



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 2020

PHÒNG PHÂN TÍCH & NGHIÊN CỨU

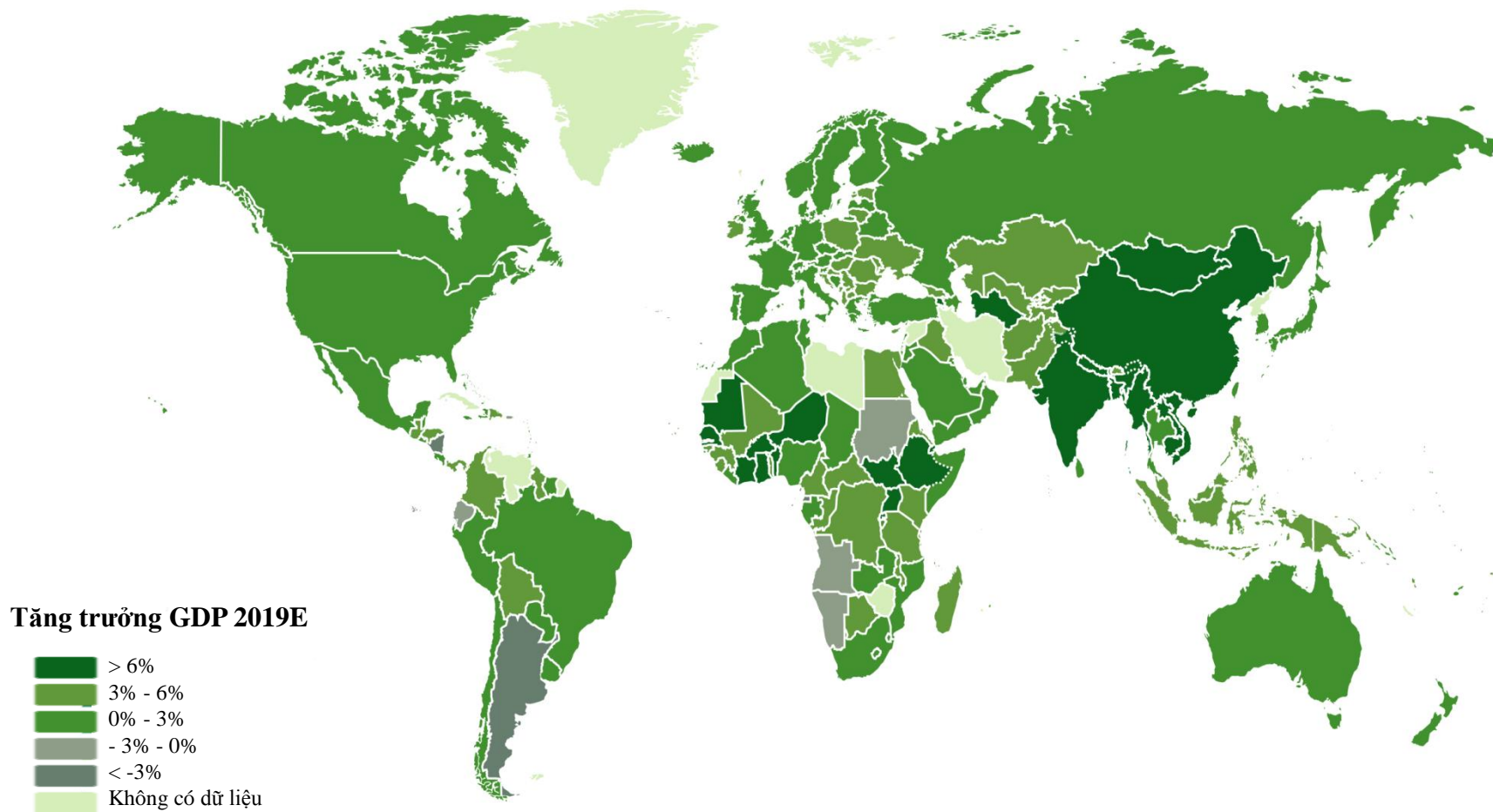
Tháng 12. 2019



KINH TẾ VĨ MÔ

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG



Nguồn: WB, VCBS tổng hợp

Dự báo kinh tế toàn cầu giảm tốc

♥ Kinh tế thế giới đang trên đà suy giảm trong bối cảnh thương mại toàn cầu ảnh hưởng từ cuối năm 2018 ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại.

- Theo WB, tăng trưởng GDP Mỹ dự báo giảm về 2,5% trong năm 2019 (so với mức tăng 2,9% trong năm 2018), và sau đó tiếp tục giảm nhẹ về lần lượt 1,7% và 1,6% trong các năm 2020 và 2021.
- Trung Quốc đang trải qua tăng trưởng kinh tế thấp nhất trong vòng 30 năm. Đặt mục tiêu tăng trưởng kinh tế cả năm 2019 trong khoảng 6%-6,5%, tuy nhiên với sự giảm tốc đang diễn ra, Trung Quốc nhiều khả năng chỉ đạt cận dưới của mục tiêu đề ra.
- Tăng trưởng tại EU có tốc độ mở rộng giảm dần. Ủy ban châu Âu đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế, chỉ tăng 1,1% trong năm 2019.
- Nền kinh tế Nhật Bản hồi phục sau năm hứng chịu nhiều thiên tai. Tuy nhiên tốc độ hồi phục còn chậm trong bối cảnh hoạt động thương mại với đối tác quan trọng - Trung Quốc đang chịu áp lực suy giảm.

♥ Các yếu tố bất định gia tăng: Suy giảm kinh tế có thể chịu ảnh hưởng từ căng thẳng thương mại giữa Mỹ và các nền kinh tế lớn, đặc biệt là chiến tranh thương mại giữa hai nền kinh tế lớn trên thế giới.

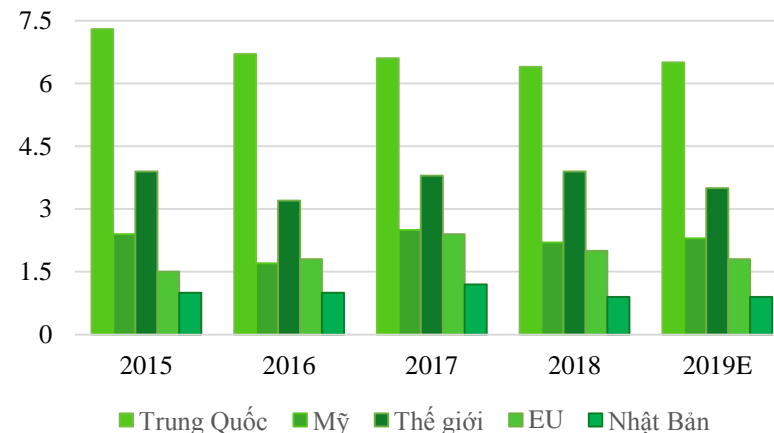
♥ Năm 2019 chứng kiến xu hướng nới lỏng chính sách tiền tệ của các NHTW: Việc các NHTW nổi bật là FED có xu hướng thay đổi CSTT từ thắt chặt sang nới lỏng tạo nên tác động:

- (1) Sự dịch chuyển dòng vốn tại các thị trường cận biên và mới nổi.
- (2) Giá cả các loại hàng hóa niêm yết theo đồng USD.

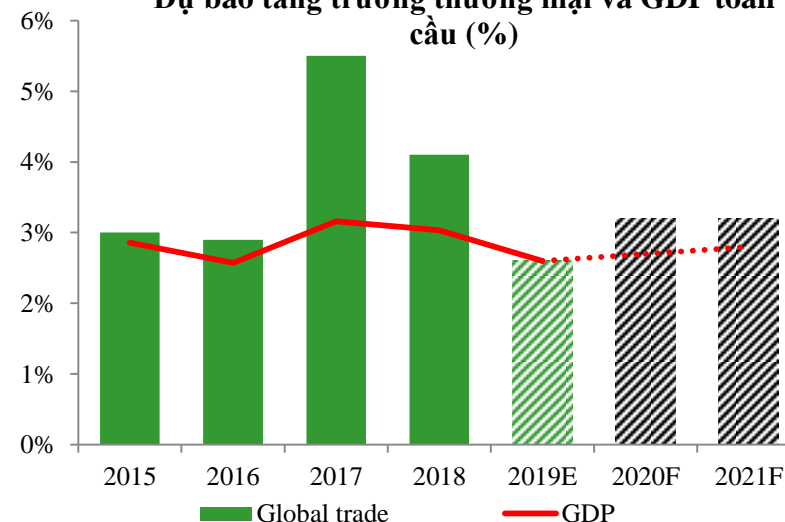
=> Khả năng rút vốn từ các thị trường cận biên và mới nổi giảm đi đáng kể

♥ Trong bối cảnh kinh tế-địa chính trị hiện tại cùng những bất ổn chính trị/chiến tranh leo thang, **Việt Nam vẫn tiếp tục là một trong những điểm đến hấp dẫn với dòng vốn đầu tư nước ngoài**

Tăng trưởng GDP (%)



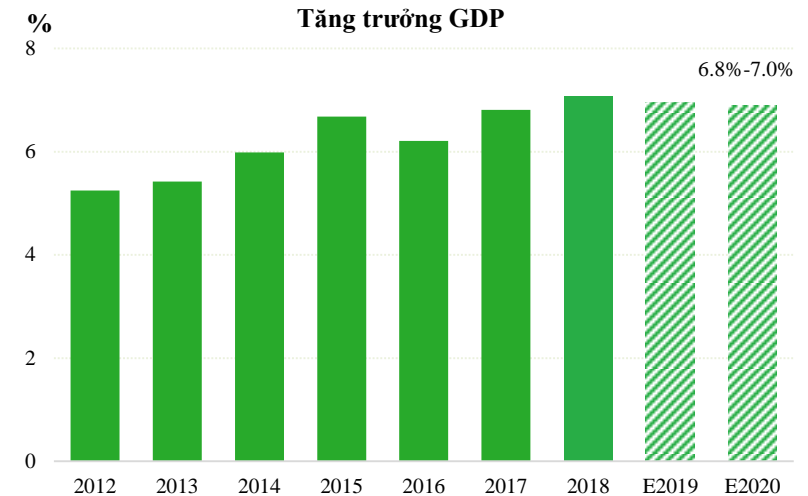
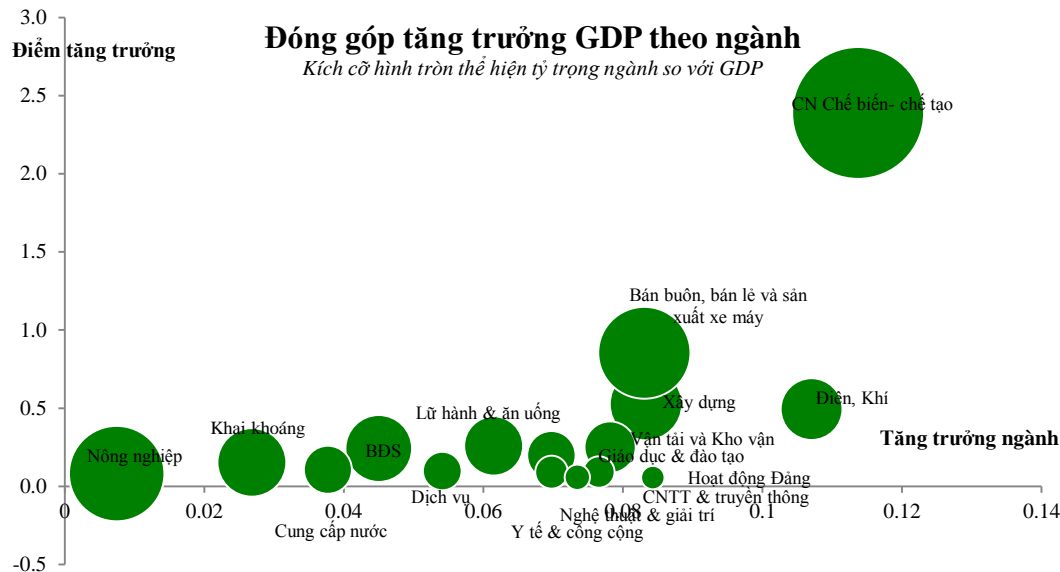
Dự báo tăng trưởng thương mại và GDP toàn cầu (%)



Nguồn: WB, VCBS tổng hợp

TĂNG TRƯỞNG - VẪN LÀ ĐIỂM SÁNG TRONG CÁC CHỈ BÁO

Tăng trưởng năm 2020 dự báo đạt khoảng 6,8% - 7,0%



Nguồn: CEIC, GSO, VCBS tổng hợp

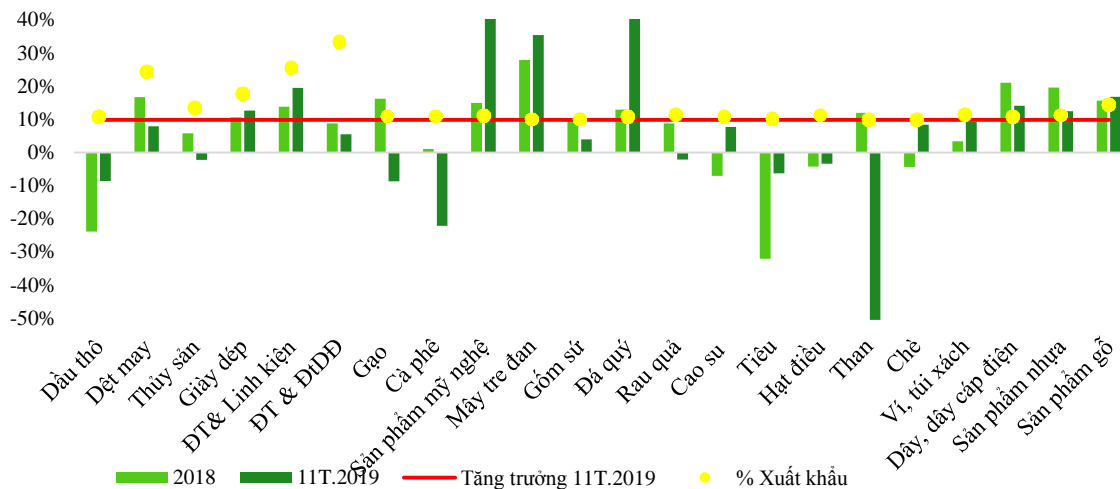
- ✔ Tăng trưởng 9T.2019 đạt 6,98%, con số 9 tháng cao nhất từ năm 2011. Trong đó, Khu vực Công nghiệp - Xây dựng thể hiện vai trò đầu tàu dẫn dắt, Khu vực Dịch vụ tiếp tục giữ đà tăng trưởng tốt.
- ✔ Trong năm 2020, Khu vực Công nghiệp - Xây dựng được kỳ vọng:
 - Khu vực công nghiệp hưởng lợi từ chiến tranh thương mại, sức kéo chủ yếu từ khối FDI được kỳ vọng là nhân tố chính duy trì đà tăng trưởng kinh tế khi tiếp tục được hưởng lợi trong bối cảnh kinh tế - đại chính trị trên thế giới như hiện tại
 - Ngành Xây dựng được dự báo tăng trong bối cảnh xây dựng cơ sở hạ tầng kỳ vọng được thúc đẩy, chi tiêu chính phủ được cải thiện.
- ✔ Khu vực dịch vụ trong năm tới:
 - Cầu tiêu dùng được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện;
 - Doanh thu bán lẻ hàng hóa sẽ giữ tốc độ tăng trưởng ổn định.
- ✔ Tăng trưởng tín dụng sẽ tăng thấp hơn so với giai đoạn 2016-2017 và tương đương năm 2018-2019, tập trung chất lượng tín dụng, đảm bảo ổn định lành mạnh hoạt động của các tổ chức tín dụng.
- ✔ Tốc độ giải ngân ngân sách được dự báo sẽ có thể cải thiện trong nửa cuối năm 2020.

→ GDP 2020 dự báo tăng khoảng 6,8% - 7,0%

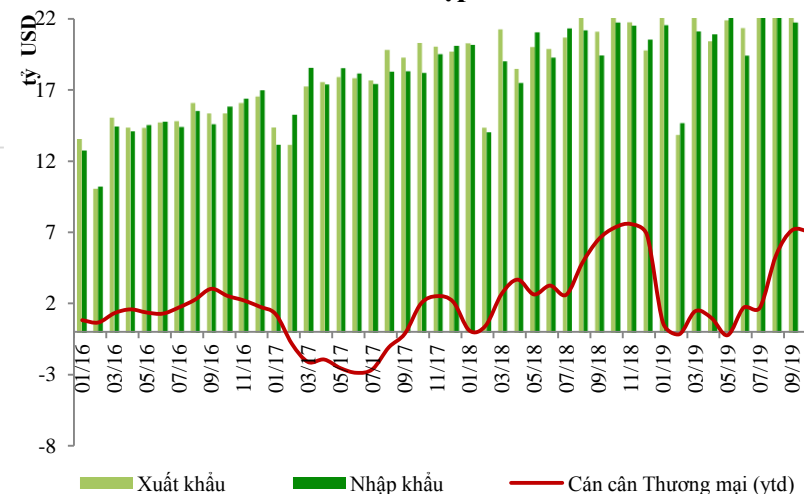
CÁN CÂN THƯƠNG MẠI VÀ THANH TOÁN TỔNG THỂ

Cán cân thương mại thặng dư được dự báo đạt khoảng 10-12 tỷ USD trong năm 2020.

Tăng trưởng xuất khẩu (yoy)



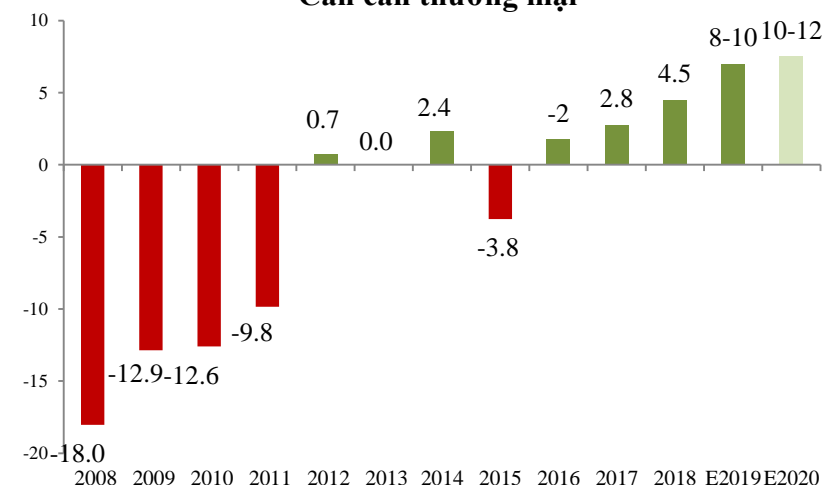
Xuất nhập khẩu



▼ Cán cân thương mại xuất siêu 9,1 tỷ USD trong 11 tháng. Trong đó, XK ước tính đạt 241,4 tỷ USD (+7,8% yoy), động lực đóng góp chính nhờ nhóm hàng điện tử, điện thoại di động.

▼ Cán cân thương mại thặng dư được dự báo đạt khoảng 10-12 tỷ USD trong năm 2020. Các doanh nghiệp FDI sẽ tiếp tục là động lực và chiếm tỷ trọng lớn trong tổng kim ngạch xuất nhập khẩu. Tốc độ mở rộng của khu vực FDI được kỳ vọng duy trì trước làn sóng dịch chuyển tái phân bổ nguồn vốn nhằm tận dụng tối đa các ưu đãi môi trường kinh doanh cũng như hạn chế ảnh hưởng từ căng thẳng thương mại.

Cán cân thương mại

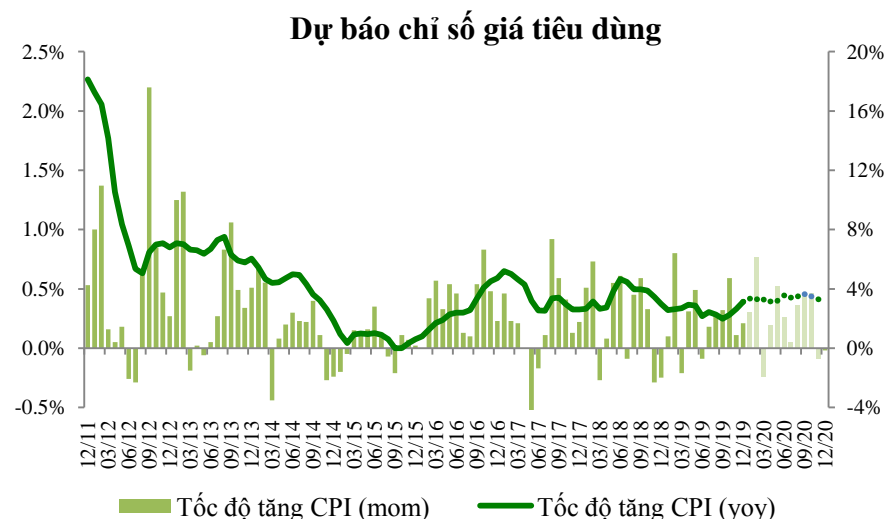
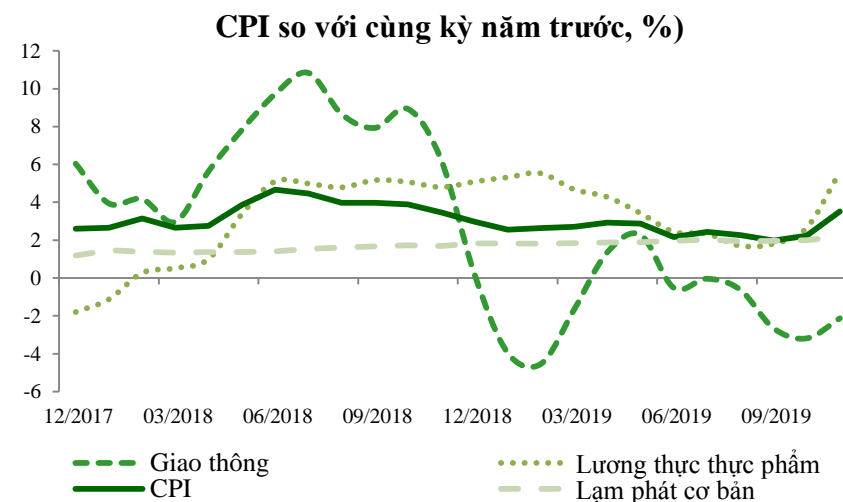


Nguồn: CEIC, SBV, VCBS tổng hợp

Tiếp nối 2018 - 2019, diễn biến thuận lợi về lạm phát tiếp tục được duy trì trong năm 2020.

- Áp lực lạm phát thường được ghi nhận vào thời điểm cuối năm, giáp Tết Nguyên đán do ảnh hưởng bởi nhu cầu lương thực thực phẩm được ghi nhận tăng cao. Tuy nhiên, chỉ số giá tiêu dùng bình quân 11 tháng chỉ tăng 2,57% so với cùng kỳ năm 2018, là mức tăng bình quân 11 tháng thấp nhất trong 3 năm, cho thấy lạm phát nhìn chung được kiểm soát tốt trong năm 2019.
- Các yếu tố chính tạo áp lực tăng cho lạm phát trong năm 2020:
 - Sự phục hồi của giá lương thực thực phẩm, trong đó cần phải lưu ý đến giá thịt lợn.
 - Áp lực tăng giá dịch vụ vẫn được ghi nhận.
- Tuy nhiên các yếu tố trên được đánh giá sẽ không tác động lớn đến lạm phát, đồng thời nhiều yếu tố nằm trong tầm kiểm soát của Chính phủ, cụ thể:
 - Việt Nam là đất nước nông nghiệp do đó có thể chủ động nguồn cung lương thực thực phẩm, bên cạnh đó, Việt Nam cũng có thể nhập khẩu thực phẩm với giá hợp lý.
 - Xăng dầu được dự báo sẽ dao động trong biên độ rộng nhưng mặt bằng trung bình được kỳ vọng sẽ tương đương 2018-2019, theo đó áp lực tăng lên lạm phát năm 2020 là không đáng kể.
- Năm 2020 cũng sẽ ghi nhận một số yếu tố thuận lợi khác như:
 - Cầu tiêu dùng tuy vẫn đang phục hồi tốt nhưng chưa thực sự mạnh mẽ để tạo sức ép lớn lên lạm phát.
 - Chính sách tiền tệ điều hành linh hoạt, giảm thiểu tối đa các tác động của lạm phát tiền tệ.
 - Giá cả của các loại hàng hóa dịch vụ công, điện, nước, ... trong khả năng điều hành và kiểm soát của Chính phủ.

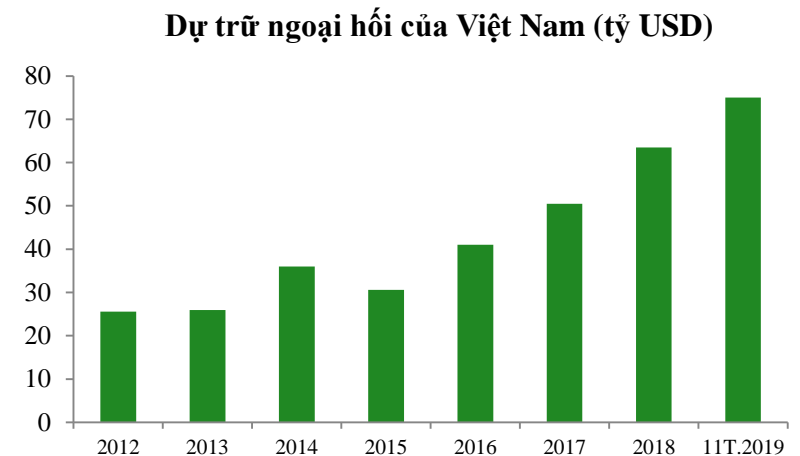
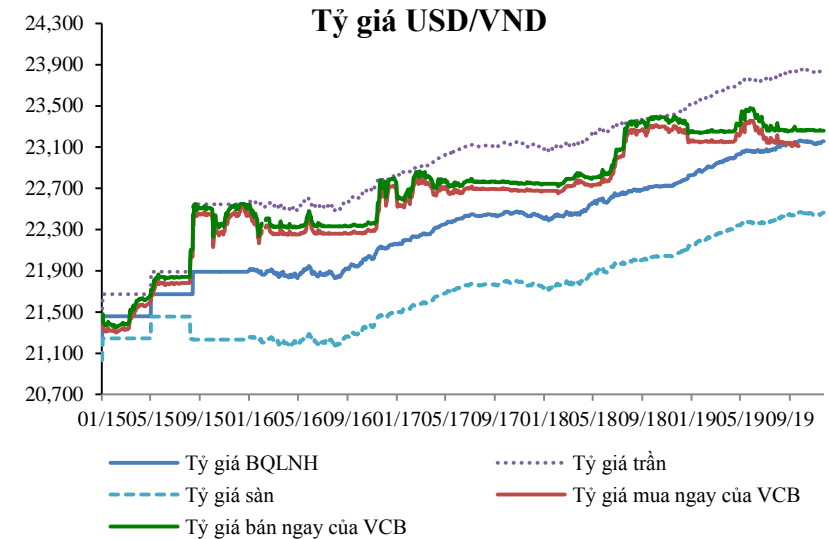
Như vậy, lạm phát năm 2020 được dự báo ở mức 3,0% - 3,5%.



Nguồn: CEIC, GSO, VCBS tổng hợp

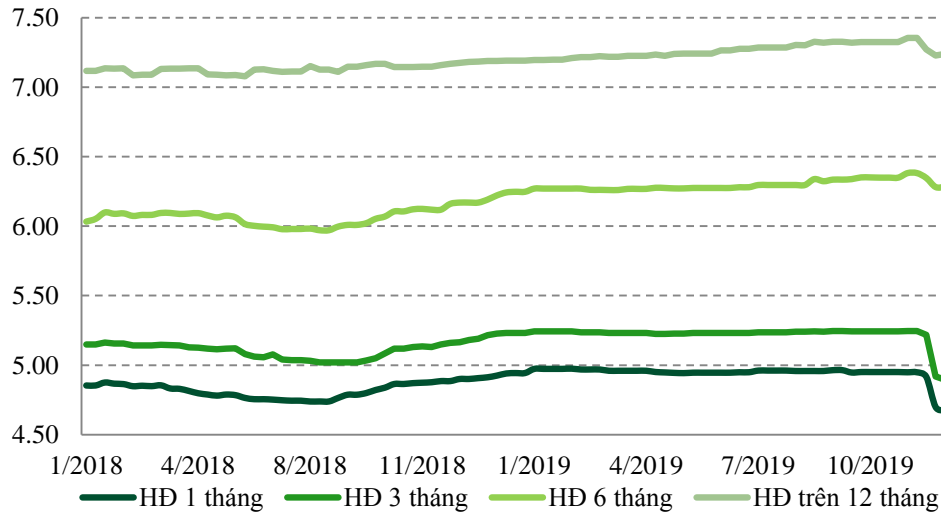
Tỷ giá được kỳ vọng sẽ biến động không quá 1% cho cả năm 2020

- Diễn biến tỷ giá 11 tháng khá ổn định, nhìn chung đi ngang (ngoại trừ giai đoạn chịu áp lực tăng mạnh vào tháng 5).
- Nhìn chung thị trường ngoại hối và tỷ giá được kỳ vọng có những diễn biến thuận lợi nhờ nguồn cung ngoại tệ khá dồi dào trong bối cảnh:
 - Dòng vốn đầu tư tích cực, FDI thực hiện 11 tháng ước đạt 17.6 tỷ USD
 - Cán cân thương mại xuất siêu 9,1 tỷ USD trong 11 tháng.
 - Bên cạnh đó, kỳ vọng của nhà đầu tư đang dần được cải thiện:
 - (1) Ảnh hưởng của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung lên tỷ giá được phần nào giảm bớt khi nhà đầu tư đã quen với thực tế chiến tranh thương mại sẽ khó có thể sớm kết thúc trong tương lai gần.
 - (2) Động thái nói lỏng của nhiều NHTW trên thế giới, đặc biệt là FED cũng là một yếu tố tích cực giảm áp lực tỷ giá.
- Đồng thời, VCBS kỳ vọng NHNN vẫn tiếp tục thể hiện chính sách linh hoạt và nhất quán nhằm hỗ trợ và ổn định tỷ giá trong năm 2020. Tuy nhiên, việc Mỹ đưa Việt Nam vào danh sách theo dõi quốc gia thao túng tiền tệ sẽ khiến NHNN thận trọng hơn trong điều hành, hạn chế mua dự trữ USD và cân nhắc bán USD khi cần nhằm đảm bảo tiêu chí điều hành mang tính 2 chiều.
- Như vậy, tỷ giá trong năm có thể chịu áp lực quanh các sự kiện lớn trên thế giới. Tuy nhiên tỷ giá sẽ biến động không quá 1% cho cả năm 2020.



Nguồn: CEIC, SBV, VCBS tổng hợp

Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)



- NHNN đã ban hành Quyết định số 2415 và 2416/QĐ-NHNN, nhằm đảm bảo hỗ trợ cho hệ thống ngân hàng và tăng trưởng kinh tế, đồng thời giữ ổn định giá trị tiền đồng ở mức hợp lý.
- Chính sách điều hành linh hoạt của NHNN và động thái nới lỏng chính sách tiền tệ của các NHTW, đặc biệt là việc FED giảm lãi suất là yếu tố tích cực để giảm thiểu áp lực tăng của lãi suất huy động.
- Theo đó, LSHĐ ghi nhận nhịp giảm bớt áp lực tăng trong cả năm 2019, nhưng mặt bằng lãi suất vẫn đang ở ngưỡng cao hơn so với cùng kỳ năm 2018. Mặt khác, LSCV nhìn chung không có nhiều sự biến động và mặt bằng ở mức cao.

- Trong năm 2020, yếu tố tạo áp lực lên lãi suất huy động liên quan đến thực trạng nội tại của hệ thống ngân hàng hiện nay đi cùng với định hướng của NHNN trong việc yêu cầu nâng cao năng lực quản trị rủi ro, các chỉ tiêu an toàn và hướng tới đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế về hệ thống ngân hàng. Điều này đồng nghĩa áp lực về nguồn vốn đối với các ngân hàng sẽ tăng lên đáng kể với các hiệu ứng có thể kể đến như tăng mặt bằng LSHĐ, nâng cao quy mô vốn.
- Ở chiều ngược lại, mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng có thể đạt được với các yếu tố hỗ trợ chính như:
 - Nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt là FED đang nới lỏng chính sách tiền tệ, giảm lãi suất.
 - Dòng tiền nước ngoài vào Việt Nam được duy trì tạo điều kiện thuận lợi cho NHNN chủ động điều tiết cung tiền và thanh khoản một cách hợp lý khi cần thiết.
 - Tỷ giá và thị trường ngoại hối ổn định với mức biến động hợp lý của VND so với các quốc gia trong khu vực.
 - NHNN có thể sử dụng một số biện pháp mang tính hành chính trong trường hợp cần thiết để hạn chế áp lực cạnh tranh về huy động tiền gửi giữa các ngân hàng.
- Như vậy, **lãi suất huy động được dự báo chịu áp lực tăng nhưng mức tăng kỳ vọng không lớn trong khoảng từ 0-50 điểm cơ bản (0-0,5%), tập trung tại các kỳ hạn dài từ 12 tháng trở lên. Trong khi đó, lãi suất cho vay kỳ vọng sẽ không có nhiều biến động và duy trì tương đương như mặt bằng hiện tại.**

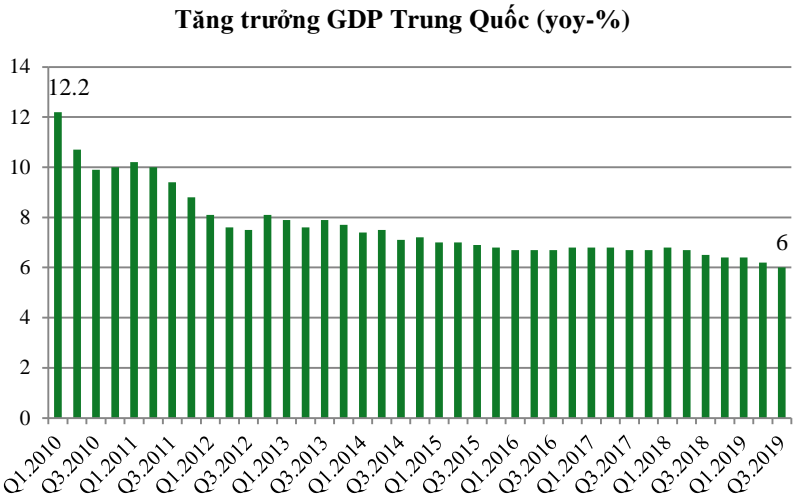
Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

Trung Quốc hoặc các NHTW lớn khác trên thế giới đảo ngược chính sách tiền tệ hiện tại có thể dẫn đến dòng vốn đầu tư vào Việt Nam biến động mạnh.

- ♥ NHTW Trung Quốc (PBOC) ngày 5/11 đã cắt giảm lãi suất cho vay trung hạn (MLF) lần đầu tiên từ năm 2016, trong bối cảnh các nhà hoạch định chính sách đang nỗ lực vực dậy nền kinh tế đang tăng trưởng chậm lại do lượng cầu trong và ngoài nước đều giảm.
- ♥ Đồng thời về phía Trung Quốc, các biện pháp thích nghi với căng thẳng thương mại kéo dài cũng đa dạng hơn.
 - Loại bỏ mọi hạn chế đối với sở hữu nước ngoài trong các lĩnh vực môi giới, bảo hiểm nhân thọ vào năm 2020; cắt giảm hạn chế đối với ngành viễn thông và Giao thông-vận tải.
 - Tuyên bố **cởi mở hơn, minh bạch hơn đối với đầu tư nước ngoài và môi trường kinh doanh sẽ được cải thiện hơn nữa.**

→ Giữ chân dòng vốn FDI và FII

- ♥ Về phía Mỹ, FED đã tiến hành hạ lãi suất ba lần trong năm 2019 nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong nước trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy tốc.
- ♥ Đối với Việt Nam, với các diễn biến ở thời điểm này, VCBS kỳ vọng Việt Nam có thể tiếp tục được hưởng lợi từ dòng vốn chuyển dịch từ nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới. Bên cạnh đó, những số liệu kém qua quan gần đây của Trung Quốc cho thấy đất nước này cần tiếp tục thực hiện các biện pháp kích thích kinh tế để tranh khả năng hạ cánh cứng.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

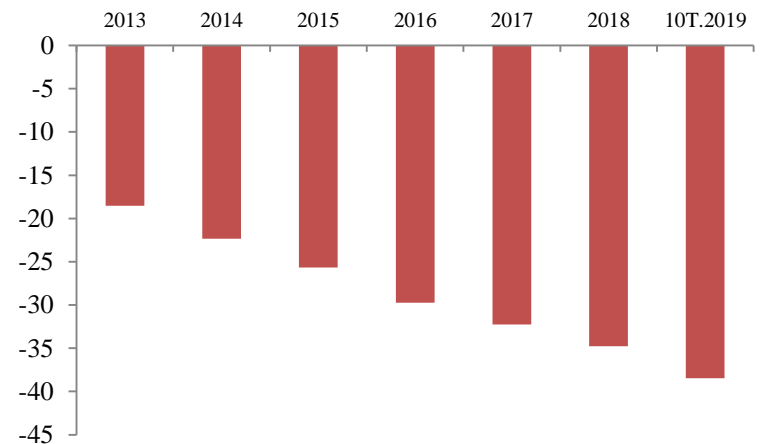
Mỹ áp dụng các biện pháp trừng phạt lên Việt Nam

- ♥ Việt Nam có nguy cơ chịu các biện pháp trừng phạt của Mỹ.
 - Về thương mại, Việt Nam là quốc gia nằm trong top quốc gia Mỹ có thâm hụt thương mại lớn và liên tục có xu hướng tăng.
 - Việt Nam có nguy cơ trở thành quốc gia để Trung Quốc né các biện pháp thuế quan.
 - ♥ Tuy nhiên, Việt Nam chưa hội tụ động cơ để Mỹ có thể tiến hành các biện pháp trừng phạt:
 - Các mặt hàng Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ hàm lượng công nghệ không cao: ngoại trừ linh kiện, điện thoại di động từ Samsung, chủ yếu là các mặt hàng tiêu dùng như hàng may mặc, giày dép, đồ gỗ.
 - Tỷ trọng thương mại Việt Nam trong tổng thể hoạt động thương mại của Mỹ rất nhỏ.
 - Cuối cùng, cũng là yếu tố quan trọng nhất, các vấn đề thương mại được Mỹ khơi mào có cả những động cơ chính trị thay vì thương mại đơn thuần.
- Việt Nam sẽ chịu nhiều ảnh hưởng nặng nề trong trường hợp Mỹ gia tăng sức ép lên nền kinh tế Việt Nam trong trường hợp Mỹ thông qua một số động thái như: Mở rộng danh mục hàng hóa Việt Nam bị điều tra về bán phá giá (thực chất là hàng hóa Trung Quốc thông qua Việt Nam để xuất khẩu sang Mỹ), tiến hành điều tra Việt Nam về thao túng tiền tệ.
- Tuy nhiên, **VCBS không đánh giá cao khả năng Mỹ có biện pháp trừng phạt Việt Nam**

Mỹ đã đưa Việt Nam vào danh sách theo dõi khả năng thao túng tiền tệ, các tiêu chí được đưa ra như sau

Vòng 1	Tổng thương mại hàng hóa song phương ≥ 40 tỷ USD
Vòng 2	Tiêu chí 1: Thặng dư thương mại hàng hóa với Mỹ ≥ 20 tỷ USD Tiêu chí 2: Thặng dư cán cân thanh toán $> 2\%$ GDP Tiêu chí 3: Can thiệp một chiều và liên tục vào thị trường ngoại hối: Khối lượng mua ngoại tệ ròng $> 2\%$ GDP trong vòng 12 tháng; Mua ngoại tệ ròng liên tục trong 6/12 tháng.

Thặng dư thương mại Mỹ với Việt Nam



Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

Giá dầu thô duy trì ở ngưỡng cao trong thời gian dài có thể kéo theo sự leo thang về giá cả của hàng loạt các mặt hàng.

Giá dầu thế giới 2019



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

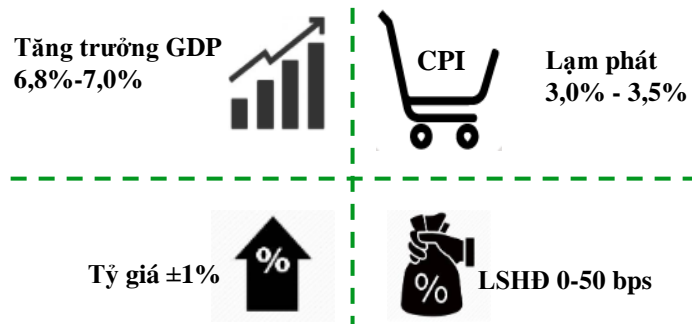
- Diễn biến giá dầu thế giới trong năm 2019 bất ổn, chủ yếu là do các áp lực địa chính trị và kinh tế như: Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, sự chững lại của hoạt động sản xuất công nghiệp các quốc gia trên thế giới.
- Trong năm 2020 nếu giá dầu thô duy trì ở ngưỡng cao trong thời gian dài kéo theo sự leo thang về giá cả của hàng loạt các mặt hàng khác, từ đó gập áp lực tăng lên lạm phát.
- Tuy nhiên, tổ chức IEA cảnh báo về tình trạng dư cung dầu tiếp tục diễn ra trong năm 2020, dự báo giá dầu Brent sẽ tiếp tục giảm xuống mức giá trung bình năm 2020 là \$60/thùng so với mức giá trung bình của năm 2019 là \$64/thùng.

Các thông tin liên quan đến hoạt động xếp loại tín nhiệm và nâng hạng thị trường của Việt Nam

- Đầu tháng 10, Moody's Investors Service thông báo đưa Việt Nam vào danh sách để xem xét hạ xếp hạng Trái phiếu bằng nội tệ, Trái phiếu bằng ngoại tệ và Nợ không đảm bảo được ưu tiên thanh toán trước của Việt Nam – từ bậc Ba3 tại thời điểm hiện tại.
 - Sau đó, Moody's đã thông báo về việc giữ nguyên xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam ở mức Ba3 đối với các khoản phát hành bằng đồng nội tệ, ngoại tệ và các khoản vay cao cấp không được bảo đảm và chính thức điều chỉnh triển vọng xuống Tiêu cực, sau khi đã đưa hồ sơ tín dụng của Việt Nam vào diện theo dõi hạ bậc kể từ ngày 9/10/2019.
 - Tuy nhiên, VCBS đánh giá rủi ro hạ xếp hạng tín nhiệm quốc gia không cao và chưa đáng lo ngại trong bối cảnh:
 - Bộ Tài chính cho rằng việc Moody's hạ triển vọng tín nhiệm của Việt Nam chỉ dựa trên sự việc riêng lẻ đối với nghĩa vụ nợ dự phòng mà bỏ qua thành tựu toàn diện Việt Nam đã đạt được trong phát triển kinh tế - xã hội.
 - Mặt khác, Fitch Ratings giữ nguyên đánh giá tín nhiệm quốc gia của Việt Nam ở mức "BB" đưa ra từ tháng 5/2019, và triển vọng của nền kinh tế Việt Nam vẫn ở mức "tích cực".
 - Bên cạnh Fitch tiếp tục giữ nguyên kết quả đánh giá tín nhiệm, Standard & Poor (S&P) cũng giữ kết quả xếp hạng quốc gia dài hạn của Việt Nam ở mức BB.
- Đánh giá của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm như Fitch và S&P đã phần nào giúp giảm bớt lo ngại của một số nhà đầu tư trên thị trường liên quan đến thông tin Moody's Investors Service hạ triển vọng của Việt Nam.

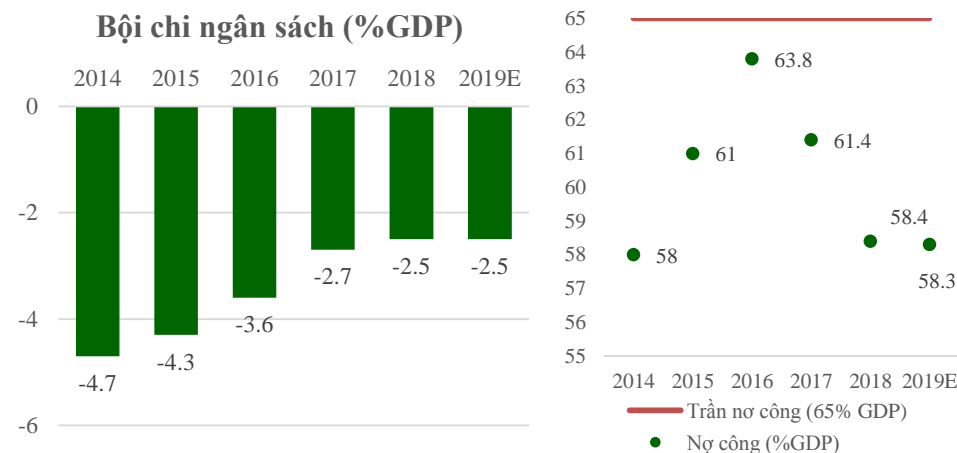
DỰ BÁO TRIỂN VỌNG 2020 & TRUNG HẠN

Tổng hợp dự báo kinh tế vĩ mô 2020



- ✔ Tăng trưởng GDP năm 2020 dự báo đạt 6,8% – 7,0%. Trong đó, khu vực công nghiệp – xây dựng thể hiện vai trò đầu tàu dẫn dắt, dòng vốn đầu tư FDI là nguồn lực quan trọng đối với nền kinh tế. Chi đầu tư công dự báo sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2020.
- ✔ Diễn biến thuận lợi về lạm phát tiếp tục được duy trì trong năm 2020, với dự báo lạm phát ở mức 3,0% - 3,5% nhờ một số yếu tố như: (i) Cầu tiêu dùng tuy vẫn đang hồi phục tốt nhưng chưa thực sự mạnh mẽ để tạo sức ép lớn lên lạm phát; (ii) CSTT linh hoạt, giảm thiểu tối đa các tác động của lạm phát tiền tệ; (iii) Giá cả của các loại hàng hóa dịch vụ công, điện, nước trong khả năng điều hành và kiểm soát của Chính phủ.
- ✔ Trong bối cảnh nguồn cung ngoại tệ khá dồi dào cùng chính sách linh hoạt và nhất quán nhằm hỗ trợ và ổn định tỷ giá của NHNN, tỷ giá được kỳ vọng sẽ biến động không quá 1%.
- ✔ Áp lực tăng lãi suất huy động trên thị trường 1 vẫn tồn tại nhưng được kỳ vọng không mạnh bằng năm 2019
- ✔ Như vậy, **bối cảnh kinh tế vĩ mô được duy trì ổn định**, trong đó điểm sáng là tăng trưởng kinh tế ở mức khả quan, cùng với các yếu tố lạm phát, tỷ giá đều được điều hành linh hoạt và kiểm soát chặt chẽ.

Bội chi ngân sách (%GDP)



Nguồn: Bộ Tài chính, IMF, WB

Nguồn: Bộ Tài chính, VCBS tổng hợp

- ✔ Trong các năm gần đây, Chính phủ cho thấy quan điểm nhất quán về chính sách điều hành kinh tế vĩ mô với lạm phát mục tiêu. Với việc chỉ tiêu tỷ lệ nợ công/GDP được dự báo ở ngưỡng an toàn và trong tầm kiểm soát, Chính phủ sẽ có nhiều dư địa để thực hiện các mục tiêu dài hạn trong đó quan trọng phải kể đến tiếp tục tái cấu trúc hệ thống ngân hàng, đưa hệ thống dần tiếp cận chuẩn mức quốc tế Basel II
- ✔ Tuy nhiên, với bối cảnh thế giới mang nhiều yếu tố bất định và khó kiểm soát, mục tiêu hàng đầu của Chính phủ vẫn sẽ là duy trì sự ổn định, cải thiện môi trường đầu tư, nhằm thu hút dòng vốn vào Việt Nam để tận hưởng những lợi thế rõ ràng:
 - Môi trường chính trị ổn định;
 - Nền kinh tế tăng trưởng tốt, cơ cấu dân số tương đối trẻ và lực lượng lao động dồi dào với chi phí nhân công cạnh tranh;
 - Chính sách điều hành kinh tế vĩ mô theo hướng ổn định với định hướng giảm bớt rào cản gia nhập thị trường và kêu gọi đầu tư nước ngoài (cả trực tiếp và gián tiếp);

KINH TẾ VĨ MÔ

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG



THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

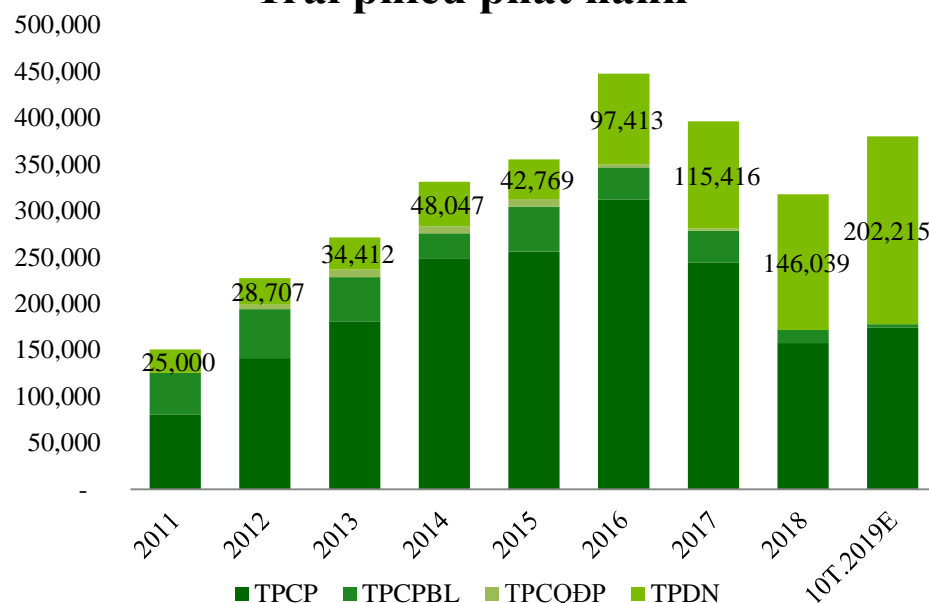
Đa dạng hóa sang TPDN

- Thị trường trái phiếu tiếp tục có sự mở rộng về quy mô.
- Ghi nhận sự chuyển dịch đầu tư, đa dạng hóa sản phẩm đầu tư sang các loại hình khác trong đó có Trái phiếu doanh nghiệp khi mặt bằng TPCP ở ngưỡng thấp so với nhiều quốc gia trong khu vực.
- Tỷ lệ Trái phiếu DN phát hành/ TPCP phát hành có xu hướng tăng dần qua các năm. Tính tới hết 10T.2019, theo các số liệu ước tính, dư nợ TPDN/GDP tiếp tục xu hướng tăng đặt trên 9%.

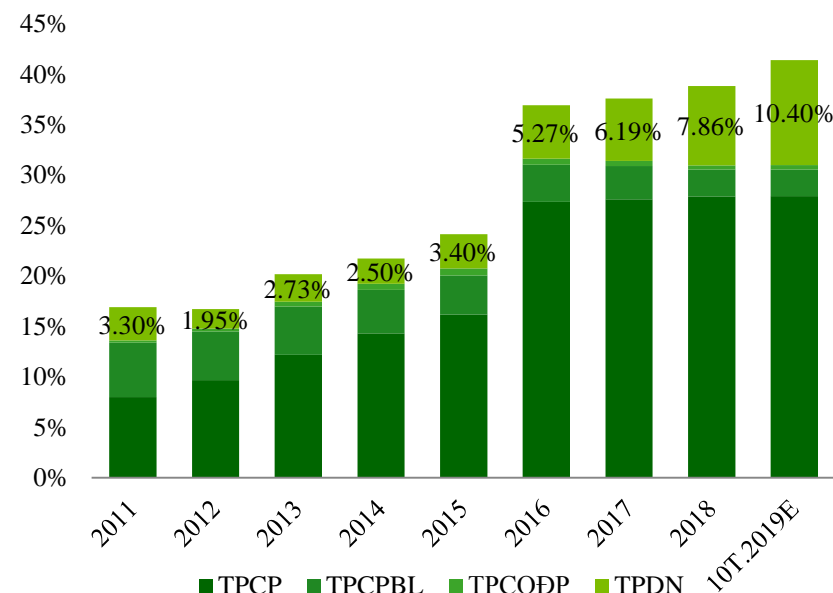
Dự báo

- Xu hướng chuyển dịch tiếp tục diễn ra trong giai đoạn tới.
- Tuy nhiên, quy mô thị trường TPCP vẫn giữ tốc độ tăng vừa phải khi nhu cầu đầu tư luôn tồn tại.

Trái phiếu phát hành



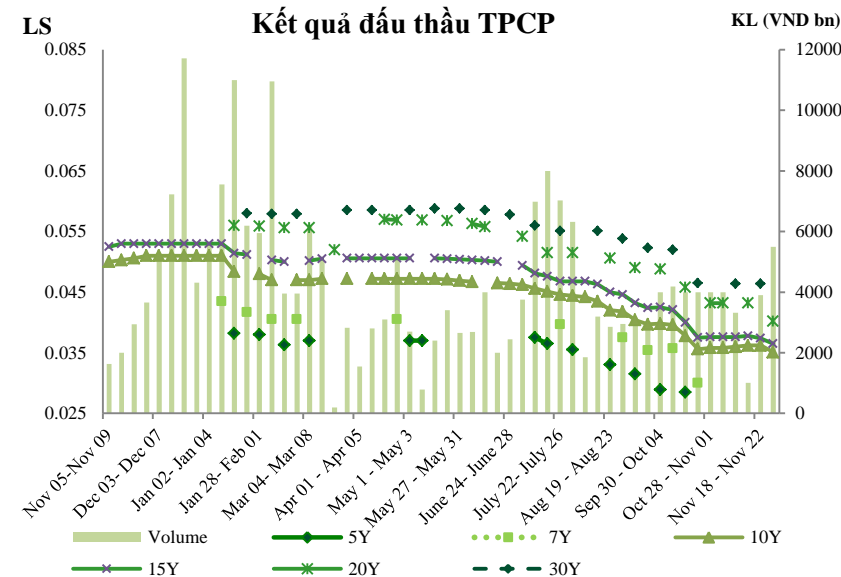
Dư nợ trái phiếu/GDP



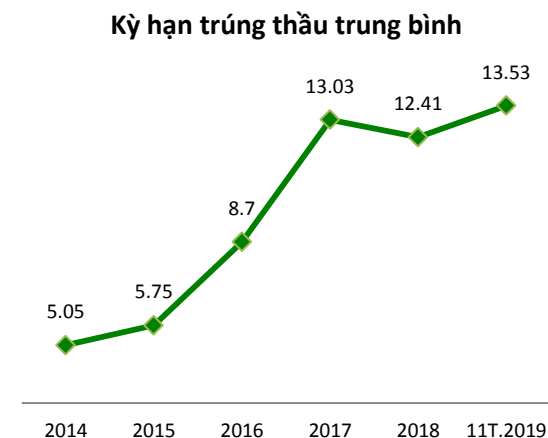
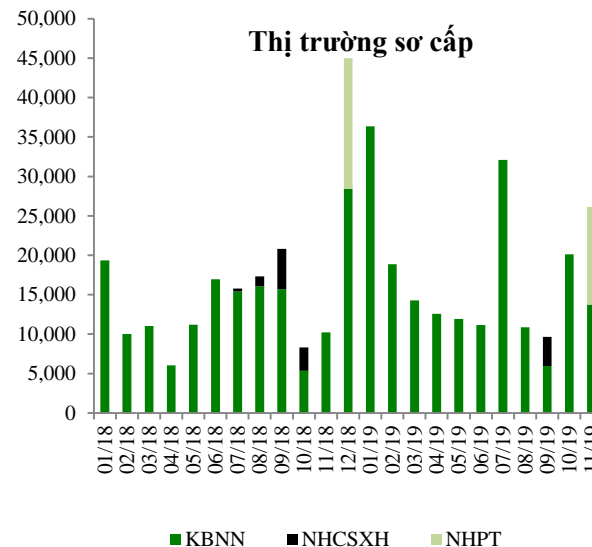
Nguồn: HNX, VCBS Tổng hợp

Lợi suất trúng thầu giảm mạnh tại tất cả các kỳ hạn, thấp nhất từ trước tới nay

- Trong những năm gần đây cho thấy xu hướng KBNN phát hành đẩy tăng khối lượng kỳ hạn dài và giảm khối lượng kỳ hạn ngắn. Trong đó, lượng trái phiếu phát hành tập trung vào các kỳ hạn 10 năm & 15 năm.
- Mức độ quan tâm và nhu cầu của nhà đầu tư khá cao, điều này được thể hiện qua khối lượng đặt thầu toàn thị trường gấp 3,28 lần so với khối lượng gọi thầu trong 11T.2019, cao hơn so với mức 2,23 lần của năm 2018.
- Lãi suất trúng thầu giảm mạnh ở tất cả các kỳ hạn, ghi nhận mức lãi suất trúng thầu thấp nhất từ trước tới nay. Cụ thể, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm, 30 năm lần lượt là: 2,37% (-145 bps ytd), 3,00% (-135 bps ytd), 3,51% (-159 bps ytd), 3,65% (-165 bps ytd), 4,02% (-158 bps ytd), 4,64% (-116 bps ytd).

