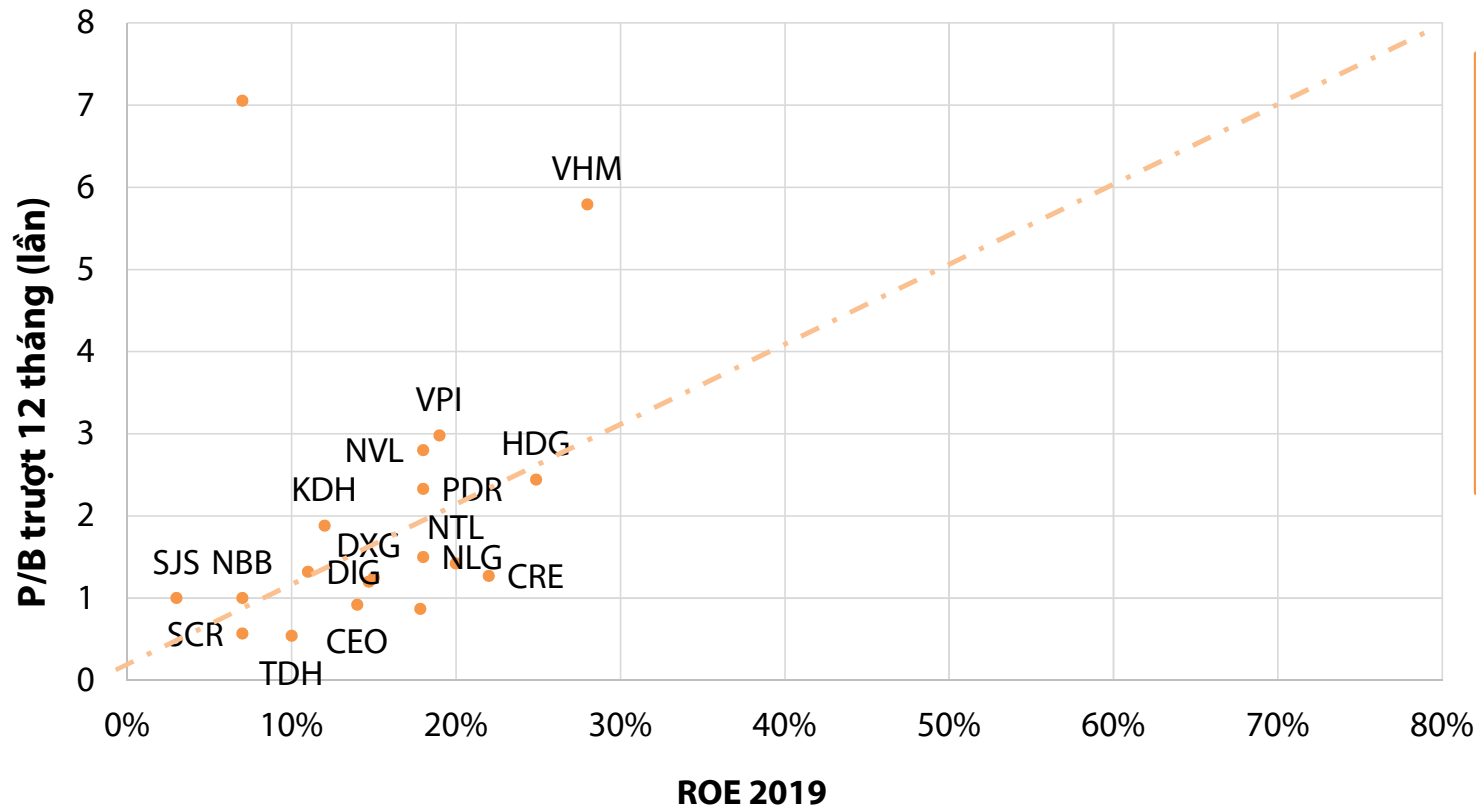


Các nhà đầu tư ngắn hạn có thể lựa chọn các doanh nghiệp đạt tăng trưởng lợi nhuận cao năm 2019.

REAL ESTATE - INDUSTRY VALUATION

PB forward

Hình : P/B



Các nhà đầu tư dài hạn nên chọn cổ phiếu có P/B thấp, đi kèm với giá trị sổ sách cao (nhiều quỹ đất), cũng như xem xét khả năng khai thác quỹ đất trong thời gian tới.

NLG – KHAI THÁC QUỸ ĐẤT

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tích lũy quỹ đất lớn đặc địa**
 - Tổng quỹ đất mới đạt hơn 230 ha, nằm ở các vị trí đặc địa như Đồng Nai và Hải Phòng, mang lại tiềm năng tăng trưởng lớn trong trung hạn nhờ điều kiện cơ sở hạ tầng được cải thiện. Thủ tục pháp lý gần hoàn thiện, đảm bảo dòng tiền trung hạn.
- **Triển khai dự án sẽ thúc đẩy việc ghi nhận lợi nhuận**
 - Akari City: Giai đoạn 1 sẽ bắt đầu khai thác, với tổng diện tích 4,0 ha, cung cấp 1.200 căn hộ cho thị trường. Giá bán trung bình ước tính ở mức 31 triệu đồng/m². Hiện tại, lượng căn hộ mở bán đã được đặt chỗ gần hết.
 - Waterpoint: Thủ tục pháp lý đã hoàn thiện và dự án sẵn sàng để triển khai. NLG dự kiến bán lần lượt 800 và 1.000 căn trong năm 2019 và 2020.
- **Định giá hấp dẫn:** P/E và P/B forward năm 2019 là 7,8 lần và 1,5 lần, tương đối hấp dẫn đối với doanh nghiệp bất động sản sở hữu quỹ đất lớn có giá trị.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thủ tục pháp lý trì hoãn kéo dài.
- Suy giảm thị trường chung gây tâm lý tiêu cực đối với các dự án mở bán.

MUA

+36%

Giá thị trường (VND)	30,800
Giá mục tiêu (VND)	41,900

Cổ tức trong 12 tháng tới

-

STOCK INFO

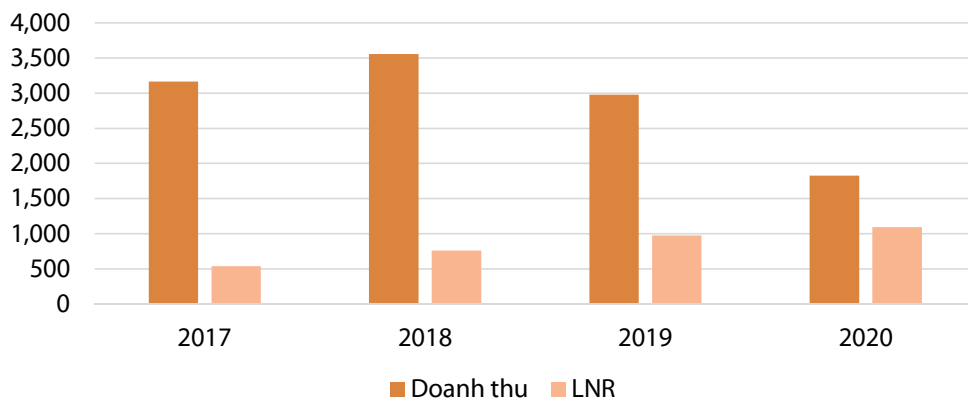
Ngành	Bất động sản
Vốn hoá (triệu \$)	303
KLCP lưu hành (triệu CP)	229
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	1.127
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	34,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	49,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	3.161	3.480	3.263	1.823
<i>Tăng trưởng (%)</i>	24,8	10,1	-6,2	-44,1
LNST	535	763	972	1.090
<i>Tăng trưởng (%)</i>	55,0	42,7	27,4	12,1
ROA (%)	7,6	8,7	11,8	11,4
ROE (%)	15,6	17,0	18,7	19,4
EPS (VND)	3.165	315	4.067	4.561
GTSS (VND)	18.573	19.237	21.466	25.460
Cổ tức tiền mặt (VND)	225	197	0	0
P/E (x)	9,9	10,3	10,3	9,2
P/B (x)	1,7	1,6	2,0	1,6



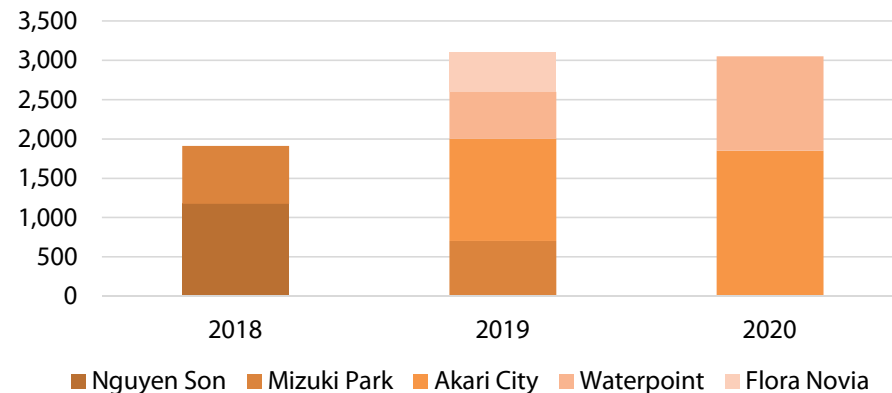
NLG – Quỹ đất sẵn sàng để khai thác

Hình 1: Dự phóng kết quả kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 2: Dự phóng số lượng căn bán (căn)



Nguồn: Rong Viet Securities

Bảng 1: Danh mục dự án đang triển khai

Dự án	Nam Long Hải Phòng	Paragon Đại Phước	Đồng Nai Waterfront City
Vị trí	Thuy Nguyen, Hải Phòng	Nhơn Trạch, Đồng Nai	Biên Hoà, Đồng Nai
Quy mô	21ha, 850 căn thấp tầng và 2.200 căn cao tầng	45ha, nhà thấp tầng.	170 ha, 4.000 căn biệt thự và 3.000 căn hộ cao tầng
Tỷ lệ sở hữu	50%	100%	70%
Nhận định	Dự án mua lại từ VSIP, có vị trí tốt nhờ cơ sở hạ tầng tại Hải Phòng được nâng cấp.	Dự án mua lại từ Việt Thiên Lâm, nằm tại đảo Đại Phước.	Dự án mua lại từ Keppel Land.

Nguồn: NLG



DXG – ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Rà soát thủ tục pháp lý ảnh hưởng lên tiến độ**
 - Hoạt động xây dựng đang bị trì hoãn. Thêm vào đó, các “tin đồn” về tình trạng pháp lý của các dự án của DXG bắt đầu từ năm 2018, tạo “áp lực” lên giá cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng tin tức tiêu cực đã được phản ánh một phần vào giá.
- **Kế hoạch mở bán và tích lũy quỹ đất**
 - Gem Riverside sẽ tiếp tục đóng góp chính vào định giá của DXG. Bên cạnh đó, DXG có dự định phát triển ba dự án nhỏ tại TPHCM, tuy nhiên đã không kịp mở bán năm 2018 như kế hoạch. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng khi cân nhắc tình trạng pháp lý của các dự án này.
- **Chia tách mảng môi giới**
 - DXG hiện đang là nhà môi giới hàng đầu trong mảng bất động sản tầm trung, ước tính thị phần khoảng 20-25% năm 2018. Doanh nghiệp đang trong quá trình tái cấu trúc mảng kinh doanh này để dự kiến niêm yết đầu 2020.
- **Huy động vốn để triển khai dự án**
 - DXG sẽ phát hành trái phiếu trớn và phát hành cổ phiếu tỷ lệ 4:1. Kế hoạch phát hành thêm cũng là một nguyên nhân cho việc giá cổ phiếu giảm gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là ‘catalyst’ tích cực trong dài hạn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ triển khai các dự án chính có thể tiếp tục bị trì hoãn.

MUA

+56%

Giá thị trường (VND)	14.100
Giá mục tiêu (VND)	22.000

Cổ tức trong 12 tháng tới

-

STOCK INFO

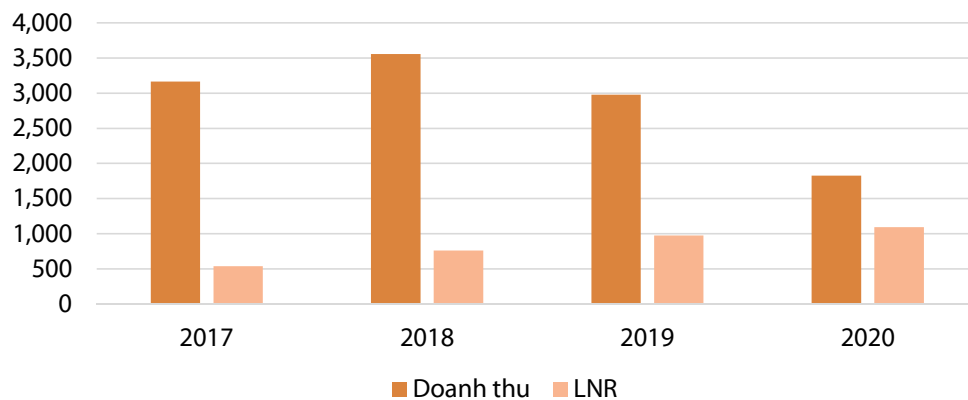
Ngành	Bất động sản
Vốn hoá (triệu \$)	311
KLCP lưu hành (triệu CP)	514
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	1.045
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	18,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	47,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	2.879	4.645	4.439	4.439
<i>Tăng trưởng (%)</i>	14,9	61,3	-4,5	0,0
LNST	751	1.178	1.230	1.311
<i>Tăng trưởng (%)</i>	39,8	56,9	4,3	6,6
ROA (%)	9,5	9,8	13,4	10,6
ROE (%)	18,3	21,7	21,2	18,6
EPS (VND)	2.402	3.440	2.391	2.549
GTSS (VND)	12.578	14.282	14.943	20.395
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	7,7	6,9	9,2	8,6
P/B (x)	1,1	1,0	1,5	1,1



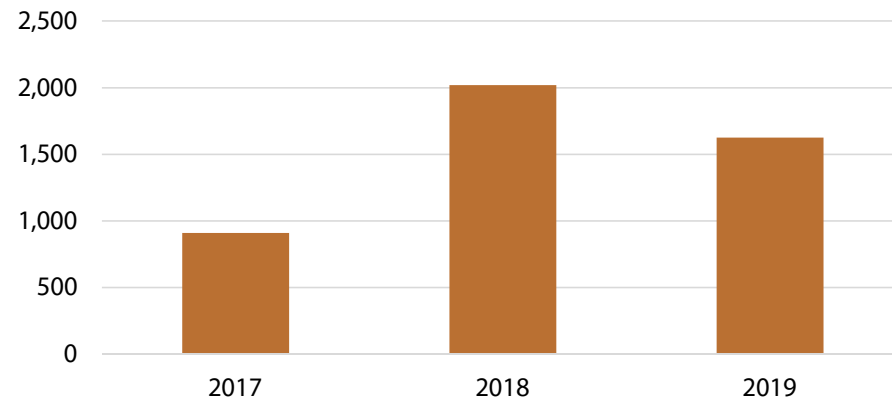
DXG –Hoạt động môi giới đóng góp chính

Hình 1: Dự phóng KQKD (tỷ đồng)



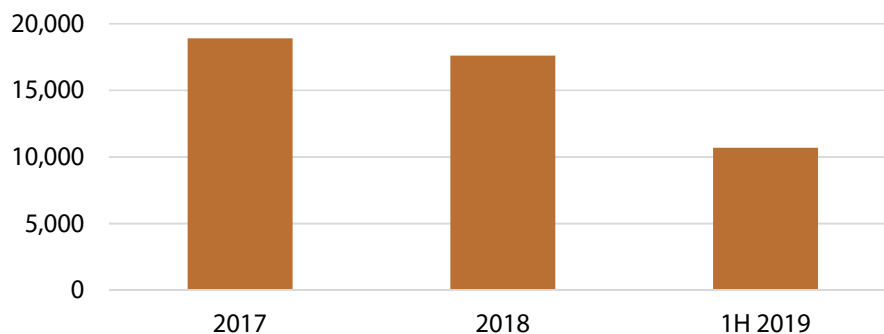
Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 2: Tổng số pre-sale (căn)



Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 3: Số lượng giao dịch trong mảng môi giới (căn)



Nguồn: DXG



HDG – MỞ RỘNG SANG MẢNG NĂNG LƯỢNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **BĐS: Dragon City sẵn sàng mở bán**
 - Hà Đô Dragon City (Hà Nội) là dự án trọng điểm. HDG lùi thời gian mở bán sang nửa cuối năm 2019 do có sự thay đổi trong quy hoạch. 370 căn nhà thấp tầng kỳ vọng mang lại doanh thu khoảng 3.200 tỷ đồng, tăng 18% so với kế hoạch ban đầu nhờ tăng giá bán.
 - Các dự án khác đang trong quá trình phát triển, dự kiến mở bán từ năm 2020 trở đi.
- **Năng lượng: Tiếp tục tăng trưởng**
 - Mảng năng lượng sẽ là một trong những trụ cột của HDG trong những năm tới. Doanh nghiệp đã tăng tỷ lệ sở hữu cho các dự án năng lượng và đúng tiến độ trong việc xây dựng. Hai dự án thủy điện mới dự kiến sẽ bắt đầu chạy từ Q3-Q4/2020, nâng tổng công suất thêm 150 MW.
- **Phát hành trái phiếu**
 - Doanh nghiệp mới phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu trơn kỳ hạn 2 năm, lãi suất 10,5-11% và dự định phát hành thêm trái phiếu trong tương lai. Thêm vào đó, HDG cũng có dự định phát hành 1.500 tỷ trái phiếu đảm bảo bằng vốn chủ kỳ hạn 3 năm trong Q2/2019, tuy nhiên kế hoạch này có thể được dời lại.
 - HDG sẽ đẩy mạnh đầu tư vào năng lượng tái tạo để tận dụng cơ hội. Tổng đầu tư dự kiến cho 2019 và 2020 lần lượt là 6.500 tỷ và 10.500 tỷ đồng, trong đó mảng năng lượng chiếm 60%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro chính sách trong ngành năng lượng tái tạo.