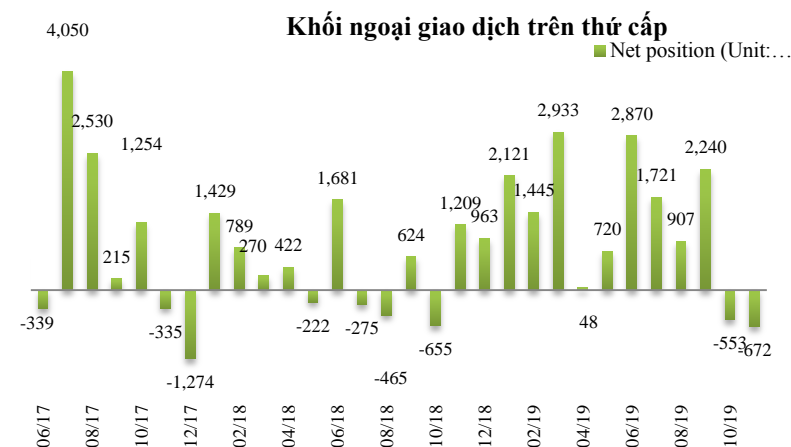
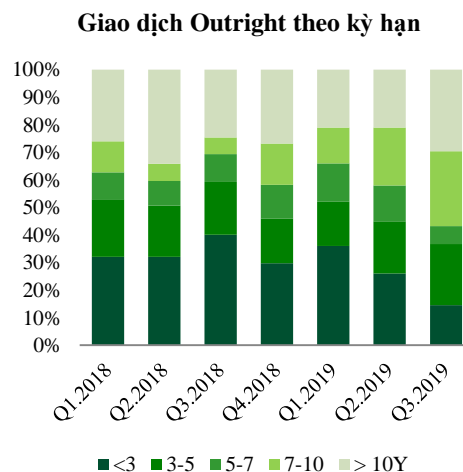
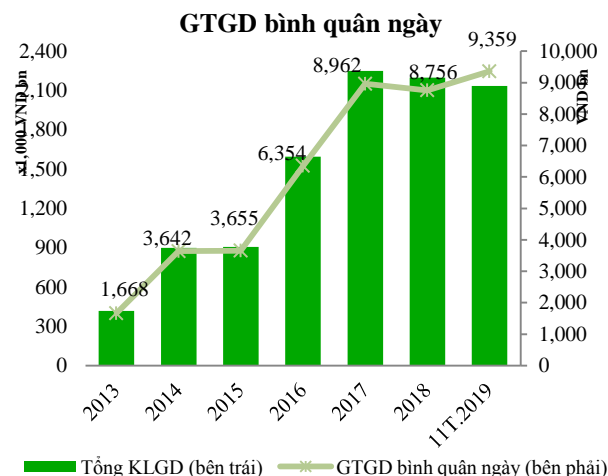
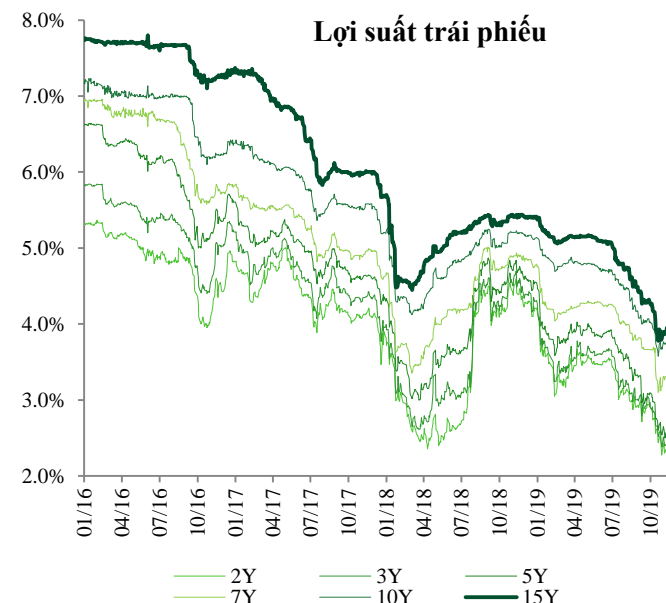


Kỳ hạn	KH 2019	Phát hành 11T. 2019	% KH phát hành 2019
5Y	40.000	8.206	20,5%
7Y	30.000	5.540	18,5%
10Y	70.000	76.036	108,6%
15Y	78.000	73.203	93,9%
20Y	20.000	14.360	71,8%
30Y	22.000	10.566	48,0%
Tổng	260.000	187.910	72,3%



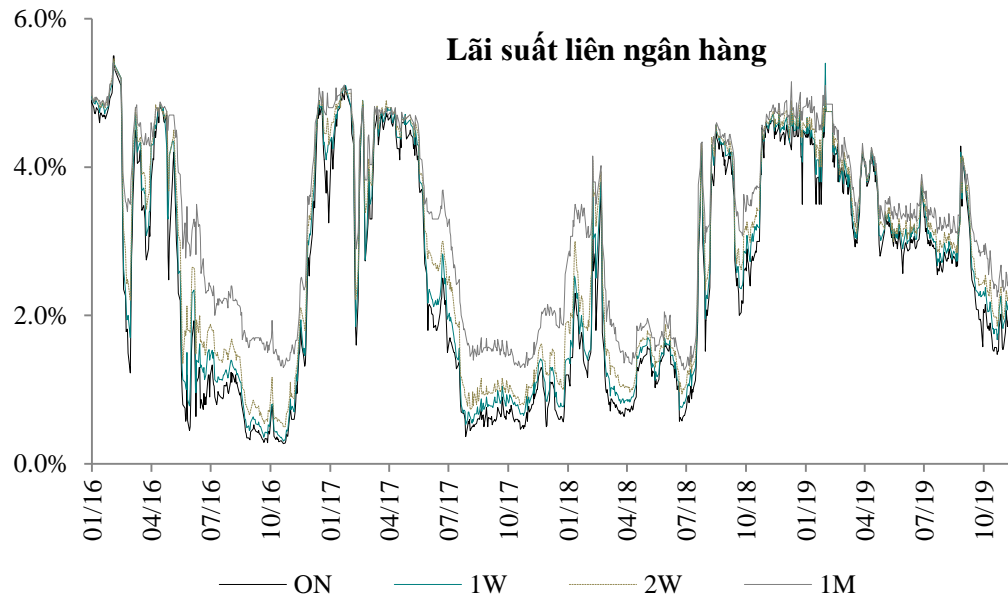
Nguồn: HNX, VCBS Tổng hợp

- Đối với hoạt động outright, trái phiếu kỳ hạn dưới 7 năm vẫn là trái phiếu có thanh khoản tốt nhất, tuy nhiên cũng cần lưu ý tới mức độ sôi động ở phân khúc trái phiếu trên 10 năm.
- Áp lực giảm chiếm ưu thế chủ đạo trong suốt năm 2019** nhờ những yếu tố hỗ trợ như:
 - Sự ổn định của nền kinh tế cùng dòng vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục khởi sắc.
 - Những động thái điều hành chính sách hợp lý và xuyên suốt của NHNN nhằm mục tiêu duy trì sự ổn định của thị trường, đặc biệt là việc sử dụng hài hòa hợp lý các công cụ điều tiết trên thị trường như dự trữ ngoại hối, điều tiết qua công cụ lãi suất điều hành và nghiệp vụ thị trường mở.
 - Thanh khoản dồi dào cùng xu hướng giảm của lãi suất liên ngân hàng là cơ sở để các ngân hàng có thể sử dụng nguồn lực này phục vụ cho danh mục đầu tư trên thị trường trái phiếu.
 - Hơn nữa, tâm lý các thành viên trên thị trường cũng dần được cải thiện khi nhà đầu tư cũng đã làm quen hơn với việc các bất ổn thương mại và địa chính trị khó có thể sớm kết thúc trong thời gian ngắn.



Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

Xu hướng giảm chiếm ưu thế chủ đạo trên lãi suất liên ngân hàng



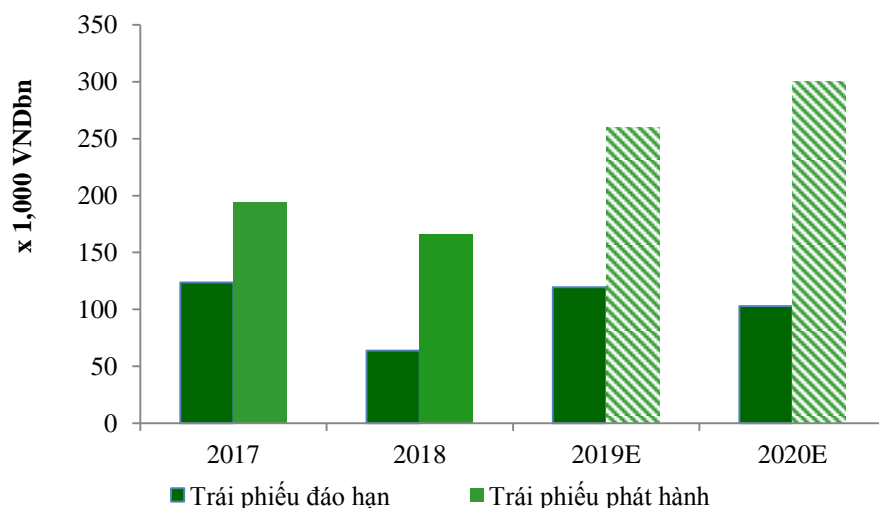
- ▼ Ngoại trừ các thời điểm căng thẳng do yếu tố mùa vụ, thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào, xu hướng giảm chiếm ưu thế chủ đạo trên liên ngân hàng trong năm 2019 nhờ các yếu tố:
 - Dòng vốn đầu tư tiếp tục chảy vào thị trường Việt Nam;
 - Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công không nhiều đột biến.
 - Các động thái điều hành linh hoạt của Ngân hàng Nhà nước.
- ▼ Ngày 12/9/2019, NHNN đã ban hành Quyết định số 1870/QĐ-NHNN. Ngay sau đó, NHNN đã hạ lãi suất tín phiếu kỳ hạn 7 ngày từ 2,75% xuống 2,50%. Cuối tháng 11, NHNN đã hạ lãi suất mua kỳ hạn xuống 4,00% và tăng kỳ hạn 7 ngày lên 14 ngày.

- ▼ Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng trong năm 2020 sẽ chịu ảnh hưởng tác động bởi một số yếu tố chính. Trong đó, các nhân tố ảnh hưởng lên mặt bằng lãi suất liên ngân hàng chịu áp lực tăng bao gồm:
 - Yếu tố mùa vụ, đặc biệt là thời điểm cuối năm và giáp Tết Nguyên đán
 - Lãi suất và kỳ hạn gửi của KBNN tại hệ thống các NHTM cũng như tiến độ giải ngân vốn đầu tư công.
- ▼ Tuy nhiên, lãi suất liên ngân hàng được kỳ vọng sẽ giảm trong năm 2020, thanh khoản dồi dào nhờ những yếu tố hỗ trợ như:
 - Diễn biến thị trường ngoại hối nhiều yếu tố thuận lợi, tỷ giá ổn định;
 - Dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp vào thị trường Việt Nam, đặc biệt khi các yếu tố kinh tế vĩ mô trong nước vẫn tương đối ổn định cùng nhiều điểm sáng tích cực;
 - Tốc độ tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải.
- ▼ Như vậy, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng năm 2020 được kỳ vọng sẽ thấp hơn so với năm trước và tại một số thời điểm, lãi suất liên ngân hàng sẽ chịu áp lực tăng ngắn hạn xung quanh các sự kiện quan trọng hay yếu tố mùa vụ xảy ra.

Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS Tổng hợp

YẾU TỐ CHI PHỐI

- Thanh khoản thị trường dồi dào, dòng tiền từ các nguồn vốn đầu tư nước ngoài tạo dư địa để NHNN có thể hỗ trợ cho thanh khoản thị trường.
- Định hướng đưa tiêu chuẩn hệ số an toàn của các ngân hàng tiếp cận dần với chuẩn quốc tế vẫn được duy trì và có thể tạo ra áp lực nhất định lên toàn hệ thống khi nguồn lực của các NHTM có sự khác biệt đáng kể.
- Quá trình giải ngân vốn đầu tư công có thể được đẩy mạnh từ nửa cuối năm sau. Tuy vậy, chúng tôi không quá lo ngại về lượng tiền KBNN bị rút khỏi hệ thống khi nguồn tiền này sẽ sớm trở lại nền kinh tế theo nhiều hình thức khác nhau.



Nguồn: HNX, VCBS Research

THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

- Nhu cầu đầu tư mới vẫn tồn tại theo sự phát triển của thị trường tài chính-ngân hàng-bảo hiểm.
- Kế hoạch phát hành trái phiếu của KBNN sẽ khoảng 300.000 tỷ đồng. Kỳ hạn phát hành trung bình tiếp tục trên 10 năm.

THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP

- Các ngân hàng trong nước sẽ tiếp tục là chủ thể chi phối xu hướng thị trường.
- Đường lợi suất được kỳ vọng dịch chuyển xuống dưới. Trong xu hướng giảm chung, lợi suất trái phiếu có thể sẽ ghi nhận sự phục hồi tăng trong ngắn hạn xung quanh các thời điểm:
 - Yếu tố mùa vụ liên quan đến thanh khoản thị trường, đặc biệt là Tết nguyên đán.
 - Các diễn biến và biến động xung quanh động thái của KBNN.
 - Diễn biến giải ngân đầu tư công của Chính phủ được kỳ vọng có thể thay đổi mang tính bước ngoặt sớm nhất vào đầu Quý 3.2020.

CẬP NHẬT THỊ TRƯỜNG HÀNG HÓA

GIÁ DẦU THÔ BRENT

Giá dầu thế giới 2019



Dữ liệu cho đến ngày 29/11/2019

Ngày	Tuần	Tháng	Quý	Năm	12 tháng
-0.20%	0.55%	5.16%	5.36%	7.11%	18.48%

- Trong năm 2019, giá dầu Brent đã có lúc giảm từ mức đỉnh \$75/thùng xuống mức \$57/thùng.
- Diễn biến giá dầu thế giới trong năm 2019 bất ổn, chủ yếu là do các áp lực địa chính trị và kinh tế như: Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, sự chững lại của hoạt động sản xuất công nghiệp các quốc gia trên thế giới báo hiệu sự suy giảm về nhu cầu tiêu thụ dầu. Trong khi đó, Nga và OPEC chưa cho thấy tín hiệu cắt giảm thêm sản lượng khai thác vào năm 2020.
- Goldman Sachs hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ dầu trong 2020 từ 1.45 triệu thùng/ngày xuống 1.25 triệu thùng/ngày.
- Tổ chức IEA cảnh báo về tình trạng dư cung dầu tiếp tục diễn ra trong năm 2020, dự báo giá dầu Brent sẽ tiếp tục giảm xuống mức giá trung bình năm 2020 là \$60/thùng so với mức giá trung bình của năm 2019 là \$64/thùng.

Giá cao su thế giới 2019



Dữ liệu cho đến ngày 29/11/2019

Ngày	Tuần	Tháng	Quý	Năm	12 tháng
0.00%	-0.99%	6.39%	6.23%	15.33%	12.10%

- Giá cao su tự nhiên phục hồi nhẹ trong khoảng nửa đầu năm 2019, đạt đỉnh \$157/kg.
- Tuy nhiên áp lực địa chính trị từ căng thẳng thương mại Mỹ - Trung, cụ thể là Mỹ áp thuế lên một loạt mặt hàng của Trung Quốc, trong đó bao gồm săm lốp cao su kể từ ngày 1 tháng 1 năm 2019, đã tác động tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ cao su trên thế giới. Thị trường cao su tự nhiên năm 2019 vẫn khá cân bằng về mặt cung cầu.
- Tổ chức các Nước Sản xuất Cao su Tự nhiên (ANRPC) cho biết, thị giá của cao su tự nhiên sẽ chịu ảnh hưởng nhiều bởi biến động giá dầu và tỉ giá của các nước xuất khẩu lớn nhiều hơn là yếu tố cung cầu.
- Năm 2020, nguồn cung cao su được dự báo sẽ tiếp tục cân bằng với nhu cầu sản xuất. Các nước xuất khẩu cao su lớn khu vực Đông Nam Á đẩy mạnh xuất khẩu vào thời điểm cuối 2019 khi giá cao su đang ở mức thấp nhất trong năm.

Giá thép Trung Quốc 2019



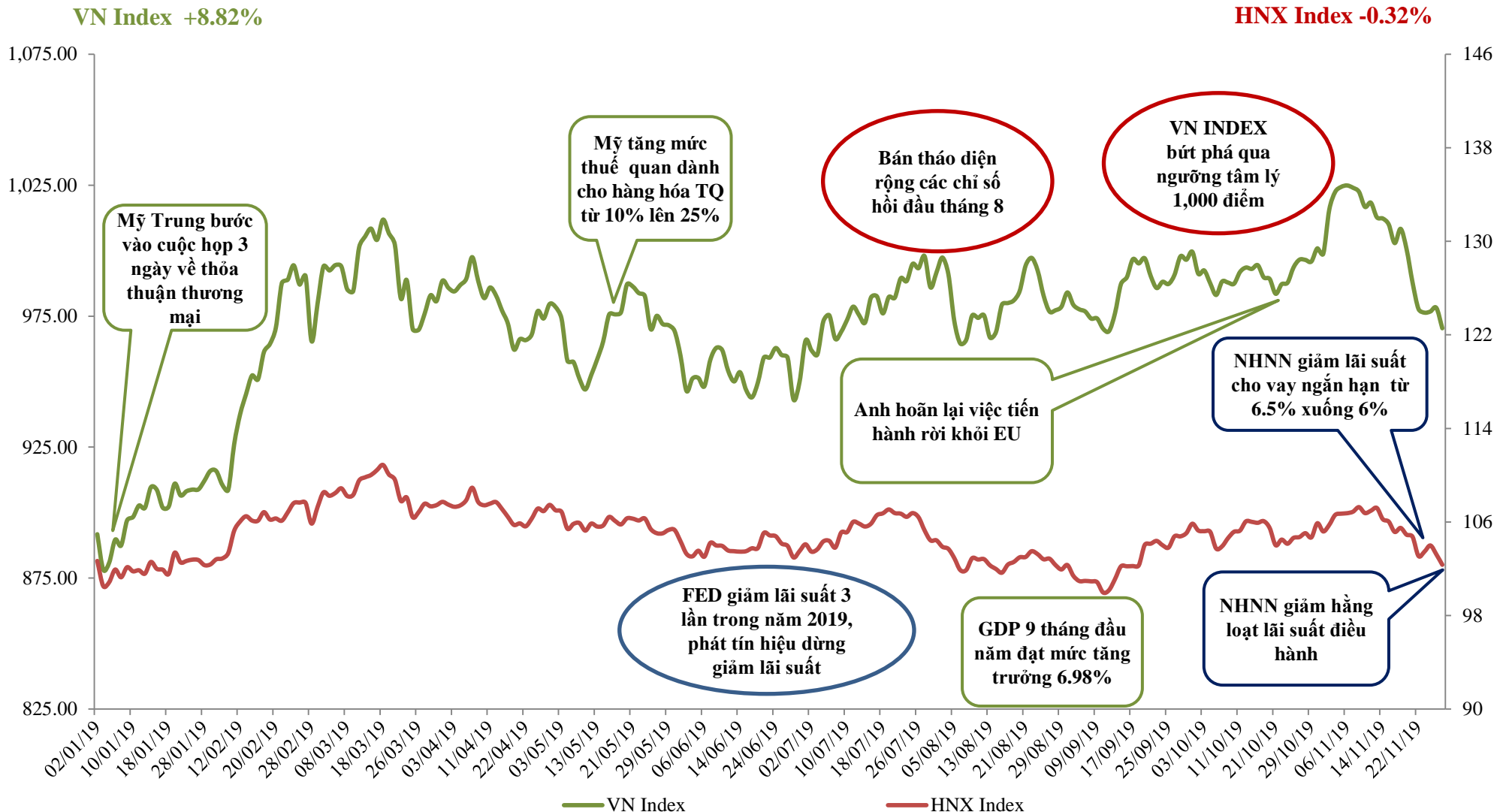
Dữ liệu cho đến ngày 29/11/2019

Ngày	Tuần	Tháng	Quý	Năm	12 Tháng
0.00%	0.33%	9.32%	1.16%	4.27%	4.10%

- Giá thép giao ngay Trung Quốc có sự phục hồi về cuối năm 2019. Trong năm 2019, giá thép đã có lúc giảm sâu đến mức 540 tệ/tấn bởi sự ảnh hưởng của căng thẳng chiến tranh thương mại cũng như các dấu hiệu chậm lại của nền kinh tế Trung Quốc.
- Sự phục hồi của giá thép đợt cuối năm 2019 đến từ sự phục hồi từ lĩnh vực xây dựng của Trung Quốc, trong khi dự trữ thép Trung Quốc ở mức thấp nhất kể từ đầu năm.
- Trong khi đó, quặng sắt có chiều hướng giảm sau khi Trung Quốc bắt đầu điều tra về công suất các nhà máy thép trong nước, dưới bối cảnh lo ngại về tình trạng dư cung tiếp tục xảy ra trong 2020.
- Hiệp hội Thép Thế giới (Worldsteel) hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ thép trên thế giới năm 2020 về mức 1.7%, thấp hơn mức 3.9% của năm 2019, chủ yếu đến từ sự chậm lại trong hoạt động xây dựng ở các nền kinh tế mới nổi và sự chững lại của hoạt động sản xuất công nghiệp trên thế giới.

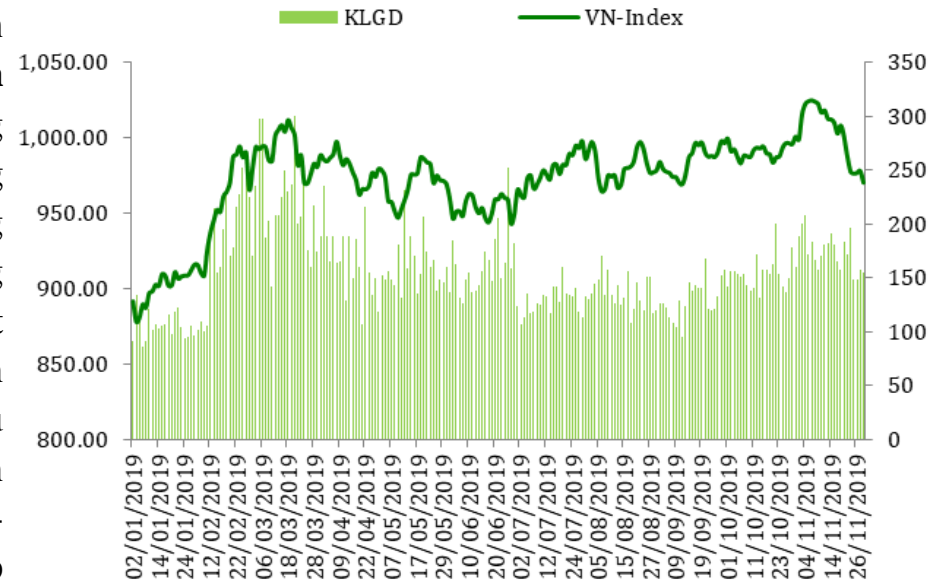
THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

ĐIỂM NHẤN THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU 2019



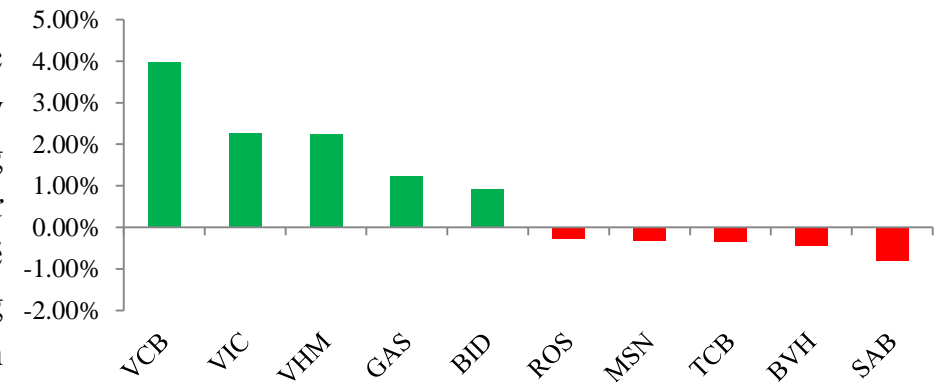
Source: Bloomberg, VCBS

- Sau một giai đoạn nửa cuối năm 2018 ảm đạm, **dòng tiền lớn bắt đầu quay trở lại thị trường chứng khoán Việt Nam sau kì nghỉ Tết Nguyên Đán**. Các chỉ số chính đều chứng kiến sự “cất cánh” đi cùng với khối lượng giao dịch tăng mạnh, trong đó chỉ số VN Index vượt lên và chạm ngưỡng 1,000 điểm. Tuy nhiên, áp lực bán chốt lời mạnh tại ngưỡng kháng cự này đã ngăn cản đà bứt phá của chỉ số trong suốt Quý 2 và Quý 3 và thị trường chứng khoán Việt Nam nhìn chung chỉ dao động tích lũy trong biên độ hẹp với thêm nhiều lần thất bại trước ngưỡng 1,000 điểm. Trong suốt thời gian này, thị trường chịu ảnh hưởng từ nhiều thông tin kinh tế - chính trị thế giới như Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung tiếp tục diễn biến khó lường, biến động nội bộ khu vực EU trước thêm Brexit cùng với diễn biến bán tháo của các chỉ số chứng khoán trong nhóm thị trường cận biên và mới nổi,...



Top cổ phiếu ảnh hưởng tới VN - Index năm 2019

- Giai đoạn cuối năm, VN Index bất ngờ vượt lên trên mốc 1.000 điểm sau thông tin mua cổ phiếu quỹ của hai công ty VHM và VRE, đồng thời cũng được cộng hưởng từ đà tăng tích cực của một số cổ phiếu trong nhóm ngân hàng như VCB, BID, MBB,... Tuy nhiên, áp lực lực cung mạnh mẽ trong chỉ riêng trong nửa cuối tháng 11 đã khiến thị trường chìm trong sắc đỏ với các chỉ số chính ghi nhận nhiều phiên giảm điểm mạnh liên tiếp, trong đó **VN Index đang tạm thời tạo đáy ngắn hạn quanh vùng hỗ trợ 950 điểm**.

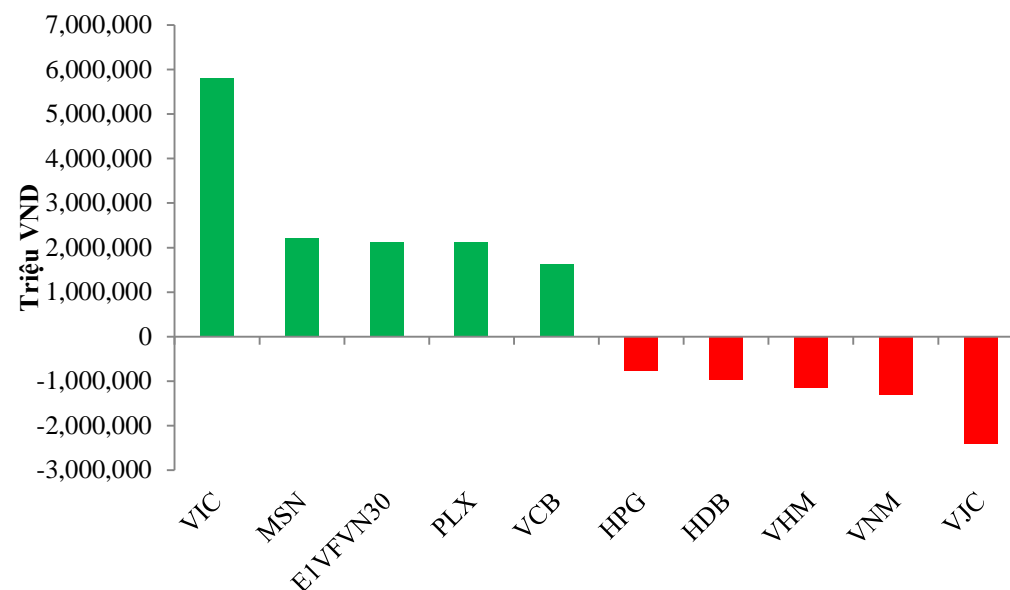


Source: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

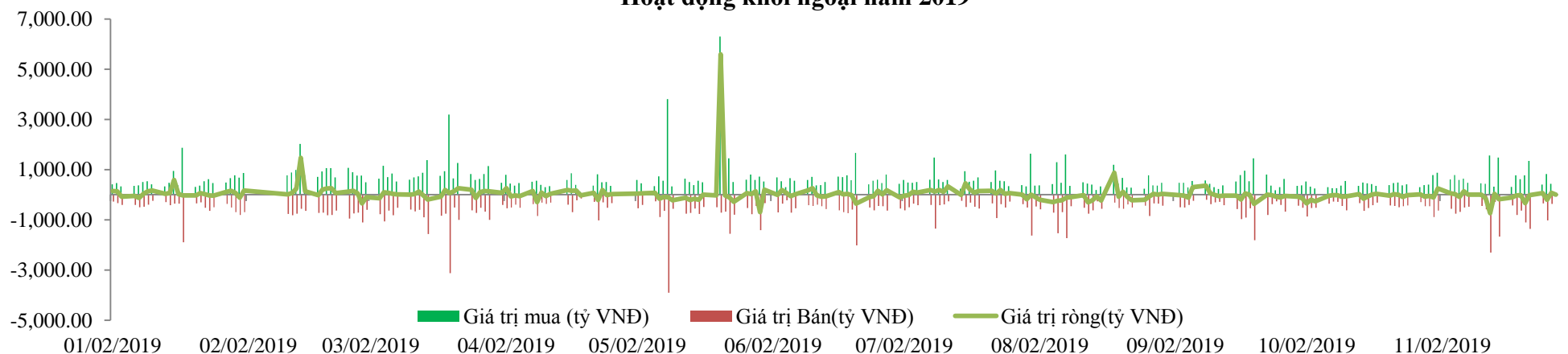
➤ Khối ngoại mua ròng với tổng giá trị đạt 10,623 tỷ đồng trong 11 tháng năm 2019, bất chấp những diễn biến trái chiều của tình hình chính trị và kinh tế thế giới. Xu hướng bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài xuất hiện trở lại từ hồi tháng 10. Đáng chú ý là nếu xét riêng trong một vài tháng cuối năm thì xuất hiện một số cổ phiếu bị khối ngoại bán ròng mạnh như VIC, GAS và MSN (ngay sau khi xuất hiện thông tin về thương vụ tập đoàn Masan nhận sáp nhập VinCommerce).

➤ Quý 4 cũng đánh dấu xu hướng bán ròng từ các Quỹ ETF. Trong tháng 11, Quỹ ETF ishare MSCI Frontier hạ tỉ trọng cổ phiếu Việt Nam, bán ròng 4.44 triệu cổ phiếu tương đương 11.43 triệu USD. Quỹ MVIS ETF và KIMVN30 ETF cũng bị rút vốn trong tháng 11.

Top cổ phiếu mua ròng/ bán ròng năm 2019

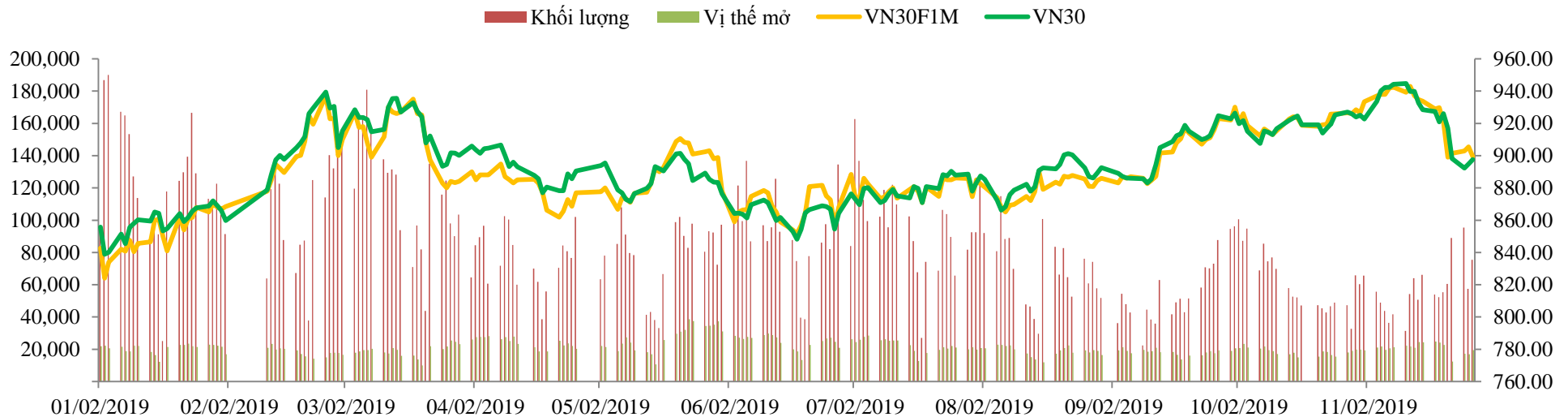


Hoạt động khối ngoại năm 2019



Source: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

ĐIỂM NHẤN THỊ TRƯỜNG PHÁI SINH 2019



Theo đà bứt phá mạnh mẽ của chỉ số cơ sở VN30, thị trường hợp đồng tương lai chỉ số VN30 cũng chứng kiến sự khởi sắc trong Q1.2019 với xu hướng đi lên được củng cố bởi khối lượng giao dịch tăng mạnh, đạt trung bình hơn 100 nghìn hợp đồng/phiên. Sang quý 2 và quý 3, thị trường chứng khoán phái sinh giao dịch ảm đạm hơn khi chỉ số VN30 nhìn chung chỉ dao động trong biên độ hẹp và chưa thể tạo ra được sự bứt phá đáng kể vượt ngưỡng kháng cự 900 điểm. Những tháng cuối cùng của năm, chỉ số cơ sở VN30 cũng như giá hợp đồng tương lai ghi nhận diễn biến khá trái chiều khi chỉ số tạo đỉnh ở ngưỡng 940 điểm trong nửa đầu quý 4 và lao dốc trong phần còn lại của năm 2019, đi cùng thanh khoản suy yếu.

Tính đến hiện tại, chỉ số cơ sở VN30 tăng 3,7% còn VN30F1M tăng 4,2% so với đầu năm. Thanh khoản thị trường nhìn chung tiếp tục được cải thiện so với năm 2018, cụ thể là tổng khối lượng giao dịch bình quân đạt hơn 85.000 hợp đồng mỗi phiên (tăng 12,9% so với năm 2018) và tổng giá trị giao dịch bình quân đạt gần 7.600 tỷ đồng mỗi phiên (tăng 6,4% so với năm 2018). Số lượng vị thế mở (OI) trung bình mỗi phiên cũng đạt hơn 20.000 hợp đồng (tăng 50,2% so với năm 2018).

Trong năm 2019, thị trường chứng khoán phái sinh cũng chứng kiến sản phẩm mới được đưa vào giao dịch chính thức, cụ thể là Chứng quyền có bảo đảm (CW) và Hợp đồng tương lai Trái phiếu chính phủ (Bond Futures). Mặc dù vậy thì khác với Hợp đồng tương lai chỉ số VN30, các sản phẩm mới này nhìn chung chỉ thu hút được sự chú ý của một bộ phận nhà đầu tư trong thời gian đầu và chưa thực sự tạo được nhiều dấu ấn trên thị trường kể từ sau thời điểm ra mắt.

Source: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU 2020

DỰ BÁO DIỄN BIẾN CHỈ SỐ

- Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2020, bối cảnh kinh tế vĩ mô được duy trì ổn định, trong đó điểm sáng là tăng trưởng kinh tế ở mức khả quan với các yếu tố lạm phát, tỷ giá đều được điều hành linh hoạt và kiểm soát chặt chẽ. Cùng với đó, áp lực tăng lãi suất huy động trên thị trường dù vẫn tồn tại nhưng không mạnh bằng năm 2019.
- Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng quy mô thị trường chứng khoán tiếp tục có sự phát triển trong năm 2020, dù với tốc độ tăng trưởng có thể chậm lại so với năm 2019 nhưng sự tăng trưởng mang tính phân hóa và chọn lọc hơn.
- Mức cao nhất trong năm 2020 của các chỉ số chính được dự báo tăng khoảng 5-10% so với đỉnh của năm 2019.** Thanh khoản (bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận trên cả HSX và HNX) cũng có sự cải thiện tích cực so với năm 2019, theo đó cả **Khối lượng giao dịch trung bình phiên** và **Giá trị giao dịch trung bình phiên** được kỳ vọng tăng ~10% yoy.
- Chúng tôi cho rằng xu hướng chung các chỉ số trong năm 2020 sẽ có sự tương đồng nhất định với năm 2019. Cụ thể, diễn biến chủ đạo trong năm 2019 của VN Index là dao động trong biên độ tương đối lớn khoảng 150 điểm. Trong năm 2020, chúng tôi cho rằng VN Index sẽ có xu hướng vận động quanh một “nền” giá cao hơn nhưng biên độ dao động cũng sẽ gia tăng và nằm trong khoảng 170-180 điểm, còn HNX Index sẽ dao động trong vùng 105-110 điểm.



“ĐƯỜNG DÀI MỚI BIẾT NGỰA HAY”

Tâm điểm trong năm 2020 sẽ là sự “thay đổi” để thích nghi và tồn tại với bối cảnh mới. Cụ thể, sự cạnh tranh giữa Mỹ và Trung Quốc trong các vấn đề kinh tế, thương mại và đầu tư đang diễn ra nhanh hơn quá trình chuyển dịch sản xuất ra khỏi Trung Quốc. Với đặc thù cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực của Việt Nam như hiện tại, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ nghiêng nhiều hơn về hướng đón nhận những nhóm ngành thâm dụng lao động. Theo đó, sự cạnh tranh gay gắt hơn trên thị trường lao động sẽ khiến đà tăng trưởng của các doanh nghiệp phần nào bị hạn chế trong ngắn hạn nhưng cũng đồng thời thúc đẩy quá trình đổi mới và sàng lọc mô hình kinh doanh để tạo ra tăng trưởng thực chất trong dài hạn.

Dù nhìn nhận các doanh nghiệp sẽ tiếp tục có sự phân hóa trong năm 2020, chúng tôi vẫn kỳ vọng vào một số nhóm doanh nghiệp với lợi thế đặc thù sẽ có chuyển biến tích cực vượt hơn so với phần còn lại trên thị trường.

1. Những doanh nghiệp tập trung vào ngành nghề kinh doanh cốt lõi và được hưởng lợi từ hoạt động chuyển dịch sản xuất do tác động của chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc, tiêu biểu là nhóm cảng biển – logistics. Đây là những nhóm ngành phụ trợ cho hoạt động chuyển dịch hoạt động sản xuất từ Trung Quốc - nơi hàng hóa xuất khẩu đang là mục tiêu bị đánh thuế từ Mỹ - sang các quốc gia có chi phí nhân công cạnh tranh hơn trong đó có Việt Nam.

2. Nhóm doanh nghiệp phát triển bất động sản triển khai dự án xung quanh các đô thị loại

1. Trong bối cảnh sức tiêu thụ ở nhiều phân khúc trên thị trường bất động sản ở các trung tâm kinh tế đầu tàu của cả nước (Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng,...) đang phần nào chững lại, những chủ đầu tư tập trung khai thác xu hướng đô thị hóa của các thành phố loại 1 và hướng đến phục vụ nhu cầu ở thực sẽ có ưu thế lớn hơn. Thêm vào đó, các nhà phát triển bất động sản khu công nghiệp cũng có xu hướng xây dựng các dự án hỗn hợp nhằm phục vụ nhu cầu đa dạng của nhiều phân khúc khách hàng. Tuy nhiên, **điều kiện tiên quyết vẫn là nguồn lực tài chính dồi dào với tầm nhìn phát triển dự án bài bản, dài hạn.**

3. Ngoài ra, cũng không thể không kể đến nhóm doanh nghiệp với “câu chuyện riêng” liên quan đến tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài, mua bán sáp nhập, niêm yết mới,...





KINH TẾ VĨ MÔ
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG

NGÀNH NGÂN HÀNG

• MBB CTG

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

• NLG VRE

NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG

• HPG VGC

NGÀNH HÀNG KHÔNG

• ACV HVN

NGÀNH BÁN LẺ

• MWG PNJ

NGÀNH DẦU KHÍ

• PVD

NGÀNH DỆT MAY

• MSH

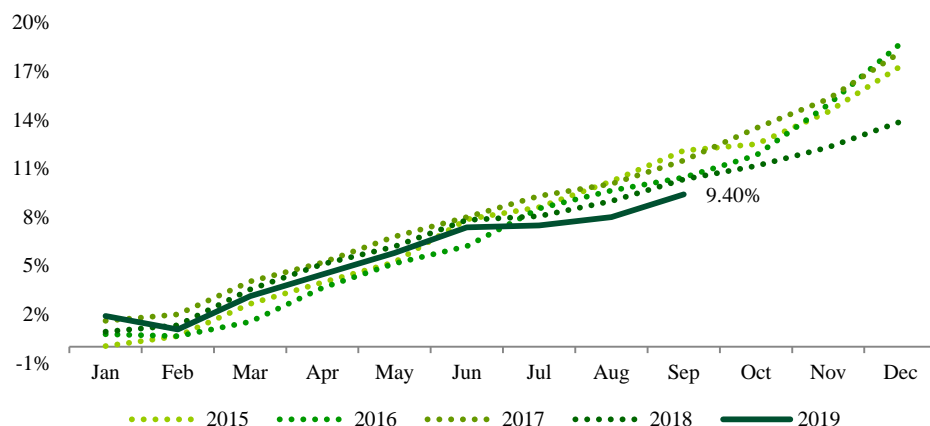
NGÀNH CAO SU

• PHR DRC

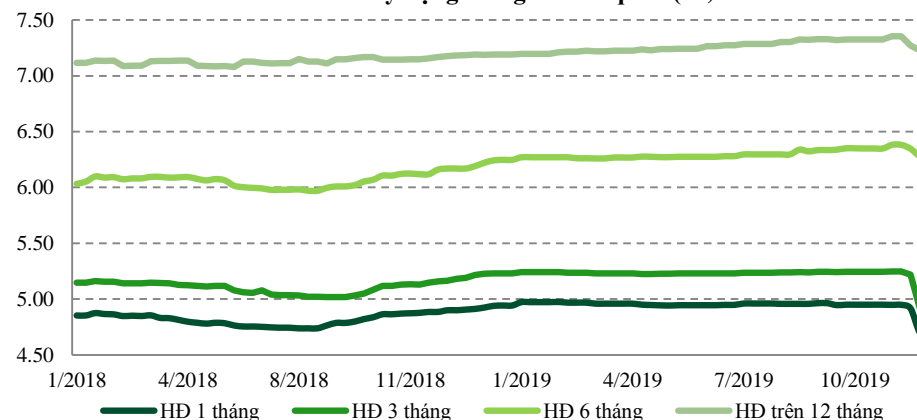
NGÀNH NGÂN HÀNG

- ▼ **Tín dụng:** Tăng trưởng tín dụng của toàn nền kinh tế tính đến 9T.2019 ở mức 9,4%, giảm so với mức 10,3% tại cùng kỳ năm 2018. Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng được cấp phụ thuộc vào chất lượng tài sản và mức độ đáp ứng các yêu cầu về an toàn hoạt động.
- ▼ **Huy động:** Tăng trưởng huy động tính đến 9T.2019 ở mức 9,11%, tương đương so với mức 9,15% tại cùng kỳ năm 2018.
- ▼ **Thông tư 22/2019/TT-NHNN** mang tính linh hoạt hơn so với dự thảo sửa đổi trước đó mà NHNN đưa ra. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa sẽ giảm xuống đối với ngành Ngân hàng, nhưng theo một lộ trình nhất định nhằm không gây tác động giật cục lên toàn hệ thống. Mặt khác, Ngân hàng chưa đáp ứng được tỷ lệ an toàn vốn theo quy định tại TT41/2016 sẽ được giãn thời hạn tới 01/01/2023.
- ▼ Giảm lãi suất được Ngân hàng Nhà nước thực hiện nhiều lần trong năm 2019 nhằm đảm bảo hỗ trợ cho hệ thống và tăng trưởng kinh tế, đồng thời giữ ổn định giá trị tiền đồng ở mức hợp lý.
- **Lãi suất huy động** các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng có mức dao động không quá lớn trong cả năm 2019 và ghi nhận giảm khi NHNN có quyết định áp trần lãi suất 5,0%/năm. Đối với các kỳ hạn trên 6 tháng, lãi suất nhìn chung đang ở ngưỡng cao hơn so với cùng kỳ năm 2018. Lãi suất kỳ hạn dài trên 12 tháng đã giảm bớt áp lực tăng cuối năm nhờ chính sách của nhà điều hành.
- Mặt bằng chung của **lãi suất cho vay** duy trì ổn định trong năm 2019. Lãi suất cho vay tối đa với một số lĩnh vực ưu tiên của nền kinh tế được điều chỉnh giảm nhằm mục tiêu hỗ trợ cho các doanh nghiệp.

Tăng trưởng tín dụng ytd



Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (%)



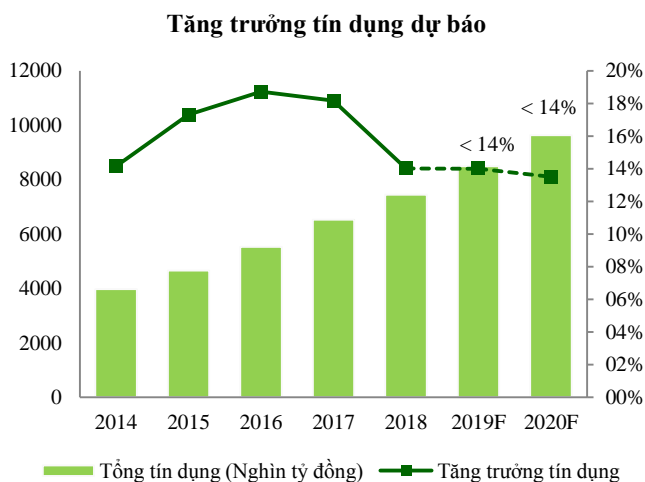
Nguồn: NHNN, BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

Tín dụng

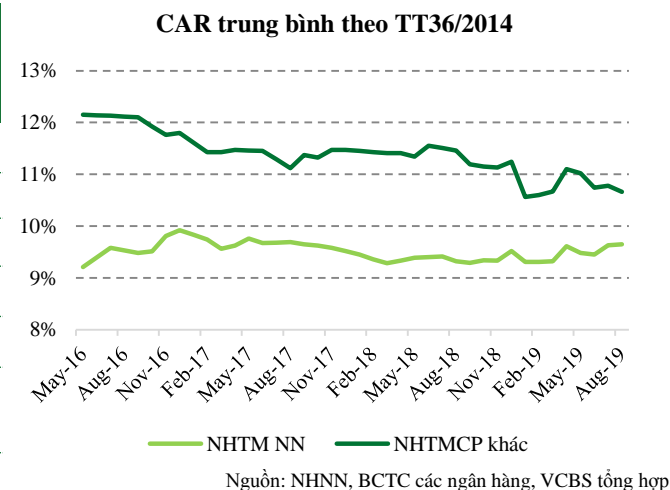
- Định hướng của NHNN đối với các NHTM sẽ tiếp tục được thể hiện và duy trì trong năm 2020, tập trung vào chất lượng thay vì tăng dư nợ cho vay. Bởi vậy tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ tăng thấp hơn so với giai đoạn 2016-2017, và tương đương năm 2018-2019, kỳ vọng không quá 14% cho năm 2020.
- Các tỷ lệ an toàn hoạt động của hệ thống ngân hàng sẽ có xu hướng thắt chặt theo lộ trình để đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn. Những ngân hàng đã được NHNN công nhận đáp ứng chuẩn Basel II theo TT 41/2016 sẽ tiếp tục được ưu tiên trong việc cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng. Với các ngân hàng còn lại, do vốn tự có chưa đủ lớn để đáp ứng nhu cầu tăng của tín dụng, nhu cầu tăng vốn là cấp thiết để đáp ứng Basel II và các tỷ lệ an toàn khác. Theo đó, **tín dụng sẽ tập trung phần lớn vào các TCTD có chất lượng tài sản tốt, và tín dụng sẽ kém khả quan đối với các TCTD chưa xử lý xong nợ tồn đọng.**

Huy động

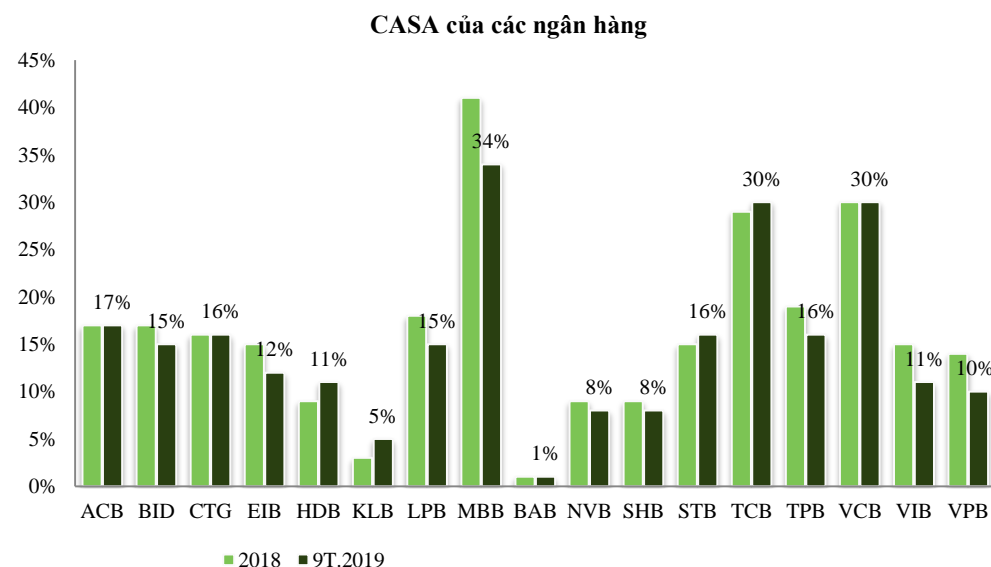
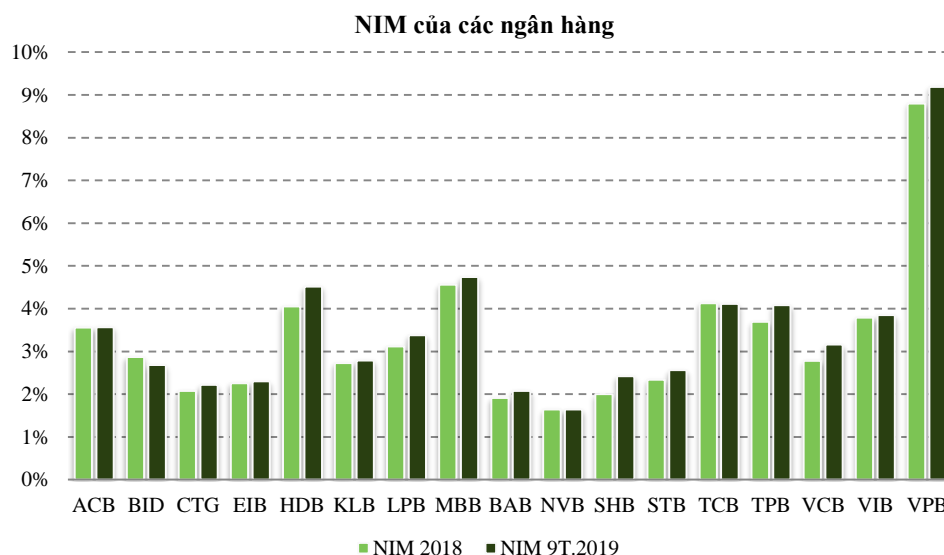
- Quy định về tỷ lệ LDR và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn có thể tác động tới huy động vốn của các ngân hàng trong năm 2020. Tỷ lệ LDR tối đa đã được NHNN đưa về một mức quy định chung 85% cho cả ngành ngân hàng, mặt khác, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa sẽ giảm từ 40% về 37% vào 1/10/2020. Điều này đòi hỏi một số NHTM đang có những tỷ lệ an toàn sát mức quy định thực hiện phương án điều chỉnh thích hợp về nguồn vốn huy động.