TÍCH LŨY

3%

Giá thị trường (VND)	36.200
Giá mục tiêu (VND)	37.200

Cổ tức trong 12 tháng tới

-

STOCK INFO

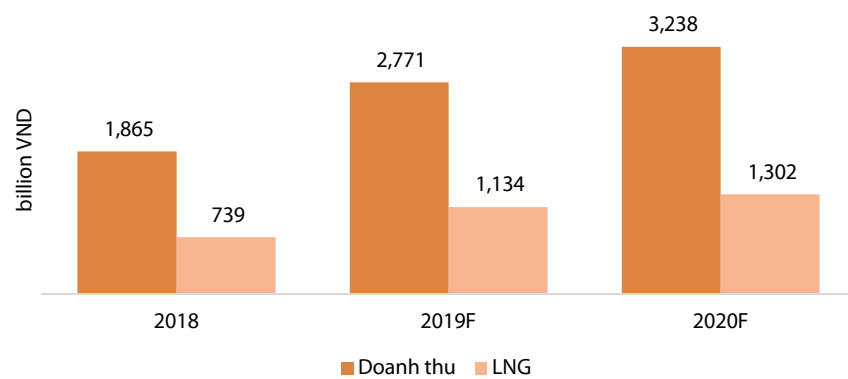
Ngành	Bất động sản
Vốn hoá (triệu \$)	184
KLCP lưu hành (triệu CP)	119
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	533
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	19,1
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	15,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	2.297	3.221	4.744	6.049
<i>Tăng trưởng (%)</i>	15,5	40,2	47,3	27,5
LNST	178	633	654	801
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-24,3	255,1	3,2	22,5
ROA (%)	2,4	6,5	5,5	6,5
ROE (%)	9,1	26,5	19,6	18,8
EPS (VND)	2.277	1.870	5.509	6.751
GTSS (VND)	16.760	19.314	28.149	34.670
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	1.000	0	0
P/E (x)	15,9	5,5	6,8	5,5
P/B (x)	2,2	1,9	1,3	1,1



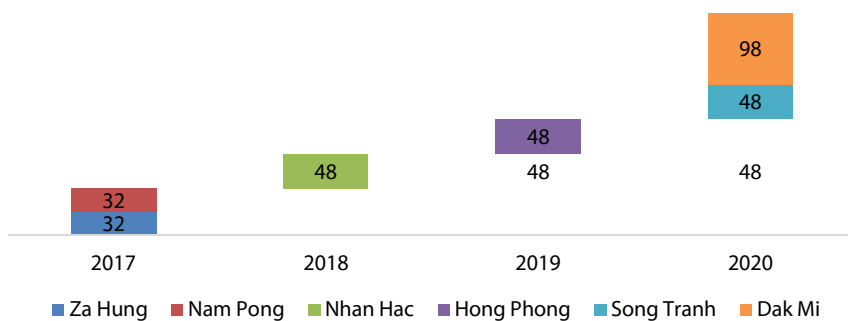
HDG –Mảng năng lượng là trọng tâm

Hình 1: Dự phóng KQKD mảng bất động sản



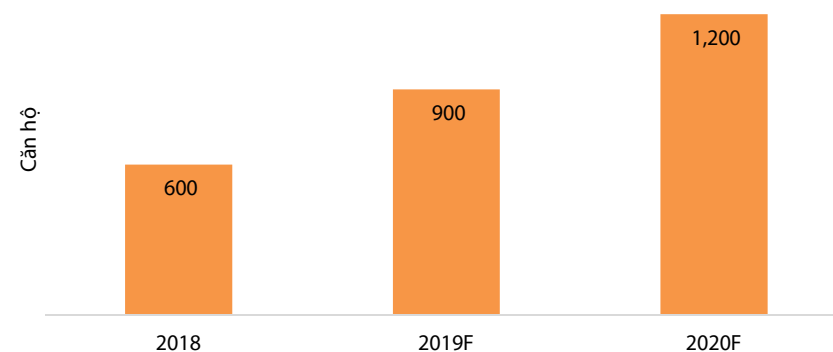
Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 3: Tăng công suất năng lượng (MW)



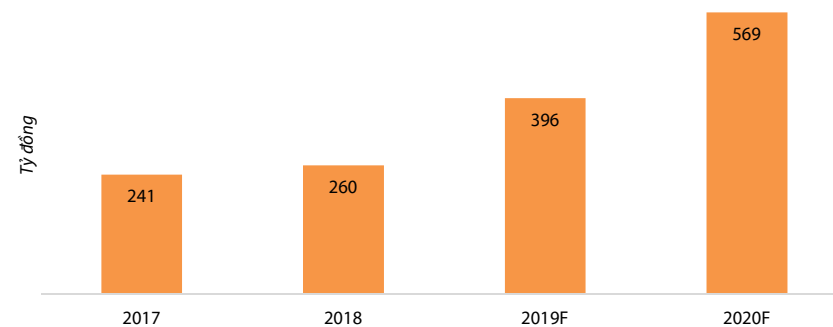
Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 2: Số lượng căn hộ bàn giao



Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 4: Dự phóng lợi nhuận gộp mảng năng lượng



Nguồn: Rong Viet Securities



VRE – TIẾP TỤC MỞ RỘNG QUY MÔ

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tiếp tục mở rộng quy mô**
 - Bắt đầu tìm kiếm khách thuê cho ba dự án Vincom Megamalls tại các dự án Ocean Park, Smart City và Grand Park. Vinhomes sẽ dự kiến bàn giao Grand Park, Ocean Park và Smart City từ 2019 cho khối thấp tầng và 2020 cho khối cao tầng. Theo đó, ba TTTM Vincom Megamall sẽ đi vào hoạt động từ năm 2020-2021.
 - Thêm 10 trung tâm thương mại mới sẽ khai trương trong nửa cuối năm 2019, nâng tổng diện tích sàn thêm 91,000 m². VRE tiếp tục tăng độ phủ sóng tới các tỉnh Nam Định, Đồng Tháp, Điện Biên, Kon Tum, Mỹ Tho, Bạc Liêu, Sóc Trăng và Bình Dương với mô hình Vincom Plaza và Plus. Theo đó, VRE sẽ có mặt tại 42 tỉnh thành.
- **KQKD sẽ được cải thiện**
 - Tỷ lệ lấp đầy được cải thiện. Dự báo cho cả năm 2019, tỷ lệ lấp đầy trung bình sẽ đạt 92,5% (+2,5% YoY).
 - Giá cho thuê tăng nhẹ nhờ các hợp đồng kí mới. Chúng tôi dự phóng giá cho thuê trung bình năm 2019 sẽ đạt khoảng 22 USD/m²/tháng (+10% YoY).
 - Thay đổi cơ cấu khách thuê, tăng tỷ lệ khách trong ngành Thực phẩm & đồ uống, giải trí và dịch vụ.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thương mại điện tử gia tăng ảnh hưởng.
- Kế hoạch mở rộng tại các tỉnh vùng ven đi trước sự phát triển của ngành bán lẻ hiện đại.

TÍCH LŨY

+10%

Giá thị trường (VND)	35.150
Giá mục tiêu (VND)	38.550

Cổ tức trong 12 tháng tới

-

STOCK INFO

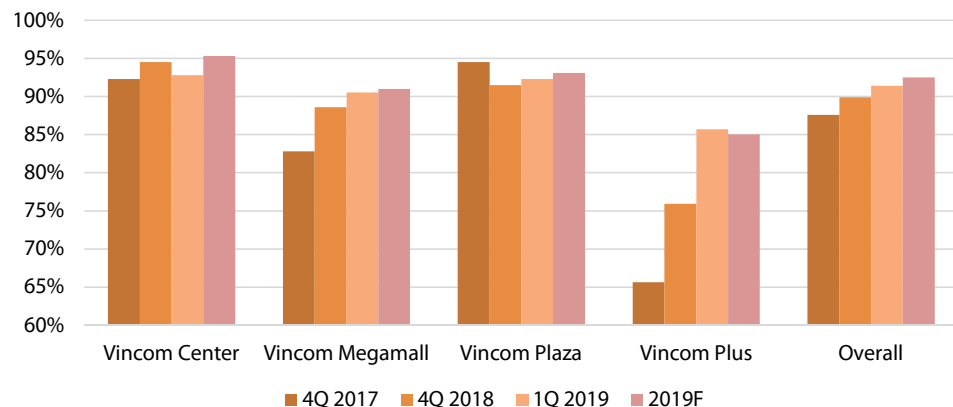
Ngành	Bất động sản
Vốn hoá (triệu \$)	3.513
KLCP lưu hành (triệu CP)	2.329
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	3.558
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	125,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	32,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	5.518	9.124	9.276	10.513
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-13,6	65,3	1,7	13,3
LNST	2.027	2.404	2.927	3.578
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-16,8	18,6	21,7	22,2
ROA (%)	5,6	6,3	7,5	8,6
ROE (%)	8,0	8,8	9,8	10,8
EPS (VND)	1.066	5.485	1.257	1.536
GTSS (VND)	13.710	12.224	13.472	15.013
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1.050	0	0
P/E (x)	33,2	34,3	30,7	25,1
P/B (x)	2,6	2,9	2,9	2,6



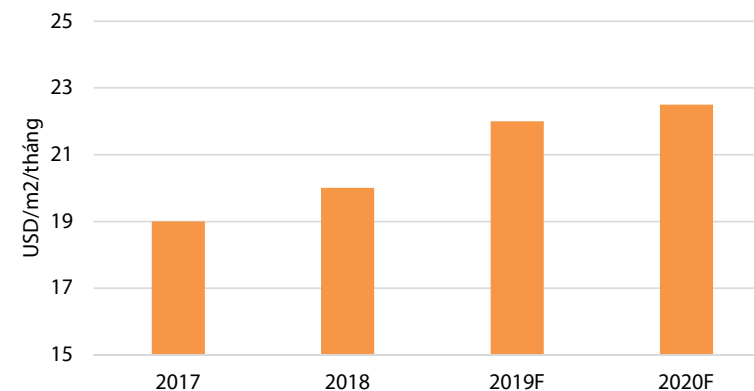
VRE – Kết quả kinh doanh sẽ cải thiện

Hình 1: Tỷ lệ lấp đầy



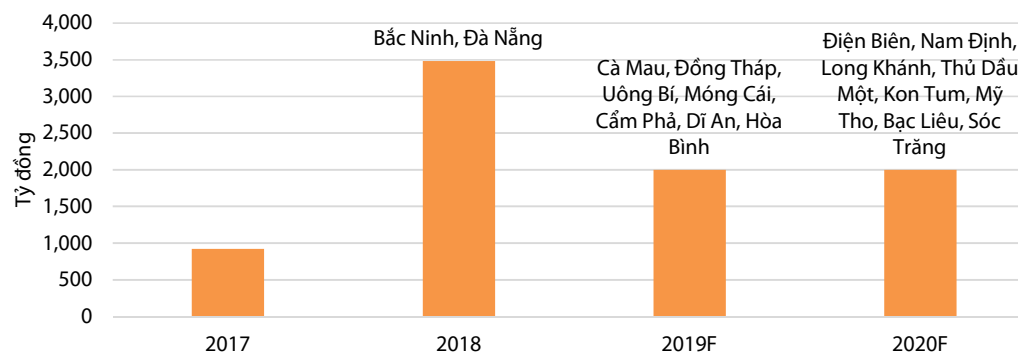
Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 2: Dự phóng giá cho thuê



Nguồn: Rong Viet Securities

Hình 3: Dự phóng mảng nhà ở



Nguồn: Rong Viet Securities



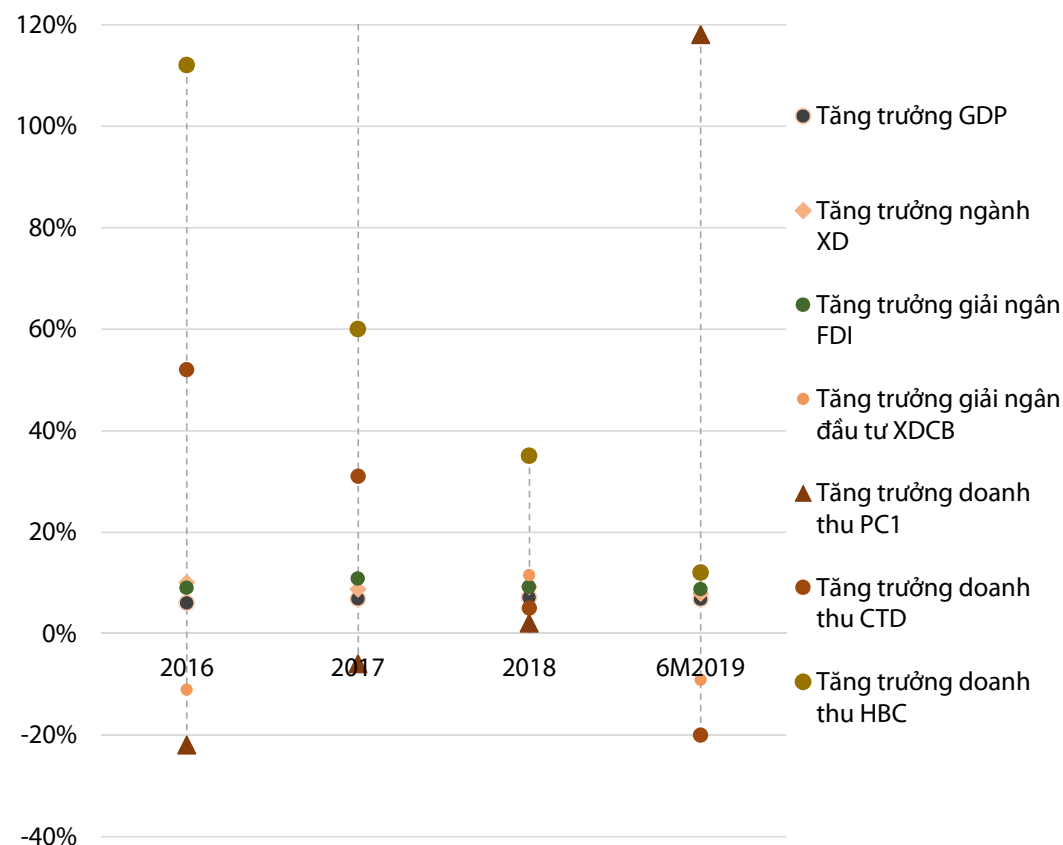
NGÀNH XÂY DỰNG: Khó khăn

Trinh Nguyễn - trinh.nh@vdsc.com.vn

NGÀNH XÂY DỰNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

Tăng trưởng chậm dần

Hình 1: Tăng trưởng ngành và doanh nghiệp



Nguồn: Tổng cục Thống kê, CTCK Rồng Việt tổng hợp
 (*) Tăng trưởng Doanh thu của PC1 chỉ tính mảng Xây lắp điện

- **Tốc độ tăng trưởng giá trị ngành xây dựng giảm về 7,9% trong 6T2019, ảnh hưởng trực tiếp lên tốc độ tăng trưởng doanh thu của các nhà thầu xây dựng.**
 - Xây dựng dân dụng là tiểu ngành bị ảnh hưởng lớn nhất do một loạt dự án lớn ở các đô thị bị hoãn hoặc chậm tiến độ. CTD, được coi là tổng thầu dân dụng đầu ngành, ghi nhận doanh thu 6T2019 giảm 20%. Một tổng thầu lớn khác, HBC, cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu nửa đầu năm chậm lại.
 - Giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) ổn định ở mức 8,7%. Đây là một trong những nhân tố chính bù đắp cho phần tăng trưởng chậm lại của tiểu ngành XD dân dụng. Một số doanh nghiệp đón đầu làn sóng xây dựng nhà xưởng, khu công nghiệp đã nắm bắt được cơ hội để tăng trưởng.
 - Giải ngân đầu tư xây dựng cơ bản tăng trưởng âm trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, tốc độ giải ngân phân hoá đối với các nhóm ngành. PC1 và TV2, hưởng lợi nhờ các chủ đầu tư (trong đó có EVN) đẩy mạnh tiến độ ở các dự án phát điện và hạ tầng điện, vẫn tăng trưởng ấn tượng trong 6T2019.

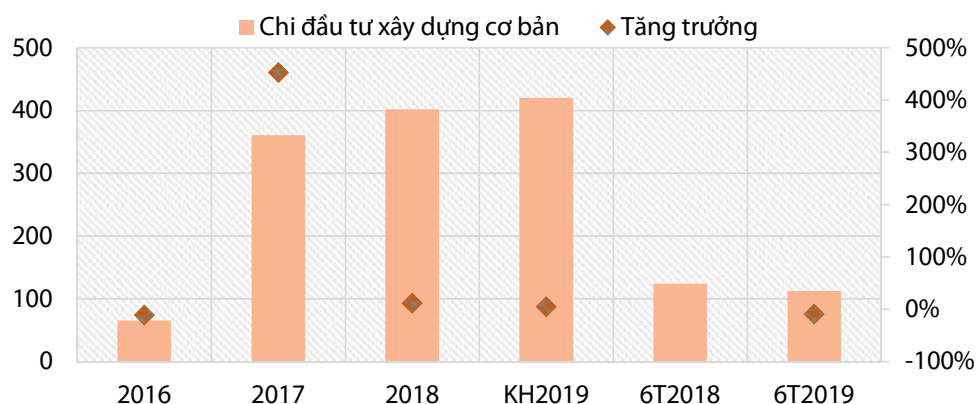
Nửa cuối năm 2019 có tiềm năng khả quan hơn cho tiểu ngành xây dựng dân dụng khi giải quyết được vấn đề tiến độ tại các dự án ở nội thành

- TPHCM dẫn đầu trong việc tháo gỡ khó khăn ở một loạt các dự án chậm triển khai.
- Tăng trưởng dân số và sự trỗi dậy của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam là nhân tố hỗ trợ lực cầu nhà ở trong dài hạn. Vì vậy, chúng tôi tin rằng dư địa tăng trưởng dài hạn cho thị trường bất động sản và ngành xây dựng vẫn còn dồi dào.

Giải ngân FDI và đầu tư công được kỳ vọng là yếu tố hỗ trợ cho nhu cầu xây dựng

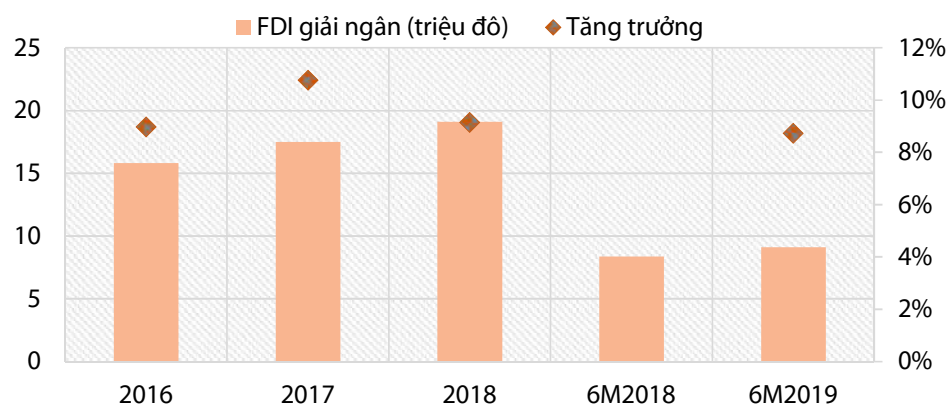
- Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân hơn 420 ngàn tỷ trong năm 2019, trong đó mới chỉ hoàn thành 32% trong 6T2019. Do đó, động lực giải ngân trong nửa còn lại của năm là rất lớn.
- Vốn FDI đăng ký đạt 35,8 USD trong năm 2018, là nhân tố quan trọng đối với hoạt động xây dựng trong năm 2019-2020.
- Làn sóng chuyển dịch sản xuất sang khu vực Đông Nam Á đang giúp các nhà thầu xây dựng có uy tín có thêm công ăn việc làm.

Hình 2: Giải ngân đầu tư xây dựng cơ bản (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giải ngân FDI



NGÀNH XÂY DỰNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2019

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
CTD	-11,2	-34,7	4,1	3,7	-33,3	4,2	0,5	9,5	7,1	13,4
HBC	10,9	-11,9	6,2	4,9	-33,4	2,6	1,6	8,5	3,3	16,0
PC1	34,0	14,4	13,7	11,1	4,0	7,3	10,5	9,0	5,6	13,2
TV2	94,7	-28,3	8,0	7,3	-30,3	7,2	1,2	25,5	11,6	34,5
DPG	11,5	16,9	24,4	18,7	-12,7	8,8	60,2	7,4	3,2	19,6
FCN	16,0	15,9	11,4	9,1	-7,7	5,2	8,1	3,7	3,5	8,6
TV4	23,1	53,7	8,7	7,5	18,5	11,3	0,3	7,9	10,4	15,0
TV3	4,9	-3,8	6,3	5,0	-5,6	4,5	0,5	13,3	6,8	16,4
TA9	-28,2	-16,2	6,2	3,3	-27,3	1,8	0,5	6,4	1,5	16,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

PC1 – HOẠT ĐỘNG XÂY LẮP ĐIỆN LÀ ĐIỂM SÁNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **PC1 là doanh nghiệp đầu ngành xây lắp điện, được hưởng lợi từ tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của ngành.**
 - Là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ dự án đường dây 500kV mạch 3.
 - EVN đang đẩy nhanh tiến độ tại dự án này để hoàn thành vào tháng 3/2020.
- **Mảng phát điện ngày càng đóng góp nhiều vào KQKD, kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận chung.**
 - Hiện tại PC1 vận hành 4 nhà máy thủy điện và đang xây dựng 3 nhà máy khác.
 - Đóng góp từ mảng phát điện sẽ cải thiện rõ rệt từ 2020 nhờ các nhà máy mới (tổng công suất dự phóng 162MW năm 2019, 268 MW năm 2020, 329 MW năm 2023)
- **Mảng bất động sản sẽ quay trở lại vào năm 2020**
 - 2019 mảng BĐS đóng góp rất ít do không có dự án bàn giao mới, 2020-2021 sẽ chứng kiến tăng trưởng mạnh nhờ hai dự án PCC1 Thanh Xuân và PCC1 Vĩnh Hưng. Dự kiến mảng chuyển nhượng BĐS sẽ đóng góp 659 tỷ và 887 tỷ đồng trong năm 2020 và 2021, kèm theo tăng trưởng mạnh về lợi nhuận do biên gộp và biên ròng của mảng này tương đối lớn.
- **Thị giá chưa phản ánh đúng tiềm năng doanh nghiệp**
 - P/E thấp nhất trong lịch sử 5,8x (tháng 11/2018). P/E trung bình từ ngày niêm yết 11x.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Khả năng ghi nhận KQKD phụ thuộc nhiều vào tiến độ giải ngân từ EVN.
- Điều kiện thời tiết có thể ảnh hưởng lên KQKD của các nhà máy điện.
- Nhà máy điện mặt trời đầu tiên của PC1 kỳ vọng đóng góp lớn vào tăng trưởng trong tương lai, tuy nhiên dự án này phụ thuộc nhiều vào yếu tố chính sách.
- Các dự án bất động sản có rủi ro tiến độ và bán hàng.