Ngân hàng được chấp thuận áp dụng Basel II theo TT 41/2016	
Thời điểm áp dụng	Ngân hàng
Cuối năm 2018	VCB, VIB, OCB
1/5/2019	ACB, MBB, VPB, TPB
1/7/2019	TCB, MSB
1/10/2019	HDB, Shinhan Bank
1/11/2019	Viet Capital Bank, SeABank
1/12/2019	BID, Vietbank, Standard Chartered
1/1/2020	LPB, Nam Á Bank

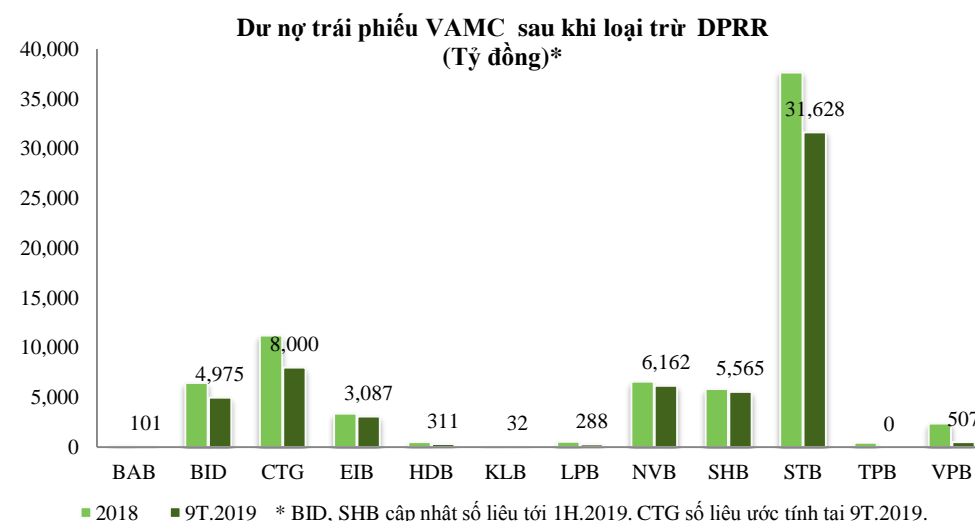
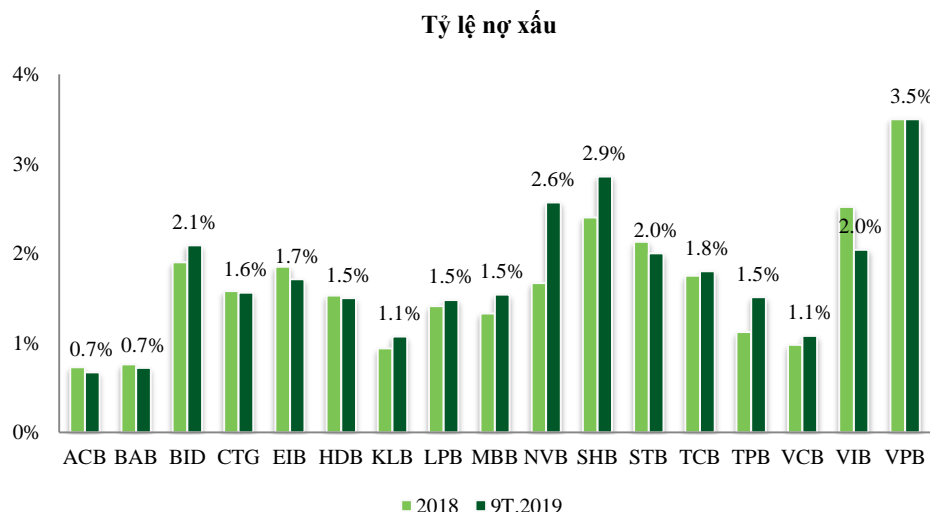


- ♥ **Lãi suất huy động** dự báo chịu áp lực tăng nhưng mức tăng kỳ vọng không lớn, tập trung tại các kỳ hạn dài từ 12 tháng trở lên. Mặt khác, vấn đề về thanh khoản cục bộ có thể khiến một số ngân hàng quyết định neo lãi suất huy động cao hơn so với mặt bằng chung của hệ thống.
- ♥ **Lãi suất cho vay** kỳ vọng sẽ không có nhiều biến động và duy trì tương đương như mặt bằng hiện tại.
- ♥ Trong bối cảnh vẫn tồn tại áp lực lên lãi suất huy động và lãi suất cho vay dự báo được duy trì ổn định, **ngành ngân hàng có thể gặp khó khăn trong việc mở rộng NIM trong năm 2020.**
- Xu hướng mở rộng danh mục cho vay đến phân khúc bán lẻ của hệ thống sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2020 nhằm cho phép các ngân hàng cải thiện lợi suất cho vay và giảm thiểu rủi ro tập trung. Những ngân hàng có khả năng nâng cao tỷ trọng của phân khúc bán lẻ trên tổng dư nợ sẽ có thể cải thiện lợi suất sinh lời của tái sản sinh lãi nhờ việc cơ cấu lại danh mục tín dụng để hướng đến nhóm sản phẩm có lợi suất cho vay cao hơn.
- VCB, MBB và TCB là các TCTD hiện có tỷ lệ CASA vượt trội hơn hẳn so với trung bình ngành nhờ những chính sách riêng của từng ngân hàng. Nhờ vậy, chi phí huy động thấp hơn giúp chi phí vốn giảm xuống.

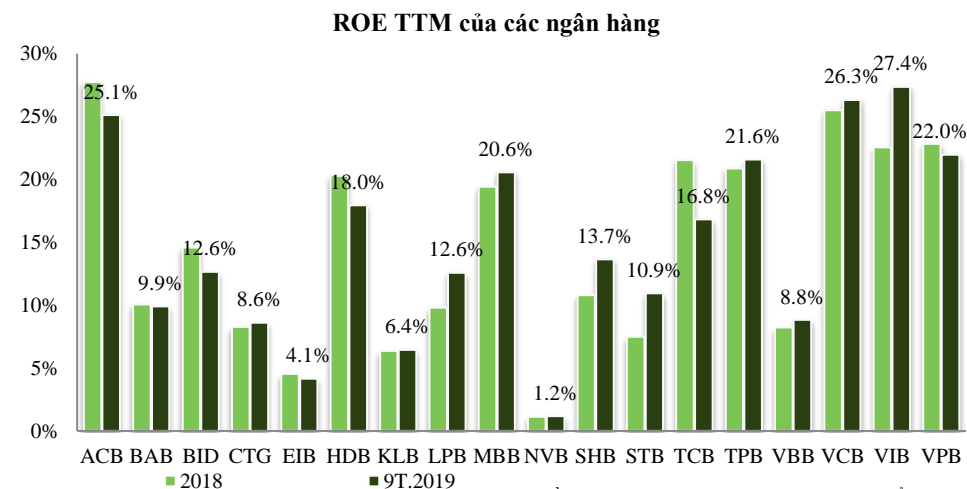
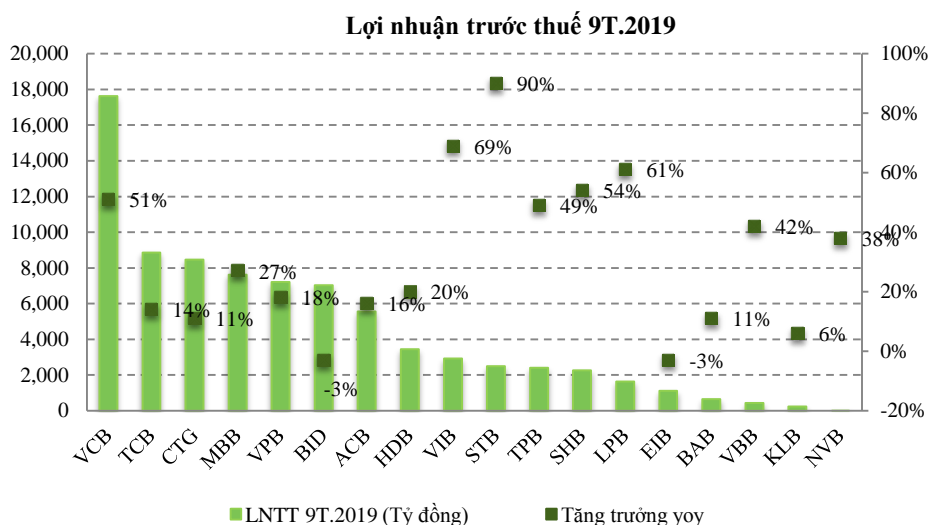


Nguồn: NHNN, BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

- Thông tư 41/2016 về Basel II yêu cầu mức độ quản trị rủi ro tốt hơn đối với chất lượng tài sản của các TCTD. Theo đó, tài sản có rủi ro không những được đánh giá dựa trên hệ số rủi ro mà còn trên rủi ro thị trường và rủi ro hoạt động. Do vậy, **những TCTD đã được NHNN công nhận đáp ứng TT 41/2016 sẽ có mặt bằng chung về chất lượng tài sản ở mức tốt hơn so với nhóm chưa đáp ứng Basel II.**
- Nhiều TCTD hoàn thành việc thu hồi toàn bộ trái phiếu VAMC để tự xử lý, và xu hướng này trong năm 2020 - 2021 dự báo sẽ tiếp tục diễn ra với động lực lớn hơn dựa trên: (1) TCTD thúc đẩy quá trình xử lý nợ xấu để làm sạch bảng cân đối, tạo dư địa tăng trưởng cho những năm tiếp theo, (2) Ngân hàng có thể hoàn nhập dự phòng rủi ro hoặc có thu nhập bất thường khi nợ xấu được xử lý dứt điểm.
- Nợ tồn đọng ảnh hưởng đến việc trích lập dự phòng rủi ro và lợi nhuận của các nhóm ngân hàng**
 - Nhóm các ngân hàng đã hoàn thành việc xử lý nợ tồn đọng như VCB, ACB, MBB, TCB, VIB có lợi thế rõ ràng để duy trì đã tăng trưởng trong dài hạn, do không còn phải trích lập lượng lớn dự phòng rủi ro cho các khoản nợ tồn đọng giúp lợi nhuận không bị ăn mòn.
 - Ngược lại, nhóm đang trong giai đoạn tái cơ cấu, đặc biệt các ngân hàng có nợ tồn đọng lớn như STB, CTG, BID, NVB, SHB,... sẽ cần thêm thời gian để trích lập dự phòng rủi ro. **Trong trường hợp hoàn tất quá trình xử lý nợ tồn đọng, các ngân hàng nhóm này sẽ có cơ hội bắt phá lợi nhuận trong những năm kế tiếp.**



- Trong năm 2020, ngân hàng được đáp ứng chuẩn Basel II của NHNN hay không sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới giới hạn tăng trưởng tín dụng được cấp và thu nhập lãi thuần của ngân hàng đó.
- NIM có thể nới rộng hơn đối với các ngân hàng có khả năng cải thiện lợi suất sinh lời của tài sản sinh lãi thông qua mở rộng phân khúc bán lẻ hoặc giảm chi phí vốn thông qua tăng tỷ lệ CASA.
- Kết quả kinh doanh theo đó diễn biến có lợi với các ngân hàng đã đáp ứng các tỷ lệ an toàn hoạt động**
 - Với các ngân hàng đã đảm bảo được các tỷ lệ an toàn hoạt động của NHNN, tốc độ tăng trưởng tín dụng cao sẽ là bàn đạp cho tăng trưởng của nhóm này, trong khi chất lượng tài sản tốt giúp giảm trích lập dự phòng rủi ro nhưng vẫn có thể duy trì tỷ lệ LLR ở mức cao. Vì vậy, các ngân hàng này có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận trước thuế.
 - Nhóm các ngân hàng cần cải thiện các tỷ lệ an toàn sẽ gặp những áp lực nhất định lên nguồn vốn. Trong đó, các ngân hàng đang tái cơ cấu sẽ đưa ra lựa chọn hoặc tăng trưởng tín dụng thấp trong nhiều năm, hoặc đẩy mạnh quá trình xử lý nợ tồn đọng để tạo đà tăng cho những năm tiếp theo. Một số ngân hàng đang đẩy mạnh tốc độ xử lý nợ tồn đọng mặc dù sẽ tăng mạnh trích lập dự phòng rủi ro, nhưng sẽ có cơ hội bứt phá lợi nhuận trong những năm tiếp theo khi hoàn thành giai đoạn tái cơ cấu. Mặt khác, tăng vốn là một trong những biện pháp giúp ngân hàng đáp ứng được các tỷ lệ an toàn, từ đó có động lực để xử lý nợ tồn đọng và đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng.



Nguồn: NHNN, BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

BẢNG KHUYẾN NGHỊ CÁC NGÂN HÀNG NĂM 2020

Chỉ tiêu tại 9T.2019	Tổng tài sản	Vốn chủ sở hữu	LNTT	NIM	ROE	NPL	LLR	Chất lượng tài sản	Triển vọng kinh doanh	Khuyến nghị đầu tư
Đơn vị	Tỷ đồng	Tỷ đồng	Tỷ đồng	%	%	%	%			
ACB	358.175	25.364	5.561	3,57%	25,11%	0,67%	158,9%	Lành mạnh	Tăng trưởng	Mua
BAB	100.179	7.584	646	2,08%	9,90%	0,72%	127,2%	Không đánh giá	Đi ngang	Không đánh giá
BID	1.425.399	59.377	7.028	2,68%	12,64%	2,09%	78,2%	Trung bình	Tăng trưởng	Khả quan
CTG	1.202.210	74.879	8.456	2,22%	8,59%	1,56%	118,1%	Trung bình	Đi ngang	Khả quan
EIB	158.596	15.800	1.103	2,30%	4,14%	1,71%	57,6%	Suy giảm	Đi ngang	Kém khả quan
HDB	217.245	19.594	3.448	4,52%	17,95%	1,50%	73,3%	Trung bình	Tăng trưởng	Nắm giữ
KLB	46.874	3.913	236	2,79%	6,44%	1,07%	83,8%	Không đánh giá	Đi ngang	Không đánh giá
LPB	193.536	12.291	1.636	3,38%	12,57%	1,48%	80,6%	Không đánh giá	Đi ngang	Nắm giữ
MBB	397.441	37.683	7.616	4,74%	20,56%	1,54%	102,7%	Lành mạnh	Tăng trưởng	Mua
NVB	70.794	4.283	24	1,64%	1,18%	2,57%	42,8%	Suy giảm	Suy giảm	Kém khả quan
SHB	357.239	18.203	2.262	2,42%	13,65%	2,86%	45,6%	Suy giảm	Suy giảm	Kém khả quan
STB	450.200	26.230	2.491	2,56%	10,93%	2,00%	70,5%	Không đánh giá	Đi ngang	Không đánh giá
TCB	367.538	58.941	8.860	4,11%	16,83%	1,80%	77,1%	Lành mạnh	Tăng trưởng	Nắm giữ
TPB	153.930	11.909	2.404	4,08%	21,58%	1,51%	80,1%	Trung bình	Tăng trưởng	Nắm giữ
VCB	1.157.490	81.391	17.613	3,16%	26,32%	1,08%	185,2%	Lành mạnh	Tăng trưởng	Khả quan
VIB	175.658	12.498	2.915	3,85%	27,36%	2,04%	49,9%	Trung bình	Tăng trưởng	Khả quan
VPB	358.236	40.491	7.199	9,19%	21,95%	3,50%	49,6%	Suy giảm	Đi ngang	Nắm giữ

Nguồn: NHNN, BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

Hoạt động kinh doanh chính

MBB là ngân hàng TMCP có mô hình kinh doanh năng động, tập đoàn bao gồm nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính ngân hàng. Ngân hàng tập trung phần lớn hoạt động kinh doanh tại mảng bán lẻ, chất lượng tài sản được kiểm soát tốt và đã hoàn tất quá trình trích lập dự phòng rủi ro và thu hồi toàn bộ trái phiếu đặc biệt tại VAMC.

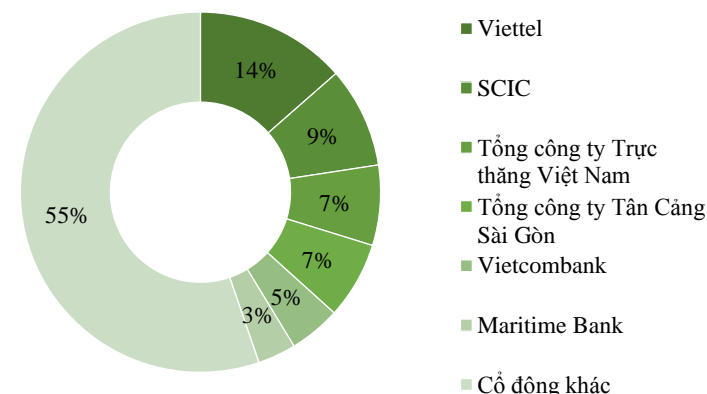
Cơ cấu cổ đông

Bao gồm 14% sở hữu thuộc Viettel, 9% thuộc SCIC, 20% nước ngoài sở hữu, còn lại là cổ đông khác.

Kết quả kinh doanh

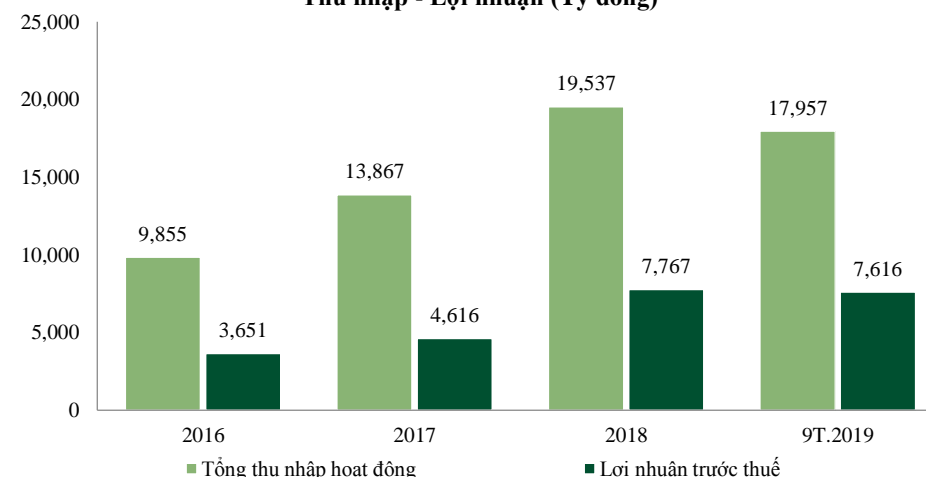
Lợi nhuận trước thuế 9T.2019 của MBB ghi nhận 7.616 tỷ đồng (+ 27% yoy, hoàn thành 80% kế hoạch cả năm). Trong đó, tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của tổng thu nhập hoạt động đóng góp chính cho đà tăng của lợi nhuận.

Cơ cấu sở hữu



Tên công ty con	Lĩnh vực chủ yếu	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Sở hữu	LNTT 2018 (tỷ đồng)
MB AMC	Công ty quản lý nợ và khai thác tài sản	666	100,00%	215
MCredit	Công ty tài chính	800	50,00%	320
MB Capital	Công ty quản lý quỹ	324	90,77%	61
MBS	Công ty chứng khoán	1.221	79,52%	203
MIC	Công ty bảo hiểm phi nhân thọ	840	68,37%	135
MB Ageas Life	Công ty bảo hiểm nhân thọ	1.500	61,00%	(219)

Thu nhập - Lợi nhuận (Tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, MBB, VCBS tổng hợp

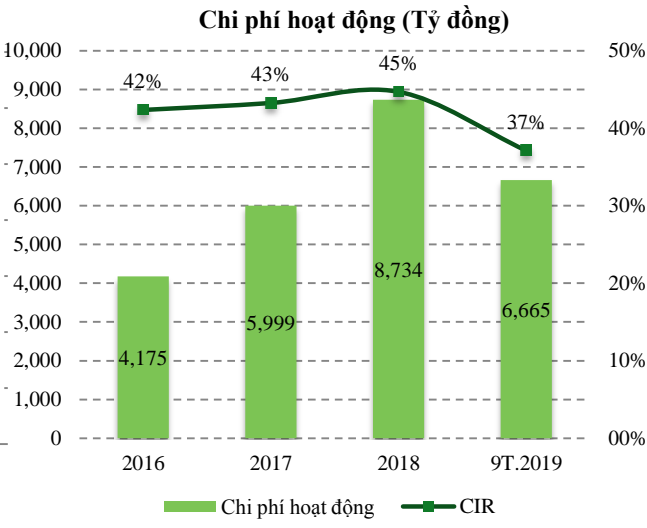
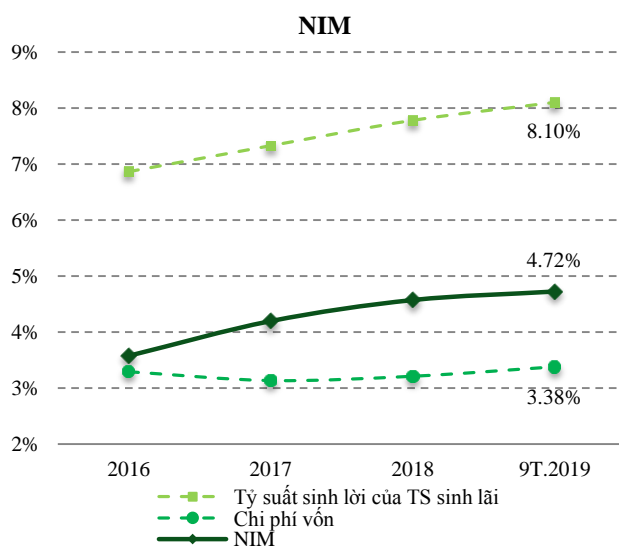
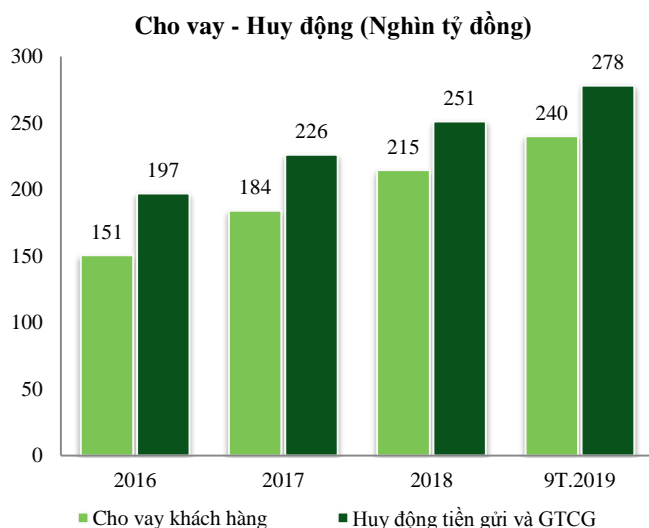
❖ LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Tín dụng còn dư địa tăng trưởng khi ngân hàng đã đáp ứng TT 41/2016

- MBB đã được chấp thuận thực hiện TT 41/2016 từ ngày 1/5/2019, điều này tạo lợi thế cho ngân hàng trong việc đề xuất giới hạn tăng trưởng tín dụng trong năm 2020. Phân khúc bán lẻ vẫn là động lực tăng trưởng chủ yếu do ngân hàng tập trung vào những khách hàng và phân khúc có hiệu quả sinh lời cao.
- Trong bối cảnh chi phí vốn đang tăng do tỷ lệ CASA giảm, việc nâng cao tỷ trọng của tín dụng bán lẻ trên tổng tín dụng có thể giúp ngân hàng cải thiện lợi suất sinh lời của tài sản, nhờ vậy NIM có thể giữ mức ổn định.

❖ Động lực tăng trưởng cao đối với thu nhập hoạt động và lợi nhuận

- Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng tốt nhờ thu nhập từ lãi và thu ngoài lãi. Thu từ các hoạt động ngoài lãi tăng trưởng nhờ: (i) Thu nhập từ dịch vụ thanh toán và bảo hiểm; (ii) Thu hồi các khoản cho vay đã xử lý bằng quỹ dự phòng rủi ro.
- Tỷ lệ CIR đang giảm trong năm 2019 và kỳ vọng sẽ duy trì khoảng 40% trong năm 2020.
- ROAE và ROAA tại 9T.2019 lần lượt ở mức 20,6% và 1,9%, được cải thiện so với cuối năm 2018 và vẫn ở mức cao so với trung bình ngành.



Nguồn: NHNN, MBB, VCBS tổng hợp

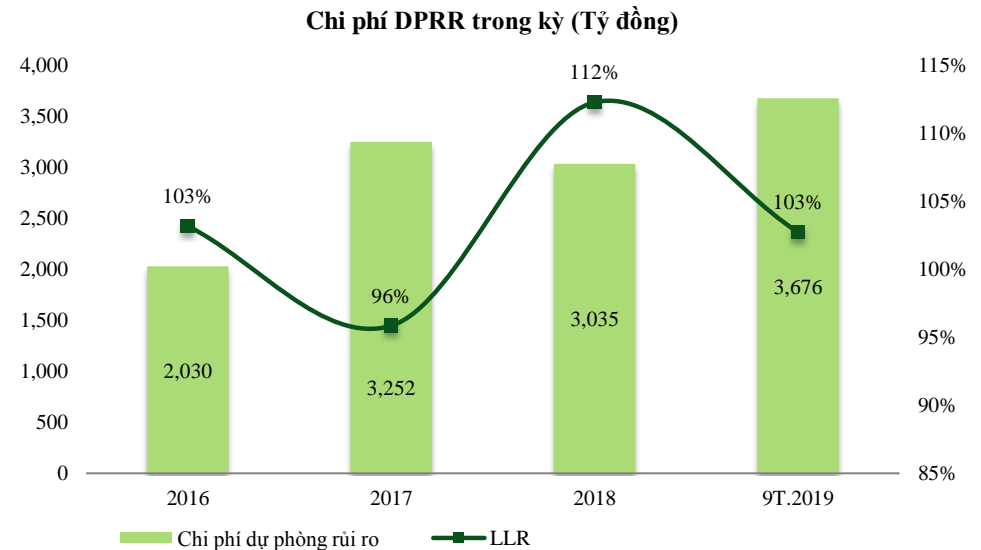
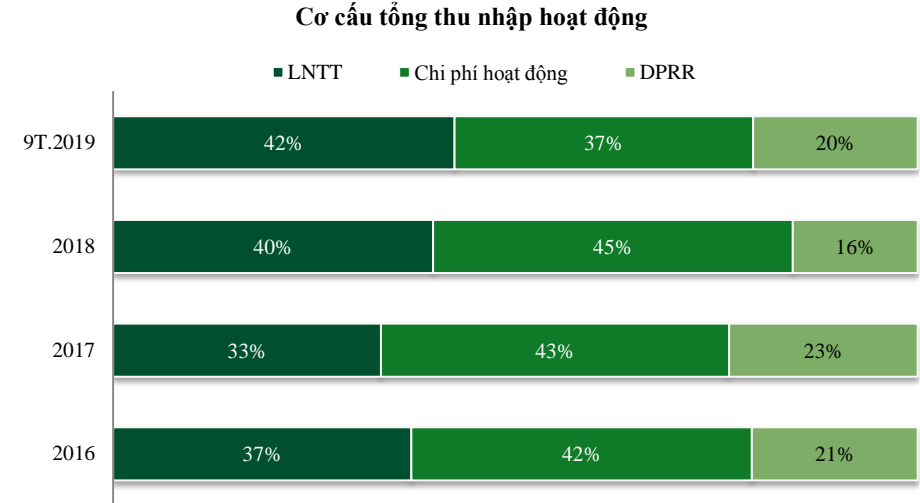
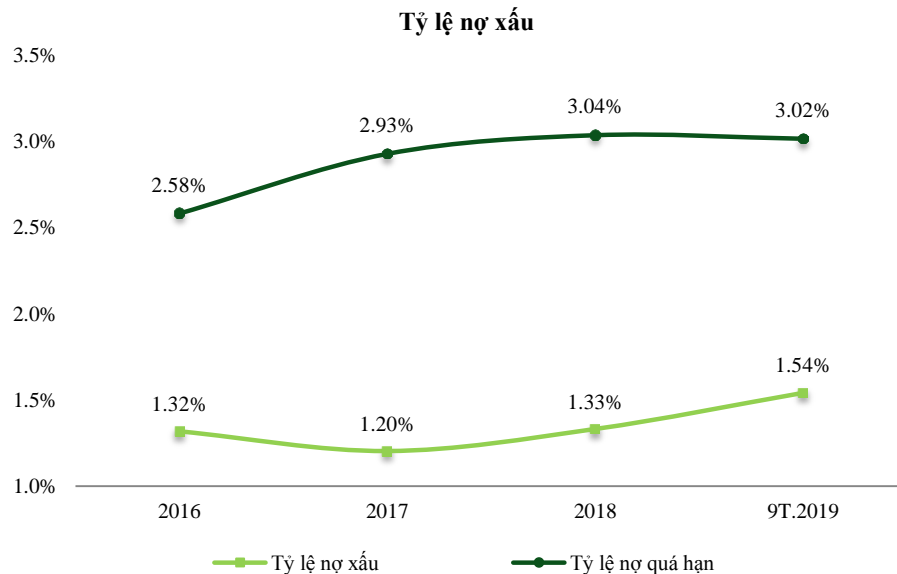
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chất lượng tài sản trong tầm kiểm soát

- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng hợp nhất kỳ vọng sẽ duy trì ở mức không quá cao, trong khi tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu luôn duy trì trong khoảng 90 - 100% thể hiện chất lượng tài sản của MBB ở mức tốt so với trung bình ngành ngân hàng hiện tại.

Khả năng tăng vốn

- Hệ số CAR theo Thông tư 36/2014 hiện đạt 9,5% và sở hữu nước ngoài tại MBB đang được khóa ở mức 20%. **Trường hợp MBB có thể phát hành riêng lẻ và bán ra cổ phiếu quỹ cho nhà đầu tư, việc này sẽ giúp ngân hàng được bổ sung nguồn vốn cho các hoạt động kinh doanh vào những năm tiếp theo.**



Nguồn: NHNN, MBB, VCBS tổng hợp

ĐỊNH GIÁ THEO MÔ HÌNH THU NHẬP THẶNG DƯ

GIÁ MỤC TIÊU

Chưa bao gồm chào bán riêng lẻ 30.635

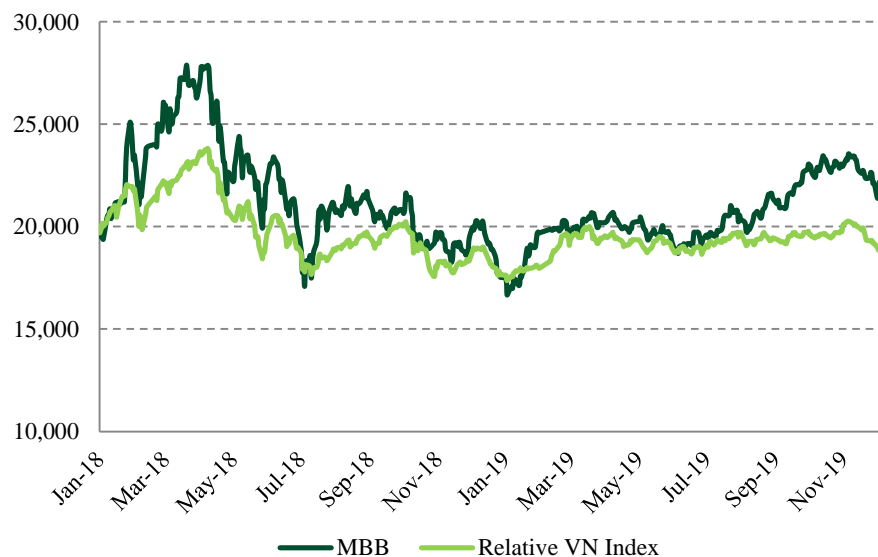
Bao gồm chào bán 7,5% 28.754

30.635 VND

UPSIDE

+43%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Tổng thu nhập hoạt động	19.537	23.947	27.393
+/- yoy (%)	40,88%	22,57%	14,39%
Lợi nhuận trước thuế	7.767	9.943	11.125
+/- %	68,28%	28,01%	11,89%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	15.109	16.344	19.263

Nguồn: NHNN, MBB, VCBS tổng hợp

Hoạt động kinh doanh chính

CTG là ngân hàng TMCP nhà nước sở hữu có quy mô lớn và đang trong quá trình tái cơ cấu theo đề án của Ngân hàng Nhà nước. Ngân hàng có một phần dư nợ cho vay tại các doanh nghiệp nhà nước và đang có xu hướng mở rộng tín dụng sang phân khúc bán lẻ.

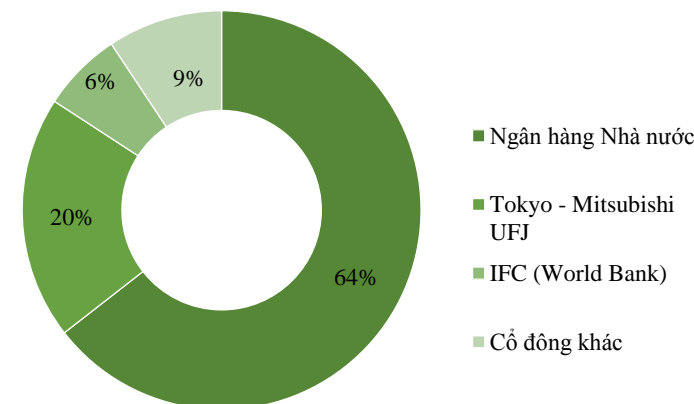
Cơ cấu cổ đông

Bao gồm 64% sở hữu thuộc Ngân hàng nhà nước, 20% thuộc UFJ, 6% thuộc IFC, còn lại là cổ đông khác.

Kết quả kinh doanh

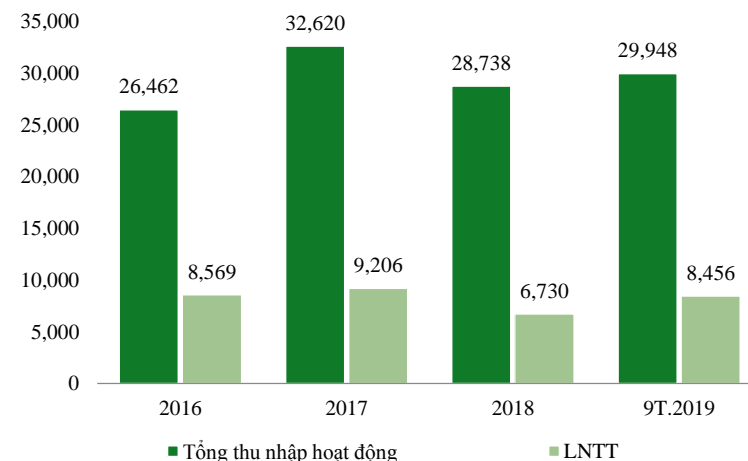
Lợi nhuận trước thuế 9T.2019 của CTG ghi nhận 8.456 tỷ đồng (+ 11,3% yoy, hoàn thành 89% kế hoạch cả năm). Ngân hàng đang thực hiện trích lập dự phòng rủi ro ở mức cao để xử lý các khoản nợ tồn đọng.

Cơ cấu cổ đông



Tên công ty thành viên	Lĩnh vực chủ yếu	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Sở hữu	LNTT 2018 (tỷ đồng)
VBI	Công ty bảo hiểm	500	97,83%	102
Vietinbank Capital	Công ty quản lý quỹ	950	100%	83
Vietinbank Securities	Công ty chứng khoán	1.064	75,61%	182
Vietinbank Leasing	Công ty cho thuê tài chính	1.000	100%	132
Vietinbank Gold and Jewellery	Công ty vàng bạc đá quý	300	100%	11
Vietinbank AMC	Công ty quản lý nợ và khai thác tài sản	120	100%	NA
Vietinbank Money Transfer	Công ty chuyển tiền	50	100%	56
Vietinbank Laos	Ngân hàng tại Lào	1.166	100%	138
IVB	Ngân hàng Liên doanh Indovina	193 triệu USD	50%	820

Thu nhập hoạt động – Lợi nhuận (Đv: Tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, CTG, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiềm năng mở rộng tỷ trọng phân khúc bán lẻ trên tổng dư nợ

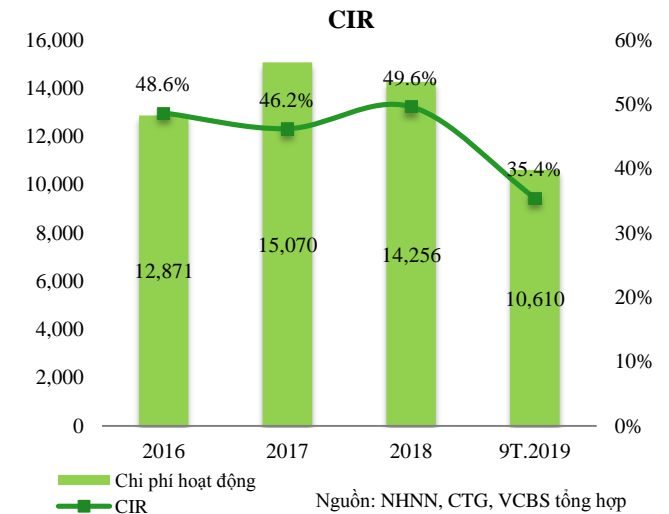
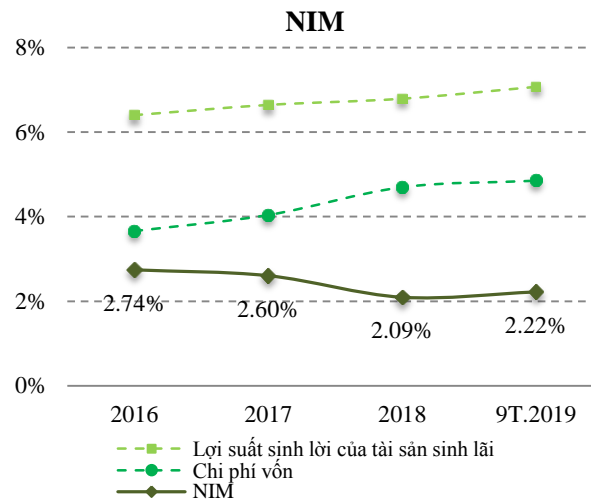
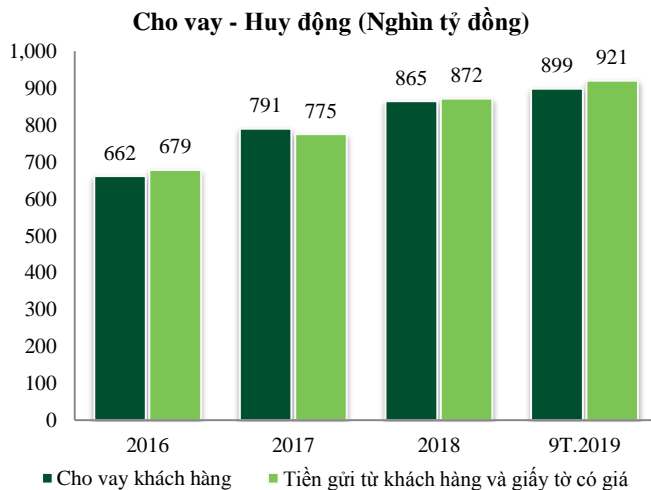
- CTG đang chuyển dịch theo hướng tăng mạnh tỷ trọng tín dụng bán lẻ, giúp cải thiện lợi suất sinh lời của tài sản. Tỷ trọng khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm gần 55% trên tổng dư nợ.
- Chi phí vốn khả năng tiếp tục duy trì ở mức cao trong quá trình tái cơ cấu do: (1) CTG có thể thoái thu thêm các khoản lãi, phí tín dụng, (2) Thông tư 22/2019, LDR tối đa là 85%, như vậy CTG sẽ phải tăng huy động để đảm bảo LDR. Dù vậy, khi kết thúc quá trình tái cơ cấu, chi phí vốn có thể trở về mức thấp giúp NIM tăng trở lại.

Đa dạng hóa nguồn thu nhập hoạt động

- Tỷ trọng của thu nhập dịch vụ trên tổng thu nhập hoạt động có xu hướng cải thiện. Thu nhập dịch vụ tăng trưởng nhờ thu từ hoạt động thanh toán, phí bảo hiểm và thẻ.

Kiểm soát chi phí hoạt động

- Tỷ lệ CIR đang giảm về mức thấp so với trung bình ngành nhờ kiểm soát chặt chẽ chi phí liên quan đến nhân viên và hoạt động quản lý.



Nguồn: NHNN, CTG, VCBS tổng hợp

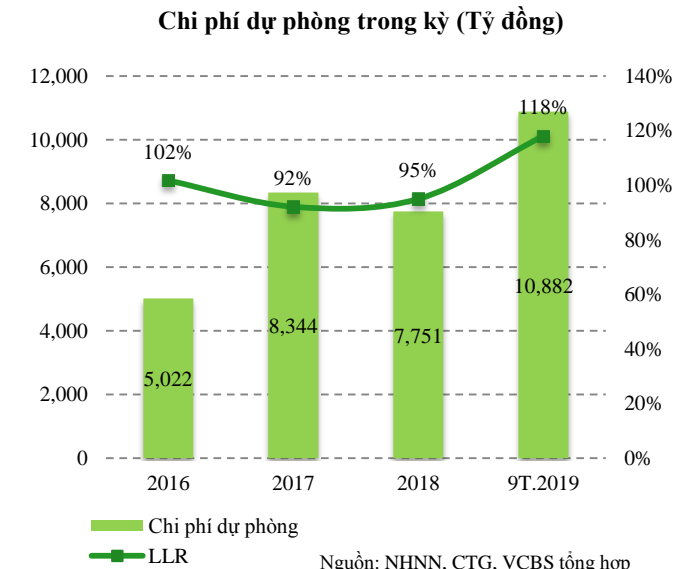
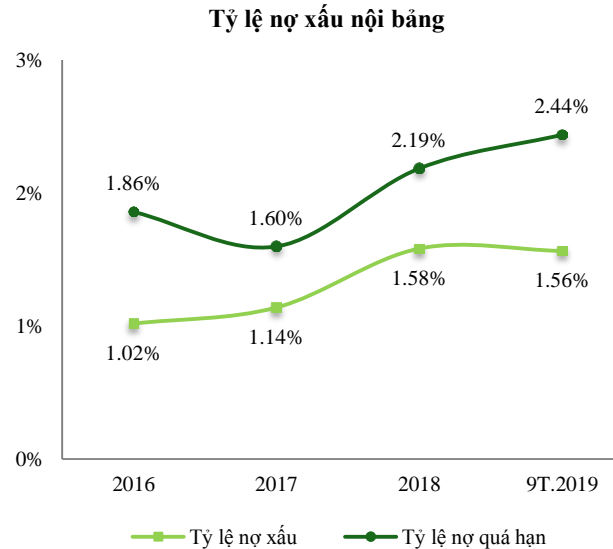
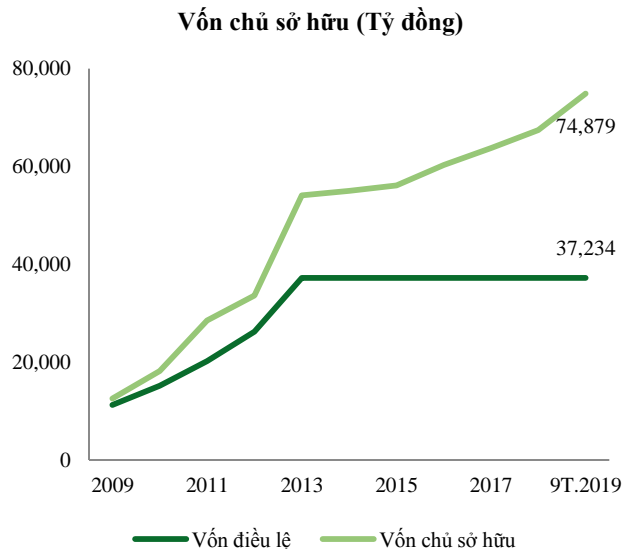
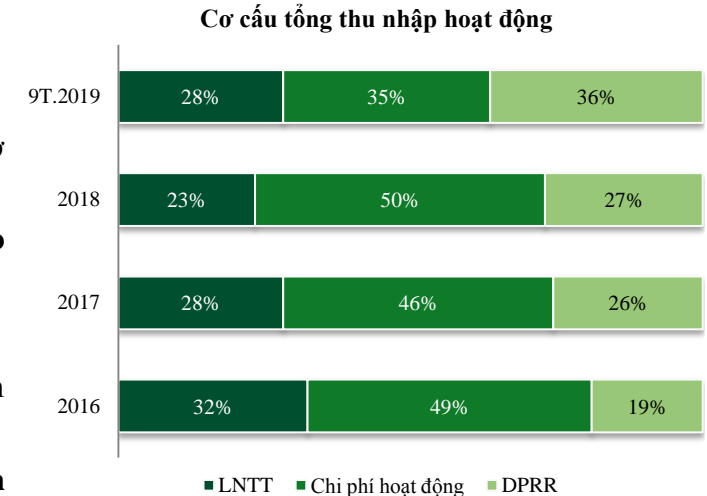
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Xử lý nợ tồn đọng được đẩy mạnh so với giai đoạn trước

- CTG đang trong quá trình trích lập lượng lớn dự phòng rủi ro tín dụng cho các khoản nợ xấu và trái phiếu VAMC, tăng sử dụng dự phòng rủi ro để xóa nợ xấu nội bảng.
- **Động thái quyết liệt của CTG đang giúp cải thiện chất lượng tài sản ngân hàng so với những năm trước.**

Nhu cầu tăng vốn cấp bách để đảm bảo các tỷ lệ an toàn

- Tỷ lệ CAR theo TT 36/2014 đang sát ngưỡng 9% trong khi CTG chưa đáp ứng chuẩn Basel II.
- **Trường hợp CTG được NHNN chấp thuận tăng vốn điều lệ, đây là cơ hội để ngân hàng bổ sung các tỷ lệ an toàn và xử lý nợ tồn đọng để có dư địa tăng trưởng trong những năm tiếp theo.**



Nguồn: NHNN, CTG, VCBS tổng hợp

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh P/B

23.989

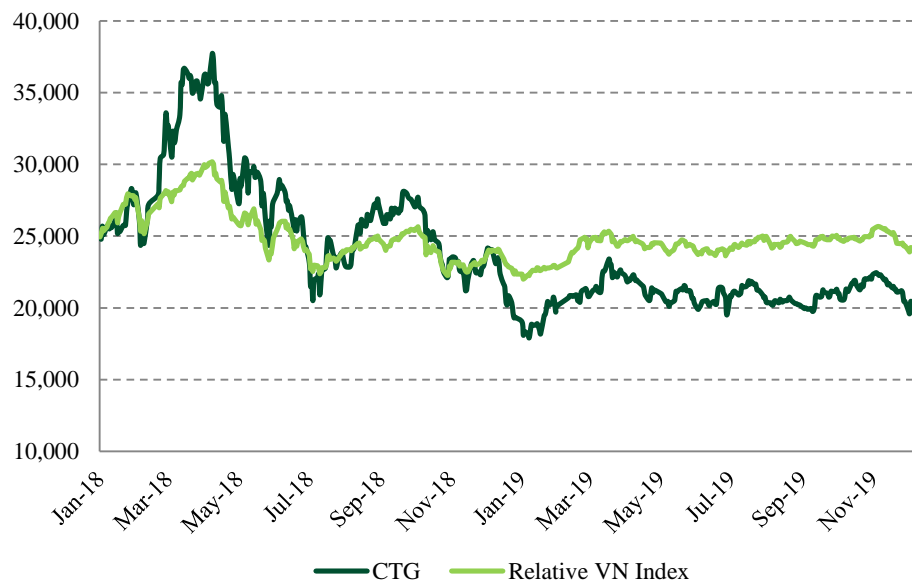
GIÁ MỤC TIÊU

23.989 VND

UPSIDE

+20%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Tổng thu nhập hoạt động	14.482	23.042	23.926
+/- yoy (%)	-17,48%	59,11%	3,83%
Lợi nhuận trước thuế	6.730	9.723	10.775
+/- %	-26,89%	44,47%	10,81%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	18.037	20.010	22.212

Nguồn: NHNN, CTG, VCBS tổng hợp

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

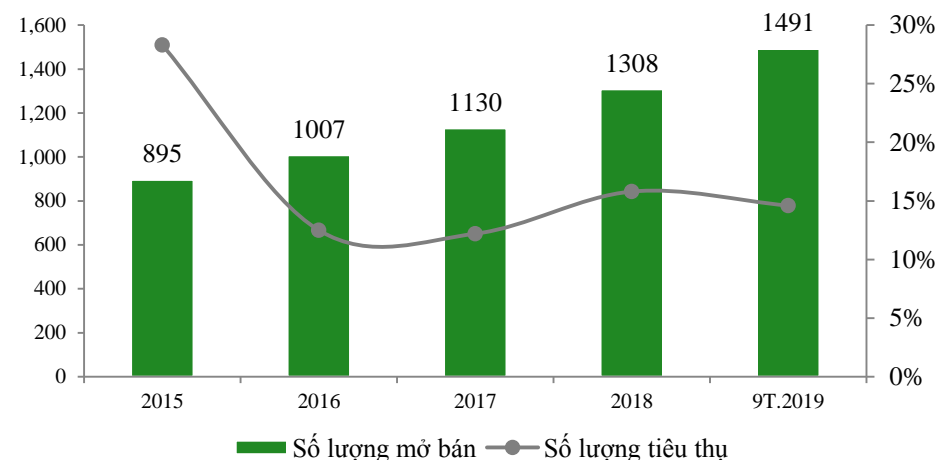
Tổng quan

- Năm 2019, thị trường bất động sản vẫn tăng trưởng ổn định nhưng tốc độ tăng trưởng có sự sụt giảm so với các năm trước. Thêm vào đó, các phân khúc bất động sản có sự phân hóa khá rõ nét.
- Phân khúc trung cấp của thị trường chung cư vẫn giao dịch sôi động, thị trường vẫn phòng nhu cầu lớn, thị trường đất nền tiếp tục ghi nhận xu hướng tăng trưởng, đặc biệt ở những khu vực hạ tầng hoàn thiện và vùng ven các thành phố lớn.

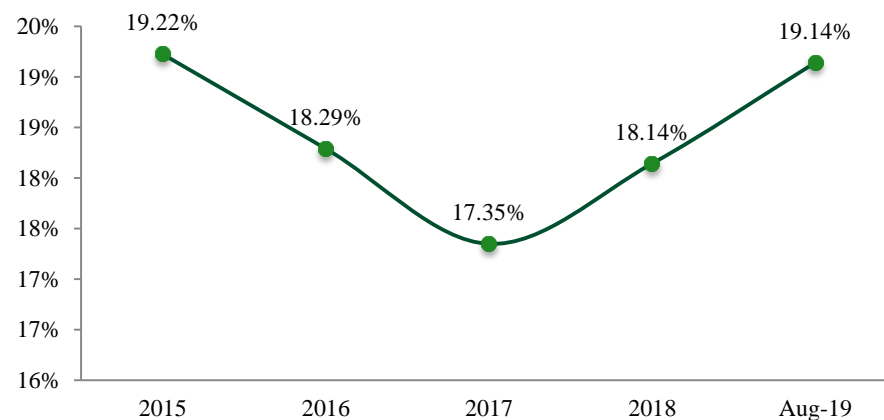
Tín dụng Bất động sản

- Lũy kế 9T.2019, tổng dư nợ bất động sản tăng trưởng 14,6% so với cùng kỳ - chiếm hơn 19% tổng dư nợ của nền kinh tế cả nước. Do lo ngại về bong bóng bất động sản, Ngân hàng Nhà nước hiện đang thực thi các chính sách thắt chặt tín dụng bất động sản.
- Vay nợ của các tập đoàn bất động sản chiếm hơn 32% dư nợ ngành. Phần còn lại thuộc về các khoản vay thế chấp của các cá nhân.
- Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục ban hành các quy định, triển khai giám sát nhằm đảm bảo các khoản vay mua bất động sản được thực hiện đúng mục đích.

Dư nợ Bất động sản Việt Nam



Tỷ trọng dư nợ BĐS trong tổng dư nợ nền kinh tế



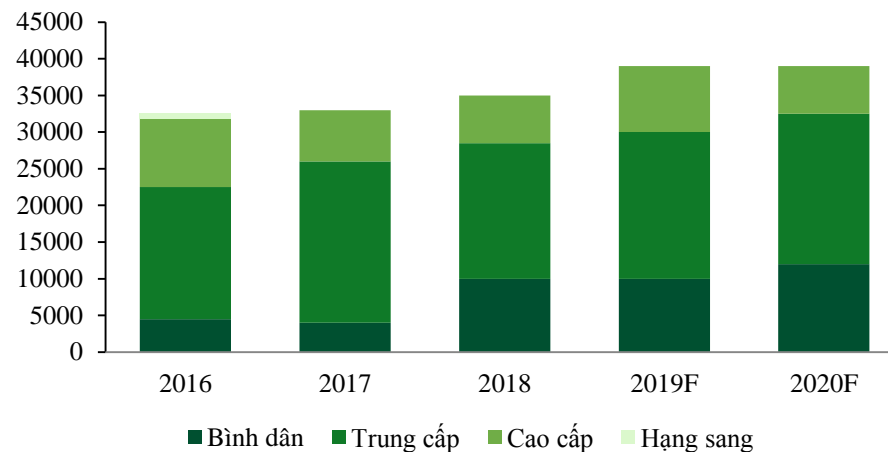
Nguồn: Ngân hàng nhà nước

Thị trường căn hộ chung cư

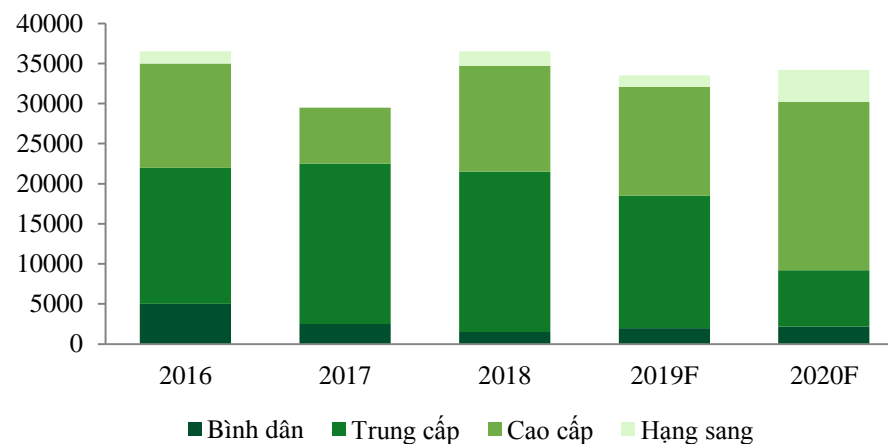
Diễn biến trái ngược tại Hà Nội và HCM

- Nguồn cung:** Nguồn cung căn hộ ra thị trường Hà Nội khá dồi dào với trên 26 dự án được mở bán. Trong khi đó, do khó khăn trong thủ tục pháp lý cấp phép dự án mới tại thị trường miền Nam, nguồn cung sụt giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2018.
- Lượng giao dịch:** Có sự sụt giảm mạnh. Trên 60% số căn bán thuộc phân khúc trung cấp chứng tỏ nhu cầu ở thực của người mua.
- Giá bán:** Giá bán trên cả 2 thị trường HN và HCM đều tăng với giá trung bình lần lượt là 1.337 USD/m² và 1.764 USD/m² (theo CBRE).
- Kỳ vọng cho thời gian tới:**
 - Các dự án mới sẽ được phát triển xa khu vực trung tâm.
 - Phân khúc trung cấp vẫn sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong các dự án mới.
 - Giá bán được kỳ vọng tăng từ 3% - 5%/năm.
 - Nhu cầu ngày càng tăng cao đối với các dự án trong nội thành.

Lượng căn hộ mở bán mới tại Hà Nội



Lượng căn hộ mở bán mới tại Hồ Chí Minh



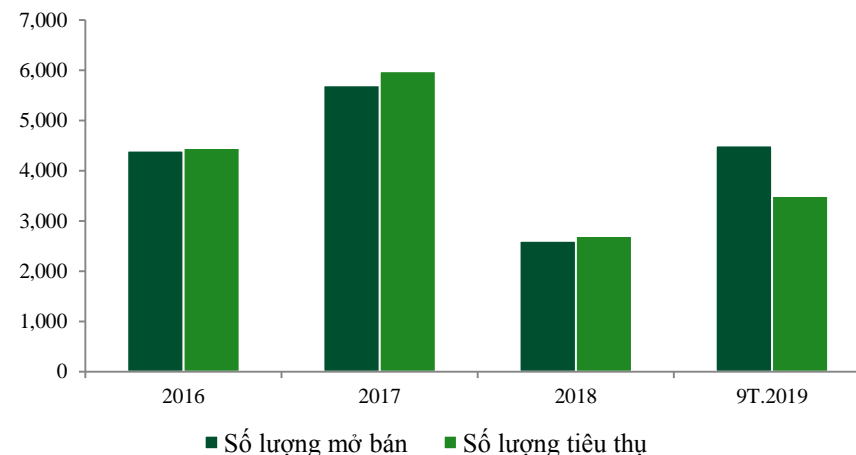
Nguồn: CBRE

Thị trường nhà ở gắn liền với đất

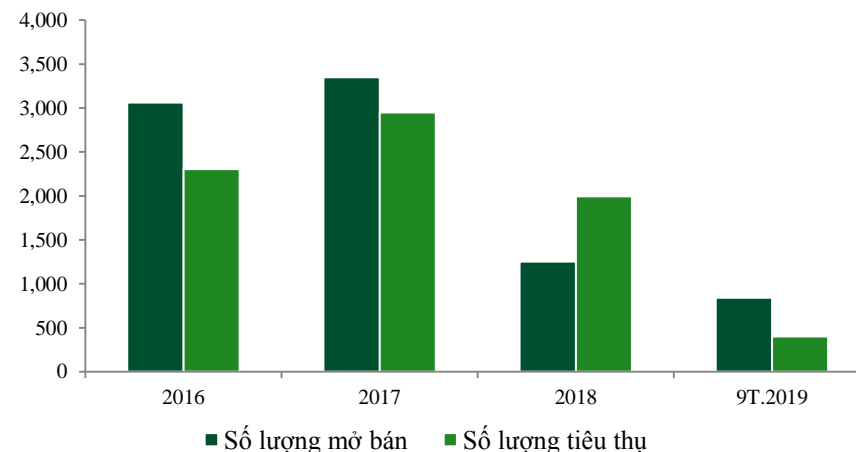
Tiếp tục sôi động tại Hà Nội, TP.HCM và các thành phố lân cận

- ▼ **Nguồn cung:** Tại Hà Nội, nguồn cung tăng mạnh với khoảng 86% các dự án mới được triển khai ở phía Đông thành phố. Trong khi đó tại TP.HCM, quỹ đất hạn hẹp và thủ tục pháp lý khó khăn khiến nguồn cung suy giảm mạnh.
- ▼ **Nhu cầu mua** rất cao khi trên 80% số căn mở bán mới đã được tiêu thụ.
- ▼ **Giá bán** tăng đáng kể. Theo CBRE, giá nhà ở tại TP.HCM và Hà Nội tăng trung bình 4% - 5% giai đoạn năm 2019. Đất đai tại một số Tỉnh thành trải qua các đợt tăng giá mạnh do các dự án xây dựng hạ tầng, sân bay được triển khai và tiềm năng kinh tế của khu vực.
- ▼ **Kì vọng cho thời gian tới:** Đất nền tại các khu vực ngoại thành sắp lên Quận tại Hà Nội, và khu vực phía Đông thành phố Hồ Chí Minh sẽ tiếp tục là sản phẩm đầu tư hấp dẫn trong giai đoạn 2020 - 2021.

Tiêu thụ nhà ở gắn liền với đất tại Hà Nội



Tiêu thụ nhà ở gắn liền với đất tại TP.HCM



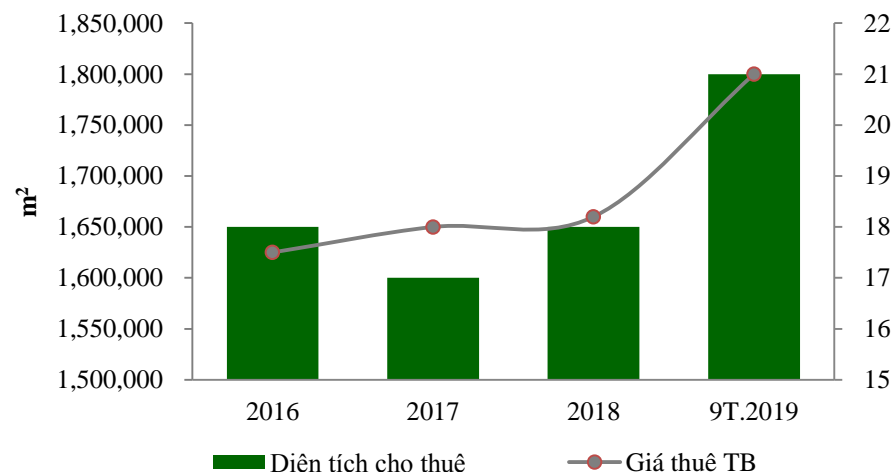
Nguồn: CBRE

Thị trường văn phòng

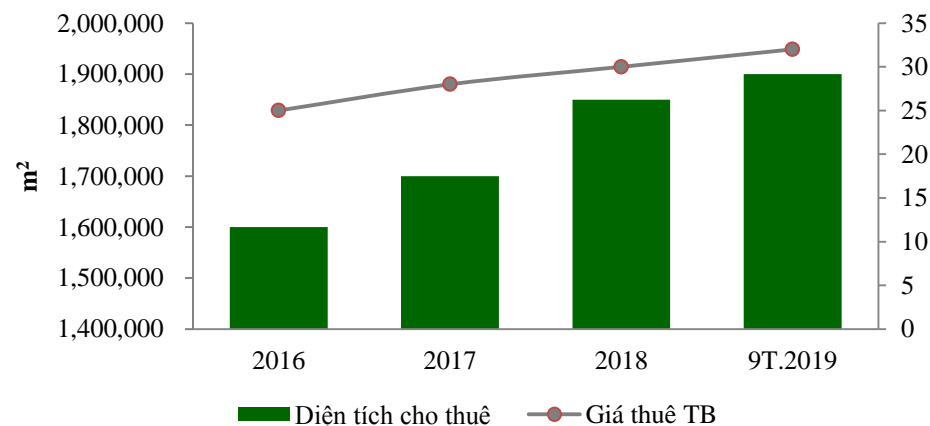
Tỷ lệ lấp đầy tăng cao

- ♥ **Nguồn cung:** Nguồn cung tăng cao, nhưng hạn chế về số lượng tại khu vực trung tâm thành phố.
- ♥ **Nhu cầu thuê** rất khả quan với tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 90%-95%.
- ♥ **Giá cho thuê** có sự tăng nhẹ tại các tòa nhà văn phòng hạng A. Nhìn chung, giá thuê tương đối ổn định so với các quý trước.
- ♥ **Kỳ vọng cho thời gian tới:**
 - Nguồn cung trong năm 2020 sẽ tiếp tục được mở rộng tại khu vực Hà Nội và TPHCM. Trong đó, khu vực TPHCM dự kiến sẽ có 11 dự án được tung ra thị trường với tổng diện tích khoảng 206.000 m².
 - Dự kiến giá thuê văn phòng hạng A sẽ tăng nhẹ, trong khi giá thuê văn phòng hạng B đi ngang.
 - Loại hình chia sẻ văn phòng sẽ tiếp tục tăng trưởng

Diện tích cho thuê và giá thuê tại Hà Nội



Diện tích cho thuê và giá thuê tại HCM



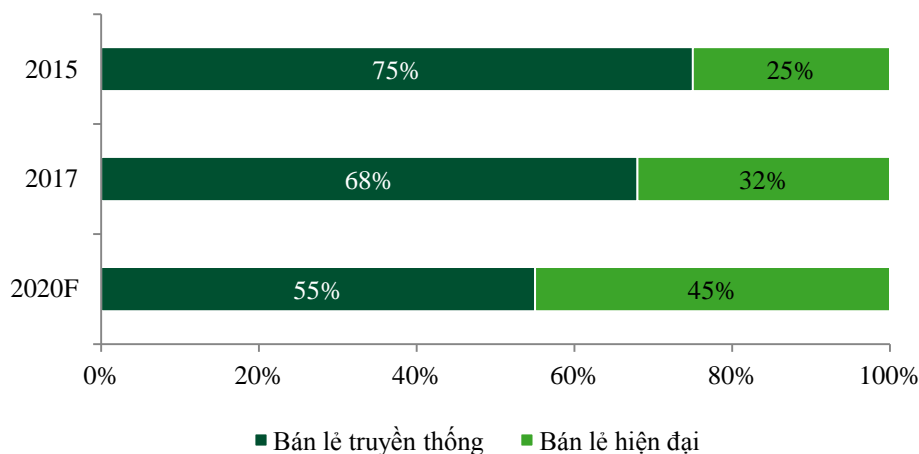
Nguồn: Savills

Bất động sản bán lẻ

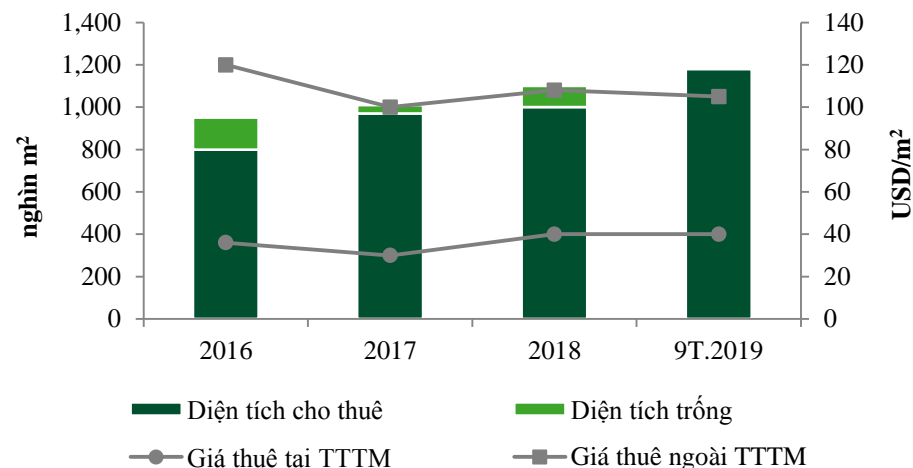
Tỷ lệ lấp đầy cao ~96%

- 🟢 **Nguồn cung** tăng ổn định, quy mô đến cuối Q3.2019 đạt hơn 1 triệu m² tại Hà Nội (+12% yoy) và hơn 1,4 triệu m² tại TP.HCM (+13% yoy).
- 🟢 **Nhu cầu** vẫn ở mức khả quan nhờ thu nhập bình quân và tiêu chuẩn sống cao hơn, cầu tiêu dùng gia tăng. Các đơn vị kinh doanh nhà hàng, đồ uống là khách hàng lớn nhất của BĐS bán lẻ.

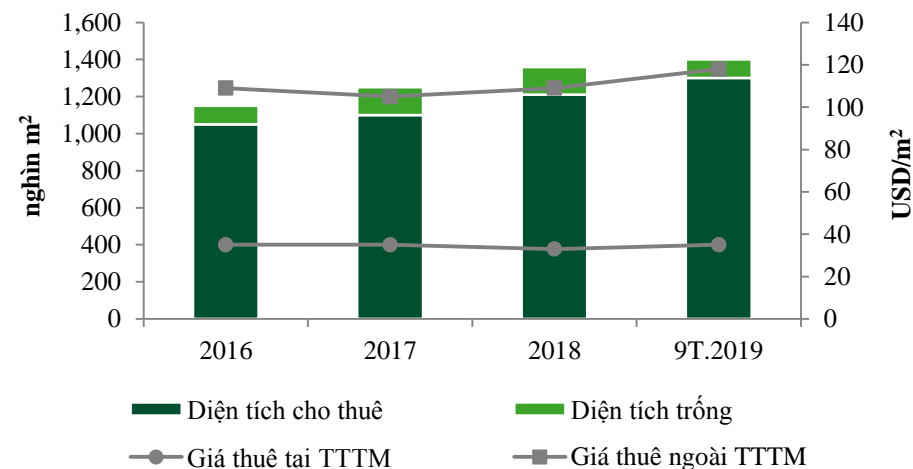
Cơ cấu thị trường bán lẻ Việt Nam



Diện tích và giá thuê tại Hà Nội



Diện tích và giá thuê tại TP.HCM



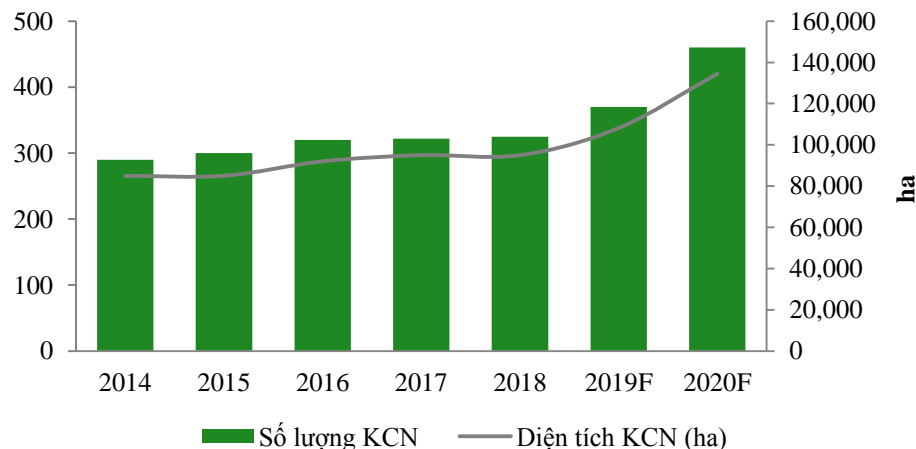
Nguồn: Bộ Công thương, Savills

BDS khu công nghiệp

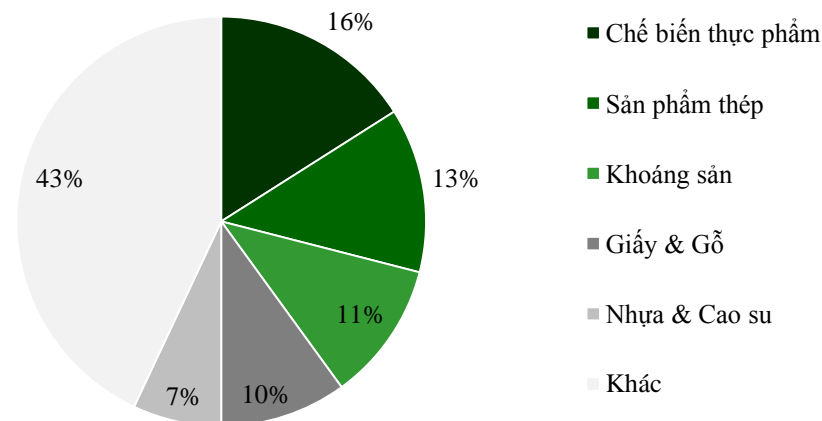
Số lượng các KCN tiếp tục phát triển

Quy mô các KCN tiếp tục tăng: Việt Nam hiện có khoảng 326 khu công nghiệp với tổng diện tích 95.000 ha, diện tích đất có thể cho thuê đạt gần 64.000 ha chiếm 68% tổng diện tích. Trong đó, khoảng 70 khu công nghiệp đang trong giai đoạn mở rộng hoặc triển khai mới.

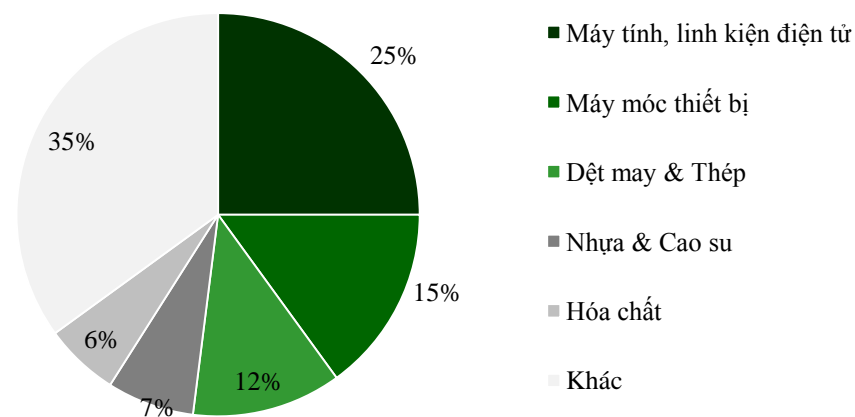
Số lượng và Diện tích các khu công nghiệp



Phân bổ mảng công nghiệp phía Nam



Phân bổ mảng công nghiệp phía Bắc



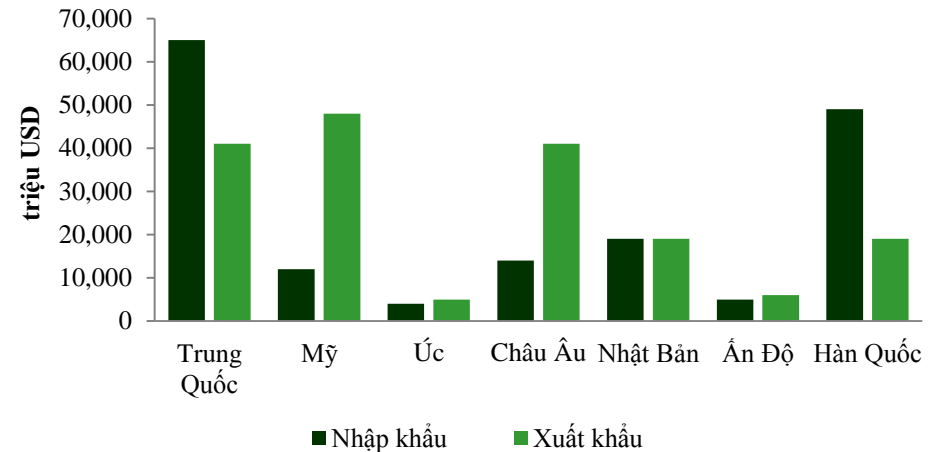
Nguồn: CBRE Việt Nam

BDS khu công nghiệp

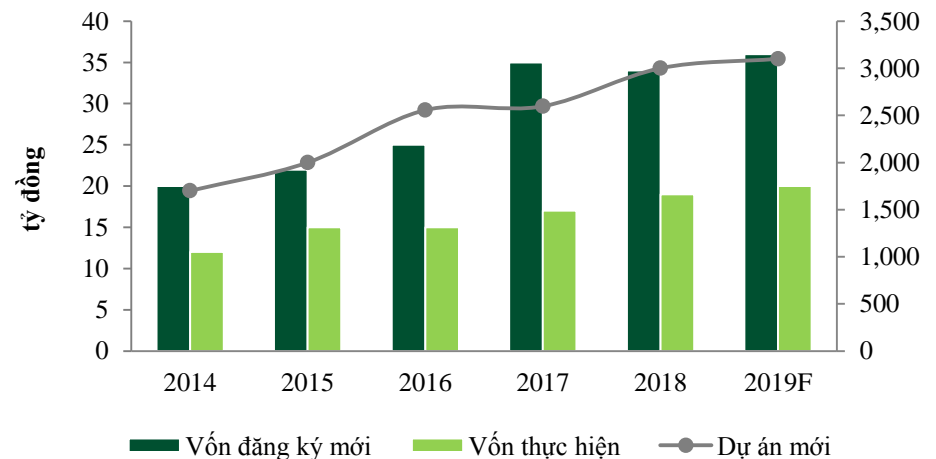
Tiềm năng thu hút FDI

- Việt Nam sở hữu những lợi thế hấp dẫn, bao gồm vị trí chiến lược tại khu vực châu Á và đường biên giới đất liền với Trung Quốc - thuận lợi cho lưu thông đường bộ. Việt Nam đang là điểm đến hấp dẫn cho các doanh nghiệp sản xuất nước ngoài do sự tăng trưởng về GDP, ổn định kinh tế chính trị và lao động giá rẻ.
- Theo số liệu báo cáo nửa đầu năm 2019 của Cục Đầu tư nước ngoài, xu hướng FDI đầu tư vào Việt Nam đang tiếp tục gia tăng. Trong 6 tháng đầu năm 2019, FDI đăng ký đạt 18.5 tỷ USD - FDI đến từ Hồng Kông (5.3 tỷ), Hàn Quốc (2.75 tỷ), Trung Quốc (2.29 tỷ) và Nhật Bản (1.95 tỷ) vẫn tăng mạnh nhờ tác động chiến tranh thương mại thúc đẩy nhu cầu đối với khu công nghiệp.

Xuất nhập khẩu Việt Nam và quốc tế



FDI Việt Nam



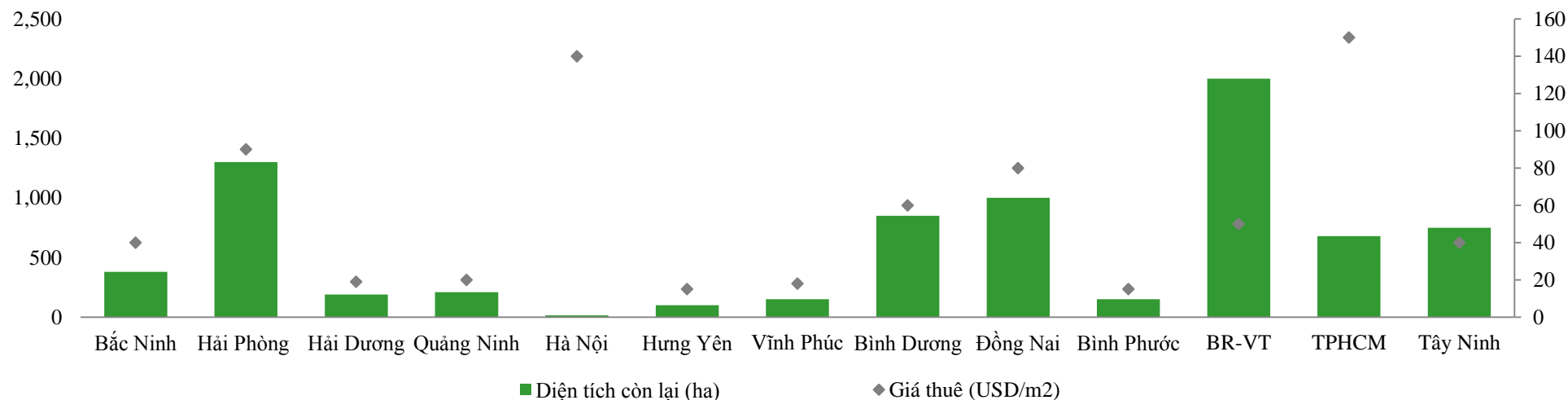
Nguồn: GSO, CBRE

BDS khu công nghiệp

Triển vọng tăng trưởng giá thuê

- Theo JLL, đối với khu vực phía Bắc, giá cho thuê trung bình Q2.2019 đạt 97 USD/m2/chu kỳ thuê (+7.6% YoY). Tại khu vực phía Nam, giá thuê lên đến gần 100 USD/m2/chu kỳ thuê (+15.8% YoY). Khu vực TP.HCM có mức giá cho thuê cao nhất cả nước ở mức 162 USD/m2/chu kỳ do nhu cầu tăng mạnh trong khi nguồn cung hạn hẹp.
- Với việc sở hữu diện tích chưa lấp đầy lớn & quỹ đất dồi dào, các doanh nghiệp BĐS KCN có tiềm năng đạt được doanh thu lợi nhuận cao trong những năm sắp tới. Về phần tài chính, lượng tiền mặt lớn và lợi nhuận tốt là lợi thế của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này.

Diện tích KCN & Giá thuê tại các tỉnh thành



Nguồn: CBRE Việt Nam

Triển vọng của ngành bất động sản

- Thị trường chung cư phân khúc trung cấp vẫn giao dịch tốt do phù hợp với thu nhập và nhu cầu mua nhà để ở của phần lớn người dân.
- Đất nền tại một số khu vực ngoại thành Hà Nội và Hồ Chí Minh vẫn giao dịch sôi động. Giá đất nền có thể tăng nhẹ khi nguồn cung giảm.
- Thị trường sẽ bắt đầu xuất hiện các căn hộ kích thước siêu nhỏ dưới 35m².
- Thị trường văn phòng có nhu cầu thuê cao, tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức tốt với mức giá ổn định.
- Bất động sản khu công nghiệp vẫn là điểm sáng của ngành với yếu tố hỗ trợ là Chiến tranh thương mại Mỹ- Trung, chính sách phát triển hệ thống hạ tầng.

Triển vọng của doanh nghiệp bất động sản niêm yết

- Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn/sạch ở những khu vực có tiềm năng phát triển về hạ tầng.
- Doanh nghiệp hưởng lợi từ xu hướng phát triển của thị trường bán lẻ
- Doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp có dự án quy mô lớn, quỹ đất sạch và hạ tầng sẵn sàng cho khách hàng thuê mới sẽ được hưởng lợi.

Rủi ro của ngành bất động sản

- Tại khu vực TPHCM, nhiều dự án nhà ở bị đình trệ do không thực hiện được thủ tục đầu tư xây dựng hoặc bị dừng triển khai. Nhiều doanh nghiệp bất động sản gặp khó khăn trong việc phát triển dự án, các doanh nghiệp xây dựng bị/ghi nhận giảm khoảng 30 - 50% số lượng hợp đồng nhận thầu xây lắp.
- Sự kiện Cocobay phá vỡ hợp đồng cam kết lợi nhuận có thể khiến nhà đầu tư cân trọng đối với các dự án condotel nói riêng, và bất động sản nghỉ dưỡng nói chung.

	MCP	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	ROE (%)	ROA (%)	Khuyến nghị
1	VIC	390,418	357,159	125,408	31,582	712	4.0%	1.4%	
2	VHM	305,141	161,662	63,483	10,906	6,142	31.9%	12.9%	
3	VRE	81,509	37,585	28,024	2,208	717	9.4%	7.0%	KHẢ QUAN
4	NVL	53,529	74,579	22,490	1,525	287	13.8%	4.1%	
5	BCM	29,028	44,385	14,421	1,493	526	18.5%	5.7%	
6	KDH	14,564	11,112	7,259	612	296	13.1%	8.9%	
7	DXG	7,381	18,000	7,816	1,457	565	19.1%	8.6%	
8	SNZ	7.003	18.285	7.606	4.696	997	13.8%	5,72%	
9	NLG	6,879	10,311	5,766	392	163	9.6%	5.3%	KHẢ QUAN
10	SIP	6,839	13,170	1,671	1,129	201	20,4%	2,9%	KHẢ QUAN
11	KBC	6,812	17,593	10,247	917	132	7.5%	4.5%	
12	VPI	6,616	8,351	2,244	329	22	14.1%	4.6%	
13	IDC	5,850	14,276	4,216	1,264	241	9.2%	2.7%	KHẢ QUAN
14	HPX	5,260	7,424	2,716	480	34	15.3%	5.4%	
15	TID	4,380	11,979	3,269	1,658	71	3.6%	1.0%	
16	DIG	4,220	7,831	3,816	610	64	8.6%	4.1%	
17	HDG	3,821	13,055	3,223	1,239	279	37.4%	8.9%	KHẢ QUAN
18	CEO	2,265	8.307	3.479	643	54	3,6%	2,3%	
19	IJC	1.940	7.833	1.812	831	64	16,0%	3,5%	
20	SJS	1.845	6.541	2.151	47	5	3,1%	1,0%	

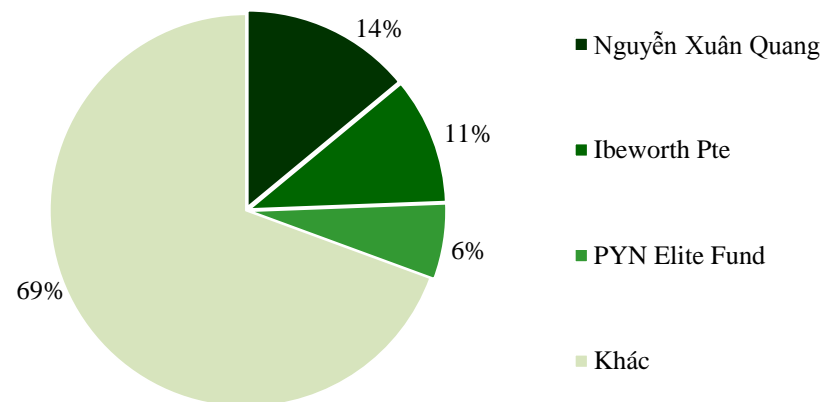
TỔNG QUAN

- Với tổng tài sản trên 9.500 tỷ đồng, quỹ đất trên 600 ha và chiến lược phát triển sản phẩm thuộc phân khúc trung bình, NLG cung cấp các sản phẩm bất động sản phù hợp với nhu cầu của đa số người mua nhà.
- NLG hợp tác với các đối tác Nhật Bản phát triển các dự án chất lượng trong phân khúc trung cấp.
- NLG hiện cung cấp chủ yếu 3 dòng sản phẩm: căn hộ Ehome (dưới 1 tỷ đồng), Flora (từ 1,5 tỷ đồng) và nhà phố/biệt thự Valora (từ 3 tỷ đồng).

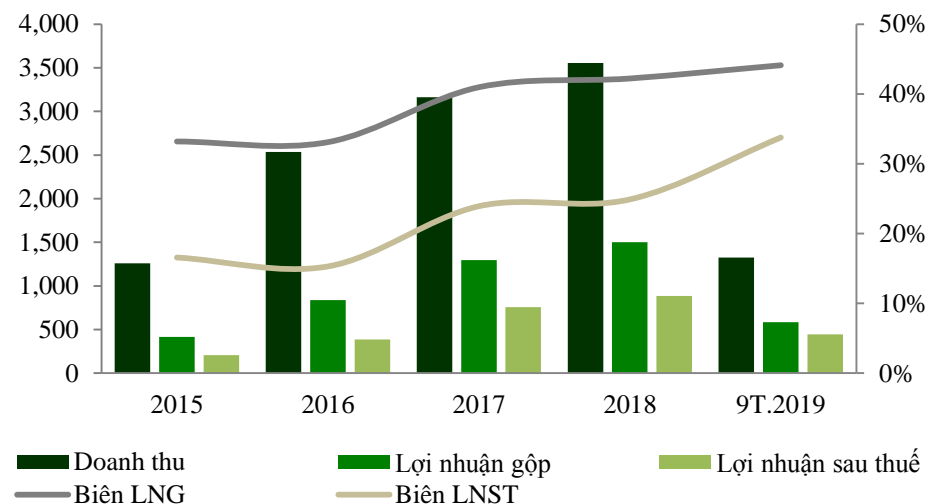
KẾT QUẢ KINH DOANH 2018-2019

- Năm 2018, NLG đạt doanh thu thuần 3.553 tỷ đồng (+12% yoy), LNST đạt 884 tỷ đồng (+17% yoy, hoàn thành 122% kế hoạch năm) – tương ứng EPS 3.509 đồng/cp.
- Lũy kế 9 tháng đầu năm 2019, NLG đạt doanh thu 1.324 tỷ đồng (-51% yoy), LNST đạt 447 tỷ đồng (-40% yoy). Doanh thu thuần hợp nhất giảm mạnh so với cùng kỳ là do các dự án mới như Novia, Waterpoint, Paragon Đại Phước... đang trong quá trình xây dựng.

Cơ cấu cổ đông



KQKD 2015 - 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: Nam Long Corp

📌 LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- NLG là một trong số rất ít các chủ đầu tư BĐS hàng đầu trên cả nước có thể phát triển mô hình đại đô thị (quy mô diện tích lớn hơn 300ha).
- Vào đầu năm 2019, NLG vừa hoàn tất việc mua lại 70% cổ phần của Công ty Portsville Pte. Ltd. (thuộc Keppel Corporation Limited của Singapore) với tổng giá trị hơn 2.300 tỷ đồng; qua đó Nam Long sẽ đầu tư 170 ha đất của dự án Dong Nai Waterfront City.
- Trong năm qua, NLG cũng đã mua công ty Việt Thiên Lâm - đang sở hữu dự án Khu biệt thự Đại Phước Paragon với quy mô 454.757 m² tại tỉnh Đồng Nai. Theo thông tin vừa cập nhật thì NLG sẽ chuyển nhượng dự án này - dự kiến sẽ đem lại 380 tỷ đồng LNTT trong năm 2020.
- NLG đang đồng loạt triển khai 3 dự án khu đô thị gồm Mizuki Park (26 ha), Akari City (8,5 ha) tại TP.HCM và SouthGate (165 ha) - Giai đoạn 1 của Waterpoint Township (355ha) tại Long An với sự hợp tác của hai tập đoàn bất động sản Nhật Bản là Hankyu Realty và Nishi Nippon Railroad.

📌 RỦI RO

- Thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến ở các dự án mở bán mới có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng doanh thu giai đoạn 2020-2021. Cụ thể, quy trình phê duyệt chậm khiến NLG trì hoãn kế hoạch triển khai dự án Waterpoint từ giữa tháng 9 sang cuối tháng 10, và giai đoạn 2 của Mizuki Park sang 2020 do cần thêm giấy tờ pháp lý.

ĐỊNH GIÁ

So sánh PE 33.100

So sánh PB 30.500

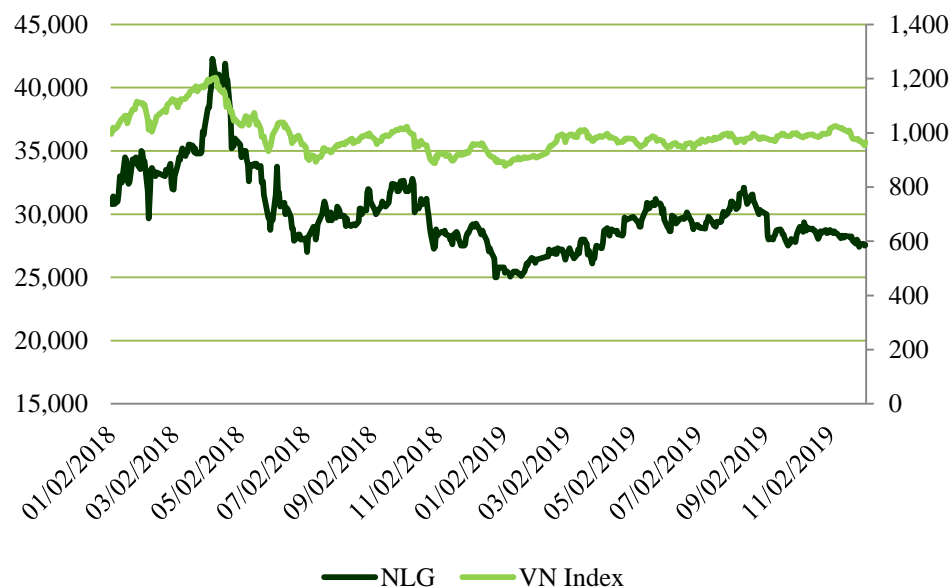
GIÁ MỤC TIÊU

31.800 /CP

UPSIDE

+15.5%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	3.479	2.450	3.250
+/- yoy (%)	10%	-29%	32%
LNST	887	650	950
+/- %	17%	-26%	46%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	2.899	2.250	3.288

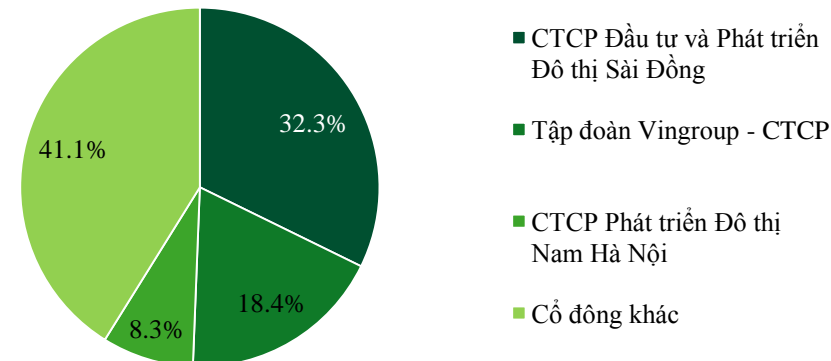
TỔNG QUAN

- VRE hiện là công ty phát triển Bất động sản bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam, đơn vị trực thuộc tập đoàn Vingroup.
- Tính đến cuối Q3.2019, VRE đang vận hành 70 TTTM tại 39 tỉnh và thành phố trên toàn quốc với tổng diện tích sàn bán lẻ (Retail GFA) đạt khoảng 1.5 triệu m². 04 dòng sản phẩm chính của Vincom Retail bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+.

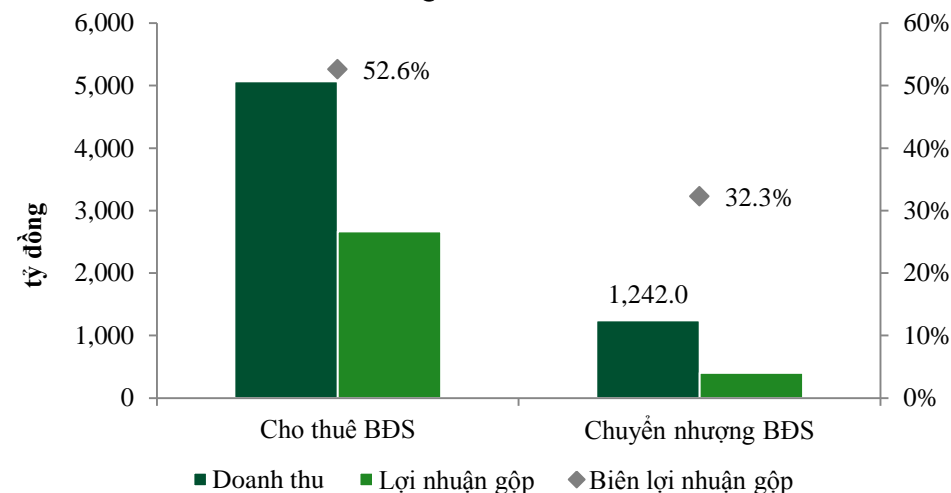
KẾT QUẢ KINH DOANH 9T.2019

- Kết thúc 9T.2019, VRE ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 6.475 tỷ đồng (+6,4% yoy, 68,2% KH), LNST đạt 1.968 tỷ đồng (+14,6% yoy, hoàn thành 72,9% kế hoạch năm).
- Doanh thu cho thuê BĐS đạt 5.066 tỷ đồng (+26,2% yoy). Lợi nhuận gộp đạt 2.655 tỷ đồng (+31,5% yoy). Trong Q3.2019, VRE đưa vào vận hành mới 01 TTTM là Vincom Plaza Hòa Bình. Tỷ lệ lấp đầy trong 9T tăng từ 89,4% lên 91,9%.
- Doanh thu chuyển nhượng BĐS đạt 1.242 tỷ đồng (-37,7% yoy). Lợi nhuận gộp đạt 401 tỷ đồng (-15% yoy).

Cơ cấu cổ đông



KQKD 9T.2019

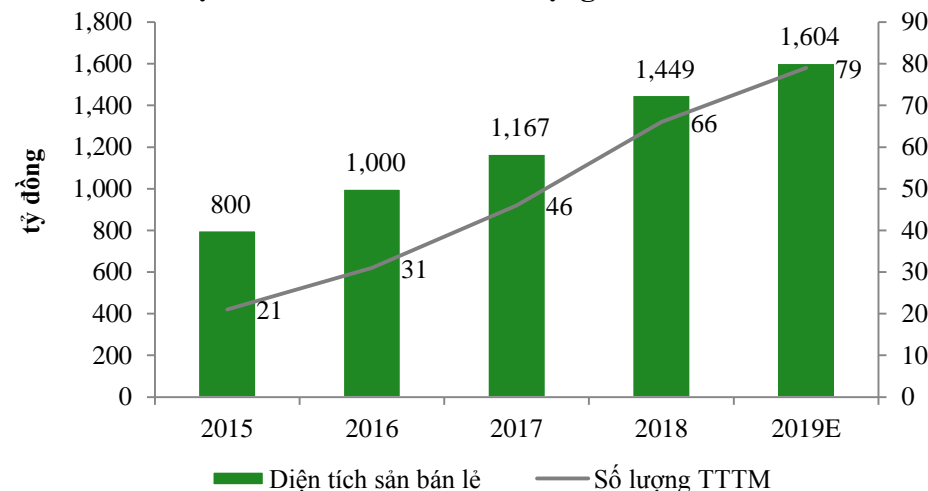


Nguồn: Vincom Retail

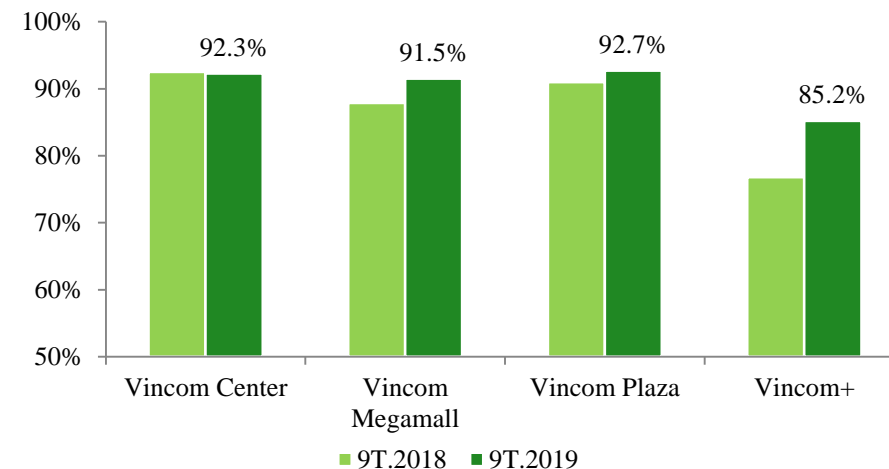
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Triển vọng của ngành Bất động sản bán lẻ tương đối tích cực nhờ tăng trưởng kinh tế, gia tăng tầng lớp trung lưu, tốc độ đô thị hóa cao và xu hướng gia nhập/mở rộng hoạt động của các thương hiệu nước ngoài tại Việt Nam.
- Hệ sinh thái Vingroup tạo cho VRE nhiều lợi thế cạnh tranh và dư địa phát triển, đặc biệt là quỹ đất lớn và kế hoạch phát triển sản phẩm đa dạng.
- Số lượng TTTM Vincom tiếp tục tăng lên trong thời gian tới. Vào Q4.2019, dự kiến sẽ có thêm 09 TTTM đi vào vận hành. Công ty cũng bắt đầu tập trung vào các dự án Vincom Mega Mall với quy mô lớn từ 60.000 – 100.000 m² tại các khu đại đô thị Vinhomes như Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Grandpark, Vinhomes Smart City dự kiến sẽ ra mắt trong giai đoạn 2020 - 2021. Tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê có xu hướng tăng qua các năm.
- VRE đối mặt với áp lực cạnh tranh cao hơn từ các nhà kinh doanh BĐS bán lẻ nước ngoài và chịu tác động từ sự bùng nổ của thương mại điện tử.

Diện tích sàn bán lẻ và số lượng TTTM VRE



Tỷ lệ lấp đầy



ĐỊNH GIÁ

So sánh P/E 37.500

So sánh P/B 42.500

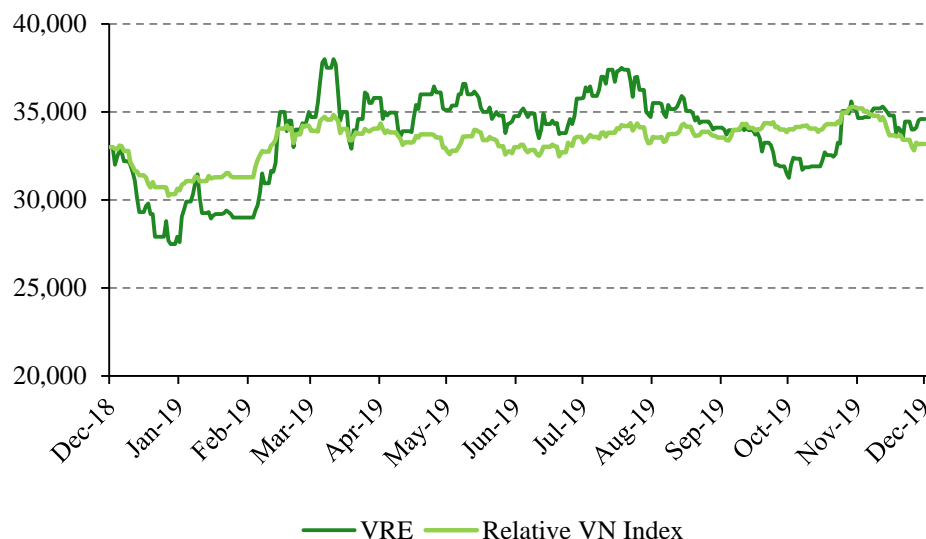
GIÁ MỤC TIÊU

40.000/CP

UPSIDE

+17.6%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	9.124	9.125	10.524
+/- yoy (%)	+65,3%	0%	+15,3%
LNST	2.404	2.966	3.497
+/- %	18,6%	+23,3%	+17,9%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	1.228	1.273	1.502

NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG

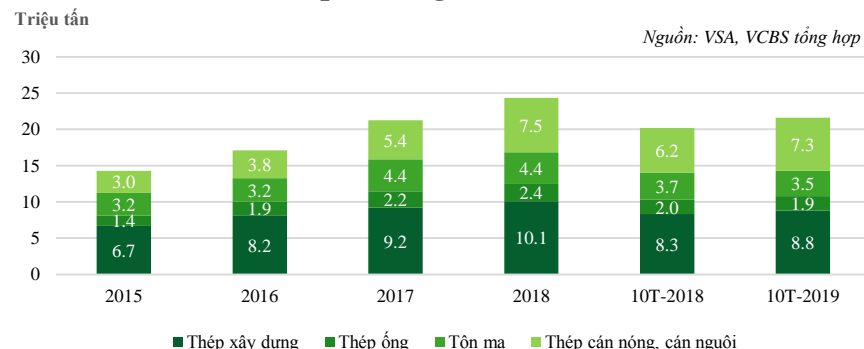
NGÀNH THÉP - DIỄN BIẾN NGÀNH:

▼ **Sản lượng sản xuất:** Theo thống kê VSA, sản lượng sản xuất lũy kế 10T/2019 toàn ngành đạt 21,6 triệu tấn, tăng trưởng 7%. Trong đó: ghi nhận sự tăng trưởng đáng kể sản lượng thép cán nóng và cán nguội, đạt 7,3 triệu tấn, +19% yoy nhờ sự tăng trưởng sản lượng từ nhà máy Formosa-Hà Tĩnh, đạt hơn 3,7 triệu tấn HRC-10T/2019, đóng góp 98% sản lượng thép HRC toàn ngành. Bên cạnh sản lượng sản xuất thép xây dựng ghi nhận tăng trưởng 6,3% yoy, trong khi các sản phẩm thép khác nhìn chung ít biến động so với cùng kỳ.

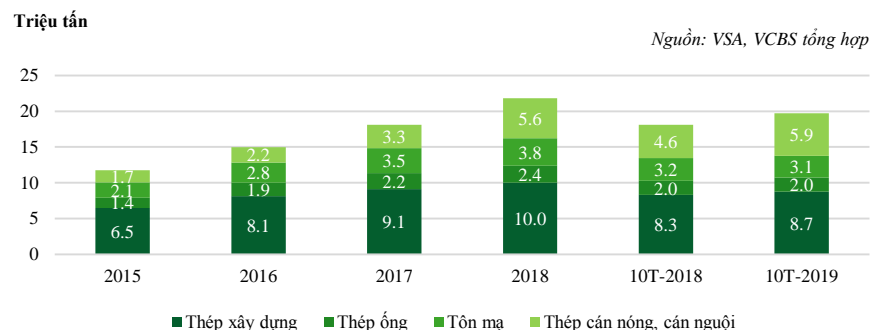
▼ **Sản lượng tiêu thụ trong nước và xuất khẩu** thép toàn ngành lũy kế 10T/2019 đạt 19,7 triệu tấn (+8,9% yoy). Trong đó mảng thép xây dựng đạt 8,7 triệu tấn (+5,5% yoy), trong khi tiêu thụ thép cán nóng và cán nguội tăng trưởng mạnh đạt 5,9 triệu tấn (+28% yoy). Ở chiều ngược lại, mảng tôn mạ ghi nhận giảm 4,0% yoy, đạt 3,1 triệu tấn. Cùng sản lượng tiêu thụ thép ống toàn ngành giảm nhẹ 0,7%, đạt 2 triệu tấn.

▼ **Tồn kho:** Sản lượng tồn kho toàn ngành tiếp tục xu hướng tăng về giá trị tuyệt đối, đạt 1,3 triệu tấn, tương đương 6% khả năng tiêu thụ cả năm 2019.

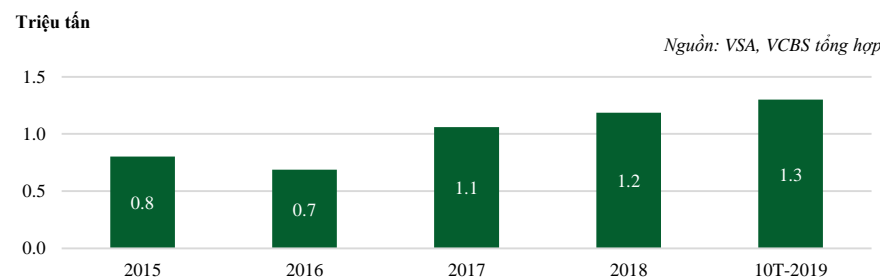
Biểu đồ 1: Sản xuất thép toàn ngành 2015-10T/2019



Biểu đồ 2: Tiêu thụ thép toàn ngành 2015-10T/2019



Biểu đồ 3: Tồn kho thép toàn ngành 2015-10T/2019



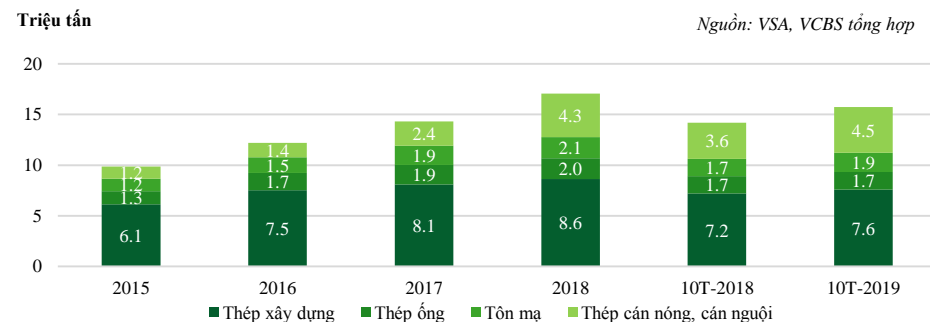
NGÀNH THÉP - DIỄN BIẾN NGÀNH:

▼ **Tiêu thụ trong nước** lũy kế 10T/2019 tăng trưởng +11% yoy. Trong đó sản lượng thép xây dựng chỉ tăng trưởng 5,3% yoy, chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng xây dựng cả nước 8,3% (Nguồn: GSO).

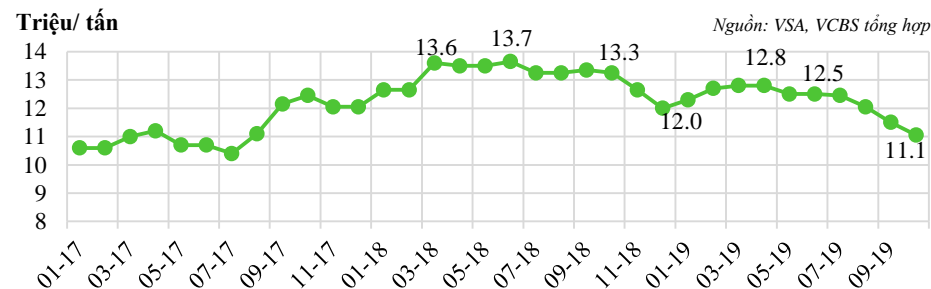
▼ **Giá bán trong nước:** Theo số liệu của VSA, giá bán thép thanh trung bình thị trường miền Bắc tại thời điểm cuối tháng 09/2019 chỉ còn ở mức 11.100 đồng/tấn, giảm nhanh từ T04/2019 từ mức 12.800 đồng/tấn, giảm 8%, và đã giảm gần 14% so với thời điểm cùng kỳ. Theo đánh giá của chúng tôi, nguyên nhân đến từ sản lượng cung toàn thép toàn ngành tăng nhanh trong năm 2019 tăng 6,3% yoy, trong khi tốc độ tăng trưởng tiêu thụ chỉ tăng 5,5% đã áp lực tăng sản lượng tồn kho và giảm giá bán.

▼ **Xuất khẩu:** lũy kế 10T/2019 hoạt động xuất khẩu chỉ tăng nhẹ +1,5% yoy, đạt gần 4 triệu tấn. Trong đó, mảng thép ống và tôn mạ ghi nhận sản lượng xuất khẩu giảm đáng kể lần lượt là 13,4% và 20,8% do hoạt động bảo hộ và phòng chống gian lận thương mại gia tăng tại các quốc gia xuất khẩu chủ lực là Mỹ, Thái Lan, Malaysia thông qua việc tăng thuế chống bán phá giá tại các quốc gia này.

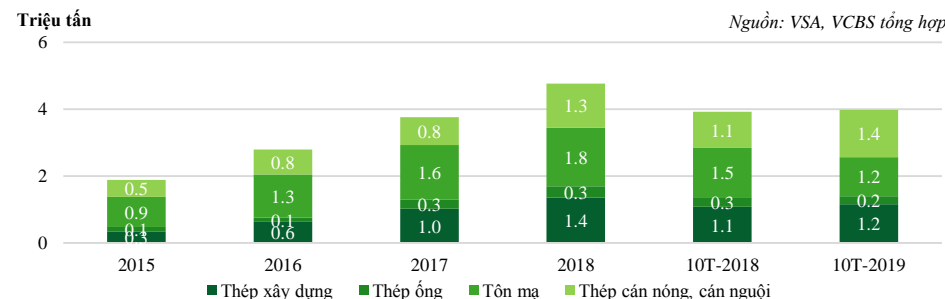
Biểu đồ 4: Tiêu thụ thép nội địa 2015-10T/2019



Biểu đồ 5: Giá bán thép dài khu vực miền Bắc 2017-10T/2019



Biểu đồ 6: Xuất khẩu thép 2015-10T/2019



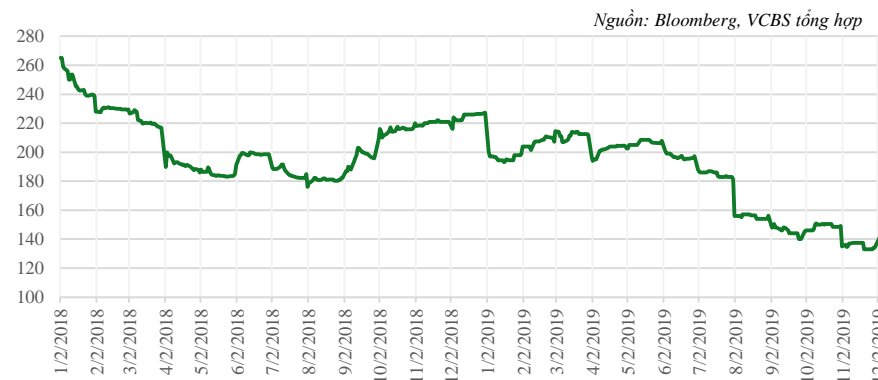
▼ **Giá than cốc** có xu hướng giảm trong năm 2019, so với giá bình quân 208 USD/tấn năm 2018, giá than cốc bình quân năm 2019 chỉ ở mức 180 USD/tấn, giảm 15,6%. Đặc biệt xu hướng giảm bắt đầu tăng nhanh từ tháng 07/2019.

▼ **Giá quặng sắt**, trong nửa đầu năm đã biến động mạnh từ tháng 01/2019 từ 75 USD/tấn lên đỉnh điểm 123 USD/tấn vào giữa tháng 07/2019 do sự cố mỏ Vale, Brazil. Tuy nhiên đến thời điểm hiện tại giá quặng sắt đã có xu hướng ổn định trở lại, hiện đang giao dịch quanh mức 88 USD/tấn.