MUA

+60%

Giá thị trường (VND)	16.800
Giá mục tiêu (VND)	26.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

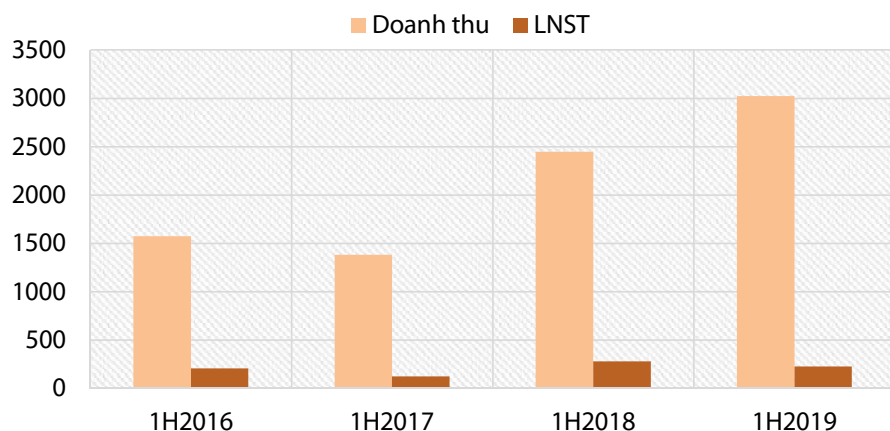
Ngành	Xây dựng
Vốn hoá (triệu \$)	119,3
KLCP lưu hành (triệu CP)	159,3
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	141,9
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	2,7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	38,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

TÀI CHÍNH	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu	3.161	5.084	6.197	6.018
<i>Tăng trưởng (%)</i>	5,1	60,9	21,9	-2,9
LNST	237	467	407	476
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-22,3	97,1	-12,8	17,0
ROA (%)	7,8	4,8	7,3	5,2
ROE (%)	14,8	9,1	15,0	11,6
EPS (VND)	1.402	2.908	2.397	2.805
GTSS (VND)	17.579	20.429	22.906	25.804
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	14,7	7,1	7,0	5,8
P/B (x)	1,1	1,0	0,7	0,7



PC1 – 6T2019 khả quan

Hình 1: Doanh thu và LNST 6T2019 (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

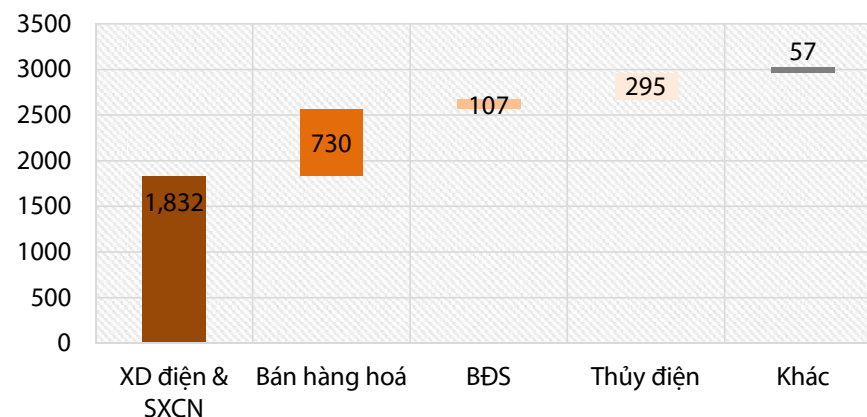
Đẩy mạnh giải ngân từ EVN là động lực tăng trưởng chính

- Doanh thu mảng xây lắp & sản xuất công nghiệp gấp đôi so với cùng kỳ.
- Tiến độ tại dự án 500kV mạch 3 được đẩy mạnh, là tín hiệu khả quan cho cả năm 2019.

Mảng phát điện đóng góp lớn vào KQKD nhờ biên gộp cao

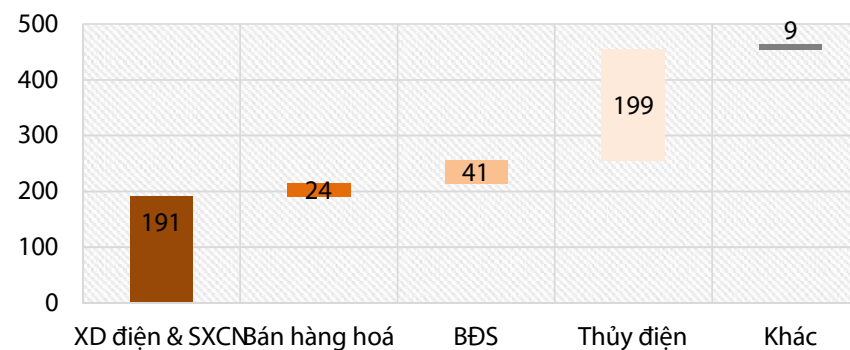
- Nhờ đưa nhà máy thủy điện Mông Ân và Bảo Lạc B vào hoạt động, doanh thu mảng phát điện tăng 11%.
- Biên gộp ổn định ở mức 67%, cao nhất trong các mảng hoạt động của PC1.

Hình 2: Doanh thu theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Lợi nhuận gộp theo mảng (tỷ đồng)

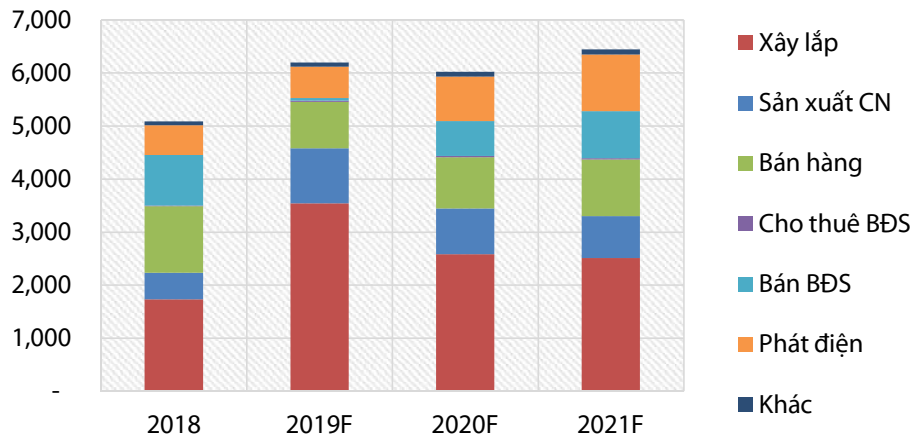


Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt



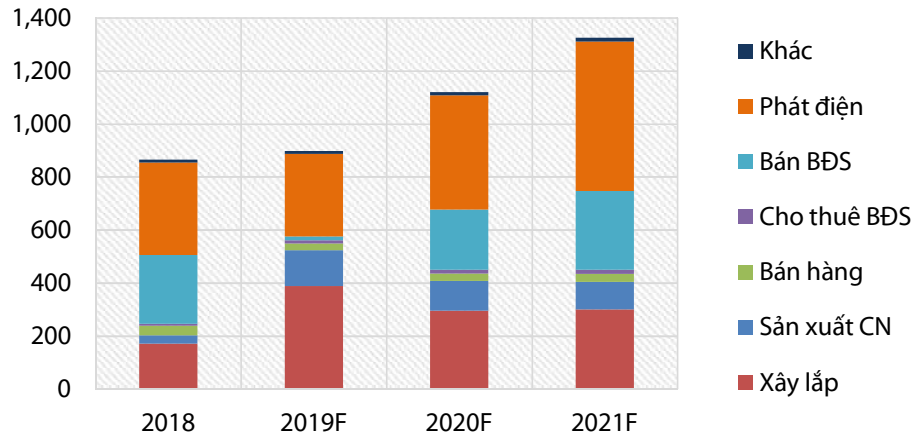
PC1 – Tạo đà tăng trưởng cho 2020-2021

Hình 4: Dự phóng doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng lợi nhuận gộp (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Mảng xây lắp có thể giảm trong năm 2020, tuy nhiên mảng BĐS và phát điện sẽ tăng trưởng mạnh để bù đắp doanh thu

- Doanh thu mảng xây dựng dự phóng giảm 29% trong năm 2020, mảng sản xuất công nghiệp cũng sẽ giảm 17% do dự án 500kV mạch 3 kết thúc sớm trong tháng 3/2020.

Mảng phát điện sẽ trở thành trụ cột về lợi nhuận của PC1

- Đóng góp của mảng phát điện sẽ rõ nét hơn từ năm 2020 nhờ công suất mới (tổng công suất dự phóng 162MW năm 2019, 268 MW năm 2020, 329 MW năm 2023)
- Tới năm 2020, mảng này được dự phóng đóng góp 20% doanh thu và 50% lợi nhuận gộp của cả công ty.

Mảng BĐS sẽ là đầu tàu tăng trưởng lợi nhuận năm 2020

- Hai dự án nhà ở mới đóng góp 659 và 887 tỷ đồng doanh thu trong năm 2020 và 2021.
- Biên gộp mảng BĐS có thể giữ ổn định trên 30%, đóng góp lớn vào tăng trưởng năm 2020 và 2021.



CTD – VẤN ĐỀ NỘI BỘ GÂY QUAN NGẠI DÙ TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **CTD vẫn là doanh nghiệp đầu ngành xây dựng và là sự lựa chọn hàng đầu của các chủ đầu tư.**
 - Vị thế của CTD cho phép doanh nghiệp tham gia các gói thầu lớn từ các chủ đầu tư có uy tín.
 - Nhóm Coteccons (bao gồm cả Ricons) có thể mở rộng sang xây dựng TTTM, nhà xưởng, resort & khách sạn để đa dạng hoá cơ cấu doanh thu, giảm phụ thuộc vào thị trường nhà ở.
 - CTD nằm trong số rất ít tổng thầu xây dựng có khả năng giữ backlog ở mức 1 tỷ USD để đảm bảo nguồn công ăn việc làm trong tương lai.
- **Doanh nghiệp niêm yết duy nhất trong ngành xây dựng không có vay nợ.**
 - CTD không có nợ vay ngắn & dài hạn, có lượng tiền mặt dồi dào và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lành mạnh. Lợi thế này cho phép CTD trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm (5.000đ/CP), điều này rất ít doanh nghiệp trong ngành xây dựng làm được.
 - Ricons cũng có cơ cấu nguồn vốn tương tự như Coteccons.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- **Mâu thuẫn nội bộ giữa các TV HĐQT dẫn tới rủi ro quản trị doanh nghiệp**
 - Vụ sáp nhập với Ricons (CTD sở hữu 15%) bất thành gây rủi ro quản trị doanh nghiệp.
 - Rủi ro về quản trị doanh nghiệp đã tồn tại ở CTD từ lâu. Vì vậy, nhà đầu tư cần lưu ý rằng câu chuyện này có thể lặp lại.
- **KQKD ngắn hạn bị ảnh hưởng do nhiều công trình lớn bị ngưng/chậm tiến độ**
 - Đây là rủi ro nằm ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp, vì vậy cũng là một trong những yếu tố NTĐT cần lưu ý.

Kế hoạch 2019

Tăng trưởng doanh thu	-5%
Tăng trưởng lợi nhuận	-14%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

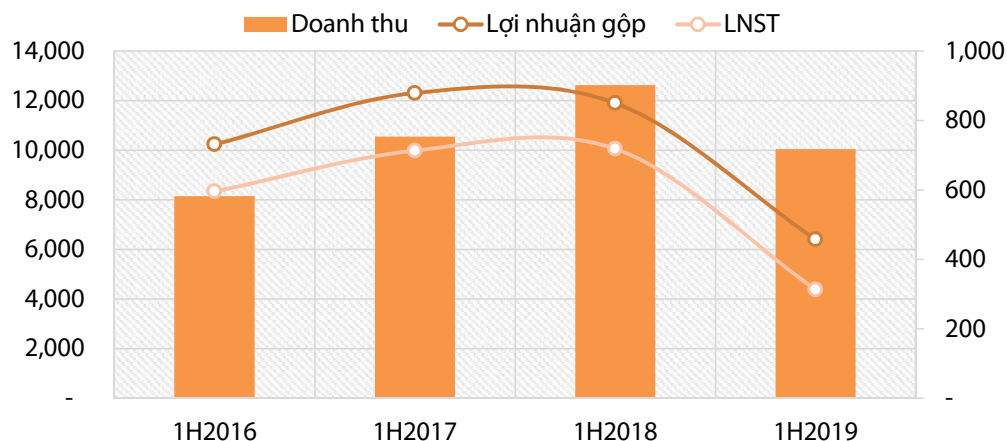
Ngành	Xây dựng
Vốn hoá (triệu \$)	334
KLCP lưu hành (triệu CP)	76
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	252
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	29
Tỷ lệ sở hữu NTĐTNN (%)	49
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017A	2018A
Doanh thu	27.177	28.561	30.078	30.965
<i>Tăng trưởng (%)</i>	30,8	5,1	5,3	2,9
LNST	1.653	1.510	1.546	1.591
<i>Tăng trưởng (%)</i>	16,2	-8,6	2,4	2,9
ROA (%)	12,0	9,2	9,0	8,6
ROE (%)	24,4	19,8	18,6	16,8
EPS (VND)	20.367	5.247	17.633	18.138
GTSS (VND)	94.830	101.621	120.888	132.500
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.125	4.125	5.000	5.000
P/E (x)	5,0	5,6	5,8	5,6
P/B (x)	1,1	1,0	0,8	0,8



CTD – 6T2019 chậm lại do thị trường nhà ở

Hình 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

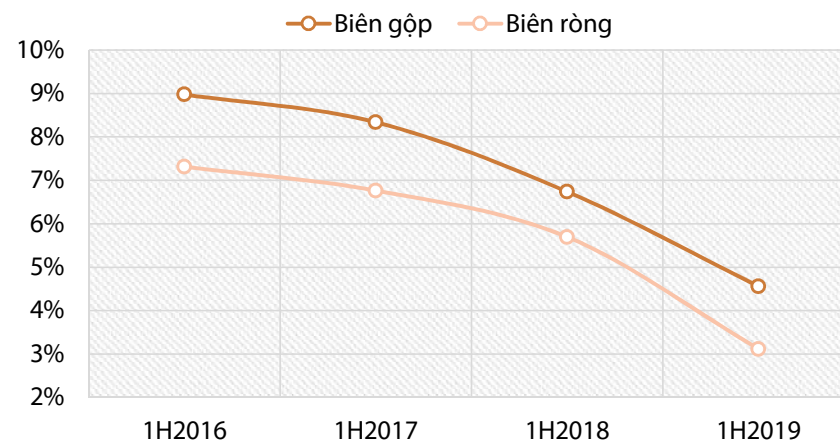
KQKD 6T đầu năm chậm lại do một loạt dự án chậm tiến độ

- Doanh thu 6T2019 giảm 20% so với cùng kỳ, LNST giảm 56% do 30% số lượng dự án mà CTD tham gia bị ngưng/chậm tiến độ (theo cập nhật tháng 5/2019).
- Biên lợi nhuận trong đà giảm do cạnh tranh và thương lượng giá từ các chủ đầu tư.

CTD đang nỗ lực đa dạng hoá để giảm phụ thuộc vào thị trường nhà ở

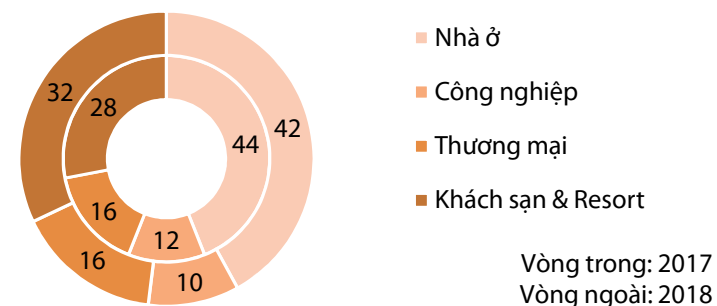
- Trong cơ cấu doanh thu, đóng góp của mảng xây dựng nhà ở giảm nhẹ. Tuy nhiên, mức tăng từ xây dựng TTTM, KS & resort không thể bù đắp cho sự thiếu hụt doanh thu.

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cơ cấu doanh thu(%)



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt



HBC – ĐIỀU CẤP THIẾT NHẤT LÀ CẢI THIẾN DÒNG TIỀN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **HBC là một trong những tổng thầu lớn của ngành xây dựng nội địa.**
 - HBC có kinh nghiệm vượt trội trong việc tham gia các gói thầu lớn, phức tạp và đã từng làm việc với các nhà phát triển bất động sản danh tiếng.
- **HBC có năng lực và ý chí trong việc đi tìm động lực tăng trưởng dài hạn**
 - Chúng tôi đánh giá cao nỗ lực của HBC trong việc mở rộng sang các thị trường nước ngoài để đa dạng hoá danh mục.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bất ổn ảnh hưởng lên sức khoẻ tài chính.**
 - Khoản phải thu liên tục tăng mạnh gây sức ép lên vốn lưu động. Vì vậy mà HBC thường không thu được dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tương ứng với mức lợi nhuận ròng trong năm tài chính.
 - Vay nợ ngắn & dài hạn làm tăng chi phí tài chính, gây sức ép lên lợi nhuận của HBC.
- **Tham gia vào thị trường bất động sản dưới tư cách chủ đầu tư khiến HBC phụ thuộc nhiều hơn vào thị trường nhà ở.**

Kế hoạch 2019

Tăng trưởng doanh thu	+2%
Tăng trưởng lợi nhuận	+16%*

(*) Bao gồm lợi nhuận bất thường

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

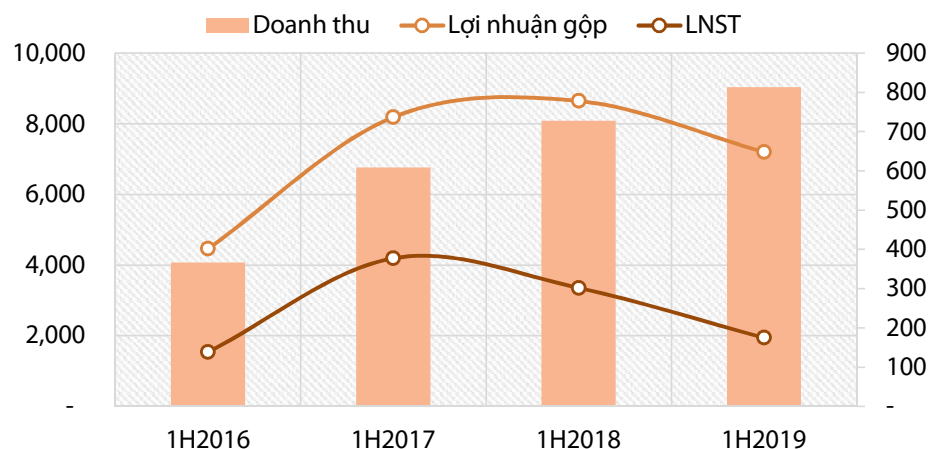
Ngành	Xây dựng
Vốn hoá (triệu \$)	134,8
KLCP lưu hành (triệu CP)	230,9
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	2.005,8
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	30,4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	23,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017A	2018A
Doanh thu	5.078	10.766	16.037	18.299
<i>Tăng trưởng (%)</i>	44,3	112,0	49,0	14,1
LNST	83	567	859	630
<i>Tăng trưởng (%)</i>	17,7	579,3	51,5	-26,7
ROA (%)	1,3	6,1	6,8	4,2
ROE (%)	8,1	39,0	40,0	23,4
EPS (VND)	1.105	5.941	6.617	2.815
GTSS (VND)	14.202	16.937	17.316	13.850
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	1.000	500	300
P/E (x)	12,4	2,3	2,1	4,3
P/B (x)	1,0	0,8	0,8	1,0



HBC – 6T2019 doanh thu tăng nhưng lợi nhuận giảm

Hình 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: HBC, CTCK Rồng Việt

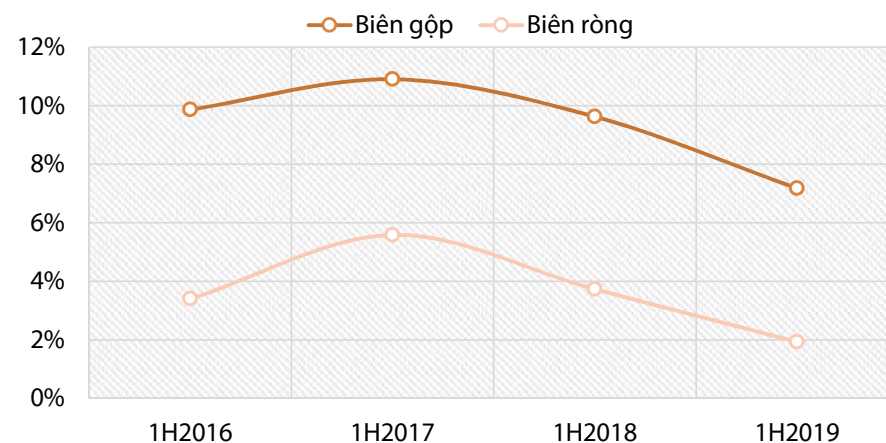
6T2019 doanh thu tăng nhưng lợi nhuận tiếp tục gặp sức ép

- Doanh thu tăng trưởng khá, 10%, nhưng lợi nhuận tiếp tục giảm do biên lợi nhuận.

Năng lực quản lý dòng tiền của HBC là điều NĐT cần đặc biệt lưu ý

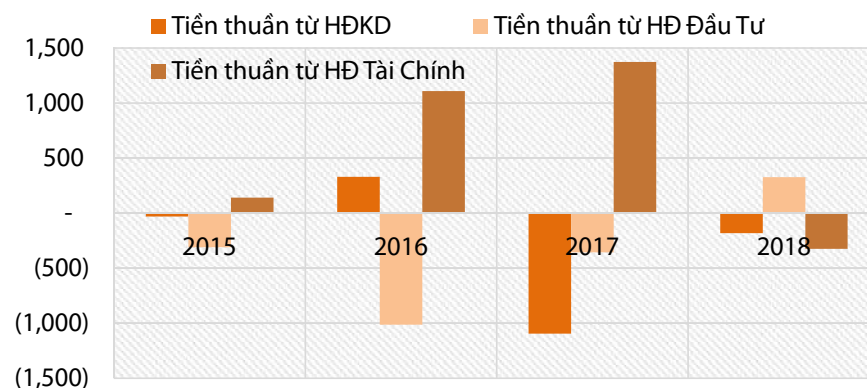
- Khoản phải thu tăng mạnh gây sức ép lên vốn lưu động. Đây là vấn đề đã tồn tại từ lâu, ảnh hưởng lớn lên sức khỏe tài chính của HBC.
- Do khoản phải trả không tăng tương ứng, HBC phải tăng vay nợ ngân hàng và phải trả lãi vay. Do đó, lợi nhuận chịu nhiều sức ép.

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng



Nguồn: HBC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: HBC, CTCK Rồng Việt



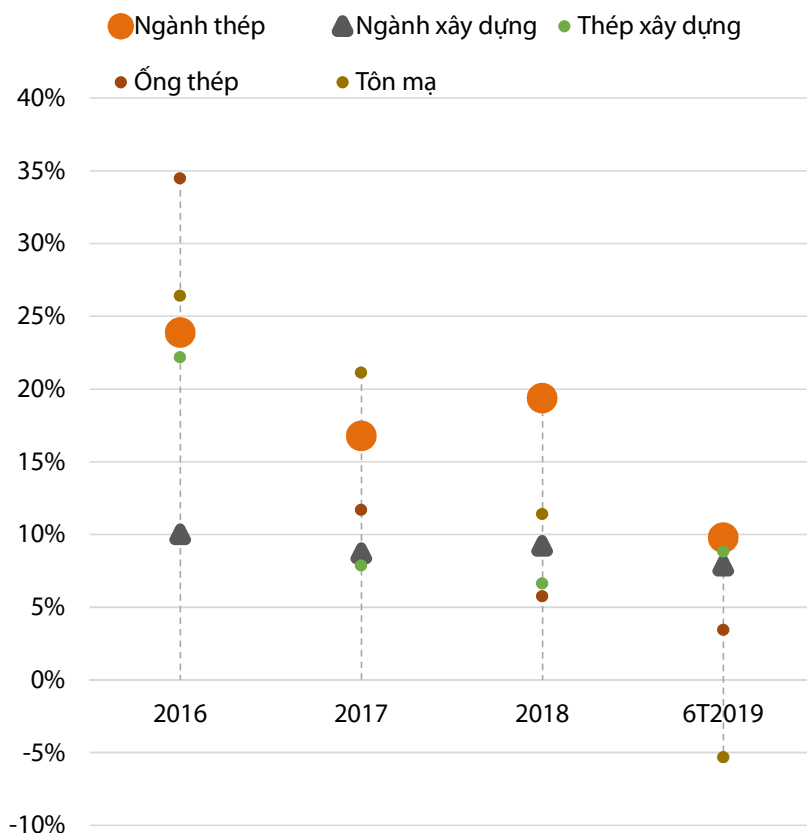
NGÀNH THÉP: Tái cấu trúc

Trinh Nguyễn - trinh.nh@vdsc.com.vn

NGÀNH THÉP – NHÌN LẠI

Điều kiện không thuận lợi từ ngành xây dựng

Hình 1: Tăng trưởng ngành



Nguồn: VSA, GSO, CTCK Rồng Việt

- Tăng trưởng giá trị xây dựng giảm 7,9% trong 6T2019 và gây ảnh hưởng lên nhu cầu thép xây dựng.
- Ngành thép tiêu thụ 11,6 triệu tấn trong nửa đầu năm 2019, cao hơn 9,8% YoY. Tuy nhiên, thép cán nóng lại là động lực tăng trưởng chính nhờ tăng công suất. Thép xây dựng và ống thép có tốc độ tăng trưởng vừa phải trong khi tôn mạ ghi nhận mức tăng trưởng âm, - 5%.
- Phân hóa tỷ lệ tăng trưởng giữa các nhóm sản phẩm:
 - Thép xây dựng theo sát tăng trưởng ngành xây dựng.
 - Ống thép tăng trưởng ở mức thấp hơn.
 - Tôn lạnh đối mặt với thách thức khi ghi nhận mức tăng trưởng -5%, phần lớn đến từ sụt giảm 19% trong xuất khẩu.
- Thép cán nóng tăng 45% YoY nhờ vào Formosa Hà Tĩnh. Nhà đầu tư Đài Loan hiện tại đang vận hành 2 lò cao và có khả năng cung cấp khoảng 6 triệu tấn thép cán nóng mỗi năm. Một nhà cung cấp khác là Hòa Phát đang xây dựng 2 lò cao sản xuất HRC với công suất 3,5 triệu tấn/năm.

NGÀNH THÉP – NHÌN LẠI

Giá quặng sắt tăng cao gây áp lực lên biên lợi nhuận

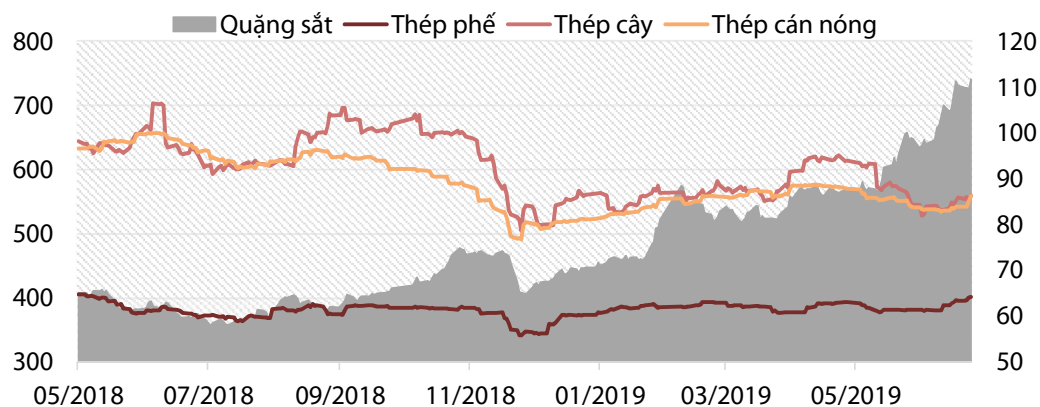
Giá quặng sắt tăng cao chưa có dấu hiệu hạ nhiệt

- Giá quặng sắt đã tăng 91% YoY do sự cố tại mỏ quặng ở Brazil. Giá quặng trung bình 66 USD/tấn trong năm 2018 tăng mạnh lên mức đỉnh 125 USD/tấn trong tháng 7/2019, cao nhất trong 5 năm qua.
- Giá quặng chiếm 1/3 chi phí vận hành của 1 lò cao. Mức giá cao đột biến gây áp lực lên lợi nhuận của lò cao, bao gồm phần lớn các nhà sản xuất Trung Quốc và HPG.

Trong khi đó giá bán đang chịu áp lực khi nhu cầu toàn cầu yếu

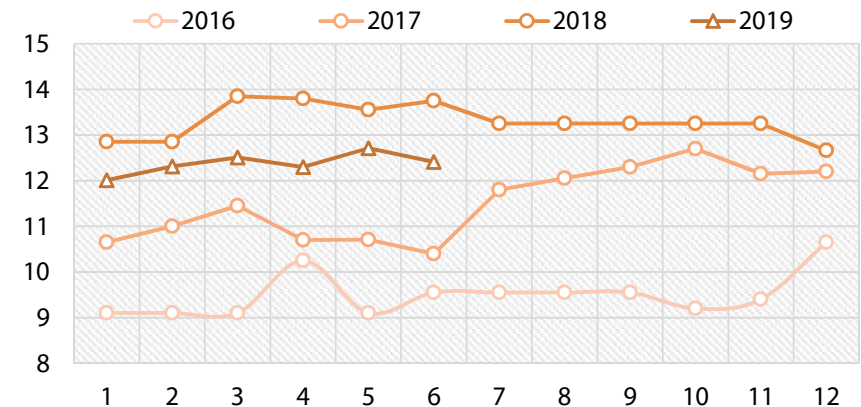
- Nhu cầu thế giới yếu cản trở việc phục hồi của giá thép, đặc biệt là thép cán nóng.
- Các nhà sản xuất trung và hạ nguồn đang bị chịu ảnh hưởng nhất. Đa số các nhà sản xuất nội địa đang hoạt động tại hạ nguồn và chịu lỗ trong vài quý qua.
- Giá thép dài cũng đang yếu dẫn đến ảnh hưởng đến lợi nhuận của hầu hết các doanh nghiệp sản xuất thép.

Hình 2: Giá thép thế giới



Nguồn: VSA, GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá thép cây Việt Nam

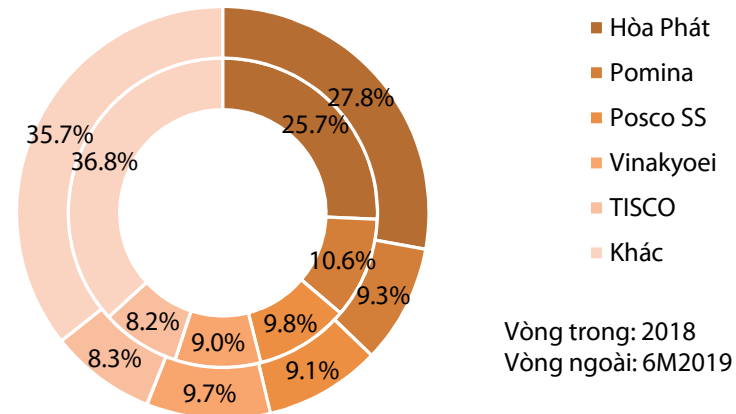


NGÀNH THÉP – NHÌN LẠI

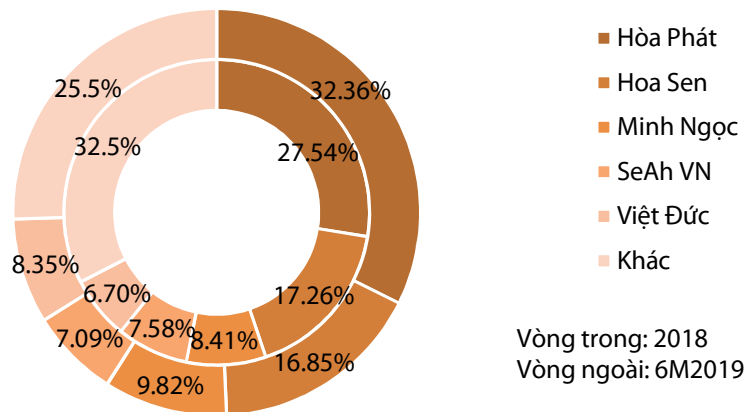
Các thị trường trở nên tập trung cao độ

- HPG áp đảo trên phân khúc thép xây dựng và được kỳ vọng sẽ tiếp tục dẫn đầu khi Dung Quất đi vào hoạt động.
- HPG cũng dẫn đầu mảng ống thép khi HSG bị bỏ lại phía sau.
- Tôn Đông Á đang tăng tốc trong thị phần tôn mạ, trong khi HSG duy trì vị trí dẫn đầu nhờ hoạt động bán lẻ.

Hình 4: Thị phần thép xây dựng

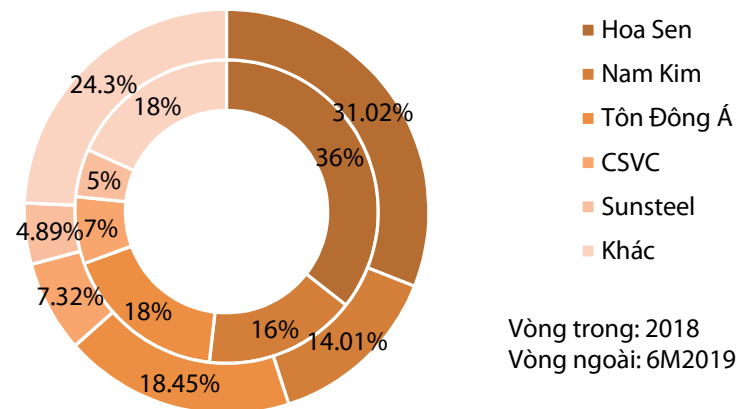


Hình 5: Thị phần thép ống



Nguồn: VSA, CTCK Rổng Việt

Hình 6: Thị phần tôn mạ



NGÀNH THÉP – NHÌN LẠI

2019 có thể là một năm tái cấu trúc

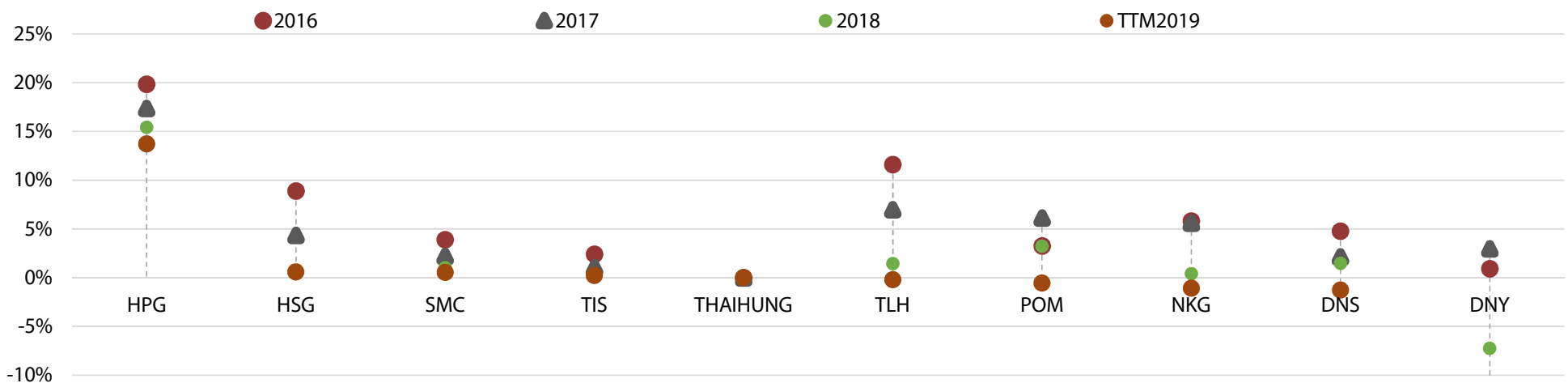
Lợi nhuận suy giảm là lo ngại chính

- Giá bán yếu là vấn đề quan ngại đối với tất cả các doanh nghiệp thép nói chung, thậm chí các doanh nghiệp lớn cũng đang chịu ảnh hưởng.
- Các nhà máy thép kém hiệu quả có thể bị đào thải khỏi ngành nếu tình trạng này kéo dài.

Áp lực từ ngân hàng hạn chế các hoạt động đầu cơ

- Hoạt động đầu cơ không được khuyến khích cho các doanh nghiệp có đòn bẩy cao.

Hình 7: Biên ròng của các doanh nghiệp thép tiêu biểu



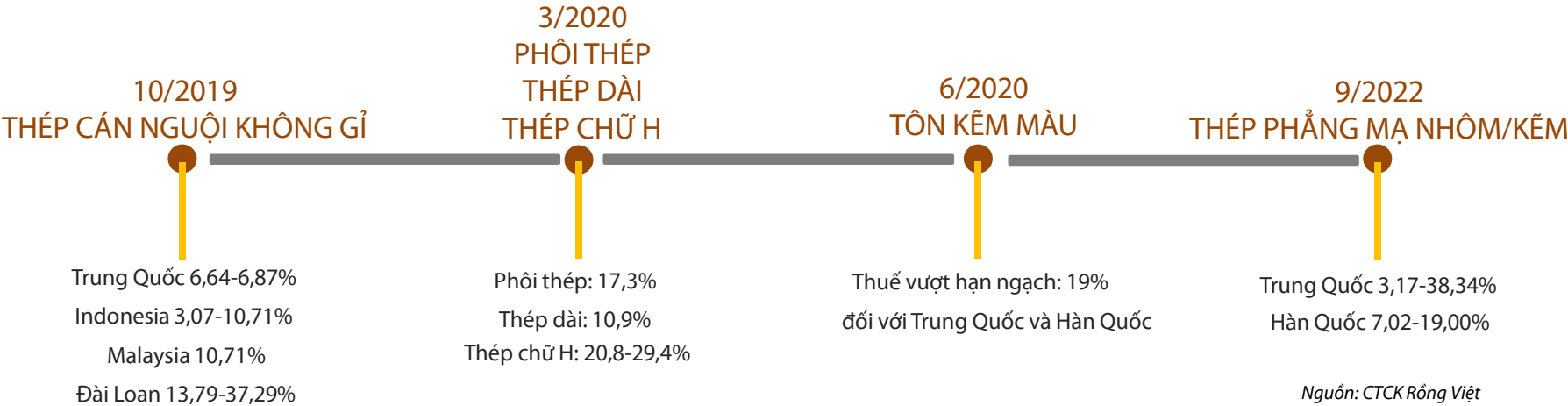
Nguồn: CTCK Rồng Việt



NGÀNH THÉP – NHÌN LẠI

Các chính sách thương mại tiếp tục là nhân tố quan trọng

Hình 8: Mốc thời gian xem xét chống bán phá giá và chống trợ cấp



Tính liên tục của bảo hộ lao động đóng vai trò then chốt đối với lợi nhuận của các doanh nghiệp nội địa

- Nhìn chung tất cả các loại thuế trên được kỳ vọng sẽ gia hạn. Phòng vệ thương mại có thể sẽ tiếp tục cho đến khi Trung Quốc giải quyết vấn đề dư cung.
- Phòng vệ thương mại được xem là cần thiết đặc biệt đối với các nhà sản xuất hạ nguồn.

Phòng vệ thương mại lên thép cán nóng nhập khẩu có thể là chính sách tiếp theo

- Công suất của cả Formosa và HPG có thể cung cấp đủ cho nhu cầu tiêu dùng nội địa trong năm 2021. Khi thị trường trong nước có thể tự cung tự cấp, chính phủ sẽ áp thuế để bảo vệ ngành sản xuất nội địa. Kỳ vọng này của chúng tôi bắt nguồn từ chính sách phòng vệ áp dụng đối với phôi thép và thép cây trong năm 2016.
- Tóm lại, các nhà sản xuất thép Việt Nam sẽ tiếp tục hưởng lợi từ các xu hướng phòng hộ, đặc biệt các doanh nghiệp tập trung vào thị trường nội địa.