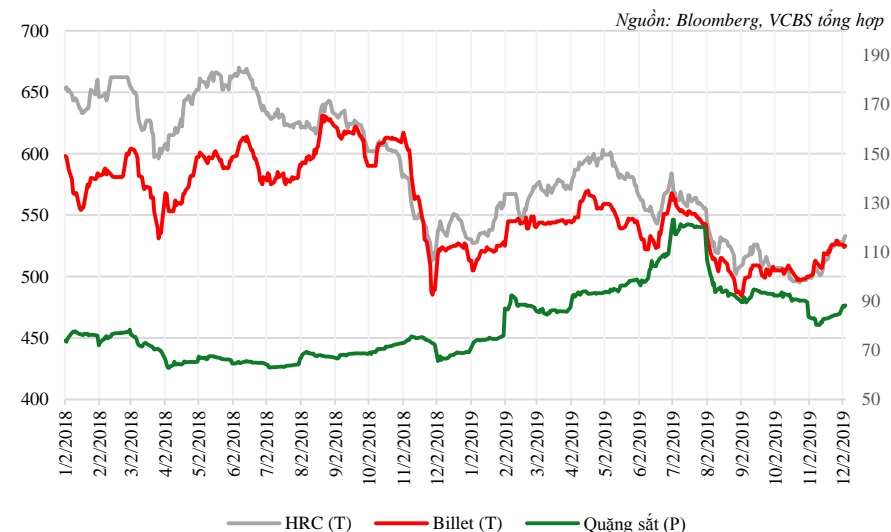
▼ Chính sách

- QĐ 1230/BCT - Áp dụng biện pháp chống lẫn tránh thuế phòng vệ thương mại đối với thép dây thép cuộn, mức thuế suất áp dụng là 10,9%
- QĐ 1711/BCT – Áp dụng biện pháp CBPG tạm thời đối với thép phủ màu từ Trung Quốc (3,45% - 34,27%) và Hàn Quốc (4,48% - 19,25%).
- QĐ 4086/BCT – Loại trừ Malaysia và Kazakhstan ra khỏi danh sách được miễn trừ biện pháp tự vệ đối với phôi thép do lượng nhập khẩu > 3% tổng nhập khẩu vào VN.
- Mỹ công bố áp thuế 456% đối với sản phẩm thép dẹt được gia công tại VN từ cuộn cán nguội và cán nóng xuất xứ từ Đài Loan và Hàn Quốc.
- Thái Lan khởi xướng rà soát lệnh áp thuế CBPG đối với sản phẩm thép carbon cuộn nguội từ Việt Nam, Trung Quốc và Đài Loan
- Malaysia kết luận mức thuế CBPG đối với thép CRC của Việt Nam ở mức 2% - 13,68%.

Biểu đồ 7: Diễn biến giá than cốc 2017-2019



Biểu đồ 8: Diễn biến giá quặng sắt, HRC và Billet 2017-2019



Triển vọng

- ♥ **Giá quặng sắt đang có xu hướng trở lại ổn định từ Q4.2019** sẽ giúp các doanh nghiệp phần nào giảm áp lực suy giảm chỉ số biên lợi nhuận gộp, so với giai đoạn 9T/2019 các doanh nghiệp sản xuất thép phải đối mặt với rủi ro kép từ suy giảm giá bán và giá quặng sắt tăng đột biến.
- ♥ **Triển vọng tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng trong nước:** Nhu cầu xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng trong tương lai sẽ tăng trưởng khả quan khi tỷ lệ dân số đô thị hóa và diện tích sàn bình quân người tại Việt Nam còn khá thấp so với một số quốc gia trong khu vực và các quốc gia phát triển trên thế giới, các hoạt động thu hút dòng vốn FDI cùng với các chính sách hỗ trợ công nghiệp hóa và hiện đại hóa của Chính phủ sẽ tạo động lực thúc đẩy ngành xây dựng công nghiệp, chúng tôi kỳ vọng ngành thép vẫn còn dư địa tăng trưởng lớn trong dài hạn.

Rủi ro

- ♥ **Giá bán chưa có nhiều động lực cải thiện** khi công suất toàn ngành đang tăng lên sau khi ba nhà máy mới Dung Quất GĐ1 (2 triệu tấn/năm; HPG), Nghi Sơn GĐ1 (1 triệu tấn/năm) và Tung Ho (nhà máy cán; 0,6 triệu tấn/năm) có thể đi vào thương mại trong H2/2019. Ngoài ra dự kiến năm 2020, thị trường xây dựng trong nước chưa có nhiều tín hiệu khởi sắc sẽ tăng áp lực cạnh tranh, giảm giá bán.
- ♥ **Rủi ro thị trường xây dựng chững lại năm 2020.** Chúng tôi quan ngại phân khúc BĐS thương mại sẽ chững lại do chính sách siết chặt dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực BĐS (theo TT 22/2019/TT-NHNN NHNN yêu cầu giảm tỷ nâng hệ số rủi ro cho vay BĐS từ 150% lên 200%), cũng như siết chặt các quy trình pháp lý cấp phép từ đó đã làm tốc độ nguồn cung các dự án mới ra thị trường có phần kém sôi động hơn.
- ♥ **Rủi ro ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung:** Trung Quốc là một trong các quốc gia bị Mỹ áp thuế nhập khẩu 25% các sản phẩm thép, vì vậy với sản lượng sản xuất lớn buộc Trung Quốc phải dịch chuyển xuất khẩu các sản phẩm thép và phôi sang các quốc gia khác. Mặc dù Việt Nam vẫn đang duy trì thuế tự vệ với các sản phẩm thép Trung Quốc, tuy nhiên vẫn chịu rủi ro từ các hoạt động nhập khẩu tiểu ngạch, chính sách bán phá giá và các sản phẩm kém chất lượng từ quốc gia này.



Hoạt động kinh doanh chính

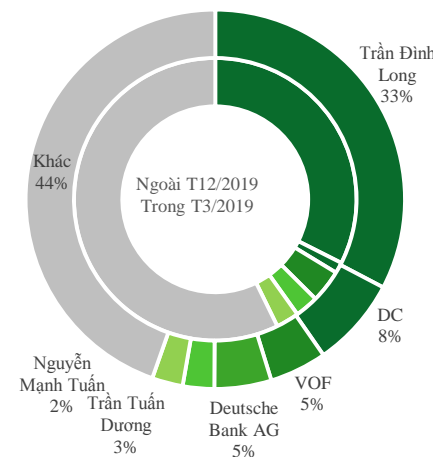
Lĩnh vực chính kinh doanh chính là sản xuất và kinh doanh thép với tỷ trọng doanh thu đạt trên 80%, chiếm vị trí số một về thị phần thép dài (26%, 10T/2019, VSA) và ống thép cả nước (34%, 10T/2019, VSA).

Kết quả kinh doanh

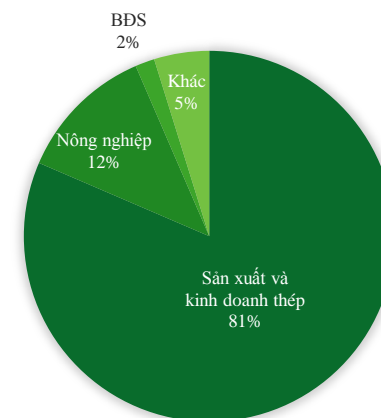
Doanh thu lũy kế 9T/2019 đạt 45.682 tỷ đồng (+10,2% yoy, đạt 65% KH 2019). Trong đó, mảng kinh doanh chủ lực sản xuất kinh doanh thép mặc dù ghi nhận tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong 9T/2019 tăng 16% yoy, đạt 2,5 triệu tấn. Tuy nhiên, giá bán xu hướng giảm từ tháng 3/2018 đến nay đã tác động giảm nhẹ doanh thu.

LNST lũy kế 9T/2019 đạt 5.655 tỷ đồng (-17% yoy, đạt 84% KH 2019) do tác động suy giảm lợi nhuận gộp từ giá bán và chi phí lãi vay tăng mạnh 63% so với cùng kỳ, nguyên nhân một phần dự án thép Dung Quất đã đi vào hoạt động không còn vốn hóa lãi vay.

Biểu đồ 9: Cơ cấu cổ đông HPG

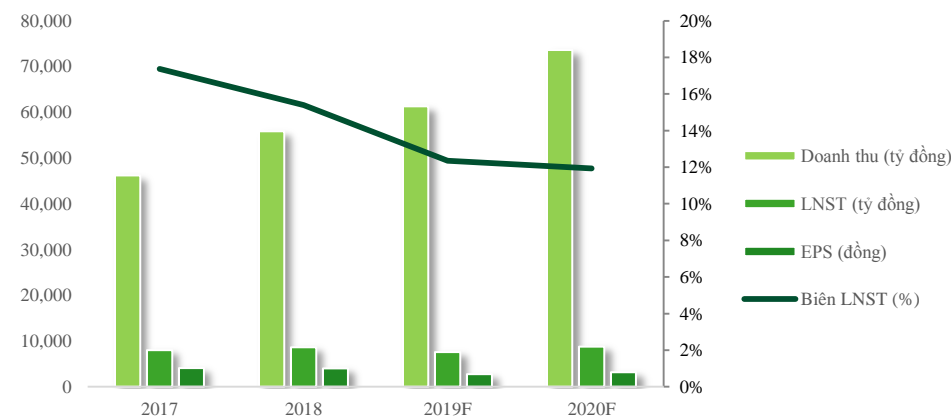


Biểu đồ 10: Cơ cấu doanh thu HPG



Nguồn: BCTC, BCTN HPG, VCBS tổng hợp

Biểu đồ 11: Doanh thu – LNST – EPS HPG 2017- 2020F



Nguồn: BCTC, BCTN HPG, VCBS tổng hợp



- Trong ngắn hạn, dự án Dung Quất giai đoạn 1 đi vào hoạt động, sẽ giúp HPG gia tăng công suất sẽ tạo động lực giúp HPG tăng trưởng doanh thu, mặc dù có thể chưa mang lại lợi nhuận đáng kể trong thời gian đầu tiếp cận thị trường. **Tuy nhiên trong dài hạn, triển vọng tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng trong nước** với việc tổng công suất dự án thép Dung Quất đi vào hoạt động ổn định sẽ nâng tổng công suất của HPG thêm 4 triệu tấn/năm, với chuỗi sản xuất khép kín cùng lợi thế về quy mô, bên cạnh nhu cầu xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng trong tương lai sẽ tăng trưởng khả quan khi tỷ lệ dân số đô thị hóa và diện tích sàn bình quân người tại Việt Nam còn khá thấp so với một số quốc gia trong khu vực và các quốc gia phát triển trên thế giới, các hoạt động thu hút dòng vốn FDI cùng với các chính sách hỗ trợ công nghiệp hóa và hiện đại hóa của Chính phủ sẽ tạo động lực thúc đẩy ngành xây dựng công nghiệp, chúng tôi kỳ vọng HPG vẫn còn dư địa tăng trưởng lớn trong dài hạn.
- Nhu cầu thép HRC nội địa lớn so với nguồn cung trong nước.** Trong năm 2019 ước tính tổng nhu cầu HRC trong nước trên 15 triệu/tấn (*Dựa vào số liệu VSA 10T/2019, VCBS ước tính*) Ngoại trừ Formosa với sản lượng tiêu thụ nội địa cả năm 2019 ước tính đạt 3,8 triệu tấn, chỉ đáp ứng khoảng 25% nhu cầu sản xuất trong nước, phần còn lại thép HRC tại Việt Nam đều phải nhập khẩu. Nhằm giảm rủi ro tăng giá nguyên liệu đầu vào do Chính Phủ Việt Nam thực thi các chính sách bảo hộ và rủi ro điều tra thương mại và áp thuế, đặc biệt các sản phẩm đầu ra có nguồn gốc phôi từ Trung Quốc khả năng các nhà sản xuất trong nước sẽ đa dạng hóa một phần sản lượng nhập khẩu sang các nhà sản xuất thép HRC nội địa. Vì vậy có thể xem Nhà máy Dung Quất GD2 đang đứng trước cơ hội tiếp cận thị trường trong nước khá lớn.



ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF

29.030

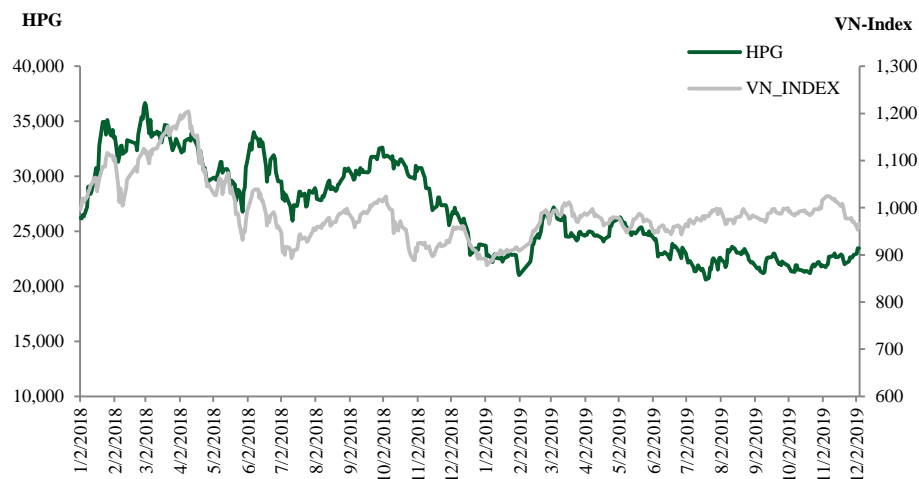
GIÁ MỤC TIÊU

29.030 /CP

UPSIDE

+18,9%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU HPG & VN-INDEX



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	55.836	61.312	73.610
+/- yoy (%)	21,0%	9,8%	20,0%
LNST	8.601	7.570	8.778
+/- %	7,3%	-12,0%	15,9%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	4.037	2.742	3.179

Chi tiết báo cáo cập nhật HPG: [tại đây](#)

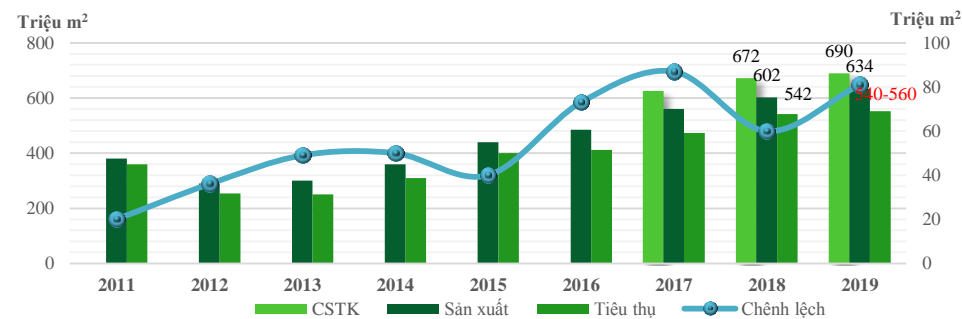
NGÀNH GẠCH ỐP LÁT - DIỄN BIẾN NGÀNH:

📌 **Công suất thiết kế:** Theo thống kê của VCBS, Trong năm 2019, mặc dù công suất thiết kế toàn ngành chỉ tăng nhẹ 2,6% so với 2018, đạt mức 690 triệu m²/năm do chỉ có thêm bốn dây chuyền mới đi vào hoạt động (Gạch Men An Giang: 1 dây chuyền 3 triệu m²/năm; Vicenza: 2 dây chuyền 11,5 triệu m²/năm; Gốm Sứ Thanh Hà: 1 dây chuyền, 3 triệu m²/năm). Tuy nhiên theo ước tính của chúng tôi năng lực sản xuất toàn ngành năm 2019 đã tăng lên đến 32 triệu m², +4,7% nguyên nhân bởi các dự án chính thức hoạt động từ giữa năm 2018 đã hoạt động trọn vẹn trong 2019.

📌 **Nhu cầu thị trường,** theo ước tính của chúng tôi nhu cầu sản phẩm gạch ốp lát năm 2019 khả năng tăng trưởng thấp hơn tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng 8,3% (9T/2019, GSO). Khi tăng trưởng xây dựng nhà ở riêng lẻ chiếm tỷ trọng lớn không kỳ vọng tăng trưởng nhiều, bên cạnh hoạt động xây dựng BĐS cả nước có phần trầm lắng từ 2018 đến nay.

📌 **Giá bán:** Từ áp lực gia tăng năng lực sản xuất toàn ngành trong khi tỷ lệ tiêu thụ/sản xuất chỉ quanh mức 80% (2018, VIBCA), bên cạnh hoạt động xây dựng bắt đầu dấu hiệu tăng trưởng chậm lại từ 2018 đến nay đã tác động giảm giá bán các dòng sản phẩm phổ thông (ceramic và porcelain). Theo số liệu công bố các DN và khảo sát một số doanh nghiệp trong ngành (VGC, CVT, TTC), giá bán của các sản phẩm gạch phổ thông hiện nay đã giảm từ 7-10% so với thời điểm đầu năm.

Biểu đồ 1: Công suất thiết kế - SX – TT gạch ốp lát toàn ngành 2014-2019



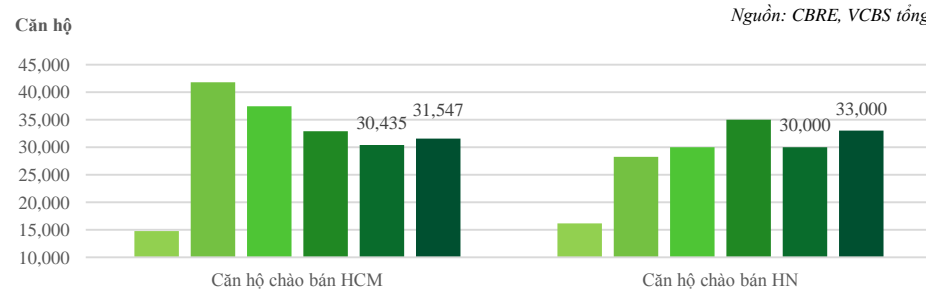
Nguồn: CWR, VIBCA, VCBS tổng hợp

Bảng 1: Danh sách các nhà máy mở rộng dây chuyền 2018-2019

Stt	Doanh Nghiệp	Vị trí	Công suất tăng thêm (triệu m ² /năm)	Số dây chuyền	Loại gạch	Chính thức thương mại
1	CMC	Phú Thọ	3	1	Granite	T08/2018
2	Mikado	Thái Bình	3	1	Granite	2018
3	Nice	Hải Dương	30	NA	Porcelain, Granite	T06/2018
4	BNG	Bắc Giang	3	1	NA	2018
5	Vitto	Thừa Thiên Huế	8	1	Granite	2018
6	Gạch Men An Giang	An Giang	3	1	Granite	2019
7	Gạch Men Vicenza	Thanh Hóa	11,5	2	Ceramic, Granite	2019
8	Gốm Sứ Thanh Hà	Phú Thọ	3	1	NA	2019
9	Gạch Granite Nam Định	Nam Định	3	1		2020
10	Gạch Ốp Lát Sao Đỏ	Hải Dương	4	1		2020

Nguồn: VIBCA, VCBS tổng hợp

Biểu đồ 2: Số lượng chào bán căn hộ tại Hà Nội và Hồ Chí Minh 2014-2019



Nguồn: CBRE, VCBS tổng hợp

NGÀNH GẠCH ỐP LÁT - DIỄN BIẾN NGÀNH:

▼ **Sản phẩm:** Nhằm giảm bớt áp lực cạnh tranh về giá, các công ty trong ngành xu hướng chuyển dịch sang các sản phẩm gạch cao cấp từ 2017 trở lại đây. Trong đó nổi bật với những thương hiệu: Euro tile, Color body, Viglacera Premium (VGC), Granite thẩm muối tan, Granite vi tinh kim cương, Sugar matt (CVT) ... có khả năng cạnh tranh về chất lượng với các sản phẩm ngoại nhập Tây Ban Nha, Ý với lợi thế hơn giá bán cạnh tranh hơn.

▼ **Nguyên vật liệu:** nhóm vật liệu: cao lanh, đất sét, tràng thạch được sử dụng từ nguồn trong nước ít có sự biến động về giá. Trong khi các nhiên liệu than nhiệt và LPG phần lớn được nhập khẩu có xu hướng giảm. Điều này đã giúp các công ty trong ngành một phần giải tỏa áp lực suy giảm biên lợi nhuận gộp.

▼ Theo số liệu của Bloomberg, giá trung bình than nhiệt 6.500 cal/kg và LPG trong năm 2019 lần lượt là 79 USD/tấn và 56 USD/tấn, giảm 26% và 17% so với 2018.

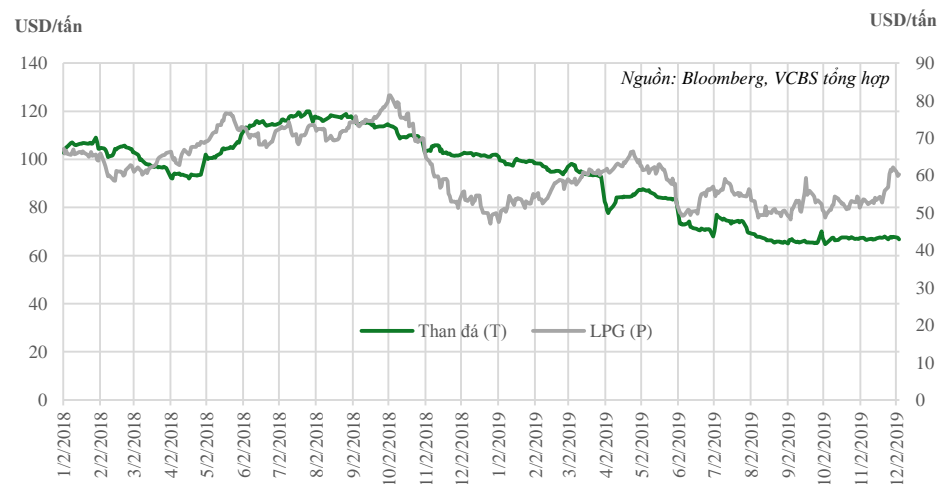
▼ **Tác động Chiến tranh thương mại:** Ở thời điểm hiện tại, các sản phẩm gạch ốp lát Trung Quốc đang bị Mỹ áp thuế từ 100-222%. Việt Nam hiện là quốc gia sản xuất gạch ốp lát lớn thứ 4 thế giới, tuy nhiên thực tế vẫn chưa thể đón nhận cơ hội này, nguyên nhân phần lớn các sản phẩm sản xuất trong nước chưa đủ điều kiện xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Ngược lại, đang phải đối mặt rủi ro xuất khẩu tiểu ngạch và bán phá giá tăng từ các sản phẩm Trung Quốc.

Biểu đồ 3: Biến động giá bán gạch một số công ty 2018-2019

Stt	Công ty	Tên sản phẩm	T12/2018	T9/2019	+/-%
1	Bạch Mã	Nhóm B1aNormal Series, HG4000-4004, 40x40	119.000	117.000	-1,7%
2	Đồng Tâm	Gạch ceramic men mài bóng, 40x40	145.000	131.818	-9,1%
3	Vitto	Gạch lát nền mài bóng loại 1, 50x50	148.276	137.931	-7,0%
4	Ý Mỹ	Granite mài một lớp bóng	205.000	195.000	-4,9%

Nguồn: Sở xây dựng các tỉnh, VCBS tổng hợp

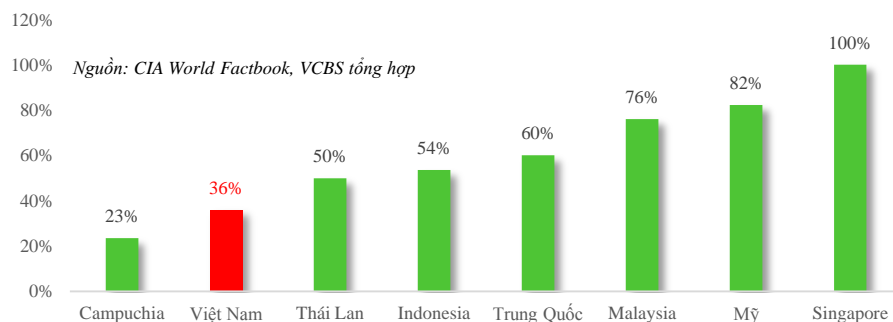
Biểu đồ 4: Diễn biến giá than nhiệt và LPG 2018-2019



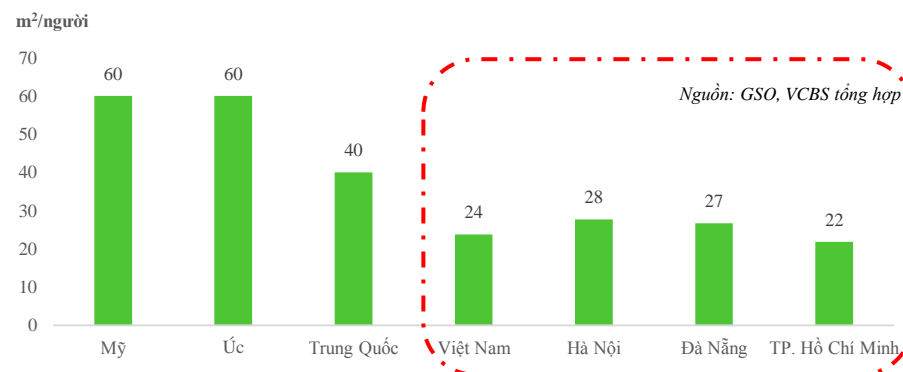
Triển vọng.

- Dự báo trong năm 2020 ngành gạch ốp lát sẽ giảm bớt áp lực cạnh tranh:** Dựa vào số liệu của ước tính CBRE lượng cung căn hộ chào bán H2/2019 tại Hà Nội và Hồ Chí Minh dự kiến sẽ tăng trưởng tốt hơn và dự báo tổng mức tăng trưởng cả năm 2019 hai khu vực này sẽ quanh mức 10%. Bên cạnh đó, kỳ vọng tăng trưởng xây dựng ngành xây dựng Việt Nam năm 2020 vẫn duy trì mức tăng trưởng trung bình 6-8%/năm ngang bằng mức tăng trưởng năm 2019. Trong khi nguồn cung toàn ngành ước tính tăng thêm 15,1 triệu m² từ công suất tăng các nhà máy bắt đầu hoạt động giữa năm 2019 và trong năm 2020 (Gạch Granite Nam Định: 1 dây chuyển, 3 triệu m²/năm; Gạch Ốp Lát Sao Đỏ: 1 dây chuyển, 4 triệu m²/năm) Vì vậy chúng tôi kỳ vọng nhu cầu gạch ốp toàn ngành năm 2020 sẽ có sự cải thiện tốt hơn so với năm 2019. Đồng thời sự khởi sắc từ nhu cầu xây dựng H2/2019 sẽ giúp giá bán các sản phẩm gạch duy trì được mức giá bán thời điểm hiện tại hoặc chỉ điều chỉnh giảm nhẹ dưới 3%. vào số liệu của ước tính CBRE lượng cung căn hộ chào bán H2/2019 tại Hà Nội và Hồ Chí Minh dự kiến sẽ tăng trưởng tốt hơn và dự báo tổng mức tăng trưởng cả năm 2019 hai khu vực này sẽ quanh mức 10%. Bên cạnh đó, kỳ vọng tăng trưởng xây dựng ngành xây dựng Việt Nam năm 2020 vẫn duy trì mức tăng trưởng trung bình 6-8%/năm ngang bằng mức tăng trưởng năm 2019. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng nhu cầu gạch ốp toàn ngành năm 2020 sẽ có sự cải thiện tốt hơn so với năm 2019. Đồng thời sự khởi sắc từ nhu cầu xây dựng H2/2019 sẽ giúp giá bán các sản phẩm gạch duy trì được mức giá bán thời điểm hiện tại hoặc chỉ điều chỉnh giảm nhẹ dưới 3%.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam và một số quốc gia năm 2018



Biểu đồ 6: Diện tích sàn bình quân Việt Nam và một số quốc gia năm 2018



- Triển vọng tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng trong nước:** Nhu cầu xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng trong tương lai sẽ tăng trưởng khả quan khi tỷ lệ dân số đô thị hóa và diện tích sàn bình quân người tại Việt Nam còn khá thấp so với một số quốc gia trong khu vực và các quốc gia phát triển trên thế giới, các hoạt động thu hút dòng vốn FDI cùng với các chính sách hỗ trợ công nghiệp hóa và hiện đại hóa của Chính phủ sẽ tạo động lực thúc đẩy ngành xây dựng công nghiệp. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng ngành gạch ốp lát vẫn còn dư địa tăng trưởng trong dài hạn.

Rủi ro

- ▼ **Rủi ro dư cung ngành gạch ốp lát.** Theo nghiên cứu của chúng tôi, công suất thiết kế toàn ngành gạch ốp lát thời điểm hiện tại ước tính khoảng 662 triệu m²/năm và trong khi sản lượng tiêu thụ năm 2019 ước tính khoảng 540-560 triệu m²/năm, chỉ chiếm khoảng 73% công suất thiết kế. Vì vậy ngành gạch ốp lát trong trung và dài hạn đang phải đối mặt với tình trạng cạnh tranh gay gắt, đặc biệt tại các dòng sản phẩm phổ thông, từ đó áp lực giảm giá bán các dòng sản phẩm này.
- ▼ **Rủi ro thị trường xây dựng chững lại năm 2020.** Chúng tôi quan ngại phân khúc BĐS thương mại sẽ chững lại do chính sách siết chặt dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực BĐS (theo TT 22/2019/TT-NHNN NHNN yêu cầu giảm tỷ nâng hệ số rủi ro cho vay BĐS từ 150% lên 200%), cũng như siết chặt các quy trình pháp lý cấp phép từ đó đã làm tốc độ nguồn cung các dự án mới ra thị trường có phần kém sôi động hơn. Từ đó sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm gạch ốp lát trong 2021.
- ▼ **Rủi ro ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung.** Hiện nay Trung Quốc là quốc gia sản xuất và xuất khẩu gạch ốp lát hàng đầu thế giới, với tỷ trọng lần lượt chiếm 43% và 31%, trong đó thị trường Mỹ chiếm 7,5% sản lượng xuất khẩu (2018, *Ceramic World Review* số 133/2019). Ở thời điểm hiện tại, các sản phẩm gạch ốp lát Trung Quốc đang bị Mỹ áp thuế từ 100-222%. Do đó, ngành gạch ốp lát Việt Nam thông thường đã phải đối mặt rủi ro xuất khẩu tiêu ngạch từ Trung Quốc, nay áp lực này sẽ lớn hơn rất nhiều hoặc rủi ro phải đối mặt với việc bán phá giá các sản phẩm từ quốc gia này.

Hoạt động kinh doanh chính

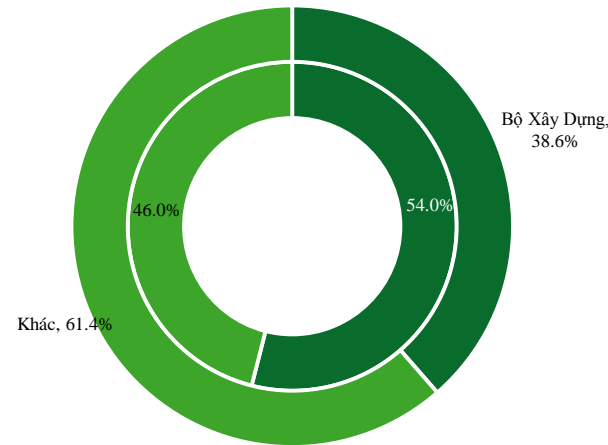
Lĩnh vực chính kinh doanh chính là sản xuất và kinh doanh VLXD chiếm 72% doanh thu. Bên cạnh mảng cho thuê KCN đang dần tăng chiếm tỷ trọng trong giai đoạn 2018-2019, lũy kế 9T/2019 chiếm 27% tỷ trọng doanh thu.

Kết quả kinh doanh

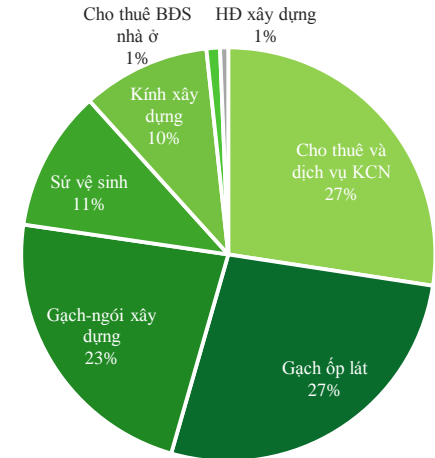
Lũy kế 9T/2019 VGC đã ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu khả quan đạt 7.382 tỷ đồng, +15,8% yoy (hoàn thành 79% kế hoạch), LNTT đạt 769 tỷ đồng, +15,9% yoy (hoàn thành 81% kế hoạch). Động lực tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ mảng Cho thuê và quản lý khu công nghiệp (KCN). Cụ thể:

- Mảng cho thuê KCN: doanh thu 9T/2019 đạt 1.929 tỷ đồng, tăng trưởng đột biến +162,4% yoy đến từ diện tích đất cho thuê tăng trưởng tốt, đạt 150,8 ha, tăng 50% so với con số cùng kỳ 2018. Bên cạnh giá thuê ghi nhận sự tăng trưởng tốt tại các KCN có vị trí lợi thế Yên Phong I mở rộng, Đồng Văn 4.
- Mảng VLXD mặc dù ghi nhận tăng trưởng +3% yoy chủ yếu đến từ các nhà máy mới đi vào hoạt động. Tuy nhiên hoạt động sản xuất kinh doanh từng nhà máy riêng lẻ đang phải đối mặt với những khó khăn nhất định do tình hình xây dựng chung cả nước có phần kém tích cực và áp lực cạnh tranh khá lớn.

Biểu đồ 7: Cơ cấu cổ đông VGC

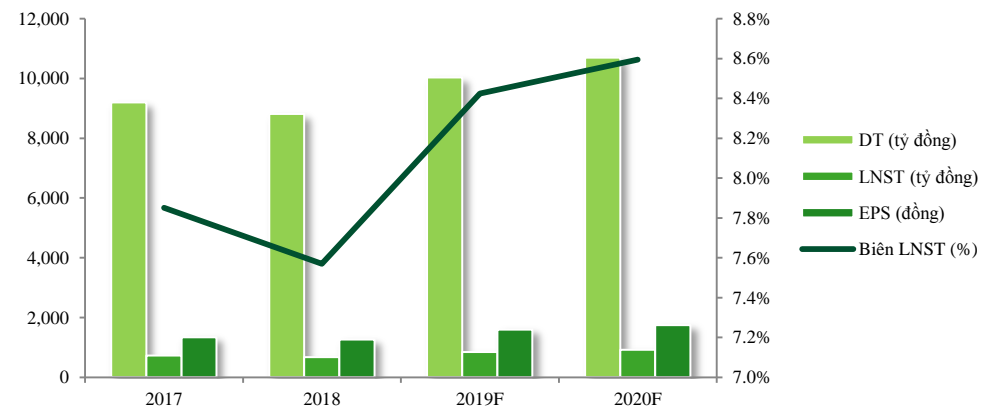


Biểu đồ 8: Cơ cấu doanh thu VGC



Nguồn: BCTC, BCTN VGC, VCBS tổng hợp

Biểu đồ 9: Doanh thu – LNST – EPS VGC 2017-2020F

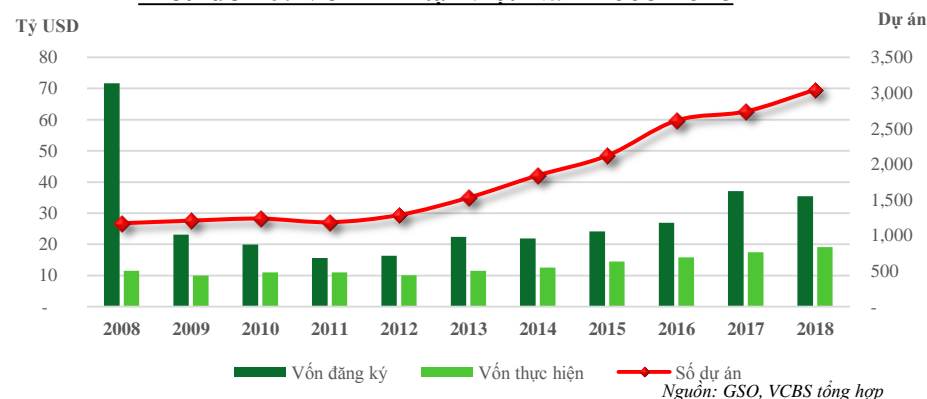


Nguồn: BCTC, BCTN VGC, VCBS tổng hợp

Trong ngắn, trung và dài hạn, triển vọng hoạt động phát triển KCN tại Việt Nam sẽ hưởng lợi rất lớn trong việc dịch chuyển dòng vốn FDI quốc tế nhờ sở hữu vị trí thuận lợi cho hoạt động logistics cảng biển, chi phí nhân công và chi phí thuê đất vẫn duy trì mức thấp so với các nước trong khu vực và tình hình chính trị được đánh giá tích cực. Trong khi các quốc gia như Trung Quốc, Malaysia trong ngắn và trung hạn không còn là sự lựa chọn lý tưởng cho dòng vốn FDI đầu tư vào các lĩnh vực sản xuất và chế tạo khi chi phí nhân công và chi phí thuê đất hiện đã tăng mạnh trong 5 năm trở lại đây, cùng các chính sách về môi trường tại quốc gia này ngày càng bị thắt chặt. Tuy nhiên ở đây các yếu tố về năng suất lao động và cơ sở hạ tầng vẫn còn là điểm hạn chế của Việt Nam cần được cải thiện để tiếp cận dòng vốn FDI dịch chuyển

Dựa trên các kỳ vọng trên và khảo sát thực tế một số KCN phía Bắc chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng doanh thu lợi nhuận VGC trong giai đoạn 2020-2021, khi các KCN chủ lực Yên Phong I mở rộng (dự kiến thời gian cho thuê 2018-2021), Đông Văn 4 (2018-2021), Yên Mỹ (2020-2024) đang có sức hút rất lớn và KCN Yên Phong IIC sẽ mang lại doanh thu-lợi nhuận tăng thêm từ năm 2021.

Biểu đồ 10: Vốn FDI tại Việt Nam 2008-2018



Triển vọng tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng trong nước: Nhu cầu xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng trong tương lai sẽ tăng trưởng khả quan khi tỷ lệ dân số đô thị hóa và diện tích sàn bình quân người tại Việt Nam còn khá thấp so với một số quốc gia trong khu vực và các quốc gia phát triển trên thế giới, các hoạt động thu hút dòng vốn FDI cùng với các chính sách hỗ trợ công nghiệp hóa và hiện đại hóa của Chính phủ sẽ tạo động lực thúc đẩy ngành xây dựng công nghiệp. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sử dụng VLXD cả nước nói chung và VGC nói riêng vẫn còn dư địa tăng trưởng trong dài hạn.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF

20.400

GIÁ MỤC TIÊU

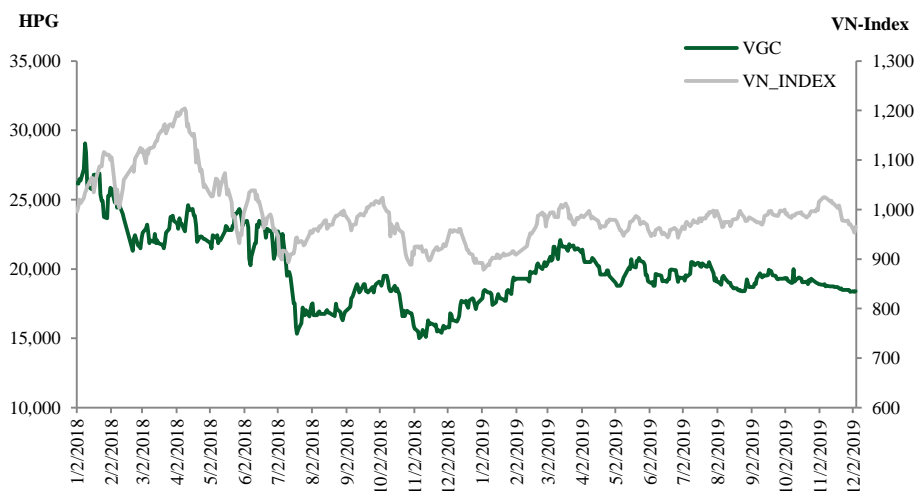
20.400 /CP

UPSIDE

+11,7%

DỰ PHÓNG

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VGC & VN-INDEX



Chi tiết báo cáo cập nhật VGC: [tại đây](#)

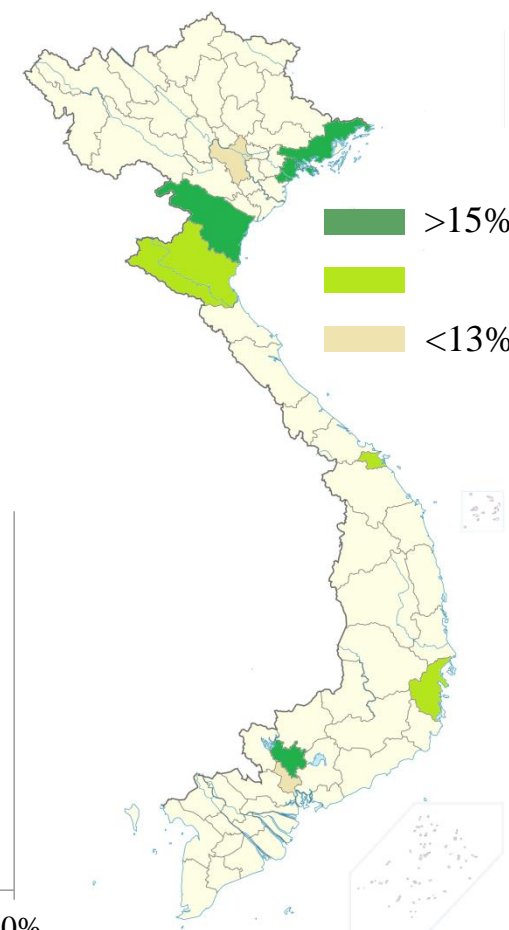
Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	8.812	10.031	10.692
+/- yoy (%)	-4,2%	13,8%	6,6%
LNST	667	845	919
+/- %	-7,6%	26,6%	8,8%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	1.261	1.597	1.737

NGÀNH BÁN LẺ

1. TỔNG QUAN CHUNG

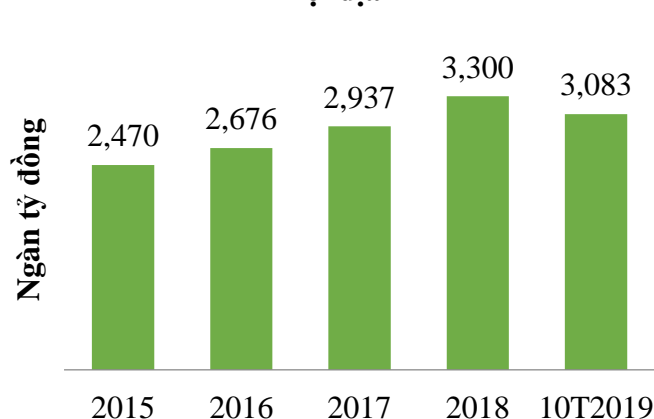
- Tính chung 10T.2019, tổng mức bán lẻ hàng hóa đạt 3.083 ngàn tỷ đồng (+12,8% yoy), nếu loại trừ yếu tố giá, thì mức tăng đạt 9,4% yoy.
- Tăng trưởng chính đến từ nhóm sản phẩm Văn hóa – Giáo dục, Thực phẩm và Gia dụng
- Những đô thị cấp 1-2 đang cho thấy tốc độ tăng trưởng cao (>15% yoy) so với các trung tâm kinh tế Hà Nội, Đà Nẵng, TP.HCM (~12% yoy)
- Mạng lưới bán lẻ hiện đại (MT – +19% về giá trị) tăng trưởng mạnh hơn kênh truyền thống (GT – +5% về giá trị).

Phân bố tăng trưởng bán lẻ tại 1 số đô thị chính

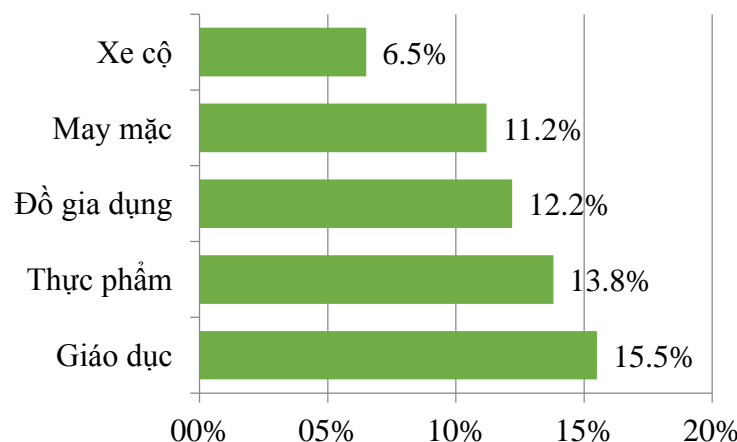


Nguồn: GSO

Doanh số bán lẻ hàng hóa nội địa



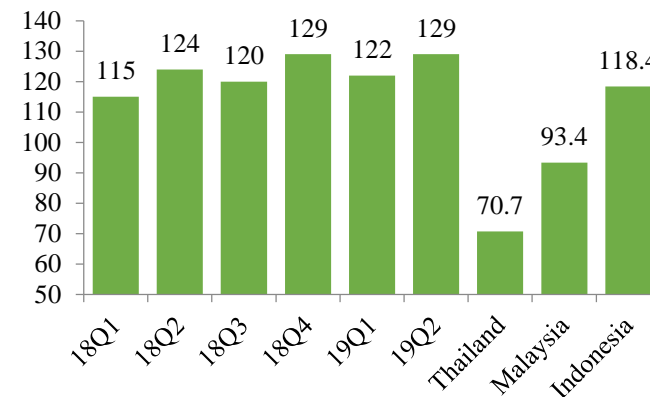
Tăng trưởng bán lẻ theo nhóm ngành



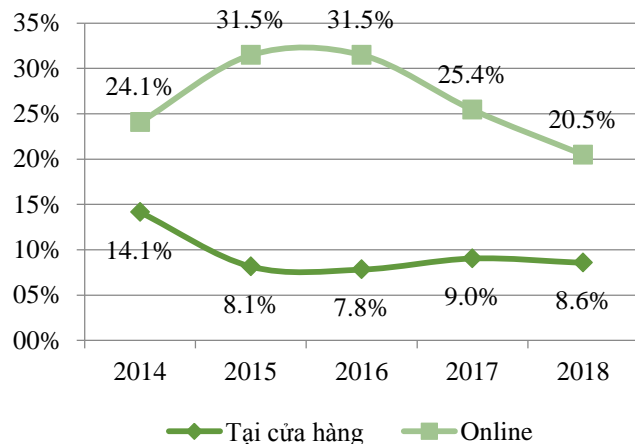
2. DIỄN BIẾN TÍCH CỰC TRONG 10T2019

- Niềm tin tiêu dùng tăng trưởng cùng với thu nhập. Ngành hàng bách hóa, điện tử gia dụng là những mặt hàng có doanh số cao nhất.
- Mô hình bán lẻ hiện đại đa kênh trở thành xu hướng, với tốc độ tăng trưởng bán hàng trực tuyến vẫn duy trì ở mức cao.
- Cơ cấu dân số già hóa, tầng lớp thu nhập trung bình và cao gia tăng thúc đẩy mô hình bán hàng tiện lợi và các sản phẩm cao cấp, thực phẩm chăm sóc sức khỏe, thân thiện môi trường
- Phân chia theo nhóm mặt hàng, bách hóa và điện lạnh gia dụng là những mặt hàng có doanh thu bán lẻ cao nhất thị trường.

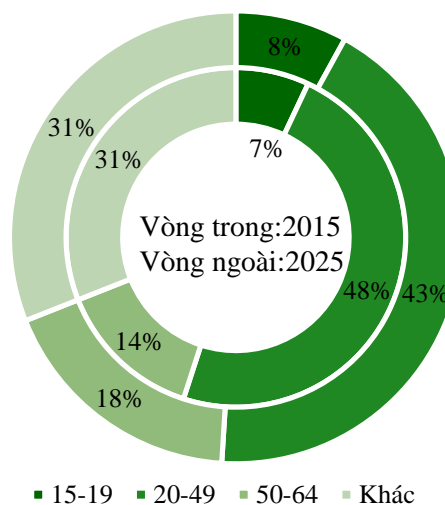
Chỉ số CCI Việt Nam



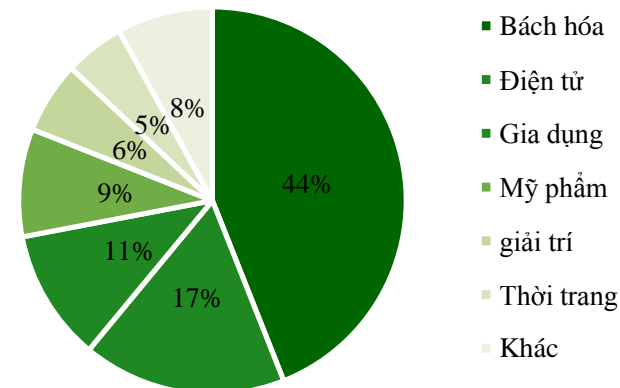
Tăng trưởng bán lẻ theo kênh



Dự báo cơ cấu dân số Việt Nam



Doanh thu bán lẻ theo ngành hàng



Nguồn: Euromonitor, McKinsey, WB, Nielson

2. DIỄN BIẾN TÍCH CỰC TRONG 10T2019 (tiếp)

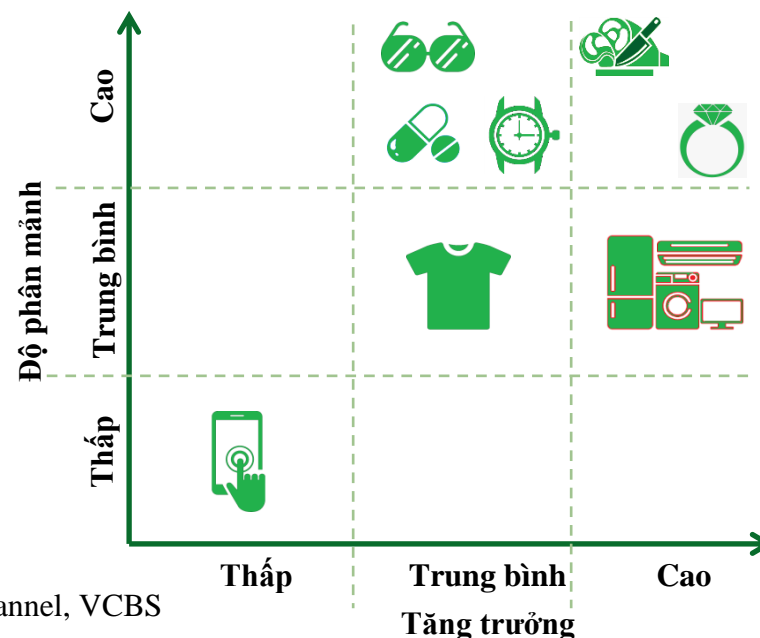
- Mô hình bán lẻ hiện đại (MT) đã chiếm lĩnh thị trường các thành phố lớn tại 1 số ngành hàng và đang dần tiến về khu vực nông thôn.
- Các nhà bán lẻ đã thử nghiệm thành công mô hình cửa hàng và đang nhanh chóng nhân rộng mạng lưới nhằm chiếm lĩnh thị phần

Thị phần của các kênh bán lẻ



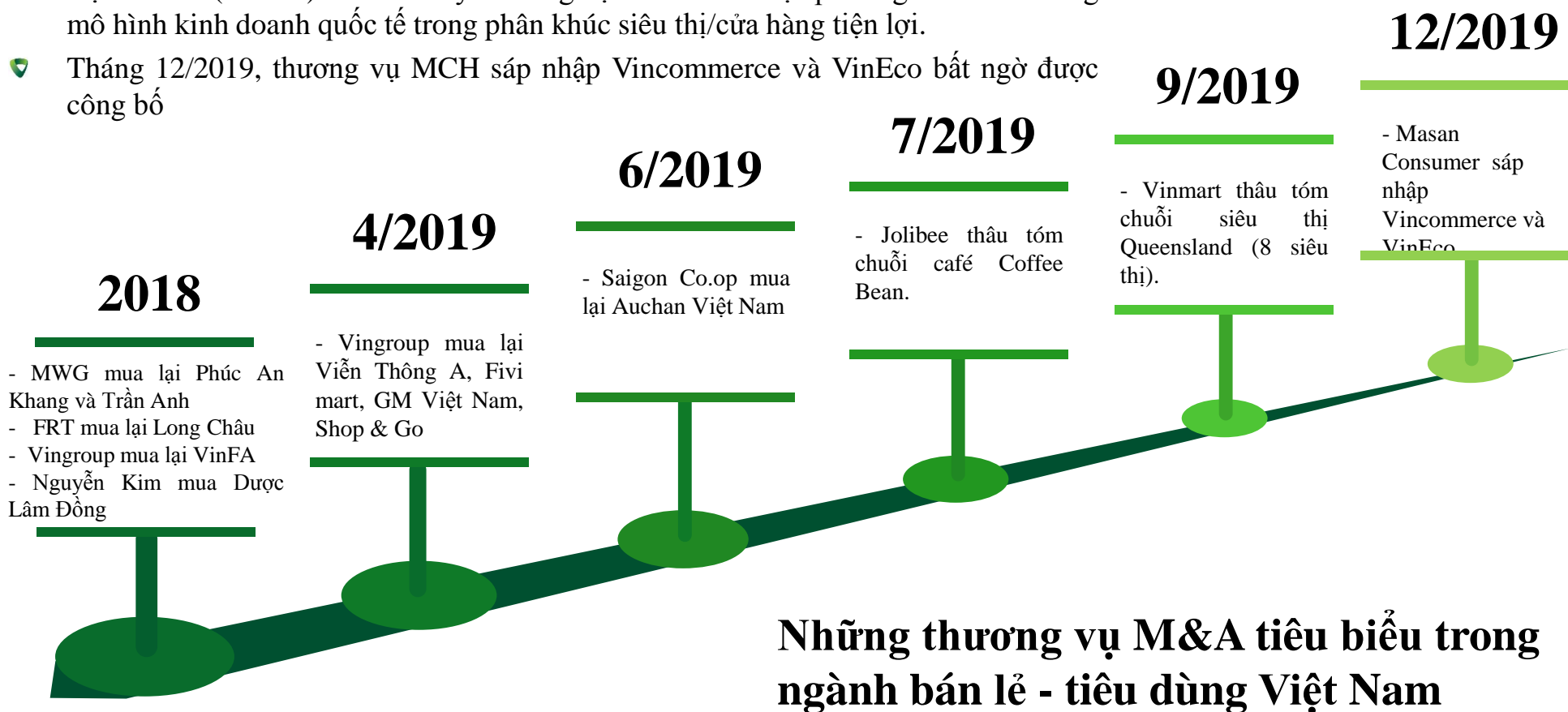
Nguồn: Kantar World Panel, VCBS

Một số ngành hàng đã được các DN bán lẻ hiện đại thâm nhập



2. DIỄN BIẾN TÍCH CỰC TRONG 10T2019 (tiếp)

- Thương vụ Vinmart mua lại Shop&Go (4/2019) và Saigon Co.op mua lại chuỗi siêu thị Auchan (6/2019) đã cho thấy kinh nghiệm thấu hiểu địa phương đã chiến thắng mô hình kinh doanh quốc tế trong phân khúc siêu thị/cửa hàng tiện lợi.
- Tháng 12/2019, thương vụ MCH sáp nhập Vincommerce và VinEco bất ngờ được công bố

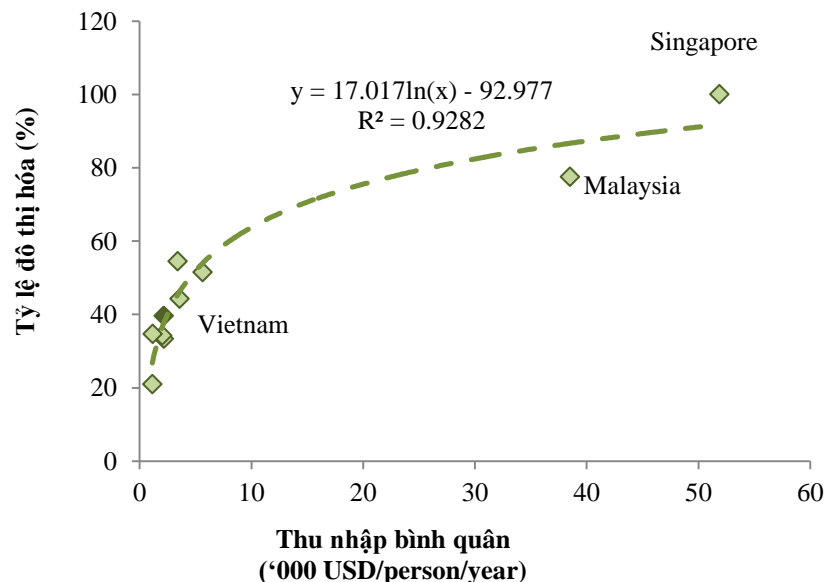


Nguồn: Chuyên trang M&A, VCBS tổng hợp

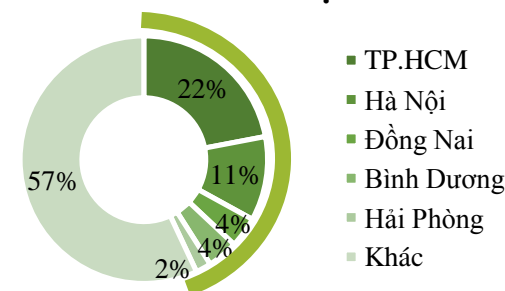
3.1. Triển vọng mở rộng theo địa lý

- Thu nhập gia tăng nhanh chóng (~2.587 USD/người), trong khi tỷ lệ đô thị hóa vẫn ở mức vừa phải (~35%). Với mối tương quan lên tới 93% giữa thu nhập và đô thị hóa cùng dự báo thu nhập 4.100 USD/năm trong 2026, chúng tôi kỳ vọng đô thị hóa của Việt Nam sẽ gia tăng đạt tới 49% trong giai đoạn 2025-2030.
- Hiện tại, doanh số bán lẻ đang tập trung tại các thành phố lớn và vùng kinh tế trọng điểm. Tuy nhiên, trước mức độ gia tốc đô thị hóa, chúng tôi đánh giá cao các thành thị cấp 2 sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính cho các doanh nghiệp bán lẻ thay cho các thành phố lớn hiện hữu.