NHÌN LẠI NGÀNH THÉP

Thị trường nội địa sẽ là động lực tăng trưởng chính trong bối cảnh thị trường xuất khẩu ngày càng khó khăn

Bảng 1: Chống bán phá giá và chống trợ cấp lên thép Việt Nam

Quốc gia	Sản phẩm	Thuế	Tỷ lệ trong giá trị xuất khẩu của Việt Nam năm 2018	Thời gian
Thái Lan	Tôn mạ màu	4,3% - 60,26%	4%	2017-2022
	Tôn mạ kẽm	6,2% – 40,49%		
Indonesia	Tôn mạ màu	12,01%-28,49%	7%	2018- chấm dứt
Malaysia	Tôn mạ kẽm	2,66%-15,69%	9%	2019-2024
	Thép cán nguội	(Hoa Sen 0%. Nam Kim 2,66%)		
Châu Âu	Thép cán nguội	25% đối với vượt quá hạn ngạch	11%	2018-2019
	Thép cuộn mạ nhôm/kẽm			
	Thép cán nguội không gỉ			
Canada	Ống thép carbon	3%-54,2%	1%	2018-2019
Brazil	Ống thép không gỉ	17,72%-53,92%	4%	N/A
Australia	Thép cuộn	Bán phá giá	2%	Không thời hạn
Mỹ	Thép không gỉ từ Trung Quốc	199,76% + 256,44%	7%	N/A
	Thép cán nguội	199,43% + 39,05%		

Nguồn: VSA, CTCK Rổng Việt

Tính liên tục của bảo hộ lao động đóng vai trò then chốt đối với lợi nhuận của các doanh nghiệp địa phương

- 45% lượng thép xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi phòng vệ thương mại.
- Nhiều nhà xuất khẩu có dự định tập trung khai thác thị trường nội địa, nơi có dư địa tăng trưởng khả quan hơn.

NHÌN LẠI NGÀNH THÉP

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

Mã CP	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên EBITDA	Biên LN hoạt động	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN ròng	Capex/Doanh thu (%)	RoIC	ROA	ROE
HPG	11,6	-3,6	21,3	17,3	-10,2	13,7	49,4	12,9	10,4	19,9
HSG	-7,8	-25,8	6,3	2,5	-95,0	0,1	7,9	2,4	0,2	0,7
POM	0,9	-69,2	3,1	1,4	-80,9	-0,6	15,5	1,7	-0,8	-2,1
NKG	-14,4	-70,6	3,1	-0,3	N/A	-1,1	2,9	-0,9	-1,5	-4,5
SMC	15,8	N/A	N/A	1,5	-60,2	0,6	1,7	5,2	1,8	7,7
TLH	-5,5	-80,1	1,8	1,2	-92,8	-0,2	0,4	1,7	-0,2	-0,5
VGS	5,3	-43,6	1,4	1,1	-51,9	0,5	0,5	4,6	2,2	5,9
DNY	-69,5	-86,5	-13,7	-33,9	N/A	-40,4	4,1	-18,8	-16,6	-113,4

Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities

HPG – 2019 LÀ NĂM BẮN LỀ CHO TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tiềm năng tăng trưởng đáng chú ý giai đoạn 2020-2021**
 - Sản lượng thép HPG dự kiến sẽ tăng 25% trong năm 2019 và 30% trong năm 2030, có khả năng chiếm hơn 30% thị phần thép xây dựng nội địa nhờ vào nhà máy thép Dung Quất.
 - Khi hoạt động tối đa công suất, Dung Quất có thể đạt hiệu suất cao hơn các nhà máy thép hiện tại của HPG. Do đó, HPG có thể nâng cao biên lợi nhuận chung và cải thiện lợi thế cạnh tranh.
 - Dòng sản phẩm mới – Thép cán nóng sẽ cải thiện giá trị gia tăng cho mảng thép thẳng của HPG (ống thép & tôn mạ). HPG có thể hưởng lợi nếu phòng vệ thương mại cho thép cán nóng có thể được áp dụng.
- **Biến động giá nguyên liệu đầu vào chỉ là khó khăn tạm thời**
 - Giá quặng sắt tăng mạnh không tương xứng với tác động thực tế của thiếu hụt nguồn cung. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá quặng sẽ giảm trong tương lai để phản ánh đúng lực cầu.
 - Đổi lại việc giá quặng tăng, giá than cốc vẫn duy trì ở mức thấp, giảm bớt tác động lên giá vốn.
- **Mặc dù nhu cầu đầu tư xây dựng cơ bản lớn, HPG vẫn duy trì tài chính lành mạnh**
 - Vốn cố định cho Dung Quất có thể được giải ngân hoàn toàn trong năm 2019. Đồng thời, HPG có thể bắt đầu trả nợ kể từ năm 2020.
 - Cổ tức tiền mặt có thể sẵn sàng trong năm 2020 mặc dù Dung Quất cho đến lúc đó sẽ không hoạt động hết công suất. Điều này cho thấy dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định của HPG có được từ các nhà máy thép hiện tại.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá nguyên liệu đầu vào thay đổi mạnh trong khi giá bán không điều chỉnh tương ứng để bù đắp.
- Tình trạng cung vượt cầu có thể diễn ra trên thị trường thép vốn phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu.

MUA

+29%

Giá thị trường (VND)	23.050
Giá mục tiêu (VND)	29.700

Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới 1.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

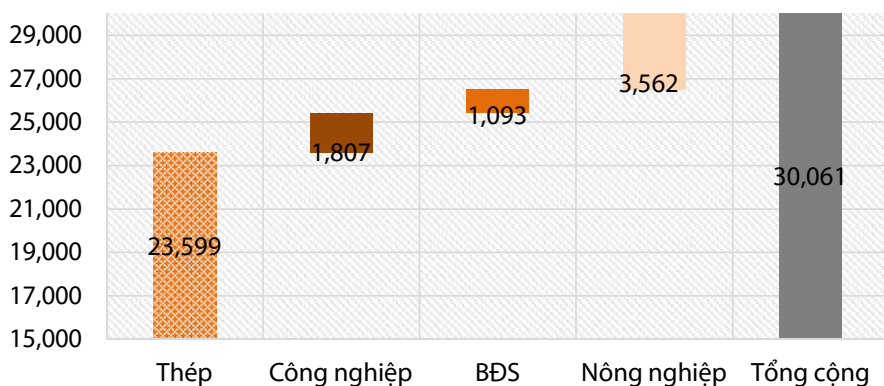
Ngành	Nguyên liệu cơ bản
Vốn hoá (triệu \$)	2.731,4
KLCP lưu hành (triệu CP)	2.761,1
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	5.773,5
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	136,8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	38,3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	46.162	55.836	67.968	88.537
<i>Tăng trưởng (%)</i>	38,7	21,0	21,7	30,3
LNST	8.007	8.573	8.612	12.876
<i>Tăng trưởng (%)</i>	21,3	7,1	0,5	49,5
ROA (%)	15,3	11,0	10,0	12,9
ROE (%)	24,8	21,2	20,4	23,7
EPS (VND)	2.714	2.919	2.932	4.384
GTSS (VND)	21.282	19.060	15.282	19.666
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	1.000
P/E (x)	8,9	7,7	7,9	5,3
P/B (x)	1,6	1,6	1,5	1,2



HPG – Lợi nhuận ròng 6T2019 bị ảnh hưởng bởi giá quặng tăng cao

Hình 1: Doanh thu 6T 2019 theo mảng (tỷ đồng)



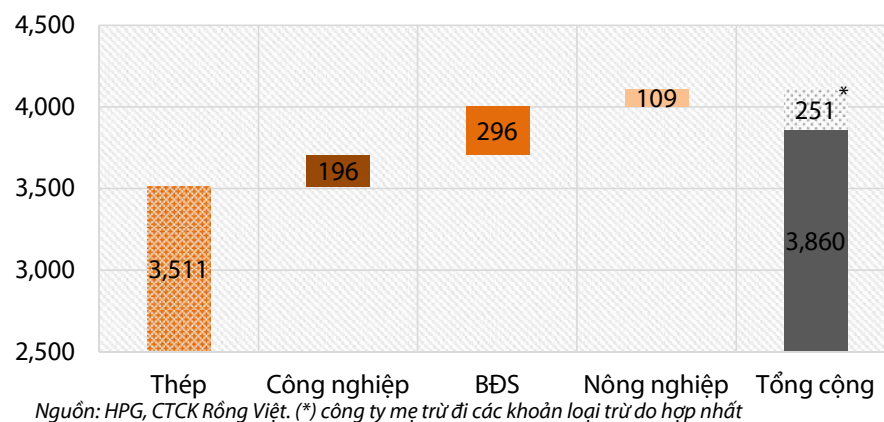
Doanh số như kỳ vọng trái với lợi nhuận do giá quặng tăng cao

- Sản lượng thép xây dựng +23% yoy, sản lượng thép ống +16% yoy. HPG đang dẫn đầu thị phần ở cả 2 mảng trên.
- Giá quặng trung bình HPG thực sử dụng 90 USD/tấn trong 6T 2019 (giá dự kiến là 75 USD/tấn), ảnh hưởng lên biên gộp.

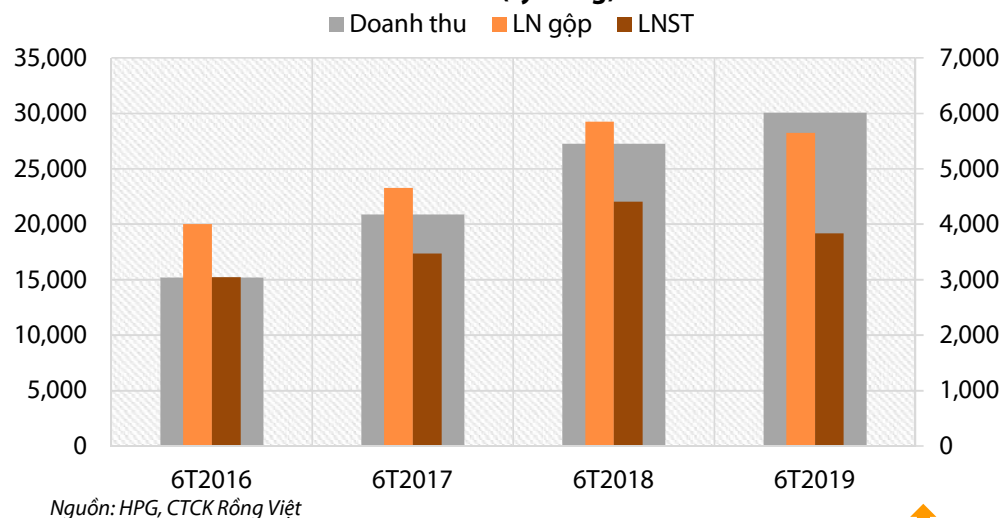
Dung Quất đang xây dựng đúng tiến độ

- Lò cao đầu tiên đã được vận hành trong tháng 7.
- Dây chuyền thép cán nóng dự kiến sẽ hoạt động trong tháng 3 năm 2020.

Hình 2: LNST 6T 2019 theo mảng (tỷ đồng)

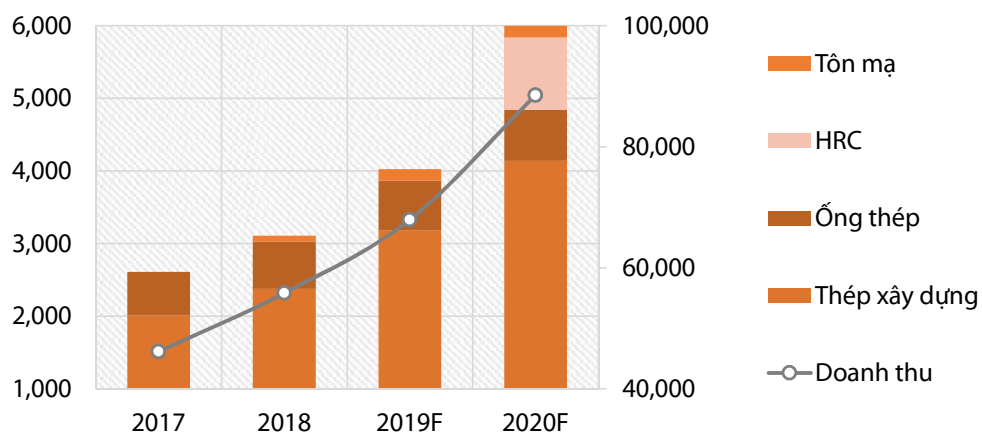


Hình 3: Doanh thu và LNST 6T 2019 (tỷ đồng)



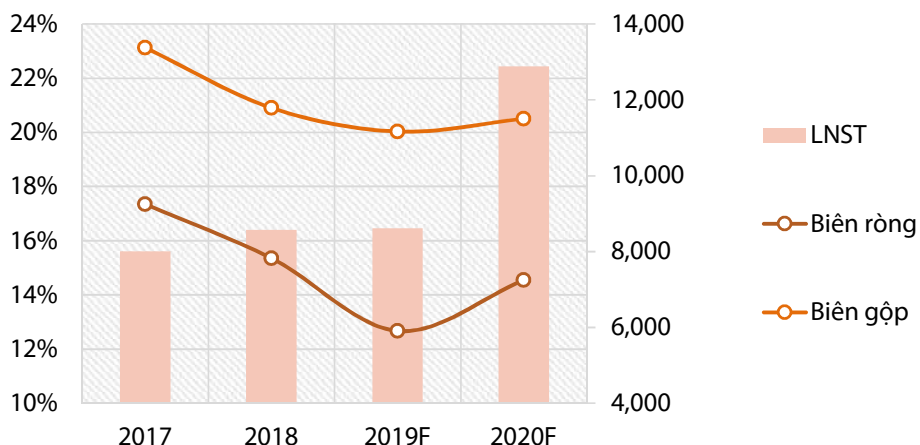
HPG – Đóng góp của các lò cao mới so với tác động của tăng giá quặng

Hình 4: Dự phóng sản lượng (nghìn tấn) và doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 5: Dự phóng lợi nhuận và lợi nhuận ròng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rông Việt

2H2019 có thể tiếp tục chịu tác động của giá quặng sắt tăng cao

- Các giả định chính bao gồm: giá thép cây nội địa 12.600 đồng / kg, giá thép cán nóng 526 USD / tấn, quặng sắt 94 USD / tấn.
- Sản lượng dự phóng ở mức + 29% yoy, chủ yếu đến từ mảng thép xây dựng.
- Biên gộp dự báo giảm về 20% trong khi biên ròng có thể chạm mức đáy do chi phí lãi vay cao hơn. LNST dự phóng ở mức 8.612 tỷ đồng, tương đương cùng kỳ.
- Biên lợi nhuận gộp được dự báo sẽ giảm xuống 20% trong khi Biên lợi nhuận ròng có thể chạm đáy ở mức 12,7% do chi phí lãi cao hơn. Doanh thu ước tính 8.612 tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với năm 2018.

Các phân khúc khác hoạt động ổn định. Tuy nhiên, đóng góp vào KQKD hợp nhất đang giảm dần đi bởi sự mở rộng mạnh mẽ của mảng thép.

- Nông nghiệp và khu công nghiệp đạt trưởng mạnh mẽ với những tiềm năng đầy hứa hẹn trong giai đoạn 2020-2021. Tuy nhiên, do hoạt động kinh doanh thép sẽ mở rộng gấp nhiều lần về quy mô, do đó sự đóng góp của các phân khúc khác ngày càng trở nên kém quan trọng.
- Chúng tôi kỳ vọng HPG có thể mở rộng sang các nhóm ngành mới nhằm hỗ trợ chuỗi giá trị thép của mình, ví dụ như vận tải hàng hóa.



HSG – BIẾN ĐỘNG GIÁ THÉP CÁN NÓNG ẢNH HƯỞNG LÊN LỢI NHUẬN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tuy nhiên, HSG có lợi thế tuyệt đối trong mảng bán lẻ với tư cách là doanh nghiệp đầu ngành tôn lạnh.
 - HSG vận hành hơn 500 đại lý bán lẻ và có nhà máy sản xuất trên toàn quốc.
 - Là một thương hiệu có tiếng với các sản phẩm tôn lạnh, ống thép và ống nhựa, HSG có thể hưởng lợi nhuận cao hơn bởi khả năng cạnh tranh giá đối với cả người tiêu dùng và đối thủ.
 - HSG có tiềm năng tìm kiếm cơ hội ở cả thị trường trong và ngoài nước.
- Câu chuyện khả năng phục hồi là khả thi.
 - HSG nên tập trung vào việc cải thiện hoạt động kinh doanh cốt lõi và hạn chế các hoạt động đầu cơ, lợi nhuận của công ty có thể ổn định.
 - Chúng tôi cho rằng điểm yếu lớn của HSG là tài chính. Vì hoạt động kinh doanh cốt lõi của nó có lợi thế đã được thiết lập, việc cải thiện sức khỏe tài chính sẽ nâng cao tâm lý thị trường đối với cổ phiếu.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Quản trị doanh nghiệp làm lu mờ tiềm năng.
 - Giao dịch với các bên liên quan chiếm xx% tổng doanh thu, gây lo ngại cho nhà đầu tư.
 - Các hoạt động đầu cơ rất khó theo dõi.
- Biến động giá thép cán nóng tác động đáng kể lên biên gộp của HSG.
- Vay quá mức phát sinh tạo sức ép lên chi phí lãi vay, ảnh hưởng đến lợi nhuận

Kế hoạch NĐTTC 2019

Tăng trưởng doanh thu	+9%
Tăng trưởng lợi nhuận	+22%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

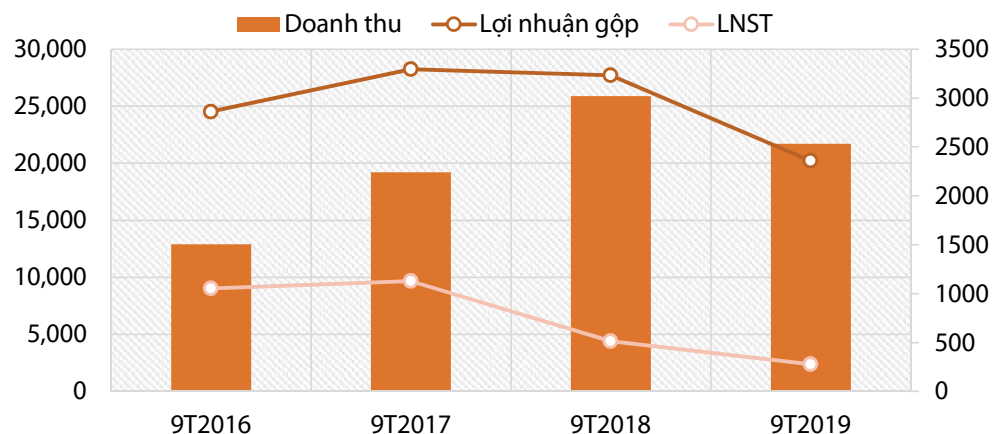
Ngành	Materials
Vốn hoá (triệu \$)	120,6
KLCP lưu hành (triệu CP)	423,3
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	2.272,2
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	17,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	17,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017A	2018A
Doanh thu	17.447	17.886	26.148	34.441
Tăng trưởng (%)	16,4	2,5	46,2	31,7
LNST	653	1.501	1.331	410
Tăng trưởng (%)	59,1	129,9	-11,3	-69,2
ROA (%)	6,9	12,2	6,2	1,9
ROE (%)	22,4	36,4	26,1	8,0
EPS (VND)	1.696	3.546	3.144	969
GTSS (VND)	6.876	9.748	12.041	12.085
Cổ tức tiền mặt (VND)	357	595	464	413
P/E (x)	23,7	11,3	7,2	6,2
P/B (x)	1,4	2,1	1,7	0,5



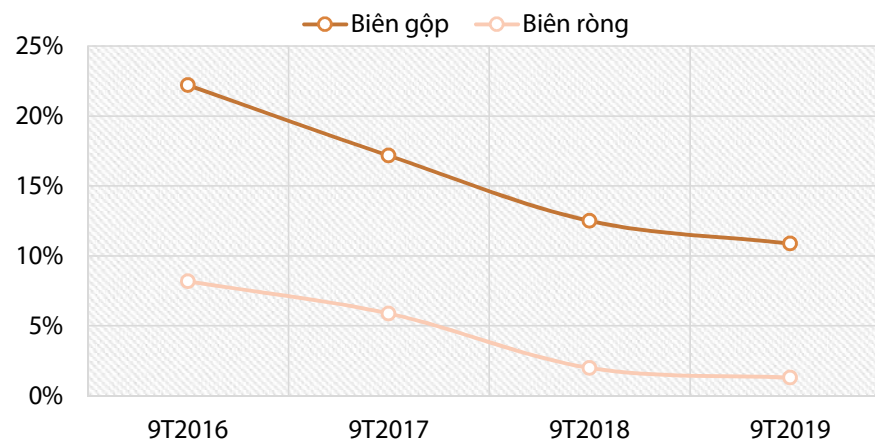
HSG – 9T2019FY chỉ vừa hòa vốn

Hình 1: Doanh thu 6T2019 (cột trái) và lợi nhuận gộp & LNST (cột phải) tỷ đồng



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên gộp và biên ròng



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

9T2019FY bị ảnh hưởng mạnh bởi sự sụt giảm giá thép cán nóng

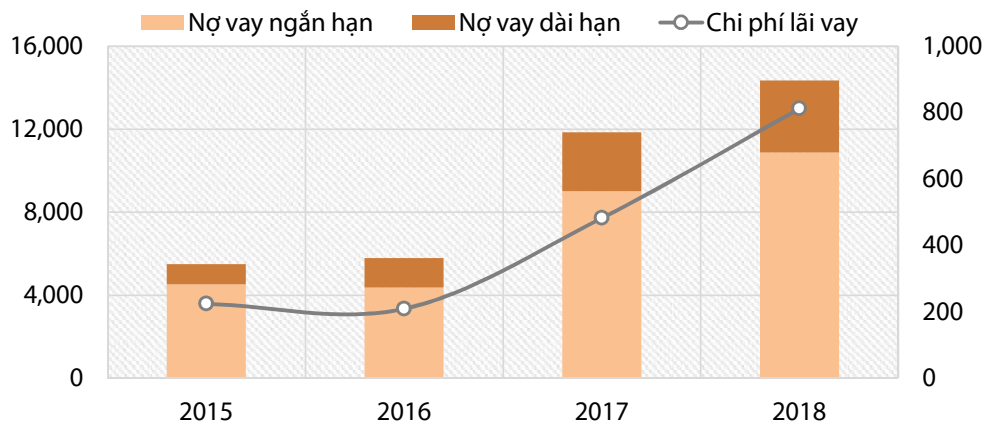
- Sản lượng bán tôn mạ đạt 861.000 tấn, -12% yoy; 281.000 tấn ống thép, -11% yoy. Biên gộp giảm về 10.9% do biến động mạnh của giá thép cán nóng trong thời gian qua.
- 9T2019FY chỉ mới hòa vốn nếu không ghi nhận khoản thu bất thường từ việc bán quyền sử dụng đất (LNTT 258 tỷ đồng).
- Chi phí lãi vay hàng quý giảm do nợ vay giảm, nhưng vẫn gây áp lực lên lợi nhuận. Hệ số khả năng thanh toán lãi vay giảm về dưới 1,0x.

Những tháng còn lại của niên độ tài chính vẫn khó đoán khi giá thép cán nóng duy trì ở mức thấp.

- Giá thép cán nóng giảm từ 520 USD/tấn xuống 480 USD/tấn trong tháng 7 và tháng 8, điều này sẽ ảnh hưởng lên lợi nhuận Q4.
- Giảm nợ vay vẫn là một trong những giải pháp khả thi nhất để HSG cải thiện sức khỏe tài chính.

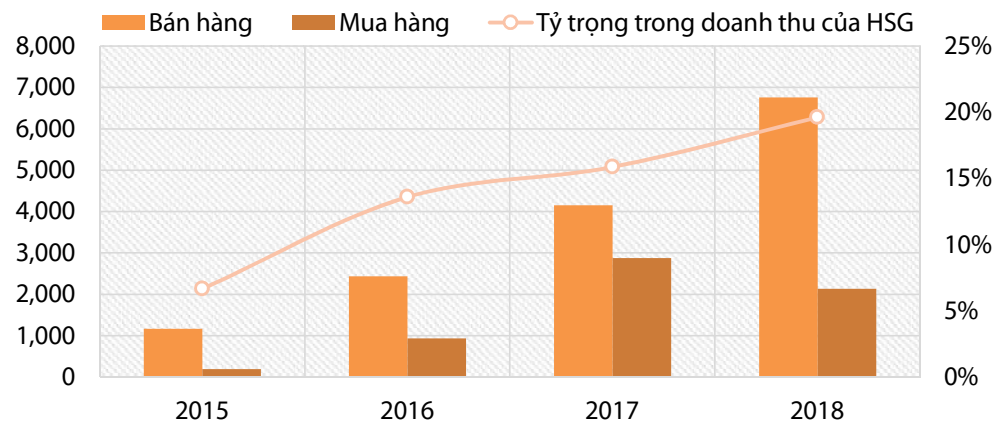


Hình 3: Nợ vay và chi phí lãi vay (tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giao dịch với các bên liên quan



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hạn chế giao dịch với các bên liên quan là một trong những kế hoạch chính để cải tổ quản trị doanh nghiệp.

- Giao dịch với các công ty liên quan tới Chủ tịch chiếm 20% tổng doanh thu của HSG, điều này làm chúng tôi lo ngại về năng lực quản trị doanh nghiệp của HSG.
- Mặc dù ban lãnh đạo HSG cho biết rằng công ty đang hạn chế các giao dịch này, nhà đầu tư nên xem xét vấn đề để hiểu đầy đủ cấu trúc kinh doanh của HSG.

Chúng tôi kỳ vọng HSG tập trung hơn vào việc giảm hàng tồn kho, thanh toán nợ và cải thiện lợi nhuận trong trung hạn.



NKG – TĂNG TRƯỞNG VS. BỀN VỮNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **NKG là một trong những doanh nghiệp tôn mạ có công suất lớn và giá trị gia tăng cao.**
 - Tổng công suất của NKG hơn 1 triệu tấn tôn mạ và hơn 200.000 tấn ống thép mỗi năm.
 - NKG có khả năng tự chủ nguyên liệu thép cán nguội đầu vào, đây là lợi thế cạnh tranh so với hầu hết các đối thủ.
 - NKG có thể nắm bắt cơ hội xuất khẩu nhờ dây chuyền sản xuất chất lượng cao, giảm phụ thuộc vào thị trường nội địa.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- **Lợi nhuận của NKG phụ thuộc rất nhiều vào giá thép cán nóng**
 - NKG chủ yếu giao dịch với đại lý bán sỉ, đồng nghĩa Công ty phải chấp nhận mức biên lợi nhuận thấp hơn và liên tục chịu áp lực đàm phán từ người mua.
 - Biến động giá thép cán nóng thường được phản ánh đầy đủ vào biên lợi nhuận của NKG. Do đó, tình trạng giá đầu vào không thuận lợi có thể gây ra tổn thất cho công ty.
- **Nợ vay của NKG cao, cả ngắn hạn và dài hạn, ảnh hưởng đến lợi nhuận.**

Kế hoạch 2019

Tăng trưởng doanh thu	+4%
Tăng trưởng lợi nhuận	+418%

(*) Bao gồm các khoản bất thường.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Nguyên liệu cơ bản
Vốn hoá (triệu \$)	49,7
KLCP lưu hành (triệu CP)	182,0
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	777,3
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	4,7
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	40,7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0,0

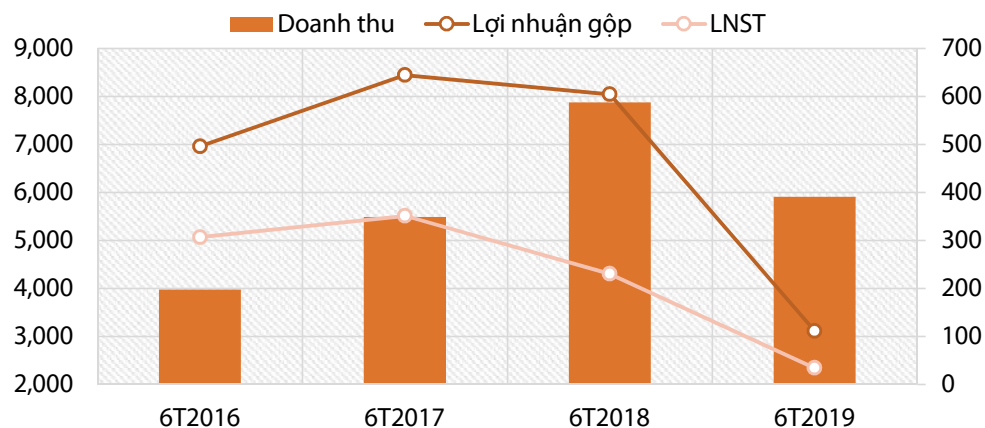
TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017A	2018A
Doanh thu	5.751	8.936	12.619	14.812
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-1,5	55,4	41,2	17,4
LNST	126	518	708	57
<i>Tăng trưởng (%)</i>	64,5	310,7	36,6	-91,9
ROA (%)	3,9	10,4	8,5	0,6
ROE (%)	22,0	46,6	31,3	1,9
EPS (VND)	2.728	1.192	1.759	214
GTSS (VND)	3.515	8.667	16.156	16.325
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	714	0
P/E (x)	2,6	3,0	2,1	52,9
P/B (x)	0,5	1,0	1,0	1,4



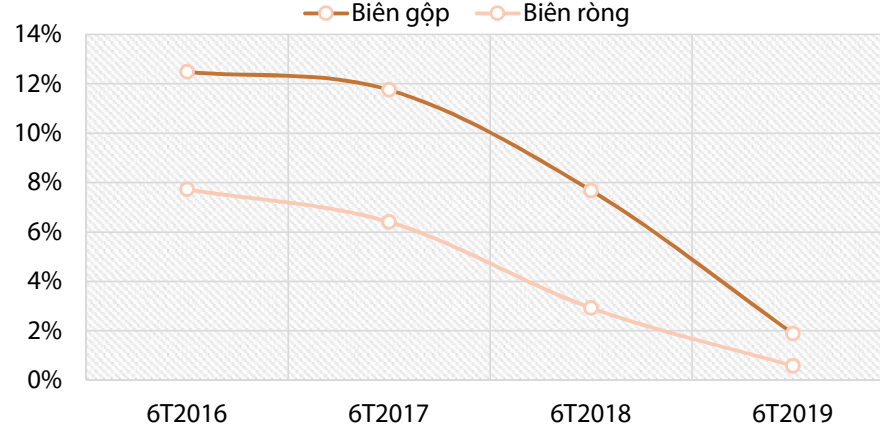
NKG- Biên gộp giảm do biến động giá thép cán nóng

Hình 1: Doanh thu 6T2019 (cột trái) và lợi nhuận gộp & LNST (cột phải) tỷ đồng

Hình 2: Biên gộp và biên ròng



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Sụt giảm giá thép cán nóng mạnh 1H09 gây biến động trong lợi nhuận

- Sản lượng bán đạt 249.931 tấn tôn mạ, -17,3% yoy; 82.789 tấn ống thép, + 4,5% yoy. Biên gộp giảm về 1,9% do giá thép cán nóng biến động mạnh.
- Lợi nhuận gộp chỉ đạt 111 tỷ đồng trong 6T2019, nhưng chi phí lãi vay lên gần 115 tỷ đồng. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng chi phí lãi vay trong 6T2019 đã giảm 30% so với cùng kỳ do giảm mạnh các khoản vay vào cuối năm 2018. NKG đã có thể lỗ trong 6T2019 nếu không ghi nhận khoản thu nhập đột biến.

Tình hình tài chính của NKG là vấn đề cần đặc biệt quan tâm.

- HRC đã giảm từ 520 USD / tấn xuống 480 USD trong tháng 7 và tháng 8, điều này sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận nửa năm còn lại.
- NKG hiện đang chịu áp lực phải tiếp tục cắt giảm các khoản vay ngắn hạn và dài hạn vì tính chất rủi ro của việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Điều đó có nghĩa là công ty phải giảm quy mô kinh doanh. Trên thực tế, NKG đã phải bán một nhà máy (Nam Kim 1) và vốn góp tại một số dự án (Nam Kim Corea, Nam Kim 6).



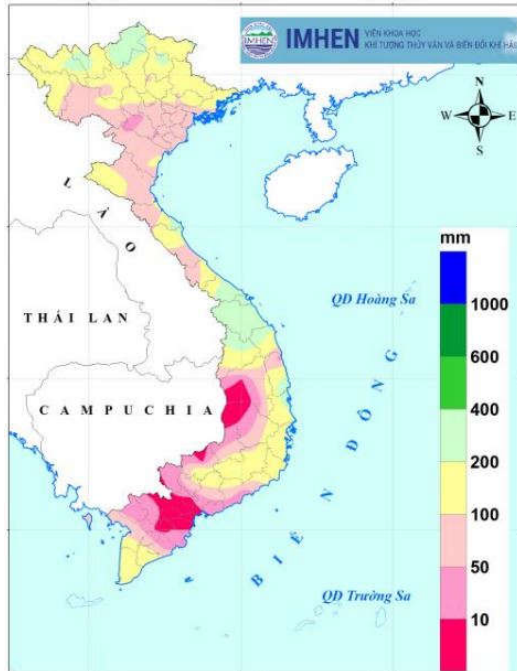
NGÀNH NÔNG NGHIỆP: Đối mặt thử thách

Vũ Trần- vu.thx@vdsc.com.vn

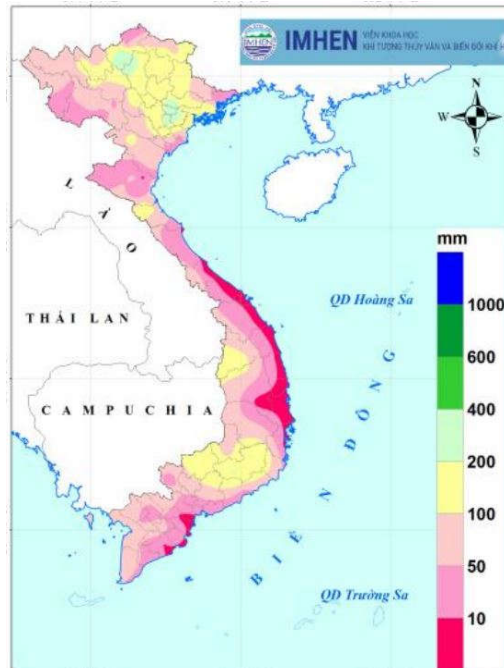
NGÀNH NÔNG NGHIỆP- NHÌN LẠI

Thời tiết không thuận lợi

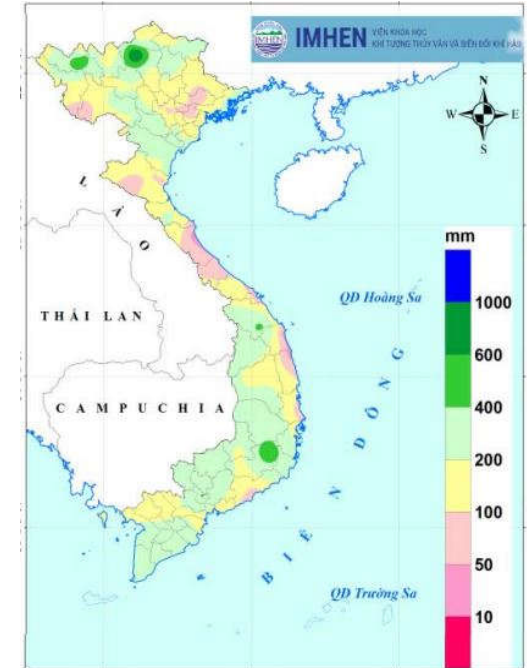
Hình 1: Lượng mưa phân bố trong Q1/2019 (mm)



Hình 2: Lượng mưa phân bố trong T4/2019 (mm)



Hình 3: Lượng mưa phân bố trong T5/2019 (mm)



Nguồn: Viện khoa học khí tượng thủy văn và biến đổi khí hậu Việt Nam

Lượng mưa thấp trong Q1/2019 nhưng đã dần cải thiện từ T5/2019.

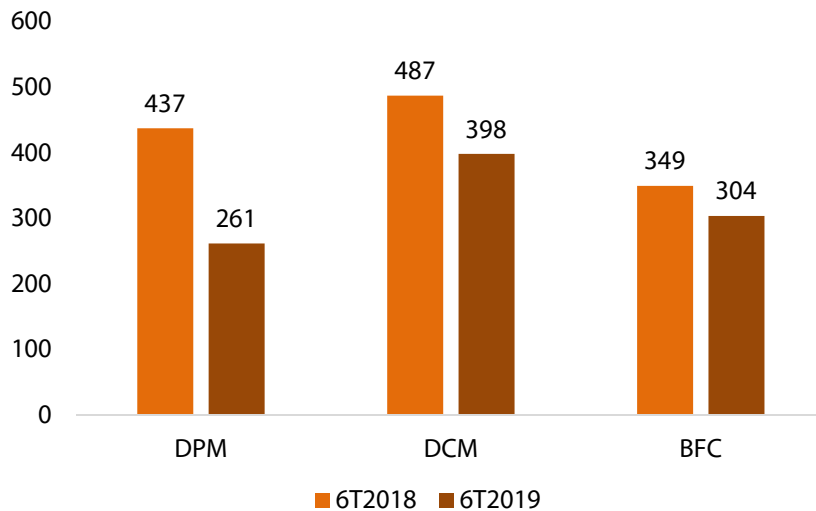
- + Hiện tượng El-nino gây ra hạn hán từ tháng 1 đến tháng 4 năm nay và gây ảnh hưởng nhiều đến mùa vụ.
- + Tuy nhiên, mưa đã xuất hiện thường xuyên hơn trong tháng 5.



NGÀNH NÔNG NGHIỆP- NHÌN LẠI

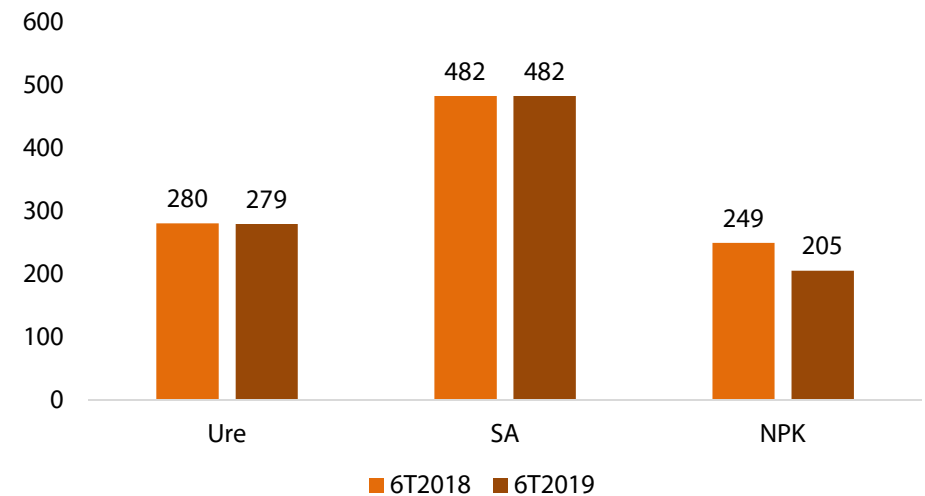
Nhu cầu phân bón thấp nửa tháng đầu năm 2019

Hình 1: Sản lượng bán hàng nửa đầu 2019 so với 2018 (tấn)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 2: Sản lượng phân bón nhập khẩu nửa đầu 2019 so với 2018 (nghìn tấn)



Nguồn: Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn

Cạnh tranh và thời tiết không thuận lợi ảnh hưởng đến nhu cầu phân bón, đặc biệt trong Q1/2019.

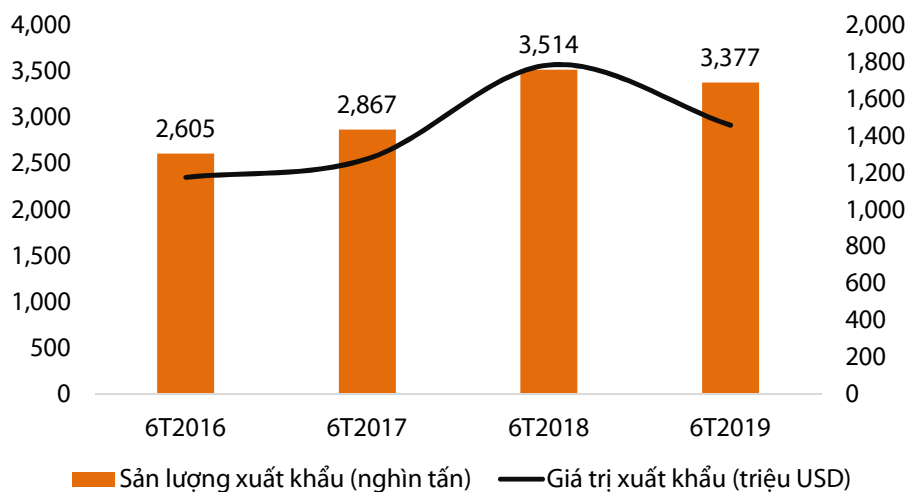
+ Trong 6 tháng đầu năm, dù sản lượng xuất khẩu tăng nhưng giá nông sản giảm mạnh như cà phê (-12%), chè (-26%), hạt điều (-22%) khiến người trồng cắt giảm chi phí, trong đó có phân bón.

+ Sản lượng phân bón nhập khẩu duy trì ở mức cao ở những sản phẩm chính như Ure, NPK.