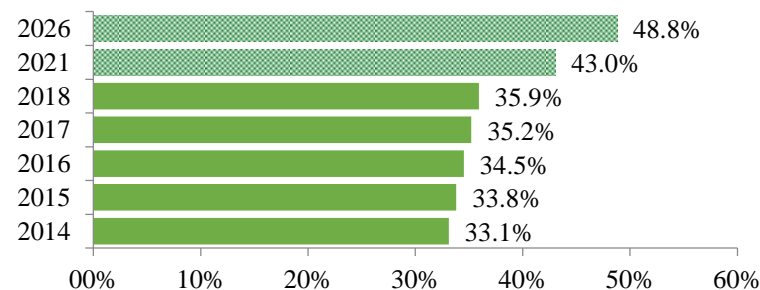
Tương quan giữa thu nhập và đô thị hóa tại các nước ASEAN



Doanh thu bán lẻ theo địa bàn



Tỷ lệ đô thị hóa dự báo

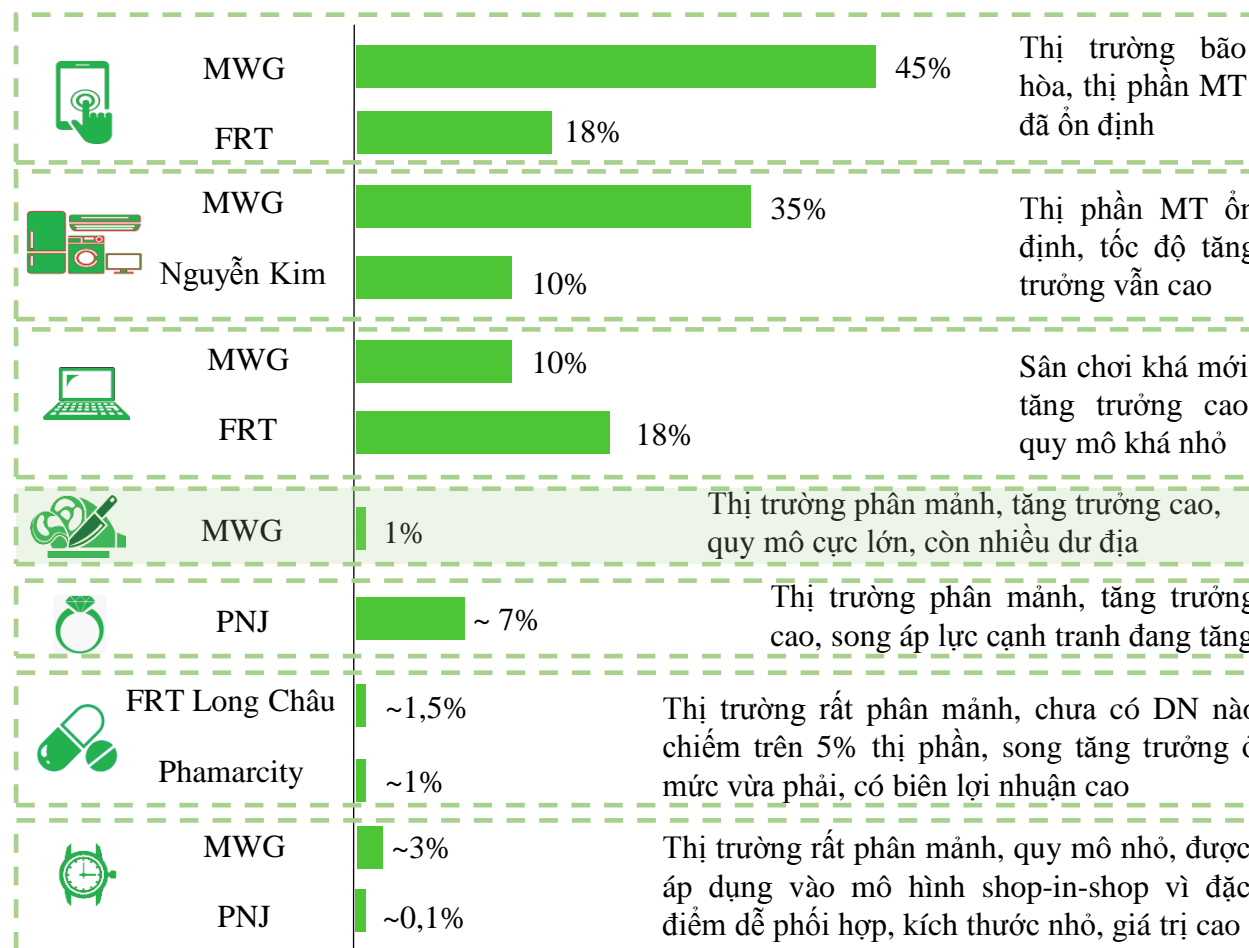


Nguồn: WorldBank, GSO

3.2. Triển vọng mở rộng theo ngành hàng

- Trên thực tế, mô hình bán lẻ hiện đại mới chỉ được triển khai trên một số nhóm ngành lớn, cụ thể là bách hóa (MWG, Vincommerce), điện thoại, điện tử gia dụng (MWG, FRT), trang sức (PNJ), dược phẩm (FRT, Pharmacity, VinFa,...),...
- Trong số các ngành hàng trên, các nhà bán lẻ hiện đại mới chỉ chiếm được phần lớn thị phần tại nhóm điện thoại và điện tử gia dụng, trong khi đó các ngành hàng bách hóa, trang sức và dược phẩm vẫn đang được khai phá

Tình hình thị trường một số sản phẩm và thị phần của các DN bán lẻ hiện đại điển hình đang mở rộng



3.3. Triển vọng mở rộng biên lợi nhuận

- Việc mở rộng quy mô mạng lưới giúp cho doanh nghiệp tăng cường được vị thế đàm phán với khách hàng và với nhà cung cấp. Độ phủ lớn củng cố sức mạnh thương hiệu của doanh nghiệp, độ co giãn về giá của khách hàng thấp hơn, giảm áp lực cạnh tranh giá bán. Khi số lượng nguyên liệu, hàng hóa nhập về gia tăng, nhà cung cấp có thể tăng chiết khấu, cấp thêm ưu đãi về thanh toán, có nhiều nhà cung cấp tham gia chào bán cũng tạo ra lợi thế về giá vốn.

Những doanh nghiệp bán lẻ điển hình tập trung vào mở rộng biên lợi nhuận

Doanh nghiệp	Đầu ra	Đầu vào
MWG	Thị phần 45% di động và 35% điện máy tạo ra thói quen cho khách hàng lựa chọn mua hàng của công ty đầu tiên, giá bán sản phẩm tại MWG vẫn ở mức cao nhất so với các chuỗi khác. Tương tự với chuỗi BHX.	Quy mô lớn cho phép MWG áp dụng chiến lược “mua đứt bán đoạn” để được chiết khấu cao từ nhà cung cấp Chi phí DC/kho trên doanh thu sẽ giảm dần khi mạng lưới tại các tỉnh ven TP.HCM dày đặc hơn.
PNJ	Mạng lưới bán lẻ trang sức số 1 thị trường, cùng với liên tục củng cố thương hiệu bằng quảng cáo và chất lượng chế tác, giúp cho doanh số bán lẻ duy trì tốc độ tăng trưởng 2 chữ số	Biên lợi nhuận mở rộng nhờ gia tăng tỷ trọng bán lẻ trong cơ cấu doanh thu. Ngoài ra, hoạt động bán lẻ trang sức vàng kết hợp đá quý giúp biên lợi nhuận của PNJ bớt chịu ảnh hưởng từ biến động giá vàng.

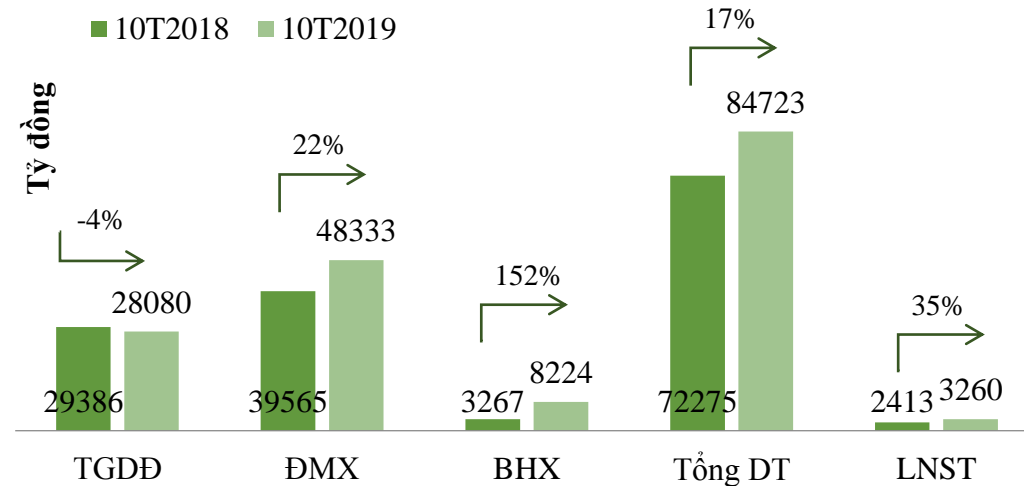
Hoạt động kinh doanh chính

MWG hoạt động chính trong ngành bán lẻ phân phối điện thoại, gia dụng điện lạnh và bách hóa. 90% doanh thu của công ty đến từ mảng điện thoại và gia dụng, mảng bách hóa tuy còn quy mô nhỏ nhưng tăng trưởng với tốc khá cao.

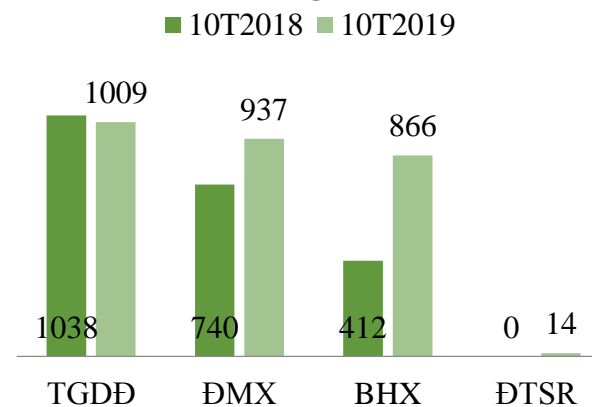
Kết quả kinh doanh

- MWG tiếp tục ghi nhận tăng trưởng với tốc độ cao, doanh thu tăng trưởng cao nhất tại các ngành hàng điện máy (>30% yoy), laptop (>40% yoy) và bách hóa (152% yoy).
- Biên lợi nhuận tiếp tục được gia tăng. Cụ thể, biên gộp của TGDD và ĐMX tăng từ 18% (1Q2018 – 1Q2019), lên 19,5% (3Q2019). Biên gộp của BHX (sau tỷ lệ hủy hàng) đạt tới hơn 20% trong tháng 10/2019.
- Số cửa hàng tiếp tục gia tăng, ĐMX +30 cửa hàng (do cả mở mới và chuyển đổi), BHX +78 cửa hàng, ĐTSR +14 cửa hàng thử nghiệm tại TP.HCM. Tiếp tục thay đổi trưng bày cho thêm 90 cửa hàng ĐMX mini trong tháng 10/2019
- Số cửa hàng kinh doanh đồng hồ đạt 174, tổng số sản phẩm bán ra đạt 245 ngàn (480 tỷ đồng DT). Bắt đầu đẩy mạnh laptop kể từ tháng 9, tổng số sản phẩm trong 10T đạt 220 ngàn (2.000 tỷ đồng DT).

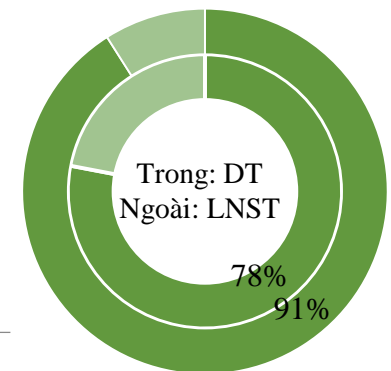
Biến động KQKD theo chuỗi



Số cửa hàng theo chuỗi



Tỷ lệ HTKH



Nguồn: MWG



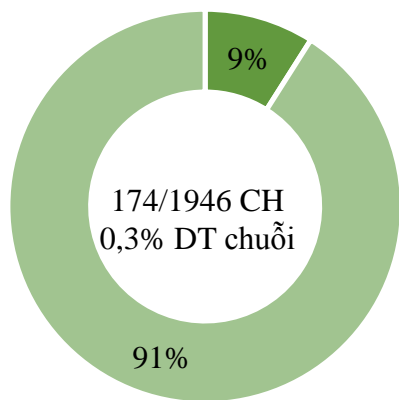
Mạng lưới tiếp tục được mở rộng, dự kiến hiệu quả sẽ phản ánh rõ nét hơn khi toàn bộ các cửa hàng mở mới trong 2019 vận hành ổn định trong cả năm 2020.

- Dự kiến hết năm 2019, số cửa hàng ĐMX và BHX sẽ tăng lên con số 1.000 tại mỗi chuỗi. Bắt đầu xây dựng chuỗi ĐTSR
- Mục tiêu thị phần của ĐMX sẽ đạt tương đương TGDD ở mảng điện thoại (45%).
- Nhân rộng mô hình thịt tươi cá lợi và áp dụng công thức bài trí cửa hàng ra toàn hệ thống
- Biên lợi nhuận dự kiến mở rộng theo quy mô chuỗi

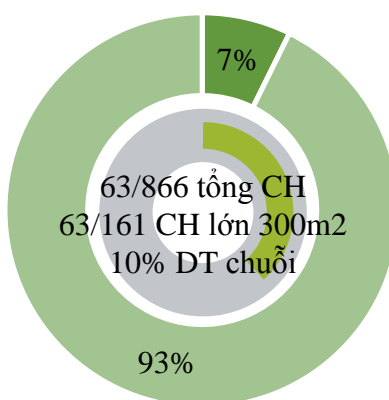
Nhân rộng mô hình double-shop, đẩy mạnh các mặt hàng đang trong xu hướng

- Triển khai bán đồng hồ trên 174 cửa hàng và bán gia dụng trên 63 tiệm bách hóa.
- Bắt đầu khai thác mặt hàng laptop khi nhận thấy sản phẩm có nhu cầu gia tăng, và dự kiến sẽ đẩy mạnh mặt hàng TV trong năm 2020

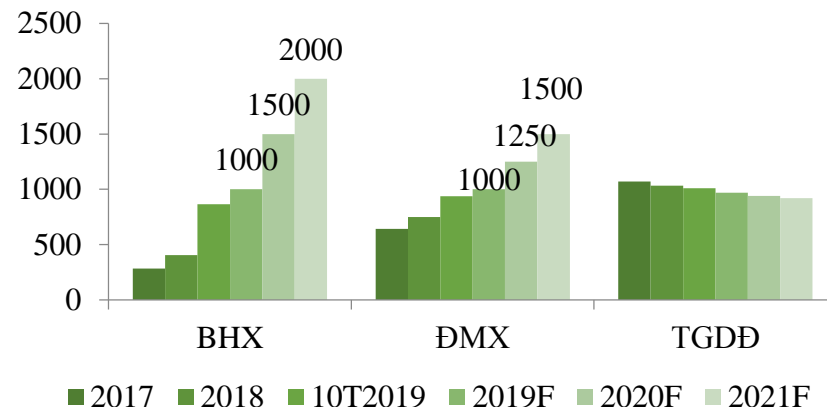
Tỷ lệ triển khai double shop đối với đồng hồ



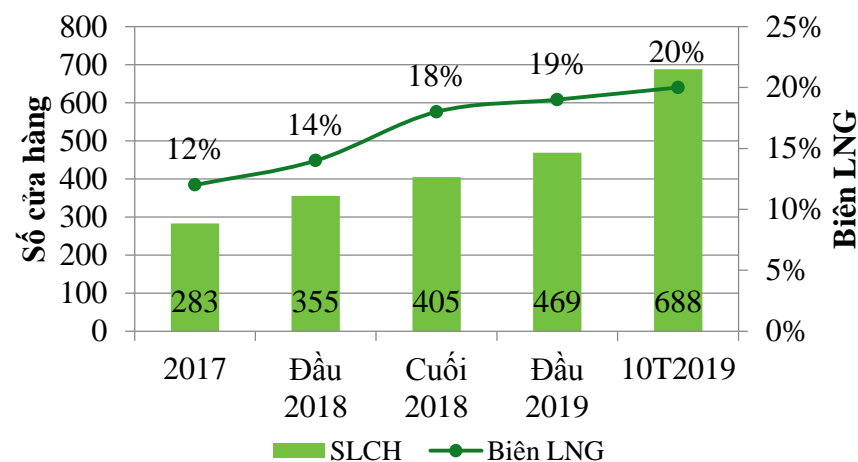
Tỷ lệ triển khai double shop tại BHX



Số cửa hàng dự kiến



Mạng lưới và biên LNG của BHX



Nguồn: MWG

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh P/E	147.382
Phương pháp chiết khấu FCFF	138.267

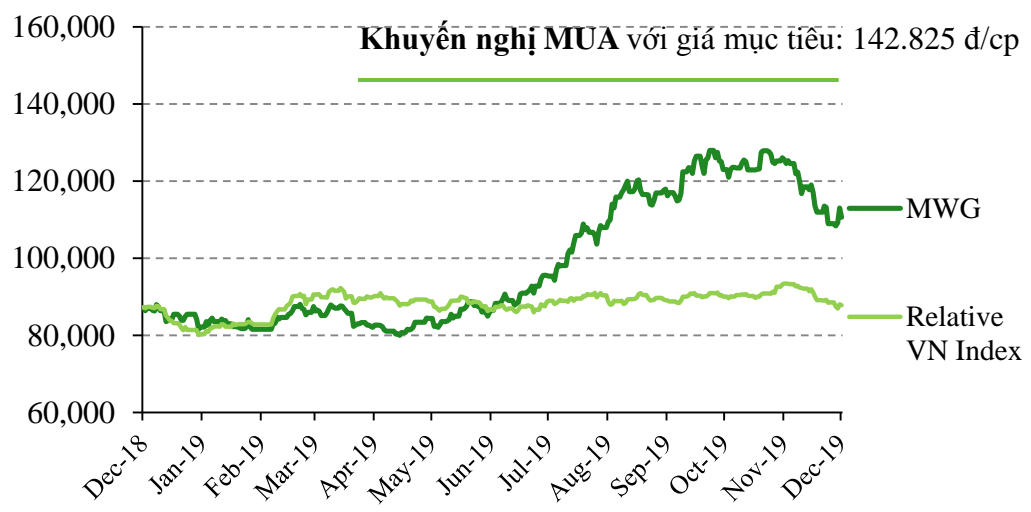
GIÁ MỤC TIÊU

142.825 đ /cp

UPSIDE

+26,0%

Biến động giá cổ phiếu



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	86.516	101.309	122.777
+/- yoy (%)	30,4%	17,1%	21,2%
LNST	2.879	3.893	5.028
+/- %	30,5%	35,2%	29,2%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	6.689	8.778	11.337

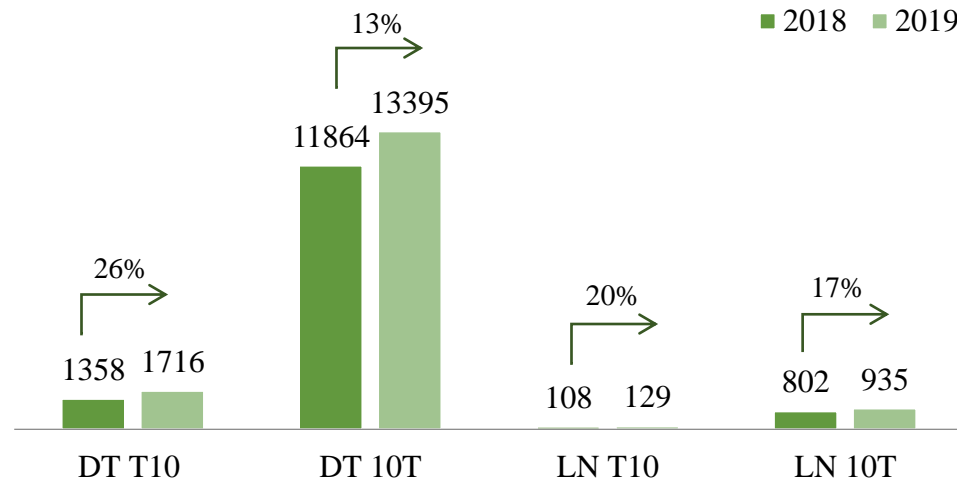
Hoạt động kinh doanh chính

PNJ là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành bán lẻ trang sức tại Việt Nam, với thị phần đạt hơn 7% và tiếp tục mở rộng. Hiện nay doanh số từ bán lẻ trang sức chiếm 70%-80% doanh thu.

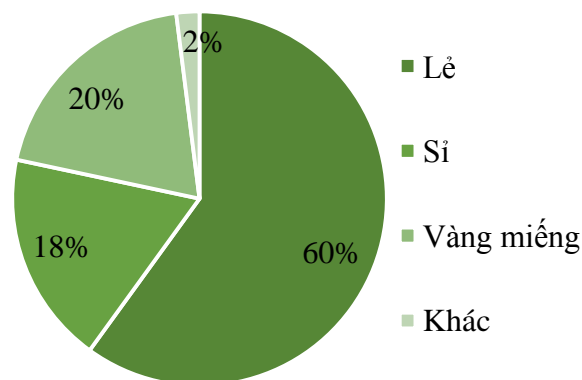
Kết quả kinh doanh

- PNJ ghi nhận tăng trưởng trở lại sau sự cố ERP xảy ra trong tháng 4, tác động lên chuỗi sản xuất của doanh nghiệp khiến tăng trưởng lợi nhuận ghi nhận giảm tốc trong quý 2. Quý 3 và tháng 10 đã xuất hiện những dấu hiệu hồi phục tích cực với doanh thu tăng trưởng lần lượt đạt 25%/26%. SSSG đã hồi phục đạt trên 10% so với con số 0% - 6% trong quý 2.
- Biên lợi nhuận gộp mở rộng, đạt tới 20,8% trong lũy kế 10T2019. Tuy nhiên, nguyên nhân tăng đến từ tỷ trọng doanh thu bán sỉ sụt giảm do sự cố ERP.
- Trong 10T2019, công ty đã mở thêm 28 cửa hàng mới, nâng tổng số cửa hàng của công ty lên 348. Tổng số cửa hàng Watch đã lên tới 23

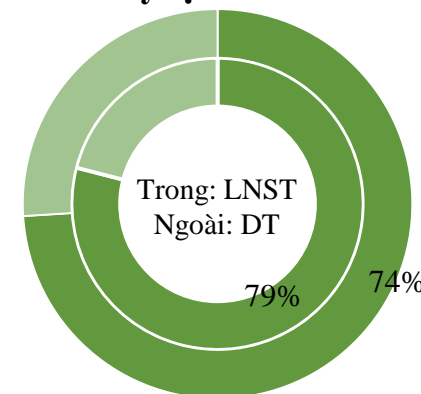
Biến động DT, LNST so với cùng kỳ



Cơ cấu doanh thu



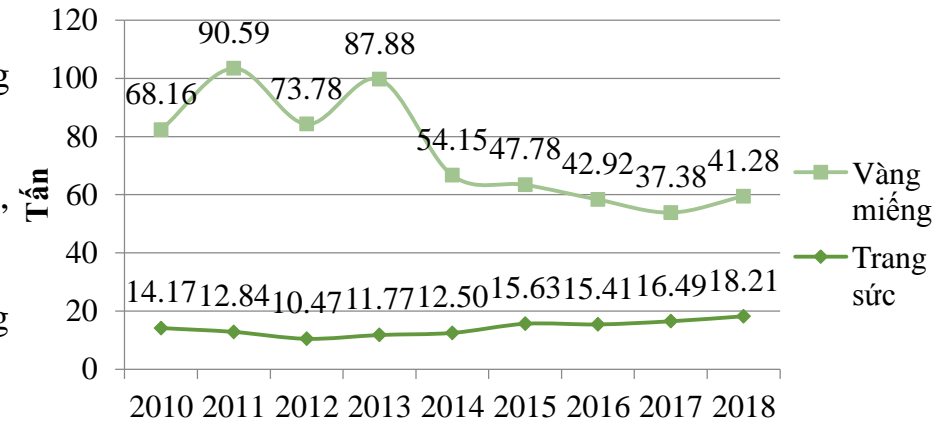
Tỷ lệ HTKH



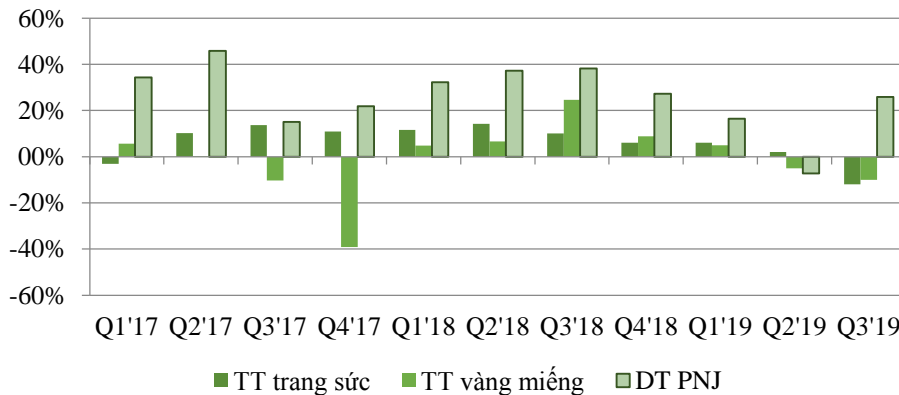
Nguồn: PNJ, VCBS tổng hợp

- Thị trường vàng Việt Nam còn phân mảnh với tốc độ tăng trưởng cao là mảnh đất màu mỡ cho PNJ khai phá. Tiêu thụ vàng trên đầu người tại Việt Nam ở mức trung bình, vẫn còn dư địa để mở rộng.
- Các đô thị cấp 2 và 3 đang là mục tiêu tiềm năng để PNJ mở rộng mạng lưới. (số liệu SSSG lần lượt đạt 20%/30%).
- ERP vận hành ổn định giúp PNJ tối ưu hóa được chi phí đầu vào, quản trị tồn kho, vận tải, nhân sự và dự báo doanh số.
- Xây dựng hệ sinh thái thời trang với trang sức làm trung tâm thông qua mô hình shop – in – shop.
- Kết hợp Disney quảng bá bộ sưu tập mới nhất. PNJ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng trong giai đoạn thị trường suy yếu, củng cố nhận định về tăng trưởng của chúng tôi.

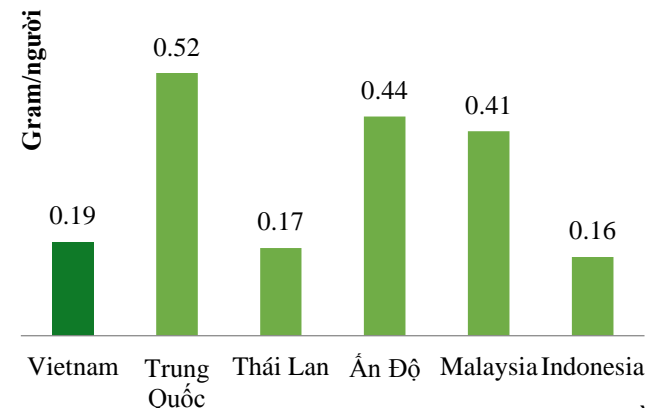
Nhu cầu tiêu thụ vàng tại Việt Nam



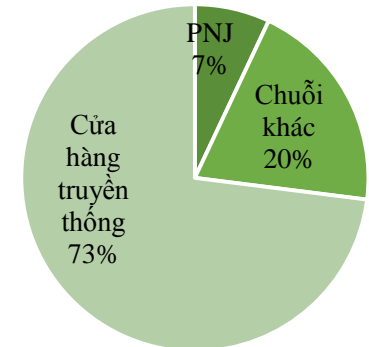
Tăng trưởng DT PNJ so với ngành trang sức



Tiêu thụ vàng trang sức/người tại các quốc gia 2018



Thị phần bán lẻ trang sức Việt Nam



Nguồn: PNJ, WGC, VCBS tổng hợp

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh P/E 94.720

Phương pháp chiết khấu FCFF 94.323

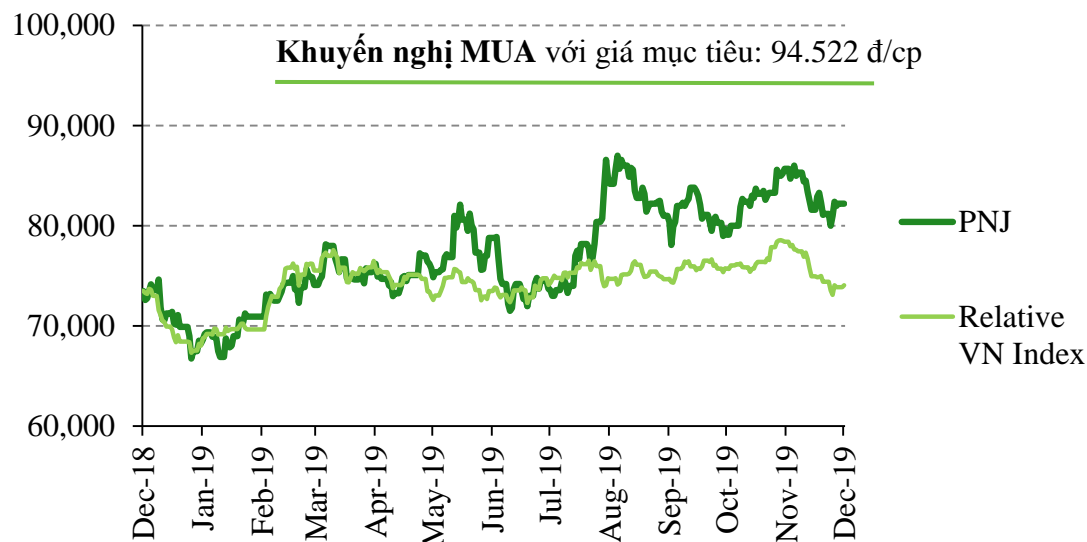
GIÁ MỤC TIÊU

94.552đ /cp

UPSIDE

+12,5%

Biến động giá cổ phiếu

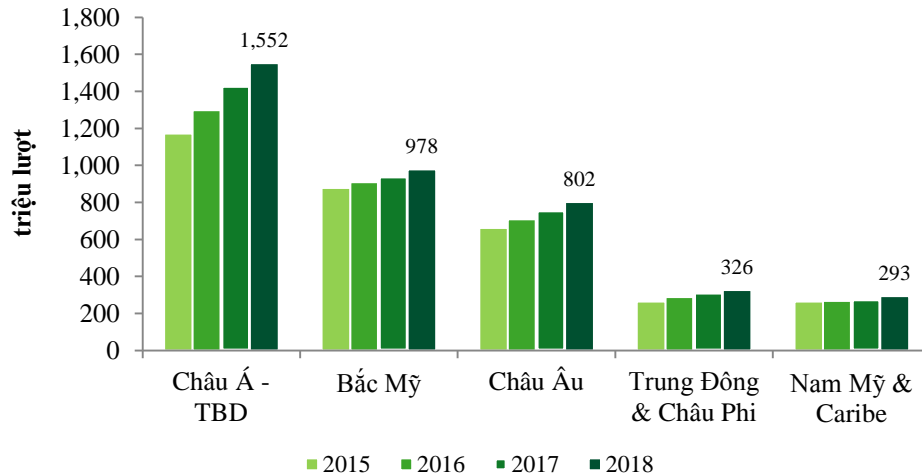


DỰ PHÓNG

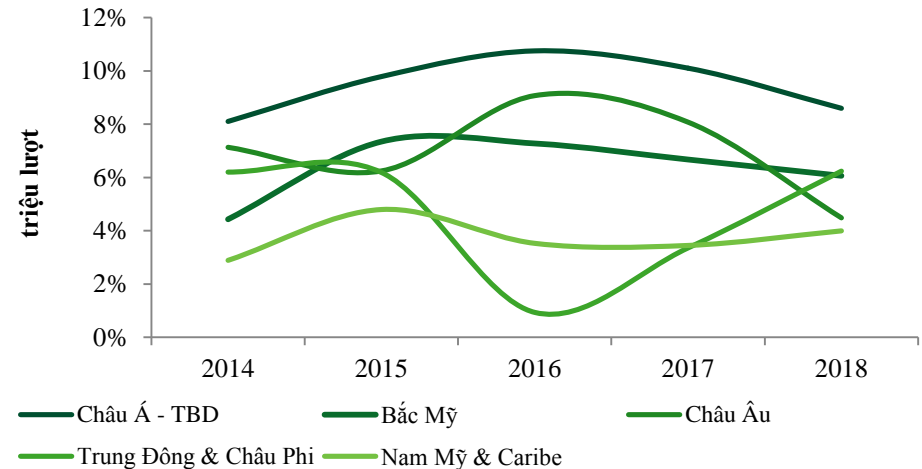
Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	14.679	17.814	21.183
+/- yoy (%)	+33,7%	+21,4%	+18,9%
LNST	960	1.222	1.465
+/- %	+32,4%	+27,2%	+19,8%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	6.481	4.932	5.920

NGÀNH HÀNG KHÔNG

Lượt khách hàng không tại các khu vực

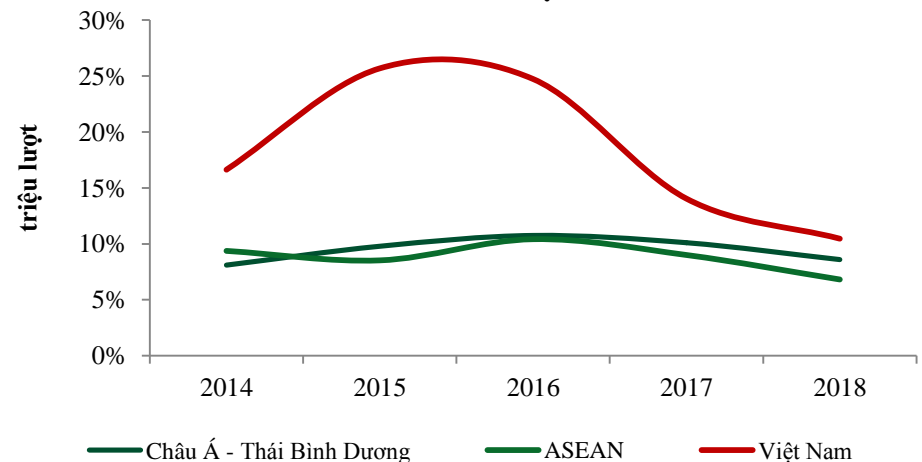


Tăng trưởng lượt khách hàng không tại các khu vực



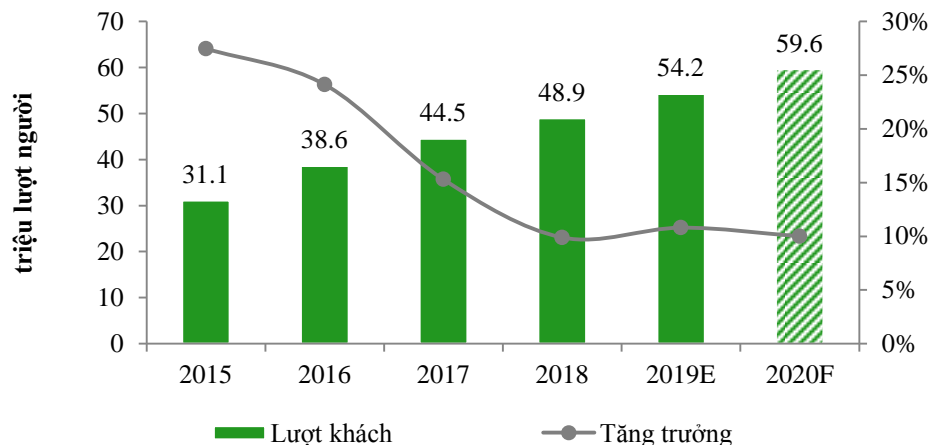
- Châu Á - Thái Bình Dương vẫn là khu vực có thị trường hàng không lớn nhất thế giới với hơn 1,55 tỷ lượt khách năm 2018, gần gấp đôi khu vực thứ 02 là Bắc Mỹ. Đồng thời, đây cũng là thị trường tăng trưởng nhanh nhất với mức tăng 8,6% năm 2018.
- Ngoài thị trường Trung Đông & Châu Phi có sự hồi phục mạnh từ sau năm 2016, các thị trường khác đều có xu hướng đi ngang và giảm nhẹ về tốc độ tăng trưởng.
- Sau giai đoạn bùng nổ, tăng trưởng của thị trường Việt Nam dần tiệm cận với mức trung bình của khu vực (~ 9-10%/năm).

Tăng trưởng lượt khách hàng không của Việt Nam so với khu vực

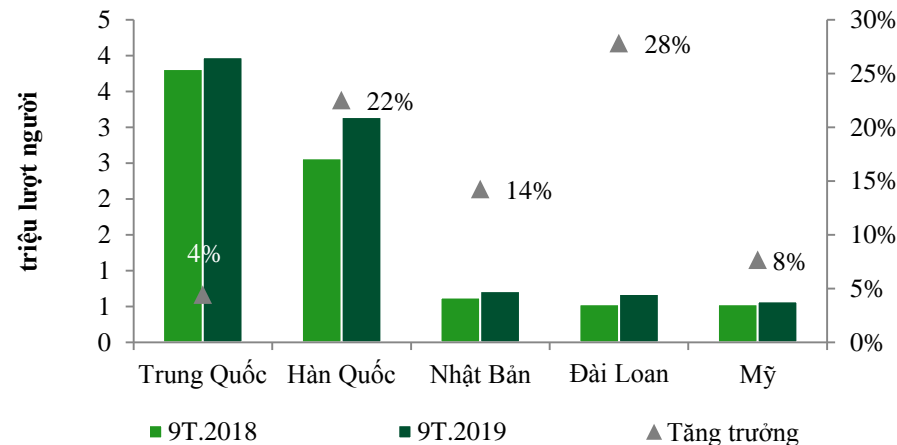


Nguồn: WorldBank, VCBS tổng hợp

Lượt khách vận chuyển theo đường hàng không Việt Nam

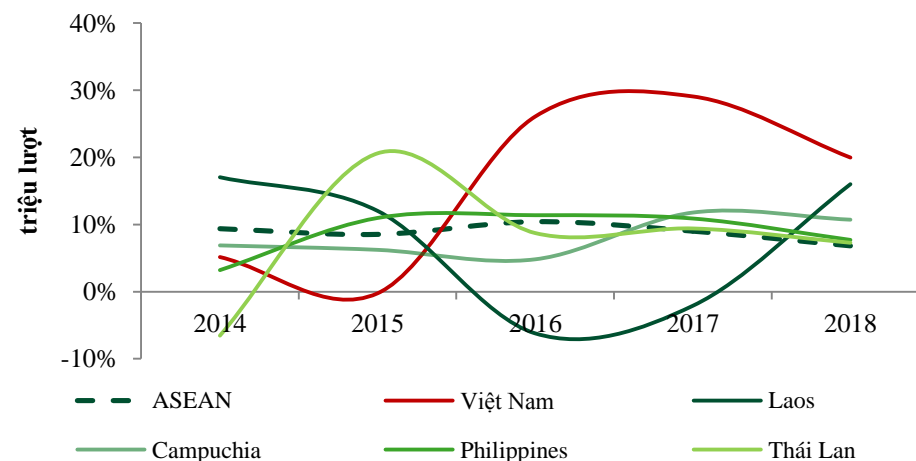


Lượt khách đến Việt Nam theo quốc gia



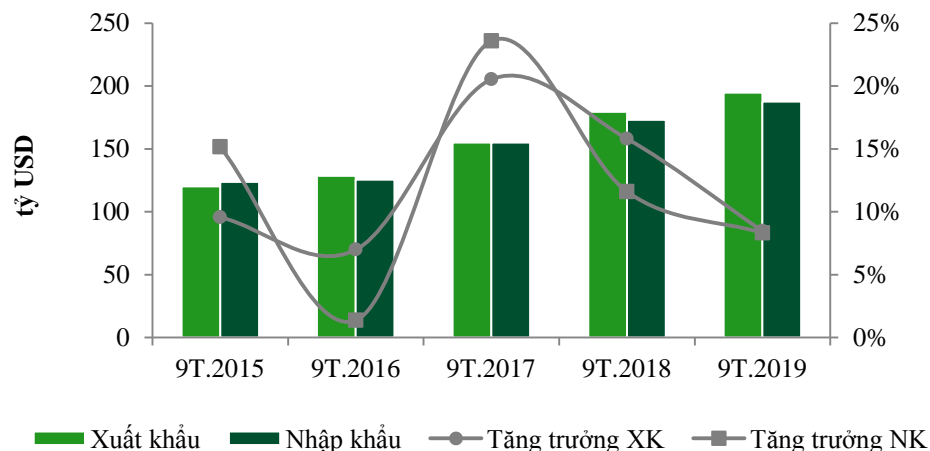
- ❖ Sau 9T.2019, vận tải hàng không Việt Nam đạt 42,2 triệu lượt khách (+10% yoy) và 50,9 tỷ lượt khách.km (+9,6% yoy).
- ❖ Thời điểm Tết âm lịch Canh Tý đến sớm có thể thúc đẩy nhu cầu di chuyển, giao thương vào những tháng cuối năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng lượt khách vận chuyển cả năm sẽ đạt 54,2 triệu lượt (+10,8% yoy).
- ❖ Thị trường quốc tế vẫn là động lực quan trọng nhờ điểm sáng từ hoạt động du lịch. Năm 2020, chúng tôi dự báo số lượt khách vận chuyển tăng 10%, đạt 59,6 triệu lượt.

05 thị trường du lịch tăng trưởng nhanh nhất ASEAN

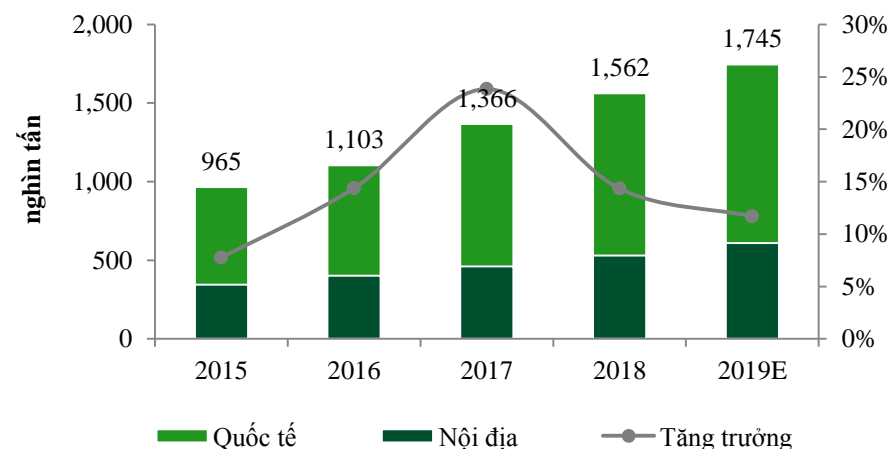


Nguồn: WorldBank, Tổng cục thống kê, VCBS tổng hợp

Lượng hàng hóa qua cảng hàng không Việt Nam

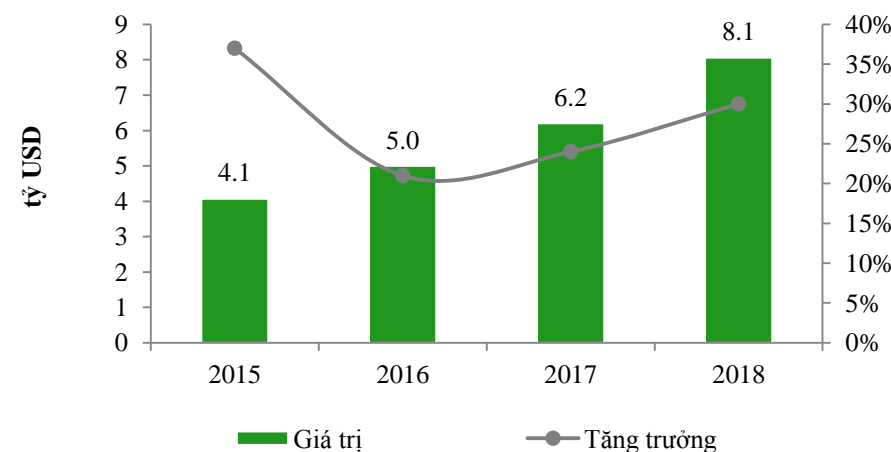


Lượng hàng hóa qua cảng hàng không Việt Nam



- Sau 9T.2019, vận tải hàng không Việt Nam đạt 42,2 triệu lượt khách (+10% yoy) và 50,9 tỷ lượt khách.km (+9,6% yoy).
- Thời điểm Tết âm lịch Canh Tý đến sớm có thể thúc đẩy nhu cầu di chuyển, giao thương vào những tháng cuối năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng lượt khách vận chuyển cả năm sẽ đạt 54,2 triệu lượt (+10,8% yoy).
- Thị trường quốc tế vẫn là động lực quan trọng nhờ điểm sáng từ hoạt động du lịch. Năm 2020, chúng tôi dự báo số lượt khách vận chuyển tăng 10%, đạt 59,6 triệu lượt.

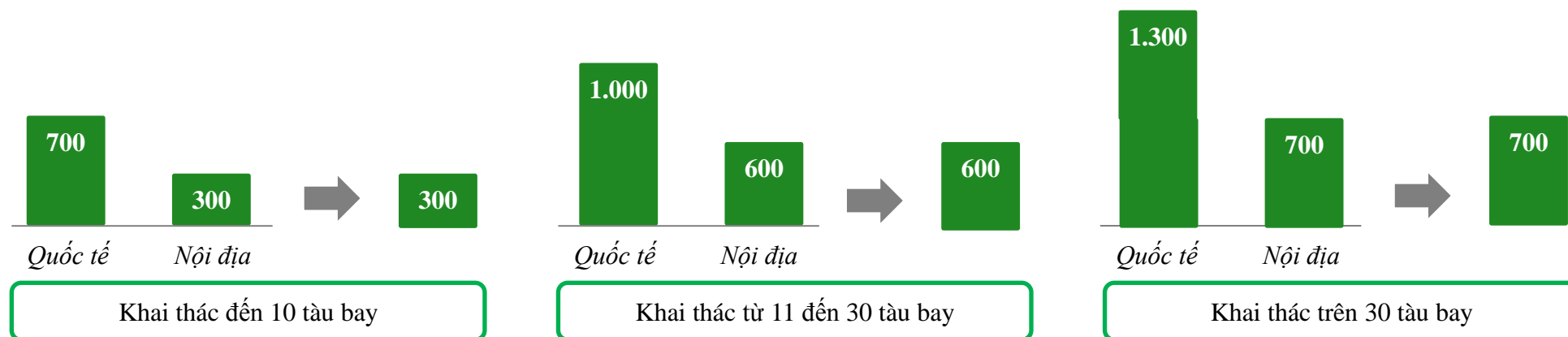
Doanh thu Thương mại điện tử B2C Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CAAV, e-Conomy SEA 2019 report by Google, Temasek and Bain & Co

Nghị định 89/2019/NĐ-CP của Chính phủ ban hành 15/11/2019 có hiệu lực 01/01/2020 sửa đổi Nghị định 92/2016/NĐ-CP ngày 01/7/2016 về các ngành, nghề kinh doanh có điều kiện trong lĩnh vực hàng không dân dụng.

Vốn tối thiểu để thành lập và duy trì doanh nghiệp kinh doanh vận chuyển hàng không (tỷ đồng)



Sở hữu tối đa của nhà đầu tư nước ngoài tại doanh nghiệp kinh doanh vận chuyển hàng không



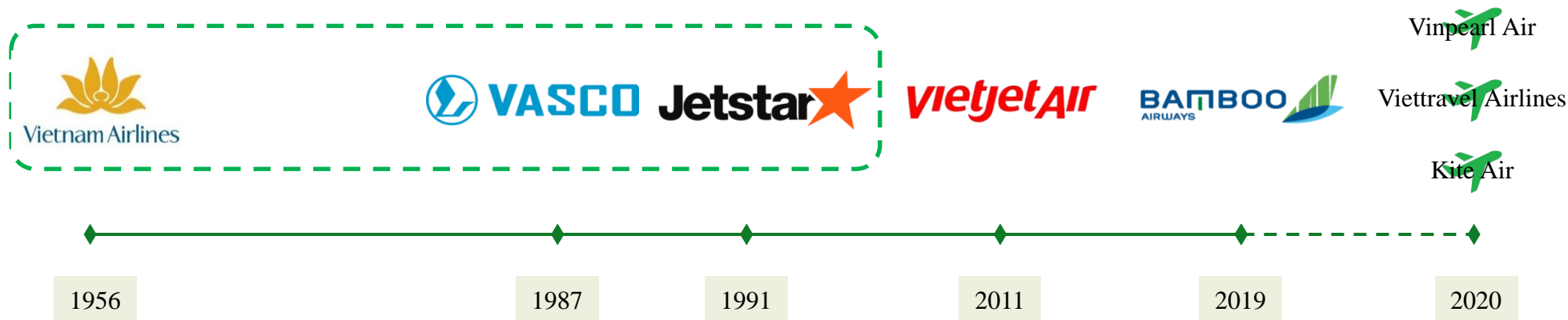
Bổ sung quy định về số lượng tàu bay thuê có tổ bay (thuê ướ) cho doanh nghiệp kinh doanh vận tải hàng không

≤ 30% số tàu bay

và

≤ 10 tàu bay

Chuyến bay đầu tiên của các Hãng hàng không đang hoạt động và dự kiến 2020

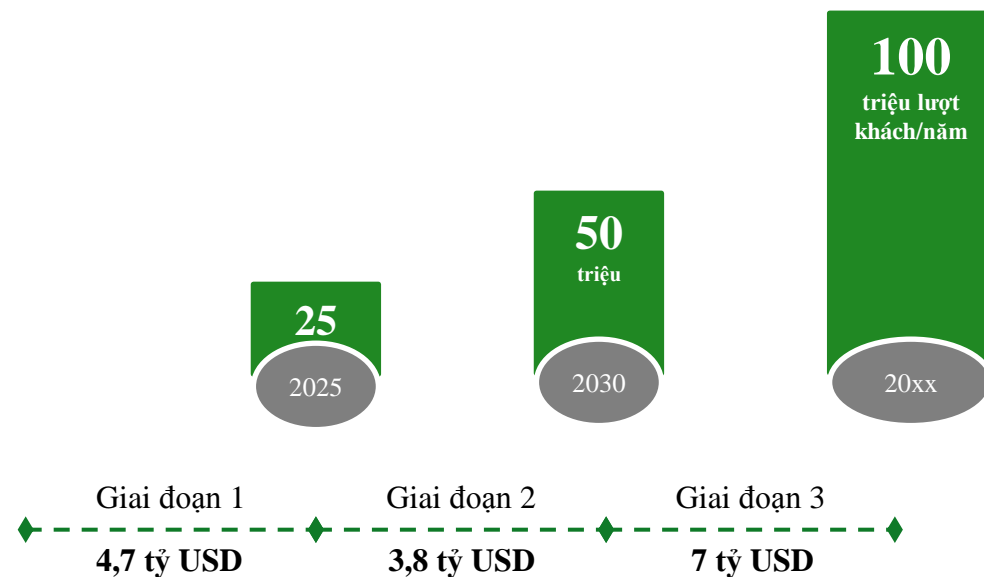


- ❖ Số lượng các hãng hàng không Việt Nam có xu hướng tăng lên nhanh chóng trong giai đoạn hiện nay. Sau khi Bamboo Airways thực hiện chuyến bay thương mại đầu tiên vào đầu năm 2019, có 03 hãng hàng không đang hoàn tất các thủ tục để chính thức tham gia vào thị trường năm 2020, bao gồm Vinpearl Air, Vietravel Airlines và Kite Air.
- ❖ Các đơn vị nói trên đều có lợi thế trong chuỗi cung ứng dịch vụ du lịch, lưu trú và sở hữu tập khách hàng lớn, đặt ra áp lực chia lại thị phần đối với các hãng hàng không đang hoạt động. Minh chứng qua Bamboo Airways, hãng này đã giành được 4,3% thị phần nội địa sau 09 tháng đi vào hoạt động.
- ❖ Số lượng các hãng hàng không của Việt Nam vẫn ở mức thấp so với khu vực trong khi quy mô thị trường đã tăng lên nhanh chóng vào những năm qua. Số hãng hàng không tại Indonesia, Philippines, Thái Lan, Malaysia lần lượt là 38, 17, 15 và 14 hãng.