NGÀNH NÔNG NGHIỆP- NHÌN LẠI

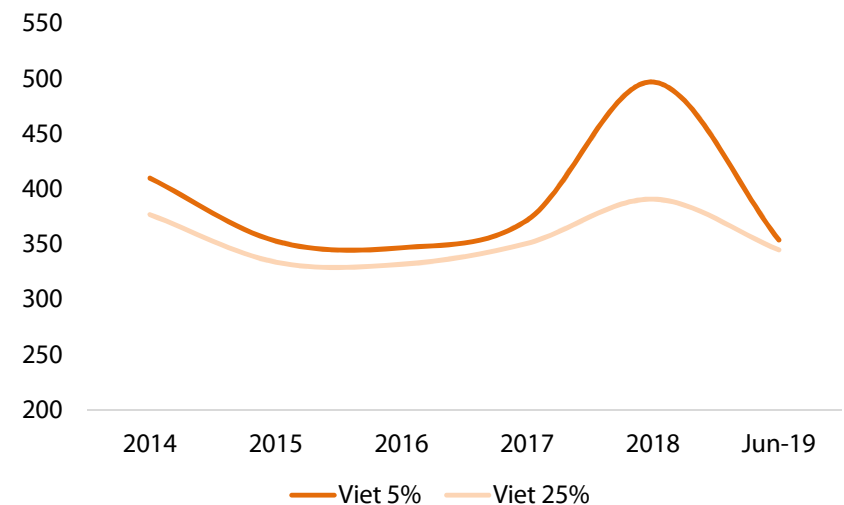
Gạo xuất khẩu suy giảm về sản lượng cũng như giá bán

Hình 3: Sản lượng gạo xuất khẩu (cột trái) và giá trị (cột phải)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 4: Giá gạo Việt Nam xuất khẩu(USD/tấn)



Nguồn: FAO

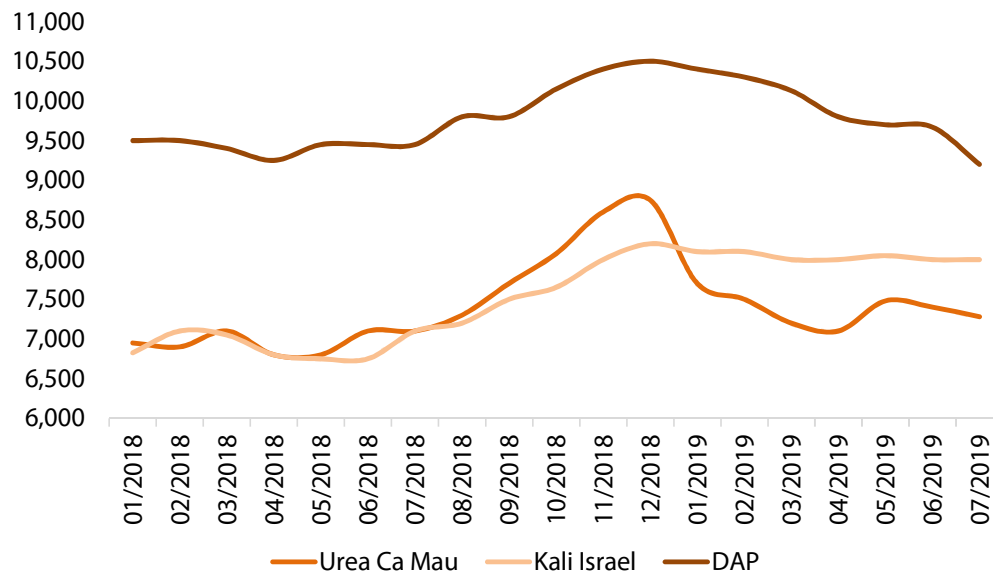
Không nhiều yếu tố hỗ trợ cho ngành gạo trong 6 tháng đầu năm

- + Việt Nam đối mặt với nhiều khó khăn trong xuất khẩu gạo khi Trung Quốc hạn chế nhập khẩu và tăng cường xuất khẩu.
- + Nếu trong cùng kỳ năm ngoái, gạo xuất khẩu được giá cao thì trong 6 tháng đầu năm nay giá gạo giảm.
- + Năng suất gạo giảm từ 6,89 tấn/ha còn 6,75 tấn/ha tại vùng Đồng Bằng Sông Cửu Long trong vụ Đông Xuân.

NGÀNH NÔNG NGHIỆP- NHÌN LẠI

Giá NVL đầu vào tăng làm giảm biên lợi nhuận

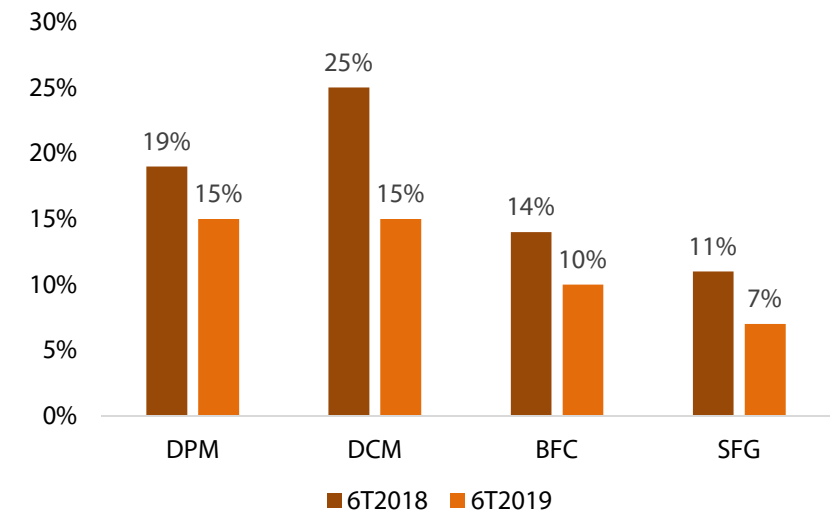
Hình 5: Giá nguyên vật liệu sản xuất phân NPK (VND/kg)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

+ Giá NVL đầu vào tăng mạnh so với cùng kỳ trong khi các công ty sản xuất phân bón NPK không thể tăng giá bán do cạnh tranh mạnh.

Hình 6: Biên LNG nửa đầu năm 2019 so với 2018 (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

+ Do đó, biên LNG các công ty giảm trong nửa đầu năm.

NGÀNH NÔNG NGHIỆP- NHÌN LẠI

Tình hình tài chính của một số doanh nghiệp tiêu biểu (TTM)

CP	VHTT (tỷ đồng)	Tỷ suất cổ tức (%)	Giá mục tiêu (đồng)	TTM 2019			Tăng trưởng doanh thu (%)			Tăng trưởng LNST (%)			P/E		P/B	
				D/E (x)	ROE (%)	ROA (%)	2018	2019E	2020F	2018	2019E	2020F	2018	TTM2019	2018	TTM2019
DPM	5.400	7,2	16.400	0,2	4,7	3,4	16,3	-22,2	18,4	0,7	-52,9	9,6	14,4	14,1	1,1	0,7
DCM	4.309	9,8	N/A	0,8	9,0	4,9	16,3	N/A	N/A	2,9	N/A	N/A	9,2	8,7	1,1	0,7
BFC	903	9,5	15.900	1,7	8,1	2,5	1,6	-4,4	-0,6	-30,1	-67,2	21,7	8,4	9,4	1,2	1,0
SFG	435	11,0	N/A	0,9	3,4	1,6	-5,9	N/A	N/A	-27,6	N/A	N/A	9,7	21,7	0,7	0,8
LTG	1.926	6,7	24.200	1,2	18,9	6,4	4,0	-4,9	1,5	-0,8	24,9	12,6	6,3	10,6	4,1	0,8

Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

DPM – KỲ VỌNG SỰ TÍCH CỰC TRONG NĂM SAU

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng phân bón sẽ tốt hơn trong năm sau.**
 - Nhà máy Ure được kỳ vọng hoạt động với công suất cao hơn trong năm 2020 do không còn bảo dưỡng như năm 2019. Do đó sản lượng bán hàng sẽ trở về mức ổn định.
 - KQKD mảng NPK sẽ cải thiện.
- **Chi phí vận chuyển khí có thể được thay đổi vào cuối năm**
 - Hiện tại, DPM đang phải chịu chi phí vận chuyển khí tạm thời 1,4 USD/MMBTU nhưng PVN có thể điều chỉnh chi phí vận chuyển khí còn 1USD/MMBTU vào cuối năm. Với giá 1USD/MMBTU, LNST cty mẹ đạt 329 tỷ đồng (-52,9% YoY). Chiều ngược lại, LNST cty mẹ chỉ đạt 221 tỷ đồng (-68,4% YoY).
- **PVN thoái vốn**
 - PVN dự kiến giảm tỷ lệ sở hữu từ 59% xuống dưới 36%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- KQKD mảng NPK tệ hơn so với kỳ vọng.
- Thời tiết không thuận lợi.
- Chi phí vận chuyển khí không đổi.

MUA

+26%

Giá thị trường (VND)	13.800
Giá mục tiêu (VND)	16.400

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới 1.000

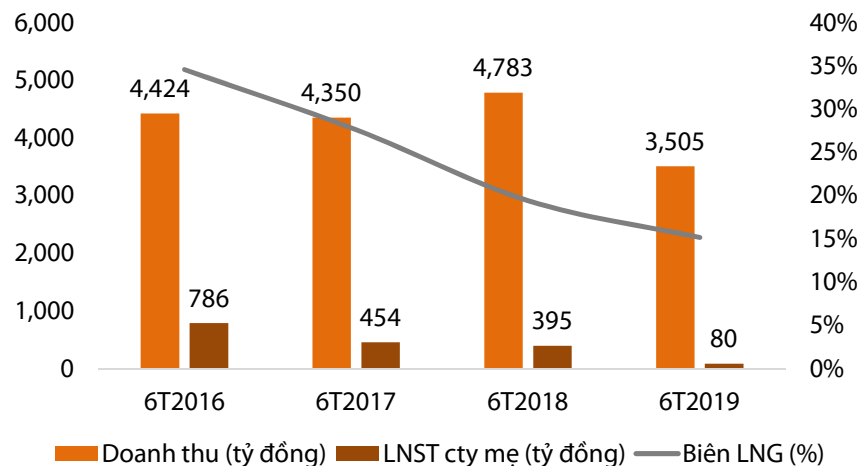
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hoá (triệu \$)	83
KLCP lưu hành (triệu CP)	81
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	128
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	3,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	44,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	24,2

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	7.996	9.297	7.229	9.294
Tăng trưởng (%)	0,9	16,3	-22,2	28,6
LNST	694	700	329	664
Tăng trưởng (%)	-39,1	0,7	-53,0	101,8
ROA (%)	7,0	6,5	3,1	5,0
ROE (%)	8,5	8,6	4,2	8,2
EPS (VND)	1.552	1.551	715	1.442
GTSS (VND)	20.113	20.662	20.372	20.809
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	500	1.000	1.000
P/E (x)	14,0	14,4	22,9	11,4
P/B (x)	1,0	1,1	0,8	0,8

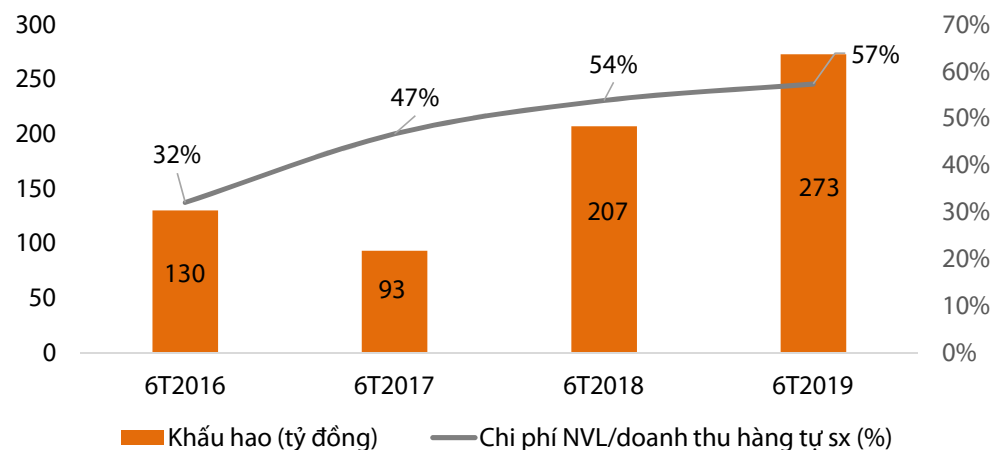
DPM – Khấu hao và chi phí vận chuyển khí cao ảnh hưởng lợi nhuận nửa đầu năm

Hình 1: Sản lượng bán hàng (cột trái) và giá bán (cột phải)



Nguồn: DPM

Hình 2: Khấu hao (cột trái) và chi phí NVL/doanh thu hàng tự sản xuất (cột phải)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nhu cầu thấp, chi phí khấu hao và vận chuyển cao làm giảm lợi nhuận 6T2019

- Doanh thu 6T2019 đạt 3.528 tỷ đồng (-26,7% YoY); LNST cổ đông cty mẹ đạt 80 tỷ đồng (-79,7% YoY)
- Sản lượng phân Ure tiêu thụ đạt 261 nghìn tấn, giảm 40,3% trong khi sản lượng phân NPK chỉ đạt 41 nghìn tấn, thấp hơn mức thiết kế nhà máy là 250 nghìn tấn.
- Biên LNG giảm từ 19,2% xuống còn 15,1% trong 6 tháng đầu năm do chi phí khấu hao tăng từ nhà máy NH3 – NPK và chi phí vận chuyển khí ở mức 1,4 USD/MMBTU. Chi phí NVL chiếm đến 57% tổng doanh thu hàng tự sản xuất.



DPM – Chờ đợi 1 năm tốt hơn trong 2020

Bảng 1: Dự phóng 2019 và 2020

	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	9.297	7.229	9.294
Sản lượng Ure (nghìn tấn)	804	500	700
Sản lượng NPK (nghìn tấn)	0	100	158
LN gộp (tỷ đồng)	1.899	1.175	2.020
LNTT (tỷ đồng)	871	404	814
LNST cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	700	329	664

Nguồn: CTCK Rông Việt dự phóng

Bảng 2: Dự phóng mảng NPK

	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	321	889	1.414
LN gộp (tỷ đồng)	12	-80	3
Biên LNG (%)	3,6	N/A	0,2
LNTT (tỷ đồng)	-44	-194	-157
LNST (tỷ đồng)	-44	-194	-157

Nguồn: CTCK Rông Việt dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng KQKD hồi phục trong năm 2020

- Năm 2019, chúng tôi dự phóng DPM đạt 7.229 tỷ đồng doanh thu (-22,2% YoY) và 329 tỷ đồng cho LNST cổ đông công ty mẹ (-52,9% YoY).
- Nhà máy Ure được kỳ vọng hoạt động với công suất cao hơn trong năm 2020 do không có bảo dưỡng. Do đó, sản lượng Ure tiêu thụ kỳ vọng tăng 40% lên 700 nghìn tấn.
- Chi phí NVL, chủ yếu là giá khí đầu vào được kỳ vọng giảm. Và giá cước vận chuyển chỉ ở mức 1,02 USD/MMBTU. Tuy nhiên, PVN có thể thay đổi mức giá cước này.
- Năm 2019, chúng tôi dự phóng DPM đạt 9.294 bn doanh thu (28,6% YoY) và 664 tỷ đồng cho LNST cổ đông công ty mẹ (+101,6% YoY).



BFC – MỘT NĂM CHUYỂN BIẾN XẤU

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nhà máy Ninh Bình GD2 dự kiến đi vào hoạt động trong Q4/2019**
 - Thị trường miền Bắc được xem là khá tiềm năng so với miền Nam khi nhu cầu phân NPK chất lượng cao tốt và ít cạnh tranh hơn.
- **Dù KQKD xấu nhưng BFC nhiều khả năng duy trì cổ tức tiền mặt 12% đến 15%**
 - Cho năm 2019, BFC sẽ trả 12%-15% cổ tức tiền mặt, tương đương với tỷ suất cổ tức vào khoảng 7,6% đến 9,5%
 - Sau đó, BFC sẽ cố gắng duy trì cổ tức tiền mặt 10%.
- **Vinachem thoái vốn**
 - Vinachem dự kiến giảm tỷ lệ sở hữu từ 65% xuống dưới 51%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Cạnh tranh nhiều hơn ở thị trường NPK.
- Thời tiết tiếp tục không thuận lợi.
- Nhà máy Ninh Bình 2 hoạt động chậm hơn kế hoạch

TÍCH LŨY

+10%

Giá thị trường (VND)	15.800
Giá mục tiêu (VND)	15.900

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới 1.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

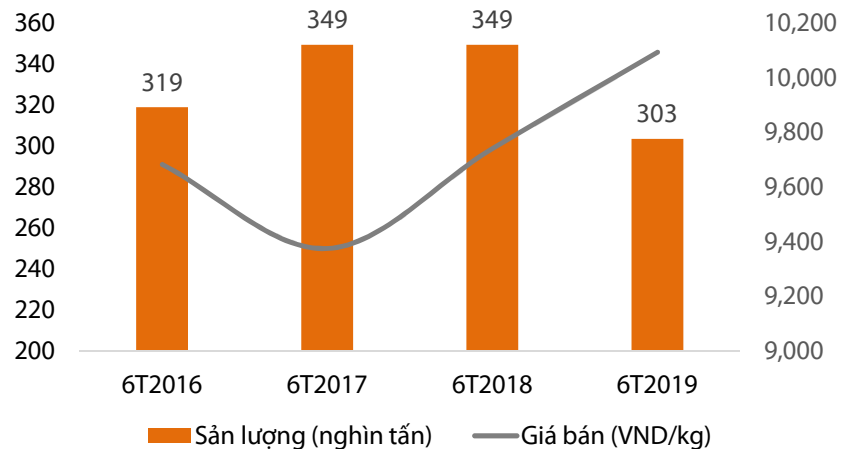
Ngành	Hóa chất
Vốn hoá (triệu \$)	39
KLCP lưu hành (triệu CP)	57
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	80
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	1,5
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	13,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	65,0

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	6.306	6.382	6.122	6.085
Tăng trưởng (%)	6,1	1,2	-4,1	-0,6
LNST	277	193	63	77
Tăng trưởng (%)	-0,1	-30,2	-67,4	22,2
ROA (%)	7,6	5,1	1,8	2,3
ROE (%)	23,6	16,0	7,2	9,6
EPS (VND)	4.845	-147	1.022	1.243
GTSS (VND)	17.049	16.324	15.351	13.746
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000	1.500	1.000
P/E (x)	7,5	8,4	15,6	12,8
P/B (x)	1,6	1,2	1,0	1,2



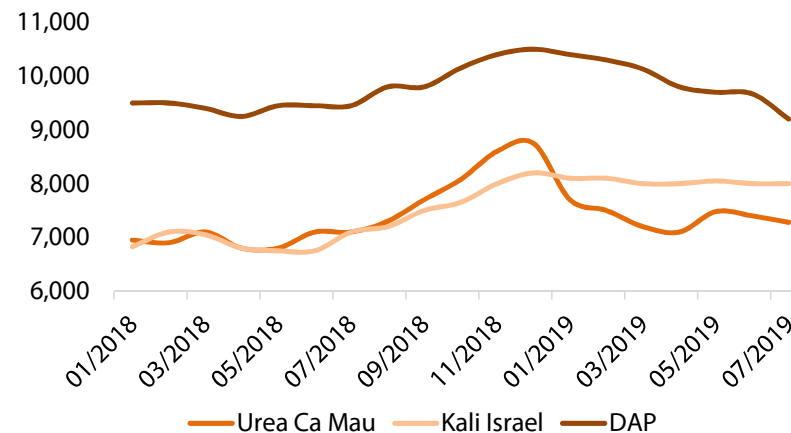
BFC – KQKD thiếu tích cực trong nửa đầu năm do nhu cầu thấp và biên LNG suy giảm

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ (cột trái) và giá bán (cột phải) trong 6 tháng



Nguồn: BFC

Hình 2: Giá nguyên vật liệu đầu vào (VND/kg)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Cạnh tranh và nhu cầu thấp ảnh hưởng đến kết quả nửa đầu năm

- o Doanh thu 6T2019 đạt 3.021 tỷ đồng (-9,6% YoY); LNST cổ đông công ty mẹ đạt 9 tỷ đồng (-91,5% YoY).
 - Sản lượng bán hàng giảm 13,1%, còn 303 nghìn tấn.
 - Giá bán chỉ tăng 4% và không thể bù đắp cho giá NVL đầu vào. Vì vậy biên LNG giảm từ 13,5% về 9,7% trong 6T2019.