Nguồn: WorldBank, VCBS tổng hợp



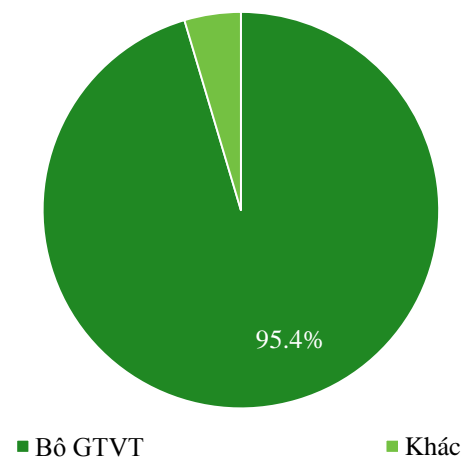
- Thị trường hàng không phát triển nhanh chóng đặt ra sức ép cho phát triển hạ tầng và nguồn nhân lực.
- 05 cảng hàng không lớn nhất Việt Nam đều đã hoạt động vượt công suất thiết kế, đặc biệt là Tân Sơn Nhất, đòi hỏi việc nâng cấp và mở rộng trong giai đoạn tới.
- Phương án lựa chọn chủ đầu tư Cảng hàng không Quốc tế Long Thành đang được thảo luận tại Quốc hội. Bên cạnh mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất, Đây là dự án trọng điểm quốc gia và có tác động đáng kể đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành.



TỔNG QUAN

- ACV là đơn vị khai thác 21/22 cảng hàng không tại Việt Nam (ngoại trừ cảng hàng không Vân Đồn).
- Bộ GTVT vẫn sở hữu tỷ lệ lớn (95,4% tại ACV).
- Doanh thu từ phục vụ hành khách và an ninh soi chiếu đóng góp 80% doanh thu dịch vụ.
- Triển vọng dài hạn phụ thuộc vào khả năng thực hiện các dự án hạ tầng quan trọng như nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và sân bay Long Thành.

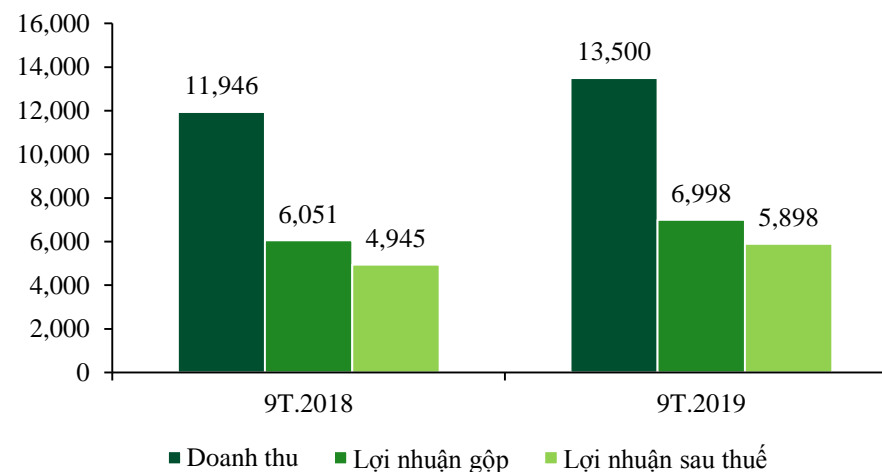
Cơ cấu cổ đông



KQKD 9T.2019

- Kết thúc 9T.2019, ACV ghi nhận doanh thu thuần đạt 13.500 tỷ đồng (+13% yoy), LNST đạt 5.898 tỷ đồng (+19,3% yoy).
- Lượt khách qua cảng cảng hàng không sau 9T.2019 đạt 101 triệu lượt (+8,9 % yoy).
- Doanh thu tài chính tăng thêm 270 tỷ đồng (+26,8% yoy) nhờ lãi tiền gửi.

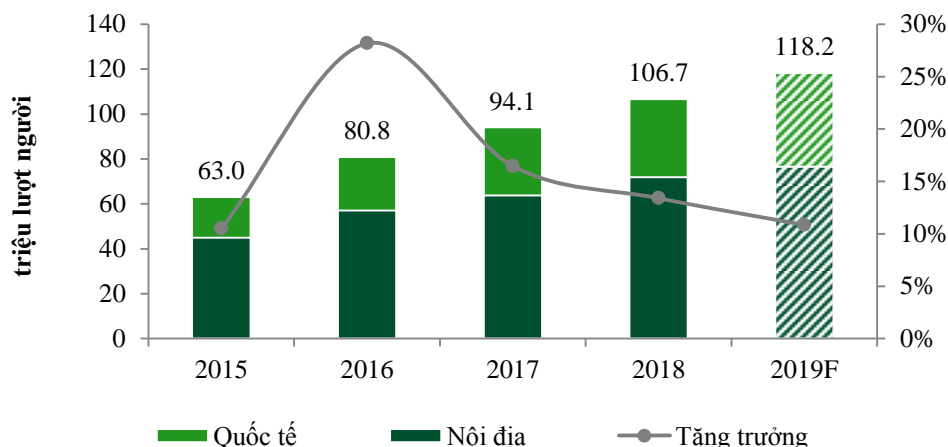
KQKD



ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ Lượt khách qua các cảng hàng không dự kiến tăng 10% trong năm 2019, đạt 112 triệu lượt.
- ✓ Lượng hàng hóa qua các cảng hàng không dự kiến tăng 11,7% trong năm 2019, đạt 1,7 triệu tấn.
- ✓ Giá dịch vụ tăng từ 01/07/2018 theo quyết định 2345/QĐ-NGTVT, tác động tích cực đến kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm 2019. Việc tăng giá dịch vụ đóng góp khoảng 3% vào tăng trưởng doanh thu ACV trong cả năm 2019.
- ✓ Tỷ trọng hành khách quốc tế tăng lên giúp cải thiện mức giá dịch vụ trung bình.
- ✓ ACV đang có nhiều triển vọng trở thành nhà đầu tư dự án nhà ga T3 tại Tân Sơn Nhất và Cảng hàng không Quốc tế Long Thành sau khi nhận được sự ủng hộ và chấp thuận của đơn vị chủ quản và các bộ, ban, ngành có liên quan.
- ✓ Tuy vậy, vốn đầu tư lớn dành cho dự án Long Thành sẽ ảnh hưởng đáng kể đến cân đối tài chính và dòng tiền của doanh nghiệp trong giai đoạn sắp tới.

Lượt khách qua các cảng hàng không Việt Nam



	2017	2018	2019F
Lượt khách (triệu lượt)	94,1	103,5	118.2
Quốc tế	30,3	36,7	
Nội địa	63,8	66,9	
Hàng hóa (nghìn tấn)	1.366	1.517	1.710
Quốc tế	905	971	
Nội địa	461	546	
Hạ cất cánh (nghìn lượt)	605	652	693
Quốc tế	206	235	
Nội địa	399	417	

ĐỊNH GIÁ

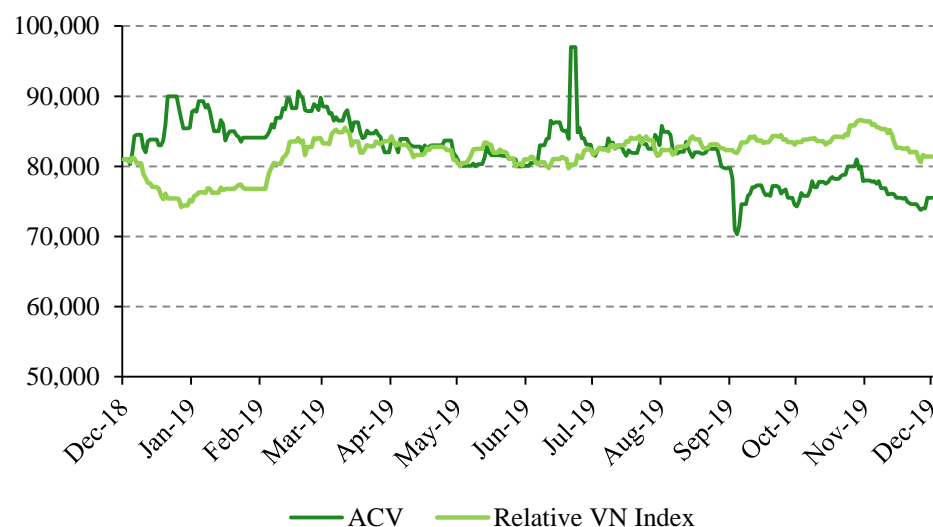
Phương pháp P/E	90.700
-----------------	--------

Phương pháp EV/EBITDA	103.100
-----------------------	---------

GIÁ MỤC TIÊU

96.900 VND
UPSIDE
+27,5%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	16.090	17.224	18.602
+/- yoy (%)	16,3%	7,1%	8%
LNST	6.135	6.810	7.627
+/- %	49,6%	11,0%	12,1%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	2.630	3.128	3.506

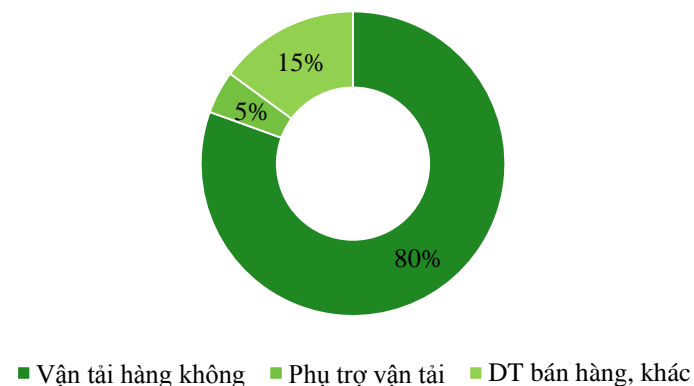
TỔNG QUAN

- Tổng Công ty Hàng không Việt Nam sở hữu 3 hãng hàng không bao gồm: Hãng hàng không quốc gia Vietnam Airlines, hãng hàng không giá rẻ Jetstar Pacific và VASCO.
- Vietnam Airlines là hãng hàng không duy nhất của Việt Nam đạt chuẩn chất lượng 4 sao theo chứng nhận của Skytrax và được đánh giá cao về an toàn hàng không theo các chuẩn đánh giá uy tín.
- HVN được dự báo tiếp tục tăng trưởng chậm trong bối cảnh có nhiều hãng gia nhập ngành gây nên tình trạng cạnh tranh tăng cao.
- Ủy ban quản lý vốn nhà nước nắm giữ 86% cổ phần tại HVN và có kế hoạch thoái về 51%.

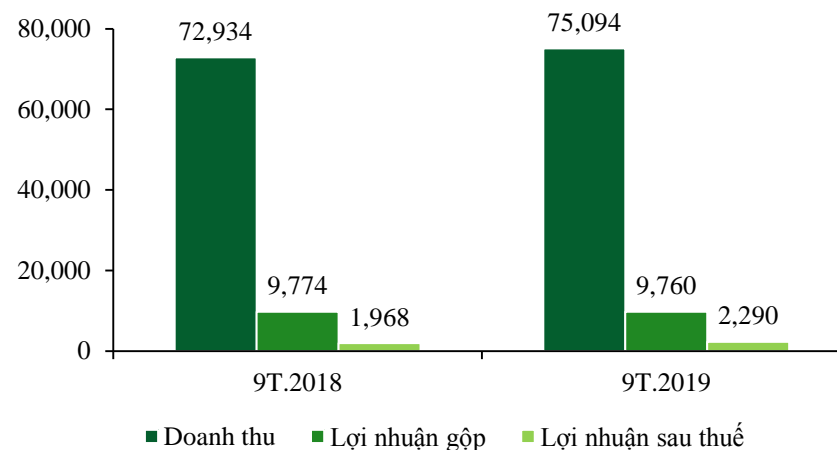
KQKD 9T.2019

- Kết thúc 9T.2019, HVN ghi nhận doanh thu thuần đạt 75.094 tỷ đồng (+3% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 2.290 tỷ đồng (+27,6% yoy)
- Với việc sử dụng hình thức thuê hoạt động đối với các tàu bay mới, nợ vay giảm mạnh trên bảng cân đối kế toán của HVN nhưng tổng công ty vẫn phải cam kết thuê dài hạn.

Cơ cấu doanh thu 2018



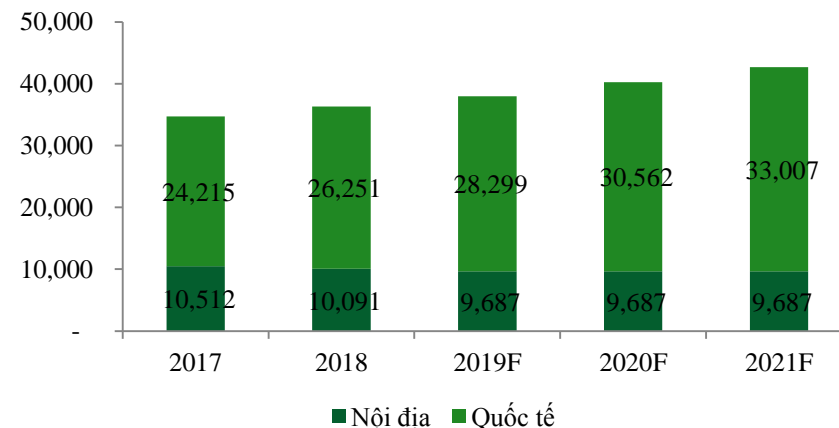
KQKD



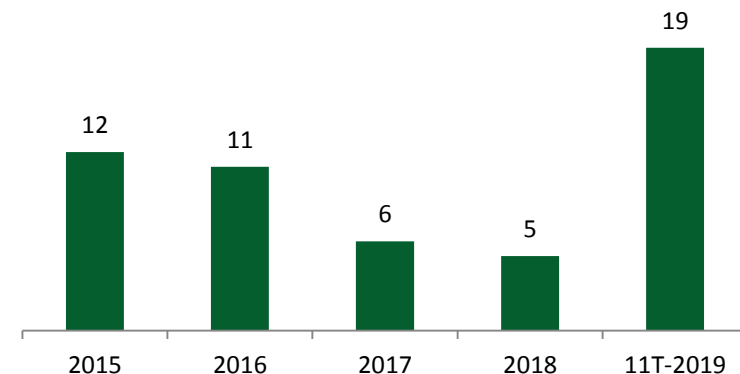
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ♥ Tăng trưởng số lượng khách hàng qua đường hàng không dự báo đạt 9.5% hàng năm trong 5 năm tiếp theo.
 - ♥ Lượng khách quốc tế tăng nhanh với sự tích cực đến từ 2 yếu tố: (1) nền kinh tế phát triển theo hướng mở cửa tạo ra nhu cầu liên kết quốc tế ngày càng lớn; (2) khách du lịch nước ngoài đến Việt Nam tăng với tốc độ CAGR 23% giai đoạn 2014 – 2019 và dự kiến tiếp tục tăng nhanh do ngành du lịch Việt Nam còn nhiều tiềm năng.
 - ♥ Tỷ trọng doanh thu từ các chặng bay quốc tế của HVN dự kiến tiếp tục tăng và mang lại mức sinh lời tốt hơn các chặng nội địa.
 - ♥ Vietnam Airline nhận mới 19 máy bay trong năm 2019 để tăng quy mô đội bay và thay thế máy bay cũ bao gồm 3 chiếc Boeing 787–10 Dreamliner, 2 chiếc Airbus A350-900 và 14 chiếc Airbus A320neo.
- Dưới hình thức tài trợ vốn thuê hoạt động, HVN ghi nhận chi phí thấp hơn ở thời gian đầu so với hình thức mua TSCĐ thông thường. Ngoài ra, các dòng máy bay mới có mức tiêu thụ nhiên liệu thấp hơn 10 – 15% so với các dòng máy bay cũ.
- ♥ HVN duy trì đội bay lớn nhất cả nước với 102 máy bay thuộc công ty mẹ và 15 máy bay thuộc Jetstar Pacific.

**Lượng khách luân chuyển của Vietnam Airline
(Triệu khách.km)**



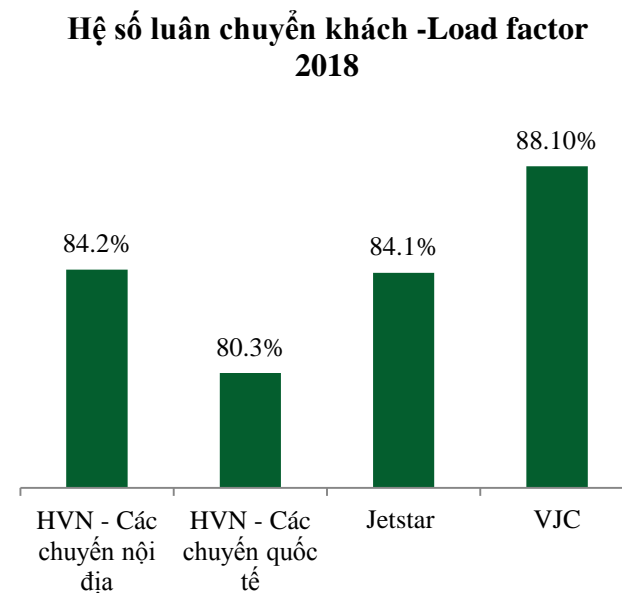
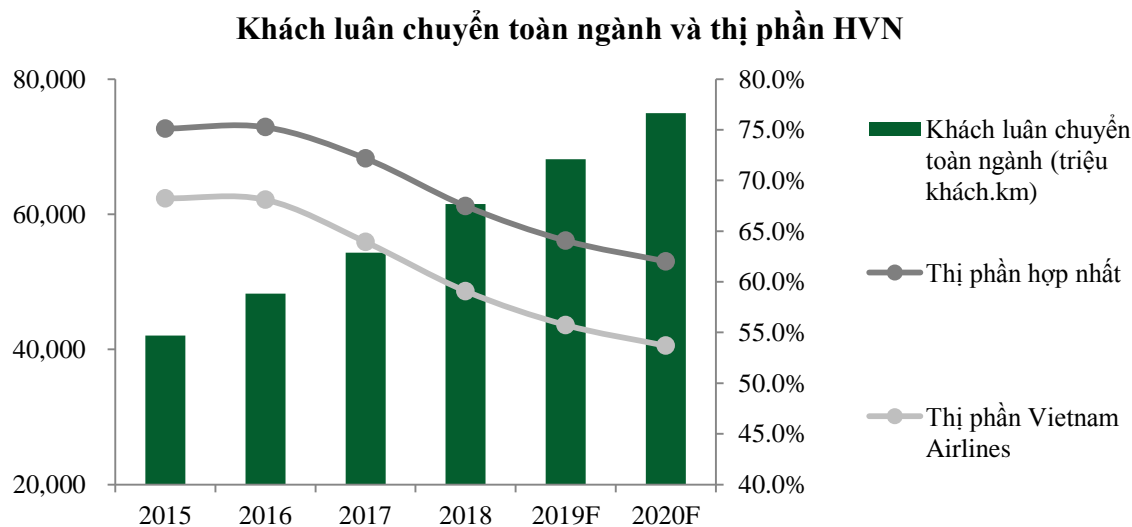
**Số lượng máy bay nhận mới giai đoạn
2015 - 2019**



Nguồn: HVN, GSO, Tổng cục Du lịch, Planespotters.

RỦI RO

- ♥ Hệ số chuyên chở khách hàng (Load factor) của các hãng giá rẻ cao hơn các hãng truyền thống thể hiện nhu cầu của khách hàng ở phân khúc này vẫn còn lớn. Thị phần của các hãng giá rẻ dự báo tiếp tục tăng trong các năm tới.
- ♥ Trong bối cảnh nhiều hãng hàng không mới tham gia thị trường khiến cho tình trạng cạnh tăng cao, HVN có kế hoạch tăng tỷ lệ các chuyến bay giá rẻ của Vietnam Airlines và đẩy mạnh hơn nữa hoạt động của Jetstar Pacific để giữ thị phần.



Nguồn: HVN, VJC, GSO

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp FCFF 34.073

Phương pháp EV/EBITDAR 41.607

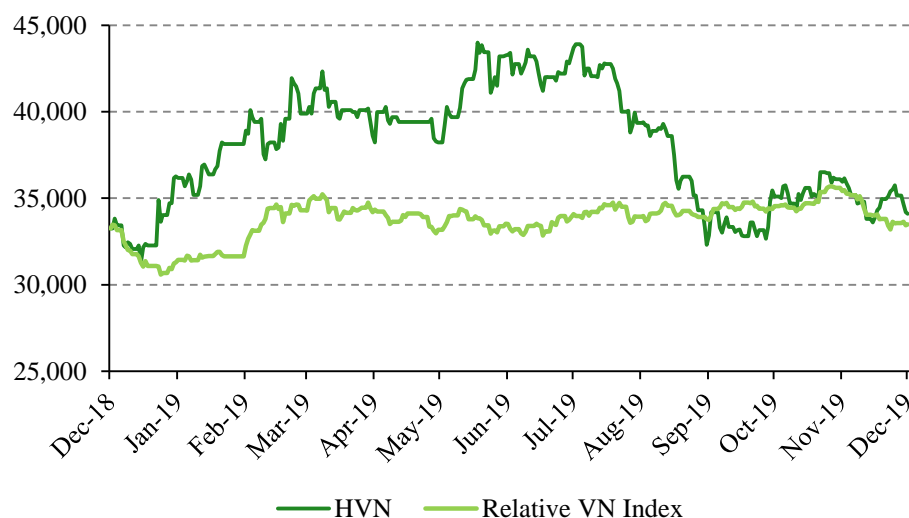
GIÁ MỤC TIÊU

37.840 VND

UPSIDE

+12,0%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

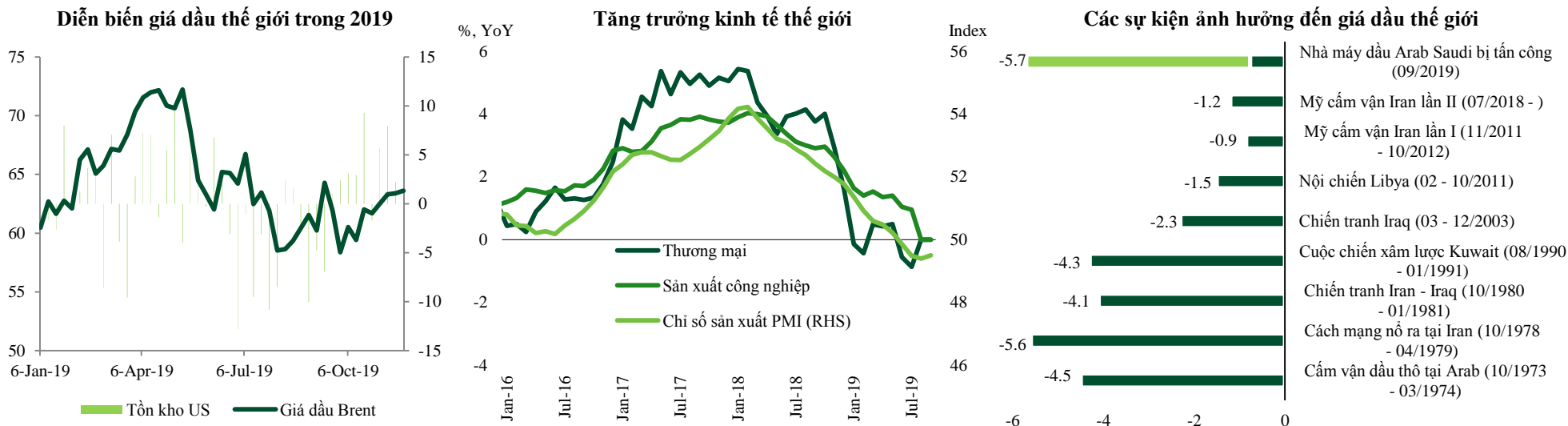


DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	96.811	100.339	105.427
+/- yoy (%)	16,7%	3,6%	5,07%
LNST	2.599	3.117	3.354
+/- %	-1,5%	20,0%	7,6%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	1.747	1.975	2.125

NGÀNH DẦU KHÍ

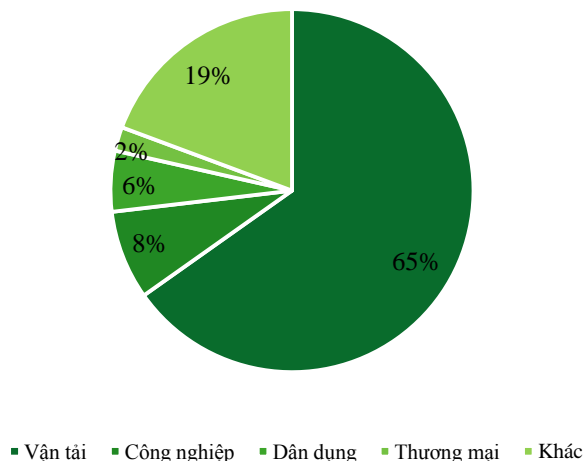
GIÁ DẦU BIẾN ĐỘNG KHÓ LƯỜNG NHƯ DỰ BÁO CỦA VCBS



- Giá dầu thế giới trong 11T.2019 nhìn chung dao động mạnh với biên độ nhỏ như dự báo của VCBS trong **Báo cáo Cập nhật Ngành Dầu khí 2H.2019**.
- Nhà máy dầu tại Arab Saudi bị tấn công như một liều thuốc thử đối với thị trường dầu mỏ thế giới. Mặc dù sản lượng dầu sụt giảm do sự kiện bất khả kháng này mang lại lớn nhất so với các cột mốc sự kiện khác trong lịch sử, giá dầu thế giới vẫn phản ánh bằng các đợt tăng giảm giá khó lường.
- Tăng trưởng kinh tế thế giới giảm tốc trong năm 2019, đặc biệt Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có tác động mạnh mẽ đến nhu cầu sử dụng dầu thô trong 2019 – 2020.
- Lần họp cuối cùng của OPEC trong năm 2019 sẽ diễn ra trong năm 2019 sẽ là sự kiện cuối cùng trong năm tác động đến tình hình thị trường dầu mỏ năm 2019.

GIÁ DẦU 1H.2020 DỰ BÁO QUANH MỨC 60 – 65 USD/THÙNG

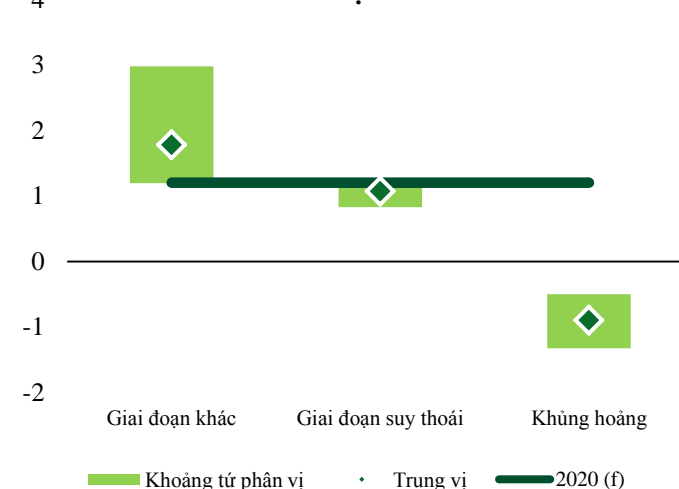
Nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ theo lĩnh vực



Tốc độ tiêu thụ phương tiện vận tải

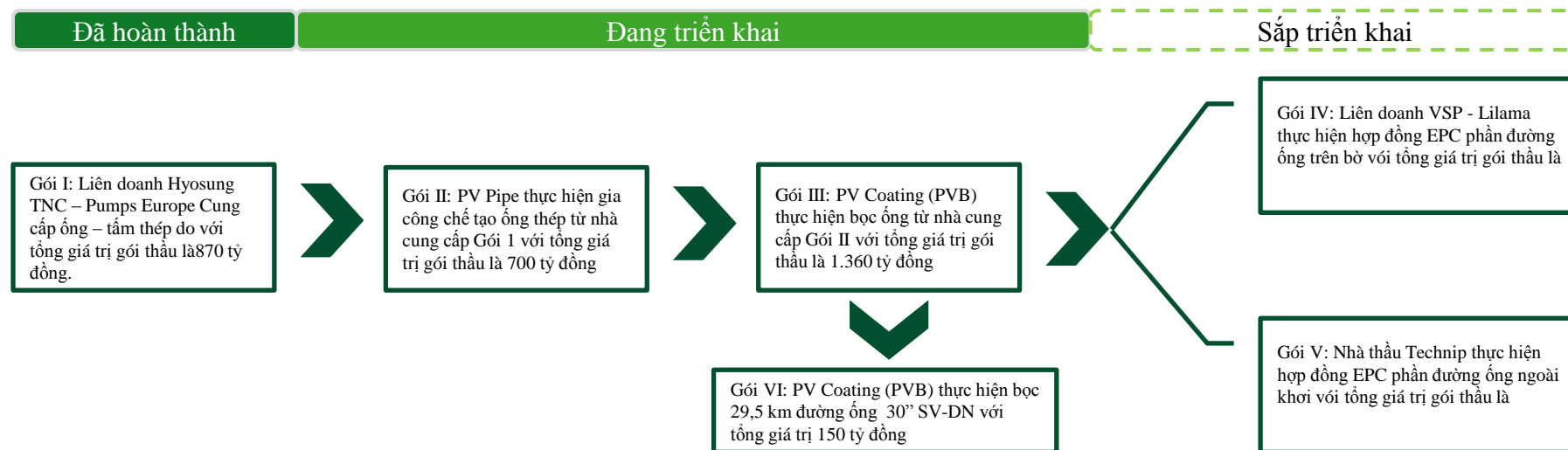


Dự phóng tiêu thụ dầu thô toàn cầu theo giai đoạn



- Hiện tại, nhu cầu tiêu thụ dầu thô cho lĩnh vực vận tải đang chiếm 65% tổng nhu cầu dầu thô trên toàn thế giới. Theo thống kê từ World Bank, tốc độ tiêu thụ các phương tiện vận tải toàn cầu đã liên tục giảm từ 4% trong năm 2017 xuống còn -2% trong năm 2019. Đặc biệt, tốc độ này còn giảm mạnh hơn tại Trung Quốc, thị trường tiêu thụ dầu mỏ lớn nhất thế giới, do ảnh hưởng của nền kinh tế Trung Quốc đang vào giai đoạn suy thoái.
- VCBS đưa ra dự phóng mức giá dầu cho 1H.2020 chỉ dựa trên giả định về tốc độ tăng trưởng nhu cầu dầu thô thế giới và bỏ qua ảnh hưởng của yếu tố nguồn cung. Nguyên nhân là do, VCBS đánh giá yếu tố nguồn cung trên thế giới chịu sự chi phối của các yếu tố địa chính trị, trong khi đó diễn biến giá dầu phản ánh nhiều bởi kỳ vọng của thị trường.
- VCBS đưa ra mức dự báo giá dầu quanh mức 60 – 65 USD/thùng dựa trên mức dự phóng tốc độ tiêu thụ dầu thô toàn cầu ở mức 1.2%, thấp nhất hơn mức trung bình tăng trưởng tiêu thụ dầu thô toàn cầu trong những năm không xảy ra suy thoái và khủng hoảng.

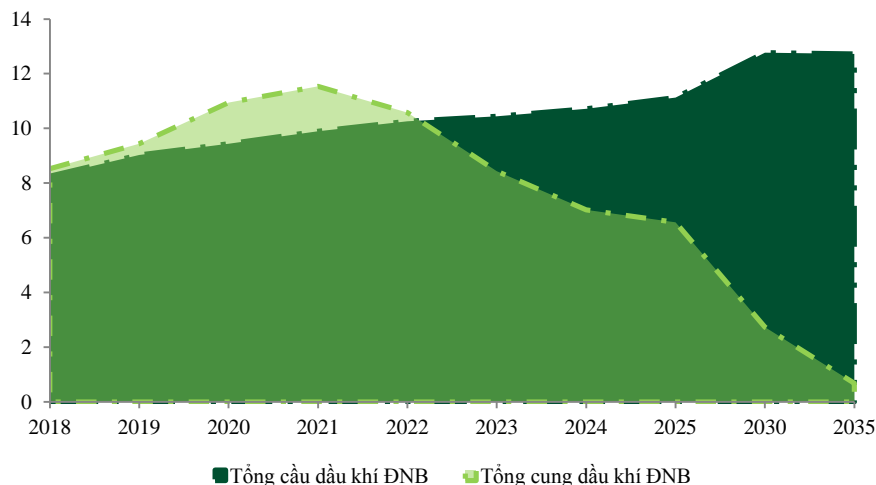
KHU VỰC KHỞI SẮC, TRONG NƯỚC VẪN CHẬM CHẠP



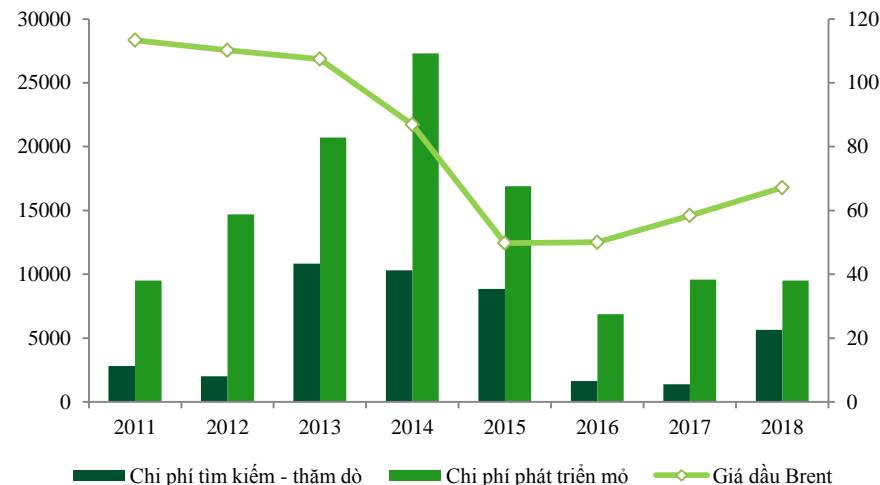
- Trong 2H.2019, mặc dù thị trường dầu khí trong khu vực Đông Nam Á đã bắt đầu sôi động trở lại, đặc biệt tại phân khúc thượng nguồn. Hàng loạt dự án tại các thị trường Malaysia, Indonesia, Philippines trở lại hoạt động khai thác nhờ vào mặt bằng giá dầu đã trên mức hòa vốn. Tuy nhiên, thị trường dầu khí trong nước lại thể hiện một bức tranh có phần ảm đạm hơn với các dự án vẫn tiếp tục được triển khai chậm chạp và nhỏ giọt.
- Các dự án lớn của PVN như Block B – Ô Môn, Cá Rồng Đỏ, Nhiệt điện Thái Bình 2, Sông Hậu 1... vẫn tiếp tục bị tạm hoãn do nhiều nguyên nhân khác nhau nhưng vẫn chủ yếu tập trung vào các vấn đề mà VCBS đã đề cập nhiều trong các báo cáo trước đây như: Pháp luật và quy định hiện hành, cơ cấu tổ chức bộ máy, cơ chế vận hành thị trường, rủi ro địa chính trị...
- Dự án Nam Côn Sơn 2 sẽ là dự án tiêu biểu trong 1H.2019, với khối lượng công việc lớn sẽ là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp như PV Coating (PVB), VSP (Vietsovpetro), PV GAS...

KỲ VỌNG THỊ TRƯỜNG KHẢ QUAN HƠN TỪ ÁP LỰC

Tổng Cung – Cầu Dầu khí ĐNB



Sự tương quan giữ Giá dầu và chi phí dầu khí tại VN



- Dự báo với tốc độ tăng trưởng nguồn cầu dầu thô ở mức 7%/năm, chủ yếu từ nhu cầu sản xuất điện sẽ dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung khí bắt đầu từ năm 2022. PVN đang đẩy nhanh triển khai thị trường mở đối với sản phẩm LNG nhập khẩu thay thế cho nguồn khí thiên nhiên trong nước. **VCBS đánh giá**, hiện tại nhà nước vẫn sử dụng giá điện như một công cụ điều tiết lạm phát. Tuy nhiên, khi thị huy động nguồn lực bên ngoài để đầu tư LNG sẽ một phần gia tăng áp lực lên tỷ lệ lạm phát trong nước, do ảnh hưởng từ biến động giá LNG trên thị trường lên giá điện sản xuất.
- VCBS** kỳ vọng áp lực từ việc thiếu hụt khí sẽ buộc PVN triển khai nhanh hơn các hoạt động thăm dò cũng như phát triển mỏ để bù đắp sản lượng sụt giảm từ các mỏ dầu khí cũ.
- VCBS** tiếp tục giữ mức khuyến nghị **THẬN TRỌNG** đối với **Ngành Dầu khí 1H.2020**, VCBS giữ nguyên chiến lược đầu tư vào những công ty ở phân khúc **Thượng Nguồn** có khối lượng công việc được đảm bảo và ít chịu ảnh hưởng từ yếu tố rủi ro đến từ giá dầu.

Nguồn: BCTC các công ty, VCBS tổng hợp

Hoạt động kinh doanh chính

PVD hoạt động trong lĩnh vực khoan dầu khí thuộc phân khúc thượng nguồn trong chuỗi giá trị của ngành. Doanh thu chính đến từ mảng dịch vụ khoan với tỷ lệ doanh thu đạt tới 40%.

Tuy nhiên trong giai đoạn giá thuê giàn đang ở mức thấp như hiện tại. Nguồn lợi nhuận chính của PVD lại đến từ các mảng dịch vụ kỹ thuật đi kèm dịch vụ khoan.

Cơ cấu cổ đông

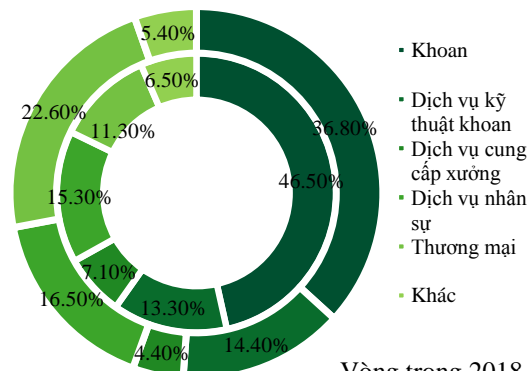
PVD là một trong những cổ phiếu có thanh khoản cao cùng với PVD và GAS đại diện cho nhóm doanh nghiệp dầu khí nằm trong rổ VN 30 Index.

Trong năm 2019, PVD chia cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 10 : 1, nâng tổng số cổ phiếu niêm yết lên 421,544,970 cổ phiếu.

Kết quả kinh doanh

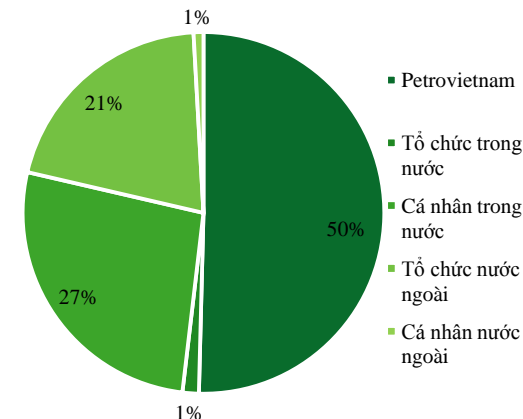
Trong 9T.2019, PVD ghi nhận 1.069 tỷ đồng (-20% yoy) doanh thu và 17 tỷ đồng (-83% yoy) LNST. Sự sụt giảm trong kết quả hoạt động PVD đến từ (1) Thời gian trống để di chuyển của PVD II & PVD VI vượt quá ước tính của VCBS, làm giảm hiệu suất sử dụng giàn chung của PVD; (2) Hiệu quả hoạt động kém hơn từ các công ty liên kết của PVD do không có các khoản hồi tố về dự phòng nợ xấu như trong Q3.2018.

Cơ cấu doanh thu

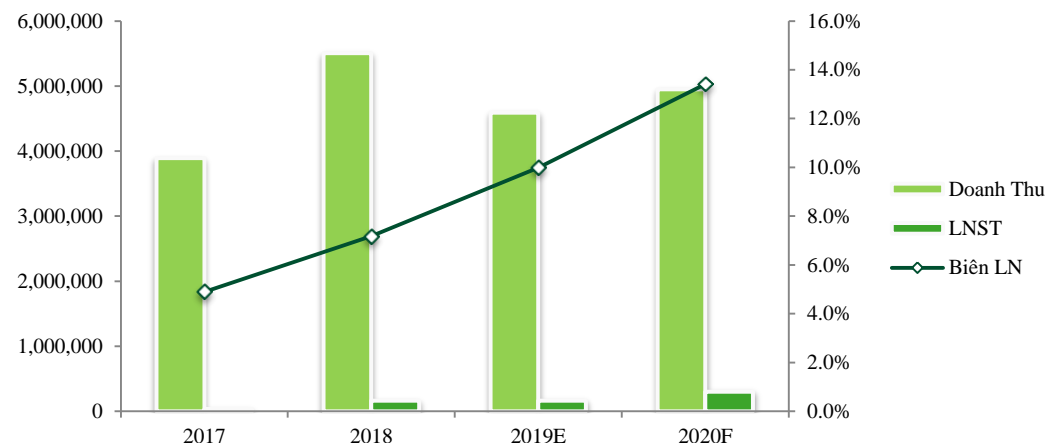


Vòng trong 2018
Vòng ngoài 2019

Cơ cấu cổ đông

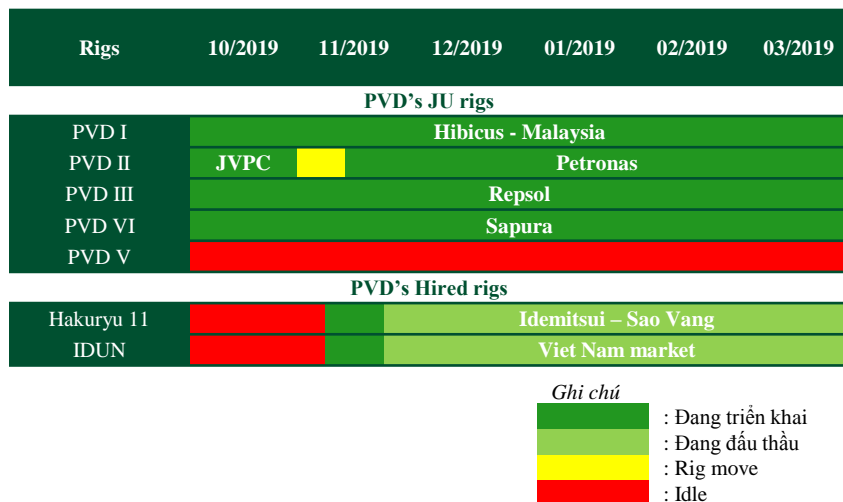


Biến Động Kết Quả Kinh Doanh

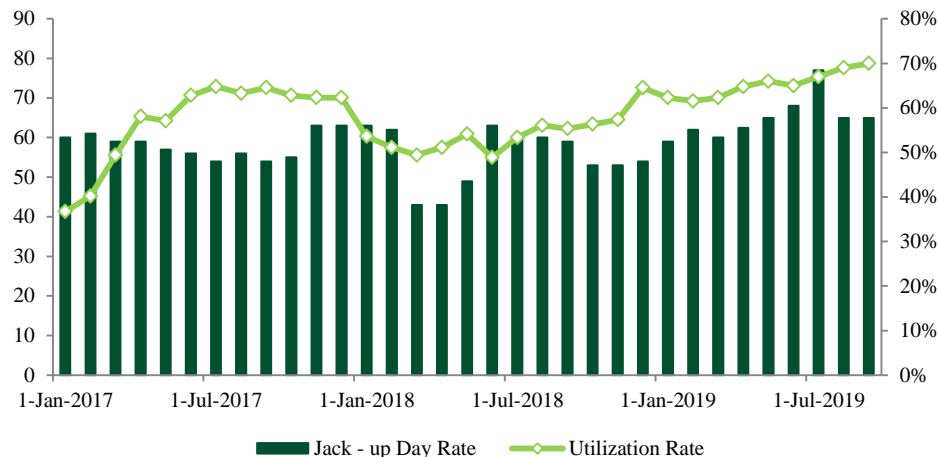


LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hình 1: Kế hoạch Khoan



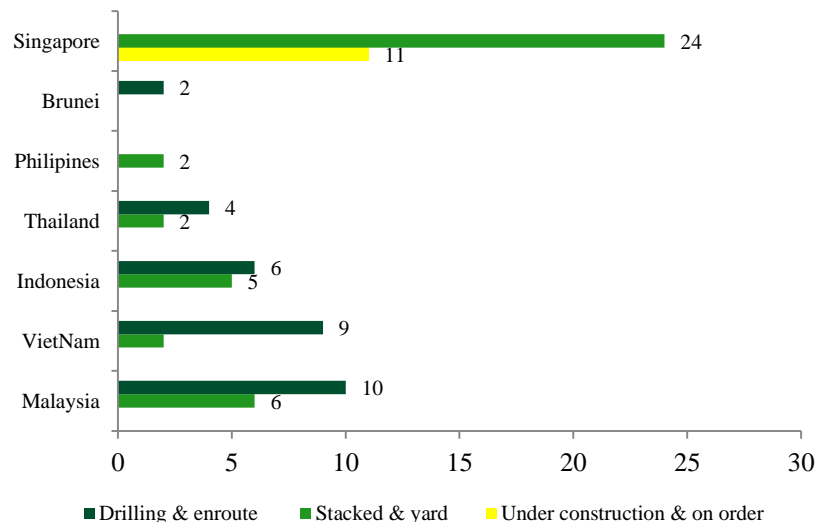
Hình 2: Diễn biến giá thuê giàn khoan Jack - up trong khu vực ĐNA



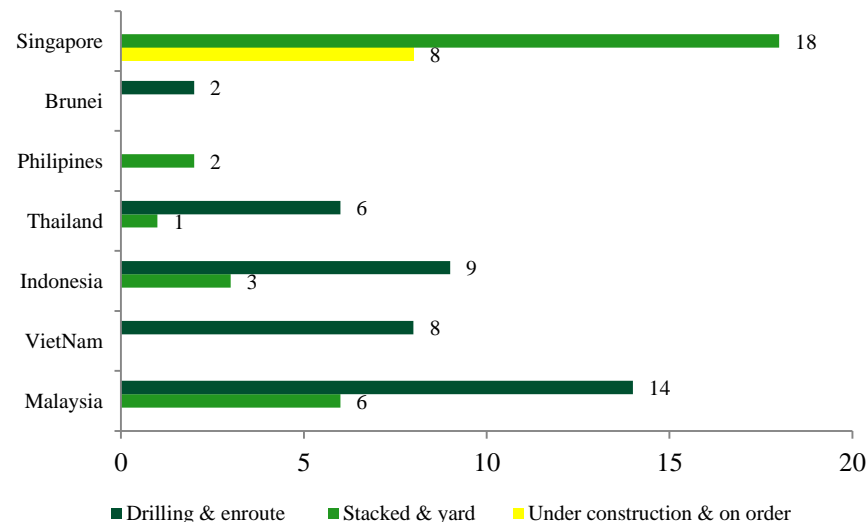
- VCBS tin rằng hiệu suất hoạt động của PVD sẽ tốt lên trong ít nhất là 1H.2020 kể cả trong trường hợp giá Dầu Brent giảm xuống, nhờ và các hợp đồng khoan hiện hữu với giá thuê giàn đã được xác định. PVD xác nhận rằng giá thuê trung bình trong 1H.2020 sẽ đạt ở mức 65.000 USD / ngày so với con số 58.000 USD / ngày trong năm 2019.
- VCBS đánh giá cao việc PVD đang mở rộng thị trường ra các nước bên ngoài lãnh thổ, mặc dù Indonesia, Malaysia đang đặt ra các rào cản chống lại nhà đầu tư nước ngoài thông qua các quy định chặt chẽ hơn. Gần đây nhất, PVD đã ký thành công hợp đồng khoan dài hạn tại thị trường Brunei. Tiếp nối thành công, PVD đang tìm kiếm việc làm mới tại các quốc gia Châu Đại Dương như Úc, New Zealand.
- Như đã đề cập trong phần “Triển vọng Ngành Dầu khí”, VCBS kỳ vọng PVN sẽ gia tăng triển khai các dự án thăm dò và khai thác các mỏ dầu khí mới. VCBS đánh giá thị trường trong nước là thị trường trọng điểm khi mà PVD có thể tối ưu hóa nguồn lực và tỷ suất lợi nhuận nhờ lợi thế trong việc đấu thầu các dịch vụ kỹ thuật cao đi kèm.

RỦI RO

Số giàn khoan JU hoạt động tại DNA 2018



Số giàn khoan JU hoạt động tại DNA 2019



- Nhìn vào biểu đồ trên cho thấy nhu cầu giàn khoan trong khu vực đang tiếp tục tăng. Trong đó, Malaysia, Indonesia, Thái Lan tăng số lượng giàn khoan hoạt động của họ tuy nhiên nhu cầu giàn khoan tại Việt Nam vẫn không có sự tăng trưởng.
- PVD đã hoàn thành tốt trong việc đưa các giàn khoan ra ngoài khu vực và đạt được những hợp đồng dài hạn. Tuy nhiên, những quy định về việc sử dụng nguồn lực nội địa tại các thị trường nước ngoài đã ảnh hưởng không nhỏ đến biên lợi nhuận của các mảng dịch vụ đi kèm, đang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu lợi nhuận của PVD trong giai đoạn giá thuê giàn vẫn ở mức không quá cao như trong giai đoạn 2014 – 2015.
- VCBS nhận thấy chất lượng lợi nhuận của PVD liên tục giảm qua các năm do các khoản hoàn nhập và hồi tố chiếm tỷ trọng lớn

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF 16.888

Phương pháp P/B 20.878

GIÁ MỤC TIÊU

18.883 /CP

UPSIDE

+25,8%

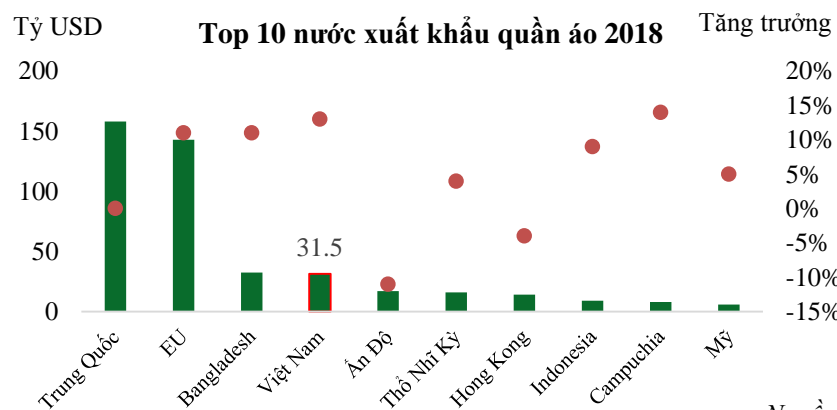


DỰ PHÓNG

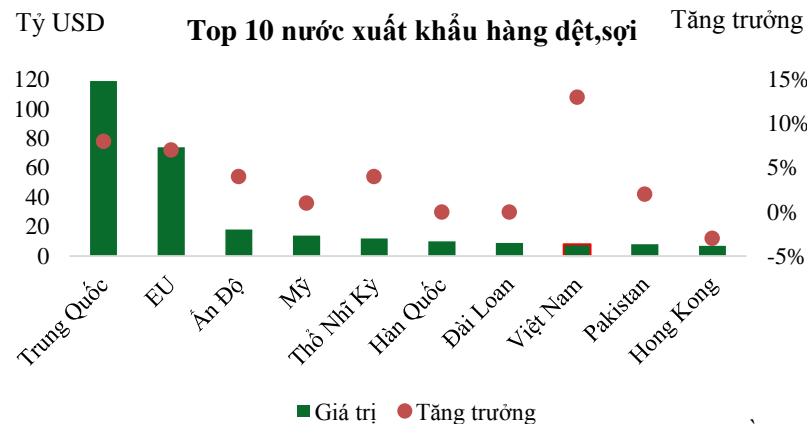
Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	5.503	4.592	5.648
+/- yoy (%)	41,4%	-16,6%	7,8%
LNST	163,4	166,1	301,5
+/- %	359%	1,7%	81,5%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	447	453	822

NGÀNH DỆT MAY

Xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc tiếp tục



Nguồn: WTO



Nguồn: WTO

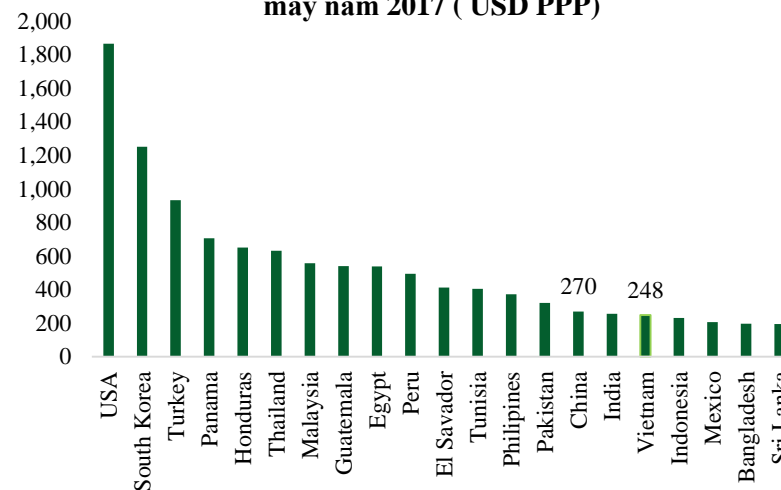
Theo số liệu của WTO, giá trị xuất khẩu hàng dệt và quần áo của thế giới năm 2018 lần lượt đạt 315 tỷ USD và 505 tỷ USD với mức tăng trưởng lần lượt 6,4% và 11,1% so với 2017. Trong khi đó, giá trị xuất khẩu hàng quần áo của Trung Quốc năm 2018 chỉ đạt xấp xỉ năm 2017 là 158 tỷ USD.

Đơn hàng dịch chuyển dần sang một số nước để hạn chế rủi ro khi tập trung địa điểm sản xuất tại một chỗ và có mặt bằng chi phí nhân công thấp hơn.

Mặc dù đơn hàng dịch chuyển khỏi Trung Quốc, nhưng ngành công nghiệp phụ trợ vẫn phụ thuộc chính vào Trung Quốc, EU với tổng thị phần xuất khẩu năm 2018 đạt 61,1% với tốc độ tăng lần lượt là 8% và 7% yoy.

Trung Quốc vẫn là nước có giá trị xuất khẩu hàng dệt may lớn nhất thế giới.

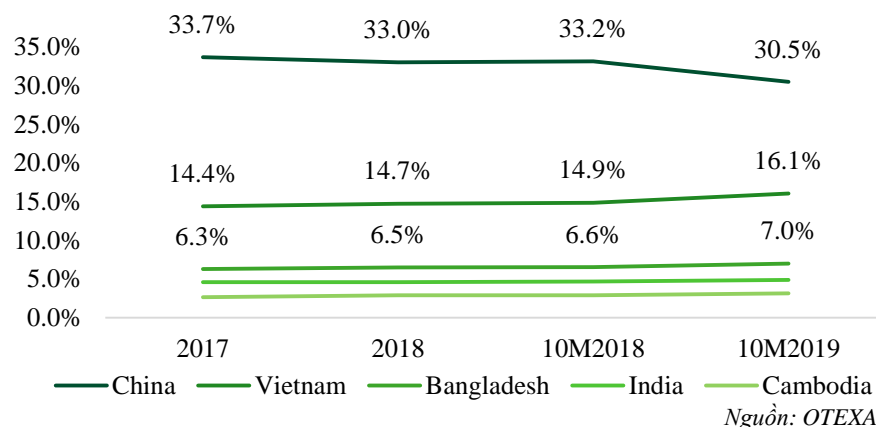
Lương bình quân của công nhân ngành dệt may năm 2017 (USD PPP)



Nguồn: Shenglu fashion

Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung là chất xúc tác đẩy nhanh quá trình này

Tỷ trọng xuất khẩu quần áo vào Mỹ

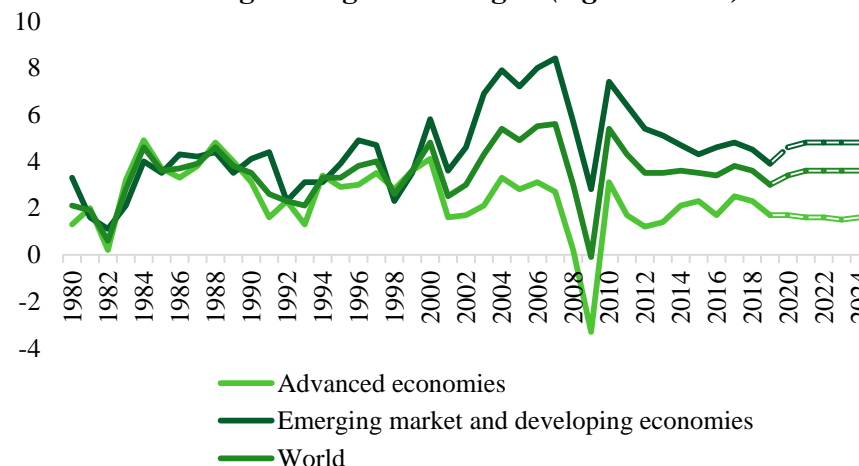


Năm 2019, tỷ trọng giá trị hàng quần áo từ Trung Quốc xuất khẩu vào Mỹ đã giảm mạnh từ 33,2% cùng kỳ còn 30,9%, đạt 22,1 tỷ USD (-5,6% yoy). Ngành dệt may Việt Nam đã tăng 1,2% thị phần lên 16,1% trong 9 tháng đầu năm 2019. Giá trị quần áo xuất khẩu của Bangladesh tăng 10% yoy và đạt thêm 0,4% thị phần lên 7%. Campuchia cũng đạt thêm 0,3% thị phần nhờ mức tăng trưởng 10,3% yoy, đạt 2,3 tỷ USD.

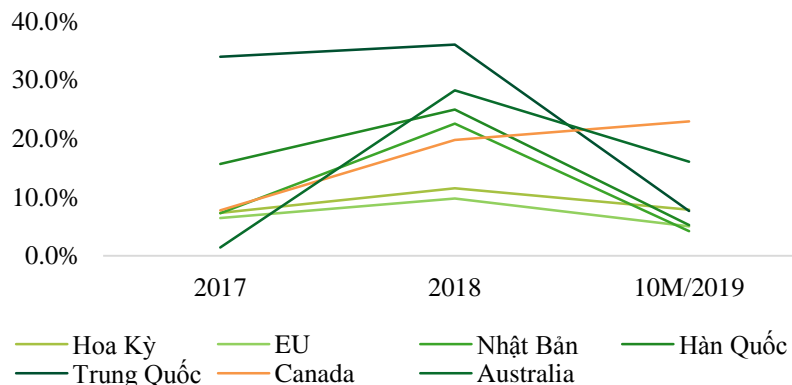
Tuy nhiên lo ngại về tăng trưởng kinh tế thế giới sẽ ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may

GDP Châu Âu năm 2019 được EC dự đoán chỉ tăng 1,2% so với 1,8% năm 2018. Trung Quốc đã có quý tăng trưởng thấp nhất trong vòng 30 năm trở lại đây với GDP quý 3 chỉ tăng 6%. Sự giảm tốc của các nền kinh tế tiêu thụ hàng dệt may lớn trên thế giới giảm tốc ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may. Chính vì vậy, các nhà bán lẻ đã cẩn trọng hơn trong việc đặt hàng với số lượng và giá trị nhỏ hơn so với thời gian trước để nhanh chóng thích ứng với điều kiện thị trường.

Tăng trưởng GDP thế giới (Nguồn: IMF)

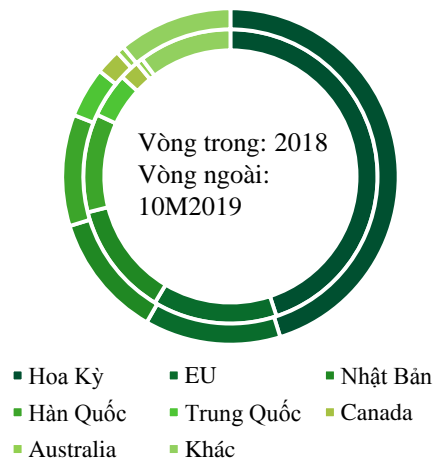


Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu tới các thị trường



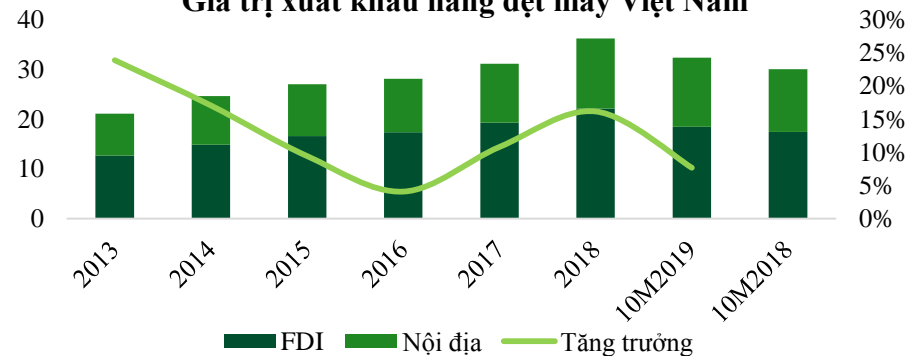
Nguồn: Tổng cục hải quan

Tỷ trọng xuất khẩu hàng dệt may qua các nước



Nguồn: Tổng cục hải quan

Giá trị xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam



Nguồn: VITAS, TCHQ

- Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc là bốn thị trường quan trọng nhất của ngành dệt may Việt Nam, đặc biệt là Mỹ chiếm tới 45,2% tổng giá trị xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam.
- Theo số liệu của Tổng cục Hải Quan, xuất khẩu Dệt may Việt Nam trong 10T.2019 chỉ tăng 8%, khá thấp so với 16% của năm 2018.
- Xuất khẩu vào Mỹ chứng kiến sự giảm tốc, tăng trưởng 8% so với 11% năm 2018 nhưng thị phần vẫn gia tăng do chủ yếu là các nước như Trung Quốc, Mexico giảm giá trị xuất khẩu vào Mỹ.
- Theo số liệu Tổng cục Hải Quan, xuất khẩu dệt may vào EU, Nhật Bản, Hàn Quốc giảm tốc, lần lượt tăng 5%, 4,2%, 5,2% sau khi tăng trưởng mức tốt năm 2018 lần lượt với 9,8%, 22,5% và 24,9%. Điểm sáng là thị trường Canada tăng trưởng mạnh nhất với 22,9% với hiệu ứng từ CPTPP (sẽ giảm toàn bộ thuế từ năm 2023) nhưng quy mô xuất khẩu vẫn còn khá nhỏ.
- Xuất khẩu của doanh nghiệp FDI chiếm khoảng 60% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may mặc dù số lượng doanh nghiệp chỉ khoảng 20% do quy mô lớn hơn các doanh nghiệp nội địa.

DIỄN BIẾN NGÀNH: XNK TẠI VIỆT NAM

Giá sợi thị trường Trung Quốc

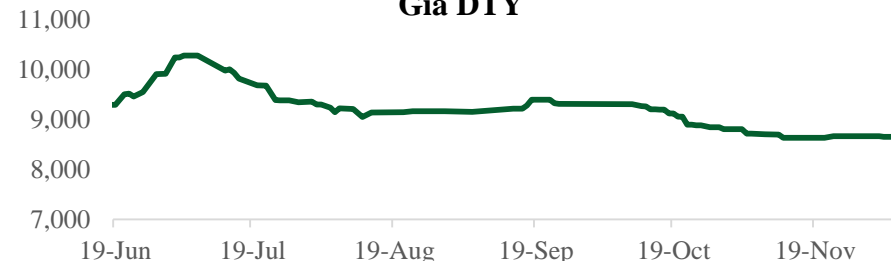
Mainstream prices of benchmark POY, FDY & DTY (Zhejiang, Jiangsu, Fujian, Shandong)

In Yuan per Metric Ton and US\$ per Kilo

	POY	DTY	FDY	POY	DTY	FDY
	China index	China index	China index	China index	China index	China index
	150D/48F	150D/48F	68D/24F	150D/48F	150D/48F	68D/24F
	Yuan/MT	Yuan/MT	Yuan/MT	US\$/Kg	US\$/Kg	US\$/Kg
2-Dec	6,935	8,6	7,65	0.99	1.22	1.09
3-Dec	6,935	8,6	7,65	0.99	1.22	1.09
4-Dec	6,935	8,6	7,65	0.98	1.22	1.08
5-Dec	6,86	8,6	7,65	0.97	1.22	1.08
6-Dec	6,86	8,6	7,65	0.97	1.22	1.09
1-Day Change	0	0	0	0.00	0.00	0.00
1-Day Chge (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.15%	0.15%
1-Week Change	-125	0	0	-0.02	0.00	0.00
1-Week Chge (%)	-1.79%	0.00%	0.00%	-1.98%	-0.20%	-0.20%
4-Week Change	-25	-50	-50	-0.01	-0.02	-0.02
4-Week Chge (%)	-0.36%	-0.58%	-0.65%	-1.19%	-1.40%	-1.47%
3-Month Chge (%)	-11.60%	-6.52%	-12.07%	-10.37%	-5.22%	-10.84%
1-Year Chge (%)	-19.95%	-17.31%	-21.54%	-22.11%	-19.53%	-23.65%

Nguồn: *Emergingtextile.com*

Giá DTY



Nguồn: *Sunsir*

- Trung Quốc chiếm 37,6% thị phần xuất khẩu dệt, sợi toàn thế giới.
- Giá sợi tổng hợp tại thị trường Trung Quốc đã giảm 19%-24% trong năm 2019 nguyên nhân do:
 - Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung: mặt hàng sợi, vải của nước này đã bị đánh thuế lên tới 25% từ tháng 5/2019 (Mỹ nhập khoảng 10% tổng xuất khẩu dệt, sợi của Trung Quốc).
 - Tháng 5/2019, Mỹ áp tiếp thuế chống trợ cấp tạm thời đối với sợi Polyester từ 32% lên 460%. Tháng 7/2019, Mỹ áp thêm thuế chống bán phá giá tạm thời đối với sợi Polyester ở mức 65%.
 - Chính phủ Trung Quốc đóng cửa các nhà máy dệt nhuộm đã ảnh hưởng tới môi trường.
- Theo đó, các nhà sản xuất sợi Việt Nam buộc phải giảm giá sợi tương ứng (giảm 15%-25% so với cùng kỳ) để cạnh tranh với các nhà sản xuất Trung Quốc.
- Giá sợi vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi do Trung Quốc tiếp tục bán phá giá và trợ cấp cho sợi của Trung Quốc.

DIỄN BIẾN NGÀNH: KQKD NGÀNH

- Tổng doanh thu của các doanh nghiệp dệt may niêm yết 9T.2019 sụt giảm 2,7%, tổng lợi nhuận sau thuế sụt giảm 11,2% so với cùng kỳ.
- Các doanh nghiệp may mặc chỉ có 3 công ty có mức tăng trưởng tốt về doanh thu và lợi nhuận là: TDT, TNG, MSH.
- Các doanh nghiệp có biên lợi nhuận giữ vững hoặc tăng như: TDT, MSH, STK, EVE đều chủ yếu do thay đổi cơ cấu sản phẩm với biên lợi nhuận tốt hơn.
- Các doanh nghiệp sản xuất sợi sụt giảm mạnh về biên lợi nhuận gộp như ADS, FTM. Đối với STK, biên lợi nhuận gộp mảng sợi nguyên sinh cũng bị sụt giảm nhưng được bù đắp rất lớn từ sợi tái chế nên biên lợi nhuận gộp 9T.2019 vẫn gia tăng 1,3% so với cùng kỳ năm 2018.
- Các doanh nghiệp có hoạt động sản xuất sợi sụt giảm cả doanh thu lẫn lợi nhuận như: TVT, TCM, ADS và FTM.

STT	Năm 2018			Năm 2019			Tăng trưởng	
	Doanh thu (tỷ đồng)	LNG (%)	LNST (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNG (%)	LNST (tỷ đồng)	Doanh thu (%)	LNST (%)
TDT	221	20,3%	16	308	20,3%	22	39,3%	40,0%
TNG	2.727	17,5%	130	3.568	16,8%	174	30,9%	33,5%
MSH	2.986	19,4%	273	3.457	20,3%	357	15,8%	30,7%
STK	1.782	14,3%	131	1.656	15,6%	161	-7,0%	22,7%
PPH	2.647	9,1%	184	2.546	9,0%	188	-3,8%	2,3%
GIL	1.607	16,0%	89	1.755	14,5%	91	9,2%	2,2%
X20	593	13,0%	12	684	12,7%	12	15,3%	0,3%
HTG	3.366	8,7%	81	3.224	7,8%	80	-4,2%	-1,8%
HUG	530	39,0%	79	549	38,7%	72	3,4%	-8,7%
TVT	1.828	11,5%	85	1.606	10,9%	74	-12,1%	-13,2%
VGG	7.427	11,3%	350	6.419	12,1%	293	-13,6%	-16,4%
VGT	14.469	10,0%	671	13.519	8,2%	534	-6,6%	-20,4%
TCM	2.827	17,6%	213	2.790	15,4%	154	-1,3%	-28,0%
GMC	1.510	17,2%	105	1.338	16,2%	70	-11,4%	-33,1%
EVE	827	32,5%	60	720	33,1%	36	-13,0%	-39,5%
ADS	1.295	8,5%	55	1.243	3,6%	3	-4,0%	-94,2%
FTM	825	11,5%	29	810	1,1%	(43)	-1,7%	-250,7%
Tổng	47.466		2.564	46.192		2.278	-2,7%	-11,2%

Nguồn: Fiinpro, VCBS

- ❖ Xu hướng dịch chuyển hợp đồng sản xuất may mặc khỏi Trung Quốc tiếp diễn sẽ đem lại nguồn đơn hàng dồi dào hơn cho năm 2020.
- ❖ Kỳ vọng sự phục hồi của giá sợi khi Trung Quốc giảm bán phá giá trong năm 2020.
- ❖ Xu hướng thời trang thân thiện với môi trường.
- ❖ Đầu tư hoàn thiện chuỗi giá trị để hưởng lợi từ các FTA như CPTPP hay EVFTA...
- ❖ VCBS lựa chọn những doanh nghiệp có lợi thế nhận được các đơn hàng từ Trung Quốc dịch chuyển sang như: chưa chạy tới đa công suất và có khả năng mở rộng thêm, đã xác nhận những khách hàng mới và các công ty có khả năng sản xuất các sản phẩm thân thiện với môi trường.

Hoạt động kinh doanh chính

May thời trang xuất khẩu (90% doanh thu) và sản xuất, phân phối chăn ga gối đệm thương hiệu SÔNG HỒNG (10% doanh thu).

Cơ cấu cổ đông

Ông Bùi Đức Thịnh và Bùi Việt Quang chiếm 31%, công ty tổ chức FPTSC chiếm 12,96%, bà Nguyễn Thị Đào chiếm 7,4% và các cổ đông khác.

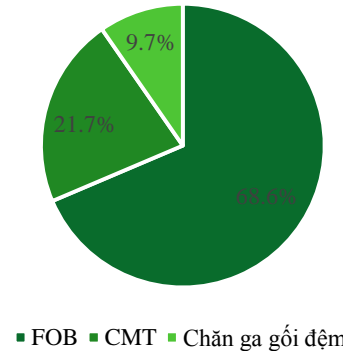
Kết quả kinh doanh

Công ty ghi nhận KQKD 9T.2019 khá tích cực với doanh thu tăng trưởng tốt đạt 3.457 tỷ đồng (+15,8% yoy, đạt 80,4% KH năm) do giá trị hợp đồng của các khách hàng hiện hữu tăng.

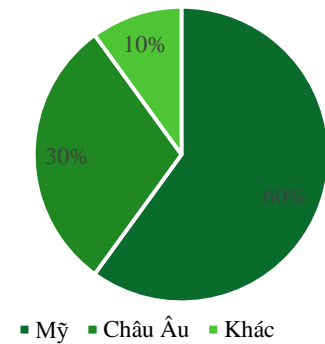
Lợi nhuận gộp trong 9T.2019 đạt 701,6 tỷ đồng (+21% yoy). Biên lợi nhuận gộp tăng 0,9% so với cùng kỳ lên 20,3% do tiếp tục tăng tỷ trọng FOB trên tổng doanh thu lên khoảng 75,3% so với 68,6% năm 2018.

LNST 9T.2019 tăng trưởng tốt, đạt 356,94 tỷ đồng (+30,7% yoy, đạt 92% KH năm) với nỗ lực giảm chi phí hoạt động, chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá.

Cơ cấu doanh thu năm 2018

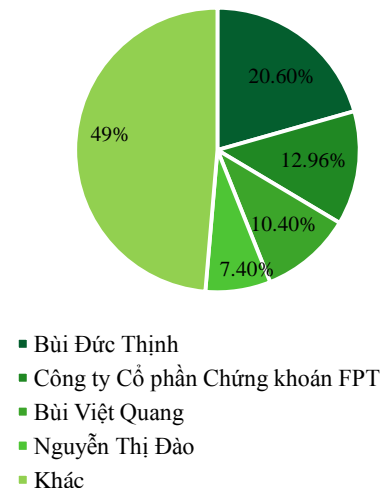


Cơ cấu doanh thu thời trang theo thị trường



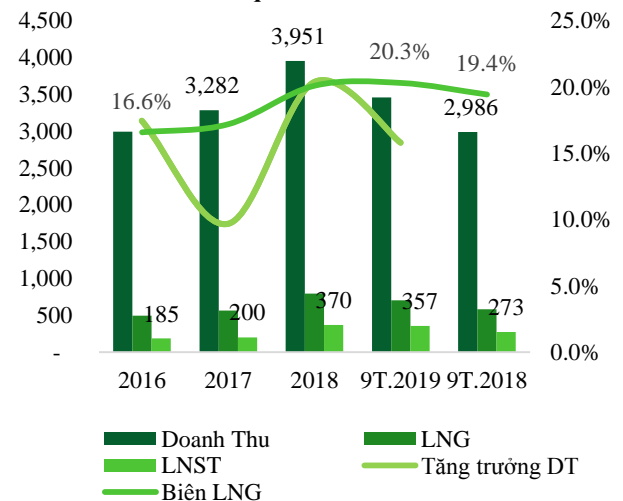
Nguồn: MSH

Cơ cấu cổ đông tới ngày 5/12/2019



Tỷ đồng

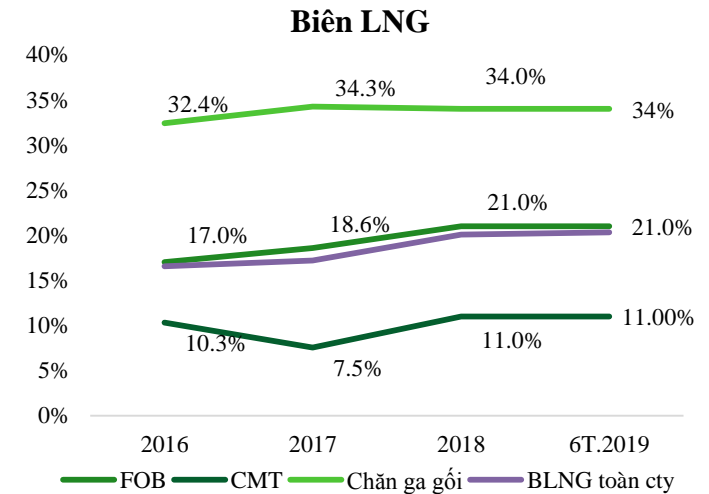
Kết quả kinh doanh



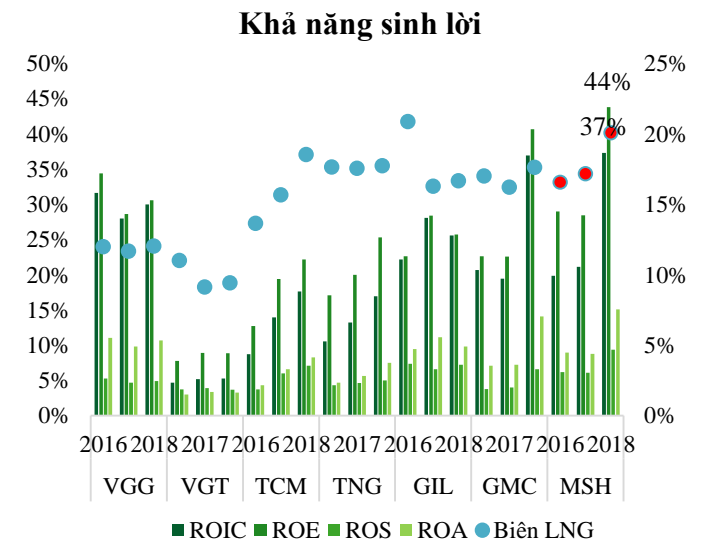
Nguồn: Fiiipro, MSH, VCBS

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Hưởng lợi luồng dịch chuyển hợp đồng sản xuất hàng dệt may ra khỏi Trung Quốc.** Năm 2017, khách hàng Haddad Brand bắt đầu hợp tác và năm 2019 đã chiếm 15%-18% tổng doanh thu. Dự kiến từ tháng 4/2020 sẽ bắt đầu sản xuất cho chuỗi siêu thị Walmart với giá trị hợp đồng lên tới 30-50 triệu USD và hướng tới 100 triệu USD từ năm 2020-2021 với lượng hợp đồng trải đều trong năm.
- **Tăng tỷ trọng sản xuất FOB giúp tăng doanh thu và lợi nhuận/đơn vị sản xuất.** Theo đó, với 1 đơn vị sản xuất CMT chuyển sang FOB sẽ tăng 2,4 lần doanh thu và biên lợi nhuận gộp có thể tăng từ 10%-14% lên tới 18%-20%. Dự kiến doanh thu mảng FOB sẽ chiếm trên 80% vào năm 2021.
- **Các dây chuyền sản xuất FOB trong năm 2019 hoạt động 60% công suất.**
- **Sản phẩm Chăn ga gối đệm:** MSH đã đáp ứng đầy đủ các điều kiện để xuất đi các nước trong khu vực Châu Á như Hàn Quốc, Nhật Bản. MSH đã bắt đầu xuất khẩu sang Nhật Bản trong năm 2019 và bắt đầu đẩy mạnh xuất khẩu sang các nước trong khu vực Châu Á từ năm 2020. Dự kiến năm 2020 sẽ đưa ra bộ nhận diện thương hiệu mới phù hợp hơn.
- **Nhà máy May Sông Hồng 10 dự kiến đưa vào hoạt động cuối năm 2020** với 40 chuyền may, sẽ giúp tăng công suất thêm 25% tại Nghĩa Hưng, là động lực tăng trưởng cho dài hạn, đáp ứng được lượng đơn hàng tăng lên. Dự kiến năm 2021 sẽ hoạt động 50% công suất và tiến tới điểm hòa vốn.
- **Nghị quyết ĐHCĐ, cổ tức năm 2019 là 40-45% vốn điều lệ** được hỗ trợ từ năng lực tài chính tốt và dòng tiền hoạt động kinh doanh mạnh mẽ, lợi tức ở mức tốt (7,3 - 8,3%/năm – tương đương với lãi ngân hàng).

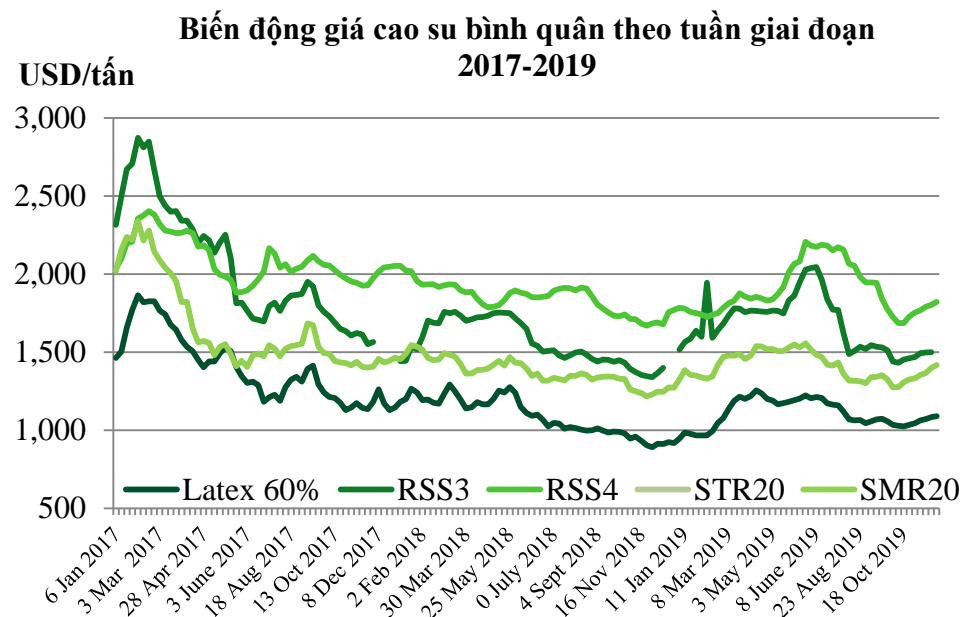
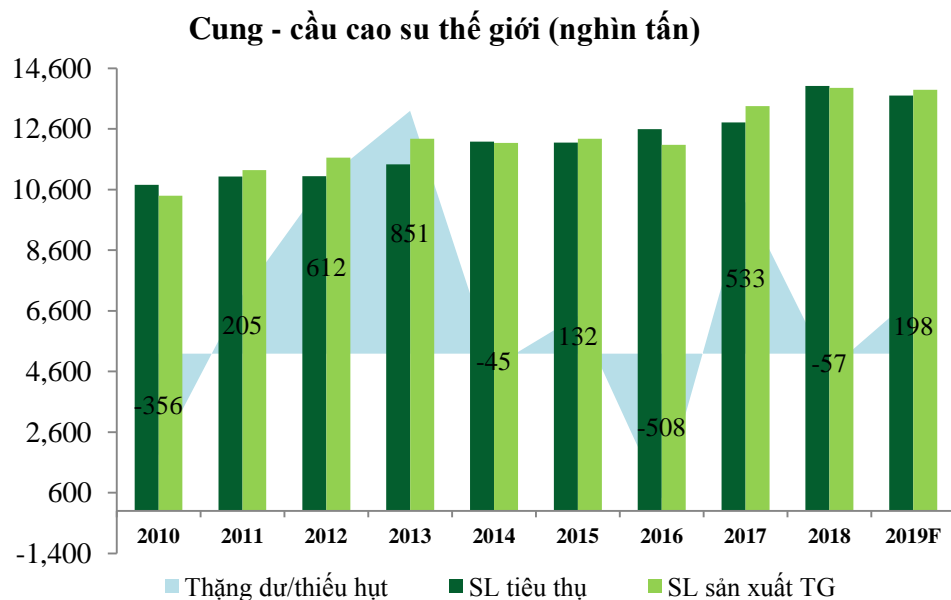


Nguồn: MSH,



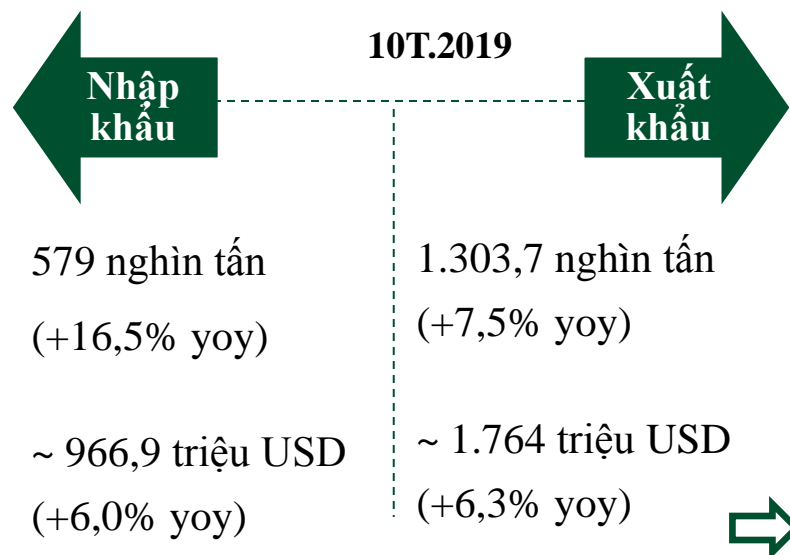
NGÀNH CAO SU

- Từ năm 2011, thị trường cao su tự nhiên thế giới rơi vào tình trạng cung vượt cầu, đỉnh điểm là năm 2013 với thặng dư cao su trên toàn TG đạt mức 851 nghìn tấn. Giá cao su cũng không ngừng lao dốc trong giai đoạn này.
- Năm 2019, do giá cao su thấp, nhu cầu kém từ Trung Quốc và điều kiện thời tiết không thuận lợi, sản lượng cao su tự nhiên được dự báo chỉ tăng 0,2% và được dự báo thặng dư 198 nghìn tấn.
- Giá cao su giảm do hai quốc gia tiêu thụ hàng đầu là Trung Quốc và Ấn Độ đã giảm sức tiêu thụ trong 2019. Mức tiêu thụ được dự báo đạt 13.699 triệu tấn, giảm 1,1% yoy. Trung Quốc chiếm 40% tiêu thụ toàn cầu nên cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung và hoạt động kinh tế Trung Quốc chậm lại đã ảnh hưởng lớn đến giá cao su tự nhiên.



Nguồn: ANRPC, VCBS tổng hợp

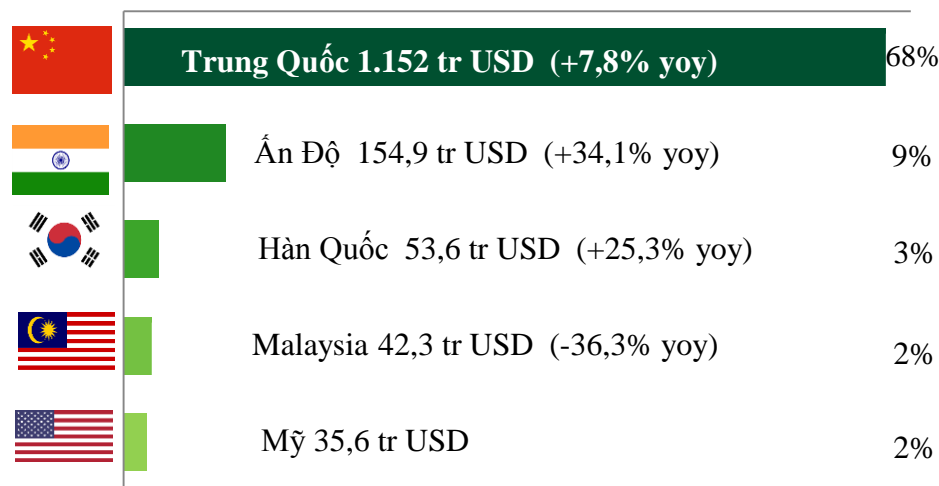
TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU VIỆT NAM: TIÊU CỰC



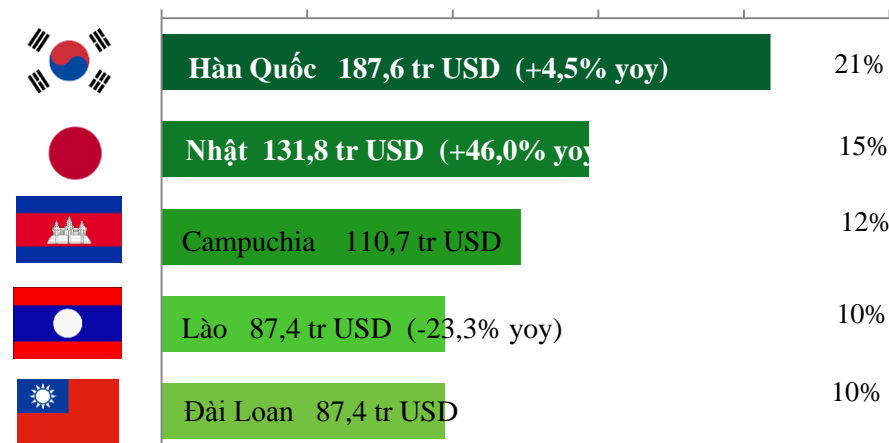
- Việt Nam có sản lượng cao su đứng thứ 3 TG. Và Trung Quốc là thị trường xuất khẩu lớn nhất của VN.
- Do diện tích cao su tăng nhanh trong 2005-2012 nên diện tích thu hoạch cao su tiếp tục tăng từ năm 2017-2025 kéo theo nguồn cung ở mức cao và giá tiếp tục thấp.
- Trong 8 năm từ 2011-2018, diện tích cao su tăng nhanh từ 801.600 ha đến 965.000 ha, dư 165.000 ha so với quy hoạch.

Nhu cầu tái cơ cấu là bức thiết: vì vậy Tập đoàn Cao su Việt Nam có định hướng giảm diện tích trồng cao su xuống bằng cách chuyển sang nông nghiệp công nghệ cao và phát triển khu công nghiệp.

TOP 5 thị trường XK CS VN 10M.2019



TOP 5 thị trường NK CS VN 10M.2019



MỘT SỐ MÃ CAO SU ĐÃ NIÊM YẾT:

	PHR	DPR	TRC
Tỷ lệ sở hữu của GVR	66,62%	55,81%	60,0%
Diện tích CS tại CT mẹ	12.815	8.844	6.637
Diện tích CS tại Lào/CPC	7.664	6.510	6.419
Diện tích khai thác mẹ	6.099 (~ 48%)	6.218 (~70%)	3.986 (~60%)
Diện tích KTCB	5.678 (~52%)	5.678 (~ 30%)	2.650 (~ 40%)
Tỷ trọng cao su/DTT (9T.2019)	63%	67%	87%
Tỷ trọng KCN/DTT (9T.2019)	32%	4%	0%
Biên LNG	24,9%	27,1%	14,6%
Biên LNR	56,1%	18,8%	19,0%
Nợ/VCSH	81%	51%	23%
Nợ/TTS	45%	34%	19%
EPS trailing	6.212	4.013	3.681
P/E trailing	8,84	10,84	11,41
Giá trị sổ sách	22.750	47.260	52.640
P/B	2,41	0,92	0,80
Cổ tức tiền mặt 2019	VND 4.000	VND 5.000	VND 1.500
DT chuyển đổi mục đích 2020-2025			
Nông nghiệp CNC (ha)	2.500		1.200
KCN, khu đô thị, dân cư (ha)	7.500	317	550

Hoạt động kinh doanh chính

Lĩnh vực chính kinh doanh chính là khai thác cao su tự nhiên với tỷ lệ doanh thu đạt tới 63% tổng DTT. PHR có diện tích vườn cao su tại Việt Nam lớn thuộc TOP 5 các DN cao su thuộc Tập đoàn.

Nguồn lợi nhuận chính đến từ mảng cao su và cho thuê khu công nghiệp. Năm 2019, PHR đã thay đổi cơ cấu lợi nhuận đến từ mảng cho thuê KCN là chính so với năm 2018 thì mảng cao su tự nhiên chiếm tỷ trọng 79%.

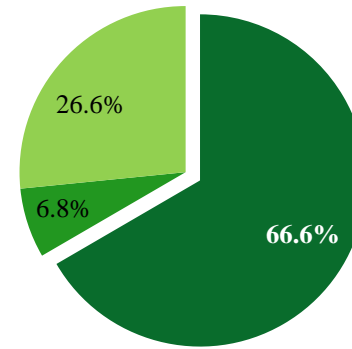
Cơ cấu cổ đông

Trong năm 2019 PHR không có thay đổi cơ cấu cổ đông.

Kết quả kinh doanh

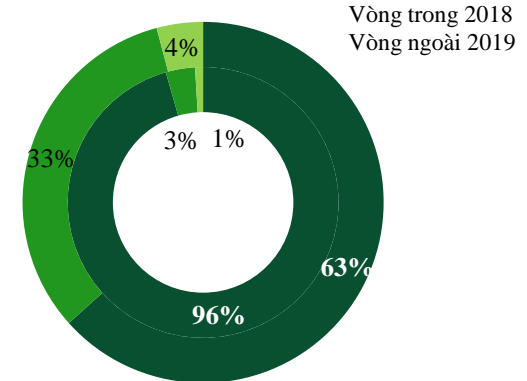
KQKD 9T2019 đạt DTT 1.159,1 tỷ đồng (+31,1% yoy); LNST đạt 650,1 tỷ đồng (+63,5% yoy) nhờ vào nhận đền bù chuyển nhượng đất cho VSIP III và Nam Tân Uyên và do hạch toán một lần đối với dịch vụ cho thuê đất tại KCN Tân Bình.

Cơ cấu cổ đông



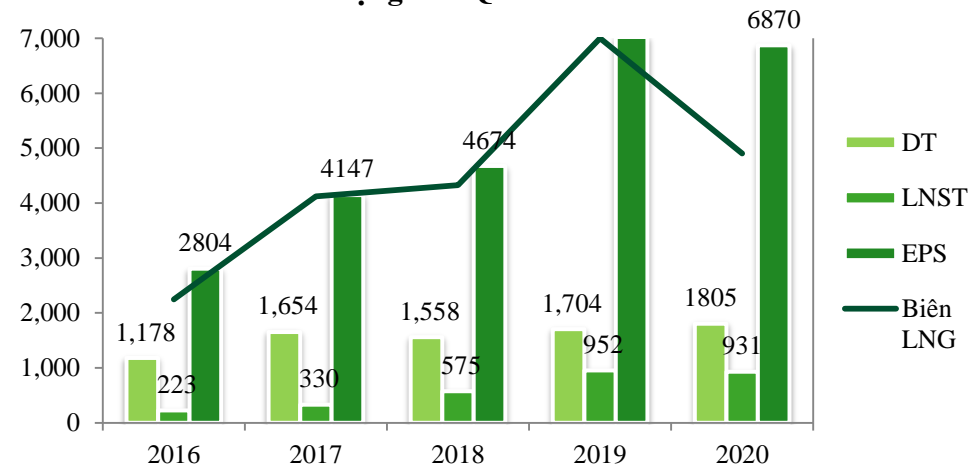
■ GVR ■ Nước ngoài ■ Khác

Cơ cấu doanh thu



■ Mủ cao su+CB gỗ ■ KCN Tân Bình ■ Khác

Biến Động Kết Quả Kinh Doanh



- Mảng cao su: gặp nhiều khó khăn do giá cao su ở mức thấp, vườn cây tại Campuchia hiện vẫn đang lỗ nhẹ. Tuy nhiên, lợi nhuận từ thanh lý gỗ vẫn duy trì ở mức cao bù đắp cho hoạt động khai thác mỏ.
- Lợi nhuận từ bồi thường đất chuyển sang KCN sẽ là nguồn thu chính cho PHR và duy trì ở mức cao trong ít nhất 3 năm tới.
- Mảng cho thuê KCN: tiềm năng lớn nhờ hưởng lợi từ vị trí đắc địa tại tỉnh Bình Dương cùng làn sóng dịch chuyển các nhà máy ra khỏi Trung Quốc sang Việt Nam.

Kế hoạch chuyển đổi mục đích sử dụng đất	GD 2020-2025	GD 2026-2030	Một số thông tin về chuyển đất sang KCN đã nằm trong quy hoạch:	DT (ha)	Giá đền bù (tỷ/ha)
Nông nghiệp CNC	1.500 ha	2.500 ha	Nam Tân Uyên mở rộng	345	2,5
			Tân Lập GD 1	200	2,5
			VSIP III	691	1,3
KCN, khu đô thị và dân cư	2.800 ha	7.500 ha	+ Từ đất		1,2
			+ 20% LN từ VSIP		
			+ Góp vốn 20%		

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF:

59.951

GIÁ MỤC TIÊU

59.951 /CP

UPSIDE

+9,8%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU PHR



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	1.558	1.704	1.805
+/- yoy (%)	-5,8%	9,4%	5,9%
LNST	575	952	931
+/- %	+73,9%	65,6%	-2,2%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	4.674	7.024	6.870

Hoạt động kinh doanh chính

Lĩnh vực chính kinh doanh chính là lốp xe tải với tỷ lệ doanh thu đạt tới 82%, còn lại là lốp xe đạp, xe máy và sẫm xe.

Trước đây nguồn lợi nhuận chính đến từ mảng lốp bias, tuy nhiên gần đây tỷ trọng lợi nhuận gộp từ lốp radial đã ngày càng tăng cao, 9T.19 chiếm tỷ trọng 19% so với mức 9% của năm ngoái.

Cơ cấu cổ đông

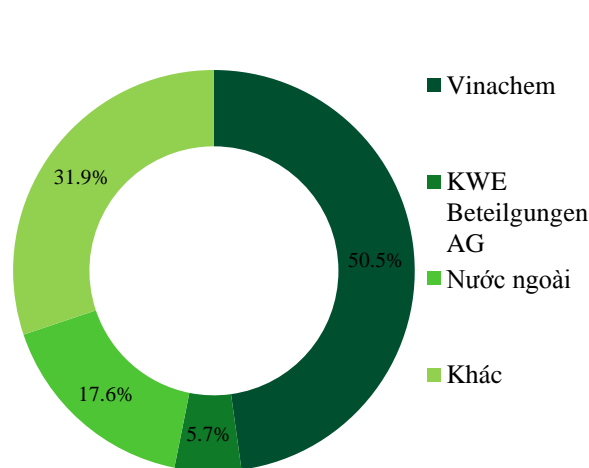
Không có thay đổi nhiều so với năm ngoái.

Kết quả kinh doanh

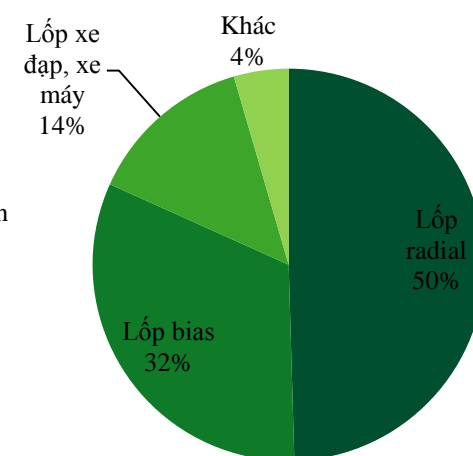
DTT đạt 2.890,6 tỷ đồng (+13,3% yoy, hoàn thành 70,7% KH), LNTT đạt 212,2 tỷ đồng (+59,4% yoy, hoàn thành 134,8% KH). LNST đạt 169,8 tỷ đồng (+60,1% yoy).

KQKD khả quan nhờ vào việc bán hàng lốp radial đã tiệm cận với công suất thiết kế (92%). Nhà máy lốp GD II với suất đầu tư giảm chưa bằng ½ GD 1 đã giúp giảm chi phí cố định trên mỗi đầu sp lốp radial.

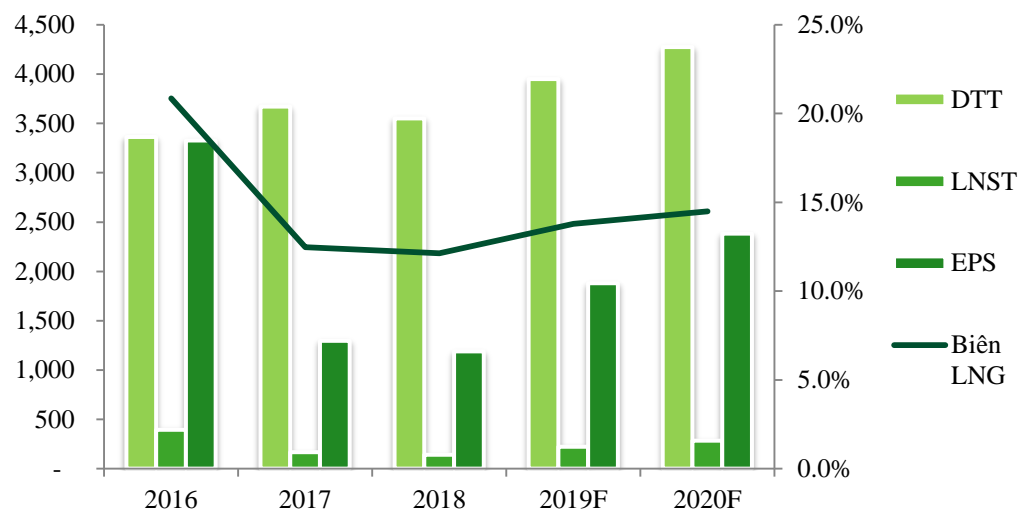
CƠ CẤU SỞ HỮU



Cơ cấu doanh thu 9T.2019



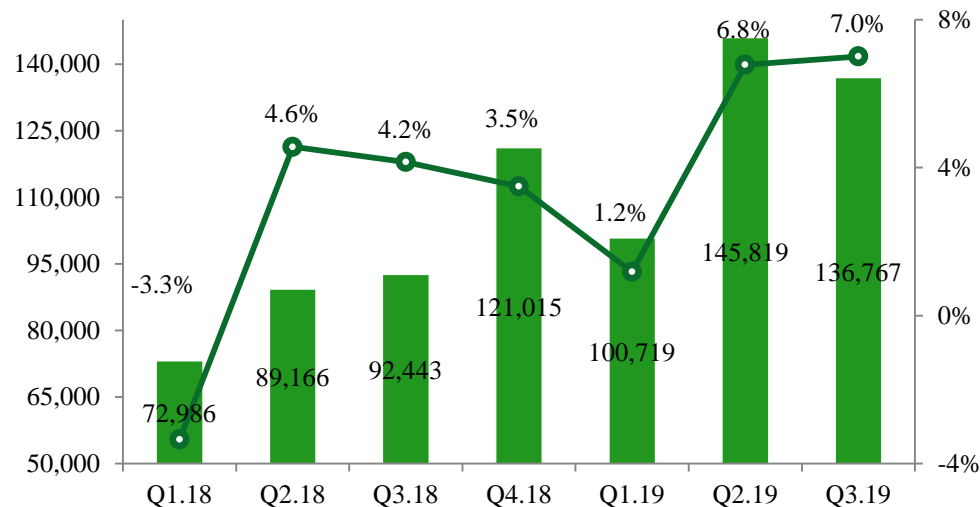
Biến Động Kết Quả Kinh Doanh



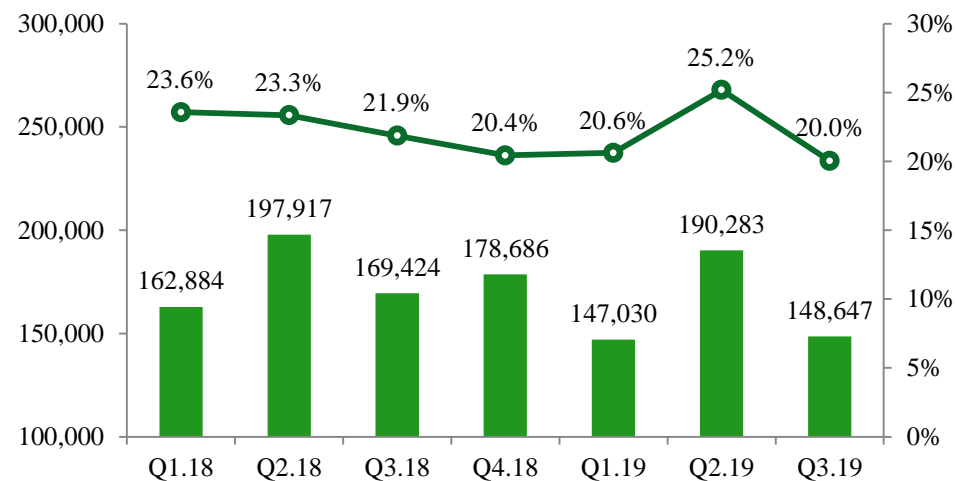
- Xu hướng sử dụng lớp radial thay thế lớp bias trong dài hạn sẽ tạo động lực tăng trưởng cho DRC
- GD II tăng công suất thiết kế lên 100% so với hiện tại (+300.000 lớp) trong khi suất đầu tư chưa tới 1/2 so với GD I.
- Biên lợi nhuận gộp của lớp Radial cải thiện
- Nguyên liệu đầu vào là cao su thiên nhiên (chiếm ~30% GVHB) dự báo giá vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp trong 3 năm tới do tình trạng dư cung toàn cầu vẫn ở mức cao và căng thẳng thương mại giữa Mỹ - Trung kéo dài.
- Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đã ảnh hưởng lớn với thị trường lớp Trung Quốc và tạo cơ hội cho DRC thâm nhập các thị trường mới với biên lợi nhuận tốt hơn, điển hình như thị trường Mỹ từ đầu quý 2 năm nay.

NM Radial	GĐ I	GĐ II
Thời gian xây dựng	Q2/2011 - Q2/2013	2018
Công suất thiết kế (lớp/năm)	300,000	300,000
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	1,710	705
Thời gian đạt 100% công suất	4-5 năm	1 năm

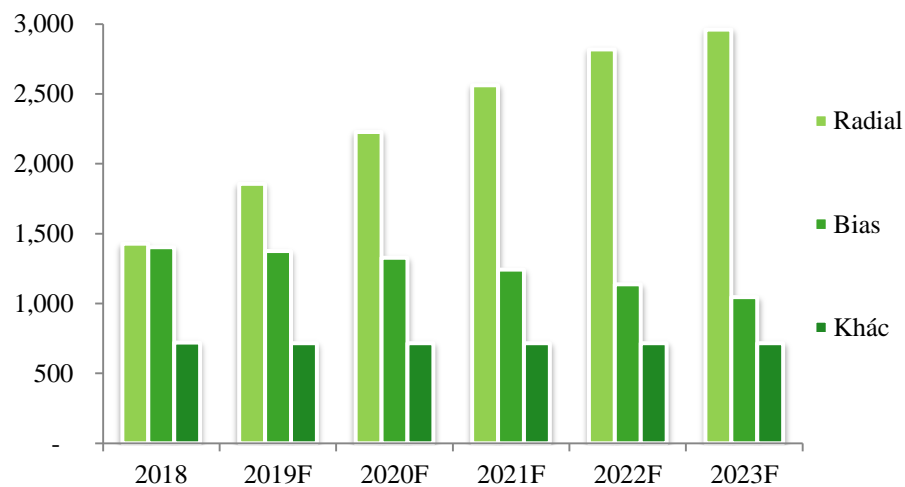
TÌNH HÌNH TIÊU THỤ LỚP RADIAL



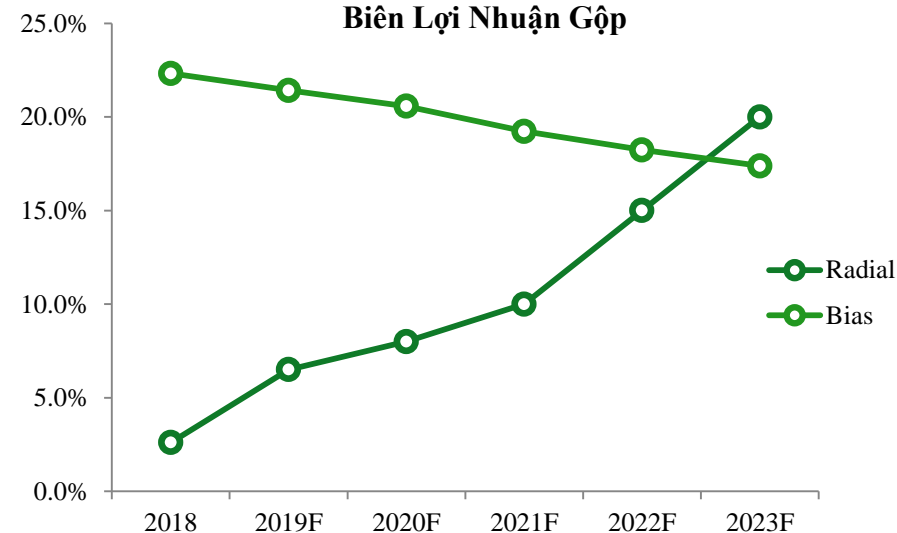
TÌNH HÌNH TIÊU THỤ LỚP BIAS



Doanh thu theo loại sp



Biên Lợi Nhuận Gộp



ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối 25.610

Phương pháp chiết khấu dòng tiền 39.456

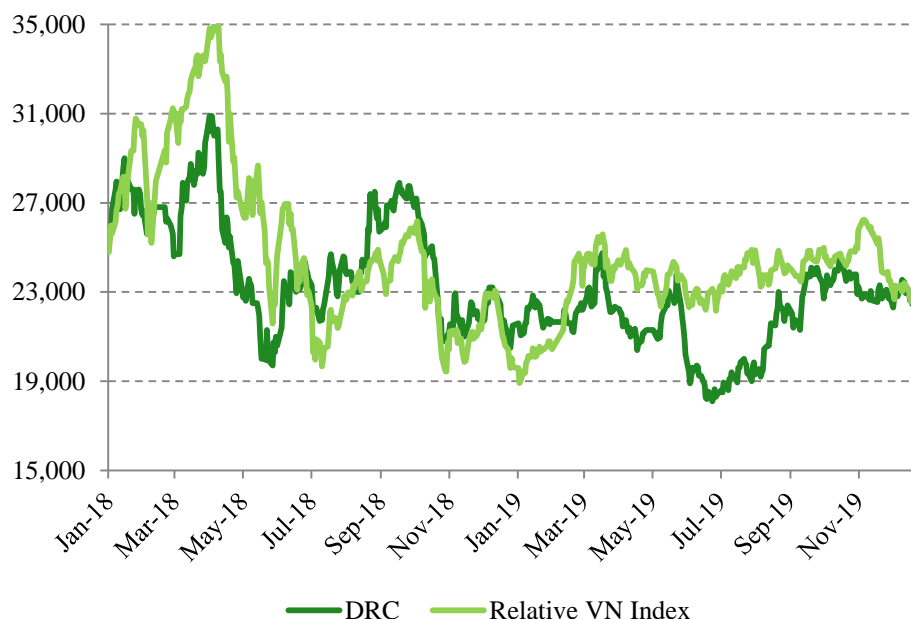
GIÁ MỤC TIÊU

29.765 /CP

UPSIDE

+28,6%

DRC



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	3.551	3.948	4.272
+/- yoy (%)	-3,2%	11,2%	8,2%
LNST	141	223	283
+/- %	-15,1%	58,4%	26,7%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	1.187	1.880	2.382

- ❖ Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.
- ❖ Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.
- ❖ Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích & Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com

Lý Hoàng Anh Thi

Phó phòng Phân tích & Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng nhóm PT DN
mdtuan@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

Trưởng nhóm PT DN
Hóa chất, Bán lẻ, Dầu khí
ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng

Thủy sản, Nông nghiệp
ntthang-hcm@vcbs.com.vn

Nguyễn Hoàng Minh

Chuyên viên Chiến lược thị trường cao cấp
nhminh@vcbs.com.vn

Nguyễn Huy Hoàng

Bất động sản, Công nghệ
nhhoang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dung

Hàng tiêu dùng
nttdung01@vcbs.com.vn

Trịnh Văn Hà

Dệt may
tvha@vcbs.com.vn

Hoàng Tùng Vũ

Thị trường cổ phiếu, hàng hóa
htvu@vcbs.com.vn

Ngô Phương Anh

Ngân hàng
npanh@vcbs.com.vn

Ngô Duy Tài

Dầu khí, Phân bón
ndtai@vcbs.com.vn

Trần Kỳ Anh

Vật liệu xây dựng
tkanh@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh

Vĩ mô & Trái phiếu
dklinh@vcbs.com.vn

Lương Văn Hoàn

Hàng không, Cảng biển
lvhoan@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân

Điện
phquan@vcbs.com.vn

Trương Anh Quốc

Bất động sản, Xây dựng, Nước
taquoc@vcbs.com.vn

Nguyễn Nam Anh

Thị trường cổ phiếu, phái sinh
htvu@vcbs.com.vn