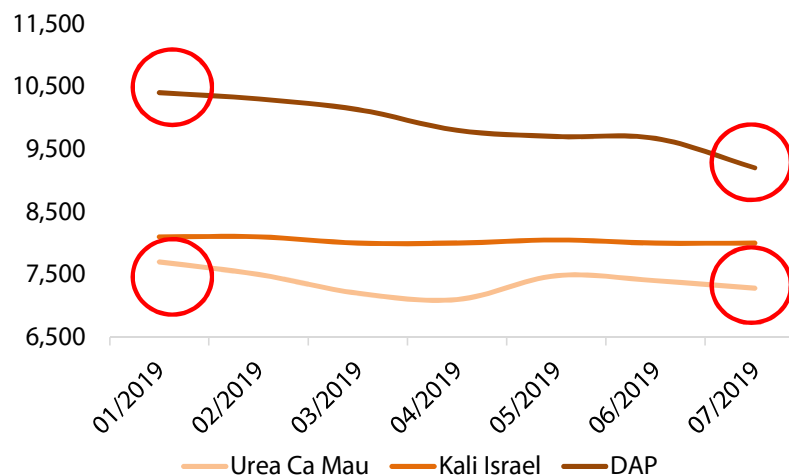
BFC – Chờ đợi hồi phục trong nửa cuối năm

Bảng 1: KQKD 6 tháng cuối năm

	Nửa đầu 2019	Nửa cuối 2019	Cả năm 2019
Doanh thu (tỷ đồng)	3.021	3,100	6.122
<i>Sản lượng (nghìn tấn)</i>	<i>303</i>	<i>311</i>	<i>614</i>
LN gộp (tỷ đồng)	295	318	613
LNTT (tỷ đồng)	24	75	99
LNST cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	9	54	63

Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 3: Giá NVL tính từ đầu năm (VND/kg)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nhưng chúng tôi kỳ vọng mọi chuyện khả quan hơn trong nửa cuối năm

- Sản lượng bán hàng dự kiến đạt 311 nghìn tấn nửa cuối 2019 và nâng tổng sản lượng tiêu thụ cả năm lên 614 nghìn tấn.
- Giá NVL đang dần hạ nhiệt sẽ giúp cải thiện biên LNG.
- Cho năm 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 6.122 tỷ đồng (-4,4% YoY) và LNST cổ đông cty mẹ đạt 63 tỷ đồng (-67,5% YoY).



LTG – THAY ĐỔI CHO CUỘC CHƠI DÀI HẠN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Tái cấu trúc kênh phân phối ở mảng thuốc**
 - Nhằm giảm các khoản phải thu, LTG đang thay đổi chính sách công nợ khi ngưng cung cấp hàng cho các đại lý không thể trả tiền trong vòng 60 ngày.
 - LTG sẽ tập trung quản lý các khoản phải thu thay vì tập trung vào tăng trưởng doanh thu với mục đích tăng trưởng bền vững hơn.
- **Mở rộng hơn nữa mảng gạo**
 - Tập trung xây dựng thương hiệu “Hạt Ngoc Trời” và mở rộng thị phần bằng cách tiếp cận các kênh hiện đại (MT) lẫn truyền thống (GT).
 - Các sản phẩm cao cấp với biên LN cao sẽ được chấp nhận khi thu nhập người tiêu dùng ngày càng tăng.
- **Thay đổi quản trị**
 - Áp dụng KPI để đánh giá chất lượng công việc.
 - Chỉ định những người ngoài vào những vị trí quan trọng thay vì sử dụng nguồn lực sẵn có.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thị trường gạo Việt Nam cạnh tranh nhiều hơn.
- Thời tiết không thuận lợi.

TÍCH LŨY

+8%

Giá thị trường (VND)	23.890
Giá mục tiêu (VND)	24.200

Cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới 1.600

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

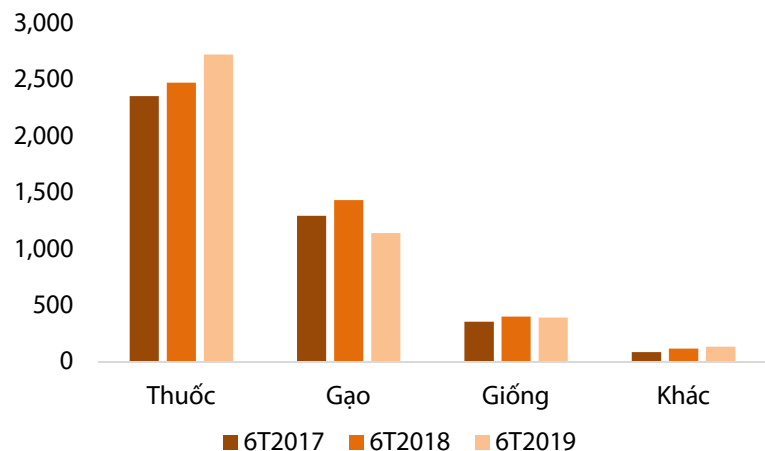
Ngành	Hóa chất
Vốn hoá (triệu \$)	83
KLCP lưu hành (triệu CP)	81
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	128
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	3,0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	44,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	24,2

TÀI CHÍNH	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	8.687	9.031	8.592	8.718
Tăng trưởng (%)	11,6	4,0	-4,9	1,5
LNST	446	412	514	449
Tăng trưởng (%)	28,5	-7,7	24,9	-12,6
ROA (%)	7,0	5,8	6,8	5,7
ROE (%)	19,7	16,9	18,4	14,5
EPS (VND)	5.716	4.341	5.424	4.738
GTSS (VND)	34.520	30.885	34.698	38.435
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	0	1.600	0
P/E (x)	10,3	6,3	4,5	5,1
P/B (x)	1,6	0,9	0,7	0,6



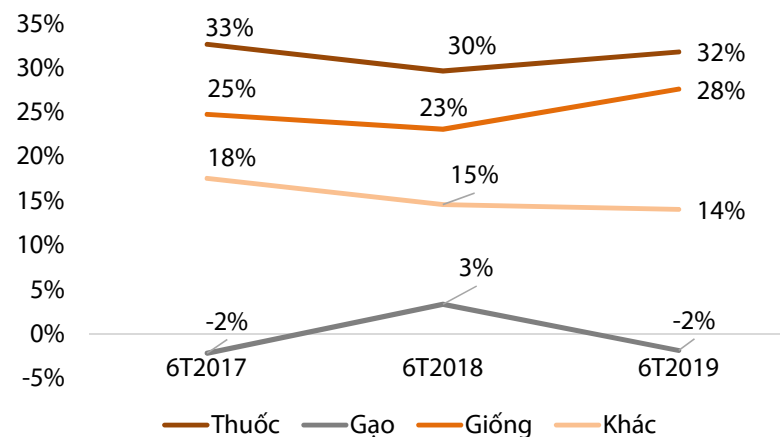
LTG – Doanh thu ổn định nhưng biên LNG cải thiện trong Q2/2019

Hình 1: Doanh thu các ngành trong 6 tháng đầu năm (tỷ đồng)



Nguồn: LTG

Hình 2: Biên LNG các ngành 6 tháng đầu năm (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Động lực 6 tháng đầu năm đến từ mảng thuốc

- Doanh thu 6T2019 đạt 4.379 tỷ đồng, tương đương cùng kỳ; LNST cổ đông công ty mẹ đạt 252 tỷ đồng (+33% YoY)
 - Biên LNG trong nửa đầu năm đạt 22,2%, cao hơn mức 20,1% cùng kỳ nhờ vào sự vượt trội trong biên LNG của mảng thuốc.
 - Chi phí bán hàng và quản lý ổn định ở mức 547 tỷ đồng, so với mức 566 tỷ đồng trong cùng kỳ 2018.
 - LTG ghi nhận 20 tỷ đồng từ lợi nhuận khác.



LTG – Tăng trưởng lợi nhuận năm 2019 phụ thuộc vào thu nhập bất thường

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh 2019

Đơn vị: Tỷ đồng	Kế hoạch 2019	2018	+/- YoY
Doanh thu thuần	8.678	9.031	-3,9%
LNTT	656	549	+19,4%
Hoạt động chính	494	544	-9,2%
Khác	162	5	+3,306%
LNST	521	414	25,9%

Nguồn: LTG

Bảng 2: Dự phóng cho năm 2019

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019F	+/- YoY
Doanh thu thuần	9.091	8.648	-4,8%
Thuốc	4.740	5.135	+8,3%
Gạo	3.313	2.371	-28,4%
Giống	790	895	+13,2%
Khác	248	247	0%
LN gộp	1.934	1.855	-4,5%
Thuốc	1.586	1.643	+3,5%
Gạo	123	-47	N/A
Giống	196	220	12,2%
Khác	29	39	34,4%

Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

Doanh thu dự kiến giảm nhẹ 4,8% về mức 8.648 tỷ đồng và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 514 tỷ đồng, tăng 24,7%

- Mảng thuốc vẫn là trụ cột chính đóng góp 88,5% tổng lợi nhuận gộp trong năm 2019 trong khi kết quả mảng gạo sẽ giảm mạnh so với năm 2018. Tuy nhiên, lợi nhuận vẫn tăng trưởng nhưng đến từ các khoản bất thường.
- LTG ghi nhận 162 tỷ đồng từ bán tài sản. Loại trừ khoản này, lợi nhuận 2019 sẽ giảm khoảng -5,5%.



GỖ & VLXD: TRIỂN VỌNG DÀI HẠN TÍCH CỰC

Thu Pham - thu.pa@vdsc.com.vn

PTB - XUẤT KHẨU GỖ THỨC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG TRUNG HẠN

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Xuất khẩu gỗ thúc đẩy tăng trưởng.** Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung thúc đẩy đơn hàng của Mỹ sang Việt Nam. Mảng gỗ của PTB tăng trưởng trung bình 25% giai đoạn 2014-17 và ghi nhận tăng trưởng nhảy vọt 47% năm 2018 sau khi tranh chấp chính thức diễn ra. Bên cạnh đó, Việt Nam hiện là quốc gia xuất khẩu gỗ lớn thứ hai sang Mỹ, sau Trung Quốc. EU là thị trường tiềm năng trong dài hạn. Hiệp định VPA/FLEGT và EVFTA được kỳ vọng sẽ hỗ trợ xuất khẩu bền vững. EU và UK là hai thị trường nhập khẩu lớn nhất
- **Tái cơ cấu mảng đá khi nhu cầu trong nước chứng lại.** Tổng trữ lượng dồi dào, ước tính đạt 52 triệu m³ (2019), phục vụ phát triển dài hạn. Nỗ lực tái cơ cấu, bao gồm đẩy mạnh xuất khẩu và cơ cấu sản phẩm, giúp duy trì tiêu thụ và biên lợi nhuận gộp mảng đá
- **Tài chính lành mạnh và hiệu quả hoạt động ổn định.** Hệ số D/E cải thiện từ 1.86x (2012) xuống còn 0.98x (2019) mặc dù công ty liên tục tài trợ vốn vay cho các hoạt động M&A và đầu tư máy móc, thiết bị; trong đó, phần lớn nợ cũng được dùng tài trợ vốn lưu động. Cổ tức tiền mặt ngày càng hấp dẫn với tỷ lệ 32%/30% vốn điều lệ năm 2018-19E
- **Thị phần lớn của Toyota, khoảng 25%, và sự gia tăng thu nhập của tầng lớp trung lưu giúp doanh số bán ô tô tăng trưởng đều.** Thị phần ước tính của PTB tại khu vực miền Trung, ước tính đạt 29%, cũng là một lợi thế.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- **Khan hiếm lao động dẫn đến chi phí tăng cao, đặc biệt khi PTB nâng công suất mảng gỗ**
- **Cạnh tranh từ gỗ từ các doanh nghiệp FDI. Rủi ro áp thuế từ Mỹ.**

TÍCH LŨY

+17%

Giá thị trường (VND)	71.400
Giá mục tiêu (VND)	83.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Vật liệu xây dựng
Vốn hóa (triệu USD)	145
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	47
KLGD trung bình 3 tháng (nghìn)	177
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	12,0
Sở hữu nước ngoài (%)	20,0
Sở hữu Nhà nước (%)	0,0

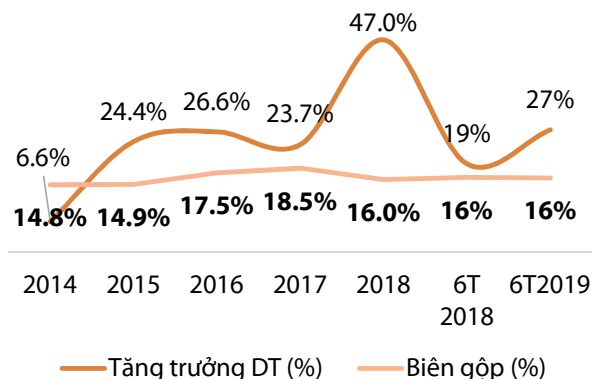
DỰ PHÓNG	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu	3.971	4.719	5.467	5.920
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8,5	18,8	15,8	8,3
LNST cổ đông cty mẹ	345	385	468	537
<i>Tăng trưởng (%)</i>	30,1	11,6	21,7	14,8
ROA (%)	15,7	12,9	12,7	12,3
ROE (%)	36,4	27,9	26,4	25,6
EPS (VND)	12.669	3.272	9.892	11.352
Giá trị sổ sách (VND)	40.411	33.071	37.506	44.357
Cổ tức bằng tiền (VND)	1.000	3.200	3.000	0
P/E (x)	5,5	9,2	8,5	7,4
P/B (x)	1,7	2,1	2,2	1,9



PTB - Doanh thu gỗ tiếp tục tăng trong khi biên gộp mỏng đã cải thiện trong 6T đầu 2019

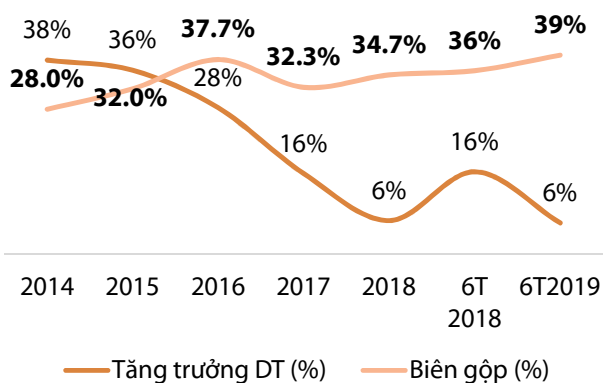


Hình 1: Tăng trưởng DT và biên gộp mảng gỗ



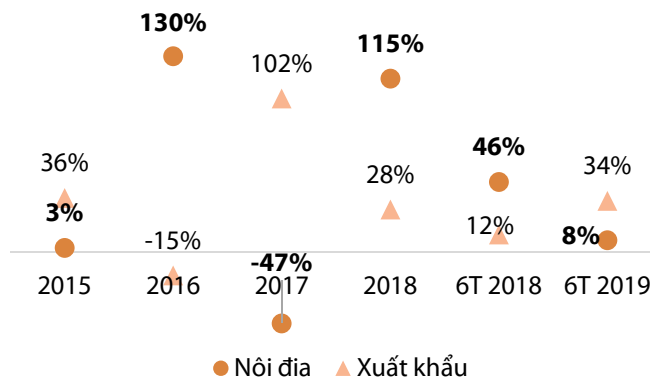
Nguồn: PTB

Hình 3: Tăng trưởng DT và biên gộp mảng đá



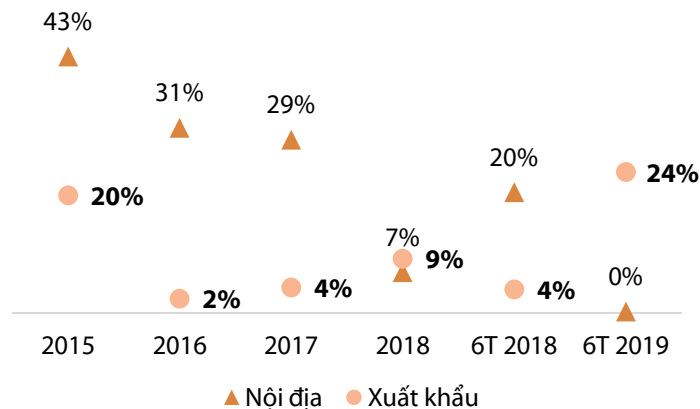
Nguồn: PTB

Hình 2: Tăng trưởng DT gỗ nội địa & xuất khẩu (%)



Nguồn: PTB

Hình 4: Tăng trưởng DT đá nội địa & xuất khẩu (%)



Nguồn: PTB

Doanh thu gỗ tiếp tục ghi nhận tăng mạnh trong khi biên gộp mỏng đã cải thiện khá tốt.

○ 6T đầu 2019 ghi nhận doanh thu đạt 2.576 tỷ đồng (tăng trưởng 33%) và LNST đạt 189 tỷ đồng (tăng trưởng 14%).

- Doanh thu đá tương đương cùng kỳ trong khi biên gộp cải thiện từ 33,9% (2018) lên 38,6% trong 6T 2019 nhờ vào cơ cấu lại sản phẩm và tăng trưởng xuất khẩu, đạt 23%.
- Mảng gỗ tăng trưởng 27%. Riêng xuất khẩu tăng 34% và đóng góp 77% vào doanh thu mảng gỗ. Sự gia tăng đơn hàng từ Mỹ và UK có thể là yếu tố thúc đẩy. Biên gộp vẫn duy trì ở mức 16,5%.

Chúng tôi nghĩ rằng kết quả 6T cuối 2019 sẽ tiếp tục khả quan, dựa trên:

- Mùa cao điểm xuất khẩu gỗ rơi vào Q3 và Q4.
- Tăng xuất khẩu đá sang thị trường EU như Đức, Ba Lan & Hungary (khác Thổ Nhĩ Kỳ). Chúng tôi kỳ vọng biên gộp duy trì mức 37,5 - 38,5%.
- Doanh số ô tô tăng nhẹ nhờ thị phần Toyota tăng 1,6% trong 6T 2019



PTB - Triển vọng trung hạn vẫn khả quan mặc dù có nhiều thử thách



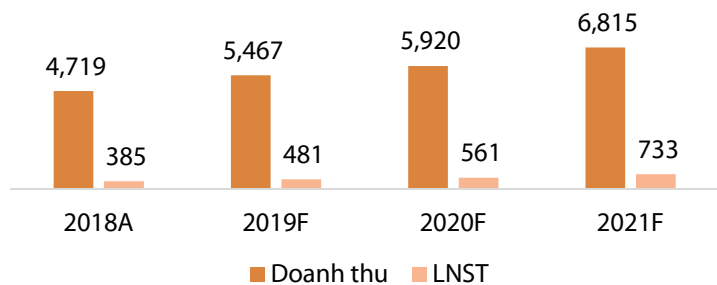
Phú Tài Residence là dự án bất động sản đầu tiên và có thể đáng quan tâm, mặc dù đóng góp không nhiều vào lợi nhuận theo ước tính của chúng tôi.

Bảng 2: Thông tin dự án Phú Tài Residence

Phu Tai Residence			
Tổng diện tích	5,830 m ²		
Tổng diện tích sàn xây dựng	79,775 m ²		
Tổng diện tích sàn thương mại	49,670 m ²		
Quy mô	622 căn hộ, 12 nhà phố		
Kế hoạch triển khai			
	2019	2020	Từ 2021E
Mở bán			
Xây dựng			
Bàn giao			

Nguồn: PTB, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Dự phóng doanh thu các mảng (tỷ đồng)

	2019F		2020F	
	(tỷ đồng)	+/- YoY	(tỷ đồng)	+/- YoY
Mảng đá	1.481	13%	1.627	10%
Mảng gỗ	2.178	19%	2.391	10%
Phân phối ô tô(*)	1.595	13%	1.684	6%
Tổng doanh thu	5.467	16%	5.290	8%

(*) không bao gồm doanh thu bảo dưỡng ô tô

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chúng tôi giả định:

- Dự án BĐS bắt đầu đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ 2021, mặc dù tương đối nhỏ, khoảng 14.8% vào lợi nhuận gộp và 4.4% vào định giá
- Đóng góp lợi nhuận gộp mảng gỗ tăng trung bình từ 29,7% (2014-18) lên 34,2% (2019-23)
- Tăng trưởng doanh thu trung bình đạt 7,9% và 8,9% cho mảng đá và gỗ trong 2019-23
- CARG LNST cổ đông công ty mẹ đạt 9,9% trong giai đoạn 2019-23



Trung Nguyen

Deputy CEO cum Head of Research

P. + 84 8 6299 2006 (Ext: 1242)

E. trung.nc@vdsc.com.vn

Thomas De Fauw

Head of Institutional Sales

P. + 84 8 6299 2006 (Ext: 1525)

E. thomas.defauw@vdsc.com.vn

Viet Dragon Securities Corporation

Viet Dragon Tower, 141 Nguyen Du Street.,

Dist.1, HCMC, Vietnam

www.vdsc.com.vn